

獐子岛(002069.SZ)

 评级: **买入**

 目标价: **31.31-35.83**

 谢刚 孙国东
 消费品小组 S0740207010008
 021-58208804 S0740207010008
 xiegang@qlzq.com.cn

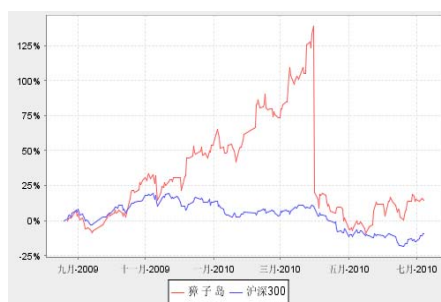
利空出尽，聚焦量价增长，小幅上调盈利预测

2010年7月31日

基本状况

总股本(百万股)	452.40
流通股本(百万股)	452.40
市价(元)	29.18
市值(百万元)	13201.03
流通市值(百万元)	13201.03

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1006.99	1512.15	2090.54	2501.78	3039.64
营业收入增速	56.99%	50.17%	38.25%	19.67%	21.50%
净利润增长率	-25.3%	64.99%	74.34%	28.73%	22.01%
摊薄每股收益(元)	0.55	0.91	0.80	1.02	1.25
前次预测每股收益(元)	0.55	0.91	0.75	0.93	1.21
市场预测每股收益(元)	NA	NA	NA	NA	NA
偏差率(本次-市场/市场)	NA	NA	NA	NA	NA
市盈率(倍)	52.71	31.95	36.65	28.47	23.33
PEG	-2.08	0.49	0.49	0.99	1.06
每股净资产(元)	5.53	4.94	3.46	4.06	4.85
每股现金流量	-0.04	-1.10	0.43	0.28	-0.37
净资产收益率	10.02%	18.49%	21.69%	22.86%	25.05%
市净率	5.28	5.91	8.44	7.18	6.01
总股本(百万股)	226.20	226.20	452.40	452.40	452.40

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 经过一周的观察，大连油管爆炸引发的水域污染并未进一步扩散和升级。通过对公司 230 万亩养殖水域的具体分析，并结合公司最新两则公告，我们认为本次露油事件对獐子岛海珍品养殖水域没有造成污染。
- 当市场对露油利空充分消化之后，我们认为投资者将再度聚焦獐子岛强劲增长的基本面。虾夷扇贝的单产水平创出历史最高记录。除了冷冬因素、二龄贝改为三龄贝外，海外野生采苗成功居功至伟。而单产创新高的直接后果就是——产品规格改善、价格上涨、单位成本下降，最终导致利润曲线加速上扬。
- 投资者普遍担心对公司海珍品的需求是否能持续，但实际情况却可能是，采捕和运输能力才是短期的瓶颈，10 年獐子岛虾夷扇贝月度销量同比激增 50% 以上，暗示着需求端的强劲增长至少能持续到 2011 年。
- 鲍鱼、海参主要在 3、4 季度集中销售，海参旺季价格仍有上涨空间，量价齐升将保障獐子岛下半年盈利增长显著超过上半年。
- 我们再次重申獐子岛投资价值的“三阶段论”：公司目前正处于第二阶段向第三阶段晋级的过渡性阶段，公司正行走在海珍品生产企业向品牌消费品企业晋级的道路上。我们认为，迄今为止獐子岛依然是最有可能成功构建起终端消费品品牌的农业公司 NO.1。
- 我们预测獐子岛 10-12 年分别实现销售额 20.9 亿元、25.0 亿元、30.4 亿元，同比增长 38.25%、19.67%、21.50%；实现净利润 3.60 亿元、4.64 亿元、5.66 亿元，同比增长 74.34%、28.73%、22.01%，EPS 分别为 0.80、1.02、1.25 元，分别较前次预测小幅上调了 0.05 元、0.09、0.04 元。
- 通过 PE 估值比较，獐子岛合理估值区间为 31.31 元 - 35.83 元。当前股价 29.18 元，离目标区间还有 10 - 22.8% 的上涨空间。
- 我们维持“獐子岛——2010 年农业股首选”之观点。公司是兼具进攻性和防御性的良好投资品种，近期股价也表现出明显的“抗跌不抗涨”特征，重申公司“买入”评级。

大连油管泄露对獐子岛海珍品养殖水域没有造成污染

大连油管爆炸，造成大连新港周边近 50 平方公里水域污染

- 7 月 16 日晚 18 左右，大连新港发生油轮和输油管线爆炸起火事故。17 日上午 9 点火势基本扑灭，而且储油管所有阀门全部成功关闭，但有部分原油泄漏入海，事故至少造成附近海域 50 平方公里的海面污染。

图表 1：大连新港油船爆炸引发周边约 50 平方公里的海域漏油污染



数据来源：齐鲁证券研究所

- 事发次日，我们正好在大连出差，根据我们现场观察结果，并结合几家水产养殖公司的反馈和媒体信息，我们在第一时间撰写了行业点评报告《海洋渔业——大连新港油船爆炸，对海洋养殖水域影响有限》。
- 当时我们倾向于认为——漏油事件对獐子岛、壹桥苗业、好当家、东方海洋等海水养殖公司的正常生产经营不会产生实质性的影响，也就是不影响 EPS，但事件可能提示资本市场对海水养殖资源日趋脆弱的风险，因此可能降低獐子岛等企业的短期估值水平。

污染水域未进一步外扩，但对海洋生物环境的深远影响尚待观察

- 中石油集团在其网站上表示：“中国石油海上清污工作全力推进，海面油污进一步减少。”该集团还报告称，原油管输已于 19 日恢复正常。
- 尽管此次漏油事件破坏性巨大，但根据专家推测，本次漏油量不及墨西哥湾“深水地平线”钻井平台漏油量的 1%。
- 我们又经过了近一周的跟踪观察，总体来看，水域污染没有进一步扩散和失控，个中原因主要在于：
 - 其一，政府高度重视，相关部门反应快速和应对措施有效。事故发生后，在国家领导人的指示下，交通部和大连海事局立即组织 2000 多消防官兵投入扑救，海上清污工作迅速全面展开，政府动用了大约 40 艘清污船、15 公里水栅和 23 吨吸油毡及消油剂来清除油污；
 - 其二，当时 7-8 级的南风次油污吹向背离獐子岛水域的方向。大连港冬天北风盛行，夏天则刮东南风较多，灾害发生时海上正刮着 7-8 级的南风，将油污吹向岸边，即远离獐子岛水域的方向，这使得污染水域没有显著外扩。

图表 2：污染最严重的大连新港岸边有工人在积极清污



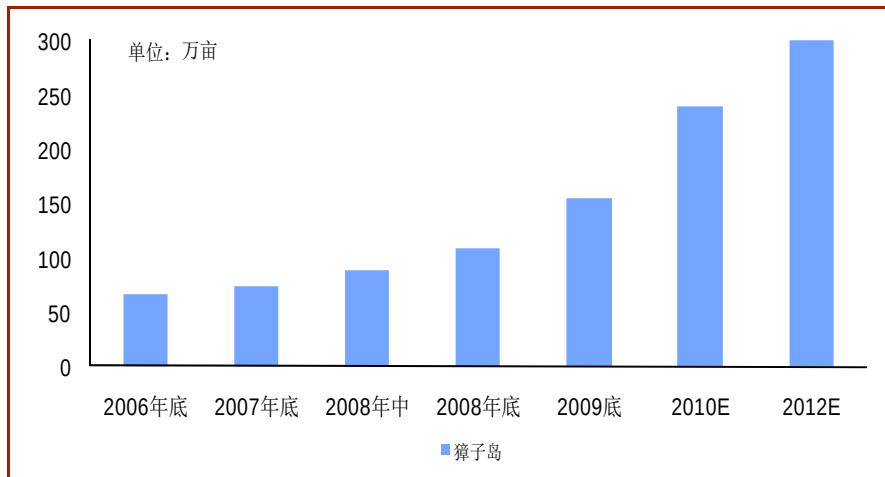
数据来源：齐鲁证券研究所

- 在此期间，獐子岛也发布了两则公告，从内容来看，公司认为油污事件对公司海珍品的生产和销售没有产生影响，这与我们的判断是一致的。

獐子岛海珍品养殖水域没有受到污染，加工销售亦未受负面影响

- 在獐子岛、壹桥苗业、好当家、东方海洋四家海水养殖上市公司中，獐子岛水域最多、分布面积最广，也是距离油管爆炸点最近的，最近一周资本市场不少投资者也对獐子岛水域潜在的污染风险倍加关注，下面我们来重点分析：

图表 3：獐子岛海水养殖水域储备丰富（万亩）



数据来源：齐鲁证券研究所

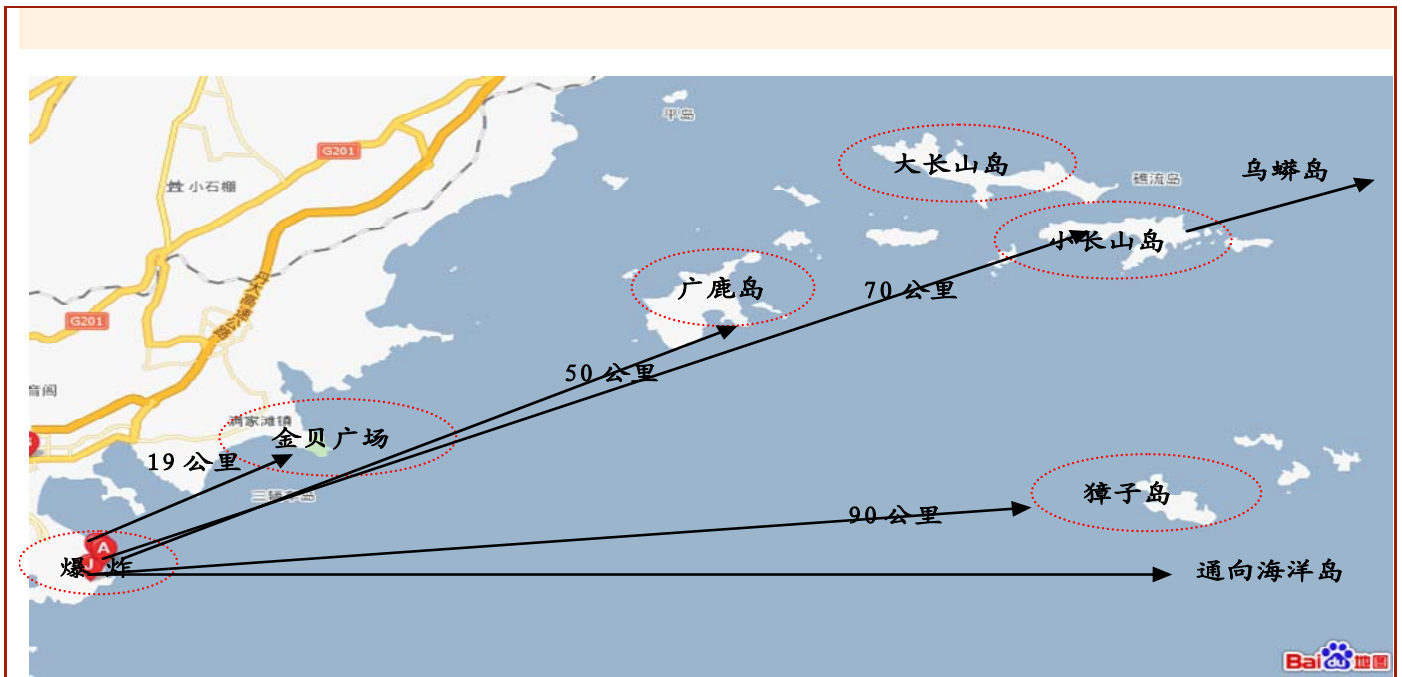
- 截至目前，公司目前在大连长海县确权的海域面积约 230 万亩，山东等其他地区确权海域面积约 2 万亩，其中长海县区域已底播养殖面积约 171 万亩，2010 年上半年新确权的 59 万亩海域暂未进行底播养殖。

图表 4：獐子岛主要海珍品养殖区域距离漏油点距离（公里）

獐子岛海域分布	已确权海域（万亩）	距离漏油点（公里）
广鹿岛	25	50公里
大小长山岛	70	70公里
獐子岛	66	90公里
海洋岛	20	100公里以外
乌蟒岛	49	100公里以外
长海县小计	230	
山东长岛和荣成、福建等	2	太远，没有影响
金贝广场	加工和暂养中心	19公里

数据来源：齐鲁证券研究所

- 已底播面积中，距离大连新港事发地点最近的广鹿岛海域养殖面积 11 万亩，距离大连新港事发地点约 50 公里；大、小长山岛海域养殖面积 18 万亩，距离大连新港事发地点约 70 公里；獐子岛、海洋岛、乌蟒岛海域养殖面积 142 万亩，距离大连新港事发地点约 90 公里。
- 2010 年上半年新确权的 59 万亩海域中，广鹿岛海域 10 万亩，距离大连新港事发地点约 50 公里；乌蟒岛海域 49 万亩，距离大连新港事发地点约 90 公里。
- 此外，公司位于大连金石滩的贝类净化分公司距离事发地点约 19 公里，该分公司主要负责公司长海县养殖区活品的暂养、净化和销售，尽管没有迹象显示金贝广场附近水域受到污染，但为防患于未然，公司于 7 月 19 日关闭了贝类净化海水取水系统，采取活水运输船只从深海取水的方式，保证贝类净化系统安全用水。
- 经公司对目前水域监测状况的初步评估，此次事故不会对长海县海洋牧场造成危害；同时，离污染地点最近的金贝广场也没有受到影响。
- 更主要的是，尽管新闻报道北京消费大连海鲜意愿下降，但公司公告显示——产品销售形势并未因此而受到影响。

图表 5：獐子岛主要养殖水域距爆炸污染点垂直距离示意图


数据来源：百度，齐鲁证券研究所

虾夷扇贝：单产水平创新高，规格好、售价高、利润增

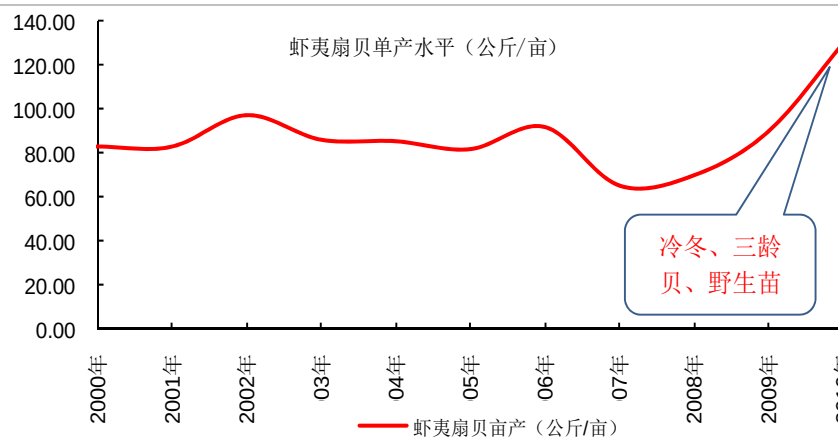
利空或已出尽，市场将重新聚焦公司强劲增长之基本面

- 在大连油船爆炸之后，獐子岛股价出现了预期之中的调整，尽管调整幅度比预期的小得多，但由于经历了近一周的时间，市场应该已经充分消化这一意外的利空。
- 我们认为，在利空出尽之后，市场将逐步聚焦于公司强劲的基本面量价齐升、成本下降、利润加速上扬。

虾夷扇贝单产水平创历史最好记录，涨价+降本=利润加速上扬

- 獐子岛核心产品虾夷扇贝正在享受有史以来最美的“幸福时光”：
 - 一方面，由于单产水平创出 150-160 公斤/亩的历史最好水平，带动大规格的虾夷扇贝比例增加，产品销售均价也随之提高。
 - 另一方面，因为亩产水平较四年前的 70 公斤/亩低谷水平翻了近一倍，同时较更早些年平均 90-100 公斤/亩的单产高出至少 50%，因此，单位成本较往年快速下降。
 - 这样，销售价格上涨和单位成本下降使得利润曲线加速上扬。

图表 6：07/08 年暖冬影响消除后，獐子岛虾夷扇贝单产水平持续提升



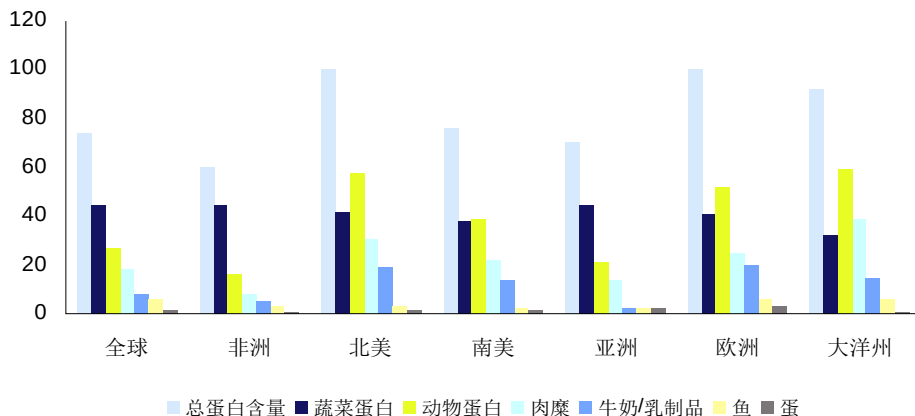
数据来源：齐鲁证券研究所

- 那么，虾夷扇贝单产水平为什么今年表现会如此突出呢？
 - 其一，07 年底、08 年初的暖冬消除，09 年尤其是 10 年遭遇到近几年极为罕见的冷冬，对虾夷扇贝等冷水动物的生产较为有利，海水中病菌大面积死亡使得虾夷扇贝存活率也有了明显的提高。
 - 其二，公司延长虾夷扇贝养殖年限的做法收到了实质性的效果。由二龄贝改为三龄贝之后，虾夷扇贝普通规格由以前的 2-3 两/个晋级为 3-5 两/个，规格改善不仅易于销售，而且单位价格也高。
 - 其三，07 年公司斥资 3000 万元加大旅顺野生采苗 9 亿枚，07 年底投苗 3.6-4 万亩，10 年进入批量捕捞期，野生苗亩产高于人工苗近 1 倍，因此对 10 年公司虾夷扇贝单产激增居功至伟；
 - 鉴于谨慎性原则，我们假定 10 獐子岛虾夷扇贝亩产为 130 公斤。

10 年虾夷扇贝需求旺盛，短期制约因素在于运输能力不足

- 美国农业部经济研究局调查显示,水产品将成为美国人蛋白质来源的各类食品中,成长最迅速的一类。目前水产养殖业约提供美国水产品市场 20% 的需求量,而 2020 年时,可能增长至 30%~40%,届时水产食品的总需求量将超过家禽肉类和牛肉,美国人均水产品年消费量将由目前约 6.8 kg 增至 7.26 kg。

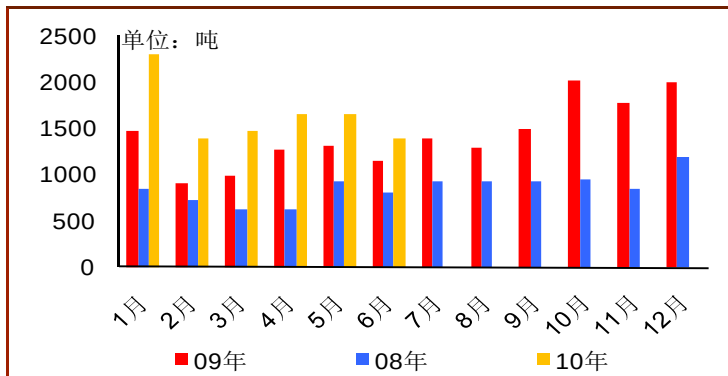
图表 7: 世界各大洲需要的蛋白质来源构成 (克/人/天)



来源: FAO, 齐鲁证券研究所 (注: 取 2001-2003 年的平均水平)

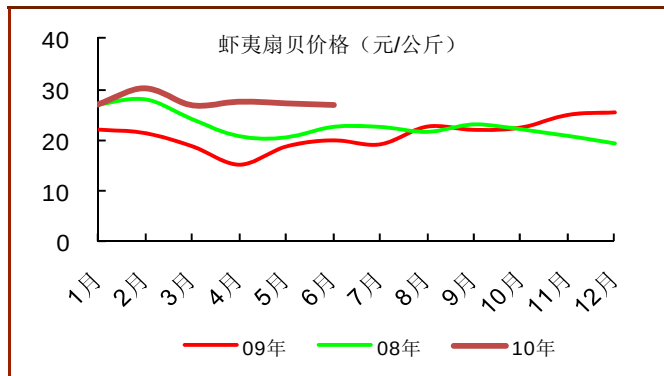
- 同理,随着我国城乡居民收入水平的提高和食品消费结构的升级,以高蛋白、低脂肪、富含不饱和脂肪酸为主要特点的虾夷扇贝、海参、鲍鱼、海胆等海产品将进入长期快速增长的通道。
- 獐子岛水产品销售目前主要在华南、华北、东北等地销售,华东及华中等地一线省会城市已有进步,市场渠道铺设稳健推进,水产品需求会随着区域营销网络的建成而不断提升。
- 我们预计獐子岛 2010 年虾夷扇贝 1 季度销量增在 50-60%, 2 季度保守预计也在 30% 以上, 3-4 季度旺季来临后销量将进一步提升,但同比增速较上半年增速略有下滑。
- 与海参和鲍鱼的季节性销售不同,虾夷扇贝产品公司是一年四季均衡采购、均衡销售。一定要在 4 个季度中分出高下来的话,那么 2 季度相对偏淡, 4 季度和 1 季度为最旺季,主要是春节因素使然。
- 鉴于竞争对手的虾夷扇贝连续三年大面积死亡造成行业供给下降,公司产品需求较为旺盛,我们认为, 10-11 年制约獐子岛虾夷扇贝销售放量的短期因素为采购和运输能力,中长期则为营销和渠道瓶颈能力。

图表 8: 预计獐子岛虾夷扇贝销量同比大幅增长



数据来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 预计獐子岛虾夷扇贝销售价格同比上涨



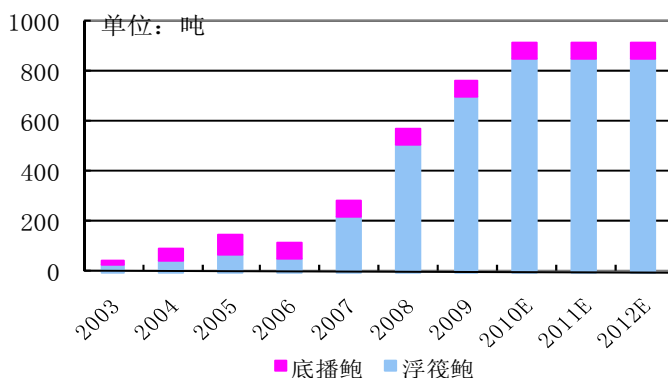
数据来源: 齐鲁证券研究所

鲍鱼、海参：3-4 季度为销售旺季，量增价升仍可期

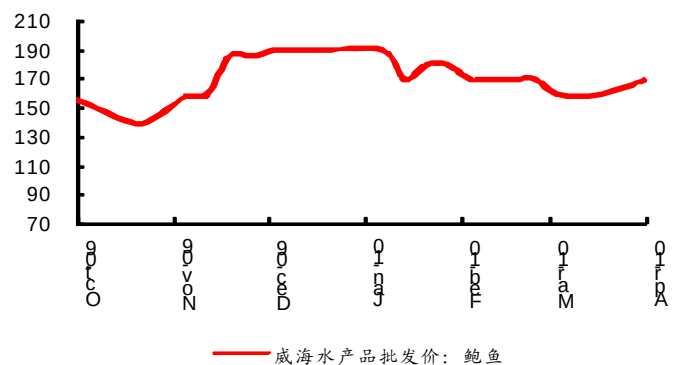
鲍鱼将于 3 季度进入销售高峰，销量增至 900 吨，售价稳中有降

- 前几年在浮筏鲍养殖技术和福建养鲍蔚然成风之后，鲍鱼行业供应量迅速壮大，行业供求关系逆转为过剩使得一直高高在上的鲍鱼走下了神坛，价格随之也剧烈波动。
- 獐子岛的鲍鱼共有两类：底播鲍和浮筏鲍，分别定位于高端和中低端：
 - 底播鲍以极品“国宴鲍”为主打品牌，特供人民大会堂等超级终端，每年约产 60 多吨，对盈利贡献有限，以提升品牌为主；
 - 浮筏鲍则集中在山东荣成养鲍基地饲养，主要定位于中低端的餐饮酒店消费、公司自主加工（如即食鲍等），每年集中在 9-10 月份集中销售，2009 年公司浮筏鲍销量近 700 吨，销售额约 1.5 亿元。
- 我们保守预计 2010 年公司浮筏鲍产量有望进一步提升至 850 吨左右，加上底播鲍，鲍鱼总产量将有望达到 900-1000 吨上下，较 09 年增长 20%。
- 考虑到鲍鱼行业供求格局的脆弱性，我们保守假定公司 2010 年鲍鱼销售价格小幅回落至 160 元/公斤，较 09 年回落约 20%，我们认为这一假定已包括了足够的安全边际。

图表 10：獐子岛鲍鱼产销规模稳定在 900 吨左右



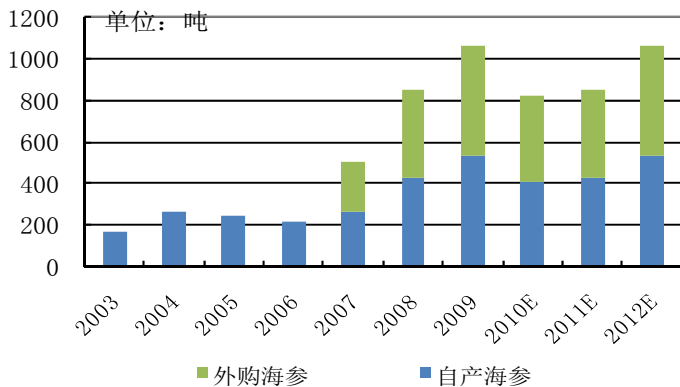
图表 11：威海水产品市场鲍鱼价稳定在 160-170 元/公斤



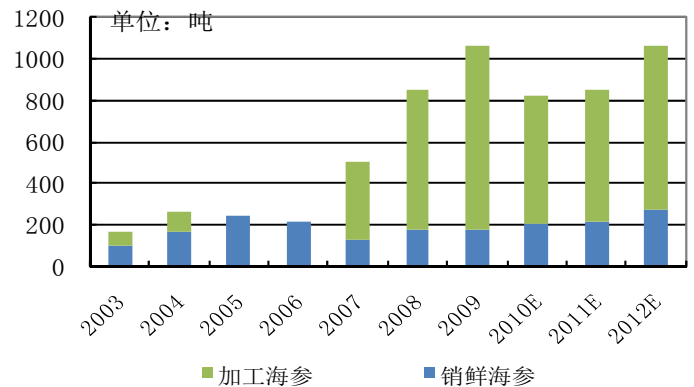
来源：威海水产品批发市场，齐鲁证券研究所

春节前为海参传统销售旺季，4 季度海参价格仍有望上涨 10-20%

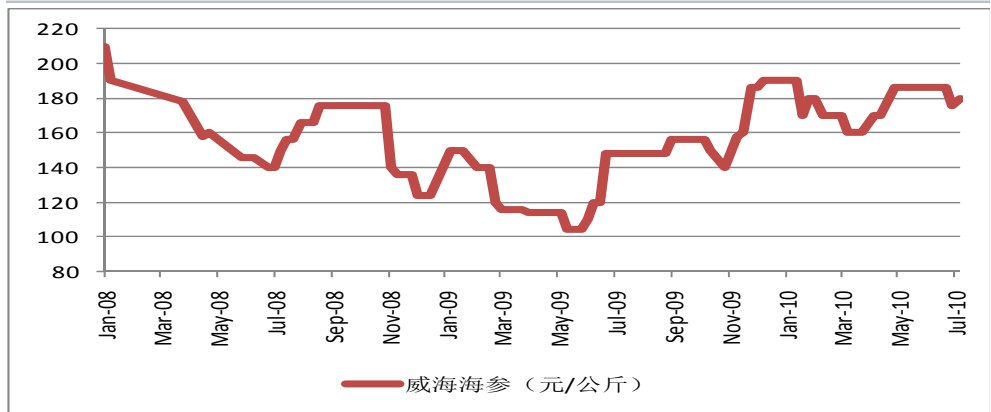
- 獐子岛拥有 1 万亩底播海参水域和 2000 亩围堰海参水域，年产海参 400-500 吨左右，主要用于海参后端深加工兼有部分销鲜。
- 同时，公司也向周边养殖户收购鲜海参，加来加工成盐渍海参、即食海参及调理食品等，近几年公司外购海参量持续增加，目前已和自产海参量相当。
- 獐子岛海参一直比行业围堰养殖海参价格高至少 20%。这一方面得益于公司的清洁海域筑就优良稳定的海参品质；另一方面，也与獐子岛卓有成效的品牌运作不无关系。

图表 12：獐子岛自产和外购海参规模假定（吨）


来源：齐鲁证券研究所

图表 13：獐子岛加工海参和销鲜规模假定（吨）


- 我们对海参行业景气持续走高持相对乐观看法，认为当前 180-190 元/公斤的海参价格在 4 季度春节需求的拉动下，仍有望进一步上扬至 200-210 元，涨幅大约在 10-20% 左右。
- 我们预判獐子岛 2010 年海参销售均价（折合成鲜海参）大约在 290 - 300 元/公斤。我们据此预测獐子岛 2010 年海参销鲜收入额可达 6000 万元，加工海参销售额可达 2.9 亿元。

图表 14：2010 年海参价持续稳定在 180 元/公斤高位


来源：威海水产品批发市场，齐鲁证券研究所

投资策略：对獐子岛投资价值再认识的“三阶段”论

重申“三阶段”论，厘清 2010-2011 年獐子岛获利机会的性质

- 我们对獐子岛投资价值的再认识可分为三个阶段：
- **第一阶段（2006 年底~2008 年中期）：**公司由资源型企业向市场型企业转型阵痛期，公司作为水域资源的集大成者，具备突出的防御价值；
- **第二阶段（2008 年中期~2011 年）：**由“坐销”向“行销”转型，经销架构布局初步完成，营销初见成效但仍处于量变质未变的阶段，生产相对营销对盈利的拉动作用更大；
- **第三阶段（2011 年~未来）：**公司养殖海域的外延式扩张步伐放缓，产量趋于稳定增长，品牌开拓和市场营销效果在更大程度上决定了未来盈利水平，公司业绩增长具备更强的进攻性。
- 我们认为，獐子岛目前处于第二阶段向第三阶段晋级的过渡性阶段，也就是说投资者参与的是生产指标改善的机会，还不是营销和品牌等市场竞争力改善的机会，而后者才是我们孜孜以求的核心竞争优势。

獐子岛正行走在海珍品生产企业向品牌消费品企业晋级的道路上

- 我们认为,獐子岛是最有可能打通上游资源品和下游消费品之间通路的农业企业。目前,公司正行走在“一个海珍品生产企业向一个品牌消费品企业晋级”的道路上,尽管晋级之路遥远且曲折,甚至有可能失败,但公司一直致力于打造“中国海珍品第一品牌”的战略,使得迄今为止獐子岛依然是最有可能成功构建起终端消费品品牌的农业公司 NO.1。
- 2006 年以前,獐子岛的营销还处于“坐销”阶段,此后迎来了由“坐销”向“行销”的转型。公司随即进行了大刀阔斧的营销改革,推行扁平化的营销管理模式。
- 2008 年公司营销组织架构及管理人员重新调整,推行“五大事业部”、“八大中心”的新型营销组织架构。随后,董事长亲自挂帅领衔营销体系改革,推出了“从产地到饭桌”、“鲜寄天下”等营销手段,獐子岛的品牌和营销改革之旅持续稳健推进。
- 目前,獐子岛按产品系列分别构建了“五条”营销网络——鲜活品、冻品、即食产品、调理食品、海珍品。其中,鲜活品主要走经销代理渠道,冻品以面对出口和加盟连锁为主,即食走礼品市场,调理食品面向国内餐饮等领域,海珍品则走专卖店等方式,同时还承担了传播企业文化和提升獐子岛整体品牌形象的载体。
- 总体来看,我们认可獐子岛的品牌战略,对其渠道网络分设的思路也表示赞赏,但品牌和渠道的建设绝非短期一蹴而就的,需要长期的积淀和持续的投入和培育。
- 因此,我们推荐獐子岛的思路可清晰地理解为一——短期基于“公司得天独厚的海域资源储备所带来的产销规模的扩张,以及行业景气度提升带来的主导产品量价齐升”,长期基于“獐子岛品牌提升和渠道增值带来公司溢价能力的提升”,公司是长短期均可、进攻防御两相宜的良好投资标的。

假设前提、盈利预测、估值区间和投资建议

假设前提

- 假定 10-12 年虾夷扇贝收获面积分别为 40 万亩、45 万亩和 50 万亩;
- 假定 10-12 年虾夷扇贝单产水平 130 公斤、140 公斤和 150 公斤/亩;
- 假定 10-12 年虾夷扇贝销鲜比例分别为 53%、54%、54%,其余则转加工;
- 假定 10-12 年虾夷扇贝销售均价分别为 27.3、28.6 和 30.1 元/公斤;
- 对鲜海参、加工海参、鲍鱼等产品销量及价格的假定详见后文《养殖产品销售预测表》和《加工业务销售预测表》;

小幅上调盈利预测

- 我们预测獐子岛 10-12 年分别实现销售额 20.9 亿元、25.0 亿元、30.4 亿元,同比增长 38.25%、19.67%、21.50%; 10-12 年分别实现净利润 3.60 亿元、4.64 亿元、5.66 亿元,同比增长 74.34%、28.73%、22.01%。
- 按 10 送 10 后的最新股本计算,对应 10-12 年 EPS 分别为 0.80、1.02、1.25 元,分别较前次预测的 0.75、0.93、1.21 元小幅上调了 0.05 元、0.09、0.04 元。

估值区间和投资建议

- 我们选取好当家、东方海洋、壹桥苗业作为獐子岛的可比估值对象,通过 PE 相对估值法,我们发现獐子岛的估值水平是四家公司中最低的,

这与许多投资者表面理解——“獐子岛涨幅最大，所以估值也最高”的观点完全相反，而且，我们并未给予獐子岛以品牌溢价和估值溢价。

- 通过 PE 估值比较，獐子岛合理估值区间为 31.31 元 - 35.83 元。当前股价 29.18 元，离目标区间还有 10 - 22.8% 的上涨空间。
- 我们重申“獐子岛——2010 年农业股首选”之观点，是兼具进攻性和防御性的良好投资品种，近期股价也表现出明显的“抗跌不抗涨”特征，我们重申公司“买入”评级。

图表 15：獐子岛合理估值区间 31.31-35.83 元

公司	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	12PE
好当家	8.60	0.18	0.26	0.40	46.58	33.24	21.33
东方海洋	11.40	0.32	0.45	0.54	36.16	25.30	21.27
壹桥苗业	44.80	0.86	1.35	2.02	52.28	33.11	22.13
平均					45.01	30.55	21.58
獐子岛	29.18	0.80	1.02	1.251	45.01	30.55	21.58
合理估值					35.83	31.31	

来源：齐鲁证券研究所

附表 1：《獐子岛养殖产品销售收入预测表》

附表 2：《獐子岛加工业务销售收入预测表》

附表 3：《獐子岛销售收入预测表》

附表 1: 獐子岛养殖产品销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
虾夷扇贝										
平均售价 (万元/吨)	2.30	2.48	2.82	2.87	2.90	2.61	2.48	2.73	2.86	3.01
增长率 (YOY)	N/A	7.64%	13.59%	2.10%	0.77%	-10.00%	-4.97%	10.32%	4.50%	5.50%
生产数量 (吨)	9711.26	10560.70	13293.53	14360.37	11688.11	16250.00	33750.00	52000.00	63000.00	75000.00
销售数量 (吨)	6211.46	6191.50	7058.03	10483.07	7012.87	11375.00	19575.00	28752.50	35235.00	41715.00
增长率 (YOY)	N/A	-0.32%	14.00%	48.53%	-33.10%	62.20%	72.09%	46.88%	22.55%	18.39%
销售收入 (百万元)	143.04	153.47	198.72	301.35	203.14	296.54	484.94	785.79	1006.28	1256.87
增长率 (YOY)	N/A	7.29%	29.48%	51.64%	-32.59%	45.98%	63.53%	62.04%	28.06%	24.90%
毛利率	54.72%	66.78%	69.80%	66.00%	67.00%	53.80%	58.66%	64.05%	66.09%	67.25%
销售成本 (百万元)	64.77	50.98	60.01	102.46	67.04	137.00	200.46	282.45	341.24	411.57
增长率 (YOY)	N/A	-21.28%	17.71%	70.73%	-34.57%	104.37%	46.32%	40.90%	20.81%	20.61%
毛利 (百万元)	78.27	102.49	138.71	198.89	136.10	159.54	284.48	503.34	665.05	845.30
增长率 (YOY)	N/A	30.94%	35.34%	43.39%	-31.57%	17.22%	78.32%	76.93%	32.13%	27.10%
刺参										
平均售价 (元/公斤)	126.35	128.69	129.78	144.90	190.40	150.00	225.00	292.50	312.50	332.50
增长率 (YOY)	N/A	1.85%	0.85%	11.65%	31.40%	-21.22%	50.00%	30.00%	6.84%	6.40%
生产数量 (吨)	169.00	261.00	366.00	428.16	506.40	1148.65	1394.44	1449.72	1672.81	2023.43
销售数量 (吨)	104.30	162.50	247.90	214.08	133.20	247.63	242.86	205.13	218.66	270.69
增长率 (YOY)	N/A	55.80%	52.55%	-13.64%	-37.78%	85.90%	-1.92%	-15.54%	6.60%	23.79%
销售收入 (百万元)	13.18	20.91	32.17	31.02	25.36	37.14	54.64	60.00	68.33	90.00
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-3.58%	-18.24%	46.46%	47.11%	9.80%	13.89%	31.72%
毛利率	50.00%	50.00%	50.00%	53.74%	70.09%	47.04%	64.69%	72.84%	74.58%	76.11%
销售成本 (百万元)	6.59	10.46	16.09	14.35	7.58	19.67	19.29	16.30	17.37	21.50
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	-10.79%	-47.15%	159.37%	-1.92%	-15.54%	6.60%	23.79%
毛利 (百万元)	6.59	10.46	16.09	16.67	17.78	17.47	35.35	43.70	50.96	68.50
增长率 (YOY)	N/A	58.69%	53.84%	3.63%	6.64%	-1.71%	102.32%	23.63%	16.60%	34.42%
鲍鱼										
平均售价 (元/公斤)	279.2	286.6	292.9	465.5	465.5	250.0	200.0	160.0	160.0	170.0
增长率 (YOY)	N/A	2.62%	2.23%	58.92%	0.00%	-46.30%	-20.00%	-20.00%	0.00%	6.25%
生产数量 (吨)	45.00	94.00	150.00	114.94	282.08	574.16	765.25	914.00	914.00	914.00
销售数量 (吨)	44.30	93.90	146.90	114.94	282.08	574.16	765.25	914.00	914.00	914.00
增长率 (YOY)	N/A	111.96%	56.44%	-21.76%	145.41%	103.55%	33.28%	19.44%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	12.37	26.91	43.03	53.51	131.32	143.54	153.05	146.24	146.24	155.38
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	24.34%	145.41%	9.31%	6.63%	-4.45%	0.00%	6.25%
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	42.90%	48.00%	38.00%	33.00%	34.00%	35.00%	36.00%
销售成本 (百万元)	7.42	16.14	25.82	30.55	68.28	88.99	102.54	96.52	95.06	99.44
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	18.33%	123.50%	30.33%	15.22%	-5.88%	-1.52%	4.62%
毛利 (百万元)	4.9	10.8	17.2	23.0	63.0	54.5	50.5	49.7	51.2	55.9
增长率 (YOY)	N/A	117.52%	59.93%	33.36%	174.59%	-13.46%	-7.40%	-1.55%	2.94%	9.29%
海胆										
销售收入 (百万元)	25.47	7.12	14.59	25.47	20.00	38.05	34.24	15.00	16.50	18.15
毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.60%	11.16%	11.16%	31.30%	36.30%	41.30%
销售成本 (百万元)				17.83	13.88	33.80	30.42	10.31	10.51	10.65
其他										
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售成本 (百万元)				0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
海水养殖销售收入合计 (百万元)	204.23	237.53	300.55	411.35	379.81	515.27	726.88	1007.03	1237.36	1521.41
养殖业务成本合计 (百万元)	97.68	111.78	128.67	165.19	156.78	279.47	352.72	405.57	464.17	543.17
养殖业务毛利 (百万元)	106.54	125.75	171.89	246.16	223.03	235.80	374.16	601.46	773.18	978.24
养殖业务毛利率 (%)	52.17%	52.94%	57.19%	59.84%	58.72%	45.76%	51.48%	59.73%	62.49%	64.30%

来源: 齐鲁证券研究所

附表 2：獐子岛加工业务销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
虾夷贝柱										
产量 (吨)	399.20	460.00	966.30	700.00	715.00	1,015.00	1,165.00	1,195.00	1,555.00	2,105.00
销售数量 (吨)	396.20	420.70	806.20	833.15	589.58	865.00	1,090.00	1,180.00	1,375.00	1,830.00
增长率 (YOY)	N/A	6.18%	91.63%	3.34%	-29.23%	46.71%	26.01%	8.26%	16.53%	33.09%
产销率 (%)	99.25%	91.46%	83.43%	119.02%	82.46%	85.22%	93.56%	98.74%	88.42%	86.94%
销售单价 (元/吨)	47,562	55,838	68,941	55,842	50,258	50,258	50,258	50,258	50,258	50,258
销售收入 (百万元)	18.84	23.49	55.58	46.52	29.63	43.47	54.78	59.30	69.10	91.97
增长率 (YOY)	N/A	24.66%	136.60%	-16.29%	-36.31%	46.71%	26.01%	8.26%	16.53%	33.09%
半壳虾夷贝										
产量 (吨)	428.80	810.60	876.20	700.00	715.00	1,065.00	1,240.00	1,275.00	1,695.00	2,470.00
销售数量 (吨)	566.70	615.40	989.00	788.10	589.58	890.00	1,152.50	1,257.50	1,485.00	2,082.50
增长率 (YOY)	N/A	8.59%	60.71%	-20.31%	-25.19%	50.95%	29.49%	9.11%	18.09%	40.24%
产销率 (%)	132.16%	75.92%	112.87%	112.59%	82.46%	83.57%	92.94%	98.63%	87.61%	84.31%
销售单价 (元/吨)	18,556.60	19,307.80	21,271.00	17,229.51	15,506.56	15,506.56	15,506.56	15,506.56	15,506.56	15,506.56
销售收入 (百万元)	10.52	11.88	21.04	13.58	9.14	13.80	17.87	19.50	23.03	32.29
增长率 (YOY)	N/A	12.99%	77.05%	-35.45%	-32.67%	50.95%	29.49%	9.11%	18.09%	40.24%
虾夷贝柱连籽										
产量 (吨)	654.40	784.60	1,258.70	700.00	715.00	1,065.00	1,240.00	1,265.00	1,870.00	2,655.00
销售数量 (吨)	568.00	789.60	985.80	979.35	589.58	890.00	1,152.50	1,432.50	1,747.50	2,262.50
增长率 (YOY)	N/A	39.01%	24.85%	-0.65%	-39.80%	50.95%	29.49%	24.30%	21.99%	29.47%
产销率 (%)	86.80%	100.64%	78.32%	139.91%	82.46%	83.57%	92.94%	88.15%	93.45%	85.22%
销售单价 (元/吨)	52973.60	55191.20	67266.20	54,485.62	49,037.06	49,037.06	49,037.06	49,037.06	49,037.06	49,037.06
销售收入 (百万元)	30.09	43.58	66.31	53.36	28.91	43.64	56.52	70.25	85.69	110.95
增长率 (YOY)	N/A	44.83%	52.16%	-19.53%	-45.82%	50.95%	29.49%	24.30%	21.99%	29.47%
盐渍、即食等加工海参										
产量 (吨)	7.70	15.10	30.20	39.74	57.27	138.27	168.17	206.46	214.33	265.22
销售数量 (吨)	6.30	13.70	24.60	32.37	46.65	112.63	136.99	167.23	173.60	214.83
增长率 (YOY)	N/A	117.46%	79.56%	31.59%	44.11%	141.43%	21.63%	22.08%	3.81%	23.75%
产销率 (%)	81.82%	90.73%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.46%	81.00%	81.00%	81.00%
销售单价 (元/公斤)	847	858	897	900	1170	1229	1351	1757	1932	2126
销售收入 (百万元)	5.34	11.75	22.08	29.13	54.58	138.36	185.12	293.79	335.48	456.65
增长率 (YOY)	N/A	120.10%	87.90%	31.97%	87.35%	153.50%	33.79%	58.70%	14.19%	36.12%
精包装旅游食品(即食鲍鱼等)										
销量 (吨)	0.00	0.00	0.00	2.30	18.38	28.50	56.99	74.09	96.31	136.31
销售单价 (百万元/吨)	0.00	0.00	0.00	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50	2.50
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	5.75	45.96	71.24	142.48	185.22	240.78	340.78
其他产品										
销售收入 (百万元)	9.16	21.64	39.67	59.51	59.51	77.36	104.43	125.32	147.87	174.49
獐子岛海石公司										
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	22.00	19.80	18.81	20.00	20.00
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	47.49%	44.99%	42.99%	40.99%
加工业务总销售收入 (百万元)	73.95	112.34	204.67	207.85	227.73	409.87	581.00	772.18	921.96	1227.14
加工业务销售成本 (百万元)	54.40	78.99	131.24	162.36	186.74	356.84	515.67	644.62	864.36	1444.47
加工业务毛利率 (%)	26.43%	29.69%	35.88%	21.89%	18.00%	12.94%	11.24%	12.74%	13.74%	14.74%

来源：齐鲁证券研究所

附表3：獐子岛销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
养殖业										
销售收入（百万元）	204.2	237.53	300.55	411.35	379.81	515.27	680.13	1,007.03	1,237.36	1,521.41
增长率（YOY）	N/A	16.31%	26.53%	36.87%	-7.67%	35.66%	31.99%	48.06%	22.87%	22.96%
毛利率	52.17%	52.94%	52.18%	58.84%	58.72%	45.78%	52.75%	58.73%	62.48%	64.33%
销售成本（百万元）	97.7	111.78	128.67	165.19	156.78	279.47	321.39	405.57	464.17	543.17
增长率（YOY）	N/A	14.44%	15.10%	28.39%	-5.09%	78.25%	15.00%	26.19%	14.45%	17.02%
毛利（百万元）	106.5	125.75	171.89	246.16	223.03	235.80	358.73	601.46	773.18	978.24
增长率（YOY）	N/A	18.03%	36.69%	43.21%	-9.40%	5.73%	52.13%	67.66%	28.55%	26.52%
占总销售额比重	69.47%	64.86%	58.00%	64.50%	59.21%	51.17%	44.98%	48.17%	49.46%	50.05%
占主营业务利润比重	82.81%	78.68%	69.89%	83.10%	85.81%	77.60%	84.63%	81.18%	82.26%	81.59%
加工业										
销售收入（百万元）	73.9	112.34	204.67	207.85	227.73	409.87	572.58	772.18	921.96	1,227.14
增长率（YOY）	N/A	N/A	82.19%	1.55%	9.56%	79.98%	39.70%	34.86%	19.40%	33.10%
毛利率	26.43%	29.89%	35.88%	21.89%	18.00%	12.34%	9.94%	12.74%	13.74%	14.74%
销售成本（百万元）	54.4	78.99	131.24	162.36	186.74	356.84	515.67	673.77	795.24	1,046.21
增长率（YOY）	N/A	N/A	66.16%	23.71%	15.02%	91.09%	44.51%	30.66%	18.03%	31.56%
毛利（百万元）	19.5	33.36	73.43	45.49	40.99	53.04	56.91	98.41	126.72	180.93
增长率（YOY）	N/A	N/A	120.16%	-38.05%	-9.90%	29.39%	7.31%	72.91%	28.77%	42.79%
占总销售额比重	25.15%	30.68%	39.50%	32.59%	35.50%	40.70%	37.87%	36.94%	36.85%	40.37%
占主营业务利润比重	15.19%	20.87%	29.86%	15.36%	15.77%	17.45%	13.43%	13.28%	13.48%	15.09%
交通、餐饮、转口贸易等										
销售收入（百万元）	15.8	16.33	12.97	18.59	33.88	81.84	259.44	311.33	342.46	291.09
增长率（YOY）	N/A	N/A	-20.54%	43.30%	82.26%	141.56%	217.00%	20.00%	10.00%	-15.00%
毛利率	16.26%	4.43%	4.73%	24.61%	-12.11%	18.37%	3.17%	13.17%	11.67%	13.67%
销售成本（百万元）	13.2	15.60	12.36	14.02	37.99	66.81	251.21	270.32	302.49	251.30
增长率（YOY）	N/A	N/A	-20.79%	13.40%	171.03%	75.88%	276.03%	7.61%	11.90%	-16.92%
毛利（百万元）	2.6	0.72	0.61	4.57	-4.10	15.04	8.23	41.01	39.97	39.80
增长率（YOY）	N/A	N/A	-15.21%	646.17%	-189.72%	-466.37%	-45.27%	398.34%	-2.53%	-0.43%
占总销售额比重	9.56%	7.91%	4.76%	5.44%	8.88%	11.64%	23.84%	23.07%	21.93%	15.81%
占主营业务利润比重	2.00%	0.45%	0.25%	1.54%	-1.58%	4.95%	1.94%	5.54%	4.25%	3.32%
销售总收入（百万元）	294.0	366.2	518.2	637.8	641.4	1,007.0	1,512.2	2,090.5	2,501.8	3,039.6
销售总成本（百万元）	165.3	206.4	272.3	341.6	381.5	703.1	1,088.3	1,349.7	1,561.9	1,840.7
毛利（百万元）	128.7	159.8	245.9	296.2	259.9	303.9	423.9	740.9	939.9	1,199.0
平均毛利率	43.76%	43.65%	47.46%	46.45%	40.52%	30.18%	28.03%	35.44%	37.57%	39.44%

来源：齐鲁证券研究所

附录2：财务预测简表

损益表 (人民币百万元)								资产负债表 (人民币百万元)							
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	638	641	1,007	1,512	2,091	2,502	3,040	货币资金	254	191	109	50	50	50	50
增长率		0.6%	57.0%	50.2%	38.2%	19.7%	21.5%	应收款项	35	11	53	50	63	76	105
主营业务成本	-342	-382	-703	-1,088	-1,350	-1,562	-1,841	存货	389	763	990	1,506	1,722	2,097	2,931
% 销售收入	53.6%	59.5%	69.8%	72.0%	64.6%	62.4%	60.6%	其他流动资产	27	51	76	100	114	138	193
毛利	296	260	304	424	741	940	1,199	流动资产	705	1,015	1,228	1,706	1,948	2,361	3,278
% 销售收入	46.4%	40.5%	30.2%	28.0%	35.4%	37.6%	39.4%	% 总资产	57.0%	64.4%	67.5%	76.4%	79.7%	83.6%	88.3%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-3	-3	-4	-6	长期投资	21	25	28	29	28	28	28
% 销售收入	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	435	450	492	459	425	392	358
营业费用	-31	-45	-64	-98	-146	-188	-243	% 总资产	35.2%	28.5%	27.1%	20.6%	17.4%	13.9%	9.7%
% 销售收入	4.8%	7.0%	6.4%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	无形资产	77	83	64	37	41	43	46
管理费用	-73	-44	-81	-98	-146	-187	-242	非流动资产	532	561	592	527	496	465	434
% 销售收入	11.4%	6.9%	8.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%	% 总资产	43.0%	35.6%	32.5%	23.6%	20.3%	16.4%	11.7%
息税前利润 (EBIT)	192	170	157	225	446	561	708	资产总计	1,237	1,576	1,820	2,233	2,444	2,826	3,712
% 销售收入	30.1%	26.5%	15.6%	14.9%	21.3%	22.4%	23.3%	短期借款	43	312	317	454	392	418	799
财务费用	-21	-7	-20	-20	-38	-37	-61	应付款项	44	61	105	128	148	180	251
% 销售收入	3.4%	1.1%	1.9%	1.3%	1.8%	1.5%	2.0%	其他流动负债	72	36	33	394	180	222	297
资产减值损失	0	1	-3	-5	0	0	0	流动负债	159	409	455	976	721	820	1,348
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	长期贷款	8	7	98	128	148	158	158
投资收益	3	5	2	2	2	2	2	其他长期负债	2	1	0	0	0	0	0
% 税前利润	1.6%	2.9%	1.6%	0.8%	0.4%	0.3%	0.2%	负债	169	417	553	1,104	869	978	1,506
营业利润	173	169	137	202	409	526	648	普通股股东权益	1,066	1,159	1,250	1,118	1,564	1,837	2,195
营业利润率	27.1%	26.4%	13.6%	13.3%	19.6%	21.0%	21.3%	少数股东权益	1	0	17	11	11	11	11
营业外收支	-1	7	4	25	5	5	5	负债股东权益合计	1,237	1,576	1,820	2,233	2,444	2,826	3,712
税前利润	172	176	142	227	414	531	653	比率分析							
利润率	27.0%	27.4%	14.1%	15.0%	19.8%	21.2%	21.5%		2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-4	-8	-17	-31	-54	-67	-87	每股指标							
所得税率	2.4%	4.6%	11.7%	13.7%	13.0%	12.6%	13.4%	每股收益	1.477	1.483	0.554	0.913	0.750	0.928	1.215
净利润	168	168	125	196	360	464	566	每股净资产	9.430	10.248	5.527	4.941	3.458	4.061	4.851
少数股东损益	1	0	0	-11	0	0	0	每股经营现金净流	1.610	-1.222	-0.043	-1.101	0.433	0.276	-0.374
归属于母公司的净利润	167	168	125	207	360	464	566	每股股利	0.000	0.700	0.300	1.500	0.262	0.325	0.425
净利率	26.2%	26.1%	12.4%	13.7%	17.2%	18.5%	18.6%	回报率							
现金流量表 (人民币百万元)								净资产收益率	15.67%	14.47%	10.02%	18.49%	21.69%	22.86%	25.05%
	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	总资产收益率	13.50%	10.64%	6.88%	9.25%	13.88%	14.86%	14.81%
净利润	167	168	125	207	360	464	566	投入资本收益率	16.81%	10.97%	8.27%	11.36%	17.32%	18.43%	18.87%
少数股东损益	1	0	0	0	0	0	0	增长率							
非现金支出	52	69	87	45	40	41	41	主营业务收入增长率	23.08%	0.57%	56.99%	50.17%	26.33%	21.14%	37.44%
非经营收益	15	3	12	1	32	32	56	EBIT 增长率	9.59%	-11.83%	-7.38%	43.07%	88.60%	21.92%	33.65%
营运资金变动	-52	-378	-234	-491	-216	-368	-816	净利润增长率	11.22%	0.37%	-25.34%	64.99%	64.22%	23.80%	30.86%
经营活动现金净流	182	-138	-10	-238	217	169	-153	总资产增长率	66.25%	27.37%	15.48%	22.67%	9.47%	15.64%	31.33%
资本开支	-207	-105	-72	44	-4	-5	-5	资产管理能力							
投资	-1	-2	-4	-1	0	0	0	应收账款周转天数	12.7	12.4	10.5	10.0	10.0	10.0	10.0
其他	-1	0	4	2	2	2	2	存货周转天数	358.3	550.9	455.1	505.1	505.1	505.1	505.1
投资活动现金净流	-209	-107	-72	45	-3	-4	-4	应付账款周转天数	38.8	40.9	37.2	35.2	35.2	35.2	35.2
股权募资	683	0	0	0	226	0	0	固定资产周转天数	217.7	248.7	173.5	107.5	78.7	59.6	39.6
债权募资	-318	268	53	167	-42	35	382	偿债能力							
其他	-117	-85	-53	-22	-378	-157	-209	净负债/股东权益	-18.98%	11.04%	24.17%	47.15%	31.13%	28.45%	41.14%
筹资活动现金净流	249	182	0	145	-193	-122	173	EBIT 利息保障倍数	9.0	24.6	8.0	11.1	11.2	13.9	11.3
现金净流量	222	-63	-82	-48	21	44	16	资产负债率	13.69%	26.45%	30.39%	49.45%	35.54%	34.60%	40.58%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话:021-58303470

手机:13641659577

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双

鸽大厦 19 楼

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话:021-58206173

手机:18621368050

传真:021-58318543

邮编:200122

地址:上海市浦电路 438 号双鸽

大厦 19 楼

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-81283786

手机:15806668226

传真:0531-81283791

邮编:250010

地址:山东济南经十路 17703

号华特广场 B501