



主业萧条依旧，期待业务转型

增持 维持

目标价格：13.00元

投资要点：

- 上半年收入 4.22 亿元同比增长 5.6%，净利润 0.65 亿元同比下滑 34%
- 竹荚鱼渔场衰退和金枪鱼捕捞成本上升是中报业绩下滑的主因
- 主业羸弱的盈利能力对政府补贴的依赖将驱动公司进行业务转型

报告摘要：

- **中报收入 4.22 亿元增长 5.6%，净利润 0.65 亿元下滑 34%。**公司上半年竹荚鱼销售收入大幅下降 77%，“开欣”轮火灾对公司产能造成较大损失，但智利渔场资源衰退造成渔获减少是收入下降主因。同时，公司金枪鱼业务由于成本的上升，毛利下滑，磷虾、鱼柳业务持续亏损，让公司主营业务不堪重负。
- **竹荚鱼和金枪鱼的高景气已经一去不返。**过度捕捞正从近海渔场向远洋渔场蔓延，智利竹荚鱼渔场在捕捞产能过剩的情况下渔场资源不断衰退，公司竹荚鱼捕捞业务陷入持续亏损，未来也难现转机。金枪鱼围网捕捞渔业资源储量较好，但是受油价、人工、大修成本上升推动，盈利能力下滑。远洋捕捞产能转移带来的景气期已经过去。
- **磷虾和杂鱼捕捞更多是维持产能运转。**公司南极磷虾和非洲杂鱼捕捞业务更多是着眼于消化过剩的拖网捕捞产能。目前磷虾的综合利用尚不成熟，捕获磷虾主要磨粉用作饲料，需要进一步开发供食用的商业方式。同时，非洲杂鱼的价值量不高，业务盈利能力较差。
- **政府对远洋捕捞的大力支持是公司最大的看点。**政府出于对海洋权益的争夺一直对远洋捕捞给予高额补贴。但是资源、生产、市场，三头在外的业务模式限制了远洋捕捞的盈利能力，积极向下游产业延伸，或者开辟新的捕捞品种，应该是公司努力的方向。
- **盈利预测和估值。**谨慎看好公司业务转型的能力，预计公司 13-15 年 EPS 分别为 0.72/0.75/0.77 元，维持增持评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	734.64	819.82	854.57	881.19	923.16
增长率 (%)	26.40	11.60	4.24	3.12	4.76
归母净利润(百万)	65.75	128.78	145.35	151.26	156.91
增长率 (%)	142.38	95.86	12.87	4.07	3.73
每股收益	0.32	0.64	0.72	0.75	0.77
市盈率	52.97	27.04	15.49	14.88	14.34

中小市值公司研究组

首席分析师：

王凤华 (S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

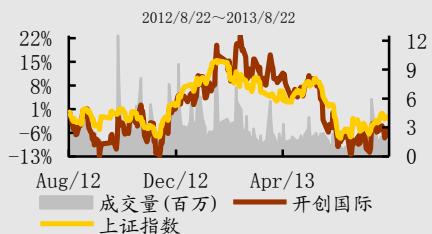
研究助理：

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



基础数据

当前价格 (元)	11.11
6 个月最高/低(元)	14.1/10.0
总市值 (亿元)	22.51
流通市值 (亿元)	9.12
大股东持股 (%)	43.02
十大流通股东 (%)	21.82

相关研究

《开创国际：近看政策扶持，远看产业延伸》

2013/7/4

《中小市值周报 20130818：乌龙指打乱节奏，市场面临多维冲击》

2013/8/17

《中小市值周报 20130811：循着行业政策，走精选个股路线》

2013/8/12

《中小市值周报 20130804：“微刺激”下的明天会更好》

2013/8/4

表 1：公司盈利预测及估值

单位:百万元									
利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	820	855	881	923	经营活动现金流				
YoY	12%	4%	3%	5%	净利润	129	145	151	157
营业成本	720	746	777	825	折旧与摊销	99	74	82	82
营业税金及附加	9	9	9	9	财务费用	17	17	18	18
销售费用	83	85	88	92	非经常性/非经营性损益	34	-214	-229	-249
管理费用	42	43	44	46	营运资金的减少	43	-39	-6	-10
EBITDA	65	46	45	33	长期经营性负债的增加	0	-28	0	0
YoY	159%	-29%	-1%	-28%	经营活动现金流净额	323	-44	16	-1
EBIT	(35)	(29)	(37)	(49)	投资活动现金流				
财务费用	17	17	18	18	固定资产购建	-47	-54	-20	-20
非经营性/经常性损益	181	214	229	249	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	129	168	175	181	非经常性或非经营性损益	0	214	229	249
所得税费用	1	23	24	24	非核心资产的减少	4	0	0	0
净利润	129	145	151	157	投资活动现金流量净额	-43	150	199	219
YoY	96%	13%	4%	4%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	-205	-85	-42	-20
归属母公司所有者净利润	129	145	151	157	长期借款增加	0	-13	-10	-8
YoY	96%	13%	4%	4%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	财务费用及红利等	-40	-17	-18	-18
资产					筹资活动现金流量净额	-245	-115	-70	-47
货币资金	175	165	310	481	现金及现金等价物净增加额	35	-9	145	171
应收款项	203	214	220	231	现金及现金等价物期末余额	175	165	310	481
预付款项	28	34	35	37	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
存货	125	134	139	149	盈利能力				
其他流动资产	0	0	0	0	ROE	16.2%	15.4%	13.8%	12.6%
流动资产合计	531	547	704	898	净利率	15.7%	17.0%	17.2%	17.0%
固定资产	676	706	667	618	毛利率	12.1%	12.7%	11.8%	10.6%
在建工程	114	64	42	31	营业费用率	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
无形资产	0	10	19	27	管理费用率	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
非核心资产	0	0	0	0	财务费用率	2.1%	-3.0%	-2.0%	-1.5%
非流动资产合计	790	780	728	676	资本结构				
资产总计	1321	1327	1432	1574	资产负债率	39.8%	29.1%	23.7%	20.6%
负债					权益乘数	1.66	1.41	1.31	1.26
短期借款	200	115	73	53	流动资产/总资产	40.2%	41.2%	49.2%	57.1%
应付款项	169	168	174	186	流动负债/总负债	82.6%	86.8%	88.0%	90.0%
预收款项	37	17	18	18	偿债能力				
其他应付款	27	30	30	30	流动比率	1.22	1.63	2.35	3.08
其他流动负债	1	5	5	5	速动比率	0.94	1.23	1.89	2.57
流动负债合计	434	335	299	292	产权比率	0.66	0.41	0.31	0.26
长期借款	64	51	41	33	归属母公司股东权益/负债	1.52	2.44	3.22	3.85
长期经营性负债	0	0	0	0	营运能力				
其他非流动负债	28	0	0	0	存货周转率	6.08	5.74	5.68	5.74
非流动负债合计	91	51	41	33	应收账款周转率	4.03	4.10	4.06	4.09
负债合计	525	386	340	324	流动资产周转率	1.59	1.59	1.41	1.15
股本	410	410	410	410	固定资产周转率	1.26	1.24	1.28	1.44
资本公积金	25	25	25	25	总资产周转率	0.62	0.65	0.64	0.61
留存收益	360	506	657	814	每股和估值指标				
归属母公司股东权益	796	941	1092	1249	EPS(元)	0.64	0.72	0.75	0.77
少数股东权益	0	0	0	0	BPS(元)	1.94	2.30	2.66	3.05
股东权益合计	796	941	1092	1249	P/E(x)	17.48	15.49	14.88	14.34
负债和股东权益合计	1321	1327	1432	1574	P/B(x)	5.72	4.84	4.17	3.65

资料来源：宏源证券

作者简介：

王凤华：宏源证券研究所首席分析师，分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组，《新财富》2012年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。16年从业经历，曾在多家券商任职，任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，10年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司：开创国际、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、山大华特等。

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoxue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com	
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyan ni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com	
银行/信托	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。