

海洋捕捞
署名人: 王义国

S0960511030002

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

6-12个月目标价: 14.5元

当前股价: 11.78元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2051.92
总股本(百万)	202
流通股本(百万)	115
流通市值(亿)	13
11EPS	0.32
每股净资产(元)	3.37
资产负债率	48.73%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
开创国际	-4.0	-0.6	-3.1
农林牧渔	-1.9	-6.4	-14.7
沪深300指数	-5.7	-13.3	-16.7


相关报告
《开创国际: 成为国际捕捞业有影响力的企业》 2009年2月2日

《开创国际: 2009年股东大会纪要》
 2010年5月24日

开创国际
600097
推荐
政策支持和鱼价上升带动盈利恢复

开创国际远洋渔业公司经历10和11年盈利低潮后,2012年有望在政策支持、鱼价上升背景下恢复到09年盈利。我们近期调研后认为,公司股价并未反映公司基本面的变化,因而给予其推荐评级,股票目标价为14.5元。

投资要点:

- 公司捕捞的鲣鱼和竹荚鱼鱼价上涨到历史新高,鲣鱼产量稳定,竹荚鱼产量经过前两年大幅下降后,今年降幅已温和。鲣鱼今年上半年价格相对去年上涨25%,竹荚鱼鱼价上涨35%;鲣鱼产量三季度是渔休,今年产量主要看四季度,我们预计今年捕捞量4.6万吨左右,相对去年略有下降。竹荚鱼从08年高峰9万吨下降到去年2万吨,今年产量估计接近2万吨,产量再降幅度不大(见图表5)。
- 上半年鲣鱼价每吨1800美元,捕捞量3.38万吨销售才2.62亿,说明部分产量没有销售,因此三季度会多出一块营业收入。我们预计三季度将多出1个亿营业收入。
- 竹荚鱼减产利空已基本出尽,公司将之前捕捞竹荚鱼船只分散到西非、南极和格陵兰岛及法罗群岛等海域捕捞,这有助于分担公司大型捕捞船只成本。这项业务安排有利于减轻公司营运成本,我们预计今年四季度不会出现去年四季度般的巨亏。
- 公司燃油补贴相对稳定,今年有望发放造船补贴。我们计算了公司这几年的燃油补贴(见图表4),基于政府油补长期政策,公司燃油补贴2012-2014年将相对稳定,有利公司实现经营盈利。同时今年有望收到大连建造的两艘金枪鱼船(金汇8号和金汇9号)造船款30%补贴金(相当0.66亿元),我们预测今年能实现1.63亿利润。
- 公司盈利恢复上升,股票估值偏低。基于公司金枪鱼产量相对稳定增长、金枪鱼占公司营业收入比提高以及政府油补、船补和息补政策,我们预计2012-2014年盈利为1.63亿、1.82亿和2.03亿,我们计算公司内在价值14.5元,股票现价相对内在价值有较大折让,反映市场对公司盈利过于担心。我们给予公司推荐评级。

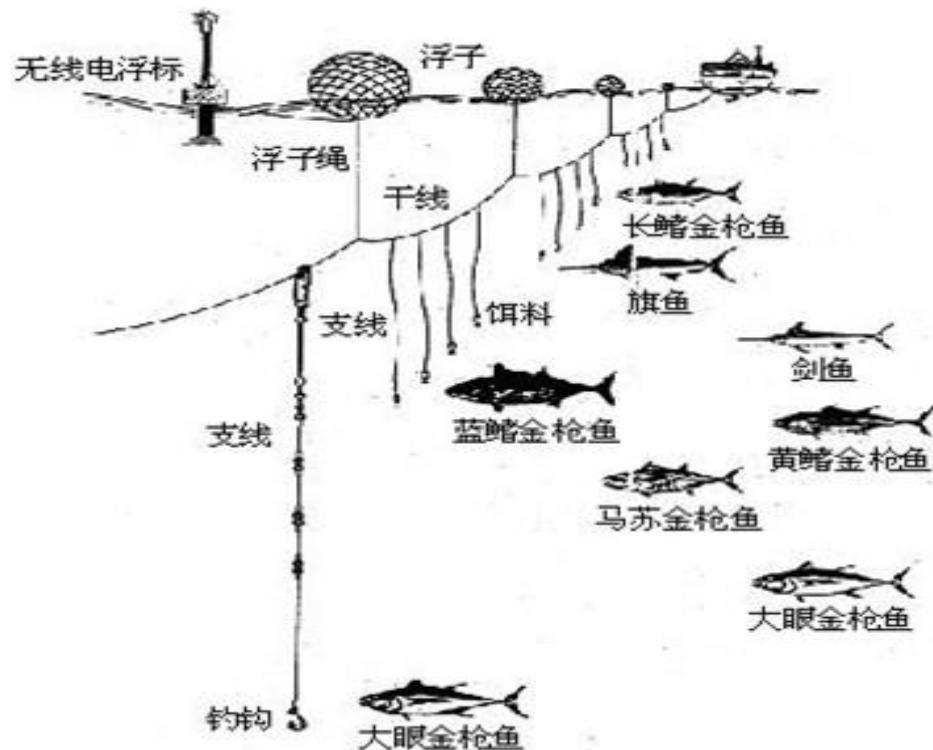
风险提示: 公司捕捞量未达预期、政府补贴发放晚于预期

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	735	844	902	915
收入同比(%)	26%	15%	7%	1%
归属母公司净利润	66	163	182	203
净利润同比(%)	142%	148%	12%	11%
毛利率(%)	5.3%	14.8%	16.9%	17.4%
ROE(%)	9.6%	19.8%	19.1%	18.4%
每股收益(元)	0.32	0.80	0.89	1.00
P/E	36.8	14.7	13.2	11.8
P/B	3.5	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	-308	30	21	19

资料来源: 中投证券研究所

图表 1：开创围网捕捞表层剑鱼和黄鳍、中水延绳钓捕捞中层蓝鳍和大眼



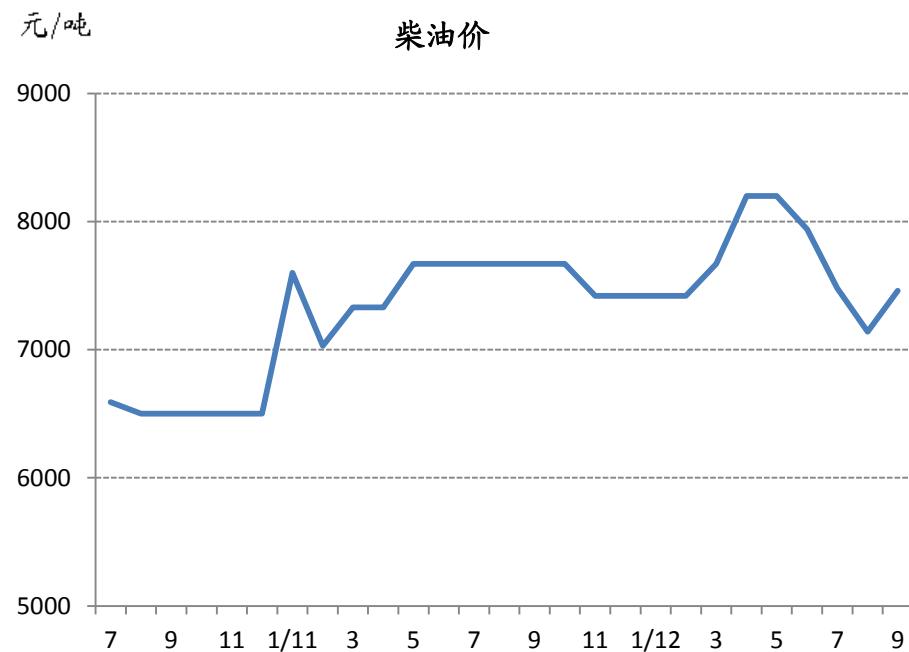
来源：吞拿鱼网、中投证券研究所

图表 1：公司捕捞主要鱼种鲣鱼（又称剑鱼）价格创出 08 年来的新高



来源：吞拿鱼网、中投证券研究所

图表 3: 捕捞主要成本柴油的价格



来源: www.cngold.org、中投证券研究所

图表 4: 公司燃油补贴大致计算

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
1、 柴油价格 (元/吨)	6500	7510	7600	7400	7050
2、 燃油量 (万吨)	5.52	5.76	6.0	6.5	7.0
3、 燃油补贴 (万元)	11207	17533	18780	19045	18060

$$\text{燃油补贴公式} = \text{燃油量} \times [(5070 - 3870) \times 50\% + (P - 5070) \times 100\%]$$

来源: 公司报表、中投证券研究所

图表 5: 公司鲣鱼和竹荚鱼捕捞产量\价格和收入情况

	2008	2009	2010	2011	12H	12E
1、 金枪鱼						
收入 (亿)	3.39	2.58	2.55	4.48	2.62	5.4

产量 (万吨)	3.54	4.65	4.10	4.80	3.38	4.6
价格 (美元/吨)	\$1384	\$812	\$921	\$1442	\$1804	\$1850

2、竹荚鱼

收入 (亿)	6.88	5.37	2.81	2.15	0.94	2.41
产量 (万吨)	9.28	7.23	3.70	2.20	0.73	1.87
价格 (美元/吨)	\$1071	\$1087	\$1127	\$1511	\$2046	\$2050

3、金枪鱼收入	34%	57%	43%	61%	65%	64%
占比						

4、竹荚鱼收入	66%	66%	48%	29%	23%	28%
占比						

来源：公司报表、中投证券研究所

图表 6：公司季度经营分析

单位： 亿元	2009				2010				2011			
	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	1Q	2Q	3Q	4Q	全年	
营收	8.11	0.53	2.03	1.43	1.82	5.81	1.38	2.78	1.96	1.22	7.34	
毛利率	37.2%	30.2%	7.4%	27.3%	-8.8%	9.3%	20.3%	13.3%	17.3%	-49.2%	5.3%	
净利	1.52	-0.008	0.26	0.03	-0.01	0.27	0.04	0.55	0.69	-0.62	0.65	
净利润率	18.7%	/	12.8%	2.1%	/	4.6%	2.9%	19.8%	35.2%	/	8.8%	
<hr/>												
2012												
	1Q	2Q	3Q	4Q	全年 E							
营收	1.69	2.30			8.43							
毛利率	-8.9%	36.9%			14.8%							
净利	0.08	0.91			1.63							
净利润率	4.7%	39.5%			19.3%							

来源：公司报表、中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	497	715	788	881
现金	140	200	250	321
应收账款	10	25	27	27
其他应收款	194	213	226	238
预付账款	42	54	53	60
存货	111	223	233	234
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	836	966	824	681
长期投资	0	0	0	0
固定资产	622	733	710	620
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	214	233	114	61
资产总计	1333	1681	1612	1562
流动负债	628	858	656	458
短期借款	260	409	227	0
应付账款	128	194	188	189
其他流动负债	240	255	241	269
非流动负债	22	0	-0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	22	0	-0	0
负债合计	650	858	656	458
少数股东权益	0	0	0	0
股本	410	410	410	410
资本公积	25	25	25	25
留存收益	257	387	520	668
归属母公司股东权益	684	823	956	1104
负债和股东权益	1333	1681	1612	1562

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	145	347	296	345
净利润	66	163	182	203
折旧摊销	95	108	133	145
财务费用	31	34	31	13
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-68	102	-59	-13
其他经营现金流	22	-61	10	-2
投资活动现金流	-59	-224	0	0
资本支出	66	224	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	6	0	0	0
筹资活动现金流	-23	-63	-246	-274
短期借款	14	149	-182	-227
长期借款	-209	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	172	-212	-64	-48
现金净增加额	61	60	50	71

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012	2013	2014
营业收入	735	844	902	915
营业成本	695	719	750	756
营业税金及附加	6	8	9	9
营业费用	75	80	90	91
管理费用	29	34	36	37
财务费用	31	34	31	13
资产减值损失	34	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	-135	-52	-34	-11
营业外收入	201	217	217	215
营业外支出	0	2	1	1
利润总额	66	163	182	203
所得税	0	0	0	0
净利润	66	163	182	203
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	66	163	182	203
EBITDA	-9	91	130	146
EPS (元)	0.32	0.80	0.89	1.00

主要财务比率

会计年度	2011	2012	2013	2014
成长能力				
营业收入	26.4	14.9	6.9%	1.4%
营业利润	-237.	-138.	-165.	-133.
归属于母公司净利润	142.4	148.2	11.6%	11.2%
盈利能力				
毛利率	5.3%	14.8	16.9	17.4
净利率	8.9%	19.3	20.2	22.1
ROE	9.6%	19.8	19.1	18.4
ROIC	-10.1	-1.6%	-0.3%	0.2%
偿债能力				
资产负债率	48.7	51.1	40.7	29.3
净负债比率	72.17	55.08	46.80	21.84
流动比率	0.79	0.83	1.20	1.92
速动比率	0.56	0.57	0.85	1.41
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.56	0.55	0.58
应收账款周转率	133	47	34	34
应付账款周转率	6.35	4.46	3.93	4.02
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.80	0.89	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	1.67	1.42	1.65
每股净资产(最新摊薄)	3.36	4.05	4.71	5.43
估值比率				
P/E	36.8	14.7	13.2	11.8
P/B	3.5	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	-308	30	21	19

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内

回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王义国，中投证券研究所农业行业分析师，四年行业经历，十年证券从业经验。

主要研究覆盖公司：中粮屯河、好当家、东凌粮油、开创国际、山下湖、西王食品、雏鹰农牧、益生股份等等

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所 公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务 中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际 大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434