

2009 年 07 月 06 日

 市价(人民币): 14.75元
 目标(人民币): 19.50-20.32元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

 已上市流通A股(百万股) 99.52
 总市值(百万元) 2,988.32
 年内股价最高最低(元) 16.44/6.59
 沪深 300 指数 3327.14
 上证指数 3088.37


相关报告

- 《中国远洋捕捞旗舰》，2009.2.16

谢刚

 (8621)61038269
 xieg@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

开创国际 (600097.SH)

——具备估值吸引力的远洋捕捞旗舰

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.059	0.032	0.775	0.827	0.926	1.000
净利润增长率	-45.82%	-46.92%	4,208.62%	6.75%	11.97%	7.96%
先前预期每股收益(元)	0.059	0.032	0.775	0.800	0.795	0.992
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.908	1.070	1.295
市盈率(倍)	74.83	530.95	14.34	17.83	15.92	14.75
行业优化市盈率(倍)	37.90	59.71	29.28	29.28	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	0.00	2.64	1.33	1.85
净资产收益率	3.91%	2.03%	34.99%	32.32%	31.02%	28.69%
每股净资产(元)	1.52	1.56	2.22	2.56	2.99	3.49
市净率(倍)	2.92	10.78	5.02	5.76	4.94	4.23
每股经营性现金流(元)	-0.28	1.04	0.97	0.88	1.12	1.35
已上市流通A股(百万股)	46.55	85.45	99.52	99.52	99.52	99.52
总股本(百万股)	115.45	115.45	202.60	202.60	202.60	202.60

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

注: 若公司 09 年盈利预测不达 0.90 元, 大股东可能现金补偿差额部分, 但出于谨慎, 我们上表中的盈利预测并未考虑补偿的情景, 原因之一在于我们认为即使补偿, 但补偿部分可能无法给予估值。

基本结论、价值评估与投资建议

- 开创国际是我国远洋捕捞业的旗舰, 旗下共拥有 7 艘金枪鱼围网船和 5 艘竹荚鱼捕捞船, 未来将通过持续的购船计划来保证业绩稳定增长。
- 远洋捕捞许可证日渐稀缺提升行业进入壁垒、劳动力成本优势迫使发达国家产能向发展中国家转移、金枪鱼与竹荚鱼相对稳定的供求格局保障较高利润率水平, 这是我们推荐开创国际的根本逻辑。
- 随着各大渔业组织季节性禁捕的实施, 预计 09 年金枪鱼可能呈现轻度的供不应求格局, 伴随油价反弹, 3 季度金枪鱼价格可能反弹到 1300 美元。
- 劳动力成本压力迫使发达国家竹荚鱼远洋捕捞陷入亏损而纷纷退出, 加上渔业组织未来可能实施紧缩性配额制度, 这有利于维持竹荚鱼业务的高盈利水平。
- 公司未来业绩增长来自捕捞船只的收购, 而捕捞许可证交易价值增值将提高公司扩张成本, 较大的资本性开支及再融资需求是主要的财务风险。
- 预计公司 09-11 年分别实现净利润 167.62、187.69、202.63 百万元, 同比增长 6.75%、11.97%、7.96%, EPS 为 0.827、0.926、1.000 元。
- 通过 PE 和 DCF 估值, 开创国际目标价位为 19.50-20.32 元, 估值处于农业行业最低端, 建议投资者买入。

内容目录

捕捞许可证日趋稀缺，提升远洋捕捞准入壁垒	5
开创国际：国内盈利能力最强的远洋捕捞旗舰	5
捕捞许可证日渐稀缺：各大渔业组织正逐渐收紧许可证的发放程序	6
东南太平洋智利外海的竹荚鱼捕捞许可证数量：可能在 29 艘上下	6
WCPFC 金枪鱼捕捞许可证：多年来一直被严格控制在 205 艘以内	7
开创国际竞争力分析：劳动力成本优势使远洋捕捞产能向中国转移 ..	8
发达国家金枪鱼捕捞产能大范围过剩	8
单船劳动力成本差 10 倍，将导致发达国家远洋捕捞业逐步丧失盈利空间 ...	8
伴随产能向发展中国家转移，预计开创国际 2011 年金枪鱼船将扩至 11 艘 ..	9
金枪鱼行业供求分析：轻度供不应求，金枪鱼价格有走高潜力	10
金枪鱼供应量：近几年全球金枪鱼捕捞量稳定在 400 万吨左右	10
金枪鱼管理组织压缩渔期将进一步削减金枪鱼渔获量，09 年可能下降 9% ..	11
金枪鱼需求量：金枪鱼罐头年消费量约 190 万吨，保持稳定增长；冷鲜冷冻	
金枪鱼消费量止跌反弹，消费基础十分稳固	12
供求总结：轻度的供不应求格局下，金枪鱼价格有望反弹至 1300 美元	14
金枪鱼价格：受供求关系和油价影响，国际金枪鱼价格波动剧烈	14
我们认为 2009 金枪鱼价格有望延续反弹，3 季度可能达到 1300 美元上方 ..	15
竹荚鱼业务：发达国家退出，供求格局稳定	15
经营模式：从事远洋捕捞，以原条鱼的形式集中销售给少数经销商	15
尼日利亚每年竹荚鱼需求量约 60 万吨，开创及其销售共同体供应 30 万吨 ..	16
由于发达国家退出竹荚鱼捕捞，全球竹荚鱼供应量稳定在 150 万吨左右 ...	17
竹荚鱼供求格局稳定，开创国际竹荚鱼价格波幅有限，盈利较高	17
开创国际业绩增长缺乏弹性，主要来自于船只数量的提高	17
鱼柳、磷虾短期难有盈利贡献，燃油补贴或有惊喜	18
鱼柳业务旨在获取 4-6 张金枪鱼捕捞配额，预计未来几年仍将亏损	18
南极磷虾可能成为公司远期增长亮点之一	18
原油价格上涨，预计 09 年公司所获燃油补贴可能达到 3500 万元	18
开创国际盈利预测	19
重大盈利预测假设前提	19
盈利预测	19
开创国际估值具备吸引力，建议买入	19
PE 估值：20.32-24.37 元	19
DCF 估值：18.76 - 19.50 元	20
估值具备吸引力，建议买入	20
风险提示	20
附录：三张报表预测摘要	22

图表目录

图表 1: 开创国际股权架构图	5
图表 2: 开创国际分产品的主营收入结构 (百万元)	5
图表 3: 开创国际分产品的主营利润结构 (百万元)	5
图表 4: 世界渔业资源的衰退呈不可逆态势	6
图表 5: 产能扩张带动远洋捕捞量持续增长 (百万吨)	6
图表 6: 全球渔业资源管理进入“配额制”为标志的全面养护管理阶段	6
图表 7: 东南太平洋智利外海渔场作业船只数	7
图表 8: 全球金枪鱼五大管理组织	7
图表 9: 中西太平洋渔场金枪鱼围网船作业船只数	7
图表 10: 开创在 WCPFC 金枪鱼围网船数量国内第一	7
图表 11: 开创在智利外海竹荚鱼拖网船数量国内居首	7
图表 12: 发达国家金枪鱼捕捞产能大范围过剩	8
图表 13: 金枪鱼船: 欧洲船员收入相当于中国的 10 倍	8
图表 14: 竹荚鱼船: 欧洲船员收入相当于中国的 10 倍	8
图表 15: 公司金枪鱼人工成本占 2.5%, 竹荚鱼占 7.5%	9
图表 16: 中国与欧盟金枪鱼成本差 27%, 竹荚鱼差 72%	9
图表 17: 当金枪鱼价格为成本的 1.27 倍, 发达国家金枪鱼远洋捕捞业陷入盈亏平衡	9
图表 18: 当竹荚鱼价格约为成本的 1.72 倍时, 发达国家竹荚鱼远洋捕捞业陷入盈亏平衡	9
图表 19: 开创国际拥有的船只数量统计及未来购船扩张计划	10
图表 20: 2004 年世界海洋捕捞产量前十品种	10
图表 21: 全球金枪鱼分品种结构图	10
图表 22: 全球金枪鱼捕捞量仅有鲣鱼稳定增长 (万吨)	10
图表 23: 鲣鱼产量增长主要源自中西太平洋 (万吨)	10
图表 24: 全球金枪鱼资源增长主要来自中西太平洋海域	11
图表 25: 近几年全球金枪鱼捕捞量增长缓慢 (万吨)	11
图表 26: 日本冷鲜金枪鱼进口量 (千吨)	12
图表 27: 日本冷冻金枪鱼进口量 (千吨)	12
图表 28: 英法德意美金枪鱼罐头进口量 (万吨)	13
图表 29: 2007 年全球金枪鱼罐头消费的国别结构	13
图表 30: 德国金枪鱼罐头进口量 (千吨)	13
图表 31: 法国金枪鱼罐头进口量 (千吨)	13
图表 32: 英国金枪鱼罐头进口量 (千吨)	14
图表 33: 泰国金枪鱼罐头出口量 (千吨)	14
图表 34: 美国金枪鱼罐头进口量 (千吨)	14
图表 35: 美国冷鲜金枪鱼进口量 (千吨)	14

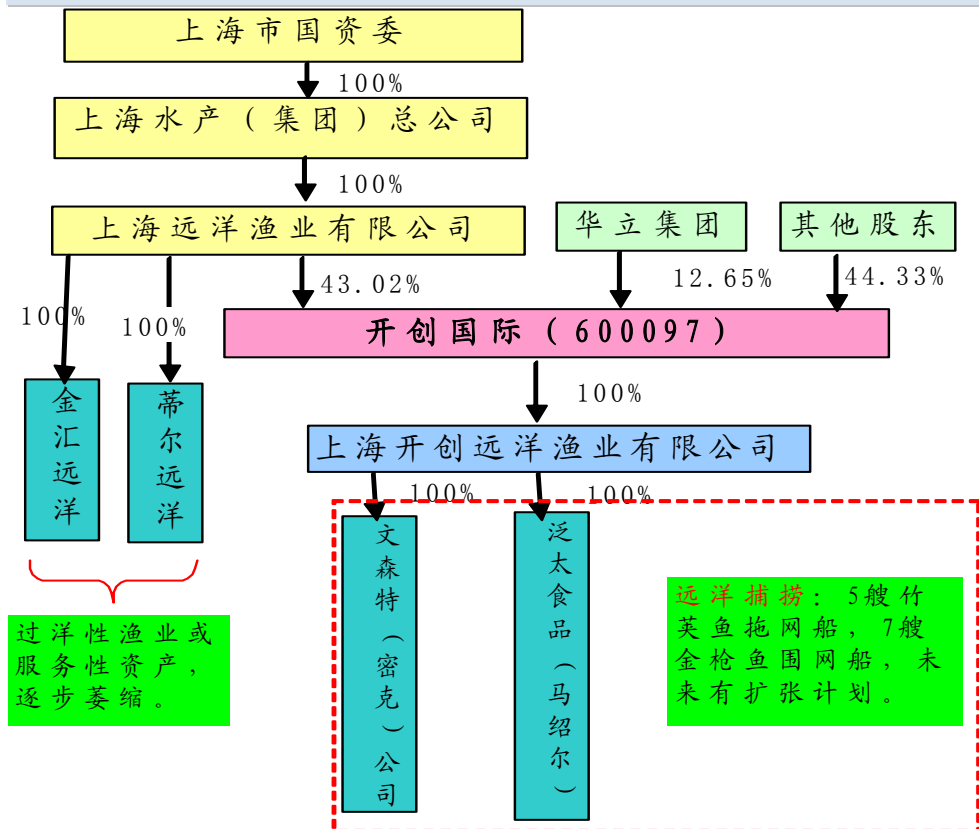
图表 36: 09 年泰国冷冻鲣鱼价格触底反弹 (美元/吨)	15
图表 37: 欧洲和美国金枪鱼罐头价格走势 (美元/箱)	15
图表 38: 金枪鱼价格与油价走势暗相呼应	15
图表 39: 全球大洋性捕捞产业价值链分布	15
图表 40: 我们预测 2009 年 3 季度金枪鱼价格将会反弹到 1300 美元/吨上方	15
图表 41: 开创国际主要销售模式	16
图表 42: 尼日利亚人均水产品消费量远低于中国, 未来仍有较大增长空间 ..	16
图表 43: 开创竹荚鱼与金枪鱼销售价格预测 (元/公斤)	17
图表 44: 开创竹荚鱼与金枪鱼销售毛利率预测	17
图表 45: 开创国际竹荚鱼船数量扩张及捕捞量增长预测	17
图表 46: 开创国际金枪鱼船数量扩张及捕捞量增长预测	17
图表 47: 泛太食品鱼柳业务预测	18
图表 48: 开创国际燃油补贴金额预测	18
图表 49: 开创国际 09-11 年折旧预测 (万元)	19
图表 50: 开创国际期间费用率假定	19
图表 51: 开创国际相对估值结果: 20.32-24.37 元	19
图表 52: DCF 估值: 18.76 元	20
图表 53: 公司销售预测表	21

捕捞许可证日趋稀缺，提升远洋捕捞准入壁垒

开创国际：国内盈利能力最强的远洋捕捞旗舰

- **重组为远洋捕捞企业。**开创国际的前身为华立科技，08年被上海远洋渔业有限公司借壳，在将原电子业务置换出去之后，置入新的远洋捕捞资产。

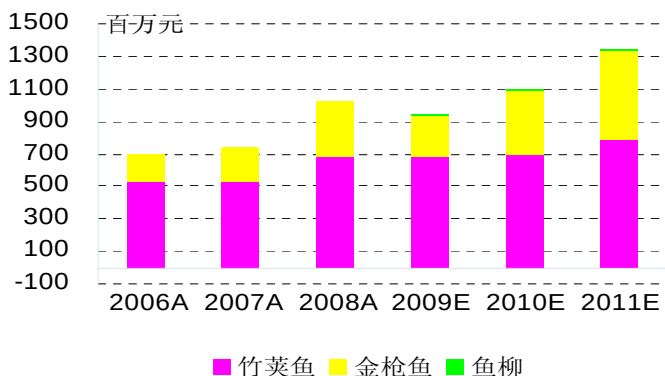
图表1：开创国际股权架构图



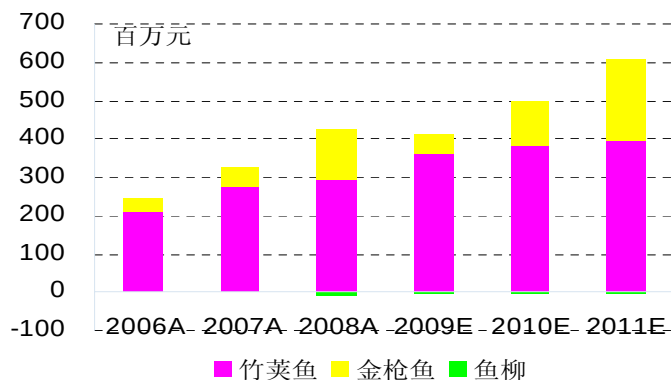
来源：国金证券研究所

- **国内远洋捕捞旗舰。**开创国际目前主要从事东南太平洋智利外海的竹荚鱼捕捞及中西太平洋的金枪鱼捕捞，公司是上海水产品集团旗下盈利能力最强的远洋捕捞平台，同时也是国内最具核心竞争力的远洋捕捞旗舰。
- **06-07年，竹荚鱼和金枪鱼分别占公司主营业务利润的85%和15%左右。**08年由于金枪鱼量价齐升，占利润的比重升至30%。我们预计随着新建金枪鱼围网船的投入运营，未来几年金枪鱼业务贡献仍呈稳步提升态势。

图表2：开创国际分产品的主营收入结构（百万元）



图表3：开创国际分产品的主营利润结构（百万元）

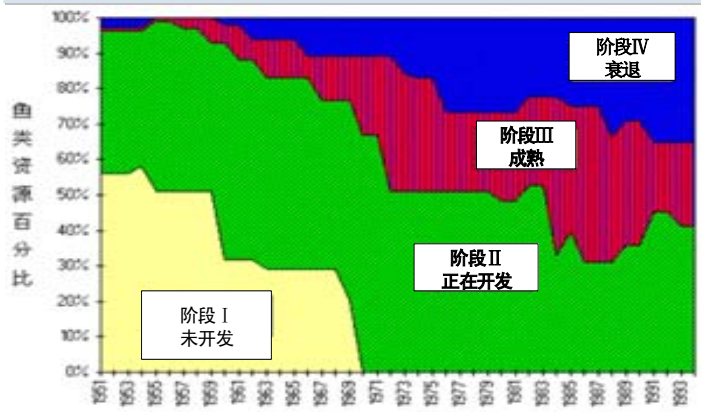


来源：国金证券研究所（注：2008年重组以前，我们选择开创国际的主业平台开创远洋经营数据作为备考比较基准）

捕捞许可证日渐稀缺：各大渔业组织正逐渐收紧许可证的发放程序

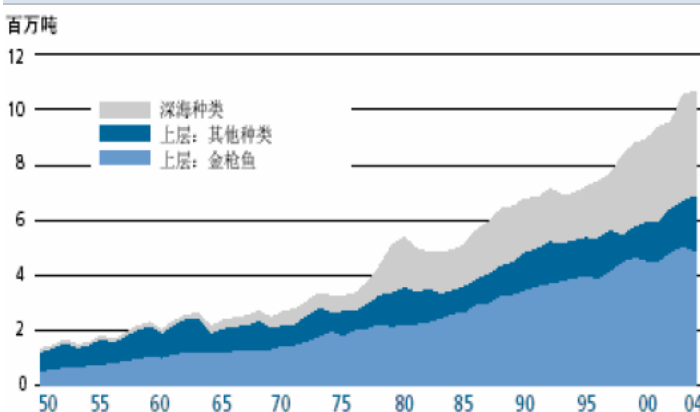
- 世界渔业资源呈不可逆衰退态势，促进了各大渔业组织收紧捕捞许可证的发放程序。自 1970 年以后，全球“尚未开发”的鱼类资源已经消耗殆尽，“正在开发”的鱼类资源迅速趋于成熟与衰退。据 FAO 资料统计，有近 77% 的鱼类种群属于完全开发或过度开发，这表明世界范围内可供开发的渔业资源正面临着过度捕捞的威胁。有鉴于此，世界各大渔业组织正逐渐收紧捕捞许可证的发放程序。

图表4：世界渔业资源的衰退呈不可逆态势



来源：FAO，国金证券研究所

图表5：产能扩张带动远洋捕捞量持续增长（百万吨）



- 配额制体现了“占有即权益”原则，有利于保护已获配额的公司利益。目前，全球 12 个区域性的国际渔业组织在加强国际渔业资源的保护和开发方面实施了全面的养护管理，其具体做法为：通过发放捕捞许可证（即配额）的方式来提升行业的进入壁垒，由于配额又是按照历史捕捞量进行分配的，因此充分体现了“占有即权益”的原则，“配额制”有利于保护已获配额船只与公司的利益，同时也有利于全球渔业资源的可持续利用。
- 我们认为，远洋渔业捕捞许可证是一种日渐稀缺的独特资源，未来新进入者必须在原有船东退出时购买许可证，才能拥有在相应海域开展捕捞业务的权利和资格，因此，捕捞许可证的商业价值将与日俱增。

图表6：全球渔业资源管理进入“配额制”为标志的全面养护管理阶段

时间	阶段	管理规范	内容	特点
1950-1980	自由捕捞	无	资源共享，开放捕捞	海域经济实行开放式管理，世界公海渔场和绝大部分大陆架渔场都可以自由捕捞。
1981-2000	区域管理	《联合国海洋法公约》	正式确立200海里专属经济区制度	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。
2001一至今	养护管理	《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》	设立分区域的渔业组织	在加强国际渔业资源保护开发的国际合作方面，全球12个主要的区域性渔业组织通过“配额制”来进行全面养护管理。“占有即权益”原则既有利于公海渔业资源的可持续利用，又提升了后进入者的门槛，保护既得利益者。

来源：国金证券研究所

东南太平洋智利外海的竹荚鱼捕捞许可证数量：可能在 29 艘上下

- 竹荚鱼的国际管理组织正在形成，预计未来对捕捞许可证的管理将控制在 29 艘船上下，其中中国 12 艘，开创拥有其中的 5 艘。东南太平洋智利外海的竹荚鱼渔场受“南太平洋论坛”及其下属渔业管理局监管，近期该区域成立了南太平洋区域性渔业管理组织（筹建），拟通过控制靠岸维修的捕捞船舶数量的方式来对该区域的捕捞作业进行捕捞许可证管理。
- 2007 年智利政府牵头初步形成一份协议，约定将智利外海的竹荚鱼拖网渔船总量限制在 07 年底的 29 艘竹荚鱼捕捞船上下。我国是该组织的成员国

之一，2007 年底在该区域生产的 12 艘船舶都是有资质的合法捕捞船，开创拥有其中的 5 艘，居国内远洋捕捞公司之首。

图表7：东南太平洋智利外海渔场作业船只数

年度	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

来源：国金证券研究所

WCPFC 金枪鱼捕捞许可证：多年来一直被严格控制在 205 艘以内

- 金枪鱼作为最重要的渔业资源，在全球范围之内被纳入五大组织的管理体系之内。南方蓝鳍金枪鱼保护委员会（CCSBT）、美洲热带金枪鱼委员会（IATTC）、保护大西洋金枪鱼国际委员会（ICCAT）、印度洋金枪鱼委员会（IOTC）和中西太平洋渔业委员会（WCPFC）这五大组织通过限制区域内的捕捞船舶数、确定并分配金枪鱼年度捕捞数量、限制船舶作业天数、要求注册船舶报告方位及作业状况、与沿岸国合作打击非法作业船舶、与主要消费国合作禁止非法捕捞产品流入市场等方式实现对金枪鱼资源的管理与保护。
- WCPFC 规定实际作业的金枪鱼围网船数量不得超过 205 艘，中国拥有 12 艘，其中开创占 6 艘。开创远洋主要作业区域——中西太平洋渔场的主要管理机构是 WCPFC，该组织共有来自 7 个地区的 26 个成员和 2 个非成员合作方构成，根据各成员国所签署的瑙鲁协定与贝劳协定之规定：对进入本区域的外国金枪鱼围网渔船总数不可超过 205 艘，中国在该区域作业船只共有 12 艘，其中开创在该区域有 6 艘，是国内当之无愧的金枪鱼远洋捕捞龙头。

图表8：全球金枪鱼五大管理组织

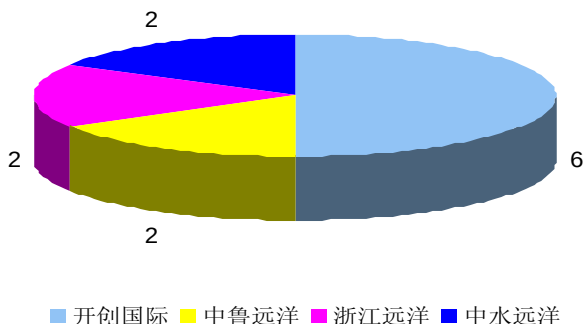
简称	金枪鱼五大渔业管理组织	成立日期
IATTC	美洲热带金枪鱼委员会	1950年
ICCAT	保护大西洋金枪鱼国际委员会	1969年
CCSBT	南方蓝鳍金枪鱼保护委员会	1993年5月
IOTC	印度洋金枪鱼委员会	1996年
WCPFC	中西太平洋渔业委员会	2004年

来源：国金证券研究所

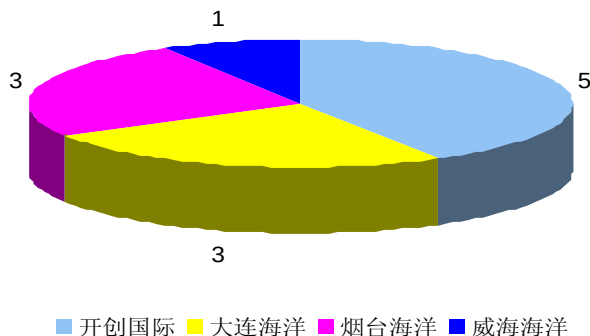
图表9：中西太平洋渔场金枪鱼围网船作业船只数

WCPFC	09年实际使用数量估计
中国	12
中国台湾	34
美国	16
日本	34
欧盟	4
韩国	30
其他	60
合计	190

图表10：开创在 WCPFC 金枪鱼围网船数量国内第一



图表11：开创在智利外海竹荚鱼拖网船数量国内居首



来源：国金证券研究所

开创国际竞争力分析：劳动力成本优势使远洋捕捞产能向中国转移

发达国家金枪鱼捕捞产能大范围过剩

- 上文已经阐述过，由于捕捞许可证日渐稀缺，其商业价值将随着时间的推移而不断增值，因此世界各国必然对许可证的获取异常珍惜和重视，拥有配额的船只一定会积极投入运营，可是我们发现——发达国家实际情况并非如此，譬如美国在中西太平洋一共拥有 44 张金枪鱼牌照，但其中只有 16 艘船投入运营，有 28 多艘船却长时间停止营运，这背后的原因何在？如果配额不用，为何不在国际市场转让掉？

图表12：发达国家金枪鱼捕捞产能大范围过剩

中西太平洋组织	牌照拥有数量	09年实际使用数量估计	过剩产能比例
中国	12	12	0%
中国台湾	34	34	0%
美国	44	16	64%
日本	235	34	86%
欧盟	53	4	92%
韩国	58	30	48%
其他	334	60	82%
合计	770	190	75%

来源：国金证券研究所（注：牌照拥有是按船舶的悬挂国旗划分，不包括方便旗船只；到 09 年 6 月 25 日，共有 26 个国家的 9225 条船只在 WCPFC 注册）

单船劳动力成本差 10 倍，将导致发达国家远洋捕捞业逐步丧失盈利空间

- 远洋捕捞业属资本、技术和劳动力密集型产业。较高的资本壁垒及拥有大量经验丰富的船员使得远洋捕捞业曾经是发达国家的天下，发展中国家因起步较晚而难以做大做强，但是，在发展中国家解决了资本和技术约束之后，劳动力成本优势便迫使发达国家的远洋捕捞业丧失了盈利空间，并逐步退出世界舞台。
- 我们的研究表明：中国每条金枪鱼船的人工费支出为 15.72 万美元/年，而欧盟等发达国家每条金枪鱼船人工费支出为 174.6 万美元，相当于中国的 10 倍；竹荚鱼船的情况也类似，中西方每条竹荚鱼船的人工费支出分别为 63.36 万美元/年和 642 万美元/年，相差也在 10 倍左右。

图表13：金枪鱼船：欧洲船员收入相当于中国的 10 倍

金枪鱼船：人工费		中国		欧盟	
单位：美元	船员结构	人数	人均月收入	人数	人均月收入
普通海员	普通船员	24	250	24	3,000
高级海员	二副	1	500	1	5,000
	二轮管	1	500	1	5,000
	大副	1	800	1	8,000
	大轮管	1	800	1	8,000
	轮机长	1	1,000	1	10,000
	船长	1	3,500	1	35,000
小计(月)		30	13,100	30	143,000
小计(年)			157,200		1,716,000
另：福利费	探亲费等		0		30,000
人工合计			157,200		1,746,000
单船人工费差额			1,588,800		

来源：国金证券研究所

图表14：竹荚鱼船：欧洲船员收入相当于中国的 10 倍

竹荚鱼船：人工费		中国		欧盟	
单位：美元	船员结构	人数	人均月收入	人数	月收入
普通海员	普通船员	114	350	116	3,500
高级海员	三副	3	500	2	5,000
	三轮管	3	500	2	5,000
	二副	2	600	2	6,000
	二轮管	2	600	2	6,000
	大副	1	1,000	1	10,000
	大轮管	1	1,000	1	10,000
	轮机长	1	1,500	1	15,000
	船长	1	4,000	1	40,000
小计(月)		120	52,800	120	525,000
小计(年)			633,600		6,300,000
另：福利费	探亲费		0		120,000
人工费合计			633,600		6,420,000
单船人工费差额			5,786,400		

- 我们进一步就单船成本结构进行分解。开创国际金枪鱼围网船的人工成本占生产总成本的 2.5%，而竹荚鱼更高，达 7.5%，同时，欧盟等发达国家金枪鱼人工成本占生产成本的 23.6%，竹荚鱼占 46.5%，在其他因素均相同的假设下，我们发现：仅劳动力成本差异就造成了中西方在金枪鱼捕捞成本上差距 27%，在竹荚鱼捕捞成本上差距 72%，而这已足可以构成一个产业产能国际转移的源动力。

- 我们接下来要论证的问题是：在什么条件下发达国家从事金枪鱼及竹荚鱼远洋捕捞会陷入亏损，换言之，劳动力成本因素在什么背景下能造成远洋捕捞业产能向中国等发展中国家转移。
- 我们的研究结论如下：
 - ◆ 其一，当金枪鱼价格上涨至总成本的 1.27 倍时，发达国家从事金枪鱼捕捞业务正好处于盈利平衡点附近；如果鱼价下跌并长时间维持在成本的 1.27 倍以下，发达国家可能因无法忍受亏损而退出捕捞；
 - ◆ 其二，当竹荚鱼价格上涨至总成本的 1.72 倍时，发达国家从事金枪鱼捕捞业务正好处于盈利平衡点附近；如果鱼价长期跌至成本的 1.72 倍下方，发达国家可能因无法忍受亏损而退出；
 - ◆ 其三，紫色部分代表着 2008 年金枪鱼和竹荚鱼价格的现况，由于发达国家从事竹荚鱼捕捞业务刚好陷入亏损，因此纷纷退出，开创国际从事竹荚鱼捕捞的外围竞争并不激烈，公司未来几年有望维持 40% 以上的毛利率；不过，国外金枪鱼捕捞业务依然有 21% 的毛利率，产能闲置或退出不如竹荚鱼那么明显。

图表15：公司金枪鱼人工成本占 2.5%，竹荚鱼占 7.5%

人工成本占	2006	2007	2008	2009	2010	2011
金枪鱼	2.51%	2.51%	2.51%	2.51%	2.51%	2.51%
竹荚鱼	7.48%	7.48%	7.48%	7.48%	7.48%	7.48%

来源：国金证券研究所

图表16：中国与欧盟金枪鱼成本差 27%，竹荚鱼差 72%

占总成本的比重（%）	开创国际	发达国家	成本差额	成本差距
金枪鱼				
人工	3	30	27	
其他	97	97	0	
总成本	100	127	27	27%
竹荚鱼				
人工	8	80	72	
其他	92	92	0	
总成本	100	172	72	72%

图表17：当金枪鱼价格为成本的 1.27 倍，发达国家金枪鱼远洋捕捞业陷入盈亏平衡

金枪鱼售价/生产成本*100	90	100	110	120	127	130	140	150	160	170	180	190	200
开创国际金枪鱼毛利率	-11%	0%	9%	17%	21%	23%	29%	33%	38%	41%	44%	47%	50%
发达国家金枪鱼毛利率	-41%	-27%	-15%	-6%	0%	2%	9%	15%	21%	25%	29%	33%	37%

来源：国金证券研究所（黄色部分代表发达国家盈利平衡点，紫色部分是 2008 年行业实际情况）

图表18：当竹荚鱼价格约为成本的 1.72 倍时，发达国家竹荚鱼远洋捕捞业陷入盈亏平衡

竹荚鱼售价/总成本*100	90	100	110	120	130	140	150	160	170	172	180	190	200
开创竹荚鱼毛利率	-11%	0%	9%	17%	23%	29%	33%	38%	41%	42%	44%	47%	50%
发达国家竹荚鱼毛利率	-91%	-72%	-56%	-43%	-32%	-23%	-15%	-8%	-1%	0%	4%	9%	14%

来源：国金证券研究所（黄色部分代表发达国家盈利平衡点，紫色部分是 2008 年行业实际情况）

伴随产能向发展中国家转移，预计开创国际 2011 年金枪鱼船将扩至 11 艘

- 劳动力成本优势加快产业转移。根据以上分析，我们认为，全球远洋捕捞业务向发展中国家转移将是大势所趋，由此我们看到美国、日本、欧盟等发达国家金枪鱼产能大面积过剩（图表 12），而中国等地金枪鱼捕捞船均满负荷生产，究其根本，就是中国劳动力成本国际优势的集中体现。
- 成长的烦恼：巨额的资本性开支。许可证一般随旧船一同出售，虽然发达国家大面积停止捕捞，但对外转让船只的案例并不多见，这一方面是许可证的稀缺性使得一旦出售便无法追回因此倍加谨慎，另一方面，高昂的许可证转让费也让很多有意扩张的公司望而却步。当下，购买一艘装备现代化的 1000 吨级金枪鱼围网船，一次性资本性开支就在 1 亿元以上，8000 吨级竹荚鱼拖网船需花费 2-4 亿元，这还不包括后期的改造和维修费。
- 开创国际未来成长性取决于船只收购进度。开创国际目前拥有 7 艘金枪鱼围网船和 5 艘竹荚鱼拖网船，均处于满负荷生产状态，单船捕捞产量也臻于最大极限，未来公司业绩的成长依赖于船只的外延式收购。
- 根据购船计划，开创国际 2011 年末将拥有 11 艘金枪鱼船和 5 艘竹荚鱼船。当前，开创国际共拥有 7 艘金枪鱼围网船、5 艘竹荚鱼拖网船、1 艘运输船，随着 2010 年台湾庆富 1 号、2 号和大连 1 号、2 号的陆续交船，

预计到 2011 年末公司金枪鱼船将达到 11 艘，这既是公司业绩增长的主要来源，同时开创也将面临巨额资本性开支所带来的融资压力及财务负担。

图表19：开创国际拥有的船只数量统计及未来购船扩张计划

	船名	船舶类型	捕捞品种	日加工能力 (吨)	作业天数	长度(米)	总吨位 (吨)	净吨位 (吨)	主机功率 (千瓦)	型宽 (米)	引进时间	建造时间	购置日期	累计已使用 年限	行规尚可 使用年限	成新率	是否获得许 可证
拖网 船舶	开顺号	拖网加工渔船	竹荚鱼	130	129	109.6	7847	2354	5296	19	2004.01	1990.9	2005.7	18	12	40%	暂未实施
	开利号	拖网加工渔船	竹荚鱼	130	129	109.6	7847	2354	5296	19	2005.11	1992.1	2006.3	16.8	13.2	44%	暂未实施
	开富号	拖网加工渔船	竹荚鱼	170	129	91.1	7671	2954	5920	20	2005.1	1992.12	2006.1	16.78	13.22	44%	暂未实施
	开裕号	拖网加工渔船	竹荚鱼	170	129	91.1	7671	2954	5920	20	2006.01	1992.12	2006.3	16.78	13.22	44%	暂未实施
	开欣号	拖网加工渔船	竹荚鱼	110	129	96.7	4407	1322	5152	16	1999.1	1990.12	1999.12	18.78	11.22	37%	暂未实施
围网 船舶	金汇1号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	100	40	56.54	995	330	2060	12.2	2002.1	1989.6	2002.12	19.3	10.7	36%	WCPFC许可
	金汇2号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	100	40	56.54	995	330	2060	12.2	2002.12	1988.6	2003.3	20.3	9.7	32%	WCPFC许可
	金汇3号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	100	40	56.54	995	330	2060	12.2	2003.12	1989.1	2004.3	19.8	10.2	34%	WCPFC许可
	金汇6号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	150	40	62.82	1198	359	2206	12.24	2006.02	1992.3	2006.3	16.6	13.4	45%	WCPFC许可
	金汇7号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	150	40	72.98	1769	530	2647	12.19	2007.02	1994.5	2007.2	14.4	15.6	52%	WCPFC许可
	波纳佩1号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	100	40	61.75	1039	460	1911	11.9	2007.06	1987.12	2007.12	21	9	30%	WCPFC许可
	LOGET号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	180	50		2135	640			2009.2	1992	2009.1.8	16	14	47%	WCPFC许可
	庆富1号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	160	50	71.79	1100	367	3200	12.2	2009.1.20	2009.1.20	2009.12	0	30	100%	暂无
	庆富2号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	160	50	71.79	1100	367	3200	12.2	2009.1.20	2009.1.20	2010.2	0	30	100%	暂无
	大连1号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	148	50	75.47	1100	367	2880	12.8	2009.3.26	2009.3.26	2010.7	0	30	100%	暂无
	大连2号	金枪鱼围网渔船	金枪鱼	148	50	75.47	1100	367	2880	12.8	2009.3.26	2009.3.26	2010.11	0	30	100%	暂无
	开源轮	冷藏运输船	运输船			80.93	2340	772	1911	14.5	1997.07	1983	1997.1	25.78	4.22	14%	运输船

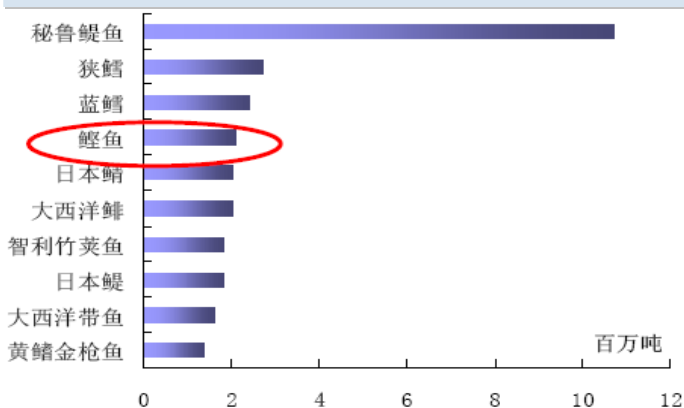
来源：国金证券研究所（黄色部分为开创国际未来船只扩张计划）

金枪鱼行业供求分析：轻度供不应求，金枪鱼价格有走高潜力

金枪鱼供应量：近几年全球金枪鱼捕捞量稳定在 400 万吨左右

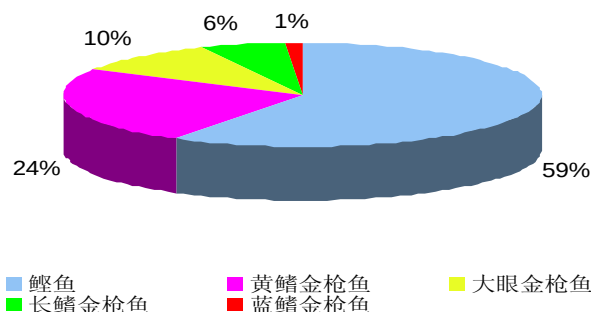
- 金枪鱼是世界上捕捞量最大的品种之一。金枪鱼类是食用价值很高的经济鱼类，在世界总渔获量中约占 3%，但在世界水产品贸易值中却占约 10%，为世界水产品贸易中位居第二位的主要品种。广义金枪鱼主要包括：鲣鱼、长鳍金枪鱼、蓝鳍金枪鱼、黄鳍金枪鱼和大眼金枪鱼等 30 多个鱼种，其中鲣鱼占金枪鱼捕捞量的 59%。

图表20：2004 年世界海洋捕捞产量前十品种

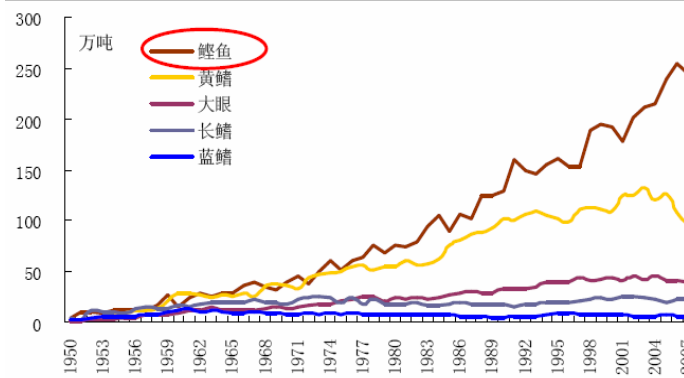


来源：FAO，国金证券研究所

图表21：全球金枪鱼分品种结构图

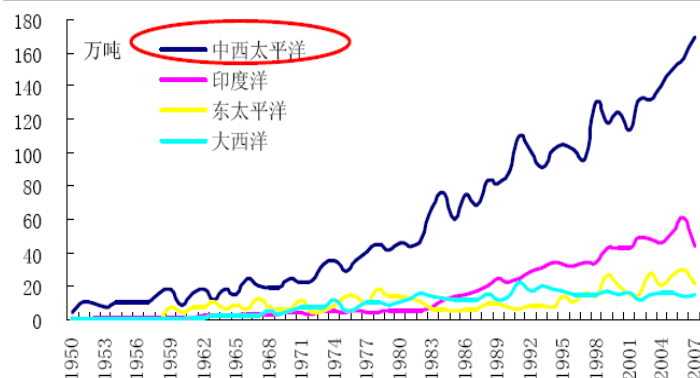


图表22：全球金枪鱼捕捞量仅有鲣鱼稳定增长（万吨）



来源：FAO，国金证券研究所

图表23：鲣鱼产量增长主要源自中西太平洋（万吨）



- 经济价值较高的蓝鳍、大眼、黄鳍金枪鱼主要作为生鱼片原料鱼，体重在 100 公斤以上，通常在 0-35 度水温的全球范围内游动，栖息在较深的海域，是延绳钓的主要对象；而长鳍金枪鱼、鲣鱼和幼年黄鳍金枪鱼主要制作成金枪鱼罐头，经济附加值较低，体重多在 20-40 公斤，通常在在 0-15 度最高 22 度赤道周围洄游，栖息在海洋表层，是围网捕捞的主要对象。
- 近十年来，唯有中西太平洋的鲣鱼属于唯一增长和“中度开发”品种，其他金枪鱼都逐步衰竭。目前，全球金枪鱼捕捞量中有 65%来自太平洋，20%来自印度洋，15%来自大西洋，预计中西太平洋的鲣鱼产量仍有一定上升空间，印度洋和大西洋的金枪鱼因为完全开发，其产量将出现下滑。

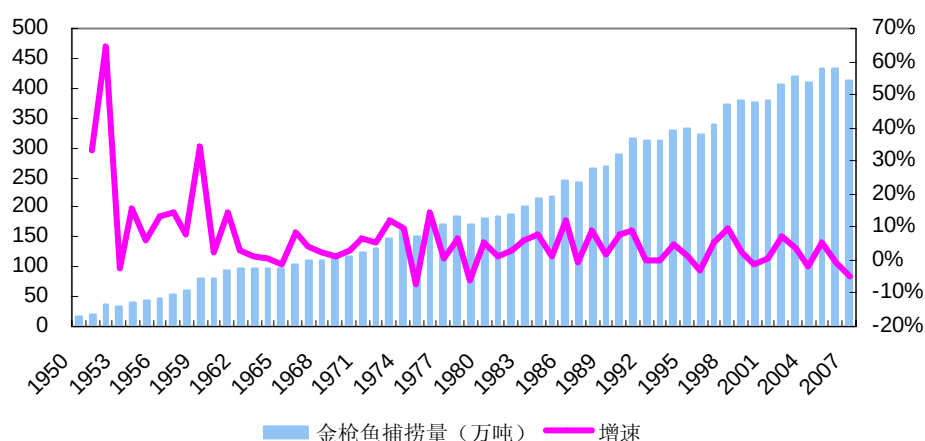
图表24：全球金枪鱼资源增长主要来自中西太平洋海域

海域	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	大眼金枪鱼	鲣鱼
大西洋	-	-	-	-	完全开发	完全开发	-
大西洋（南）	中度开发	-	-	-	-	-	-
大西洋（北）	过度开发	-	-	-	-	-	-
大西洋（中）	未知	过度开发	-	-	-	-	-
大西洋（东）	-	-	-	-	-	-	未知
大西洋（西）	-	衰竭	-	-	-	-	未知
太平洋	-	完全开发	-	-	-	-	-
太平洋（南）	中度开发	-	-	-	-	-	-
太平洋（北）	完全开发	-	-	-	-	-	-
太平洋（西）	-	-	-	-	完全开发—衰竭	过度开发	中度开发
太平洋（东）	-	-	-	-	完全开发	过度开发	中度开发
印度洋	完全开发	-	-	-	完全开发	完全开发	中度开发—完全开发
南大洋	-	-	-	衰竭	-	-	-

来源：Glitnir Seafood Industry Report, 国金证券研究所

- 近几年，由于中西太平洋组织（WCPFC）加强了配额管理，并对金枪鱼船只的作业时间实施限制，导致全球金枪鱼产量逐年下滑。
- 2007 年，全球金枪鱼捕捞量为 411.5 万吨，已呈连续两年下滑态势。从 1996 到 2007 年，全球金枪鱼产量在过去 10 年的平均增长率只有 2.17%，近 5 年内平均增长率为 -0.34%，2007 年已是连续第二年下滑，相较 05 年高峰时的产量 434.34 万吨下滑了 5.26%。我们判断，在各大渔业组织的管理下，未来几年世界金枪鱼产量将保持在 400 万吨左右。

图表25：近几年全球金枪鱼捕捞量增长缓慢（万吨）



来源：国金证券研究所

金枪鱼管理组织压缩渔期将进一步削减金枪鱼渔获量，09 年可能下降 9%

- 限制作业时间后，日本金枪鱼产量下降幅度较大。日本是世界上金枪鱼捕捞量最大的国家，近几年由于金枪鱼捕捞成本不断上升，捕捞作业已经无利可图，日本金枪鱼捕捞量下降幅度较大，从前几年的 80 万吨下降至 2007 年的 60 万吨。2008 年 6 月，日本金枪鱼渔业协会规定所有成员

(233 个)从 8 月 1 日起暂停捕捞作业,根据协会成员各自的捕捞计划,这些渔船暂停作业期限从 2 个月到 2 年不等。

- 在 08 年基础上,大西洋金枪鱼渔获量两年内将削减 30%。根据 ICCAT 摩洛哥马拉喀什的会议所达成的协议,09 年该区域内金枪鱼总可捕量 (TAC) 减至 2.2 万吨,相较 08 年 2.85 万吨的 TAC 下降了 22.8%,且规定 2010 年 TAC 将再度削减至 1.995 万吨,两年内削减 30%。
- 除了立即削减 TAC 以外,马拉喀什会议的恢复计划还包括以下几点信息:
 - ◆ 削减渔期: 将围网渔的船渔期削减为两个月 (4 月 15 日~6 月 15 日),以进一步控制金枪鱼渔获量;
 - ◆ 实施国家捕捞计划: 减少捕捞能力的计划将首次进入到国家配额当中,确保捕捞努力量与配额保持一致;
 - ◆ 建立 ICCAT 区域性观察员计划: 确保船长大于 24 米的所有围网渔船观察员覆盖率达到 100%;
 - ◆ 加强市场措施,制定严格的控制联合渔业作业框架: 严格禁止进出口无配额的蓝鳍金枪鱼渔获,禁止海上转载,只能在指定港口转载,如没有得到捕捞船旗国的许可,金枪鱼船不得到养殖场卸载;
 - ◆ 基于对 2010 年资源的预测,可以想象 2011 年的 TAC 将进一步削减至 1.85 万吨,围网船队的渔期减少 4 个月也将为削减捕捞量提供支持。
- 中西太平洋 7-9 月份实行季节性禁捕,将减少金枪鱼产量约 8.3%。09 年 7-9 月份,中西太平洋渔业委员会 (WCPFC) 规定会员在此期间实行金枪鱼表层鱼的季节性禁捕,预计此举将减少该区域内金枪鱼产量约 8.3%。
- 综上,我们预计 2009 年全球金枪鱼产量可能下降 9% 左右,金枪鱼供应量只有 380-400 万吨。

金枪鱼需求量: 金枪鱼罐头年消费量约 190 万吨,保持稳定增长; 冷鲜冷冻金枪鱼消费量止跌反弹,消费基础十分稳固

- 金枪鱼进入终端消费市场的形态主要有三种: 冷鲜、冷冻和金枪鱼罐头。其中新鲜和冷冻金枪鱼属于高端市场,是最佳的生鱼片材料,占整个金枪鱼贸易额的 70%,主要面向日本; 而罐头作为价格实惠的大众生活必需品,需求广泛且稳定,目前年消费量 250 万吨,占金枪鱼贸易额的 30%,主要面向欧盟、美国和亚洲的日本。
- 日本金冷鲜与冷冻金枪鱼进口量止跌反弹。日本是第一金枪鱼消费大国,年消费量 100 多万吨,约占世界六种金枪鱼消费量的 1/3。近年来,日本冷鲜金枪鱼市场持续萎缩,进口量逐年减少。2004 年进口量为 5.65 万吨,到 2007 年仅为 3.81 万吨,下降了 30% 以上; 2008 年上半年冷鲜金枪鱼进口量为 1.8 万吨,同比又下降了 7.2%。
- 与冷鲜金枪鱼进口情况类似,2004 年以来日本冷冻金枪鱼进口量也呈逐年下降趋势。2007 年进口量 19.75 万吨,仅为 2004 年 (32.8 万吨) 的 60% 左右,但这一趋势在 2008 年开始扭转,上半年冷冻金枪鱼进口回升,达到了 9.47 万吨,较上年同期增长了 4.8%。其中冷冻金枪鱼鱼片和鱼段的进口量为 2.01 万吨,同比增长了 10%,是近 5 年的最高水平。
- 日本金枪鱼罐头消费量稳定,且以自产自销为主。可见,在 08 年全球金融动荡之后,日本金枪鱼消费基础依然十分稳固,未来消费量依然较大。

图表26: 日本冷鲜金枪鱼进口量 (千吨)

日本进口冷鲜金枪鱼	2004	2005	2006	2007	2007H1	2008H1
黄鳍金枪鱼	24.059	21.4	19	16.9	9.2	8
大眼金枪鱼	18.9	16.8	15.8	14.5	7.2	7.5
蓝鳍金枪鱼	10	9.9	7.4	5.1	2.6	1.9
南部蓝鳍金枪鱼	3.1	2.5	1.8	1.2	0.2	0.5
长鳍金枪鱼	0.4	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1
鳀鱼	0.1	0	0	0.1	0	0
小计	56.6	50.9	44.3	38.1	19.4	18

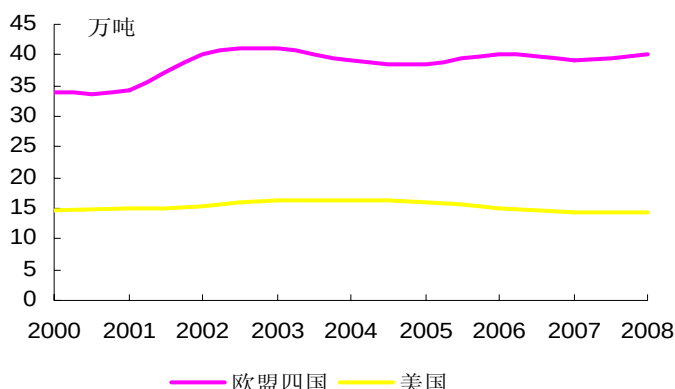
来源: 国金证券研究所

图表27: 日本冷冻金枪鱼进口量 (千吨)

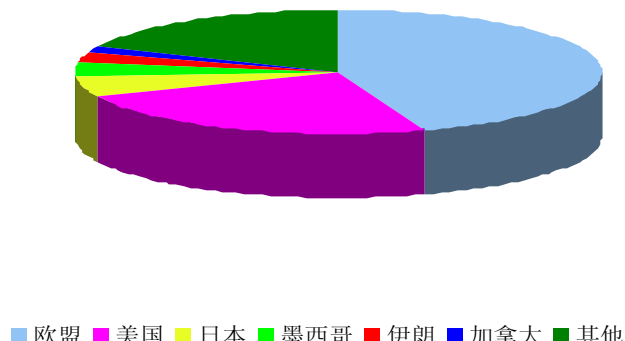
日本进口冷冻金枪鱼	2004	2005	2006	2007	2007H1	2008H1
黄鳍金枪鱼	109.2	123.5	90.3	58.7	31.4	27
大眼金枪鱼	116.3	101.9	86.3	86.8	41.7	45
鳀鱼	81.2	52	50.5	31.3	11.2	16.9
南部蓝鳍金枪鱼	8.2	7.2	7.9	8.4	0.1	0
长鳍金枪鱼	6.5	6.1	6.2	6	4.7	1.9
北部蓝鳍金枪鱼	6.6	4.2	5.1	6.3	1.3	3.9
小计	328	294.9	246.3	197.5	90.4	95.6

- 欧盟是全球最大的金枪鱼罐头消费市场，2008 年进口量 39.64 万吨，同比增长 1%。英国、法国、德国、意大利是罐头消费量最大的四个国家，约占欧盟金枪鱼罐头消费量的半壁江山。

图表28：英法德意美金枪鱼罐头进口量（万吨）



图表29：2007 年全球金枪鱼罐头消费的国别结构



来源：国金证券研究所（欧盟四国是指金枪鱼罐头消费量最大的英国、法国、德国、意大利）

- 英国是欧盟主要的罐装金枪鱼进口国，每年进口量超过 13 万吨。2008 年进口量继续增长 10.34%到 14.4 万吨，占欧盟进口量的 36%，成为欧盟消费增长的主要来源国。
- 其他主要国家 08 年的金枪鱼罐头进口量出现下滑，其中德国下降 5%，法国减少 22%，意大利减少 15%，但由于英国及其他欧盟国家金枪鱼进口量的增加，整个欧盟 2008 年金枪鱼罐头进口最终不降反增。
- 总体上看，2008 年进口到欧盟的罐装金枪鱼除个别国家有一些起伏外，整个欧盟的金枪鱼罐头消费量总体保持稳定增长。
- 虽然 2008 年欧盟进口量有所增长，但主要在第二季度价格开始下跌后加大进口，表明欧洲消费者对金枪鱼罐头的价格十分敏感，如果金枪鱼价格反弹过高，是有可能影响欧盟消费量的。

图表30：德国金枪鱼罐头进口量（千吨）

德国金枪鱼罐头进口	2003	2004	2005	2006	2007	2008
厄瓜多尔	4.8	13.7	14.6	15.8	21.2	28.6
菲律宾	29.4	19.1	20.3	23.4	24.1	18.5
泰国	9.6	5.6	11.5	18.1	11.9	8.2
印度尼西亚	2.7	3.5	7	6	8.1	6.8
巴布亚新几内亚	8.7	10.7	9.6	4.4	5.7	6.1
塞舌尔	10.6	5.4	6.6	6.7	2.1	4.4
法国	13.7	7.3	5.7	2.2	1.1	0.9
其他	12.2	15.9	8.5	10.2	10.9	7
合计	91.7	81.2	83.8	86.8	85.1	80.5

来源：国金证券研究所

图表31：法国金枪鱼罐头进口量（千吨）

法国金枪鱼罐头进口	2003	2004	2005	2006	2007	2008
科特迪瓦	30.3	33.7	21.6	23.1	27	22
西班牙	19.1	18.6	21.8	22	19.9	14.2
塞舌尔	12.6	14.7	11.3	14.7	13.6	11.7
马达加斯加	14.4	12.9	14.7	15.4	10.9	5.6
意大利	9.8	7.3	8	8.9	3.5	2.3
塞内加尔	6.9	4.9	4.3	1.1	1.7	0.9
其他	22.7	15	28.9	35.2	29.7	27.1
合计	115.8	107.1	110.6	120.4	106.3	83.8

- 有一个现象值得注意，泰国出口到欧盟市场的罐装金枪鱼出现了显著下降：德国进口泰国罐装金枪鱼下降了 42%，英国下降了 22%，法国下降了 12%。泰国输欧金枪鱼罐头下降的原因是：与其他国家可以零关税地向欧盟市场销售产品相比，泰国产品要支付更高的成本。
- 由于欧盟对非关税协定国家的金枪鱼产品征收 24%的进口关税，并且所进口金枪鱼初级产品必须具备欧盟或关税协议国的原产地证明，所以有关企业一般只从与欧盟签订关税协定的国家（如厄瓜多尔、秘鲁、巴拿马、委内瑞拉等安第斯条约组织成员国）进口冷冻金枪鱼段。由于中西太平洋沿岸各国的对欧金枪鱼出口不能享受关税减免，其金枪鱼初级产品在欧洲市场不具备优势，这进一步降低了欧洲对亚洲产金枪鱼的需求。

图表32：英国金枪鱼罐头进口量（千吨）

英国金枪鱼罐头进口	2003	2004	2005	2006	2007	2008
毛里求斯	23.1	29.5	24.9	25.9	27.8	27.2
加纳	23	22.1	20.2	17	18.4	22.7
菲律宾	7.7	6.2	9.7	10	13	19.2
厄瓜多尔	6.4	9.7	6.7	6.8	7.8	18.9
塞舌尔	23.9	29.5	28.8	32	23.9	16.7
泰国	18.2	13.1	15.9	16.9	14.9	14.6
法国	0.9	1.3	1.3	1.7	3	4
印度尼西亚	4.3	3.1	2.8	0.9	1.7	1.4
马尔代夫	3.4	4.1	4.6	1.9	2.2	1
其他	19.3	13.6	17.7	15.5	17.8	18.3
合计	130.2	132.2	132.6	128.6	130.5	144

来源：国金证券研究所

图表33：泰国金枪鱼罐头出口量（千吨）

泰国金枪鱼罐头出口	2003	2004	2005	2006	2007	2008
美国	108.1	98.5	111.8	103.2	87.7	94.9
埃及	23	19.3	25	34.1	25.1	34.6
澳大利亚	28.6	29.9	33	32.6	33.3	39.7
利比亚	14.2	18.3	25.2	17.6	28.8	33.8
加拿大	25.3	25.4	28.8	29.7	26.4	28.1
日本	24.1	28.9	28.6	26.3	25.7	28.3
阿联酋	11.8	14.3	15.1	20.1	21.2	19.6
英国	18.1	13.2	16.6	19.7	13.4	15.8
德国	9.7	6.1	17.1	18.6	11.7	6.4
意大利	3.1	1.8	6.3	3.6	5.4	11.2
南非	4.9	5.3	6.2	9.3	9.8	8.4
其他	124.8	116.5	141.2	234.6	179.1	185.3
合计	395.7	377.5	454.9	549.4	467.6	506.1

- 近年来，美国市场对罐装金枪鱼的进口依赖度越来越高，但进口量却连续3年下降。05年美国罐装金枪鱼进口总量为16.9万吨，06年和07年分别下降到15.25万吨和13.4万吨，年均下降10%以上。08年上半年美国罐装金枪鱼进口量为7.47万吨，较07年同期又下降0.2万吨。
- 美国进口量金枪鱼罐头持续下滑被认为是需求减少和金枪鱼价格高企的共同产物。2003年以来，受国际金枪鱼价格上涨和美元贬值的双重影响，美国金枪鱼市场价格累计涨幅已超过50%。
- 并且，由于近几年有关金枪鱼产品负面新闻（环保组织宣传的拯救海豚计划和美国公众持续对金枪鱼体内高汞含量的担忧）不断出现，在一定程度上影响金枪鱼产品的消费，使得美国金枪鱼市场遭受着低需求和高价格的双重挤压。可以预见，随着美国经济状况不断恶化，美国市场金枪鱼消费量减少的趋势在短期内很难扭转。

图表34：美国金枪鱼罐头进口量（千吨）

美国金枪鱼罐头进口	2004	2005	2006	2007	2007H1	2008H1
泰国	71.8	77.4	74.3	66.1	37.2	32.8
菲律宾	43.3	43.8	35.2	26.6	15.2	16.2
印度尼西亚	17	18	16.4	14.1	8.7	9
厄瓜多尔	24.7	15.5	4.4	1.9	1.1	0.5
其他	12	14.3	22.2	25.3	14.5	16.2
合计	168.8	169	152.5	134	76.7	74.7

来源：国金证券研究所

图表35：美国冷鲜金枪鱼进口量（千吨）

美国冷鲜金枪鱼进口	2004	2005	2006	2007	2007H1	2008H1
长鳍	1	0.7	0.9	0.9	0.5	0.3
黄鳍	15.6	17.1	17.8	18	9.6	8.7
大眼	6.8	5	4.9	5.6	2.9	3
蓝鳍	1.6	1.7	1.1	1.1	0.8	0.2
鲣鱼	0	0	0.1	0	0	0
其他	1.4	1	0.4	0.1	0	0.1
合计	26.4	25.5	25.2	25.7	13.8	12.3

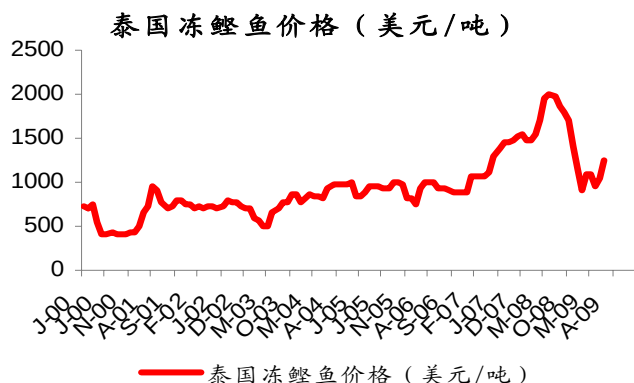
供求总结：轻度的供不应求格局下，金枪鱼价格有望反弹至1300美元

- 总结一下我们对供求的观点：世界范围内，金枪鱼的供给和需求的变化都较为频繁，但变动的方向和机理有所差异，如下：
 - ◆ 其一，供给端：渔业组织禁渔或削减渔获量的力度将越来越强，这会引发金枪鱼供给端的持续下降；
 - ◆ 其二，需求端：发达国家的需求保持稳定，美国的下滑在相当程度上是受到金融危机的冲击，是短期影响。在经历了2008年的断崖式下跌之后，西方经济已经迈过了最困难的阶段，随着经济复苏预期的强化，当前较低的金枪鱼价格也会对金枪鱼消费的回升构成支撑；
 - ◆ 其三，我们判断，未来三年内全球金枪鱼有望维持轻度的供不应求格局，金枪鱼价格具备持续反弹、冲击1300美元的潜力。

金枪鱼价格：受供求关系和油价影响，国际金枪鱼价格波动剧烈

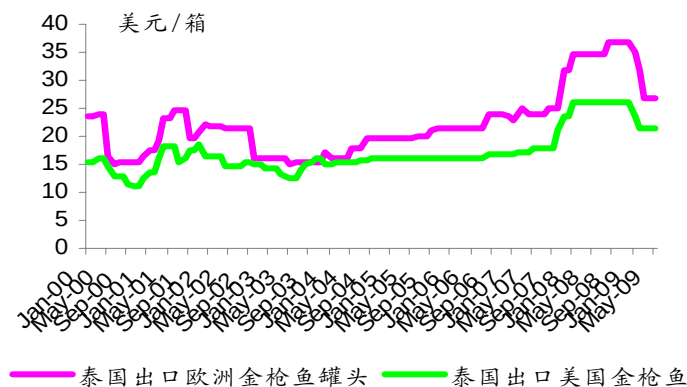
- 国际金枪鱼市场是一个活跃的竞价交易市场，供求关系的变化决定了金枪鱼价格波动剧烈，同时，原油和船价等成本上涨也会推高金枪鱼价格。
- 泰国曼谷是全球最大的金枪鱼罐头初加工聚集地，而日本是世界上金枪鱼生鱼片消费量最大的国家，由此，泰国的鲣鱼价格代表的是金枪鱼罐头原料价格，而日本代表的就是蓝鳍金枪鱼等大型高档金枪鱼的价格。

图表36：09年泰国冻鲣鱼价格触底反弹（美元/吨）



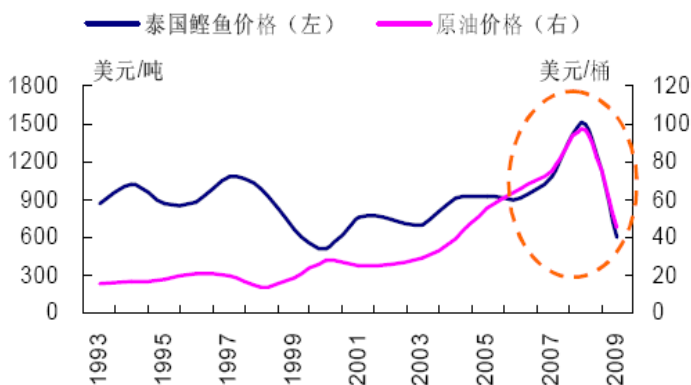
来源：国金证券研究所

图表37：欧洲和美国金枪鱼罐头价格走势（美元/箱）



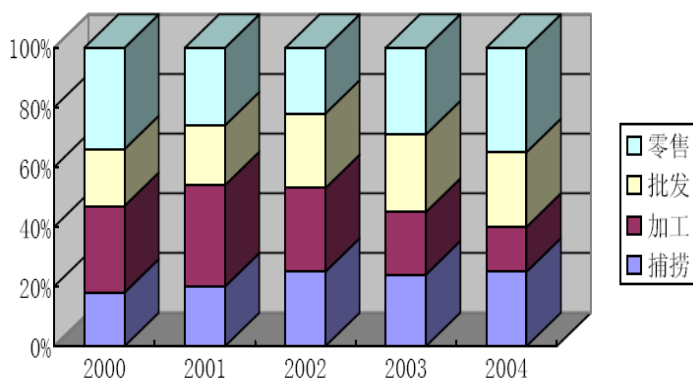
- 从历史上看，造成 2000 年上半年金枪鱼价格暴跌的主要原因在于当时围网捕捞技术的突破造成金枪鱼上层鱼产量激增，而 2008 年下半年金枪鱼价格的下跌则更多因为前期累计涨幅较大，影响到美国等金枪鱼的消费。
- 当然，我们认为 08 年中期之前的金枪鱼价格之所以暴涨，有部分原因是原油价格从 50 美元/桶一路攀升至 150 美元/桶，而原油成本占金枪鱼总成本的 35-42% 强，因此金枪鱼捕捞及加工企业需要向下游转嫁成本。

图表38：金枪鱼价格与油价走势暗相呼应



来源：FAO，公司公告，招商证券，国金证券研究所

图表39：全球大洋性捕捞产业价值链分布



我们认为 2009 金枪鱼价格有望延续反弹，3 季度可能达到 1300 美元

- 根据我们对金枪鱼季节性禁捕可能带来的供给波动判断，并结合国金证券石化行业分析师刘波对国际原油价格的判断，我们认为：2009 年 3 季度金枪鱼价格将会反弹到 1300 美元/吨上方，开创国际业绩环比增长可期。

图表40：我们预测 2009 年 3 季度金枪鱼价格将会反弹到 1300 美元/吨上方

美元/吨	2009-1-1	2009-2-1	2009-3-1	2009-4-1	2009-5-1	2009-6-1	2009-7-1	2009-8-1	2009-9-1	2009-10-1	2009-11-1	2009-12-1	09年均价
金枪鱼价格	600	700	750	650	750	850	960	1080	1200	1320	1170	1070	925

来源：国金证券研究所

竹荚鱼业务：发达国家退出，供求格局稳定

经营模式：从事远洋捕捞，以原条鱼的形式集中销售给少数经销商

- 公司主要从事金枪鱼和竹荚鱼的远洋捕捞，并以销售原条鱼为主。从全球大洋性捕捞产业链价值增加来看，捕捞环节价值增加约占总价值 18%-25%，加工环节价值增加约占 15%-34%，批发环节占 20%-25%，零售环

节占 22%-35%，可见开创国际自身缺乏深加工能力，产业链太短、附加值不够在相当程度上影响了公司的盈利能力。

- **开创远洋金枪鱼销售模式有两种：贸易商模式和非贸易商模式。**在贸易商模式下，开创或将产品在港口直接销售给贸易商，并完成贸易结算，或者按照贸易商的指示，将产品运交指定收货人，并与贸易商办理结算。在非贸易商模式下，开创与加工企业直接签订销售合同，产品运交加工企业，并办理结算。

图表41：开创国际主要销售模式

产品	终端消费市场	主要消费群体	经销商	销售产品形态
竹荚鱼	非洲等	中等及以下收入人群，涵盖面较广	英国的JAMAR 公司、德国的CRYSTAL FROZEN 公司、荷兰的PARLEVLIE 公司	原条鱼
金枪鱼	欧洲、北美、日本等东南亚国家，中国	中等及以上收入人群，涵盖面较广	台湾FCF、日本ITOCHU、新加坡TRI_MARIN	罐头用原条鱼

来源：国金证券研究所

- 目前，公司金枪鱼主要通过台湾丰群水产、新加坡三海和日本伊腾忠三家经销渠道实现集中销售，产品的 70%销往泰国，30%往厄瓜多尔和毛里裘斯，自 09 年下半年起，公司可能加大国内销售比例，但由于国内金枪鱼加工处于萌芽期，预计总加工产能 10 万吨，实际加工量 2-3 万吨，无法完全吸收公司产品，我们对公司金枪鱼内销的短期盈利水平持审慎态度。
- 开创国际主要在智利外海进行竹荚鱼捕捞，并通过销售共同体（主要是德国的 CRYSTAL FROZEN 及其关联方英国的 JAMAR 公司和荷兰的 PARLEVLIE 公司）来集中竹荚鱼，产品全部销往尼日利亚。

尼日利亚每年竹荚鱼需求量约 60 万吨，开创及其销售共同体供应 30 万吨

- **丰富的油气资源和快速发展的经济为尼日利亚水产品消费提供物质保障。**尼日利亚是非洲第一、世界第十大石油生产国，此外还拥有丰富的天然气和煤炭资源，其已探明天然气储量超过 5 万亿立方米，居世界前列。近年来，石油和天然气价格的上涨为尼日利亚带来巨大的利益；尼日利亚的经济发展水平在非洲处于前列，近 5 年年均 GDP 增长率超过 7%，是非洲经济增长最快的国家。丰富的油气资源储备和快速发展的经济为尼日利亚水产品消费量得以提升的物质保障。
- **尼日利亚是非洲最大的鱼消费国。**自 2001 年，尼日利亚政府将鱼的进口关税由 25%降低到 5%以后，尼日利亚进口鱼的迅速扩大弥补了国内产量的不足。2007 年全年消费量超过 240 万吨，其中进口约 150 万吨，国内生产了 90 万吨。考虑到尼日利亚人均水产品消费量仅 8.9 公斤/年，远低于中国及台湾等国，尼日利亚未来消费量未来拥有较大的增长空间。
- **尼日利亚国内竹荚鱼的年消费量约 60-80 万吨，开创远洋参加的销售共同体每年对尼日利亚的供应量约为 30 万吨，约占该国市场销售量的 50%。**

图表42：尼日利亚人均水产品消费量远低于中国，未来仍有较大增长空间

国家	产量(吨)	非食用(吨)	进口(吨)	出口(吨)	食用(吨)	人口(千)	人均食用消费(千克/年)
中国	49,070,011	11,402,628	2,826,485	6,049,216	34,444,647	1,312,382	26.2
大陆	47,537,320	11,319,173	2,118,399	5,088,852	33,247,690	1,282,192	25.9
香港	162,301	11,600	501,886	218,813	433,775	6,981	62.1
澳门	1,500	25	25,038	765	25,748	467	55.1
台湾	1,368,890	71,830	181,161	740,786	737,434	22,742	32.4
尼日利亚	531,526	-	696,855	5,526	1,222,855	138,005	8.9

来源：FAO，国金证券研究所

- 开创国际及及销售联盟在尼日利亚市场处于垄断地位，这在一定程度上增强了定价权，进而提升公司竹荚鱼价格波动的抗风险能力。

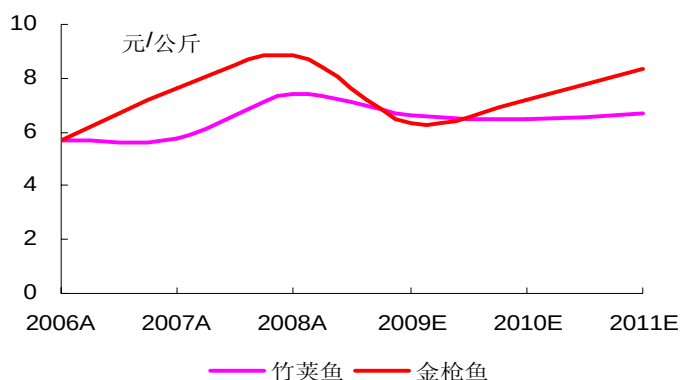
由于发达国家退出竹荚鱼捕捞，全球竹荚鱼供应量稳定在 150 万吨左右

- 目前，全球的竹荚鱼产量达到 400 万吨以上，大多数为近海捕捞的 10-15 公分的沙丁鱼和小竹荚鱼，主要制作鱼粉而鲜有食用，通过远海捕捞的大规模竹荚鱼产量全球仅为 150 万吨左右。
- 前文已经分析过，由于劳动力成本是决定竹荚鱼捕捞业务全球竞争力的重要因子，并且导致中西方成本差距达 72%，发达国家难以盈利而只能选择退出，因此我们判断全球竹荚鱼供应相对稳定，价格和利润也表现平稳。

竹荚鱼供求格局稳定，开创国际竹荚鱼价格波幅有限，利润率稳中有升

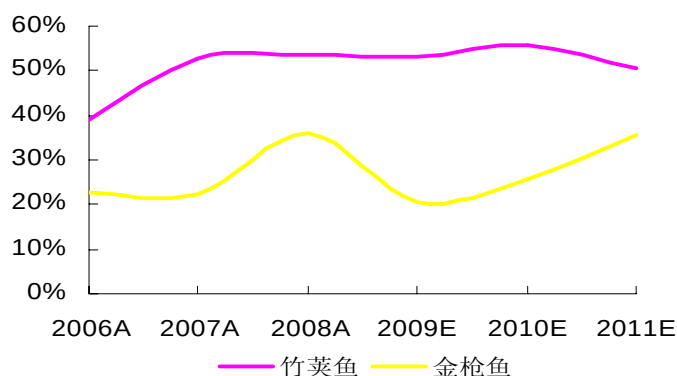
- 由于竹荚鱼供求格局稳定，因此我们预计其销售价格的波动幅度也将非常有限。2008 年，开创国际竹荚鱼销售价格为 1082 美元/吨，预计 09 年随着油价回落而有 10% 左右的下滑，平均售价在 974 美元/吨上下。
- 公司竹荚鱼按协议授权销售，售价一年一定。直到 2011 年 1 月 1 日前，公司竹荚鱼均授权 CRYSTAL FROZEN 联盟销售，竹荚鱼价格通过补充合同约定，每年年初签订，全年执行；若市场价格大幅变动，销售价格可以在年初合同价格基础上修订，这与公司金枪鱼随行就市的定价机理显著不同。
- 虽然我们预计 2009 年公司竹荚鱼销售价格可能下降 10%，但由于原油上涨超过 65 美元/桶的部分可获得国家 50~100% 的补贴，因此，开创国际实际竹荚鱼利润率水平可能稳中有升。

图表43：开创竹荚鱼与金枪鱼销售价格预测（元/公斤）



来源：国金证券研究所

图表44：开创竹荚鱼与金枪鱼销售毛利率预测



开创国际业绩增长缺乏弹性，主要来自于船只的外延式收购

- 虽然金枪鱼和竹荚鱼利润率水平较高，但原油成本、购船费及维修费、人工支出的刚性增长使得开创国际未来业绩增长仍缺乏弹性，要想获得盈利能力的快速提升只有依赖捕捞船只的扩张和收购。

图表45：开创国际竹荚鱼船数量扩张及捕捞量增长预测

竹荚鱼拖网船	船只数	实际作业船数	总吨位	净吨位	日加工能力	竹荚鱼捕捞量(吨)
2008	5	5	35443	11938	710	92851.67
2009E	5	5	35443	11938	710	102851.67
2010E	5	5	35443	11938	710	107851.67
2011E	5	5	35443	11938	710	112851.67

来源：国金证券研究所

图表46：开创国际金枪鱼船数量扩张及捕捞量增长预测

金枪鱼围网船	船只数	实际作业船数	总吨位	净吨位	日加工能力	金枪鱼捕捞量(吨)
2008	6	6	9126	2979	880	35424.05
2009E	8	7	12361	3986	1060	39114.05
2010E	11	9	15661	5087	1380	50922.07
2011E	11	11	15661	5087	1676	61844.48

来源：国金证券研究所

鱼柳、磷虾短期难有盈利贡献，燃油补贴或超预期

鱼柳业务旨在获取 4-6 张金枪鱼捕捞配额，预计未来几年仍将亏损

- 虽然捕捞许可证千金难买，但还是可以通过在领海国进行投资，来换取临时金枪鱼捕捞配额。开创国际在马绍尔群岛投资设立泛太食品公司进行鱼柳加工项目，就是为了获取 4-6 张金枪鱼许可证。
- 2008 年，泛太食品公司的鱼柳业务销售额为 370 万元，净利润为 -1938.41 万元，一方面因为公司还处在试生产阶段，前期固定成本投入太大，又适逢原料鱼价格居高不下，造成产品单位成本大于售价，形成较大幅度的亏损。
- 由于马绍尔当地劳动力成本较高，鱼柳加工在当地市场供应量大价低，盈利前景并不明朗，因此，我们判断鱼柳业务短期内还难以扭亏为盈，保持适度亏损也便于公司和当地政府进行配额谈判时谋取更大话语权，在此前提下，通过压缩变动成本来减少亏损额度是一种相对务实的策略。

图表47：泛太食品鱼柳业务预测

项 目	2008	2009E	2010E	2011E
鱼柳				
销售收入（百万元）	3.71	5.50	7.00	10.00
毛利率	-211.87%	-100.00%	-60.00%	-50.00%
销售成本（百万元）	11.57	11.00	11.20	15.00
毛利（百万元）	-7.86	-5.50	-4.20	-5.00

来源：国金证券研究所

南极磷虾可能成为公司远期增长亮点之一

- 南极磷虾是极地生物链条中最底端的生物，资源量极为丰富，是 21 世纪人类重要的蛋白质库。南极磷虾估计约 10 亿吨，而区域管理组织允许的年捕捞量限额为 400 万吨，但目前实际的捕捞量在 10-14 万吨之间，未来开发空间广阔。
- 公司是国家补贴参与南极磷虾开发的实施单位。过去几年中，公司积极参加国家大力推进的南极海洋生物资源开发利用行动计划，目前已经进入国家试捕名单。我们预计，一旦南极磷虾消费市场的启动，开创国际随时有可能介入这一前景光明的行业。

原油价格上涨，预计 09 年公司所获燃油补贴可能达到 3500 万元

- 根据《农业部办公厅关于发放渔业柴油补贴资金有关问题的通知》及《财政部关于下达 2007 年度石油价格改革财政补贴的通知》规定，国家财政对从事农业生产、远洋捕捞所用柴油进行价格补贴。
- 开创国际近几年燃油补贴标准为：
 - ◆ 2006 根据实际耗油量*油价上涨幅度*50%；
 - ◆ 2007 根据理论耗油量（船舶功率*公海、200 海里内专属经济区不同系数测算）*油价上涨幅度*50%；
 - ◆ 2008 根据理论耗油量（船舶功率*公海、200 海里内专属经济区不同系数测算）*1100 元/吨（约油价上涨幅度的 50%），开创国际 08 年获得的燃料补贴约为 5200 万元；
 - ◆ 如果下半年油价进一步上涨，我们预计公司 09 年可获燃油补贴将达到 3500 万元，这要超过我们此前 3000 万元左右的判断。

图表48：开创国际燃油补贴金额预测

百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
燃油补贴	19.42	52.08	35.00	40.00	45.00

来源：国金证券研究所

开创国际盈利预测

重大盈利预测假设前提

- 我们不考虑在公司盈利不达 1.8 亿元后大股东承诺的差额现金补偿；
- 公司竹荚鱼、金枪鱼价格、销量、毛利率详见后文《销售预测表》；
- 随着新购船只陆续交付，公司折旧也将增加，预计 09-11 年折旧如下：

图表49：开创国际 09-11 年折旧预测（万元）

折旧估计	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
金枪鱼船折旧	3004.70	3540.17	4513.44	5558.44	5558.44
竹荚鱼船折旧	4370.84	4370.84	4370.84	4370.84	4370.84
合计折旧	7375.53	7911.00	8884.28	9929.28	9929.28

来源：国金证券研究所

- 假定公司竹荚鱼船 09-11 年的维修费用分别为 7500 万元、2500 万元和 7500 万元；假定金枪鱼船每年维修 2 条，分三年摊销，则 09-11 年平均每年金枪鱼船的维修费在 1000 万元左右；
- 对公司期间费用假定如下，同时假定继续享受免交所得税的优惠；

图表50：开创国际期间费用率假定

单位：百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
销售费用	23.04	22.82	241.22	233.03	260.64	300.42
销售费用率	7.64%	10.63%	23.37%	24.87%	24.37%	23.37%
管理费用	37.34	14.57	33.59	35.17	41.22	50.83
管理费用率	12.38%	6.79%	3.25%	3.75%	3.85%	3.95%
财务费用	10.76	10.23	28.15	9.89	28.80	54.25
销售费用率	3.57%	4.77%	2.73%	1.06%	2.69%	4.22%

来源：国金证券研究所

盈利预测

- 我们预计开创国际 09-11 年分别实现销售额 937.02、1069.55、1285.56 百万元，同比增长 -9.22%、14.14%、20.20%；分别实现净利润 167.62、187.69、202.63 百万元，同比增长 6.75%、11.97%、7.96%，对应 09-11 年 EPS 分别为 0.827、0.926、1.000 元。

开创国际估值具备吸引力，建议买入

PE 估值：20.32-24.37 元

- 我们选择同为水产品行业的獐子岛、好当家、东方海洋作为开创国际的可比估值对象。但考虑到远洋捕捞业务面临的渔业资源衰退、天气灾害、海盜、油价上涨等不确定性风险较大，因此，我们建议以上三家水产养殖公司估值基础上折让 20%，作为开创国际的可比估值水平。
- PE 估值结果显示，开创国际目标价位为 20.32-24.37 元。

图表51：开创国际相对估值结果：20.32-24.37 元

股票名称	收盘价	总股本（亿股）	总市值（亿元）	09EPS	10EPS	09PE	10PE
獐子岛	23.03	2.262	52.09	0.593	0.763	38.84	30.19
好当家	7.24	6.336	45.87	0.210	0.335	34.44	21.61
东方海洋	8.97	2.439	21.87	0.241	0.295	37.18	30.44
平均估值						36.82	27.41
可比估值						29.46	21.93
估值目标				24.37	20.32		

来源：国金证券研究所

DCF 估值: 18.76 – 19.50 元

- 我们采用绝对估值法，主要假设前提为：
 - ◆ 市场无风险利率为 3.80%，风险溢价为 6.75%，开创国际贝塔值 1.04，假定永续增长率 TV = 1%，
 - ◆ 除公司已经公告过的台湾庆富 2 艘和大连 2 艘金枪鱼捕捞船只扩张外，我们不假定公司其他资本性开支；
- 绝对估值结果显示，开创国际 DCF 估值目标价为 18.76 元；如果我们进一步放宽风险回报到 7%，同时提高 TV 至 2%，则开创国际目标价为 19.50 元。

图表52: DCF 估值: 18.76 元

每股价值	18.76												
企业值	3,951.72												
股票价值	3,801.72												
会计年度截止日: 12/31	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	TV	合 计	
FCF	102.55	11.25	40.49	291.05	315.31	347.77	391.64	450.11	525.86	624.13	6,581.67	9,681.83	
PV(FCF)	92.74	9.20	29.95	194.67	190.72	190.24	193.74	201.36	212.74	228.35	2,408.01	3,951.72	

来源: 国金证券研究所

估值具备吸引力，建议买入

- 综合 PE 和 DCF 两种方法，我们认为开创国际合理股价区间为 19.50 – 20.32 元，当前公司股价处于农业股估值最低端，具备明显吸引力，我们建议投资者积极买入。

风险提示

- 远洋捕捞容易面临全球渔业资源衰退的风险，自然风暴、海盗等不可抗力也会影响公司船只的捕捞效率，国际金枪鱼价格和竹荚鱼价格波动对公司盈利产生显著影响。
- 油耗成本占公司生产成本的 35-42%左右，国际原油价格上涨对公司盈利水平波动影响较大。
- 随着远洋捕捞许可证交易价值的与日俱增及金枪鱼和竹荚鱼经济价值的中长期上涨，公司未来收购船只的成本将会越来越高昂，这势必带来巨额的资本性开支和较大的财务负担。
- 由于公司未来业绩增长主要来自扩张购船计划，因此在条件成熟时公司可能选择再融资。

图表53：公司销售预测表

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
竹荚鱼						
平均售价（元/公斤）	5.69	5.75	7.39	6.65	6.45	6.72
增长率（YOY）	N/A	1.15%	28.42%	-9.92%	-3.01%	4.10%
销售数量（吨）	93,447.13	91,545.67	92,851.24	102,851.67	107,851.67	112,851.67
增长率（YOY）	N/A	-2.03%	1.43%	10.77%	4.86%	4.64%
销售收入（百万元）	531.36	526.52	685.82	684.32	696.01	758.14
增长率（YOY）	N/A	-0.91%	30.25%	-0.22%	1.71%	8.93%
毛利率	39.15%	52.63%	43.08%	53.34%	55.73%	50.70%
销售成本（百万元）	323.35	249.44	390.34	319.27	308.14	373.75
增长率（YOY）	N/A	-22.86%	56.49%	-18.21%	-3.49%	21.29%
毛利（百万元）	208.01	277.08	295.47	365.05	387.87	384.39
增长率（YOY）	N/A	33.21%	6.64%	23.55%	6.25%	-0.90%
占总销售额比重	76.09%	71.11%	66.61%	73.03%	65.08%	58.97%
占主营业务利润比重	84.62%	85.30%	70.97%	88.89%	81.09%	68.27%
金枪鱼						
平均售价（元/公斤）	5.68	7.63	9.60	6.32	7.20	8.37
增长率（YOY）	N/A	34.40%	25.84%	-34.16%	13.89%	16.23%
销售数量（吨）	29,411.68	28,046.77	35,424.05	39,114.05	50,922.07	61,844.48
增长率（YOY）	N/A	-4.64%	26.30%	10.42%	30.19%	21.45%
销售收入（百万元）	166.94	213.96	340.06	247.20	366.54	517.42
增长率（YOY）	N/A	28.17%	58.93%	-27.31%	48.27%	41.16%
毛利率	22.65%	22.31%	37.85%	20.67%	25.83%	35.50%
销售成本（百万元）	129.13	166.23	211.35	196.09	271.86	333.74
增长率（YOY）	N/A	28.73%	27.14%	-7.22%	38.64%	22.76%
毛利（百万元）	37.81	47.73	128.71	51.11	94.67	183.68
增长率（YOY）	N/A	26.23%	169.65%	-60.29%	85.24%	94.02%
占总销售额比重	23.91%	28.89%	33.03%	26.38%	34.27%	40.25%
占主营业务利润比重	15.38%	14.70%	30.92%	12.45%	19.79%	32.62%
鱼柳等						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	3.71	5.50	7.00	10.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	48.19%	27.27%	42.86%
毛利率	0.00%	0.00%	-211.87%	-100.00%	-60.00%	-50.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	11.57	11.00	11.20	15.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-4.97%	1.82%	33.93%
毛利（百万元）	0.00	0.00	-7.86	-5.50	-4.20	-5.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-30.06%	-23.64%	19.05%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.36%	0.59%	0.65%	0.78%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	-1.89%	-1.34%	-0.88%	-0.89%
销售总收入（百万元）	698.30	740.48	1029.59	937.02	1069.55	1285.56
销售总成本（百万元）	452.48	415.66	613.27	526.36	591.20	722.49
毛利（百万元）	245.82	324.82	416.32	410.66	478.34	563.07
平均毛利率	35.20%	43.87%	40.44%	43.83%	44.72%	43.80%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	302	215	1,032	937	1,070	1,286
增长率		-28.8%	380.7%	-9.2%	14.1%	20.2%
主营业务成本	-222	-171	-618	-526	-591	-722
% 销售收入	73.7%	79.5%	59.8%	56.2%	55.3%	56.2%
毛利	79	44	414	411	478	563
% 销售收入	26.3%	20.5%	40.2%	43.8%	44.7%	43.8%
营业税金及附加	-2	-1	0	0	0	0
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-23	-23	-241	-233	-261	-300
% 销售收入	7.6%	10.6%	23.4%	24.9%	24.4%	23.4%
管理费用	-37	-15	-34	-35	-41	-51
% 销售收入	12.4%	6.8%	3.3%	3.8%	3.9%	4.0%
息税前利润 (EBIT)	17	6	140	142	176	212
% 销售收入	5.7%	2.6%	13.5%	15.2%	16.5%	16.5%
财务费用	-11	-10	-28	-10	-29	-54
% 销售收入	3.6%	4.8%	2.7%	1.1%	2.7%	4.2%
资产减值损失	0	-3	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	13	0	0	0	0
% 税前利润	n.a	165.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	6	5	105	133	148	158
营业利润率	2.0%	2.4%	10.2%	14.2%	13.8%	12.3%
营业外收支	6	3	52	35	40	45
税前利润	12	8	157	168	188	203
利润率	3.8%	3.6%	15.2%	17.9%	17.5%	15.8%
所得税	-3	-1	0	0	0	0
所得税率	23.8%	19.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
净利润	9	6	157	168	188	203
少数股东损益	2	3	0	0	0	0
归属于母公司的净利	7	4	157	168	188	203
净利率	2.3%	1.7%	15.2%	17.9%	17.5%	15.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	7	6	157	168	188	203
少数股东损益	2	0	0	0	0	0
非现金支出	21	9	84	44	50	61
非经营收益	17	0	19	-25	-10	12
营运资金变动	-79	7	-63	-7	-2	-2
经营活动现金净流	-32	22	197	179	227	273
资本开支	2	-7	-158	-45	-173	-185
投资	-13	71	0	-1	0	0
其他	1	-15	3	0	0	0
投资活动现金净流	-10	49	-155	-46	-173	-185
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	40	-42	150	-14	254	270
其他	-13	-11	-162	-7	-132	-159
筹资活动现金净流	27	-53	-12	-21	122	111
现金净流量	-15	18	30	112	176	200

资产负债表 (人民币百万元)

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	76	105	46	158	334	534
应收款项	139	71	8	35	39	46
存货	62	73	117	81	91	111
其他流动资产	31	28	83	65	73	89
流动资产	309	277	254	339	537	779
% 总资产	64.5%	68.8%	31.4%	36.4%	41.6%	45.8%
长期投资	44	9	0	1	0	0
固定资产	70	57	554	578	732	891
% 总资产	14.6%	14.2%	68.6%	62.2%	56.7%	52.3%
无形资产	55	56	0	10	20	30
非流动资产	170	125	554	591	754	923
% 总资产	35.5%	31.2%	68.6%	63.6%	58.4%	54.2%
资产总计	478	402	808	930	1,291	1,702
短期借款	213	154	150	0	0	0
应付款项	72	57	186	155	174	211
其他流动负债	6	2	23	120	121	126
流动负债	291	213	359	275	296	336
长期贷款	0	0	0	136	390	660
其他长期负债	0	1	0	0	0	0
负债	291	214	359	411	686	996
普通股股东权益	176	180	449	519	605	706
少数股东权益	12	8	0	0	0	0
负债股东权益合计	478	402	808	930	1,291	1,702

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.059	0.032	0.775	0.827	0.926	1.000
每股净资产	1.522	1.555	2.215	2.560	2.986	3.486
每股经营现金净流	-0.280	0.206	0.971	0.882	1.120	1.350
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.500	0.500	0.500
回报率						
净资产收益率	3.91%	2.03%	34.99%	32.32%	31.02%	28.69%
总资产收益率	1.44%	0.91%	19.44%	18.03%	14.54%	11.90%
投入资本收益率	4.01%	1.32%	23.32%	21.76%	17.74%	15.50%
增长率						
主营业务收入增长率	-10.81%	-28.80%	380.73%	-9.22%	14.14%	20.20%
EBIT增长率	-13.34%	-73.49%	2399.76%	1.99%	23.89%	20.02%
净利润增长率	-45.82%	-46.92%	4208.62%	6.75%	11.97%	7.96%
总资产增长率	-3.40%	-15.89%	100.87%	15.12%	38.81%	31.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	132.2	166.3	12.4	12.0	11.8	11.5
存货周转天数	104.5	144.4	56.1	56.0	56.0	56.0
应付账款周转天数	74.1	68.8	24.5	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	85.1	97.4	195.1	223.9	248.6	252.0
偿债能力						
净负债/股东权益	73.14%	26.25%	23.20%	-4.24%	9.23%	17.82%
EBIT利息保障倍数	2.0	0.5	5.0	14.4	6.1	3.9
资产负债率	60.81%	53.26%	44.43%	44.22%	53.12%	58.51%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	2	7	11
买入	0	1	3	4	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.67	1.47	1.39

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-02-16	买入	14.90	18.39 ~ 19.48

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。