

蔚蓝大海蕴藏无限商机

——开创国际（600097）调研报告

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

要点:

- 公司通过资产置换, 主营业务已经由原来的电力自动化业务转变为大洋性捕捞业务, 目前主要是在东南太平洋智利外海捕捞竹荚鱼和在中西太平洋捕捞金枪鱼。
- **存在就是权利。**拥有在相关海域具有捕捞许可证的船只数量是公司持续经营的关键。公司拥有的 5 艘竹荚鱼拖网加工船和 6 艘金枪鱼围网捕捞船已分别在东南太平洋智利外海和中西太平洋的监管组织注册。
- **竹荚鱼: 上控资源、下控市场。**东南太平洋智利外海的竹荚鱼资源处于低度开发状态。除公司外, 该海域还有另外两家大的捕捞企业, 每家公司捕捞量都在 10 万吨左右, 合计占到该海域总捕捞量的 75%。公司捕捞的竹荚鱼主要销往尼日尼亚。依据近几年的贸易情况, 公司参加的“销售共同体”每年对尼日尼亚的供应量占到该国年消费量的一半左右。由于上控资源、下控市场, 公司竹荚鱼销售价格相对平稳。从接单情况来看, 09 年销售价格虽低于 08 年的 950 美元/吨, 但比预期好很多。
- **金枪鱼: 盈利模式有待改变。**公司捕捞的金枪鱼主要是被用来加工成罐头的鲣鱼。中西太平洋的鲣鱼资源处于适度开发状态, 公司是该海域拥有金枪鱼围网船只数最多的捕捞企业之一, 但捕捞量还不到该海域总捕捞量的 3%。由于该海域的金枪鱼资源被分散掌握, 市场风险很大, 公司有意增加金枪鱼销往国内的比例, 计划逐步开拓国内和国外的金枪鱼罐头市场。目前国内金枪鱼罐头市场还没有形成有竞争力的品牌, 这对于掌握着原料来源的公司来说应该是一个难得的机会。
- **继续扩大现有船队规模:** 公司已经与有关方面接触, 计划购买 4 艘竹荚鱼拖网加工船。另外, 通过在马绍尔群岛设立子公司, 公司获得 4-6 条金枪鱼围网捕捞船的许可额度。新购的二手船 MEN CREN 号将在 5 月份出海; 新建的 4 艘新船中, 1 艘将在 09 年 12 月交付, 另外 3 艘将在 2010 年交付。
- 经测算, 公司 2009-2011 年的 EPS 分别为 0.709、0.899、1.186 元。我们认为公司作为大洋性捕捞行业的龙头, 其估值水平应该与农业板块其他行业的龙头公司相当, 按 09 年 25X 的 PE 来计算, 目标价为 17.725 元, 给予“推荐”投资评级。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

投资评级: 推荐 (首次)

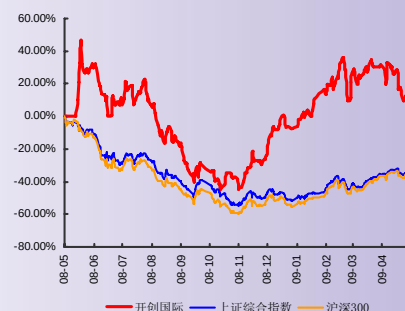
市场数据

总市值 (亿元)	28.22
流通市值 (亿元)	13.86
总股本 (万股)	20259.7901
流通股本 (万股)	9952.3667
12 个月最高/最低 (元)	17.56/6.59
十大流通股 (%)	20.54
股东总数	7874

公司盈利预测

单位: 万元	2008A	2009E	2010E
营业收入	103224	76148	109128
(+/-%)		-26.2%	43.3%
净利润	15702	14360	18223
(+/-%)		-8.5%	26.9%
摊薄每股收益	0.775	0.709	0.899
PE	18.0	19.7	15.5

股价表现图



相关报告



目 录

1 公司历史沿革.....	3
2 大洋性捕捞行业向发展中国家转移是必然趋势.....	3
3 竹荚鱼、金枪鱼资源尚有开发潜力.....	4
4 公司盈利模式分析.....	5
4.1 竹荚鱼：上控资源，下控市场.....	5
4.2 金枪鱼：盈利模式有待改变.....	6
5 公司成长性分析.....	6
5.1 存在就是权利.....	6
5.2 继续扩大现有船队规模.....	8
6 盈利预测和投资建议.....	8
6.1 假设条件.....	8
6.2 投资建议.....	10
7 风险提示.....	11

图表目录

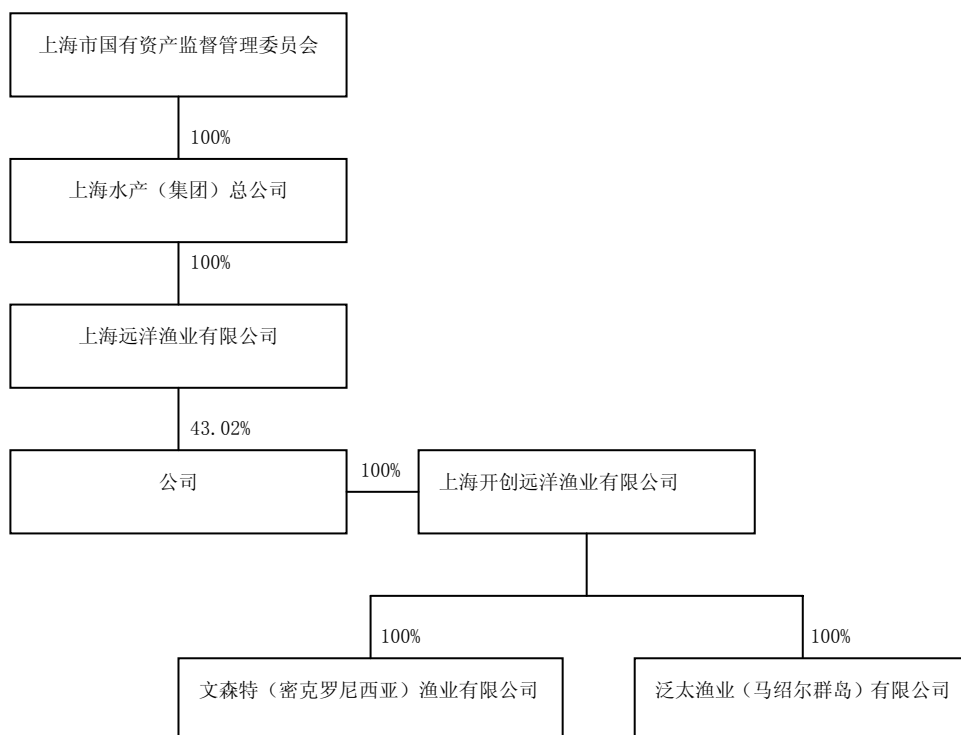
图表 1：公司股权结构.....	3
图表 2：大洋性捕捞和过洋性捕捞比较.....	4
图表 3：各海域金枪鱼开发状态.....	5
图表 4：公司现有船舶状况.....	7
图表 5：各国在东南太平洋智利外海拥有的竹荚鱼捕捞船数量.....	7
图表 6：已确定增加的金枪鱼围网船舶状况.....	8
图表 7：公司营业总成本主要构成.....	9
图表 8：公司捕捞业务生产成本构成.....	9
图表 9：燃油价格变动对公司净利润变动的敏感性分析.....	10
图表 10：燃油补贴和利润总额.....	10
图表 11：三家公司毛利率比较.....	11
图表 12：农业板块其他行业龙头公司估值情况.....	11



1 公司历史沿革

上海远洋渔业有限公司以其拥有的上海开创远洋渔业有限公司100%股权，与华立科技原有全部资产和负债进行置换，同时上海远洋渔业有限公司以置入资产与置出资产的置换差额认购华立科技向其非公开发行的87148012股股份。交易完成后，上海远洋渔业有限公司持有华立科技的股权比例为43.02%，成为第一大股东，华立科技的主营业务也由原有的电力自动化业务转型为大洋性捕捞业务。09年2月6日，公司的证券简称由华立科技变更为开创国际。

图表 1：公司股权结构



数据来源：公司公告

2 大洋性捕捞行业向发展中国家转移是必然趋势

远洋捕捞是利用公海和他国的渔业资源进行捕捞，然后销往国际市场的外向型产业，具有资源与市场“两头在外”的特点，属于国家积极扶持的产业。财政部、发改委、商务部等制定了有关税收减免、造船资本金补贴、贷款贴息、柴油补贴、安排专项资金支持公海探捕等一系列优惠政策给予支持。

远洋捕捞包括大洋性捕捞和过洋性捕捞。过洋性捕捞是我国特有的一种业务类型，由于捕获物通常为近海生物，资源储量有限，目前已经处于衰退阶段。



图表 2：大洋性捕捞和过洋性捕捞比较

	定义
大洋性捕捞	通常在远离陆地的公海以及200海里专属经济区外围作业，单次作业时间长，船舶吨位大，设备先进程度高，捕获金枪鱼等经济价值高的鱼类
过洋性捕捞	在他国近海或经济区进行捕捞作业，不具备远离陆地作业能力，设备配备简易，使用延绳钓、曳绳钓、小型拖网等捕获鱿鱼、乌贼等软体鱼类。

数据来源：公司公告

公司从事的是大洋性捕捞业务。大洋性捕捞对资本投入、技术水平有较高的要求，但仍然具有劳动密集型特征。发达国家的大型拖网船队人工成本约占生产成本的35-40%，大型围网船队人工成本约占生产成本的30%，而公司的生产成本构成中，人工成本的份额还不到10%，因此大洋性捕捞行业从发达国家向发展中国家转移是必然的趋势。但对于印度等发展中国家，大资本往往掌握在私人手中，因此更倾向于投到风险较小的进行陆地作业的行业，这些国家很难出现可以与公司竞争的对手。

3 竹荚鱼、金枪鱼资源尚有开发潜力

根据联合国粮农组织（FAO）的统计和评估，尽管部分传统捕捞品种被充分或过度捕捞，但还有30%以上品种鱼类资源尚未被开发利用。

竹荚鱼主要出自东南太平洋、东北太平洋、西北太平洋、东南大西洋、中东大西洋等5个海域，其中以东南太平洋海域产量最大。东南太平洋智利外海是公司竹荚鱼拖网渔船作业的主要海域。该海域海况良好，年度恶性天气总量较少，渔场洋流、水文系数情况良好，再加上竹荚鱼性成熟期较短、资源恢复速度较快，非常适合大型拖网渔船的捕捞作业。相关研究表明，该海域每年4—12月份为鱼汛旺发季节（公司捕捞时间通常在4-10月份），在此期间单船日捕捞量可达250—400吨，单船年捕捞量可达3—4万吨。07年，在该海域作业的船舶有29艘，捕捞量约40万吨，约占可捕量的4%-8%，属于低度开发状态。08年捕捞量约45万吨，09年可能达到约50万吨。

金枪鱼是大洋暖水性洄游鱼类，在太平洋、大西洋、印度洋的低中纬度海域广泛分布。公司围网作业的中西太平洋海域金枪鱼资源量丰富，可捕量在100-150万吨，目前捕捞量约143万吨。根据冰岛-挪威金融集团（GlitnirBank）的全球金枪鱼资源开发分析，占公司金枪鱼总捕捞量80%的鲣鱼在太平洋东部和西部还处于适度开发状态。



图表 3：各海域金枪鱼开发状态

	长鳍金枪鱼	大西洋 蓝鳍金枪鱼	太平洋 蓝鳍金枪鱼	南部 蓝鳍金枪鱼	黄鳍金枪鱼	鲣鱼	大眼金枪鱼
大西洋					完全开发		完全开发
大西洋南部	适度开发						
大西洋北部	过度开发						
大西洋中部	未知	过度开发					
大西洋东部						未知	
大西洋西部		衰竭				未知	
太平洋			完全开发				
太平洋南部	适度开发						
太平洋北部	完全开发						
太平洋西部					完全开发-过度开发	适度开发	过度开发
太平洋东部					完全开发	适度开发	过度开发
印度洋	完全开发				完全开发	适度开发-完全开发	完全开发
南部海洋				衰竭			

数据来源：公司公告

4 公司盈利模式分析

4.1 竹荚鱼：上控资源，下控市场

竹荚鱼在非洲、南亚和东欧市场具有很强的消费传统。由于渔业资源管理日趋严格，虽然竹荚鱼捕捞量每年都在增加，但幅度小于替代品种的减少幅度。东南太平洋智利外海的竹荚鱼与其它海洋中上层鱼类和淡水鱼类相比，具有较强的价格竞争力，因此市场处于供不应求的状态。

在东南太平洋智利外海，除公司外，希腊LAVINA公司、荷兰PARLEVLIET公司是另外两家大的捕捞企业，每家公司竹荚鱼捕捞量都在10万吨左右，合计占到该海域总捕捞量的75%。德国CRYSTAL FROZEN公司是公司与希腊LAVINA公司（德国CRYSTAL FROZEN公司的股东）的竹荚鱼“销售共同体”。由于“销售共同体”在东南太平洋智利外海竹荚鱼总捕捞量中的份额接近50%，因此在商务谈判中占据了十分有利地位。近几年竹荚鱼销售价格连年上升，公司的经营能力得到持续增强。

公司捕捞的竹荚鱼主要销往尼日利亚，该国对竹荚鱼的消费就像我国对于猪肉的消费一样。由于自然资源丰富，该国是非洲经济增长最快的国家，同时也是非洲人口最多的国家和最大的鱼类产品消费国。分析近几年的贸易情况，估计尼日利亚年消费竹荚鱼约60万吨，公司参加的“销售共同体”每年对该国的供应量约30万吨。

公司竹荚鱼销售价格为每年年初签订，全年执行。如果市场价格大幅变动，销售价格可以在年初合同价格基础上进行修订。公司06-08年每吨竹荚鱼销售价格分别为702、740、950美元，从签单情况来看，09年销售价格虽低于08年，但比预期好很多。



4.2 金枪鱼：盈利模式有待改变

金枪鱼进入终端消费的形态主要有鲜活、超低温冷冻和罐头三种。鲜活和超低温冷冻金枪鱼是最佳的生鱼片材料，占据了高端消费市场，而罐头主要面向发达国家的普通消费者。金枪鱼罐头的主要消费市场为欧盟（每年约80万吨）和美国（每年约45万吨），约占全球总消费量的65-70%。消费结构升级正使得金枪鱼的市场由发达国家扩大到发展中国家。

公司捕捞的金枪鱼中，主要被用来加工成罐头的鲣鱼约占总捕捞量的80%，黄鳍金枪鱼约占15%，还有少量的大目金枪鱼。泰国是金枪鱼罐头的头号出口国，在国际出口市场上占有50%以上的份额，首都曼谷成为中西太平洋、印度洋鲣鱼的主要集散地之一，市场供求状况很大程度上左右着国际市场鲣鱼价格的走势。

大洋性捕捞是产品无差异的行业，捕捞成本的涨跌也必然驱动产品价格的涨跌。由于原油价格出现暴跌，曼谷市场鲣鱼价格自08年7月突破2000美元/吨的历史新高后一路下跌至09年1月初的800美元/吨以下，之后跟随原油价格出现反弹。但美国从伊拉克撤军（军队是金枪鱼罐头的主要消费群体之一），以及泰国国内局势动荡使得曼谷市场鲣鱼价格再次出现下跌。随着原油价格回归和政治因素消除，供求状况成为决定价格的关键因素，目前曼谷市场鲣鱼价格已经反弹至900美元/吨左右。

中西太平洋海域的金枪鱼资源被分散掌握。08年，公司共捕捞3.54万吨的金枪鱼，而该海域共被捕捞约143万吨。根据中西太平洋渔业委员会08年5月的统计，公司却是该海域拥有金枪鱼围网船只数最多的捕捞企业之一。公司金枪鱼销售价格随行就市，因此市场风险很大。

公司捕获的金枪鱼，运往泰国的约有60%，运往国内的不到30%。公司有意增加金枪鱼销往国内的比例，计划用1-3年的时间逐步开拓国内和国外的金枪鱼罐头市场。目前国内金枪鱼罐头市场还没有形成有竞争力的品牌，这对于掌握着原料来源的公司来说是一个难得的机会。公司已经聘请咨询机构在做这方面的可行性论证，前期可能通过租用加工厂的方式进行生产，产品一半销往国内，一半销往国外。

公司意向合作的两个加工厂生产能力合计为4万吨，即使公司捕捞的金枪鱼全部运回国内，也是可以消化的。

5 公司成长性分析

5.1 存在就是权利

公司目前拥有我国最大的一支大洋性捕捞船队，现拥有：

- 大型竹荚鱼拖网加工船5艘，总吨位达到35443吨。自06年起在东南太平洋智利外海捕捞智利竹荚鱼，年捕捞量超过9万吨，年销售收入超过6亿元，产品主要销往尼日利亚。



大型金枪鱼围网捕捞船6艘，总吨位达到6991吨。目前该捕捞船队在中西部太平洋海域捕捞金枪鱼，年捕捞量超过3万吨，年销售收入超过3亿元，产品主要销往东南亚、我国等地的加工厂。

图表 4：公司现有船舶状况

	造船时间	购置时间	累计已使用 年限（年）	行业规定还可使用 年限（年）	成新率	总吨位 （吨）	日捕捞能力 （吨）	
开富号	1992.12	2006.1	16.78	13.22	44%	7671	170	
开裕号	1992.12	2006.3	16.78	13.22	44%	7671	170	
开顺号	1990.9	2005.7	18	12	40%	7847	130	大型竹荚鱼拖网船
开利号	1992.1	2006.3	16.8	13.2	44%	7847	130	
开欣号	1990.12	1999.12	18.78	11.22	37%	4407	110	
金汇1号	1989.6	2002.12	19.3	10.7	36%	995	100	大型金枪鱼围网船，由上海远
金汇2号	1988.6	2003.3	20.3	9.7	32%	995	100	洋渔业有限公司全资子公司
金汇3号	1989.1	2004.3	19.8	10.2	34%	995	100	上海金汇远洋渔业有限公司
金汇6号	1992.3	2006.3	16.6	13.4	45%	1198	150	转入
金汇7号	1994.5	2007.2	14.4	15.6	52%	1769	150	
波纳佩1号	1987.12	2007.12	21	9	30%	1039	100	大型金枪鱼围网船，所有权属 于文森特（密克罗尼西亚）渔 业有限公司
开源号	1983	1997.10	25.78	4.22	14%	2340		运输船，由上海金汇远洋渔业 有限公司转入

数据来源：公司公告

东南太平洋智利外海目前受到“南太平洋论坛”及其下属渔业管理局监管。近期该海域成立了南太平洋区域性渔业管理组织，计划通过控制捕捞船舶数量的方式对捕捞作业进行管理。未来该海域竹荚鱼捕捞船舶数量将被限制在07年底前29艘的水平。我国是南太平洋区域性渔业管理组织的成员国之一，公司所属的5艘大型拖网加工船都在该组织注册。

图表5：各国在东南太平洋智利外海拥有的竹荚鱼捕捞船数量

	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：公司公告

由于俄罗斯对东南太平洋智利外海竹荚鱼资源的开发和保护做了大量的工作，南太平洋区域性渔业管理组织对于该国捕捞船舶数量作了另外的决定。太平洋恩利拥有3艘悬挂俄罗斯船旗的大型拖网加工船，由于目前捕捞竹荚鱼获利较为丰厚，可能会重回东南太平洋智利外海，届时市场上竹荚鱼供应量将增加约6万吨。但俄罗斯经营环境明显不如我国，太平洋恩利运营成本很高，因此基本不会对公司产生威胁。

公司作业的中西部太平洋海域受到中西太平洋渔业委员会的管理。为了维护海域内国家的利益，密克罗尼西亚、马绍尔群岛等七国签署协定，规定进入中西部太平洋



海域的外国围网渔船数量不可超过205艘。目前共有11艘悬挂中国船旗的金枪鱼围网船在该组织注册，公司拥有其中的5艘。另外，公司还拥有悬挂密克罗尼西亚船旗的波那佩1号也已在该组织注册。

5.2 继续扩大现有船队规模

公司将继续扩大现有船队规模，计划到2010年拥有9艘大型竹荚鱼拖网加工船，11艘大型金枪鱼围网捕捞船。

大型竹荚鱼拖网加工船

公司已经与其他捕捞企业进行了接触，目前尚未达成一致，分歧在于公司希望在2009、2010年分别购买2艘，而对方则希望公司一次性购买4艘。如果达成一致，届时公司竹荚鱼捕捞量将达到20万吨左右，约占到该海域总捕捞量的50%，这将进一步增强公司参与国际竞争的主动权。

大型金枪鱼围网捕捞船

09年1月，公司在马绍尔群岛正式设立泛太渔业（马绍尔群岛）有限公司。通过这种方式，公司获得4-6条金枪鱼围网捕捞船的许可额度。新购的二手船MEN CREN号将在5月份出海；新建的4艘新船中，1艘将在09年12月交付，另外3艘将在2010年交付。

图表 6：已确定增加的金枪鱼围网船舶状况

	造船时间	交付日期	累计已使用年限 (年)	交易金额	总吨位 (吨)	年捕捞能力 (吨)	付款进度
MEN CREN号（二手）	1992	2009.2	16	980 万美元	2135		截止4月20日，已全额支付
新船		2009.12.20		1500 万美元	1100	8000	分期付款，截止4月20日，
新船		2010.2.10		1500 万美元	1100	8000	已支付 1200 万美元
新船		2010.8		10500 万元		7400	分期付款，截止4月20日，
新船		2010.12		11500 万元		7400	尚未支付

数据来源：公司公告

6 盈利预测和投资建议

6.1 假设条件

今年，公司有5艘竹荚鱼拖网船和7艘金枪鱼围网船在作业。假定今年和2010年年底分别购买2艘二手竹荚鱼拖网船，加上约定年底和明年交付的4艘新金枪鱼围网船，公司2010年将会有7艘竹荚鱼拖网船和9艘金枪鱼围网船可以作业，2011年将会有9艘竹荚鱼拖网船和11艘金枪鱼围网船可以作业。预计2009-2011年公司竹荚鱼产量分别为9、12.6、16.2万吨，金枪鱼产量分别为3.5、4.5、5.5万吨。

竹荚鱼价格波动较小，假定公司销售价格2009-2011年维持在每吨800美元的水平。鲑鱼价格受原油价格的影响较大，随着原油价格回归和政治因素消除，供求



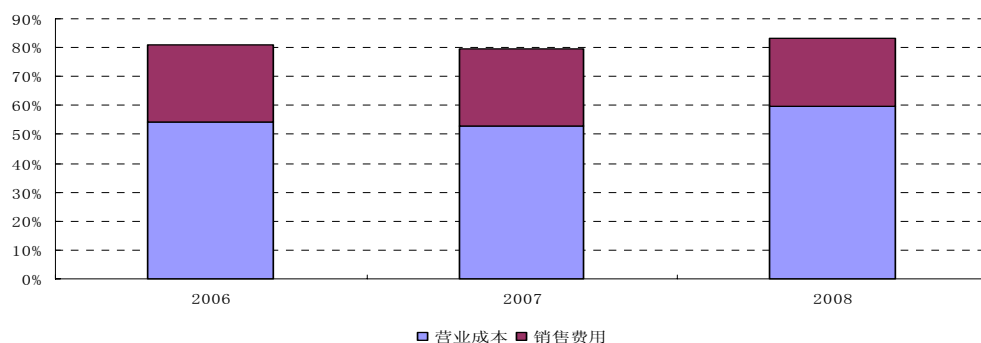
状况成为决定价格的关键因素，目前曼谷市场鲢鱼价格已经反弹至900美元/吨左右，假定公司销售价格2009-2011年分别为800、950、1050美元。另外，美元兑人民币汇率，我们按照6.83来计算。

✚ 由于财政补贴金额存在分歧，公司今年不打算开展磷虾捕捞业务，暂不考虑这块业务可能给公司业绩带来的增厚。

✚ 成本费用

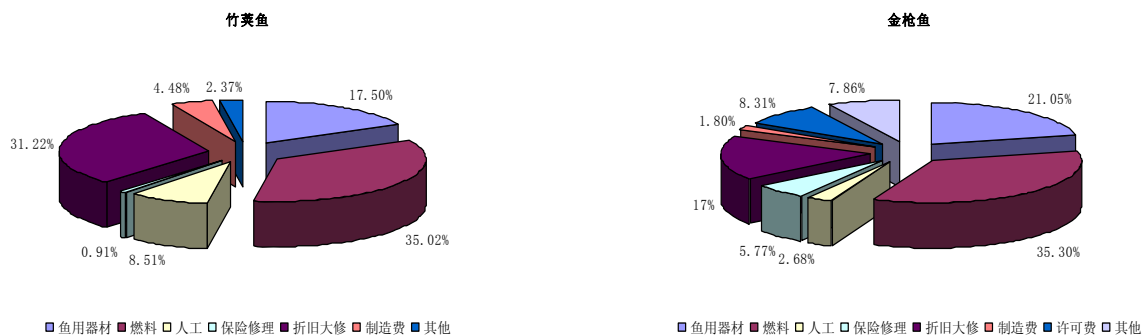
营业成本和销售费用构成营业总成本的主要内容，这两项约占营业收入80%左右，08年这个比例达到83.22%，其中销售费用占营业收入23.37%，主要是因为公司将运输费用计入销售费用。燃料、渔用器材、大修支出和折旧则构成公司捕捞业务生产成本的主要部分。

图表 7：公司营业总成本主要构成



数据来源：公司公告

图表 8：公司捕捞业务生产成本构成



数据来源：公司公告

燃料支出占公司捕捞业务生产成本的比重高达38%左右，销售费用中运输费用又占到77%左右，这就意味着08年约40%的营业收入用于购买燃料，因此燃料价格的变化对公司盈利能力的影响很大。由于我国财政对从事远洋捕捞船只所用柴油进行价格补贴，平抑了部分原油价格波动给公司带来的负面影响。

考虑到原油价格回归，假定销售费用率为20%，每年燃油补贴为3000万左右。

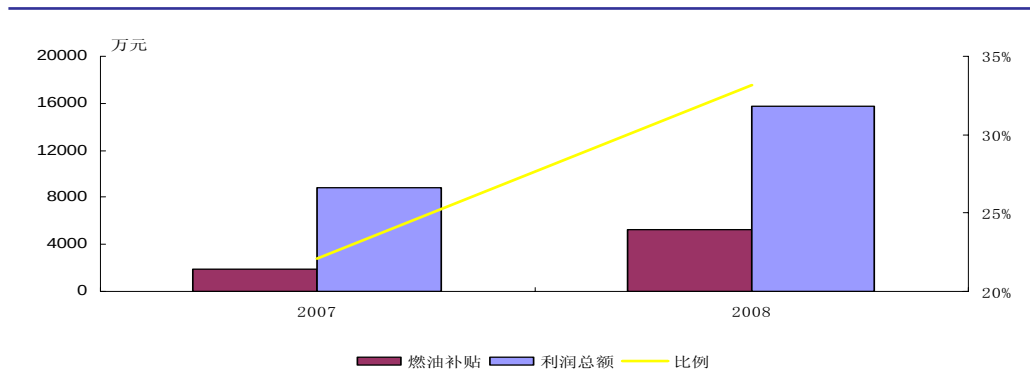


图表 9：燃油价格变动对公司净利润变动的敏感性分析

燃油价格变动幅度	-20%	-10%	10%	20%
净利润变动幅度	53.56%	26.78%	-26.78%	-53.56%

数据来源：长城证券研究所；注：由于没有考虑产品价格和燃油补贴的变动，净利润变动幅度实际上要小于表中所列数据

图表 10：燃油补贴和利润总额



数据来源：公司公告

资本支出

目前国内船舶保养较好，使用年限普遍超过行业规定年限3-5年，少数船舶使用年限甚至达到40年。公司对大型竹荚鱼拖网加工船每2年进行一次大修，大型金枪鱼围网捕捞船大修一般2.5-5年一次，有效延长了船舶的使用寿命。假设公司金枪鱼围网捕捞船使用年限比行业规定年限长3年，竹荚鱼拖网加工船使用年限比行业规定长5年，则公司船舶集中更换时间大致在2020—2026年。

除购买MEN CREN号支付980万美元以外，公司2009-2011年的资本支出还有新建4艘金枪鱼围网船和购买4艘二手竹荚鱼拖网船。假定2009年支付61333.4万元，2010年支付53554.6万元。

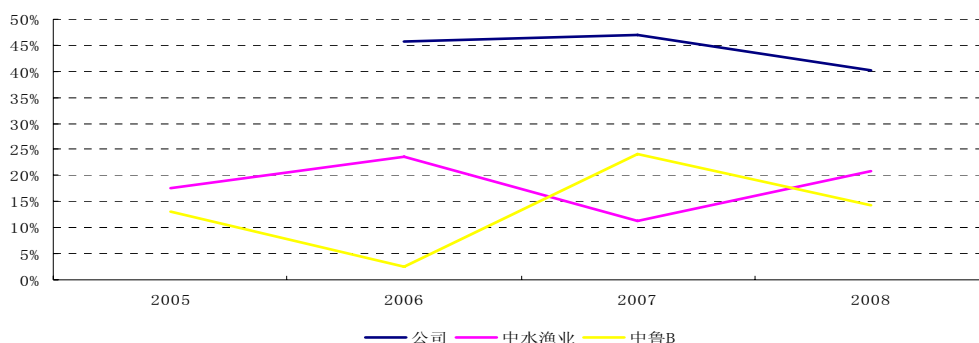
6.2 投资建议

根据以上的假设条件，我们测算出公司2009-2011年的EPS分别为0.709、0.899、1.186元。

上市公司中，只有中水渔业和中鲁B在业务上与公司具有可比性。中水渔业从事过洋性捕捞业务，由于资源储量有限，目前该行业已经处于衰退阶段。中鲁B虽然从事大洋性捕捞业务，但主要采用延绳钓的方式捕捞金枪鱼，这种捕捞方式的对象主要是深海体型较大的金枪鱼，如蓝鳍金枪鱼、大眼金枪鱼、黄鳍金枪鱼、长鳍金枪鱼等。目前除了鲣鱼资源处于适度开发状态外，其他品种金枪鱼的资源开发总体处于完全-过度状态，因此价格波动较鲣鱼价格更为剧烈，中鲁B盈利能力很不稳定。因此，这两家公司与公司的可比性并不高。



图表 11：三家公司毛利率比较



数据来源：WIND

我们认为公司作为大洋性捕捞行业的龙头，其估值水平应该与农业板块其他行业的龙头公司相当，09 年享受 25X 的 PE 应该还是比较合理的，目标价为 17.73 元，给予“推荐”投资评级。

图表 12：农业板块其他行业龙头公司估值情况

	收盘价		EPS			PE	
	(4月30日)	2009	2010	2011	2009	2010	2011
北大荒	13.26	0.397	0.431	0.458	33.40	30.77	28.95
新中基	6.69	0.336	0.363	0.393	19.91	18.43	17.02
好当家	6.65	0.233	0.267	0.304	28.54	24.91	21.88
东方海洋	19.43	0.447	0.550	0.664	43.47	35.33	29.26
顺鑫农业	11.54	0.416	0.544	0.706	27.74	21.21	16.35
最大值					43.47	35.33	29.26
最小值					19.91	18.43	17.02
平均值					27.74	21.21	16.35

7 风险提示

- 原油价格和竹荚鱼、金枪鱼供需基本面存在不可预测性。另外，公司购船计划也存在变数。
- 公司远洋捕捞的产品主要通过代理商进行销售，金枪鱼主要集中于3家代理商，竹荚鱼主要集中于1家代理商，存在依赖主要客户的风险。
- 公司大部分的销售收入和采购支出通过外币进行结算，船舶的建造和购买也通过外币进行结算，汇率的变动给公司带来较大的经营风险。
- 天气状况和相关海域渔业管理政策的变化会影响竹荚鱼、金枪鱼价格和公司捕捞量。



利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	103224	76148	109128	142325	成长性				
营业成本	61775	45216	64793	84505	营业收入增长	380.7%	-26.2%	43.3%	30.4%
销售费用	24122	15230	21826	28465	营业成本增长	261.9%	-26.8%	43.3%	30.4%
管理费用	3359	2478	3551	4631	营业利润增长	1960.2%	8.1%	34.0%	38.2%
财务费用	2815	1864	3734	3686	利润总额增长	1953.5%	-8.5%	26.9%	31.9%
投资净收益	4	0	0	0	净利润增长	4208.6%	-8.5%	26.9%	31.9%
营业利润	10508	11361	15225	21038	盈利能力				
营业外收支	5195	3000	3000	3000	毛利率	40.2%	40.6%	40.6%	40.6%
利润总额	15703	14361	18225	24038	销售净利率	15.2%	18.9%	16.7%	16.9%
所得税	1	1	1	2	ROE	35.0%	24.2%	23.5%	23.7%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	33.2%	14.8%	13.3%	15.2%
净利润	15702	14360	18223	24036	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	23.4%	20.0%	20.0%	20.0%
流动资产	25351	18587	26635	34739	管理费用/营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
货币资金	4587	3384	4850	6325	财务费用/营业收入	2.7%	2.4%	3.4%	2.6%
应收帐款	362	267	383	500	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
存货	11686	8554	12257	15986	应收帐款周转率	327.86	234.15	247.25	12.50
非流动资产	55414	115259	161327	153133	存货周转率	6.10	4.35	4.59	4.59
固定资产	55414	115259	161327	153133	流动资产周转率	4.70	3.37	3.56	3.14
资产总计	80765	133845	187962	187872	总资产周转率	0.96	0.47	0.58	0.71
流动负债	35886	74607	110499	86372	偿债能力				
短期借款	15000	15000	15000	15000	资产负债率	44.4%	55.7%	58.8%	46.0%
应付款项	5455	3993	5722	7463	流动比率	0.71	0.25	0.24	0.40
非流动负债	0	0	1	2	速动比率	0.38	0.13	0.13	0.22
长期借款	0	0	0	0	每股指标（元）				
负债合计	35886	74607	110500	86374	EPS	0.775	0.709	0.899	1.186
股东权益	44879	59238	77462	101498	每股净资产	2.22	2.92	3.82	5.01
股本	41000	41000	41000	41000	每股经营现金流	0.97	1.04	1.46	1.86
留存收益	3879	18238	36462	60498	每股经营现金/EPS	1.3	1.5	1.6	1.6
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	80765	133845	187962	187872	PE	18.0	19.7	15.5	11.7
现金流量表（万元）					PEG	1.18	0.67	0.49	-
经营活动现金流	19680	20972	29555	37724	PB	6.3	4.8	3.6	2.8
其中营运资本减少	11440	-37	37	37	EV/EBITDA	26.97	31.72	21.81	16.39
投资活动现金流	-15503	-66495	-57363	-5457	EV/SALES	5.68	8.28	6.05	4.42
其中资本支出	-15835	-66495	-57362	-5456	EV/IC	9.79	5.32	3.97	3.95
融资活动现金流	-124	0	0	0	ROIC/WACC	3.19	1.42	1.28	1.46
净现金总变化	2983	-45523	-27808	32267	REP	3.07	3.73	3.10	2.70

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺

王萍：中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，任农业与食品饮料行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准：

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
回避		预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。