

华立科技 (600097)

蓝海扬帆

徐静欢
021-38565934
xujh@xyzq.com.cn

2009 年 02 月 05 日

海洋捕捞

估值区间:17.50 ± 0.50

推荐

(首次)

公司拥有国内最大一支远洋捕捞船队, 捕捞许可证和所捕鱼种资源丰富决定了公司未来的成长, 预计公司 08、09、10 年 PES 为 0.75、0.95、1.12 元。

投资要点:

- **国内捕捞行业前景:** 我们认为未来 5-10 年内我国近海和过洋性渔业的鱼类捕获量将保持零增长, 甚至出现负增长, 考虑到公海部分渔业资源仍具有可开发的潜力, 因此, 我们认为我国未来 5-10 年内捕捞量的增长主要依赖大洋性远洋渔业的增长。
- **核心竞争优势:** (1) **资源稀缺性—捕捞许可证。** 目前公司竹荚鱼和金枪鱼捕捞船队所有船只都具有所在渔区的船只许可证。许可证制度为新进入者设置了进入壁垒; (2): **渔业资源丰富。** 公司作业的两大渔区资源丰富, 公司两大产品是世界渔业资源中少数几种处于适度和完全开发的品种。
- **大洋性渔业决定公司走一条不同的路。** 我们认为捕捞作业方式和作业船只不同是决定远洋捕捞企业盈利能力的关键因素, 也是公司优于国内同类企业的主要原因。
- **风险提示:** 公司鱼价波动、购船计划变化和行业本身的风险都会给公司业绩造成影响。
- **投资建议:** 我们选取国内同属于渔业但是养殖类上市公司和海外有金枪鱼捕捞业务的公司作为估值参考。目前国内养殖行业上市公司 08 年平均 PE 为 28X, 09 年平均 PE 为 22X, 而国际公司平均 PE 为 12X。预计公司 08、09、10 年 EPS 分别为 0.75、0.95 和 1.12 元, 给予 09 年 16-19X 的 PE, 合理估值为 15.2-18.05 元, 给予“推荐”的投资评级。

市场数据

2009 年 02 月 05 日

收盘价 (元)	13.59
一年内最低/最高 (元)	6.36/17.85
上证综指	2,004.95
市盈率	18.12
市净率	2.90

基础数据

2008Q3

每股净资产 (元)	—
净资产收益率 (%)	—
资产负债率 (%)	30.15
总股本/A 股 (万股)	20,260.9,952

股价走势



主要财务指标

会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入 (百万元)	740.48	1026.29	933.45	1271.77	每股收益 (元)		0.75	0.95	1.12
同比增长率 (%)		38.60	-9.05	36.24	每股经营性净现金流 (元)	—	—	—	—
营业利润 (百万元)	136.82	151.43	191.74	227.40	每股净资产 (元)	—	—	—	—
同比增长率 (%)		10.72	26.62	18.60	净资产收益率 (%)	—	—	—	—
净利润 (百万元)	136.82	151.43	191.74	227.40	股息收益率 (%)	—	—	—	—
同比增长率 (%)		10.72	26.62	18.60	负债率 (%)	—	—	—	—
营业利润率 (%)	18.47	14.76	20.54	17.88	P/E (倍)	—	18.12	14.31	12.13
净利润率 (%)	18.47	14.76	20.54	17.88	P/B (倍)	—	—	—	—

目录

一、借壳上市，并对 08、09 年业绩做出承诺	- 4 -
二、行业基本情况	- 5 -
2.1 国际—渔业资源管理日趋严格，向发展中国家进行产业转移	- 5 -
2.1.1 渔业资源管制趋于严格	- 5 -
2.1.2. 渔业资源开发不均衡，重点关注可供开发的鱼种	- 6 -
2.1.3. 国际渔业发展正在经历产业转移	- 7 -
2.2 国内—远洋渔业是未来捕捞业发展方向	- 8 -
2.2.1 国内捕捞业未来增长主要依赖远洋捕捞	- 8 -
2.2.2 远洋捕捞受国家政策扶持	- 10 -
三、公司主营业务分析	- 10 -
3.1 主营业务总述	- 10 -
3.2 公司核心竞争优势	- 11 -
3.2.1 资源禀赋—捕捞许可证	- 11 -
3.2.2 渔业资源丰富	- 12 -
四、同行上市公司比较	- 14 -
4.1 大洋性捕捞方式让公司走了一条不同的路（国内公司比较）	- 14 -
4.2 与国外同类公司相比，成本是最大的优势	- 16 -
五、影响业绩因素分析	- 17 -
5.1 大众消费品，受经济影响较小	- 17 -
5.1.1 尼日利亚竹荚鱼消费相对稳定	- 17 -
5.1.2 金枪鱼罐头价廉物美，消费需求受经济影响较小	- 18 -
5.2 竹荚鱼和金枪鱼价格情况	- 19 -
5.2.1 定价机制决定竹荚鱼价格受油价成本推动敏感性略小	- 19 -
5.2.2 金枪鱼价格波动较大	- 19 -
六、风险因素分析	- 21 -
6.1 鱼价波动风险	- 21 -
6.2 购船计划变化风险	- 21 -
6.3 行业风险	- 21 -
七、盈利预测及估值讨论	- 21 -
7.1、盈利预测	- 21 -
7.2、估值讨论	- 23 -
表 1、交易前后公司股权结构变动情况	- 4 -
表 2、公司船舶基本情况	- 5 -
表 3、世界海洋渔业发展经历阶段	- 5 -
表 4、部分渔业国家捕捞渔民人数情况	- 8 -
表 5、近海和远洋捕捞扶持政策	- 10 -
表 6、2004-2007 年东南太平洋智利外海渔场作业船只数	- 11 -
表 7、2002 中西太平洋作业的大型金枪鱼围网船数	- 11 -
表 8、全球金枪鱼资源开发情况	- 13 -
表 9、国内渔业公司作业情况	- 14 -
表 10、大洋性捕捞和过洋性捕捞的区别	- 15 -
表 11、国家财政对渔业和远洋渔业的柴油补贴情况（单位：亿元）	- 16 -
表 12、泰国金枪鱼罐头出口量（单位：1000 吨）	- 18 -
表 13、金枪鱼鱼价波动对公司 09 年业绩影响的敏感性分析	- 21 -
表 14、公司未来 2 年购船计划	- 21 -
表 15、分产品预测	- 22 -
表 16、盈利预测总表（单位：万元）	- 22 -

表 17、同类国内上市公司估值比较	23 -
表 18、同类国际上市公司估值比较	23 -
图 1、开创国际及其实际控制人股权结构及控制关系	4 -
图 2、1950-2006 年世界渔业和水产养殖产量情况	6 -
图 3、1950-2004 年渔业发展不同阶段大洋性深海及上层资源开发情况	6 -
图 4、中国捕捞船队情况	7 -
图 5、俄罗斯捕捞船队情况	7 -
图 6、日本捕捞船队情况	7 -
图 7、欧盟 15 国捕捞船队情况	7 -
图 8、冰岛捕捞船队情况	7 -
图 9、挪威捕捞船队情况	7 -
图 10、1950-2006 年中国渔业和水产养殖产量情况	9 -
图 11、中国远洋渔业发展情况	9 -
图 12、公司主营业务收入和毛利构成（单位：万元）	10 -
图 13、公司所在渔区资源情况	12 -
图 14、智利竹荚鱼产量情况	12 -
图 15、世界金枪鱼产量分布情况	13 -
图 16、世界鲭鱼产量分布情况	14 -
图 17、各企业捕捞业务及各产品毛利率	15 -
图 18、公司产品成本构成	16 -
图 19、中国与尼日利亚肉类和海鲜消费结构情况	17 -
图 20、尼日利亚肉类价格情况和进口海鱼情况	18 -
图 21、竹荚鱼价格情况	19 -
图 22、鲭鱼价格和燃料油价格走势对比图	19 -
图 23、金枪鱼罐头价格近期鲭鱼价格走势情况	20 -
图 24、世界鲭鱼产量及同比增速情况	20 -

一支大洋性捕捞船队。公司盈利模式简单，未来增长主要依靠增加捕捞船只的数量。

对于此次置换，开创国际对其 2008、2009 年的业绩做出了承诺，预计将实现净利润分别为 15090.58、18619.37 万元，按增发后股本折算 EPS 分别为 0.74、0.92 元。

表 2、公司船舶基本情况

	船名	长度 (米)	总吨位 (吨)	净吨位 (吨)	主机功率 (千瓦)	型宽 (米)	引进时间
拖网船舶	开顺轮	109.6	7847	2354	5296	19	2004.01
	开利轮	109.6	7847	2354	5296	19	2005.11
	开富号轮	91.10	7671	2954	5920	20	2005.10
	开裕轮	91.10	7671	2954	5920	20	2006.01
	开欣轮	96.7	4407	1322	5152	16	1999.10
围网船舶	金汇 1 号	56.54	995	330	2060	12.2	2002.10
	金汇 2 号	56.54	995	330	2060	12.2	2002.12
	金汇 3 号	56.54	995	330	2060	12.2	2003.12
	金汇 6 号	62.82	1198	359	2206	12.24	2006.02
	金汇 7 号	72.98	1769	530	2647	12.19	2007.02
	波纳佩 1 号	61.75	1039	460	1911	11.9	2007.06
	开源轮	80.93	2340	772	1911	14.5	1997.07

数据来源：公司公告

二、行业基本情况

2.1 国际一渔业资源管理日趋严格，向发展中国家进行产业转移

2.1.1 渔业资源管制趋于严格

表 3、世界海洋渔业发展经历阶段

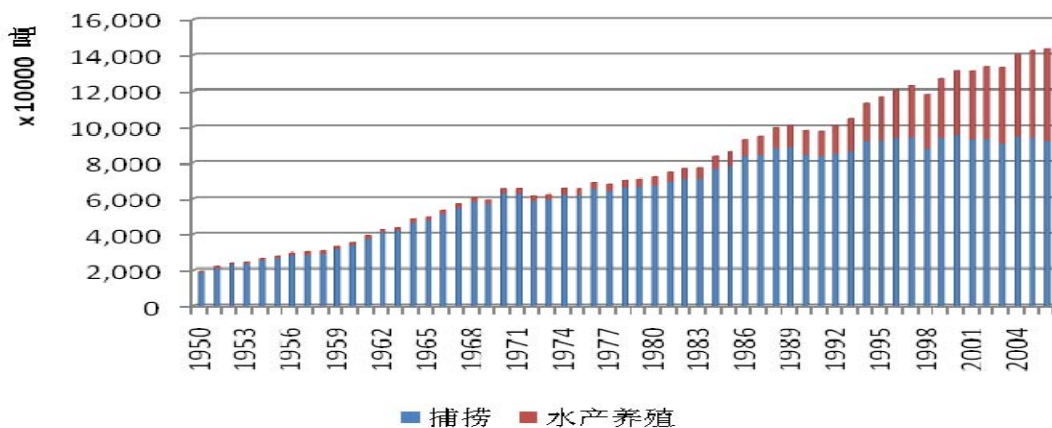
时间	标志	阶段	特点
1940-70 年代	——	资源共享、自由捕捞阶段	海域经济管理较为软化，发达渔业国家的船自由进出世界公海渔场和绝大部分大陆架渔场，几乎没有入渔的障碍。
1980-2000 年	1985 年《联合国海洋法公约》正式确立了 200 海里专属经济区制度	区域管理、合作竞争阶段	200 海里专属经济区属沿海国主权管辖的范围，他国公民在此区域内的捕鱼要受到限制。
2000 年-至今	2001 年 12 月起正式执行 1982 年 12 月 10 日《联合国海洋法公约》中《有关养护管理跨界鱼类种群和高度洄游鱼类种群规定的协定》。	全面管理阶段	强调了公海捕鱼要受养护鱼类种群和为此目的进行国家间合作义务的限制。目前公海渔业资源由 12 个区域国际渔业组织管理，主要方式是通过配额制来控制，而配额又是按照历史捕捞量进行分配，即“占有即权益”。

资料来源：兴业证券研发中心

纵观世界海洋渔业发展史，我们认为世界海洋渔业发展经历了“自由捕捞、区域管理和全面管理三个重大的阶段。发展初期，科学技术的进步和宽松的海洋捕捞环境，使得世界海洋渔获量在短短的 20 多年时间，从 1950 年的 1929.13 万吨增

长到了 1975 年的 6545.11 万吨，年复合增长率为 5%。日本、俄罗斯和韩国等的远洋渔业船队就是在那个时期逐步壮大发展的。随着捕捞能力的过度开发造成传统资源衰退，渔业资源管理日趋严格，我们认为这种**渔业资源管制趋势只会越来越严**，这对未来有条件发展大洋和公海渔业的发展中国家设置较高的进入壁垒。

图 2、1950-2006 年世界渔业和水产养殖产量情况



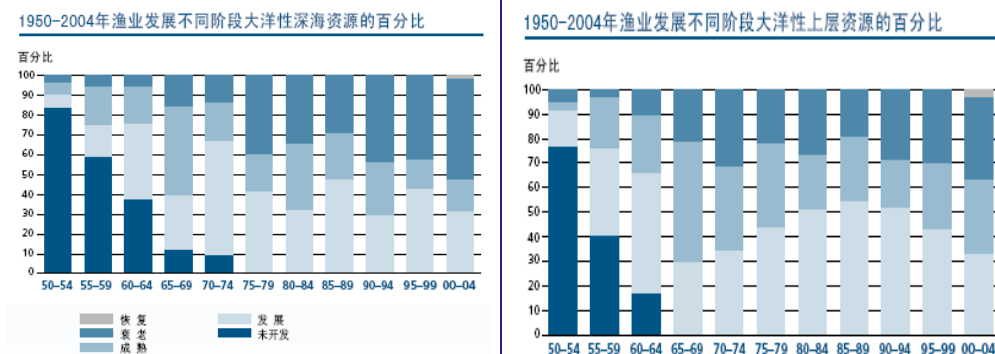
注：不包括水生植物

数据来源：FAO，兴业证券研发中心

2.1.2. 渔业资源开发不均衡，重点关注可供开发的鱼种

远洋渔业是外向型经济产业，除了受国际政治、经济和渔业组织约束外，与海洋生物资源分布、盛衰和开发潜力有着密切的关系。在经历过上世纪 70 和 80 年代渔业强国远洋渔业船队的壮大，世界渔业资源开发呈现明显增长态势，过度捕捞问题也日益严重。2005 年 FAO 监测报告指出 3%和 20%的种群处于低度或者适度开发，52%的种群已经被完全开发，剩余的处于过度开发、衰退和从衰退中恢复分别占 17%、7%和 1%，这是世界捕捞渔业产量在 90 年代中后期开始维持在 9400 万吨这个相对稳定的水平的客观原因，因此，**渔业资源结构情况让我们意识到中短期内不能指望世界捕捞渔业产量大幅度增长，但低度或者适度开发的鱼种产量仍有上升空间。**

图 3、1950-2004 年渔业发展不同阶段大洋性深海及上层资源开发情况



数据来源：公司公告

2.1.3. 国际渔业发展正在经历产业转移

过去 20 年，捕捞船队能力过度和将其减少到与资源长期可持续开发相平衡水平的问题引起了全球关注。许多传统渔业强国开始采用限制国家捕捞能力增长的政策，来保护渔业资源。目前欧盟采用的是 2003 年生效的“进-出计划”政策，即要求所有新渔船立即由退出的渔船按相等捕捞能力补偿，并建立船舶注册制度。此外，欧盟还要求各成员国渔船数量每年递减 3%、吨位递减 2%。

图 4、中国捕捞船队情况

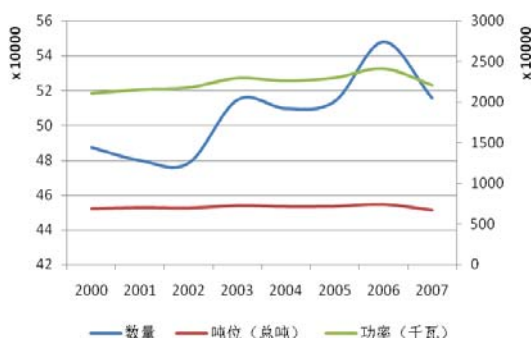
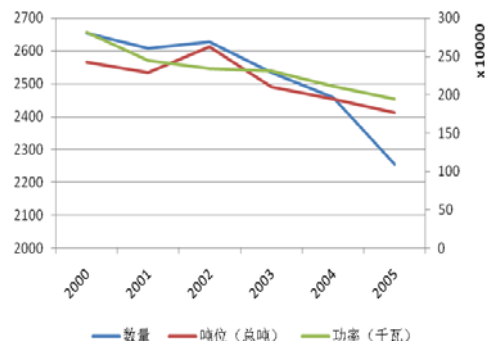


图 5、俄罗斯捕捞船队情况



数据来源：中国渔业年鉴，兴业证券研发中心。

注：图中数量为左轴，吨位和功率为右轴，以下同上。

图 6、日本捕捞船队情况

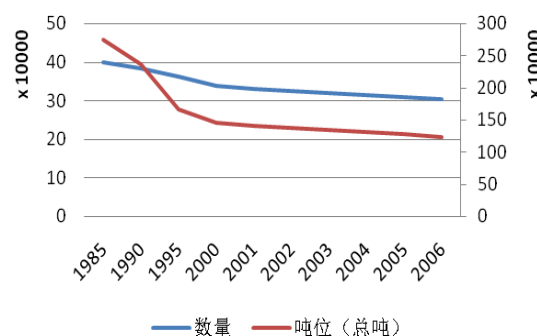
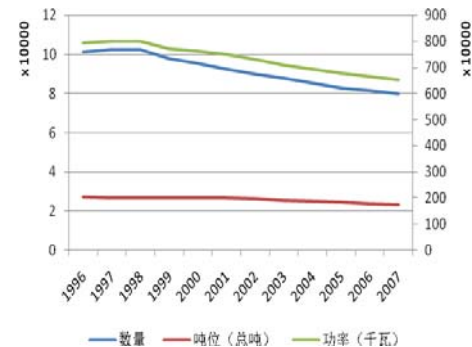


图 7、欧盟 15 国捕捞船队情况



数据来源：兴业证券研发中心

图 8、冰岛捕捞船队情况

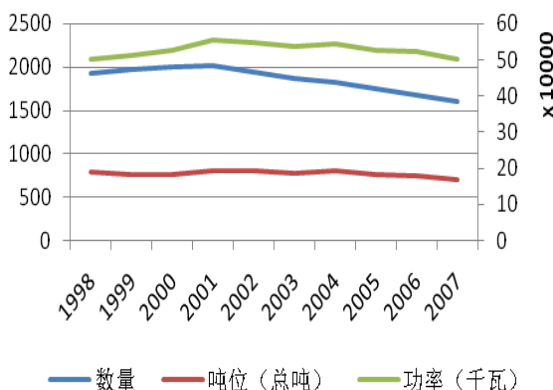
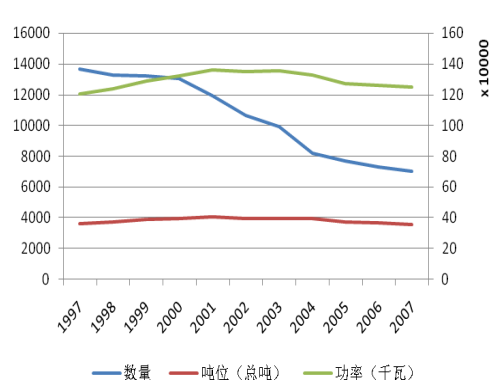


图 9、挪威捕捞船队情况



数据来源：兴业证券研发中心

随着沿海国家“入渔权”要价的高涨，许多国家到 90 年代后，纷纷退出过洋性远洋渔业，加大了大洋性远洋渔业的投入。大洋性渔业虽然从作业船只、人员要求等方面比过洋性渔业的要求高，但仍然属于劳动密集性行业。随着劳动力成本的上升和许多工业化国家年轻人因为辛苦不愿意出海捕鱼，以及发展中国家对海洋产业发展的重视，我们认为大洋性渔业将由发达国家向发展中国家转移。目前，从事渔业的人数在多数低收入和中等收入国家稳定增长，而在工业化程度最高的经济体则呈现下降或稳定态势。此外，印度尼西亚和菲律宾等船队也在继续扩大。

表 4、部分渔业国家捕捞渔民人数情况

			1990	1995	2000	2003	2004
世界	FI+AQ	数量(万)	2773.7	3204.5	3949.5	4129.3	4140.8
		指数	70	81	100	105	105
	FI	数量(万)	2390.6	2580.0	3073.3	3069.4	3011.9
		指数	78	84	100	100	98
中国	FI+AQ	数量(万)	909.3	1142.9	1293.6	1316.3	1301.8
		指数	70	88	100	102	101
	FI	数量(万)	735.2	875.9	921.3	883.9	852.8
		指数	80	95	100	96	93
印度尼西亚	FI+AQ	数量(万)	361.8	456.8	524.8	605.3	624.0
		指数	69	87	100	115	119
	FI	数量(万)	199.5	246.3	310.5	378.2	395.0
		指数	64	79	100	122	127 ↑
冰岛	FI+AQ	数量(万)	0.70	0.70	0.61	0.51	0.46
		指数	114	115	100	84	75
日本	FI+AQ	数量(万)	37.1	30.1	26.0	29.6	23.1
		指数	142	116	100	114	89
挪威	FI+AQ	数量(万)	3.20	2.83	2.44	2.16	1.99
		指数	131	116	100	89	81
	FI	数量(万)	27.5	23.7	20.1	17.2	15.6
		指数	137	118	100	86	78
秘鲁	FI+AQ	数量(万)	4.38	6.29	9.38	9.18	9.87
		指数	47	67	100	98	105
	FI	数量(万)	—	6.00	9.12	8.90	9.55
		指数	—	66	100	98	105

注：FI 为捕捞，AQ 为水产养殖；指数：2000=100

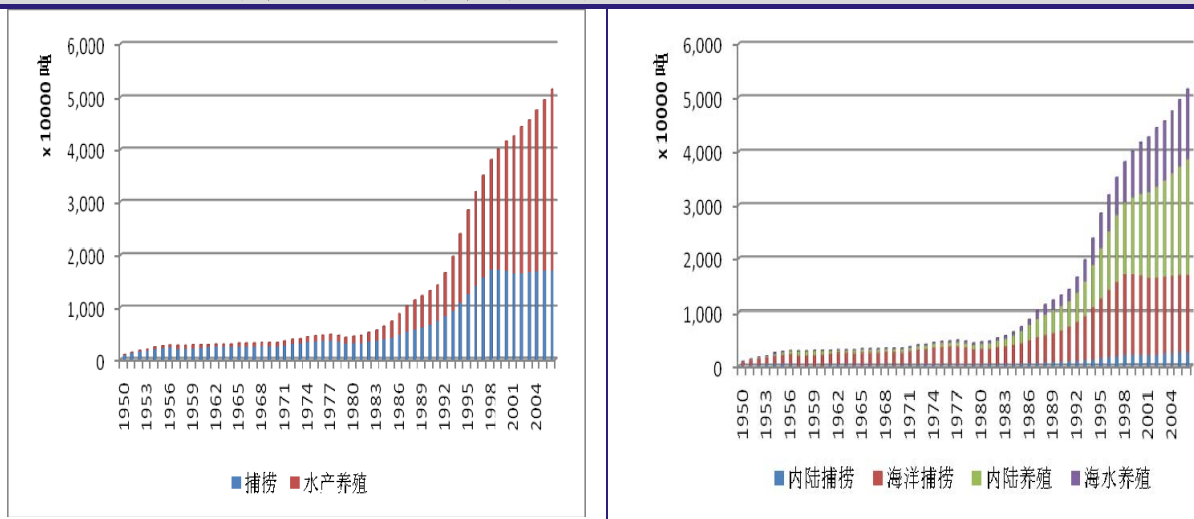
数据来源：FAO，兴业证券研发中心

2.2 国内—远洋渔业是未来捕捞业发展方向

2.2.1 国内捕捞业未来增长主要依赖远洋捕捞

中国渔业发展过程来看，渔业捕捞发展分别经历了 1950-1970 年的初步开发和增长阶段、1970-1980 年的资源全面开发和充分利用阶段和 1980-至今的资源过度开发和严重衰退阶段。但在 1985 年前，中国的海洋捕捞业走的是一条依靠本国邻近海域资源和近海资源为主的内生性增长道路。直到 1985 年中国水产集团总公司在西非海域启动过洋性远洋渔业生产，才揭开了中国远洋渔业发展的序幕。远洋渔业产量由 1986 年的 1.99 万吨上升到了 2006 年 109 万吨，平均年复合增长率为 22.16%，占全国捕捞总量的比重也由 0.42% 上升到了 6.38%。

图 10、1950-2006 年中国渔业和水产养殖产量情况

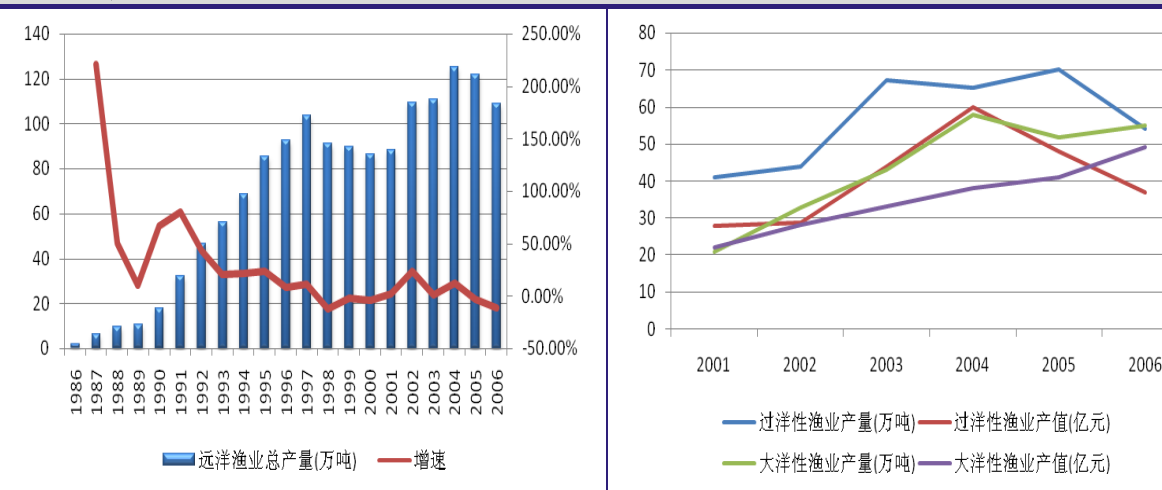


注：不包括水生植物

数据来源：FAO，兴业证券研发中心

从行业数据来看，我国远洋渔业在 1998 年受到厄尔尼诺影响后产量出现下滑，直到 2002 年才恢复到 1997 年的水平，2003、2004 年远洋渔业总产量持续增长主要原因是印尼项目保持增长态势和鱿钓产量连续增长。2006 年远洋渔业总产量出现负增长主要原因是印尼政府、朝鲜等国调整入渔政策，使得我国捕捞船只数量在那些区域出现大幅度的下降。这也显现出我国远洋捕捞行业的发展受国际因素影响波动较大，尤其是过洋性渔业严重依赖他国专属经济区政策，未来将逐渐走向衰退。

图 11、中国远洋渔业发展情况



数据来源：中国渔业年鉴，兴业证券研发中心

虽然过洋性渔业近几年随着 200 海里专属经济区限制的日臻严格，产量出现下滑趋势，但大洋性渔业仍保持较好的增长态势，产量和产值分别从 2001 年 21 万吨和 22 亿元，增长到了 2006 年的 55 万吨和 49 亿元，年均复合增长率分别为 21.24% 和 17.40%。专属经济区制度的实施和我国近海资源的枯竭，我们认为未来 5-10

年内我国近海和过洋性渔业的鱼类捕获量将保持零增长，甚至出现负增长，考虑到公海部分渔业资源仍具有可开发的潜力，因此，我们认为我国未来 5-10 年内捕捞量的增长主要依赖大洋性远洋渔业的增长，预计年均增长率将保持在约 5%。

2.2.2 远洋捕捞受国家政策扶持

从政策制定来看，我国控制近海捕捞，而对远洋捕捞给予了一系列优惠政策进行扶持。09 年中央农业 1 号文件中也再次强调政府要扶持和壮大远洋渔业。

表 5、近海和远洋捕捞扶持政策

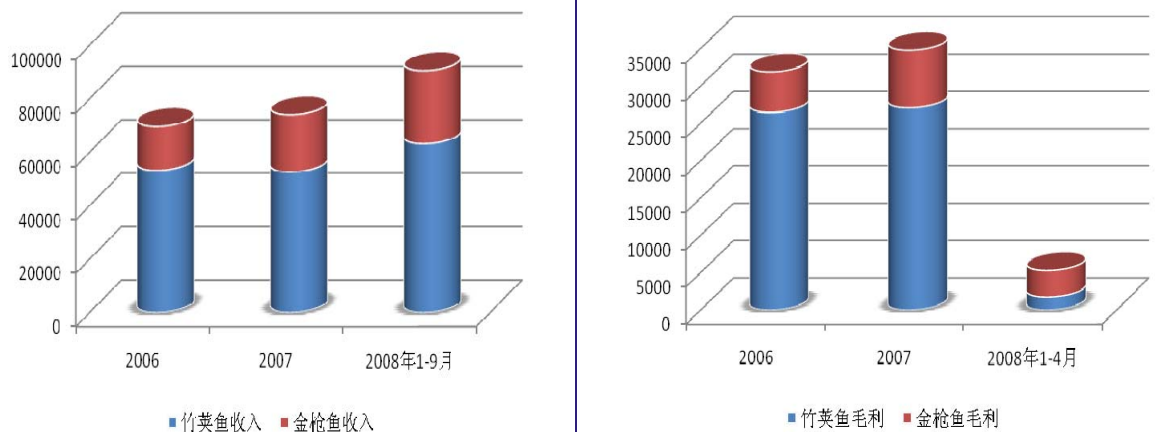
	近海捕捞	远洋捕捞
政策	实行休渔、禁渔制度； 2002 -2007 年政府就开始了减少和销毁近海渔船 3 万艘的五年计划，并每年用 3300 万美元作为补偿资金。	所得税、增值税及关税减免，造船资本金补贴，贷款贴息及柴油补贴等； 财政部专门下拨资金支持企业对大洋性渔业资源进行探捕以寻找后备渔场。

资料来源：兴业证券研发中心

三、公司主营业务分析

3.1 主营业务总述

图 12、公司主营业务收入和毛利构成(单位: 万元)



数据来源：公司公告，兴业证券研发中心

竹荚鱼和金枪鱼的捕捞销售为公司的两大主营业务，其中竹荚鱼的销售收入和毛利占公司总销售收入和毛利的 70%和 80%。公司旗下五艘大型拖网船在东南太平洋智利外海进行智利竹荚鱼的捕捞工作，产品销往尼日利亚。07 年该船队的总捕捞产量为 88553.73 吨，实现销售收入 52652.26 万元。

另外，公司旗下 6 艘金枪鱼围网船组成的捕捞船队在中西部太平洋海域作业，主要捕捞对象为鲣鱼（占总量的 80%）、黄鳍金枪鱼（占总量的 15%）和少量的大目金枪鱼，产品主要销往东南亚等地加工厂。07 年公司金枪鱼捕捞船队总产

量为 29971.77 吨，实现销售收入 21396.09 万元。

此外，08 年起，公司还有部分马绍尔金枪鱼鱼柳加工业务将会投产，公司与马绍尔政府合作在那里投资建厂是为了取得金枪鱼的捕捞许可证，鱼柳加工并不是公司的核心业务，未来 2 年仍将处于亏损状态。

3.2 公司核心竞争优势

3.2.1 资源禀赋—捕捞许可证

无论是在他国 200 海里专属经济区，还是在公海，国际渔业组织和各沿海国家对于渔业资源的管制趋于严格，纷纷通过限制区域捕捞船只数量、单个鱼种年捕捞量、限制船只作业天数、给予捕捞许可证等多种方式来维护区域渔业资源的可持续发展。

目前东南太平洋智利外海渔场受“南太平洋论坛”管理，虽然目前还没有成立针对竹荚鱼资源的一个区域性管理组织，但是南太平洋区域渔业管理组织 07 年在智利召开会议，通过了南太平洋区域渔业管理的临时措施。按照该临时措施的规定，今后智利外海竹荚鱼拖网渔船总量将限制在 2007 年底的 29 艘的水平。

表 6、2004-2007 年东南太平洋智利外海渔场作业船只数

	中国	希腊	冰岛	立陶宛	韩国	荷兰	苏格兰	俄罗斯	合计
2004	11				2			2	15
2005	15				2			2	19
2006	10	4			2	2	2		20
2007	12	4	2	3	2	6			29

数据来源：兴业证券研发中心

公司捕捞金枪鱼作业的中西太平洋渔场受到中西太平洋渔业委员会（WCPFC）管理，该委员会成员国签署协定，规定对进入本区域的外国围网渔船数量在总数上不可超过 205 艘，历史上出现可统计的最高数量曾达到 197 艘。

表 7、2002 中西太平洋作业的大型金枪鱼围网船数

	中国	日本	韩国	中国台湾	美国	菲律宾	新西兰	巴布新几内亚等岛国	合计
船只数	3	34	27	55	29	11	4	34	197

注：台湾中有 14 艘为 FOC 船，即方便旗船，部分西班牙等欧盟船只不详。

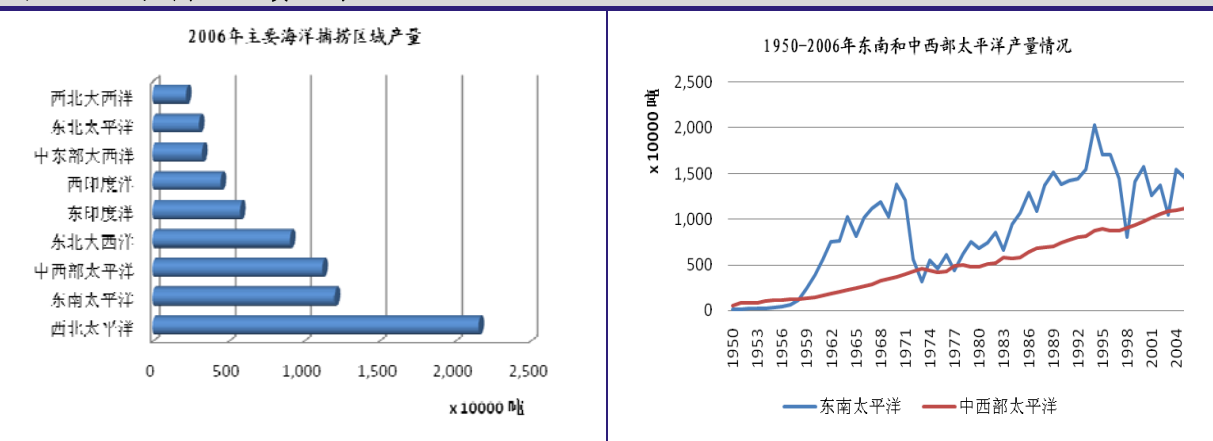
数据来源：兴业证券研发中心

目前公司竹荚鱼和金枪鱼捕捞船队所有船只都具有所在渔区的船只许可证，而且公司计划购买的 4 条拖网船也带有许可证，此外还拥有至少 4 张的围网船的许可证，足以支持公司未来 3 年的发展。许可证制度意味着捕捞资源只有有证船只才可以享有，新进入者只有通过有证船只进行配额转让才能获得捕捞权，这不仅是对区域渔业资源起到养护作用，更为新进入者设置了进入壁垒，这是公司最大的资源禀赋。

3.2.2 渔业资源丰富

根据 FAO 划分的 16 个渔区中，公司所处的东南太平洋和中西部太平洋渔场，资源丰富，区域年捕捞量分别排世界第二、三位。从 1950-2006 年的渔获量数据来看，东南太平洋渔区渔获量波动较大，主要是由于秘鲁鳀鱼受“厄尔尼诺”现象影响较大，排除此因素，年渔获量较为稳定，有部分鱼种还有进一步开发的潜力。中西部太平洋渔区经历了 50 多年的持续增长，说明其海洋渔业资源基础和开发力度相对较强，是 FAO 预测依然有渔业发展空间的三大渔区之一。

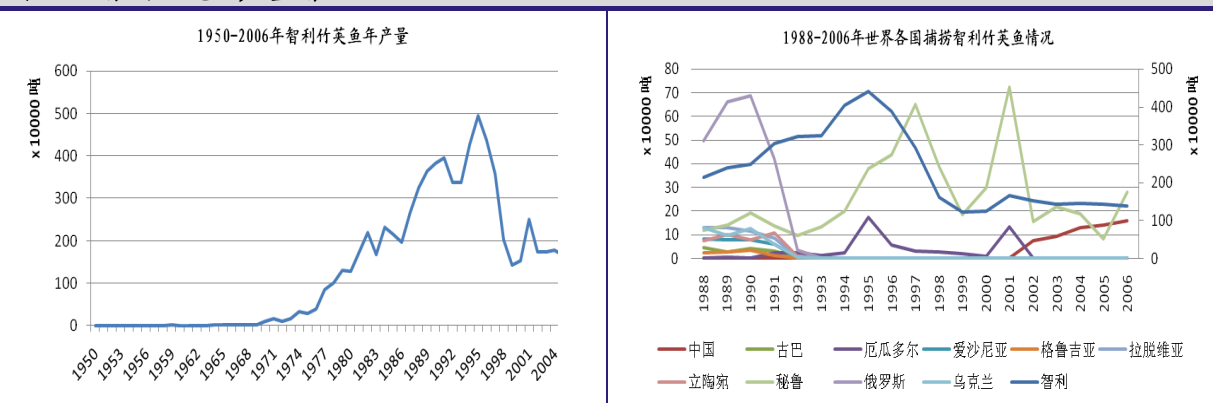
图 13、公司所在渔区资源情况



数据来源：兴业证券研发中心

全世界有 14 种竹荚鱼，其中以智利竹荚鱼渔获量最高，远远超过其他品种竹荚鱼。对于竹荚鱼的资源量，日本、智利和前苏联都进行过探测。苏联人 1978—1985 年经过上百次的调查研究，认为智利竹荚鱼的资源量在 1700—2200 万吨之间，其中东南太平洋资源量在 1100-1400 万吨之间；日本海洋水产资源开发中心在 80 年代末做过评估，认为智利竹荚鱼的资源量超过 3500 万吨；90 年代初，智利渔业振兴院曾估算智利竹荚鱼资源量在 1500-3500 万吨之间，年可捕量为 500-1000 万吨之间。从资源角度而言，智利竹荚鱼是大洋中少数几种处于中度开发至完全开发之间的鱼种，尤其是公海部分开发尚不足，仍有增产潜力。

图 14、智利竹荚鱼产量情况



数据来源：兴业证券研发中心

注：右图中，智利产量坐标轴为右轴，其余均为左轴。

从竹荚鱼历年产量来看，1970 年前智利竹荚鱼渔获量不足 3 万吨，1995 年达到最高峰，渔获量为 495 万吨，最近十年产量一直较为稳定处在 150-180 万吨，远低于先前评估的年可捕量。历史上开发智利竹荚鱼的国家有智利、秘鲁、厄瓜多尔、保加利亚、日本、波兰及前苏联等一些国家，但目前除沿岸国外（智利、秘鲁也只要是在其 200 海里专属经济区内作业），其它国家出于种种原因都于 1993 年以前退出了智利竹荚鱼的捕捞，这间接为公司竹荚鱼的捕捞业务腾出了空间。

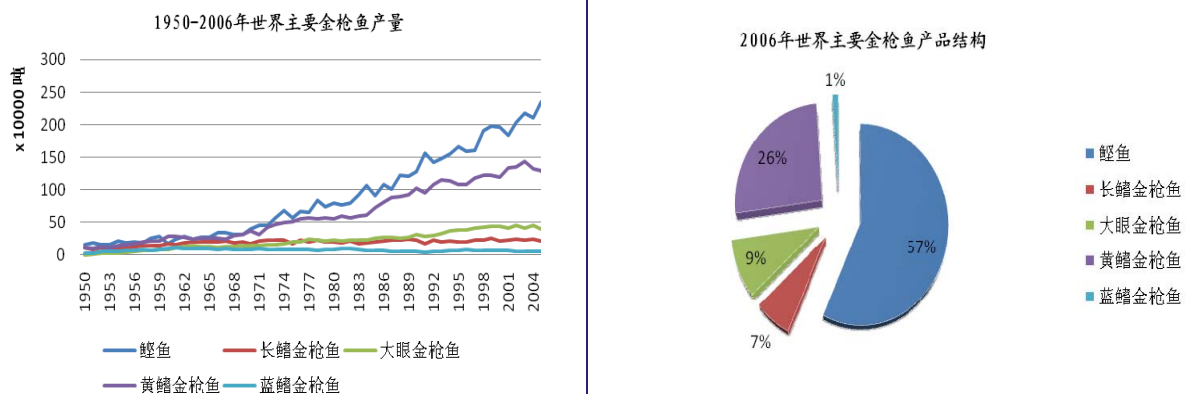
表 8、全球金枪鱼资源开发情况

	长鳍金枪鱼	大西洋蓝鳍金枪鱼	太平洋蓝鳍金枪鱼	南方蓝鳍金枪鱼	黄鳍金枪鱼	鲣鱼	大眼金枪鱼
大西洋	—	—	—	—	F	—	F
南大西洋	M	—	—	—	—	—	—
北大西洋	O	—	—	—	—	—	—
中大西洋	N	O	—	—	—	—	—
东大西洋	—	—	—	—	—	N	—
西大西洋	—	O	—	—	—	N	—
太平洋	—	—	F	—	—	—	—
南太平洋	M	—	—	—	—	—	—
北太平洋	F	—	—	—	—	—	—
西太平洋	—	—	—	—	F-O	M-F	O
东太平洋	—	—	—	—	F	M-F	O
印度洋	F	—	—	—	F	M-F	F
南大洋	—	—	—	O	—	—	—

注：N 为未知、M 为资源中度开发、F 为资源完全开发、O 为资源过度开发、D 为资源衰竭

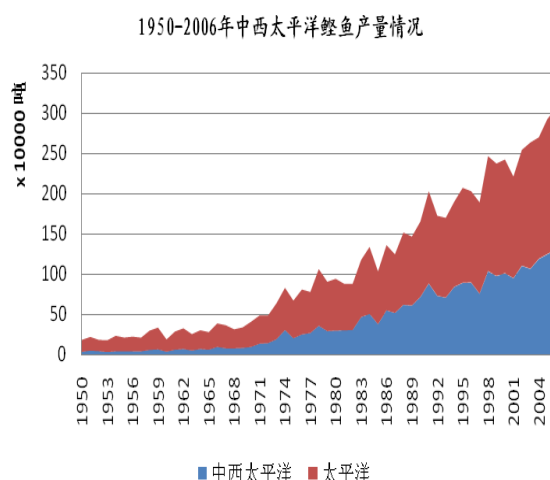
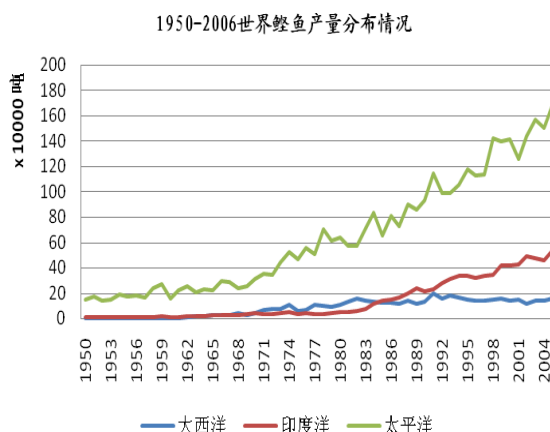
数据来源：GlitnirSeafoodIndustryReport，FAO，兴业证券研发中心

公司捕捞的金枪鱼 80%是鲣鱼，鲣鱼是金枪鱼中产量最高的一种，超过金枪鱼总产量的 50%。在几大渔区中，太平洋鲣鱼产量最高，2006 年为 175 万吨，占总量的 70%，公司作业所在的中西太平洋 2006 年鲣鱼产量为 131 万吨，占太平洋渔区总产量的 75%，资源量丰富。中西太平洋鲣鱼的产量从 60 年代中后期开始呈现递增趋势，而且据研究表明鲣鱼是少数几种在中西太平洋渔场处于中度开发与完全开发间的鱼种。

图 15、世界金枪鱼产量分布情况


数据来源：兴业证券研发中心

图 16、世界鲑鱼产量分布情况



数据来源：兴业证券研发中心

四、同行上市公司比较

4.1 大洋性捕捞方式让公司走了一条不同的路（国内公司比较）

表 9、国内渔业公司作业情况

	作业船只类型	作业区域	捕捞
开创国际	5 艘竹荚鱼拖网船	智利外海	大洋性捕捞
	6 艘金枪鱼围网船	中西太平洋	
中水集团远洋股份有限公司 (中水渔业)	23 艘金枪鱼延绳钓船	南太平洋斐济	过洋性捕捞
	6 艘鱿鱼钓船	南美阿根廷	
山东省中鲁远洋渔业股份有限公司 (中鲁 B)	2 条金枪鱼围网船	中西太平洋、印度洋	大洋性捕捞
	6 艘金枪鱼延绳钓船	南太平洋	
辽宁省大连海洋渔业集团	5 艘拖网船	其中 3 艘在智利外海 捕捞竹荚鱼	大洋性捕捞
	14 艘鱿鱼钓船	日本海海域	过洋性捕捞
浙江省远洋渔业集团股份有限公司	28 艘超低温金枪鱼钓船	中西太平洋	大洋性捕捞
	2 艘金枪鱼围网	西南大西洋	过洋性捕捞
中国水产舟山海洋渔业公司	7 艘大型鱿鱼钓船	日本海、秘鲁等	过洋性捕捞
中国水产烟台海洋渔业有限公司	4 条鱿鱼钓船	智利外海	大洋性捕捞
	3 艘竹荚鱼拖网船	秘鲁	过洋性捕捞
	约 18 艘鱿鱼钓船		

注：最初辽宁大连海洋渔业集团的拖网船主要是在白令公海和鄂霍次克海捕捞鳕鱼，后这两区域鳕鱼资源衰退，公司改捕竹荚鱼。舟山海洋渔业公司和烟台海洋渔业有限公司均隶属于中国农业发展集团总公司。

资料来源：兴业证券研发中心

同样是远洋渔业公司，但国内很多企业综合盈利情况不如开创国际，我们列举了目前国内其他较有规模的远洋渔业企业：中水渔业、山东省中鲁远洋渔业股份有限公司、辽宁省大连海洋渔业集团、浙江省远洋渔业集团股份有限公司、中国水产舟山海洋渔业公司和中国水产烟台海洋渔业有限公司，共 6 家企业与公司进行

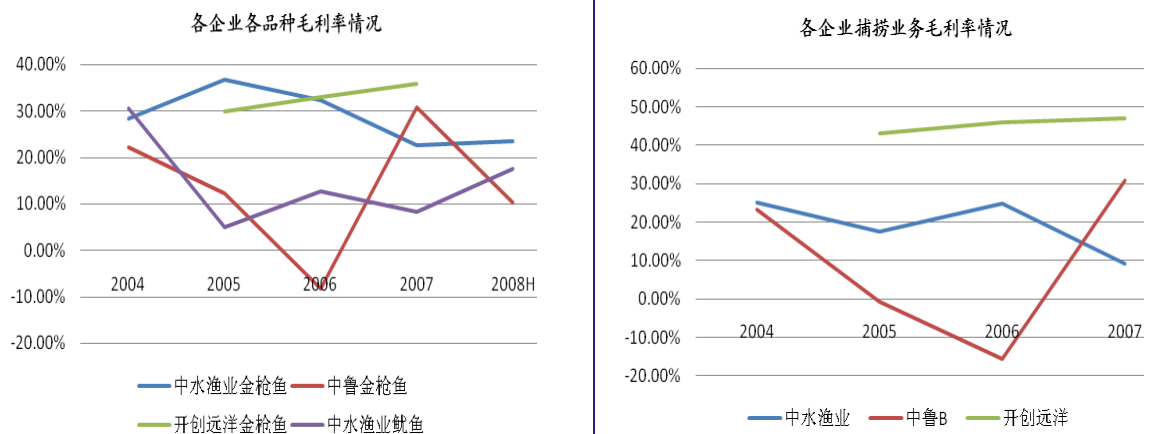
比较,我们认为捕捞作业方式和作业船只不同是决定远洋捕捞企业盈利能力的**关键因素**。从表 7 我们可以看到除了公司和中鲁 B 全是大洋性捕捞,其他的企业都至少有部分业务是从事过洋性捕捞方式的。目前,由于过洋性捕捞是在凭入渔许可证或中外渔业合作协议在他国近海或者 200 海里专属经济区内进行捕捞,因此受他国入渔政策变化和资源情况影响较大,尤其是在海洋资源管理日趋严格和近海资源出现衰竭的情况下,过洋性捕捞将逐渐衰退。国内大部分过洋性捕捞的对象是鱿鱼,主要是运回国内加工出售,由于国内对鱿鱼的需求一直不是特别的旺盛,因此鱿鱼价格始终较低,经济附加值不高,毛利率较低。

表 10、大洋性捕捞和过洋性捕捞的区别

	大洋性捕捞	过洋性捕捞
作业区域	在国际公海或其他国家 200 海里专属经济区外围捕捞	凭入渔许可证或中外渔业合作协议在他国近海或者 200 海里专属经济区内进行捕捞
捕捞对象	竹荚鱼、金枪鱼等	鱿鱼、乌贼等软体动物
捕捞设备	大型船舶,船舶马力大,仓储量大,使用大型中层拖网、大型上层围网等捕捞工具	小型船舶,使用延绳钓、曳绳钓、小型拖网等捕捞工具
技术含量	现代化网具、通导设备、助渔助航设备,产品生产流程规范化	网具、通讯导航设备技术含量比较落后,产品生产流程简单
目标市场	大部分是国际市场	国内、国际市场

资料来源:兴业证券研发中心

图 17、各企业捕捞业务及各产品毛利率



数据来源:兴业证券研发中心

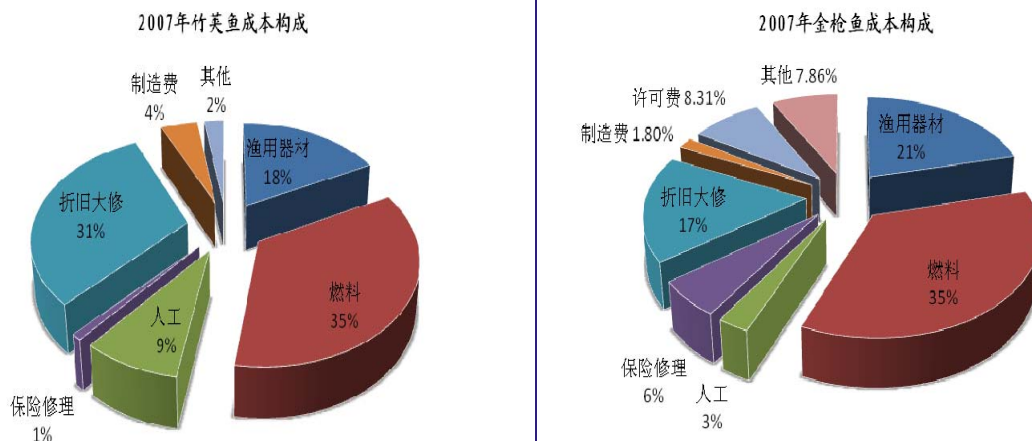
此外,同样是捕捞金枪鱼,国内大部分企业采用的是延绳钓的捕捞方式,不同于公司的围网捕捞,延绳钓捕捞方法主要捕捞深海的蓝鳍金枪鱼、马苏金枪鱼、大眼金枪鱼、黄鳍金枪鱼和长鳍金枪鱼,体型较大的金枪鱼,而围网捕捞方法主要是捕捞栖息在海洋表层金枪鱼,个体较小的如鲣鱼、黄鳍金枪鱼、大眼金枪鱼和鲣鱼。目前,除了鲣鱼处于适度开发和完全开发之间,其余的金枪鱼都已经完全开发或过度开发了,而大型金枪鱼价格波动更加剧烈,因此相比中鲁 B,公司捕捞鲣鱼的毛利率更为稳定。

4.2 与国外同类公司相比，成本是最大的优势

(1) 劳动力成本

远洋捕捞虽然对技术和资金的要求比较高，但仍是劳动密集型行业，如公司拖网渔船的单船人员配备约 120 人/船，金枪鱼围网船单船人员配备约 30 人/船。与渔业发达国家相比，占捕捞行业成本最大的燃料、渔用器材和折旧费用这三项成本应该差距不大，但国内的人力成本远低于国外，公司拖网渔船和围网渔船的人工成本约占生产成本的 9% 和 3%，而发达国家的大型拖网船和围网船人工成本约占生产成本的 35%-40% 和 30%。虽然美国等欧洲国家采用劳务输出的方式雇佣中国船员来降低成本，但是这也仅仅限于普通船员，不是高级船员，通常高级船员如船长在欧洲年薪约 50 万欧元或直接跟公司分红，而国内船长的年薪约为 50 万人民币左右。日本和韩国公司没有对中国进行劳务开发，因此成本更高，这也是他们大洋性渔业产业发展逐步向发展中国家转移的主要原因之一。

图 18、公司产品成本构成



数据来源：兴业证券研发中心

(2) 燃油补贴

表 11、国家财政对渔业和远洋渔业的柴油补贴情况（单位：亿元）

	渔业	远洋渔业
2006	31	2.80
2007	54	3.26
2008	126	8.83

数据来源：兴业证券研发中心

海洋捕捞业是高能耗产业，柴油占公司生产成本比重达 38% 左右，再加上销售费用中约 77% 的运费也受燃料价格影响，因此国际油价大涨，导致捕捞行业效益下降。渔业燃油补贴政策是国家为应对柴油等渔用物资价格攀升而采取的一项惠农支农措施，从 2006 年开始发放并逐年增加补贴金额，2008 年农业部对渔业柴油补贴资金达到 126.4 亿元，同比增长了 133%。与欧盟等渔业发达国家相比，

由于前期发达国家对渔业进行高额补贴，导致捕捞能力过剩，因此目前欧盟等发达国家提出渔业更应通过产业重组、缩减船队规模来解决长期存在的结构性弊端，相关补贴的使用也应着眼于这一目标，因此，虽然针对油价高涨，欧盟拟短期出资 6 亿欧元补贴渔民，但还是排除了为渔业提供燃油补贴的做法。

五、影响业绩因素分析

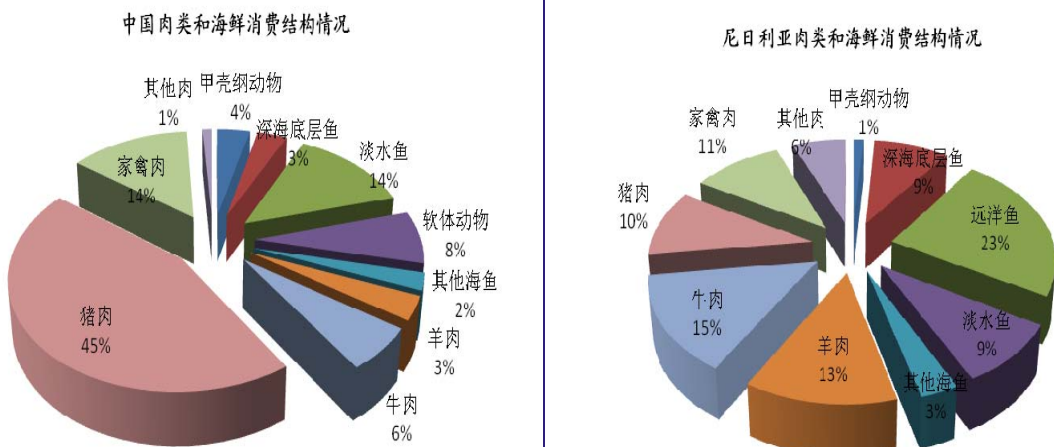
5.1 大众消费品，受经济影响较小

5.1.1 尼日利亚竹荚鱼消费相对稳定

占公司主营收入 70% 的竹荚鱼，主要是通过与希腊的 Lavinia 公司（世界最大的竹荚鱼供应商）合作，销售到非洲尼日利亚。销售对象比较单一，使得尼日利亚竹荚鱼消费情况将直接影响到公司盈利能力，尤其是目前全球经济不景气的条件下。尼日利亚是非洲第一大石油生产国，石油价格暴跌减少了尼日利亚的财政收入，一定会对尼日利亚的经济产生影响，从而影响到尼日利亚居民的消费，但我们认为尼日利亚特殊的产业结构和饮食习惯决定竹荚鱼在尼日利亚属于大众必需消费品，受经济影响程度较小。

尼日利亚产业结构中石油工业比较发达，而畜禽业发展落后，但同时尼日利亚却又是沿海国家，因此尼日利亚居民更多通过食用海鱼来补充人体所需的蛋白质，加上尼日利亚海鲜的价格要远低于牛、羊、鸡肉等价格，所以尼日利亚人的饮食结构中，海鲜消费占比要高于我国，这就决定海鲜在尼日利亚居民生活中的重要地位。

图 19、中国与尼日利亚肉类和海鲜消费结构情况

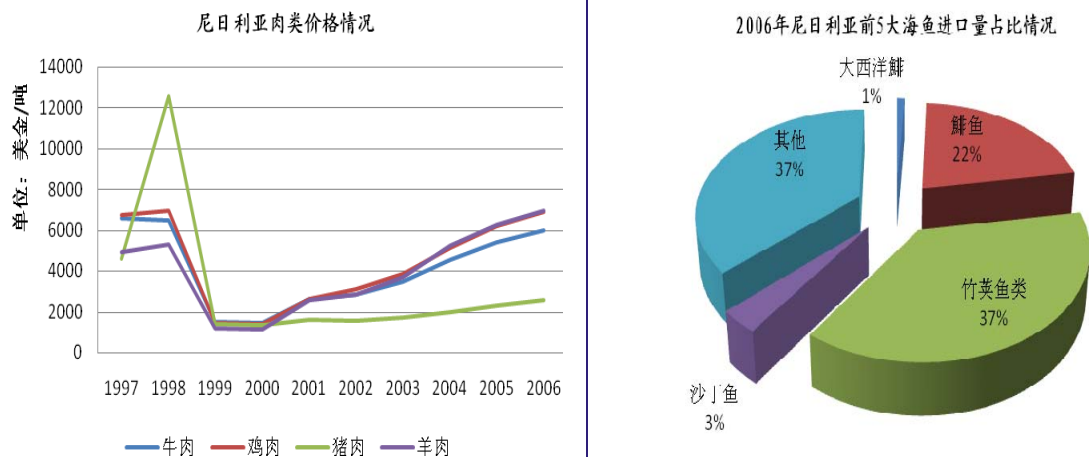


数据来源：兴业证券研发中心

其次，据美国农业部 08 年发布的研究报告中指出，目前尼日利亚的海鲜全年消费量约为 250 万吨，其中国内生产 80 万吨，其余的全部依赖进口。而从尼日利亚进口产品中，占首位的就是竹荚鱼，可见尼日利亚居民对于竹荚鱼的偏爱。根

据近几年贸易情况估计，尼日利亚年历史上消费竹荚鱼最高产量约 60 万吨，开创远洋和希腊的 Lavinia 公司每年对尼日利亚的竹荚鱼供应量约为 30 万吨。

图 20、尼日利亚肉类价格情况和进口海鱼情况



数据来源：兴业证券研发中心

5.1.2 金枪鱼罐头价廉物美，消费需求受经济影响较小

日本是世界上最大的金枪鱼消费国，约占整个世界金枪鱼消费总量的 30% 左右，但主要以生鲜、冷冻等方式消费。欧美是金枪鱼另外 2 个主要的消费市场，但他们主要以金枪鱼罐头消费为主，每年消费量约为 80 万吨和 45 万吨，占全球消费总量的 60-70%。公司捕捞的鲣鱼主要是用作金枪鱼罐头的原材料。

表 12、泰国金枪鱼罐头出口量（单位：1000 吨）

	2004	2005	2006	2007	2007 年 1-9 月	2008 年 1-9 月	08/07 增速
美国	98.5	83.8	77.4	83.9	59.4	79.3	33.50%
埃及	19.5	23.7	32.7	24.7	18.6	32.8	76.34%
澳大利亚	29.9	29.9	30.5	31.6	21.6	32.7	51.39%
利比亚	18.3	25.1	27.6	28.4	18.8	30.8	63.83%
加拿大	25.3	26.3	27.5	26.1	18.8	23.4	24.47%
日本	28.9	22.6	21	23.2	16.6	20.9	25.90%
英国	13.2	13.2	16	13.3	11	13	18.18%
南非	5.3	6.2	9.2	8.6	5.4	7.4	37.04%
德国	6.1	4.5	10	10.9	8.9	5.9	-33.71%
波兰	5	4	3.4	6.2	3.5	3.7	5.71%
其他	113.1	114.4	140.8	162.3	117.4	150.4	28.11%
总量	377.5	368.6	416.2	440.3	314.9	418.8	32.99%

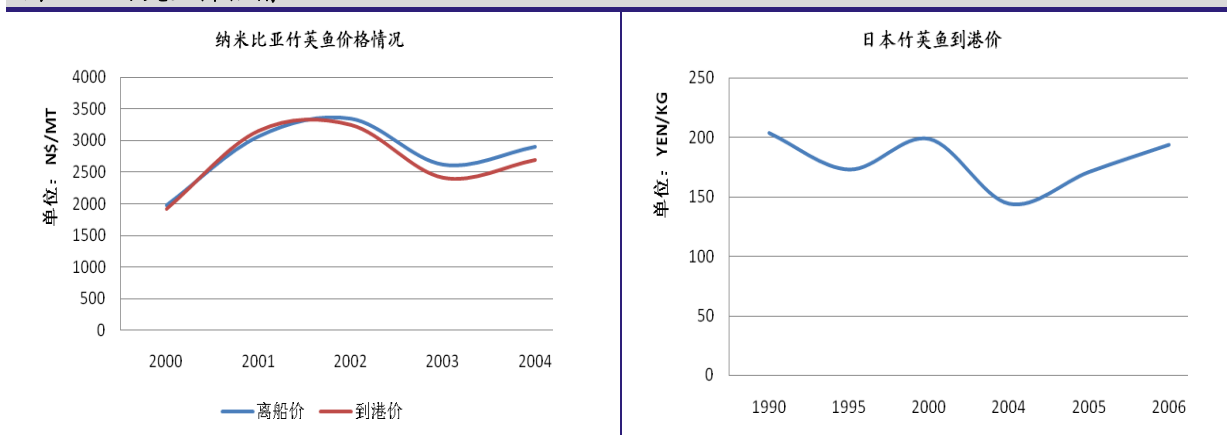
数据来源：兴业证券研发中心

泰国是金枪鱼罐头的头号出口国，在出口市场上占有超过 50%以上的份额。从 08 年的数据来看，泰国 1-9 月出口量同比增长 32.99%，看不出受全球经济危机的影响。我们认为主要原因是金枪鱼罐头价格低，营养价值高，在欧美市场属于大众消费品。

5.2 竹荚鱼和金枪鱼价格情况

5.2.1 定价机制决定竹荚鱼价格受油价成本推动敏感性略小

图 21、竹荚鱼价格情况

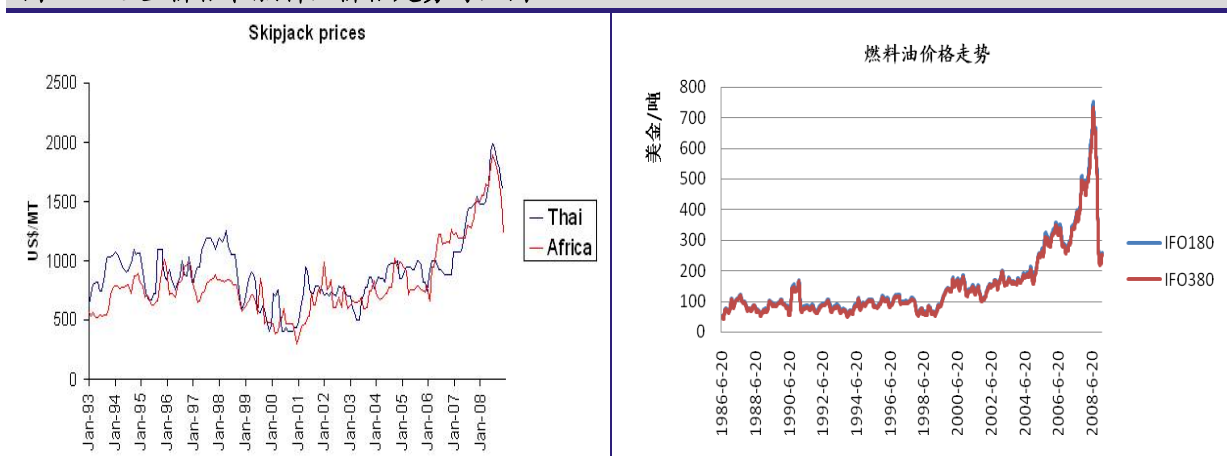


数据来源：兴业证券研发中心

近几年竹荚鱼产量维持在 370 万吨左右，且价格总体呈现上涨的趋势，中间出现的波动主要与当年竹荚鱼的上岸量有关，基本价格走势比较稳定，04 年起油价和需求上升推动鱼价上升。与金枪鱼随时定价机制不同的是，公司竹荚鱼定价是一年一次，06、07、08 年竹荚鱼的销售价格分别在 702、740、950 美金/吨。从图 22 中看到柴油价格在 2008 年 7 月达到高点后就开始出现下降，但 08 年 12 月底竹荚鱼在尼日利亚市场价格仍维持约 880 美金/吨，我们认为这一方面说明竹荚鱼价格对油价的敏感度要比金枪鱼小，另外因为海鲜在尼日利亚价格较低，对居民的敏感度也不高的缘故，而且公司与其合作企业希腊的 Lavinia 公司对尼日利亚当地市场的竹荚鱼供应量约为 30 万吨，在那里的市场份额超过 50% 以上，有较高的定价权，所以我们认为竹荚鱼价格下跌空间不大。

5.2.2 金枪鱼价格波动较大

图 22、鲣鱼价格和燃料油价格走势对比图

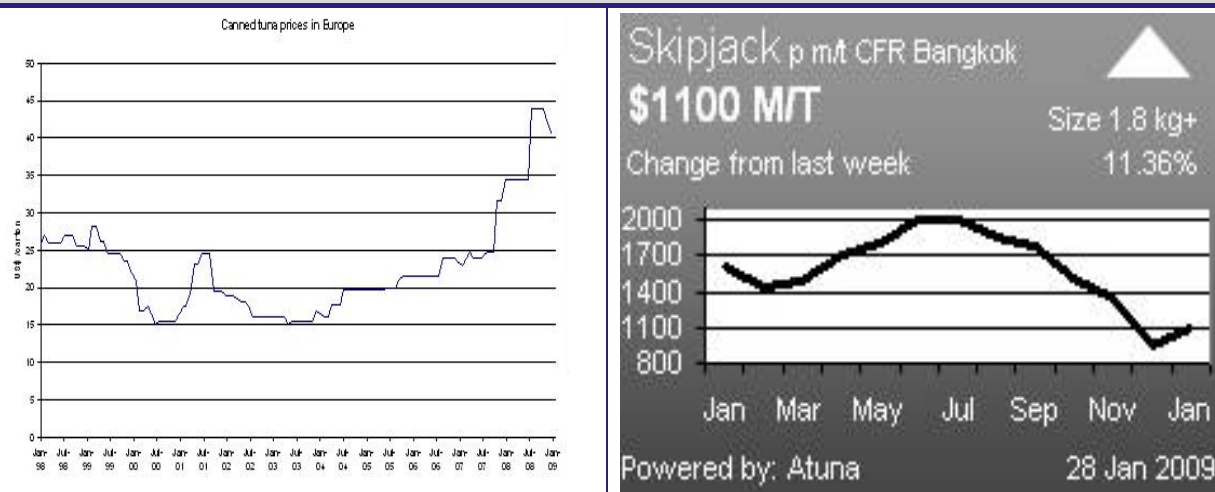


数据来源：兴业证券研发中心

注：泰国曼谷是中西太平洋和印度洋产鲣鱼的主要集散地之一，所以在中西太平洋作业的有关国家和地区的大型金枪鱼围网船有时都直接前往曼谷卸货。因此，曼谷市场鲣鱼的供和求在很大程度上左右着国际市场鲣鱼鱼价的动态。

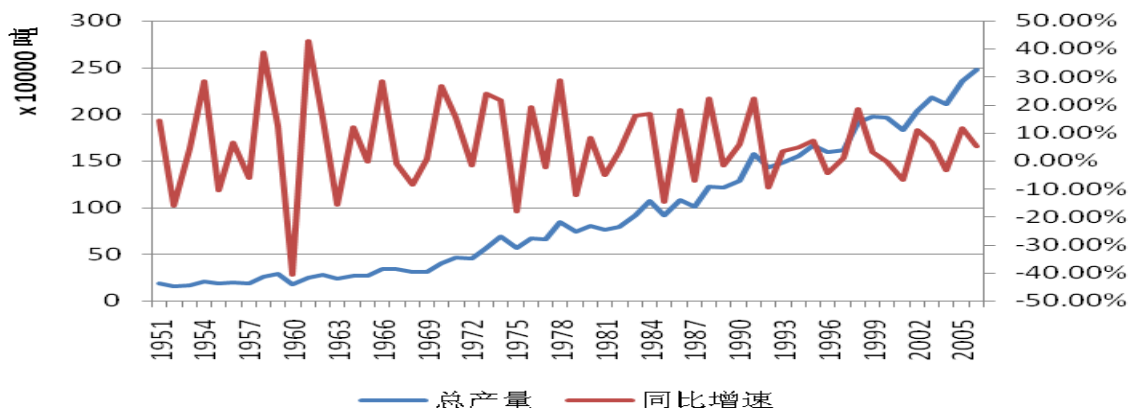
从历年鲣鱼价格数据来看，鲣鱼价格波动主要受 2 个因素影响。1992-1998 年，由于金枪鱼供不应求，金枪鱼和金枪鱼罐头价格呈现上升趋势，1998 年后期开始，金枪鱼呈现供过于求的局面，价格开始出现下滑，这个趋势一直延续到 2000 年，直到 World Tuna Purse Seine Organization (WTPO) 采取控量的措施才止住鱼价下跌的趋势。从油价和鱼价走势图，我们也能清楚的看到 2002 年前，鱼价的走势与油价的走势没有较大的关联，直到 03 年以后，我们认为鱼价的上涨跟油价有了较为密切的关联。

图 23、金枪鱼罐头价格近期鲣鱼价格走势情况



数据来源：兴业证券研发中心

图 24、世界鲣鱼产量及同比增速情况



数据来源：兴业证券研发中心

从近几年的鲣鱼产量增速情况来看，一直维持在-7%—12%的范围波动，逐渐趋于平稳，其他类别金枪鱼产量都呈下降趋势，而从长期消费需求来看，金枪鱼的消费量仍然呈上涨趋势，尤其是目前大型金枪鱼近几年由于资源衰退产量都出现下滑，而且日本等渔业发达国家仍然在逐年递减延绳钓船的船只数量，因此供求将会处于紧平衡，甚至供不应求的局面。因此，当油价出现回归的时候，供求再次成为决定鱼价的关键因素。目前燃料油价格回落到 2005 年的水平，我们认为油价下跌会短期造成鱼价的非理性下跌，但是长期来看就 2005 年油价水平相对

应的鱼价在 750-900 美元左右是合理的。

六、风险因素分析

6.1 鱼价波动风险

鱼价受供求和石油价格波动的影响，会对公司业绩产生较大影响，尤其是金枪鱼价格波动幅度较大。我们假设燃料油 2009 年均价为 57 美元/桶，公司金枪鱼销售为 4.01 万吨。

表 13、金枪鱼鱼价波动对公司 09 年业绩影响的敏感性分析

金枪鱼价格 (美元/吨)	400	500	550	610	650	700	750	800	850	900	950
金枪鱼收入 (万元)	11068	13836	15219	16880	17986	19370	20754	22137	23521	24904	26288
金枪鱼毛利 (万元)	-3820	-1054	329	1990	3097	4481	5864	7248	8631	10015	11398
金枪鱼毛利率	-34.52%	-7.62%	2.17%	11.79%	17.22%	23.13%	28.26%	32.74%	36.70%	40.21%	43.36%
EPS	0.66	0.80	0.87	0.95	1.00	1.07	1.14	1.20	1.27	1.34	1.41

数据来源：兴业证券研发中心

6.2 购船计划变化风险

由于公司盈利模式极其简单，主要依赖买船来增加产量，因此公司购船计划变更会直接影响到公司业绩。

表 14、公司未来 2 年购船计划

	2008		2009		2010	
	船只数	实际作业船数	船只数	实际作业船数	船只数	实际作业船数
拖网船	5	5	7	5	9	7
围网船	6	6	9	7	11	9
总计	11	11	16	12	20	16

数据来源：兴业证券研发中心

6.3 行业风险

海况自然环境和渔场管理政策的变化直接影响可捕获的资源量。

七、盈利预测及估值讨论

7.1、盈利预测

盈利预测假设：

- 1、假设公司 2009 年底再买 2 艘拖网船，2009 年有 5 艘拖网船和 7 艘围网船在作业，加上 09 年已经开始新造的 2 艘围网船，2010 将会有 7 艘拖网船和 9 艘围网船在海上作业，因此预计 08、09、10 年公司竹荚鱼销量为 9.78、11.19、15.19 万吨，金枪鱼销量分别为 3.36、4.01、5.03 万吨；
- 2、我们认为竹荚鱼价格波动相对较小，而且公司具有价高的定价权，预计 08、09、10 年竹荚鱼的价格分别为 980、750、750 美元/吨。目前公司 09 年 1 月

销售鲢鱼价格为 600 多美金/吨, 考虑到部分加工厂消耗高价存货需要时间导致鱼价出现一个非理性的大幅下跌, 但最终仍会根据供求而回归理性, 因此我们预计鲢鱼 08、09、10 年公司销售价格分别为 1300、600、750 美金/吨;

3、假设 08、09、10 年人民币兑美元汇率为 6.83、6.9、6.95;

4、由于销售费用中运费占较大的比重, 油价下跌, 使得公司 09、10 年销售费用率出现下滑, 我们预计公司 08、09、10 年公司销售费用率为 21.38%、14.71% 和 14.45%;

5、假设未来公司继续享受所得税、增值税等税收减免优惠政策

表 15、分产品预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入 (万元)	74048.35	102628.65	93345.41	127176.65
竹荚鱼收入	52652.26	65467.946	57890.353	82326.242
竹荚鱼销量 (万吨)	9.15	9.78	11.19	15.19
竹荚鱼单价 (元/吨)	5751.47	6693.40	5175.00	5421.00
金枪鱼收入	21396.09	29855.39	16879.60	26274.94
金枪鱼销量 (万吨)	2.80	3.36	4.01	5.04
金枪鱼单价 (元/吨)	7628.72	8879.00	4209.00	5212.50
鱼柳收入	0.00	7305.32	18575.46	18575.46
营业成本 (万元)	38668.33	62878.35	56587.42	79177.77
竹荚鱼	24943.55	36203.538	22281.716	39480.576
金枪鱼	13724.78	17383.89	14889.406	20280.899
鱼柳	0.00	9290.92	19416.3	19416.3
综合毛利率 (%)	47.78%	38.73%	39.38%	37.74%
竹荚鱼	52.63%	44.70%	61.51%	52.04%
金枪鱼	35.85%	41.77%	11.79%	22.81%
鱼柳	0.00	-27.18%	-4.53%	-4.53%

数据来源: 兴业证券研发中心

表 16、盈利预测总表 (单位: 万元)

	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	74048.35	102,628.65	93,345.41	127,176.65
减: 营业成本	39,271.34	62,878.35	56,587.42	79,177.77
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	19,705.41	21,946.21	13,726.87	18,374.30
管理费用	1,308.69	1,619.81	2,257.67	3,109.75
财务费用	81.32	1,040.80	1,599.27	3,775.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	13,681.59	15,143.49	19,174.18	22,739.82
加: 营业外收入	0.90	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	5.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	13,677.49	15,143.49	19,174.18	22,739.82
减: 所得税	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	13,677.49	15,143.49	19,174.18	22,739.82
归属于母公司所有者的净利润	13,677.49	15,143.49	19,174.18	22,739.82
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本	11545	20,260	20,260	20,260
EPS	—	0.75	0.95	1.12

数据来源: 兴业证券研发中心

7.2、估值讨论

国内上市公司中，只有中水渔业和中鲁 B 与公司属于远洋捕捞行业，但由于捕捞方式和对象不同，目前处于亏损或者微利的边缘，因此我们选取国内同属于渔业但是养殖类上市公司和海外有金枪鱼捕捞业务的公司作为估值参考。目前国内养殖行业上市公司 08 年平均 PE 为 28X，09 年平均 PE 为 22X，而国际公司平均 PE 为 12X。结合国内和国际情况，我们给予开创国际 09 年 16-19X 的 PE，合理估值为 15.2-18.05 元，给予“推荐”的投资评级。

表 17、同类国内上市公司估值比较

公司	09 年 2 月 5 日 收盘价 (元)	EPS (元)		PE		市净率 (P/B)
		2008E	2009E	2008E	2009E	
獐子岛	16.80	0.51	0.68	32.94	24.71	3.13
东方海洋	13.99	0.40	0.56	34.98	24.98	1.61
好当家	6.72	0.33	0.40	20.36	16.80	3.15
平均值				29.43	22.16	2.63
开创远洋	13.59	0.75	0.95	18.12	14.31	2.90

数据来源：兴业证券研发中心

表 18、同类国际上市公司估值比较

公司	代码	国家	货币	PE	ROE (%)
Alliance Tuna International	TUNA:PM	Philippines	PHP	8.12	16.22
Asian Seafoods Coldstorage	ASIAN:TB	Thailand	THB	7.08	-33.98
Austral Group SA	AUST/C:PE	Peru	PEN	9.73	17.28
Chubu Suisan Co Ltd.	8145:JP	Japan	JPY	66.36	-0.35
Fleury Michon	FLE:FP	France	EUR	10.29	9.28
Hagoromo Foods Corp.	2831:JP	Japan	JPY	31.25	1.56
Halong Canned Food Stock Corp.	CAN:VN	Viet Nam	VND	3.84	15.24
High Liner Foods Inc.	HLF:CN	Canada	CAD	7.45	9.22
Interfish Aquaculture	IMUIR:GA	Greece	EUR	1.08	13.96
Maruha Corp.	1334:JP	Japan	JPY	105.76	-0.32
Nippon Suisan Kaisha Ltd.	1332:JP	Japan	JPY	10.18	8.52
Pescanova SA	PVA:SM	Spain	EUR	14.65	9.22
Sajo Industries Co Ltd.	007160:KS	South Korea	KRW	40.20	3.94
Sanford Ltd	SAN:NZ	New Zealand	NZD	11.34	10.21
Silla Co Ltd	004970:KS	South Korea	KRW	9.64	10.65
Thai Union Frozen Foods Group	TUF/F:TB	Thailand	THB	7.49	14.17
Tropical Canning PLC	TC:TB	Thailand	THB	10.78	4.65
Wilbo Seafood SA	WLB:PW	Poland	PLN	3.35	9.75
平均值				12	

注：取平均值时，我们剔除了 ROE 为负的公司

数据来源：Bloomberg，兴业证券研发中心

