

湘财证券研究所

农林牧渔研究小组

于青青

Tel: 021-68634518-8306

E-Mail: yqq2836@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

投资要点

- **消费升级促使水产行业快速前行** 根据 FAO 对全球水产品的需求预测,从 1997 年到 2030 年全球捕捞产量将增加 1370 万吨,增幅为 14.6%,养殖产量将增加 5400 万吨,增幅高达 182.4%。我国作为水产养殖中的主要供给者,供应量约占全球的 70%,所以我国到 2030 年水产养殖将达到 5807.7 万吨。截止到 2008 年,我国水产养殖产量为 3278.3 万吨。距离 2030 年的所需产量还有 77% 的增长空间。
- **公司拥有完整的产业一条链** 公司主要从事对虾和罗非鱼两项业务,目前公司的对虾业务已经构筑了集种苗、饲料、养殖、加工及销售为一体的完整的产业链,而罗非鱼业务也拥有种苗、饲料和养殖业务。目前公司是国内最大的对虾出口企业,2009 年公司出口量占我国对虾出口美国市场的 37.26%,位居国内第一。
- **优质的产品质量成为公司的核心竞争力** 公司通过科研中心及养殖示范基地,与养殖户共建备案养殖场,对备案养殖场的疫情疾病和用药用料进行督促检查和监测。除此之外,公司是第一家实现生产过程电子化检测的水产加工企业,实行全称的质量数据监控及关键控制点的视频监控。电子化监控一方面建立产品可追溯体系,保障消费者食品质量安全的需要,另一方面通过电子化监管将产品的检验检疫工作贯穿产品的生产过程中,从而提高产品的质量安全水平,实现“减负、提速、增效、严密监管”的目的。公司通过了 ACC 之 BAP 三星认证,目前全国仅两家企业通过此项认证。公司凭借优质的产品质量,成为了国内首家美国 FDA 接触自动扣检企业和内地首家活虾供港企业。
- **围绕产业链开展的募投项目** 公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 8000 万股,占发行后总股本的 25%。本次募投项目均与公司的产业链有着直接的关系。其中水产加工扩建项目,可使公司拥有罗非鱼完整产业链,此外还可扩大公司对虾的深加工业务比例,提高公司产品附加值,从而保证公司的毛利率稳步上升;国内市场营销网络建设可以帮助公司扩大国内市场;水产品加工副产品综合利用建设项使得公司目前未进行综合利用的副产品转化成市场需求较大的氨基葡萄糖盐酸盐和饲料蛋白,从而获得较高的利润率。
- **盈利预测** 我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年收入分别为 14.54 亿元、19.68 亿元和 24.70 亿元,净利润分别为 1.32 亿元、1.93 亿元和 2.68 亿元,对应的 eps 分别为 0.41 元、0.60 元和 0.84 元。考虑到目前已上市的水产养殖企业的市盈率,我们给予公司 2010 年 35-40 倍 PE,公司合理价值区间为:14.35 元-16.40 元。
- **风险提示** 自然灾害风险、养殖疫情风险、汇率风险以及募投项目没有顺利进行风险

目录

消费升级促使水产行业快速前行	4
水产养殖成长空间巨大	4
对虾拥有庞大的农村市场	6
罗非鱼被誉为“21 世纪鱼类食品”	7
完整的纵向一体链模式，构造优质的产品质量.....	8
公司拥有完整的纵向一体链	8
优质的产品质量为外销业务奠定了良好的基础.....	8
一体链下的捆绑经营模式有利于原材料的稳定供给和质量安全.....	10
围绕产业链开展募投项目	12
盈利预测	15

图目录

图 1 全球渔业资源处于衰退时期	4
图 2 世界渔业开发情况	4
图 3 我国水产品产量变化情况	4
图 4 我国近几年的水产品产量增长取决于养殖产量	4
图 5 我国人均收入情况	5
图 6 我国人均水产品消费量	5
图 7 我国对虾养殖居世界第一	7
图 8 我国国内对虾销量情况	7
图 9 美国罗非鱼进口量逐年增加	7
图 10 我国罗非鱼占美国进口量 66%	7
图 11 公司拥有完整的产业一体链	8
图 12 公司电子监控管理模式	9
图 13 公司创新的捆绑经营模式	11
图 14 捆绑经营模式流程	11
图 15 募投项目均与产业链有关	12

表目录

表 1 1997 年-2030 年鱼品消费、净出口和产量趋势	5
表 2 公司对虾出口美国销量占比稳步增长	9
表 3 09 年美国对虾进口商从我国进口情况	10
表 4 公司主要客户均为美国前十大进口商	10
表 5 本次拟募投项目	12
表 6 罗非鱼加工项目投产后盈利能力	13
表 7 水产品深加工建设项目投产后盈利能力	13
表 8 营销网络项目投产后盈利能力	14
表 9 水产品加工副产品综合利用建设项目投产后盈利	14
表 10 分项目预测	15
表 11 利润表预测	17

消费升级促使水产行业快速前行

水产养殖成长空间巨大

我国是世界上最大的水产养殖生产国，水产品产量一直保持持续增长，我们认为未来我国水产养殖的空间依然巨大，支持观点的理由有：

1. 全球渔业资源正步入衰退期。目前全球约有 77% 的渔业资源正面临着过度开发的阶段。《联合国环境规划署全球环境展望 2007 年度报告》中指出，由于各国对海产品等水产资源的需求不断增长，加之气候变化可能会增加海水酸性、破坏珊瑚礁，导致了渔业资源的加速衰竭，如果不采取有效的保护措施，全球可供商业捕捞的渔业资源将在 2050 年前枯竭。

我国从 1995 年开始，在黄海、东海和南海相继实施了大规模的全面伏季休渔制度，并从 1999 年开始先后实施海洋和内陆捕捞计划产量“零增长”政策。近几年我国水产捕捞量一直在 1450 万吨左右，水产品产量的增长取决于养殖产量的多少。

图 1 全球渔业资源处于衰退时期

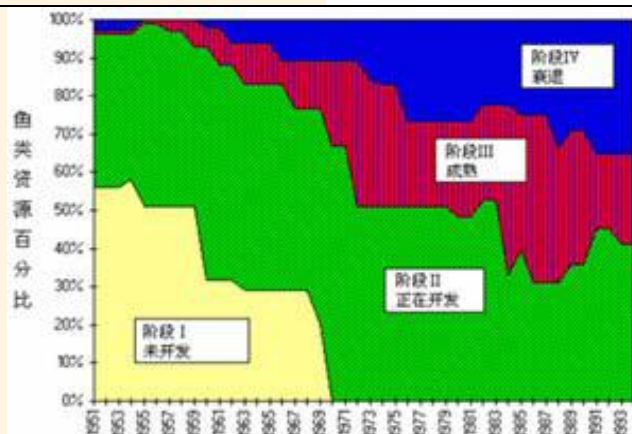
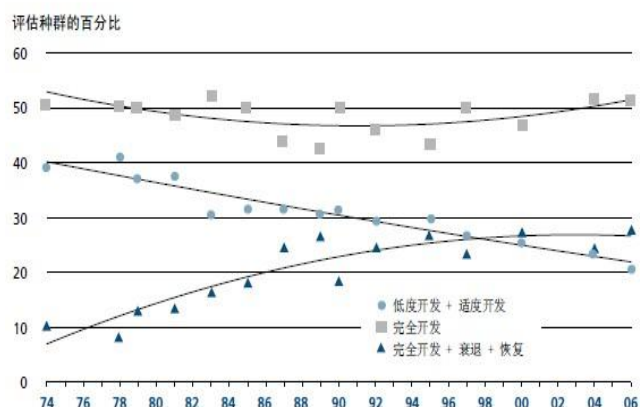


图 2 世界渔业开发情况



数据来源：国家海洋局，湘财证券研究所

图 3 我国水产品产量变化情况

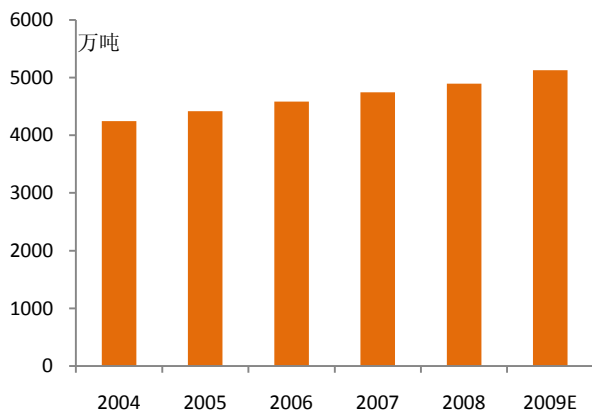
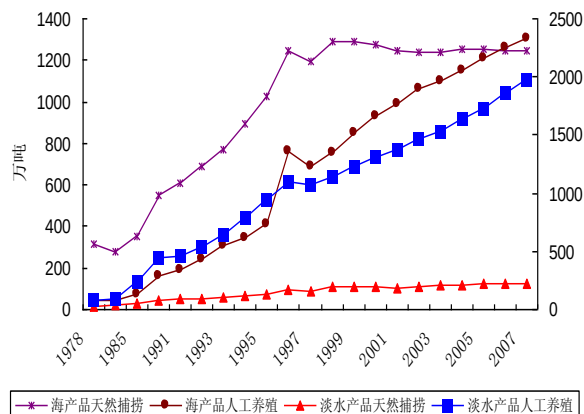


图 4 我国近几年的水产品产量增长取决于养殖产量



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

2. 水产品需求不断增加。水产品蛋白质与人体组织蛋白的组成相似，因此生物价值较高，属优质蛋白。水产品的肌纤维细而短，蛋白质结构松软，水分含量较多，肉质细嫩，易为人体消化吸收。水产品的脂肪含量少，大部分为不饱和脂肪酸，在不饱和脂肪酸中，长碳链、多价不饱和脂肪酸占的比例较大，具有一定的防止动脉粥样硬化和冠心病的作用，随着国民经济发展水平和人民生活水平的不断提高以及水产品的营养价值得到越来越多的重视，水产品的需求将会越来越多。

根据《全国渔业发展第十一个五年规划》，2003 全球人均水产品消费量是 16.5Kg，到 2030 年将增长到 19-21Kg。我国居民家庭水产品人均消费潜力更大，到达 2030 年世界平均水平，城镇居民和农村居民的水产品消费还将分别增长 60%和 354%。

图 5 我国人均收入情况

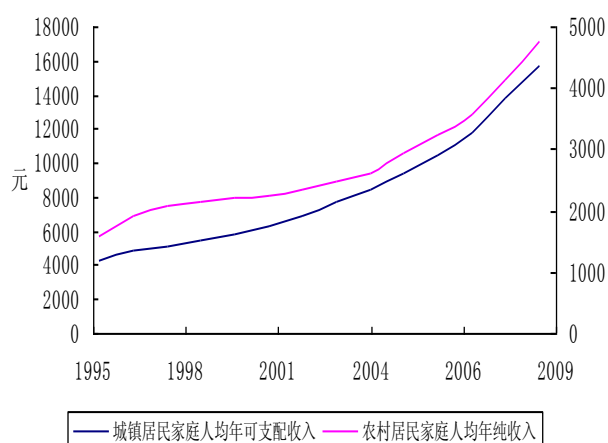
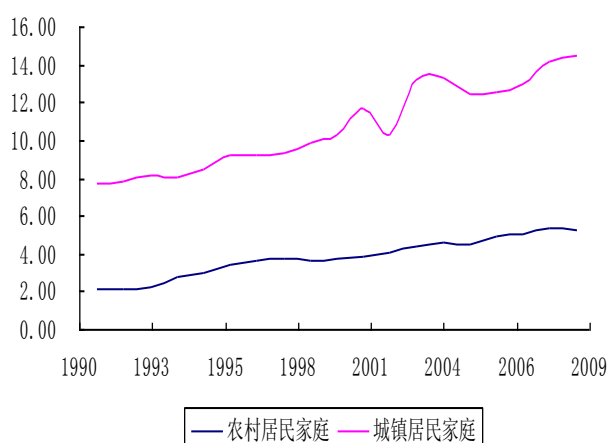


图 6 我国人均水产品消费量



数据来源：湘财证券研究所

根据 FAO 对全球水产品的需求预测，从 1997 年到 2030 年全球捕捞产量将增加 1370 万吨，增幅为 14.6%，养殖产量将增加 5400 万吨，增幅高达 182.4%。我国作为水产养殖中的主要供给者，供应量约占全球的 70%，所以，为了满足全球养殖产量的需求，我国到 2030 年水产养殖将达到 5807.7 万吨。截止到 2008 年，我国水产养殖产量为 3278.3 万吨。距离 2030 年的所需产量还有 77%的增长空间。

表 1 1997 年-2030 年鱼品消费、净出口和产量趋势

国家集团	人均消费趋势	净出口趋势	捕捞产量增加 (万吨)	水产养殖产量增加 (万吨)
世界	+	NA	13700	54000
非洲	-/+	-	4%	1%
中国大陆	+	+	5%	70%

欧洲（28国）	/	-/+	0%	5%
前苏联	-/+	No change	0%	0%
日本	+	-	0%	1%
拉丁美洲和加勒比海地区	+	+	57%	7%
亚洲近东	-/+	+	2%	2%
大洋洲（发达国家）	+	-/+	5%	1%
大洋洲（发展中国家）	-/+	No change	0%	0%
南亚	/	-	10%	8%
美国	+	-	0%	1%
其他亚洲（发展中的国家）	+	-	17%	5%
其他欧洲（发达国家）	+	No change	0%	0%
其他欧洲国家（发展中国家）	+	No change	0%	0%
其他北美洲	+	-	0%	0%

注：-/+表示采用不同模式得出的结果不同

数据来源：湘财证券研究所

对虾拥有庞大的农村市场

2002年起，我国对虾产量超过泰国，成为世界对虾养殖第一大国。2008年，我国对虾养殖产量达126.8万吨，占全球对虾养殖产量的40%。我国对虾养殖产量中约70%在国内销售，目前，我国国内对虾消费市场年均需求量在100万吨以上，成为世界最大的对虾消费国。

据统计，2009年我国对虾人均消费为0.86公斤/年，而美国的人均消费量为2.04公斤/年，日本人均消费量则为2.56公斤/年。与中国同为发展中国家的泰国人均对虾消费量也高达2.03公斤/年。目前我国人均一星期才吃一条虾，而其他国家，人均一天至少吃一至两条对虾。

我国对虾消费场所主要集中在城市，而拥有8亿人口的农村市场是对虾消费的另一个庞大市场。假如农村人均对虾消费0.5公斤/年，则每年将多消耗对虾近40万吨，相当于美国市场消费量的80%。

图 7 我国对虾养殖居世界第一

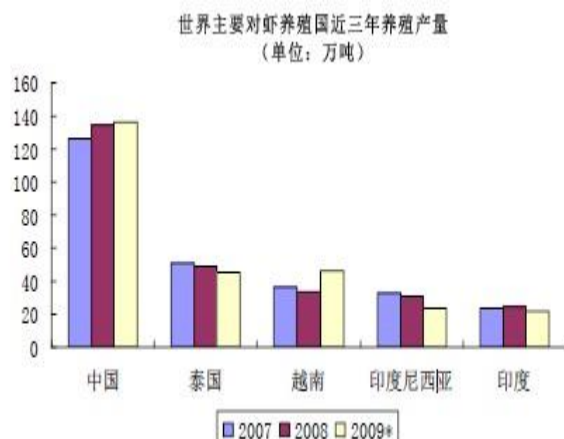
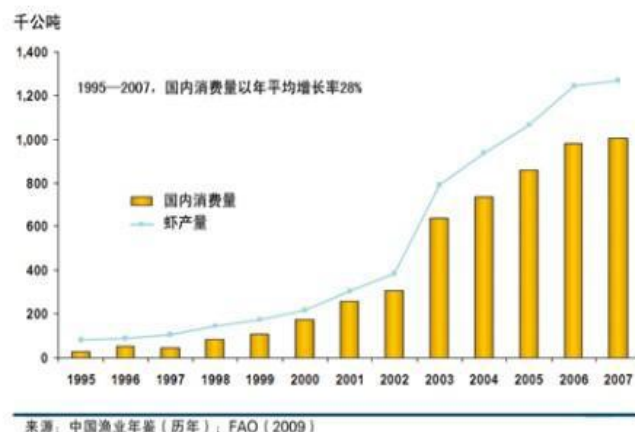


图 8 我国国内对虾销量情况



数据来源: 招股说明书

罗非鱼被誉为“21 世纪鱼类食品”

罗非鱼由于肉质鲜美、蛋白质含量和营养价值高、无肌间骨刺、价格适中等优点,越来越被市场接受,逐渐成为深海鲑鱼的替代品。目前仅欧美地区年进口的罗非鱼折合成成品鱼就达 70 万吨,并以 15%-20%的增长率逐年增长,在全球淡水鱼贸易中,罗非鱼占第三位,仅次于鲑鱼和鳟鱼。世界水产协会主席称罗非鱼为“21 世纪鱼类食品”,并预计未来几年该鱼消费量将激增。

美国是全球罗非鱼主要进口国,消费量呈逐年增长趋势,其中 95%依赖进口。从 1996 年到 2008 年 11 年中,年均增幅为 76.79%。近年来我国罗非鱼产业发展迅速,养殖产量居世界首位且呈逐年增长趋势,1997 年我国罗非鱼产量仅为 48.5 万吨,到 2007 年增长至 113 万吨,约占全球总产量的 49%,年增长率超过 10%。我国是美国罗非鱼市场的主要供应商,2008 年,我国出口美国的罗非鱼占美国进口总量的 66.3%。

图 9 美国罗非鱼进口量逐年增加

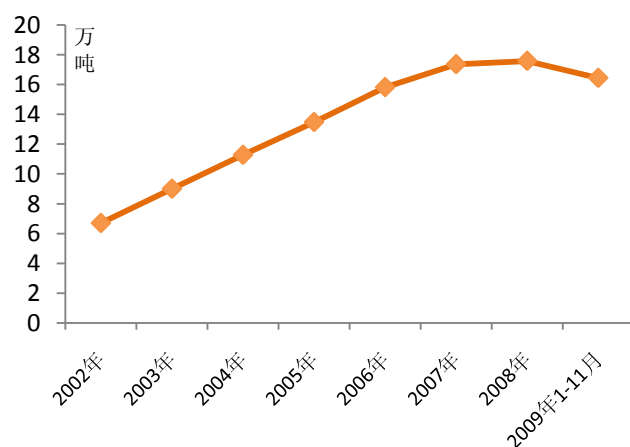
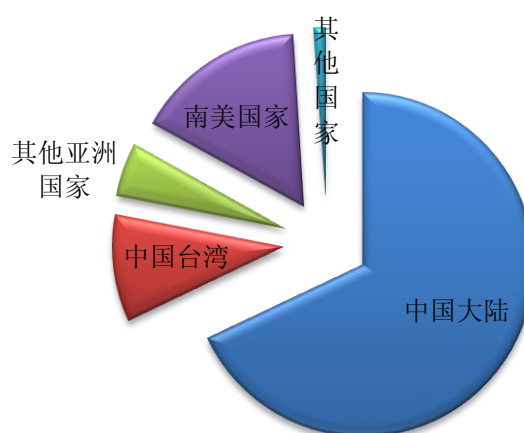


图 10 我国罗非鱼占美国进口量 66%



数据来源: 招股说明书

随着世界鲟鱼资源的减少，全球鲟鱼产品价格上升。欧洲、日本和韩国鱼肉市场已经开始将罗非鱼当中做替代品，罗非鱼的销量开始逐年增加。目前法国、荷兰、英国和日本等国已经开始进口罗非鱼，新的罗非鱼消费市场正在形成。除此之外，罗非鱼性价比高，与我国居民收入和消费能力相吻合，随着城市居民生活节奏的日益加快，罗非鱼消费量在我国内市场上也必将有较大的增长。

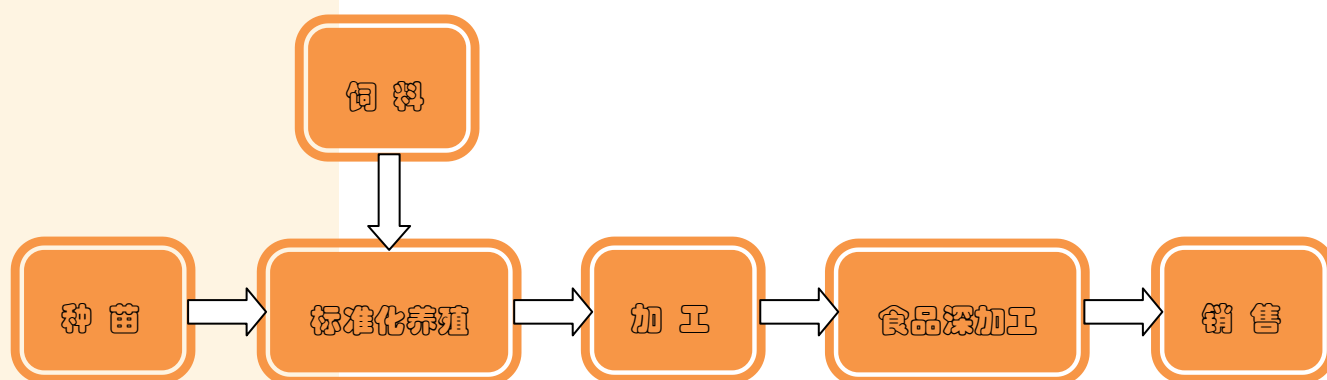
完整的纵向一体链模式，构造优质的产品质量

公司拥有完整的纵向一体链

公司是农业产业化国家重点龙头企业，是我国仅有的两家国家级南美白对虾遗传育种中心之一。目前公司已经构筑了集种苗、饲料、养殖、加工及销售为一体的完整的产业链。

公司具备高效的供应效率，通过公司养殖科研中心及示范基地，与养殖户共建 5.5 万亩备案养殖场，拥有稳定的原材料供应；拥有中国最大的高标准对虾加工车间及国际领先的生产设备、生产线，可生产多种精深加工产品，满足客户对产品的多方面需求。

图 11 公司拥有完整的产业一体链



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

优质的产品质量为外销业务奠定了良好的基础

公司通过科研中心及养殖示范基地，与养殖户共建备案养殖场，对备案养殖场的疫情疾病和用药用料进行督促检查和监测。除此之外，公司是第一家实现生产过程电子化检测的水产加工企业，实行全称的质量数据监控及关键控制点的视频监控。电子化监控一方面建立产品可追溯体系，保障消费者食品质量安全的需要，另一方面通过电子化监管将产品的检验检疫工作贯穿产品的生产过程中，从而提高产品的质量安全水平，实现“减负、提速、增效、严密监管”的目的。未来公司还可能将电子化监管延伸到产业上游的种苗、饲料生产环节。

图 12 公司电子监控管理模式



数据来源：招股说明书

公司凭借着优秀的产品质量，成为了国内唯一一家（全球仅两家）输美对虾“零关税”2007 年输美 5 种养殖水产品“自动扣检”首家解禁企业，国内两家通过 ACC 之 BAP 三星认证的企业之一，我国内地首家也是唯一一家获准“供港活虾”企业。公司也获得了沃尔玛、达顿饭店等终端客户的认可，进一步确定了美国市场的主导地位。

表 2 公司对虾出口美国销量占比稳步增长

项目	2006 年	2007 年	2008 年
本公司出口美国市场销量	1.72	1.36	1.94
我国出口美国销量	6.82	4.84	4.34
美国进口量	59.03	55.69	54.30
占我国出口美国销量比	25.22%	28.10%	44.70%
占美国进口量比	2.91%	2.44%	3.57%

数据来源：招股说明书

因美国销售渠道扁平化，大型超市及连锁饭店等零售商所占市场份额较高，导致美国进口商采购规模较大，OCEAN BISTRO CORP、TAMPA BAY FISHERIES, INC、AQUA STAR、RED CHAMBER CORP 等进口商是美国主要水产进口商。根据美国国家海洋渔业局及美国 URNER BARRY 公司统计数据显示，2007 年、2008 年，美国进口商从我国进口对虾总量分别为 4.84 万吨、4.34 万吨，其中美国前十大进口商占比分别为 54.74%、59.56%。

表 3 09 年美国对虾进口商从我国进口情况

排名	进口商	进口量（磅）	柜	占美国从中国进口对虾量比
1	OCEAN BISTRO CORP	25,628,488	600	20.50%
2	TAMPA BAY FISHERIES, INC	10,454,830	239	8.36%
3	ORDER	7,660,126	180	6.13%
4	TAMPA MAID SEAFOODS	7,141,082	153	5.71%
5	AQUA STAR	6,457,742	173	5.16%
6	EXPORT PACKERS	5,590,196	149	4.47%
7	RED CHAMBER CORP	4,424,736	102	3.54%
8	H & T SEAFOOD	3,456,561	85	2.76%
9	TAI FOONG INTL	3,083,386	72	2.47%
10	EASTERN FISH CORP	2,980,442	79	2.38%
合计		76,877,589	1,832	61.48%

数据来源：招股说明书

表 4 公司主要客户均为美国前十大进口商

年份	客户名称	销售金额（万元）	占主营收入比例
2009 年	OCEAN BISTRO CORP	35,894.58	32.96%
	AQUA STAR	13,514.83	12.41%
	TAMPA BAY	12,049.22	11.06%
	RED CHAMBER CORP	7,974.03	7.32%
	H&T SEAFOOD	6,270.74	5.76%
	小 计	75,703.40	69.51%
2008 年	OCEAN BISTRO CORP	32,427.69	34.29%
	RED CHAMBER CORP	14,707.63	15.55%
	TAMPA BAY FISHERIES, INC	10,813.80	11.43%
	MPI FISHERIES IMPORTS INC	8,514.65	9.00%
	AQUA STAR	7,397.48	7.82%
	小 计	73,861.25	78.10%

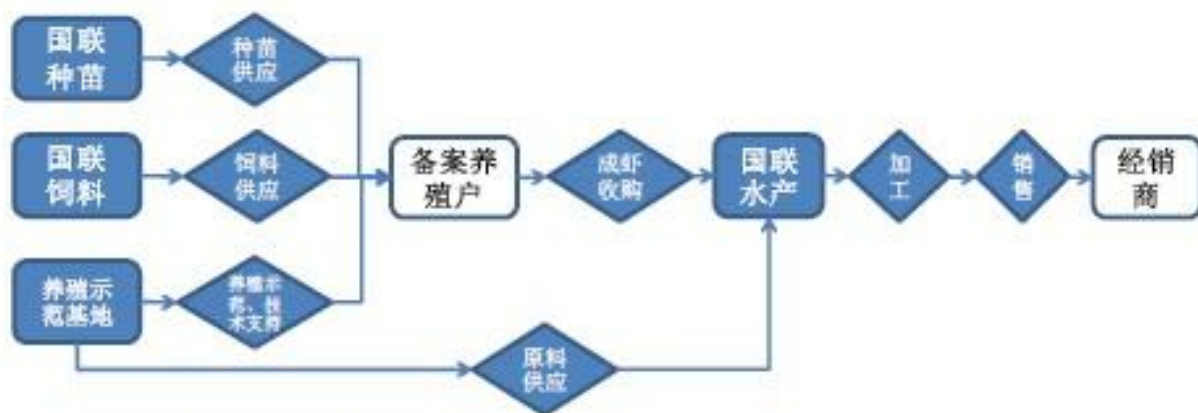
数据来源：招股说明书

一体链下的捆绑经营模式有利于原材料的稳定供给和质量安全

公司基于完整的产业链，与养殖户实行创新性的捆绑经营模式，公司为备案养殖户

提供种苗、饲料供应，养殖技术示范及技术支持，以及成虾回收服务。

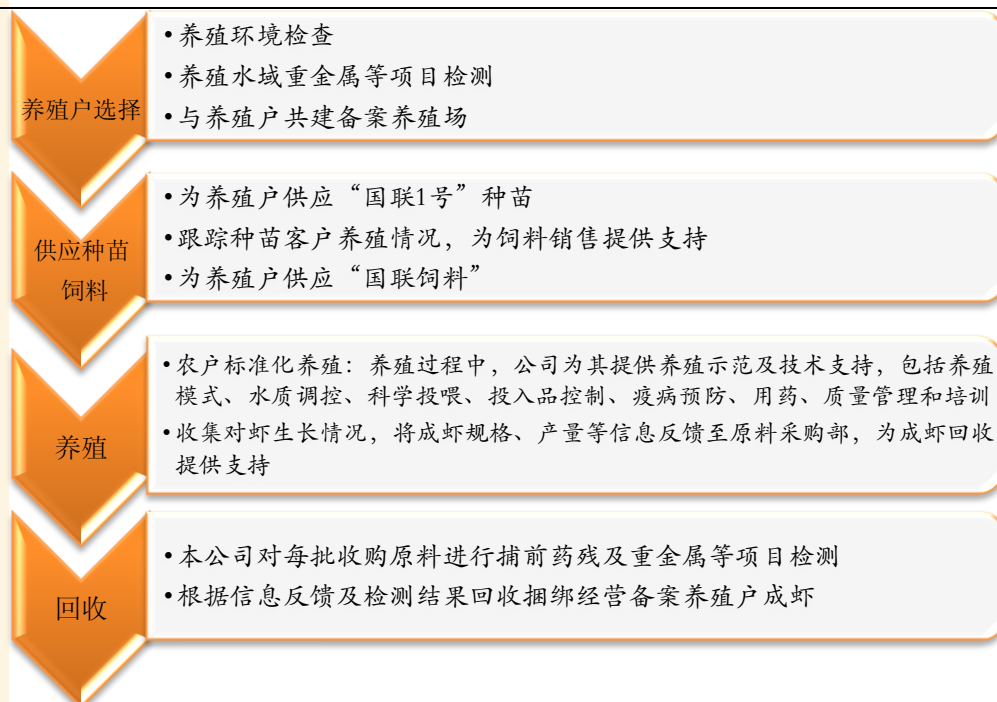
图 13 公司创新的捆绑经营模式



数据来源：招股说明书

公司采用的捆绑经营模式充分保障了养殖户利益，使得养殖户的种苗和饲料质量都有保障，并且可以使养殖户享受到养殖示范、病害防治、培训等服务，降低了其养殖风险。而此经营模式也使公司保障了采购原材料的质量安全，建立可追溯体系，保证原材料的稳定供应，除此以外还能有效提升了国联种苗、饲料品牌竞争力和市场占有率，提高经济效益，使得价值链得意延，盈利能力增强。

图 14 捆绑经营模式流程



数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

围绕产业链开展募投项目

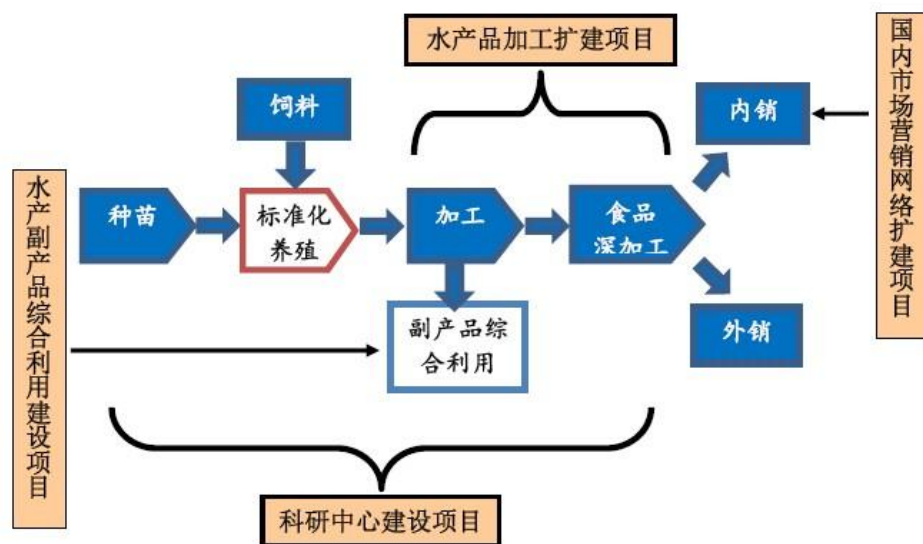
公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 8000 万股，占发行后总股本的 25%。本次募投资金主要用在五个项目中，且都与公司的产业链有着直接的关系。

表 5 本次拟募投项目

项目名称	总投资（万元）
1. 水产品加工扩建项目	12936.11
— 罗非鱼加工厂建设项目	7923.56
— 水产品深加工建设项目	5012.55
2. 国内市场营销网络建设项目	7810.00
3. 水产品加工副产品综合利用建设项目	5627.30
4. 科研中心建设项目	3110.00
5. 其他与主营业务相关的营运资金项目	

数据来源：招股说明书

图 15 募投项目均与产业链有关



数据来源：招股说明书

水产品加工扩建项目： 包括罗非鱼加工厂建设项目和水产品深加工建设项目两个子项目。目前公司业务经营主要以水产品为主，目前水产品主要为对虾，而对虾

拥有明显的季节性的特点。

罗非鱼加工厂建设项目可以缓解公司产品种类单一、销售收入季节性明显等风险。公司现有罗非鱼产业链已涵盖种苗、饲料及养殖环节，且公司对虾产品客户同样存在罗非鱼产品需求，建设罗非鱼加工厂，将打造公司完整的罗非鱼产业链，有效整合上下游资源，提升公司的盈利能力。

表 6 罗非鱼加工项目投产后盈利能力

项目	第一年	第二年	第三年至第十一年
生产负荷	30%	70%	100%
营业收入（万元）	12099.75	28232.75	40,332.50
总成本费用（万元）	11,611.91	26,420.77	37,527.4
利润总额（万元）	456.28	1,738.34	2,704.07
净利润（万元）	342.21	1,303.75	2,028.05

数据来源：招股说明书

水产品深加工建设项目为了缓解公司目前对虾加工产能利用率较为紧张的情况。由于公司产能是按生产去头类虾计算的，因此将公司产品按出城率折算成去头虾，可以看到 2007 年-2009 年下半年公司的产能利用率已经分别高达 81.18%、77.62% 和 72.07%。除此之外，与水产品初加工相比，深加工食品需在产品种类、包装、口味等多方面进行技术工艺及质量控制水平创新，较高的创新能力及技术要求直接提升产品的附加值，且毛利率水平有较大幅度提高。随着公司深加工食品规模的扩大，公司盈利能力将不断加强。

表 7 水产品深加工建设项目投产后盈利能力

项目	第一年	第二年	第三年至第十一年
生产负荷	30%	70%	100%
营业收入（万元）	6,033.00	10,055.00	20,110.00
总成本费用（万元）	4,639.48	7,328.16	14,166.10
利润总额（万元）	1,363.29	2,676.46	5,843.14
净利润（万元）	1,022.47	2,007.35	4,382.35

数据来源：招股说明书

国内市场网络营销建设：公司水产品销售主要以出口为主，报告期内出口水产品占总水产品销售收入比在 90% 以上。水产品出口受国际贸易政策、汇率等因素影

响，风险较大。而国内水产品市场需求较大，近年水产品消费呈稳步增长趋势，随着我国经济快速发展，居民生活水平不断提高，水产品消费量仍将保持较快的增长态势。拓展水产品内销市场不仅可推动公司总体业务规模增长，而且还能降低水产品出口依赖风险。

水产品在国内市场销售主要以批发、商超、酒店三种渠道为主，公司将已北京和上海为中心，分别在我国北区和南区的 26 个省市增加批发店、超市店中店和专营店数量，形成一个能俯身全国 26 个省市的，面向中高端市场的营销网络。

表 8 营销网络项目投产后盈利能力

项目	第一年	第二年	第三年	第四年至第十年
生产负荷	4.55%	40%	70%	100%
营业收入（万元）	2,270.00	20,000.00	35,000.00	50,000.00
总成本费用（万元）	2,823.76	19,351.22	33,502.26	45,963.59
利润总额（万元）	-	648.78	1,497.74	4,036.41
净利润（万元）	-	486.59	1123.30	3027.31

数据来源：招股说明书

水产品加工副产品综合利用建设项目：本项目利用水产品加工副产品的制成品主要为氨基葡萄糖盐酸盐及饲料蛋白。氨基葡萄糖盐酸盐用途较为广泛，目前主要用于医药及食品添加剂，市场需求较大；饲料蛋白主要作为各种饲料的添加剂，随着饲料行业市场规模的不断扩大，饲料蛋白产品需求将持续增长。

本项目的主要原材料为水产品加工的副产品，目前公司水产品加工副产品直接用于销售，未进行综合利用。由于水产品加工副产品加工较低，综合利用后的制成品市场需求较大，因此能获得较高利润率。

表 9 水产品加工副产品综合利用建设项目投产后盈利

项目	第一年	第二年至第十一年
生产负荷	50%	100%
营业收入（万元）	4,520.00	9,040.00
总成本费用（万元）	3,580.69	6,740.49
利润总额（万元）	914.89	2,250.67
净利润（万元）	686.17	1,688.00

数据来源：招股说明书

盈利预测

假设:

1. 公司对美关税依然保持零关税状态
2. 公司对虾和罗非鱼在美国市场上保持稳定，国内和香港市场实现快速增长；
3. 募项目按计划实施

表 10 分项目预测

对虾	销量（万吨）	1.48	2.09	2.28	2.77	3.19	3.58
	平均价格(百元/吨)	436	424	435	450	495	535
	收入(百万元)	644.13	887.50	990.37	1246.50	1579.05	1915.30
罗非鱼	销量（万吨）	0.01	0.00	0.04	0.12	0.36	0.49
	平均价格(百元/吨)	144.15	154.65	221.88	216.67	222.22	224.49
	收入(百万元)	1.44	0.31	9.32	26.00	80.00	110.00
水产加工合计	收入（百万元）	645.57	887.81	999.69	1272.50	1659.05	2025.30
	成本（百万元）	534.01	753.04	853.04	1083.53	1416.83	1723.53
	毛利（百万元）	111.55	134.77	146.65	188.97	242.22	301.77
种苗业务	销量（亿尾）	2.2	1.7	8.5	3.0	3.4	4.0
	平均价格（元/条）	0.009	0.014	0.012	0.013	0.013	0.013
	收入（百万元）	1.97	2.33	10.18	39.00	44.20	51.74
	成本（百万元）	0.91	0.90	6.01	21.45	24.31	28.46
	毛利（百万元）	1.06	1.43	4.17	17.55	19.89	23.28
饲料业务	销量（万吨）	1.32	0.94	1.49	2.50	4.00	5.50
	平均价格(百元/吨)	60	59	53	57	55	55
	收入（百万元）	79.17	55.56	79.30	142.50	220.00	302.50

	成本（百万元）	68.43	47.90	71.45	130.39	200.20	275.28
	毛利（百万元）	10.74	7.66	7.85	12.11	19.80	27.23
氨基葡萄糖盐酸盐	单价（元/公斤）	0.00	0.00	0.00	0.00	68.00	68.00
	产能（吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	1000.00	1000.00
	产量（吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	500.00	1000.00
	收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	34.00	68.00
	成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	25.00	47.00
	毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	9.00	21.00
饲料蛋白	单价（元/公斤）	0.00	0.00	0.00	0.00	14.00	14.00
	产能（吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	1600.00	1600.00
	产量（吨）	0.00	0.00	0.00	0.00	800.00	1600.00
	收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	11.20	22.40
	成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	8.20	15.68
	毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	3.00	6.72
总计	收入（百万元）	726.71	945.70	1089.17	1454.00	1968.45	2469.94
	成本（百万元）	603.32	801.86	930.48	1224.27	1644.88	2037.70
	毛利（百万元）	123.40	143.84	158.69	229.73	323.57	432.24

数据来源：湘财证券研究所

我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年收入分别为 14.54 亿元、19.68 亿元和 24.70 亿元，净利润分别为 1.32 亿元、1.93 亿元和 2.68 亿元，对应的 eps 分别为 0.41 元、0.60 元和 0.84 元。考虑到目前已上市的水产养殖企业的市盈率，我们给予公司 2010 年 35-40 倍 PE，公司合理价值区间为：14.35 元-16.40 元。

表 11 利润表预测

利润表	单位: 百万元					
会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	740	956	1100	1454	1968	2470
YOY		29.16%	15.14%	32.15%	35.38%	25.48%
营业成本	612	802	933	1224	1645	2038
营业税金及附加	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
营业费用	10.89	10.00	13.71	23.31	31.56	39.57
管理费用	28.01	29.19	34.41	48.62	64.12	80.59
财务费用	15.65	39.00	26.32	8.25	1.32	(3.67)
资产减值损失	3.34	2.51	4.18	3.50	3.50	3.50
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	70.44	72.95	88.89	146.04	223.06	312.24
营业外收入	6.82	5.81	8.66	6.00	6.00	6.00
营业外支出	3.62	2.62	0.90	2.00	2.50	2.50
利润总额	74	76	97	150	227	316
所得税	2	-0	1	18	34	47
净利润	72	76	96	132	193	268
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	72	76	96	132	193	268
EPS (元)	0.23	0.24	0.30	0.41	0.60	0.84

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。