

东方海洋 (002086.SZ)

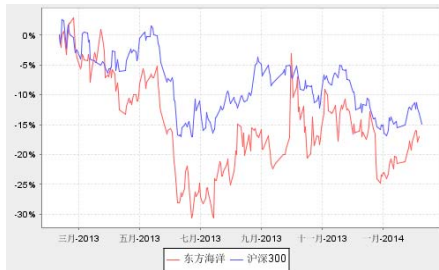
传统主业亮点难寻，期待新业务增长点

评级： 增持 **前次： 增持**
目标价 (元)： -
 分析师 分析师
 谢刚 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2014年2月25日

基本状况

总股本(百万股)	243.85
流通股本(百万股)	243.85
市价(元)	9.10
市值(百万元)	2219.04
流通市值(百万元)	2219.04

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	752.47	676.38	615.41	662.87	737.15
营业收入增速	20.61%	-10.11%	-9.01%	7.71%	11.21%
净利润增长率	30.18%	3.85%	-38.50%	25.51%	33.42%
摊薄每股收益 (元)	0.39	0.41	0.25	0.31	0.42
前次预测每股收益 (元)	0.39	0.41	0.33	0.46	0.60
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	33.19	26.63	36.38	28.99	21.73
PEG	1.10	6.92	—	1.14	0.65
每股净资产 (元)	5.15	5.35	5.60	5.92	6.34
每股现金流量	0.17	0.48	1.78	0.67	0.74
净资产收益率	7.61%	7.60%	4.46%	5.30%	6.61%
市净率	2.53	2.02	1.62	1.54	1.44
总股本 (百万股)	243.85	243.85	243.85	243.85	243.85

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件：**东方海洋公布 2013 年业绩快报，2013 年公司实现营业收入 6.16 亿元，同比下降 9.00%，实现归属上市公司股东净利润 6090 万元，同比下降 38.59%，折合 EPS 约 0.25 元。业绩处于此前业绩预告区间 (-40%-0%) 下限水平。
- 公司 2014 年 Q4 单季实现收入 1.25 亿元，同比下降 34.23%，Q4 单季亏损 43 万元，较去年同期 3225 万元出现大幅下滑。**历年 Q4 是海参捕捞和销售旺季，同时也是公司利润主要分布季节，2013Q4 是公司自上市以来首次出现 Q4 单季亏损的情况，表明公司四季度海参捕捞和销售情况惨淡，低于市场预期。
- 我们预估公司 2013 年下半年捕捞量仅有 500 吨左右，较上半年 760 吨环比下降 35%。**2013 年夏季高温天气对公司海参生长造成一定负面影响，导致下半年捕捞量较我们预期略低。而且下半年价格高开低走，下游终端消费需求依然低迷。我们预计公司 2013 年海参捕捞量仅有 1260 吨，价格 165 元/公斤，同比下降 15.4%，毛利率 50.43%，同比下滑 7.6ppt，量价均低于预期，对公司净利润的负影响大约在 2800 万元左右，这也是公司 2013 年出现业绩下滑的主要原因。
- 公司目前海参捕捞量已逐步进入满产期，三文鱼养殖项目仍在培育阶段，公司新的业绩增长点仍待培育。**公司 4.14 万亩现有海域满产后，年捕捞量应在 1300 吨左右，我们预计公司 2014 年和 2015 年海参捕捞量分别为 1299 吨和 1357 吨，增速大幅下降。2011 年新进入的三文鱼项目仍处于其前期培育阶段，短期内难有大的业绩贡献
- 预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.25/0.31/0.42 元，较前次分别下调 0.08/0.15/0.18 元，维持“增持”评级，**敬请机构投资者关注公告，期待公司新的业绩增长点对公司股价的催化机会。

图表 1: 东方海洋主营业务收入预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
海参								
平均售价 (元/公斤)	189.83	212.45	169.68	207.26	195.00	165.00	165.00	170.00
增长率 (YOY)	18.38%	11.92%	-20.13%	2.63%	-5.91%	-15.38%	0.00%	3.03%
销售数量 (吨)	135.50	188.00	420.50	835.88	1,173.28	1,258.00	1,299.24	1,357.71
增长率 (YOY)	17.83%	38.75%	123.67%	42.07%	40.37%	7.22%	3.28%	4.50%
销售收入(百万元)	25.72	39.94	71.35	173.24	228.79	207.57	214.37	230.81
增长率 (YOY)	39.49%	55.28%	78.65%	45.80%	32.06%	-9.27%	3.28%	7.67%
毛利率	69.20%	64.86%	67.97%	66.32%	58.06%	50.43%	50.43%	51.89%
销售成本	7.92	14.03	22.85	58.34	95.95	102.88	106.26	111.04
增长率 (YOY)	4.52%	77.18%	62.83%	58.08%	64.48%	7.22%	3.28%	4.50%
毛利	17.80	25.91	48.50	114.90	132.84	104.69	108.12	119.77
增长率 (YOY)	63.89%	45.53%	87.21%	40.27%	15.61%	-21.19%	3.28%	10.78%
占总销售额比重	5.54%	7.11%	15.07%	25.02%	33.77%	33.73%	32.34%	31.31%
占主营业务利润比重	21.78%	22.40%	45.09%	91.01%	66.09%	65.95%	62.45%	58.39%
三文鱼								
平均售价 (元/公斤)	0.00	0.00	0.00	120.00	95.00	95.00	90.00	90.00
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	—	-20.83%	0.00%	-5.26%	0.00%
销售数量 (吨)	0.00	0.00	0.00	10.80	80.00	300.00	500.00	800.00
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	—	640.74%	275.00%	66.67%	60.00%
销售收入(百万元)	0.00	0.00	0.00	1.30	7.60	28.50	45.00	72.00
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	—	486.42%	275.00%	57.89%	60.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	74.17%	63.16%	61.05%	57.78%	57.78%
销售成本	0.00	0.00	0.00	0.33	2.80	11.10	19.00	30.40
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	—	736.32%	296.43%	71.17%	60.00%
毛利	0.00	0.00	0.00	0.96	4.80	17.40	26.00	41.60
增长率 (YOY)	N/A	N/A	N/A	—	399.38%	262.50%	49.43%	60.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.19%	1.12%	4.63%	6.79%	9.77%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	2.39%	10.96%	15.02%	20.28%
进料加工								
平均售价 (元/公斤)	35.53	37.85	39.56	38.53	38.03	37.27	37.64	38.01
增长率 (YOY)	11.00%	6.53%	4.53%	-3.41%	-1.30%	-2.00%	1.00%	1.00%
销售数量 (吨)	9,939.80	11,019.80	7,761.49	11,739.80	8,337.16	6,753.10	7,158.28	7,730.95
增长率 (YOY)	77.22%	10.87%	-29.57%	27.00%	-28.98%	-19.00%	6.00%	8.00%
销售收入(百万元)	353.12	417.05	307.04	452.28	317.03	251.66	269.42	293.89
增长率 (YOY)	96.72%	18.10%	-26.38%	22.67%	-29.91%	-20.62%	7.06%	9.08%
毛利率	5.46%	5.46%	4.63%	4.36%	0.78%	1.08%	1.58%	1.78%
单位成本 (元/公斤)	33.59	35.78	37.73	36.85	37.73	36.86	37.04	37.34
销售成本 (百万元)	333.85	394.29	292.81	432.56	314.55	248.94	265.17	288.66
增长率 (YOY)	97.56%	18.10%	-25.74%	26.19%	-27.28%	-20.86%	6.52%	8.86%
毛利 (百万元)	19.27	22.76	14.23	19.73	2.47	2.72	4.26	5.23
增长率 (YOY)	83.16%	18.10%	-37.48%	-23.82%	-87.47%	9.91%	56.62%	22.89%
占总销售额比重	76.12%	74.27%	64.84%	65.33%	46.80%	40.89%	40.65%	39.87%
占主营业务利润比重	23.57%	19.68%	13.23%	15.63%	1.23%	1.71%	2.46%	2.55%
来料加工								
销售收入(百万元)	26.55	38.26	28.52	33.77	45.91	48.20	50.61	53.14
增长率 (YOY)	-8.05%	44.12%	-25.46%	-16.64%	35.92%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	34.55%	67.62%	57.62%	49.92%	35.17%	35.67%	36.67%	36.67%
销售成本(百万元)	17.38	12.39	12.09	52.31	29.76	31.01	32.05	33.65
增长率 (YOY)	88.83%	-28.69%	-2.44%	115.64%	-43.11%	4.19%	3.37%	5.00%
毛利(百万元)	9.17	25.87	16.43	-18.54	16.15	17.19	18.56	19.49
增长率 (YOY)	-53.37%	182.06%	-36.48%	-214.07%	-187.08%	6.49%	7.94%	5.00%
占总销售额比重	5.72%	6.81%	6.02%	4.88%	6.78%	7.83%	7.64%	7.21%
占主营业务利润比重	11.22%	22.37%	15.28%	-14.69%	8.03%	10.83%	10.72%	9.50%
国内贸易								
销售收入 (百万元)	0.00	1.44	25.55	12.36	31.06	34.17	37.59	38.09
毛利率	0.00%	56.31%	29.78%	27.68%	53.70%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.63	17.94	8.94	14.38	32.46	35.71	36.18
毛利 (百万元)	0.00	0.81	7.61	3.42	16.68	1.71	1.88	1.90
销售收入小计(百万元)	463.90	561.52	473.51	692.32	677.46	615.41	662.87	737.15
销售成本小计(百万元)	382.15	445.85	365.96	566.07	476.48	456.67	489.73	532.01
销售毛利小计(百万元)	81.74	115.67	107.55	126.25	200.98	158.74	173.14	205.13
平均毛利率	17.62%	20.60%	22.71%	18.24%	29.67%	25.79%	26.12%	27.83%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2: 东方海洋三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	624	752	676	615	663	737
增长率	31.76%	20.6%	-10.1%	-9.0%	7.7%	11.2%
营业成本	-476	-566	-476	-457	-490	-532
% 销售收入	76.2%	75.3%	70.3%	74.2%	73.9%	72.2%
毛利	148	186	201	159	173	205
% 销售收入	23.8%	24.7%	29.7%	25.8%	26.1%	27.8%
营业税金及附加	-2	-2	-2	-2	-2	-2
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-16	-20	-16	-14	-15	-17
% 销售收入	2.6%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-26	-30	-33	-26	-28	-33
% 销售收入	4.2%	3.9%	4.9%	4.2%	4.2%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	104	135	150	117	128	153
% 销售收入	16.7%	17.9%	22.2%	19.0%	19.3%	20.7%
财务费用	-35	-48	-59	-59	-54	-52
% 销售收入	5.5%	6.4%	8.7%	9.6%	8.1%	7.1%
资产减值损失	1	1	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	70	87	93	58	74	100
营业利润率	11.2%	11.6%	13.8%	9.4%	11.2%	13.6%
营业外收支	6	11	9	5	5	5
税前利润	76	98	102	63	79	105
利润率	12.2%	13.1%	15.1%	10.2%	11.9%	14.3%
所得税	-1	-1	-1	-1	-1	-1
所得税率	1.2%	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
净利润	75	98	102	62	78	105
少数股东损益	2	2	3	1	2	2
归属于母公司的净利润	73	96	99	61	77	102
净利率	11.8%	12.7%	14.7%	9.9%	11.5%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	73	98	102	62	78	105
少数股东损益	0	0	0	1	2	2
非现金支出	49	56	62	63	64	66
非经营收益	26	39	57	57	52	52
营运资金变动	-126	-150	-104	251	-30	-41
经营活动现金净流	23	43	116	435	166	184
资本开支	166	159	185	7	35	55
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-166	-159	-185	-7	-35	-55
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	171	69	204	-286	-70	1
其他	-5	-19	-81	-62	-57	-57
筹资活动现金净流	166	50	123	-348	-127	-55
现金净流量	23	-67	54	80	4	74

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	203	136	190	269	271	342
应收款项	111	140	84	105	113	126
存货	415	566	663	388	416	452
其他流动资产	17	11	7	12	13	14
流动资产	747	853	944	774	813	934
% 总资产	39.6%	40.1%	40.3%	36.5%	38.1%	41.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	1,061	1,184	1,305	1,253	1,230	1,225
% 总资产	56.3%	55.7%	55.7%	59.1%	57.6%	54.4%
无形资产	78	89	93	94	93	92
非流动资产	1,139	1,273	1,398	1,347	1,323	1,316
% 总资产	60.4%	59.9%	59.7%	63.5%	61.9%	58.5%
资产总计	1,886	2,125	2,342	2,121	2,136	2,250
短期借款	538	494	652	516	446	448
应付款项	87	143	80	79	84	92
其他流动负债	6	160	161	15	16	17
流动负债	631	798	893	610	546	556
长期贷款	37	0	46	46	46	46
其他长期负债	32	45	68	68	68	68
负债	700	842	1,007	724	661	671
普通股股东权益	1,160	1,255	1,305	1,366	1,443	1,545
少数股东权益	26	28	29	30	32	35
负债股东权益合计	1,886	2,125	2,342	2,121	2,136	2,250

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.301	0.392	0.407	0.250	0.314	0.419
每股净资产 (元)	4.758	5.147	5.354	5.604	5.918	6.336
每股经营现金净流 (元)	0.094	0.175	0.477	1.779	0.675	0.744
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	6.32%	7.61%	7.60%	4.46%	5.30%	6.61%
总资产收益率	3.89%	4.49%	4.24%	2.88%	3.58%	4.54%
投入资本收益率	6.59%	8.15%	8.09%	6.85%	7.48%	8.76%
增长率						
营业总收入增长率	31.76%	20.61%	-10.11%	-9.01%	7.71%	11.21%
EBIT 增长率	58.94%	29.44%	11.46%	-22.14%	9.50%	19.52%
净利润增长率	32.65%	30.18%	3.85%	-38.50%	25.51%	33.42%
总资产增长率	15.56%	12.70%	10.18%	-9.44%	0.71%	5.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.9	59.2	58.7	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	283.8	316.2	471.5	310.0	310.0	310.0
应付账款周转天数	23.6	37.0	50.9	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	482.8	535.9	662.6	751.2	671.2	591.7
偿债能力						
净负债/股东权益	31.40%	39.59%	49.31%	21.00%	14.99%	9.58%
EBIT 利息保障倍数	3.0	2.8	2.5	2.0	2.4	2.9
资产负债率	37.11%	39.63%	43.02%	34.13%	30.93%	29.80%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。