

证券研究报告

公司研究——事项点评

獐子岛 (002069.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2018.1.9

康敬东 行业分析师
 执业编号：S1500510120009
 联系电话：+86 10 83326739
 邮箱：kangjingdong@cindasc.com

刘卓 研究助理
 联系电话：+86 10 83326753
 邮箱：liuzhuoa@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
 邮编：100031

再遭“黑天鹅”，扇贝存货异常或致全年亏损

2018 年 2 月 5 日

事件：1) 近日，公司发布 2017 年度业绩预告修正公告，公司预计 2017 年归母净利润亏损 5.3 亿元-7.2 亿元，上年同期盈利 0.80 亿元。公司于 2017 年 10 月 27 日披露的《2017 年第三季度报告》中预计 2017 年度归属于上市公司股东的净利润比上年同期增减变动幅度为 13.07%-38.20%，2017 年度归属于上市公司股东的净利润变动区间为 0.9 亿元-1.1 亿元。2) 公司发布年终盘点结果，拟对 107.16 万亩海域成本为 57758.13 万元的底播虾夷扇贝存货进行核销处理，对 24.3 万亩海域成本为 12591.35 万元的底播虾夷扇贝存货计提跌价准备 5110.04 万元，上述两项合计影响净利润 62868.17 万元，全部计入 2017 年度损益。

点评：

- **部分海域扇贝存货异常，原因或系环境恶化所致。**公司在年末盘点中发现部分海域的底播虾夷扇贝存货出现异常，拟对部分海域的底播虾夷扇贝存货计提跌价准备及核销处理，或致公司全年亏损。根据公司年终盘点结果显示，扇贝存货出现异常的原因主要包括，降水减少导致扇贝的饵料生物数量下降，养殖规模的大幅扩张更加剧了饵料短缺，再加上海水温度的异常，造成高温期后的扇贝越来越瘦，品质越来越差，长时间处于饥饿状态的扇贝没有得到恢复，最后诱发死亡。参考近期召开的 2017 年度国家贝类产业技术体系年终总结和考评，会议对我国黄海及渤海贝类养殖产业发生的局部规模死亡、贝体消瘦和产量下降等产业问题展开研讨，其中指出辽宁长海县（公司海域所在区域）、庄河市等产业问题较严峻，会议认为原因主要有四点：一是局部环境异常，高温期提前且持续时间长、降水和径流骤减导致海区饵料生物数量显著下降；二是竞争性品种盲目扩张，养殖规模过大；三是贝类养殖苗种高度依赖异地输入，易形成环境应激；四是养殖模式粗放单一，缺乏应对环境突变等问题的预警机制。
- **再遭“黑天鹅”，恍如昨日。**此次扇贝存货异常事件与 2014 年“冷水团事件”有相似之处，2014 年公司北黄海遭遇异常冷水团，105.64 万亩海洋牧场绝收，7.34 亿元底播虾夷扇贝存货进行核销处理，影响全年巨亏。“冷水团事件”之后公司加强环境监测及预警控制，并放弃一部分风险海域且积极调整海洋牧场的耕种模式，实施“3+1”轮播的耕种方式以保证牧场资源的可持续性，公司公告显示近两年海洋牧场资源环境逐渐恢复，下游渠道布局不断完善，经营本应呈现向好之势，不料再次遭遇“黑天鹅”。尽管此次风险事件或由不可控的外部因素引起，但由于两次风险事件的发生间隔短、影响大，或对公司信誉度和影响力造成一定负面影响。
- **关于虾夷扇贝亩产假设的几点说明。**我们在前次报告中对公司主要产品虾夷扇贝进行经营假设，预计 2017 年虾夷扇贝亩

产 37 公斤，且对预测年度的亩产给予每年 0.5 公斤的增长假设，这主要是基于对公司公告信息及调研情况的综合判断。据公司 2017 半年报显示，一龄贝生产及收获达到预期且扇贝活品供应增长稳定，2017 上半年公司虾夷扇贝收入较上年同期增长 20.81%，毛利率同比提升 2.58 个百分点。据公司 2017 年秋季底播虾夷扇贝抽测显示，公司通过对涉及 2014-2016 年底播预估到 2017 年 10 月末未收获的海域面积 135 万亩包括调查点位共 120 个进行抽查显示，公司底播虾夷扇贝不存在减值风险。2017 年 12 月公司“大雪采捕节”如期举办，我们现场调研捕捞和播苗情况，从现场捕捞的部分海货（包括虾夷扇贝、海胆、海星等）来看，产品完好无损、品质优良，没有“存货异常”的任何迹象，播苗方面管理规范、分拣认真。近期发生的事件远出我们所料，预期与实际情况出现极大反差，我们也对公司再次遭受风险事件深感遗憾。值得一提的是，由于公司虾夷扇贝业务占比较大存在品种单一风险，为提示扇贝亩产恢复不及预期的风险，我们在前次报告中做了虾夷扇贝亩产和吨值变动对营收增速和每股收益的敏感性分析，分析显示虾夷扇贝亩产和吨值的变动对公司业绩有较大影响，虾夷扇贝亩产或吨值每分别变动 3 公斤/亩或 0.3 万元/吨，影响公司 2017 年营收增长率变动约 2 个百分点，影响每股收益变动 0.01 元。

- **盈利预测及评级：**基于以上分析，我们下调公司盈利预测，预计公司 17-19 年摊薄每股收益分别为 -0.77 元、0.00 元、0.08 元。一方面，公司发生风险事件导致 2017 年业绩不达预期，且当前公司虾夷扇贝存量锐减，同时为加强海洋牧场的风险管控，公司计划将虾夷扇贝底播区域由 234 万亩压缩至 60 万亩，实施 3 年轮收轮播的耕种方式，公司虾夷扇贝产能或需要一段时间的恢复期，公司业绩向下承压，另一方面，三年内突发两次对公司业绩造成重大影响的风险事件，对仍处在信心重筑阶段的投资者造成再次重创，无异于“伤口上撒盐”。我们下调公司评级至“卖出”评级。
- **风险因素：**突发灾害性天气、经营管理不善、扇贝亩产恢复不达预期等。

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,726.78	3,052.10	2,910.04	3,150.77	3,357.30
增长率 YoY %	2.43%	11.93%	-4.65%	8.27%	6.55%
归属母公司净利润(百万元)	-242.94	79.59	-545.46	3.34	56.90
增长率 YoY%	-79.57%	-132.76%	-785.31%	-100.61%	1604.44%
毛利率%	11.76%	15.13%	12.73%	13.00%	13.32%
净资产收益率 ROE%	-	8.13%	-	0.63%	10.18%
每股收益 EPS(元)	-0.34	0.11	-0.77	0.00	0.08
市盈率 P/E(倍)	-	73	-	1,742	102
市净率 P/B(倍)	6.57	5.42	11.03	10.96	9.90

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 1 月 30 日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,621.12	2,881.63	2,385.95	2,518.36	2,703.13
货币资金	579.53	581.45	138.74	98.24	137.46
应收票据	15.08	5.84	5.57	6.03	6.42
应收账款	254.95	348.77	332.54	360.05	383.65
预付款项	177.76	112.77	110.56	119.33	126.69
存货	1,543.40	1,751.35	1,717.09	1,853.27	1,967.47
其他	50.40	81.45	81.45	81.45	81.45
非流动资产	1,864.26	1,592.60	1,638.56	1,635.68	1,630.10
长期投资	134.13	180.11	180.11	180.11	180.11
固定资产	1,247.18	1,091.53	1,103.80	1,125.07	1,133.56
无形资产	319.45	268.00	247.78	227.55	207.33
其他	163.51	52.96	106.87	102.94	109.11
资产总计	4,485.39	4,474.23	4,024.51	4,154.04	4,333.23
流动负债	2,329.66	2,626.87	2,719.35	2,845.53	2,967.54
短期借款	1,725.51	1,172.42	1,272.42	1,372.42	1,472.42
应付账款	211.78	301.39	295.49	318.93	338.58
其他	392.37	1,153.05	1,151.44	1,154.18	1,156.53
非流动负债	1,247.54	755.64	755.64	755.64	755.64
长期借款	1,191.54	705.24	705.24	705.24	705.24
其他	56.00	50.40	50.40	50.40	50.40
负债合计	3,577.20	3,382.51	3,475.00	3,601.17	3,723.18
少数股东权益	22.57	18.88	22.13	22.15	22.44
归属母公司股东权益	885.61	1,072.84	527.38	530.71	587.62
负债和股东权益	4485.39	4474.23	4024.51	4154.04	4333.23

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,726.78	3,052.10	2,910.04	3,150.77	3,357.30
同比	2.43%	11.93%	-4.65%	8.27%	6.55%
归属母公司净利润	-242.94	79.59	-545.46	3.34	56.90
同比	-79.57%	-132.76%	-785.31%	-100.61%	1604.44%
毛利率	11.76%	15.13%	12.73%	13.00%	13.32%
ROE	-	8.13%	-	0.63%	10.18%
每股收益(元)	-0.34	0.11	-0.77	0.00	0.08
P/E	-	73	-	1,742	102
P/B	6.57	5.42	11.03	10.96	9.90
EV/EBITDA	26.58	21.78	-23.88	37.43	29.33

利润表

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,726.78	3,052.10	2,910.04	3,150.77	3,357.30
营业成本	2,406.08	2,590.37	2,539.69	2,741.11	2,910.02
营业税金及附加	2.45	9.67	13.68	14.81	15.78
营业费用	201.03	177.15	157.14	163.84	167.86
管理费用	210.12	162.93	133.86	135.48	134.29
财务费用	168.69	139.12	151.09	161.32	169.69
资产减值损失	48.88	5.00	641.19	80.49	45.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.52	52.57	18.74	24.61	31.98
营业利润	-307.96	20.44	-707.88	-121.66	-53.82
营业外收入	222.08	79.20	126.76	126.76	126.76
营业外支出	-25.21	16.72	12.76	1.42	10.30
利润总额	-60.67	82.93	-593.88	3.68	62.64
所得税	184.77	7.21	-51.67	0.32	5.45
净利润	-245.44	75.71	-542.21	3.36	57.19
少数股东损益	-2.50	-3.88	3.25	0.02	0.29
归属母公司净利润	-242.94	79.59	-545.46	3.34	56.90
EBITDA	339.46	400.38	-369.43	238.37	307.57
EPS (摊薄)	-0.34	0.11	-0.77	0.00	0.08

现金流量表

	单位:百万元				
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	317.71	307.58	-351.47	53.99	137.65
净利润	-245.44	75.71	-542.21	3.36	57.19
折旧摊销	204.18	178.90	74.09	76.54	78.97
财务费用	195.95	138.55	150.36	158.16	165.96
投资损失	-2.52	-52.57	-18.74	-24.61	-31.98
营运资金变动	-41.05	-40.28	-595.74	-227.22	-169.00
其它	206.59	7.27	580.77	67.77	36.50
投资活动现金流	-53.41	83.68	-40.88	-36.33	-32.47
资本支出	-45.96	7.63	-59.62	-60.94	-64.44
长期投资	-4.20	2.88	18.74	24.61	31.98
其他	-3.25	73.17	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-141.33	-507.96	-50.36	-58.16	-65.96
吸收投资	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	54.40	-326.18	100.00	100.00	100.00
支付利息或股息	195.95	164.18	150.36	158.16	165.96
现金净增加额	132.84	-95.68	-442.70	-40.50	39.22

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师。北京大学光华管理学院MBA，2000年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

刘卓，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017年7月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度、独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起6个月内。	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。