

## 公司报告

## 经营战略转型、未来发展可期

### 水产养殖

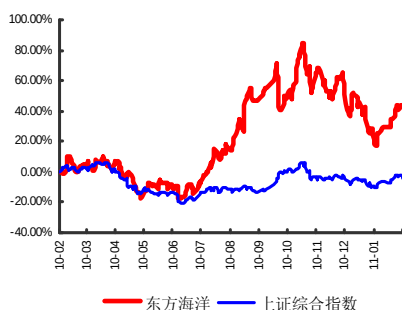
2011年3月1日

## ——东方海洋（002086）深度研究报告

评级：强烈推荐（首次）

合理价格：23.32-25.44元

### 52周走势：



### 报告作者：

国联证券研究所食品饮料小组

组长：周纪庚

执业证书编号：S0590210100011

### 联系人：

杨天明

电话：0510-82832380

Email: yangtm@glsc.com.cn

### 独立性声明：

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，特此申明。

### 投资要点：

- **国内海参养殖规模最大的上市公司。**公司经过定向增发后，拥有水质优良的海域4.14万亩，一跃成为国内海参养殖规模最大的上市公司。公司海参采取底播增殖的方式，品质好、价格高，未来增长较确定。
  - **2011年公司业绩增长有保障。**宏观产业政策支持，消费升级大趋势促进；公司海参产量大增，价格优势和品质优势为推动业绩增长的主力；三文鱼养殖2011年有望产生收益；胶原蛋白随营销网络铺设增长潜力巨大，业绩短期增长有保障。
  - **受益于经济区规划，政策支持力度大。**《山东半岛蓝色经济区发展规划》获得正式批复，山东半岛蓝色经济区建设上升为国家战略。公司地处烟台，作为“农业产业化行业十强龙头企业”势必会得到更多的政府支持，为公司扩大养殖和生产规模提供了保证。
  - **“两条腿走路”，立志打造长期增长之路。**公司逐步加大市场运作化力度，拓宽销售渠道，销售网络逐步形成。同时，公司还积极扶持海水养殖新产品开发和试养殖，双重作用下打造长期增长之路。
- “强烈推荐”评级，合理价格23.32-25.44元。根据预测，2010-2012年，公司EPS分别为0.30、0.53、0.74元。我们给予公司2011年44-48倍市盈率，合理价格为23.32-25.44元。

| 单位：百万元   | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 560.08 | 473.51 | 627.21 | 788.54 | 945.84 |
| YOY(%)   | 20.7%  | -15.5% | 32.5%  | 25.7%  | 19.9%  |
| 营业利润     | 44.63  | 50.16  | 69.45  | 126.97 | 178.94 |
| 归属母公司净利润 | 45.88  | 55.30  | 73.57  | 129.64 | 180.31 |
| EPS(元)   | 0.38   | 0.23   | 0.30   | 0.53   | 0.74   |
| ROA(%)   | 2.9%   | 3.4%   | 3.9%   | 6.2%   | 8.0%   |
| ROE(%)   | 4.4%   | 5.1%   | 6.6%   | 11.1%  | 14.5%  |
| P/E      | 45.9   | 76.2   | 57.3   | 32.5   | 23.4   |
| P/B      | 2.0    | 3.9    | 3.8    | 3.6    | 3.4    |

## 目 录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 目 录 .....                         | 2  |
| 一、东方海洋：海水养殖加工巨头、品质优良 .....        | 4  |
| 1.1 合理的股权结构 .....                 | 4  |
| 1.2 强大的海水养殖及水产品加工能力 .....         | 5  |
| 1.3 优良的公司品质 .....                 | 6  |
| 1.4 日益完善的产品体系 .....               | 6  |
| 1.5 全面的产业链布局 .....                | 7  |
| 二、适时调整，进军海珍品养殖业 .....             | 7  |
| 三、大环境：海水养殖业处于黄金时期 .....           | 8  |
| 3.1 海洋捕捞、海水养殖此消彼长，海水养殖地位提高 .....  | 8  |
| 3.2 受益于消费升级 .....                 | 9  |
| 3.3 食品替代作用愈加显著 .....              | 9  |
| 3.4 产业政策的支持 .....                 | 10 |
| 四、三因素助推公司 2011 年业绩大幅提升 .....      | 11 |
| 4.1 海参产量增加、价格高企：公司短期业绩高增长确定 ..... | 11 |
| 4.2 三文鱼培育：有望“再添一把柴” .....         | 12 |
| 4.3 胶原蛋白存在广阔的业绩想象空间 .....         | 13 |
| 五、力求突破，公司打造长期增长之路 .....           | 14 |
| 5.1 产业支持：受益于《山东半岛蓝色经济区发展规划》 ..... | 14 |
| 5.2 营销网络铺设，产品推广渠道逐步打通 .....       | 15 |
| 5.3 白海参有望规模化养殖 .....              | 16 |
| 5.4 海参育苗业务有望促使产业结构进一步升级 .....     | 16 |
| 六、财务指标分析 .....                    | 16 |
| 6.1 盈利能力分析 .....                  | 16 |
| 6.2 偿债能力分析 .....                  | 17 |
| 6.3 资产周转能力分析 .....                | 18 |
| 6.4 现金流量分析 .....                  | 19 |
| 七、盈利预测 .....                      | 19 |
| 八、估值和投资建议 .....                   | 21 |
| 九、风险因素 .....                      | 21 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 1: 东方海洋股权结构图 .....              | 4  |
| 图表 2: 东方海洋子公司明细 (2009 年数据) .....   | 5  |
| 图表 3: 东方海洋加工及养殖基地分布 .....          | 5  |
| 图表 4: 东方海洋产品线分布 .....              | 6  |
| 图表 5: 公司收入及构成 (单位: 百万) .....       | 8  |
| 图表 6: 公司毛利及构成 (单位: 百万) .....       | 8  |
| 图表 7: 海水养殖产量及增速 (万吨、%) .....       | 8  |
| 图表 8: 海水养殖占比越来越高 (%) .....         | 8  |
| 图表 9: 居民收入及增速变化 (元、%) .....        | 9  |
| 图表 10: 消费结构逐渐升级—恩格尔系数变化 .....      | 9  |
| 图表 11: 耕地面积变化 (万亩) .....           | 10 |
| 图表 12: 中国人口数量变化 (亿) .....          | 10 |
| 图表 13: 城镇居民年人均购买粮食和水产变化 (公斤) ..... | 10 |
| 图表 14: 城镇居民年人均购买粮食和水产变化 (公斤) ..... | 10 |
| 图表 15: 东方海洋海参养殖面积分布 (单位: 亩) .....  | 11 |
| 图表 16: 公司海参养殖面积位居上市公司首位 (万亩) ..... | 11 |
| 图表 17: 公司海参业务分析—五力分析表 .....        | 12 |
| 图表 18: 东方海洋胶原带白的美容作用 .....         | 13 |
| 图表 19: 东方海洋胶原蛋白的养生作用 .....         | 13 |
| 图表 20: 山东半岛蓝色经济区发展规划图 .....        | 14 |
| 图表 21: 东方海洋经销商数量快速增加 (单位: 家) ..... | 15 |
| 图表 22: 东方海洋 2010 年广告投入分布情况 .....   | 15 |
| 图表 23: 东方海洋经销商网络 .....             | 15 |
| 图表 24: 东方海洋营业收入 (单位: 百万元) .....    | 17 |
| 图表 25: 东方海洋利润稳定增长 (单位: 百万元) .....  | 17 |
| 图表 26: 公司主营业务毛利率持续增加 .....         | 17 |
| 图表 27: 公司期间费用率呈上升趋势 .....          | 17 |
| 图表 28: 报告期公司偿债能力 .....             | 18 |
| 图表 29: 近三年公司资产周转情况 (单位: 次) .....   | 18 |
| 图表 30: 公司现金流量情况 .....              | 19 |
| 图表 31: 公司主要产品销量及毛利率假设 .....        | 20 |
| 图表 32: 可比公司估值情况 (2011-3-1) .....   | 21 |

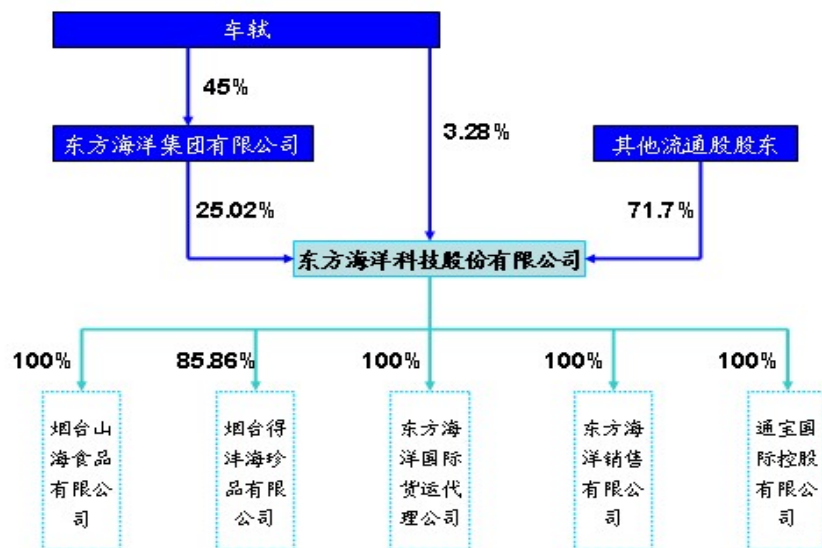
## 一、东方海洋：海水养殖加工巨头、品质优良

东方海洋科技有限公司所在地烟台，自然条件优越，是我国重点渔区之一；交通便利，现有港口 9 处，为国家一类开放口岸，其中烟台港为北方重要的外贸枢纽港。这些都为公司长足的发展奠定了基础。

### 1.1 合理的股权结构

东方海洋科技有限公司成立于2001年12月19日，是由东方海洋有限公司（现为东方海洋集团有限公司）作为主发起人，联合北京恒百锐商贸有限公司、烟台市金源科技有限责任公司及车轹等10 名自然人共同发起设立而成，并于2006 年11月28日在深交所挂牌上市。

图表 1：东方海洋股权结构图



数据来源：公司公告，国联证券研究所

2008年3月，公司完成非公开发行股票，募集资金约5.7亿元，用于海参海参增养殖项目及海藻遗传育种中心项目建设。公司海水养殖实力大增。

目前，公司拥有4家全资子公司以及一家控股子公司，控股股东为东方海洋集团，其持有公司25.02%的股权，实际控制人车轹直接持有公司3.28%的股权，同时，车轹作为东方海洋第一大股东持有其45%的股权。

图表 2: 东方海洋子公司明细 (2009 年数据)

| 子公司            | 注册资金  | 持有股份   | 总资产      | 净利润     | 主营业务         |
|----------------|-------|--------|----------|---------|--------------|
| 烟台山海食品有限公司     | 5000  | 100%   | 13236.47 | 266.53  | 水产品、果蔬产品冷藏加工 |
| 烟台得洋海珍品有限公司    | 16596 | 85.86% | 18140.65 | 1006.13 | 水产品养殖及研究     |
| 东方海洋国际货运代理有限公司 | 500   | 100%   | 500.67   | 0.07    | 国际货运代理, 代理报关 |
| 山东东方海洋销售有限公司   | 200   | 100%   | 10 年新设   | 10 年新设  | 预包装食品销售      |
| 通宝国际控股有限公司     | 500   | 100%   | 10 年新设   | 10 年新设  | 进出口贸易、信息咨询   |

数据来源: 公司公告、国联证券研究所

## 1.2 强大的海水养殖及水产品加工能力

公司是一家集海水养殖、冷藏加工、科研推广及国际贸易于一体的国家级高新技术企业。主营业务为海洋水产品加工和海水养殖, 海洋水产品加工业务包括进料加工和来料加工两种, 产品主要包括冻红鱼片、冻鳕鱼片和冻真鳕鱼片等, 海水养殖主要产品包括海带苗、大菱鲆、牙鲆鱼和海参等产品。

### 强大的海水养殖能力:

目前公司拥有北方最大的海带育苗基地, 年产海带苗达 14 亿株; 拥有海参养殖海域 4.14 万亩, 养殖能力达 1933.52 吨, 是国内海参养殖规模最大的上市公司; 拥有鱼类工厂化育苗和养殖面积 28000 平米, 具备年产大菱鲆、牙鲆鱼等鲆鲽鱼 500 吨的育苗与养殖能力。

图表 3: 东方海洋加工及养殖基地分布



数据来源: 公司网站, 国联证券研究所

### 蓄势待发的水产品加工能力:

公司已经具备年产 5.8 万吨的冷藏水产品 (真鳕鱼、红鱼、鳕鱼、鲱鱼和



鲈鱼等)加工能力,现代化冷藏加工能力达80000吨/次。目前公司提高水产品深加工率,已建设年产能力150吨胶原蛋白生产线,年加工鲜海参能力400吨以上的干海参生产线和年加工鲜参能力400吨以上的即食海参生产线。

### 1.3 优良的公司品质

公司是首批国家星火计划龙头企业创新中心、首批全国农产品加工企业技术创新中心和国家级企业研究开发中心、中国水产加工贸易25强企业、中国百强食品龙头企业,被海关评定为“十佳”诚信企业。先后与中科院海洋研究所、鲁东大学等共建了海洋科技示范基地等科技创新平台。近五年来,共承担国家级项目11项,获得国家专利13项,获省部级以上科技奖励11项。2007年,公司被科技部批准为国家海藻工程技术研究中心组建单位。

公司积极推行标准化生产与管理,先后通过欧盟卫生注册、HACCP认证、ISO9001认证、ISO14001认证、OHSMS18001认证、BRC认证、IFS认证、ETI认证、GMP认证、主要养殖产品均取得无公害产地认定和无公害产品认证;其中大菱鲆养殖场通过ChinaGAP认证;保税仓储已通过4A级仓储物流企业认证;海参产品已获准使用烟台海参地理标志产品专用标志。

### 1.4 日益完善的产品体系

近几年,公司在原有的海水养殖及水产品加工业务的基础上,扩展水产新品种培育,逐步提高水产品深加工率,由简单的来料加工,转向胶原蛋白(肽)、即食海参、盐渍海参的深加工。目前公司的深海鳕鱼胶原蛋白、原生态野生刺参、深海水产品精加工三大系列产品全面投放国内市场,品牌效应逐渐凸显。

图表 4: 东方海洋产品线分布

|      | 产品体系    | 细分产品                                           | 销处   |
|------|---------|------------------------------------------------|------|
| 原有业务 | 海水养殖    | 海参、大菱鲆、牙鲆鱼、海带苗(主要品种“901”海带、“东方2号”杂交海带)等        | 国内市场 |
|      | 水产品加工   | 红鱼、鳕鱼、大西洋鳕鱼、黑线鳕鱼、真鳕鱼加工等                        | 国外为主 |
| 逐步拓展 | 胶原蛋白(肽) | 胶原蛋白肽海尊系列、胶原蛋白肽海翔系列、胶原蛋白肽海芝系列、胶原蛋白肽海宝系列、宜生娇缘系列 | 国内市场 |
|      | 海参深加工   | 淡干海参、盐干海参、冻干海参、高压冷冻海参、液态海参、海参胶囊等               | 国内市场 |
|      | 水产品精加工  | 鱼、虾、贝类产品精加工系列产品                                | 国内市场 |

数据来源: 公司资料、国联证券研究所

### 1.5 全面的产业链布局

目前，东方海洋通过实施产业化经营模式，创新海洋开发生态高效经营模式，构筑完善的海洋水产品养殖和水产品加工贸易产业链，建设具备核心竞争力、可持续发展的全国渔业龙头企业。

一、实施海域资源控制战略，实现产业扩张。通过开发控制优质海域资源，构建完善的海水产品养殖业务体系，从而降低水产品上游产品的生产成本。

二、实施技术创新战略，实现产品升级换代。通过提高加工产品科技含量和产品附加值，提升科技创新能力，实现公司产品升级和跨越式发展。

三、实施市场化战略，打造公司品牌形象。积极推进国内外市场网络建设，引导消费趋向，从而提高公司产品市场份额，提高经济效益。

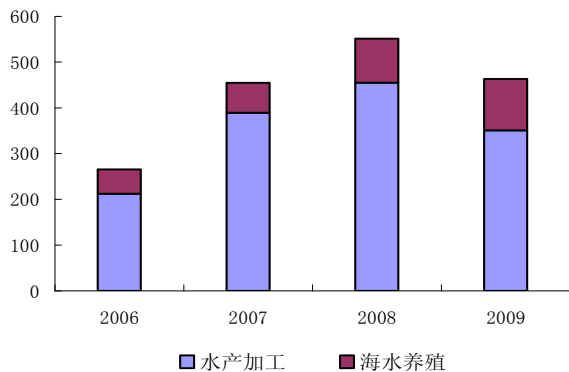
## 二、适时调整，进军海珍品养殖业

2006年，鉴于当时形势的判断，公司募集大约2.58亿元用于水产品加工贸易基地项目建设，此举极大的增强了公司水产品加工能力。但近几年在人民币升值、经营成本升高的共同作用下，“两头在外”的水产品加工业面临很大的经营压力，毛利率一直维持在10%左右的地位。特别是09年，受经济危机的影响，公司的水产品加工出口业务受到很大的冲击，水产品加工营业收入大幅下滑23%。基于公司利益的考虑，公司逐步调整产业结构，大力发展毛利率高的海水养殖业务，于2008年定向增发收购了4.12万亩海域用于海参增养殖，逐步建立完善的海参、藻类育种、育苗和养殖技术体系，实现海参养殖规模化和标准化。

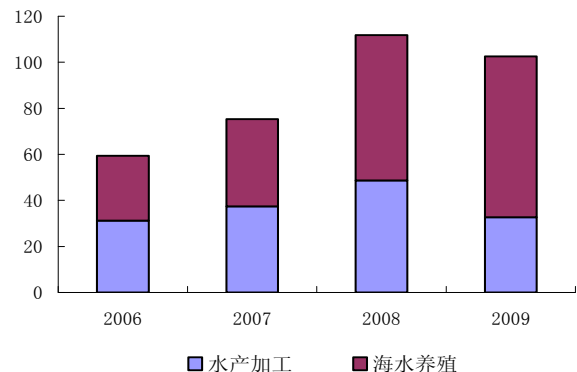
公司调整水产品加工出口与海水养殖业务比重的同时，逐步增加和调整养殖产品种类，研究海参先进加工方法，适度降低大菱鲆等市场波动较大的名贵鱼产品生产规模。根据市场实际情况采取多种经营模式，抢抓机遇，扩大公司国内国际的市场份额，提高经济效益。积极推进国内外市场网络建设，引导消费趋向，扩大市场份额。

目前公司虽然仍保持水产品加工出口为主，以海水养殖为辅的格局，但随着公司经营战略逐步调整，海水养殖业在营业收入的占比不断上升。截止2009年占比已上升到23.74%。10年上半年对净利润、毛利润的贡献已经分别达到60%、70%。

图表 5: 公司收入及构成 (单位: 百万)



图表 6: 公司毛利及构成 (单位: 百万)



数据来源: WIND、国联证券研究所

### 三、大环境: 海水养殖业处于黄金时期

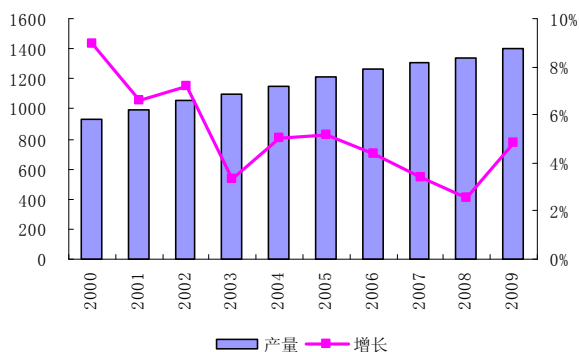
我们认为, 未来一段时间内, 我国海水养殖加工业将会受到三大因素的有力驱动, 从而获得较快的发展。

1999 年, 农业部决定海洋捕捞计划实行“零增长”, 2000 年又实施海洋捕捞“负增长”政策。

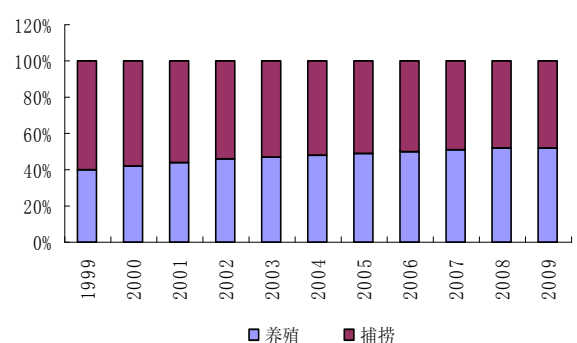
#### 3.1 海洋捕捞、海水养殖此消彼长, 海水养殖地位提高

为保护渔业资源、实现海洋经济可持续发展, 我国制定实施了捕捞“零增长”计划, 并把发展渔业资源、实现“以养兴渔”作为海洋渔业经济结构调整的方向。由此导致我国海水捕捞产量增长极其缓慢, 已不能满足水产品日益增长的需求, 海洋捕捞资源衰退使海水养殖成为海洋水产品生产的第一选择。

图表 7: 海水养殖产量及增速 (万吨、%)



图表 8: 海水养殖占比越来越高 (%)



数据来源: WIND、国联证券研究所

海水捕捞产量从2000年的1275.95万吨增长到2009年的1276.33万吨, 十年间仅仅增加0.38万吨; 而同时期海水养殖产量则增加了477.26万吨。海水养殖产品



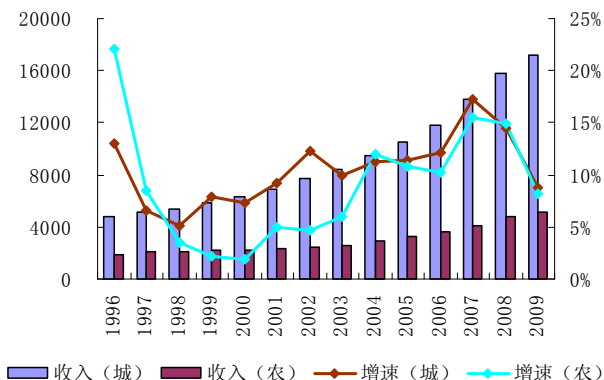
在海水产品中的比重从2000年的42%提高到2009年的52.4%。在渔业中的地位得到极大的提升。

### 3.2 受益于消费升级

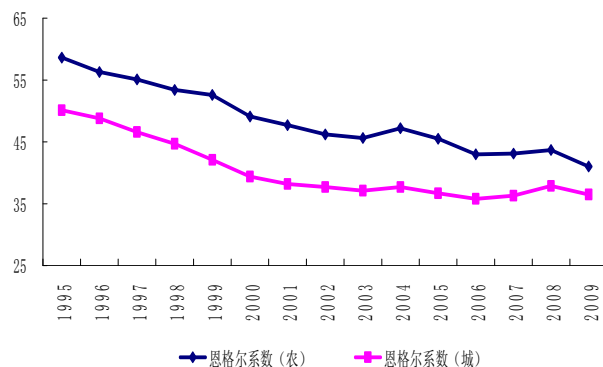
未来一段时间内，我国经济保持较高增速依然是极大概率事件，加之国家提高居民收入政策等因素的影响，人民收入水平将不断提高，从而带动消费的增长，这为海水养殖加工产业的蓬勃发展奠定了良好的外部发展环境。

随着居民消费能力不断增强，消费结构将逐渐由低级向高级、由单纯追求数量向追求质量转变，特别是对工业制成品、半成品的需求将大幅度上升，从而为食品工业提供更广阔的市场。同时，随着人们的健康、环保和高营养的价值理念逐步普及，高蛋白、低脂肪的海水产品的需求将会走高，未来一段时期内海水养殖及其产品加工蕴含巨大的潜能。

图表 9: 居民收入及增速变化 (元、%)



图表 10: 消费结构逐渐升级—恩格尔系数变化



数据来源: WIND、国联证券研究所

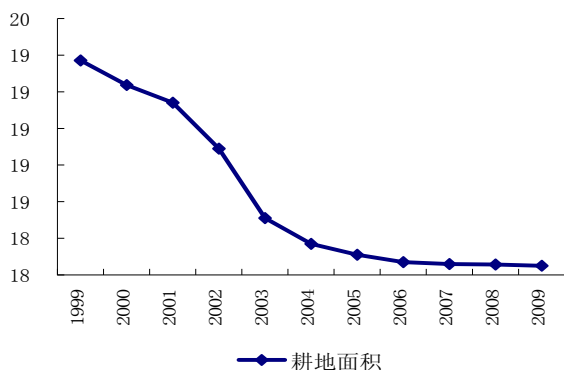
### 3.3 食品替代作用愈加显著

随着我国城镇化的不断推进以及环境的恶化等因素的影响，耕地面积逐年减少，2008年全国耕地面积18.26亿亩，比1996年下降1.25亿亩，年均减少1100万亩，而与之相对应的是人口数量还在不断增长。因此，发展海水养殖业对于保障食品供应、促进国民经济发展具有十分重要的意义。最重要的是，相对于其他农作物而言，水产动植物具有养殖占地面积少、转换率高等特点，特别是海洋水生物具有可再生的优势，意味着未来的一段时期内渔业将在粮食安全体系构建中发挥越来越重要的作用。

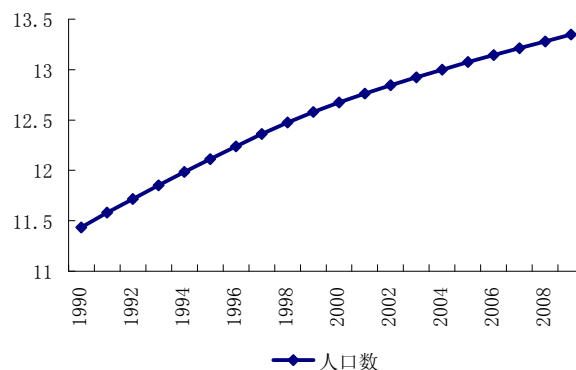
而相关数据也佐证了这一点，根据我国居民食品消费情况的调查，城镇居民家庭年人均购买粮食由1999年的84.91公斤，减少到2007年的77.6公斤，而水

产品人均年购买量由1999年10.36公斤增长到2007年的14.2公斤；农村居民家庭人均年消费粮食由1999年的247.45公斤，减少到2007年的199.07公斤，而水产品人均消费由1999年的3.82公斤增长到2007年的5.36公斤。水产品人们在膳食结构的地位越来越重要。

图表 11: 耕地面积变化 (万亩)

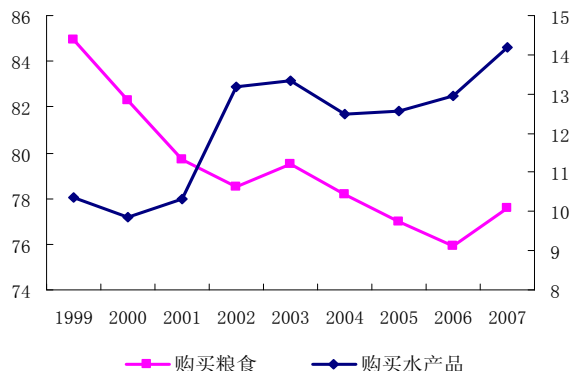


图表 12: 中国人口数量变化 (亿)

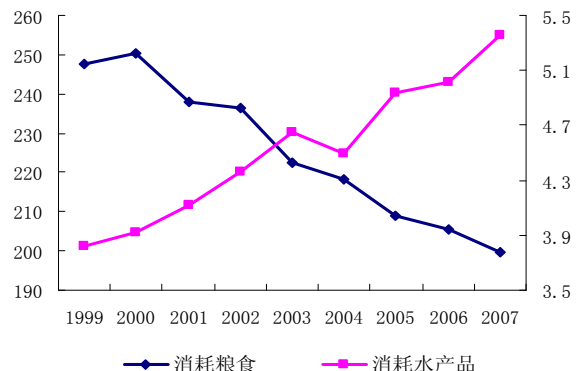


数据来源: WIND、国联证券研究所

图表 13: 城镇居民年人均购买粮食和水产变化 (公斤)



图表 14: 城镇居民年人均购买粮食和水产变化 (公斤)



数据来源: WIND、国联证券研究所

### 3.4 产业政策的支持

作为中国农业的重要组成部分，渔业在我国国民经济中对于促进农村产业结构调整，发展农村经济，增加农民收入，保障食品安全等方面发挥重要作用，国家历来重视对渔业的投入。

近年来，随着海水养殖业的地位越来越重要，从国家到地方都积极支持海水养殖业的发展，从资金和税收上给予优惠。2000 年国家计划委员会修订发布的《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》，把“水产品生态养殖”列为农业结构调整的重点项目，成为国家重点扶持和鼓励发展的行业。2006年，

国务院批准发布《中国水生生物资源养护行动纲要》，它将水生生物资源养护工作纳入国家生态安全建设的总体部署，《山东省实施〈中华人民共和国渔业法〉办法》及《山东省浅海滩涂养殖管理规定》明确提出了鼓励投资开发利用浅海滩涂发展海水养殖，并给予免征特产税和所得税的优惠政策。

## 四、三因素助推公司 2011 年业绩大幅提升

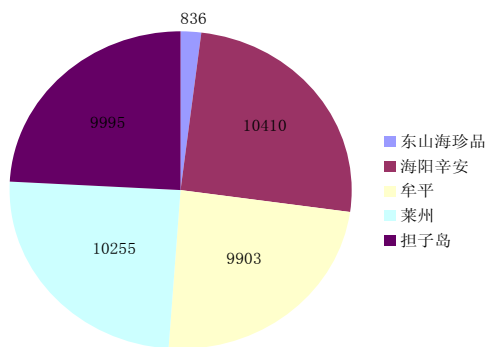
### 4.1 海参产量增加、价格高企：公司短期业绩高增长确定

#### 产量增长：基础确定

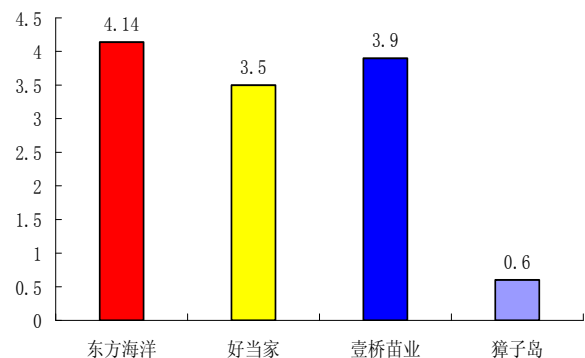
2008年，在经营战略调整的大背景下，公司通过定向增发的方式，收购了担子岛、牟平、海阳、莱州等四大养殖水域共计4.12万亩，从事海水底播增殖，加上公司原有的海参生产能力，总计拥有海域资源优异的水域达4.14万亩。公司也因此成为国内海参养殖规模最大的上市公司。而2010年开始，上述海域海参养殖已逐步进入收获期，2010-2012年海参产量将迅速增加。

2009年公司海参产量420吨，2010年预计将有550吨，2011年达到850吨，2012年进入相对稳定时期，海参产量预计将达到1200吨，3年复合增长率超过40%，海参产量的增长，确保了公司业绩的增长。

图表 15：东方海洋海参养殖面积分布（单位：亩）



图表 16：公司海参养殖面积位居上市公司首位（万亩）

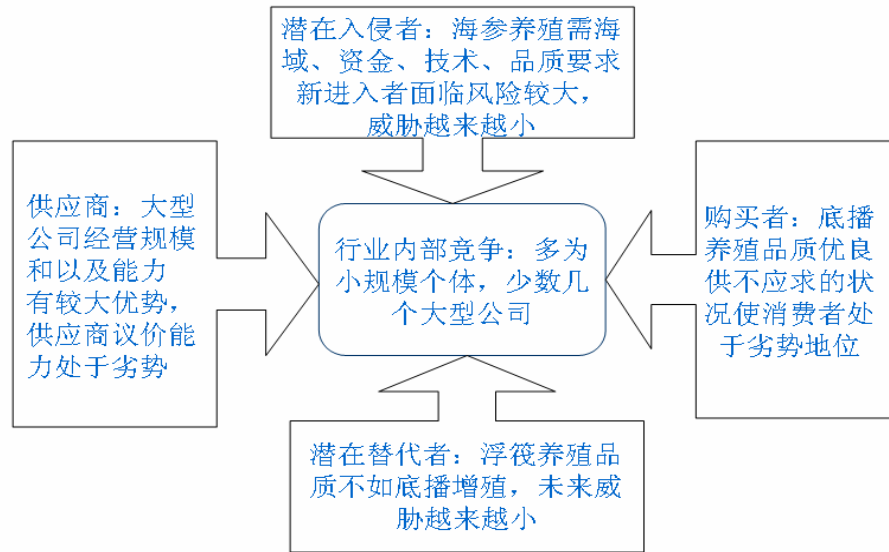


数据来源：WIND、国联证券研究所

#### 品质优良：面临竞争有底气

另外，在产量增加的同时，东方海洋海参质量同样具备优势。东方海洋的海参基本上都采用底播增殖的方式，产品“天然、无污染”，品质较好，在市场上具有明显的价格优势和品质优势。在消费升级及海参市场仍处供不应求的大背景下，公司海参产量增加必将使公司业绩有大幅的提升。

图表 17: 公司海参业务分析—五力分析表



数据来源: 国联证券研究所

### 价格: 仍将高企

我们认为, 2011 年海参价格仍将处于高位, 理由如下:

一、刺参有效养殖面积开始进入逐步削减阶段。一方面, 适合海参繁育的海域基本被开发殆尽, 另一方面工业化和城市化的进程导致已开发海域不断被征用。

二、前几年, 绝大多数养殖户是在刺参价格节节攀升的时候盲目进入, 缺乏必要的技术、资金、资源。导致后续参圈的产量受到一定的负面影响。

三、气候影响。10 年, 冰冻天气又一次侵袭渤海湾地区, 恶劣天气导致很多浮筏养殖参自化成水, 而对底播增殖的影响较小。

几个因素共同作用将导致 2011 年海参供给偏紧。

而相对的是, 随着人民追求高品质生活、收入提高以及老年化程度提高等因素影响, 海参的需求仍将处于一个高位。未来几年海参价格高企将成为常态。

## 4.2 三文鱼培育: 有望“再添一把柴”

在海参产量大幅提升、水产品加工转型的同时, 公司还积极开拓新品种的培育和养殖规模, 而可能在 2011 年产生收益的品种是:

**三文鱼试养殖。**公司 2010 年 5 月从挪威引进三文鱼卵 40 余万粒, 并成功孵化出 36 万尾三文鱼, 存活 24 万尾, 育苗难题已被攻克。公司目前已有 20 万尾转为海水养殖阶段。公司无论是水质、水温还是海域都比较适合三文鱼生长, 试验养殖失败风险不大。一旦项目成功, 2011 年 10 月就将进入收获期, 长成

后以 1.5 公斤/尾计算，理论上可产 360 吨左右，假定销售价格 100 元/公斤，三文鱼项目将给公司带来 3600 万元左右的收入。

### 4.3 胶原蛋白存在广阔的业绩想象空间

东方海洋鱼皮胶原蛋白系列产品，系由山东东方海洋科技股份有限公司与中国海洋大学合作，精选阿拉斯加深海活体鳕鱼皮，通过先进的生物酶定向酶工程技术精制而成，产品纯度达 98% 以上。

图表 18: 东方海洋胶原蛋白的美容作用



数据来源:，公司网站、国联证券研究所

图表 19: 东方海洋胶原蛋白的养生作用



数据来源:，公司网站、国联证券研究所

东方海洋胶原蛋白主要成分为 1 型胶原蛋白，富含 18 种氨基酸，胶原蛋白



分子 100000-300000D。胶原系列肽在 1000-6000D 之间。胶原肽具有很高的消化吸收性。本产品在水溶液中的稳定性极好，与人体皮肤具有很好的亲和性，能够很好的发挥其渗透、保湿、修复等功能。

2010 年，公司胶原蛋白产量达 25 吨左右，随着公司营销网络的逐步铺设，公司产品知名度不断提高以及人们生活水平的提高和人们对胶原蛋白在美容护肤、增强免疫力等方面认识的深入，对胶原蛋白产品的需求将会日益增长。

## 五、力求突破，公司打造长期增长之路

### 5.1 产业支持：受益于《山东半岛蓝色经济区发展规划》

2011年1月，《山东半岛蓝色经济区发展规划》获得国务院正式批复，成为我国第一个以海洋经济为主题的区域发展战略，山东半岛蓝色经济区建设正式上升为国家战略。《规划》明确指出要把山东半岛建设成现代海洋聚集区，全国海洋科技教育核心区、国家海洋经济改革开放先行区和全国重要的海洋生态文明示范区。大力发展以高端技术、高端产业、高端产品为引领的海洋优势产业集群。

图表 20：山东半岛蓝色经济区发展规划图



数据来源：公司网站，国联证券研究所

公司位于山东烟台，附近海域条件较好，公司的海水养殖及水产加工业优势较为明显；公司近几年发展的新产品，如901号海带、液态海参再到胶原蛋白肽系列产品等都是涉及海洋深加工、海洋生物的高端海洋产品；特别是海参已经成为当地的渔业支持产业，受到政府的大力支持。未来几年公司作为“农业



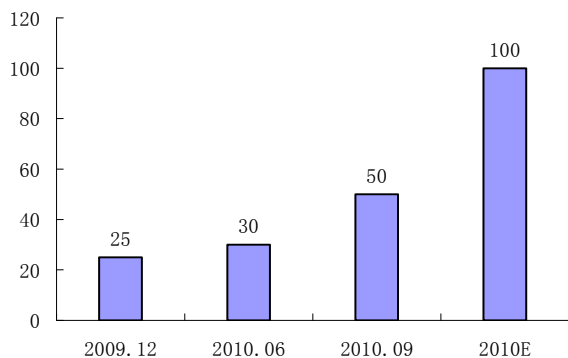
产业化行业十强龙头企业”还将继续享受免征企业所得税等税收优惠政策，这些都为公司扩大养殖和生产规模提供了保证。

## 5.2 营销网络铺设，产品推广渠道逐步打通

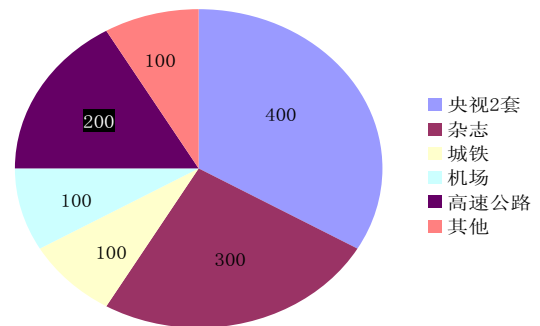
近几年，公司在不断增强海洋能力的同时，更加强了公司产品产品的市场化运作，资源运作力日益完善。

公司加强销售资源投入力度：公司于08年新设国内贸易部，10年4月设立东方海洋销售公司，销售公司胶原蛋白、原生态野生刺参、深海水产品精加工三大系列产品，积极抢占国内市场，品牌效应逐渐凸显。至2010年底，公司加盟商数量已超过100家，已在20个省市自治区设有公司品牌代理，官方网上商城亦投入运行，营销网络初步形成。2011年公司计划完成300家加盟店的铺设，彰显公司做大做强营销网络的决心。

图表 21: 东方海洋经销商数量快速增加 (单位: 家)



图表 22: 东方海洋 2010 年广告投入分布情况



数据来源: WIND、国联证券研究所

图表 23: 东方海洋经销商网络



数据来源: 公司网站、国联证券研究所

10年公司聘请知名影星赵雅芝担任公司形象代言人，提升了公司品牌知名度。未来几年，快速扩张国内加盟店的同时，公司将不断加大广告投入的力度、档次和频率，提升品牌美誉度。

随着公司营销网络铺设，使得公司产品扩散到全国市场成为可能，公司产品的知名度将逐步提高，这将成为长期推动公司业绩提升的基础。

### 5.3 白海参有望规模化养殖

**白海参规模化繁育。**由公司与中国科学院海洋研究所共同实施的白刺参规模化苗种繁育项目取得突破，至2009年7月共获得130头不同规格的白刺参，达到繁育规格的白刺参有40头，2009年培育出1.2万头，2010年已培育出300多公斤苗种，预计可以培养出50-60万头白海参。且培育技术为东方海洋公司独创，拥有完全自主的定价权，售价将是普通海参的好几倍。

白海参除了颜色与众不同，营养价值也较普通海参高出一筹，其体内硒的含量是一般海参的几倍乃至十几倍，对肿瘤的生长有很好的抑制作用，能有效抗癌。随着人们对健康、环保和高营养的价值理念的逐步普及，白海参这类营养价值极高的海珍品必将占据一片天地，为公司创造极大的收益。

### 5.4 海参育苗业务有望促使产业结构进一步升级

东方海洋经过定向增发增加4.12万亩海域以后，公司海参苗种全部自用也只能满足1/3的需求量，还有2/3的苗种缺口需要从外部采购。苗种采购将增加公司养殖的生产成本。

基于东方海洋已经聚焦海参一体化战略，未来公司有望通过外延式收购苗种场及将大菱鲆养殖场转产海参育苗两种方式，进一步做强海参育苗产业，使公司产业结构进一步升级。

## 六、财务指标分析

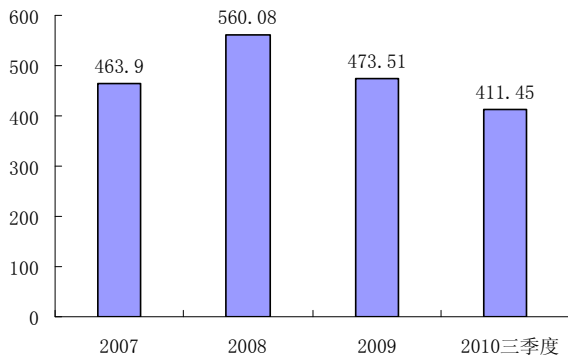
### 6.1 盈利能力分析

近两年，由于国际金融危机的影响，公司的水产品加工业务受到了很大的影响，使得公司的营业收入呈下降趋势，从10年开始，公司海水养殖，特别是海参业务放量导致公司营业收入由呈增长趋势。

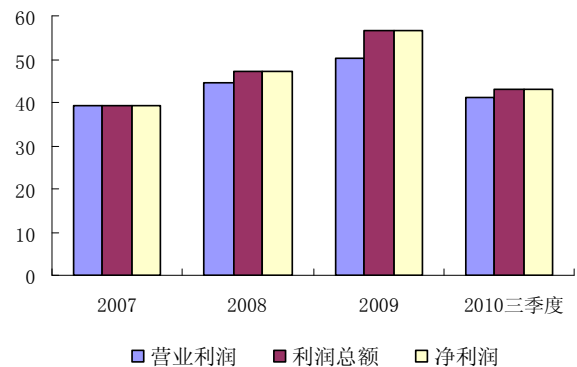
一、2010年9月10日，在“中国（济南）国际海参文化节”拍卖会上，东方海洋两只洁白如玉的珍奇海参以5.7万元的落槌价由大禹渔业发展公司拍得。

二、市民在五四广场钓上白海参，养殖公司称一只三万。

图表 24: 东方海洋营业收入 (单位: 百万元)



图表 25: 东方海洋利润稳定增长 (单位: 百万元)

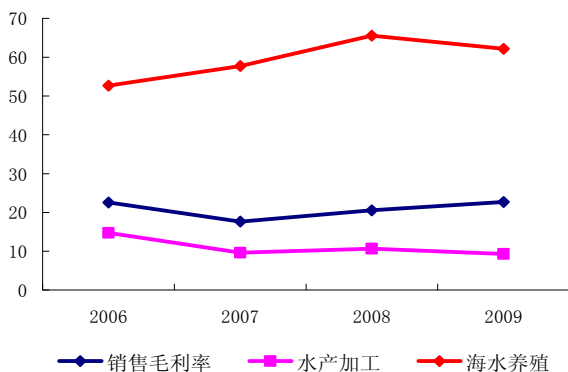


数据来源: WIND、国联证券研究所

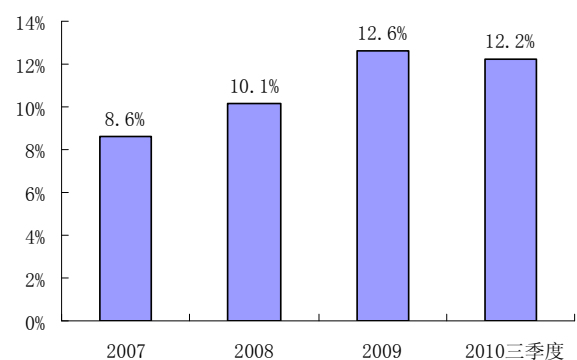
近三年, 公司综合毛利率保持较高水平且呈稳定上升趋势, 主要归因于公司加大毛利率高的海水养殖业的比重, 未来几年, 随着海水养殖比重的加大, 公司毛利率仍将保持稳定上升趋势。但由于公司水产品加工业务占比较高, 公司综合毛利率水平略低于可比上市公司的平均水平。

随着公司的不断发展, 出于扩大业务规模、增强营销能力、开发和推广新产品的需要, 公司营销人员、技术人员和管理人员都有一定程度的增长, 相应增加了销售费用、管理费用的支出, 导致公司期间费用率有所提升。2010 年 1-9 月期间费用率较低, 主要是因为公司的海参、海带苗业务具有明显季节性, 上半年业务量较少, 主要收入发生在下半年。

图表 26: 公司主营业务毛利率持续增加



图表 27: 公司期间费用率呈上升趋势



数据来源: WIND、国联证券研究所

## 6.2 偿债能力分析

报告期内, 公司流动比率和速动比率等短期偿债能力指标呈逐年下降的趋势, 2007-2009 年, 公司流动比率和速动比率的平均值分别为 1.38、0.79。公司

流动比率和速动比率较低的原因是：

1、公司水产品加工业务的原材料供应具有季节性，公司为了保证原材料的稳定供应，公司需要一定的原材料储备。

2、公司海水养殖业务具有养殖周期长的特点，在产品规模较大。

图表 28：报告期公司偿债能力

| 产 量           | 2010 年 1-6 月 | 2009 年  | 2008    | 2007    |
|---------------|--------------|---------|---------|---------|
| 流动比率（倍）       | 1.2          | 1.39    | 1.83    | 0.92    |
| 速动比率（倍）       | 0.52         | 0.67    | 1.31    | 0.39    |
| 资产负债率         | 34.1         | 31.89   | 33.32   | 45.42   |
| 息税折旧摊销前利润（万元） | 5291.91      | 11759.8 | 8847.99 | 9560.34 |
| 利息保障倍数        | 2.56         | 3.98    | 3.29    | 3.24    |

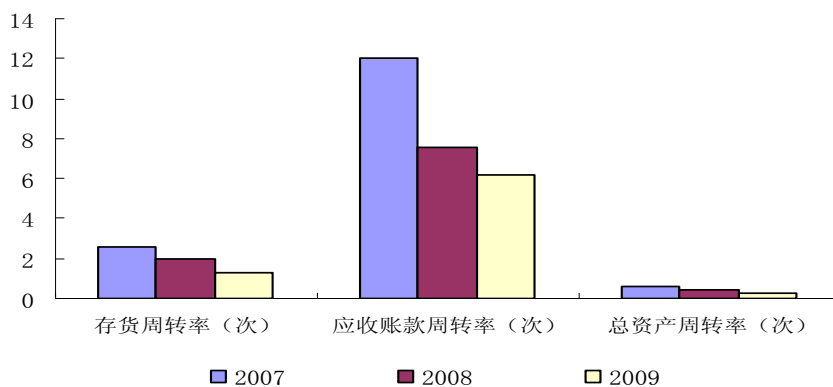
数据来源：公司公告、国联证券研究所

虽然公司流动比率、速动比率不高，但通过对公司经营活动现金流、息税折旧摊销前净利率等指标的综合分析，总体而言公司的偿债风险不高。利息保障倍数显示公司具有较强的偿还当期借款利息的能力。但相比其他两家公司而言，有所不足。

### 6.3 资产周转能力分析

近三年，随着公司经营战略逐步转型，海水养殖所占比重日益增大，由于海产品养殖周期长等因素，公司的资产周转能力有所下降。但随着公司营销网络逐步完善，公司资产周转能力将逐渐得到改善。

图表 29：近三年公司资产周转情况（单位：次）



数据来源：，公司网站、国联证券研究所

## 6.4 现金流量分析

近三年，公司经营活动产生的现金流入占总现金流入量的比例较高，是公司现金流入的主要来源。其中销售商品、提供劳务收到的现金占经营性现金流入的比重，近三年均接近 100%，说明公司主要业务发展情况较好。经营活动产生的现金净流出中，购买商品、接受劳务支付的现金占经营性现金流出的比率较高，近三年均超过 75%。

投资活动方面，由于公司经营战略的逐步转型，2008 年公司实施定向增发，加大了对海参及藻类繁育设施的增建扩建力度，快速提升了公司海参养殖的能力。

图表 30：公司现金流量情况

| 产 量                | 2010 年 1-6 月 | 2009 年  | 2008    | 2007    |
|--------------------|--------------|---------|---------|---------|
| 经营活动产生的现金流量净额(百万元) | -38.1        | 95.55   | -82.77  | -99.03  |
| 投资活动产生的现金流量净额(百万元) | -126.43      | -306.27 | -221.23 | -163.08 |
| 筹资活动产生的现金流量净额(百万元) | 118.96       | -70.31  | 685.65  | 149.46  |
| 现金及现金等价物净增加额(百万元)  | -47.05       | -281.3  | 380.26  | -114.25 |

数据来源：公司公告、国联证券研究所

筹资活动方面，随着公司经营规模的不断扩大，公司需要较多的流动资金支持业务发展，由于公司海水养殖周期较长，季节因素较为明显、水产品加工业原材料储备等方面的因素，公司存在流动资金较为紧张的情况。为此，公司一般采取短期借款的方式补充流动资金。

综合来看，公司的现金流情况保持稳定，但存在明显的季节性特性。

## 七、盈利预测

### (1) 预测假设：

公司通过海域扩张，使得海参产量大幅增加，根据公司历史情况及市场数据，结合 2011 年宏观环境预测，我们 2011 年盈利预测假设条件如下：

1. 公司海参业务：公司增发海域采取的是轮播轮收的方式，且结合海参养殖周期 2-3 年考虑，假设 10-12 年海参产量分别为 550 吨、850 吨和 1100 吨。

2. 胶原蛋白业务：2010 年公司胶原蛋白生产 25 吨左右，2011 年，随着公司营销网络的不断铺设及品牌影响力的扩大，公司胶原蛋白销量将有所增长，假设 10-12 年胶原蛋白产量分别为 25 吨、50 吨和 80 吨。

3. 三文鱼业务：公司三文鱼项目已有 24 万尾存活，其中已有 20 万尾转



为海水养殖阶段，项目进展顺利，假设最终由 20 万尾存活并长成商品鱼规格，按 1.5 公斤/尾计算，可产 300 吨左右。假设 11-12 年三文鱼产量分别为 300 吨、500 吨。

## (2) 分业务收入预测

图表 31：公司主要产品销量及毛利率假设

| 产品   | 项目         | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|------|------------|--------|--------|--------|--------|
| 海参   | 销量(吨)      | 420    | 550    | 850    | 1100   |
|      | 销售价格(元/千克) | 169.68 | 191.43 | 200    | 200    |
|      | 销售收入(百万元)  | 71.27  | 105.29 | 170.00 | 220.00 |
|      | 毛利率(%)     | 67.97% | 68.95% | 67.40% | 67.40% |
| 大菱鲆  | 销量(吨)      | 523    | 400    | 400    | 400    |
|      | 销售价格(元/千克) | 61.51  | 50     | 60     | 65     |
|      | 销售收入(百万元)  | 26     | 20     | 24     | 26     |
|      | 毛利率(%)     | 46.18% | 30%    | 50%    | 50%    |
| 海带苗  | 销量(亿株)     | 10     | 12     | 12     | 12     |
|      | 销售价格(元/千株) | 6.39   | 10     | 10     | 10     |
|      | 销售收入(百万元)  | 6.39   | 12     | 12     | 12     |
|      | 毛利率(%)     | 71.81% | 80.00% | 80.00% | 80.00% |
| 三文鱼  | 销量(吨)      |        |        | 300    | 500    |
|      | 销售价格(元/千克) |        |        | 100    | 100    |
|      | 销售收入(百万元)  |        |        | 30     | 50     |
|      | 毛利率(%)     |        |        | 50%    | 50%    |
| 胶原蛋白 | 销量(吨)      |        | 25     | 50     | 80     |
|      | 销售价格(万元/吨) |        | 45     | 45     | 45     |
|      | 销售收入(百万元)  |        | 11.25  | 22.5   | 36     |
|      | 毛利率(%)     |        | 80%    | 80%    | 80%    |
| 进料加工 | 销售收入(百万元)  | 307.04 | 408.67 | 449.54 | 494.49 |
|      | 增长率(%)     | -21.6% | 33.1%  | 10.0%  | 10.0%  |
|      | 销售成本(百万元)  | 292.92 | 388.24 | 424.82 | 467.29 |
|      | 毛利率(%)     | 4.6%   | 5.0%   | 5.5%   | 5.5%   |
| 来料加工 | 销售收入(百万元)  | 28.52  | 35     | 38.5   | 42.35  |
|      | 增长率(%)     | 22.70% | 20.00% | 10.00% | 10.00% |
|      | 销售成本(百万元)  | 14.24  | 17.50  | 17.32  | 19.06  |
|      | 毛利率(%)     | 50.11% | 50.00% | 55.00% | 55.00% |

数据来源：国联证券研究所

我们预计公司 10-12 年的收入分别为 6.3 亿元、7.89 亿元和 9.46 亿元。实现净利润 0.75 亿元、1.33 亿元和 1.85 亿元。

## 八、估值和投资建议

预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.30 元、0.53 元和 0.74 元，对应目前股价，市盈率分别为 58.7 倍、32.6 倍和 24.4 倍。从历史来看，公司 06-10 年平均估值约为 44 倍。另外我们从成长性及可比公司角度进行估值，可得可比公司 2011 年的平均市盈率约为 46.27 倍，公司 10-12 年年均复合增长率约为 51.11%。

图表 32: 可比公司估值情况 (2011-3-1)

| 产 量       | 公司简称 | 最新价   | EPS  |      |      | PE    |       |       |
|-----------|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
|           |      |       | 10E  | 11E  | 12E  | 10E   | 11E   | 12E   |
| 002069.SZ | 獐子岛  | 40.58 | 0.91 | 1.32 | 1.88 | 44.59 | 30.74 | 21.59 |
| 600467.SH | 好当家  | 13.89 | 0.2  | 0.25 | 0.31 | 69.45 | 55.56 | 44.81 |
| 300094.SZ | 国联水产 | 14.23 | 0.42 | 0.62 | 0.72 | 33.88 | 22.95 | 19.76 |
| 002447.SZ | 壹桥苗业 | 71.27 | 0.82 | 0.94 | 2.18 | 86.91 | 75.82 | 32.69 |
| 均值        |      |       |      |      |      | 58.71 | 46.27 | 29.71 |
| 中值        |      |       |      |      |      | 57.02 | 43.15 | 27.36 |

数据来源：公司公告、国联证券研究所

考虑到公司 11 年的高速增长及新业务加入的影响，我们给予公司 11 年 44-48 倍市盈率，合理价格为 23.32-25.44 元，给予“强烈推荐”评级。

## 九、风险因素

1、海参生长周期较长，生长过程容易受很多因素影响。如冰冻、自然灾害、污染等，导致最终东方海洋海参捕捞量低于预期。

2、营销网络构建周期较长，投入较大，可能导致收不抵支的状态。

| 财务报表预测与财务指标 |         |        |        |        |        | 单位: 百万    | 更新日期: 11-02-16 |          |          |          |          |
|-------------|---------|--------|--------|--------|--------|-----------|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 利润表         | 2008A   | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 资产负债表     | 2008A          | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 营业收入        | 560.08  | 473.51 | 627.21 | 788.54 | 945.84 | 现金        | 461.42         | 180.12   | 213.00   | 220.00   | 220.00   |
| YOY(%)      | 20.7%   | -15.5% | 32.5%  | 25.7%  | 19.9%  | 交易性金融资产   | 0.00           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业成本        | 445.22  | 365.96 | 474.42 | 552.04 | 632.95 | 应收款项净额    | 135.61         | 79.39    | 105.16   | 132.21   | 158.58   |
| 营业税金及附加     | 0.47    | 1.57   | 2.08   | 2.61   | 3.14   | 存货        | 252.96         | 324.31   | 402.19   | 461.04   | 529.55   |
| 销售费用        | 9.91    | 8.79   | 12.54  | 19.71  | 28.38  | 其他流动资产    | 41.99          | 47.86    | 63.39    | 79.70    | 95.60    |
| 占营业收入比(%)   | 1.8%    | 1.9%   | 2.0%   | 2.5%   | 3.0%   | 流动资产总额    | 891.98         | 631.68   | 783.74   | 892.95   | 1,003.74 |
| 管理费用        | 18.66   | 30.77  | 39.20  | 49.28  | 59.12  | 固定资产净值    | 535.50         | 595.35   | 950.80   | 1,049.72 | 1,130.12 |
| 占营业收入比(%)   | 3.3%    | 6.5%   | 6.3%   | 6.3%   | 6.3%   | 减: 资产减值准备 | (13.21)        | 3.78     | 6.04     | 6.66     | 7.18     |
| EBIT        | 84.80   | 65.39  | 97.07  | 163.00 | 220.37 | 固定资产净额    | 522.29         | 599.13   | 956.84   | 1,056.38 | 1,137.29 |
| 财务费用        | 27.08   | 19.01  | 27.62  | 36.02  | 41.43  | 工程物资      | 0.00           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 占营业收入比(%)   | 4.8%    | 4.0%   | 4.4%   | 4.6%   | 4.4%   | 在建工程      | 99.70          | 322.90   | 66.47    | 50.68    | 44.46    |
| 资产减值损失      | (13.22) | 3.78   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 固定资产清理    | 0.00           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益       | 0.14    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 固定资产总额    | 621.99         | 922.03   | 1,023.31 | 1,107.06 | 1,181.75 |
| 营业利润        | 44.63   | 50.16  | 69.45  | 126.97 | 178.94 | 无形资产      | 48.35          | 47.32    | 45.43    | 43.53    | 41.64    |
| 营业外净收入      | 2.38    | 6.56   | 6.00   | 6.00   | 6.00   | 长期股权投资    | 0.00           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 利润总额        | 47.02   | 56.73  | 75.45  | 132.97 | 184.94 | 其他长期资产    | 31.75          | 30.83    | 30.83    | 30.83    | 30.83    |
| 所得税         | 0.01    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 资产总额      | 1,594.07       | 1,631.86 | 1,883.31 | 2,074.37 | 2,257.96 |
| 所得税率(%)     | 0.0%    | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 循环贷款      | 426.22         | 365.77   | 557.91   | 670.92   | 752.98   |
| 净利润         | 47.01   | 56.73  | 75.45  | 132.97 | 184.94 | 应付款项      | 25.64          | 37.71    | 46.77    | 53.61    | 61.58    |
| 占营业收入比(%)   | 8.4%    | 12.0%  | 12.0%  | 16.9%  | 19.6%  | 预提费用      | 0.00           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 少数股东损益      | (1.13)  | (1.42) | (1.89) | (3.33) | (4.63) | 其他流动负债    | 36.57          | 52.08    | 64.95    | 75.77    | 88.16    |
| 归属母公司净利润    | 45.88   | 55.30  | 73.57  | 129.64 | 180.31 | 流动负债      | 488.43         | 455.56   | 669.63   | 800.30   | 902.71   |
| YOY(%)      | 19.7%   | 20.5%  | 33.0%  | 76.2%  | 39.1%  | 长期借款      | 30.00          | 45.00    | 45.00    | 45.00    | 45.00    |
| EPS (元)     | 0.38    | 0.23   | 0.30   | 0.53   | 0.74   | 应付债券      | 0.00           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
|             |         |        |        |        |        | 其他长期负债    | 12.70          | 19.90    | 27.10    | 34.30    | 41.50    |
| 主要财务比率      | 2008A   | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 负债总额      | 531.13         | 520.46   | 741.73   | 879.60   | 989.21   |
| 成长能力        |         |        |        |        |        | 少数股东权益    | 24.84          | 25.29    | 26.05    | 27.38    | 29.23    |
| 营业收入        | 20.7%   | -15.5% | 32.5%  | 25.7%  | 19.9%  | 股东权益      | 1,038.11       | 1,086.10 | 1,115.53 | 1,167.38 | 1,239.51 |
| 营业利润        | 14.0%   | 12.4%  | 38.5%  | 82.8%  | 40.9%  | 负债和股东权益   | 1,594.08       | 1,631.85 | 1,883.30 | 2,074.36 | 2,257.95 |
| 净利润         | 19.7%   | 20.5%  | 33.0%  | 76.2%  | 39.1%  |           |                |          |          |          |          |
| 获利能力        |         |        |        |        |        | 现金流量表     | 2008A          | 2009A    | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 毛利率(%)      | 20.5%   | 22.7%  | 24.4%  | 30.0%  | 33.1%  | 税后利润      | 45.88          | 55.30    | 73.57    | 129.64   | 180.31   |
| 净利率(%)      | 8.4%    | 12.0%  | 12.0%  | 16.9%  | 19.6%  | 加: 少数股东损益 | 0.47           | 0.56     | 0.76     | 1.33     | 1.85     |
| ROE(%)      | 4.4%    | 5.1%   | 6.6%   | 11.1%  | 14.5%  | 公允价值变动    | 13.22          | -3.78    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| ROA(%)      | 2.9%    | 3.4%   | 3.9%   | 6.2%   | 8.0%   | 折旧和摊销     | 20.04          | 25.44    | 52.87    | 68.77    | 77.71    |
| 偿债能力        |         |        |        |        |        | 营运资金的变动   | -180.87        | -2.29    | -92.31   | -77.97   | -83.75   |
| 流动比率        | 1.83    | 1.39   | 1.17   | 1.12   | 1.11   | 经营活动现金流   | -101.26        | 75.23    | 34.88    | 121.78   | 176.12   |
| 速动比率        | 1.31    | 0.67   | 0.57   | 0.54   | 0.53   | 短期投资      | 0.00           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资产负债率%      | 33.3%   | 31.9%  | 39.4%  | 42.4%  | 43.8%  | 长期股权投资    | 0.00           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营运能力        |         |        |        |        |        | 固定资产投资    | 0.00           | -311.24  | -150.00  | -150.00  | -150.00  |
| 总资产周转率      | 35.1%   | 29.0%  | 33.3%  | 38.0%  | 41.9%  | 投资活动现金流   | 0.00           | -311.24  | -150.00  | -150.00  | -150.00  |
| 应收账款周转天数    | 88.38   | 61.20  | 61.20  | 61.20  | 61.20  | 股权融资      | -1.40          | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 存货周转天数      | 216.40  | 344.99 | 344.99 | 344.99 | 344.99 | 长期贷款的增加/  | 30.00          | 15.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 每股指标 (元)    |         |        |        |        |        | 公司债券发行/(  | 0.00           | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 每股收益        | 0.38    | 0.23   | 0.30   | 0.53   | 0.74   | 股利分配      | -26.77         | -33.39   | -44.14   | -77.79   | -108.19  |
| 每股净资产       | 8.51    | 4.45   | 4.57   | 4.79   | 5.08   | 计入循环贷款前融  | 1.83           | -18.39   | -44.14   | -77.79   | -108.19  |
| 估值比率        |         |        |        |        |        | 循环贷款的增加/  | 476.46         | -8.51    | 192.14   | 113.01   | 82.06    |
| P/E         | 45.9    | 76.2   | 57.3   | 32.5   | 23.4   | 融资活动现金流   | 481.52         | -45.29   | 148.00   | 35.22    | -26.12   |
| P/B         | 2.0     | 3.9    | 3.8    | 3.6    | 3.4    | 现金净变动额    | 380.26         | -281.30  | 32.88    | 7.00     | 0.00     |

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

| 类别         | 级别   | 定义                                |
|------------|------|-----------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上           |
|            | 推荐   | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上           |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上            |
|            | 观望   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10% |
| 行业<br>投资评级 | 卖出   | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上         |
|            | 优异   | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘                 |
|            | 中性   | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平                |
|            | 落后   | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘                 |

**免责声明:**

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。