

## 公司报告

# 塞翁失马、焉知非福

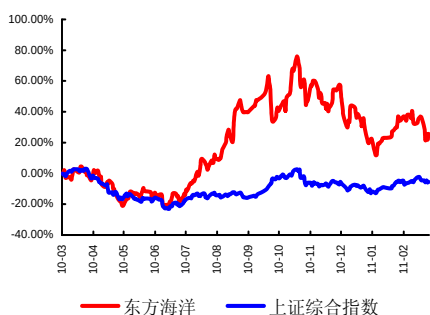
## 水产养殖

2011年3月20日

评级：强烈推荐（维持）

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。

## —地震、海啸及核危机对东方海洋（002086）影响分析

### 投资要点：

- **日本强震及海啸对东方海洋养殖海域影响甚微。**公司所处的烟台海域和日本强震震中处于不同板块，独特的地理结构决定日本地震不会影响烟台海域；且由于日本本土及朝鲜半岛的阻隔，此次海啸也不会对我国烟台海域产生实质性影响。
- **公司养殖产品未受污染。**大规模核辐射的灾难性危害决定了日本政府将尽最大努力防止此情况发生。由于福岛核电站地处西风带及洋流交汇处，独特的环境条件决定放射性物质不会影响我国烟台海域，公司在产品受核污染之说纯属杞人忧天。
- **水产品加工业务原料并不受限、对日出口将增加。**强震及次生灾害对日本海水养殖及捕捞业造成了极大的破坏，导致日本水产品自给率继续下降。与此同时，公司水产加工业务原料已备及消费群体大多处于地震影响较小的地区导致公司此块业务增长不成问题，供需缺口扩大必将促使日方加大进口，使公司受益。
- **11年公司业绩大幅增长已成定局。**海参量价齐升奠定业绩大幅增长基础；三文鱼养殖、胶原蛋白业绩爆发已现端倪；政策支持力度仍将持续；对外出口增加将再推一把力。2011年随着公司加大市场运作化力度，拓宽销售渠道。公司业绩爆发已成定局。

维持“强烈推荐”评级，合理价格23.32-25.44元。我们预测公司2010-2012的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。

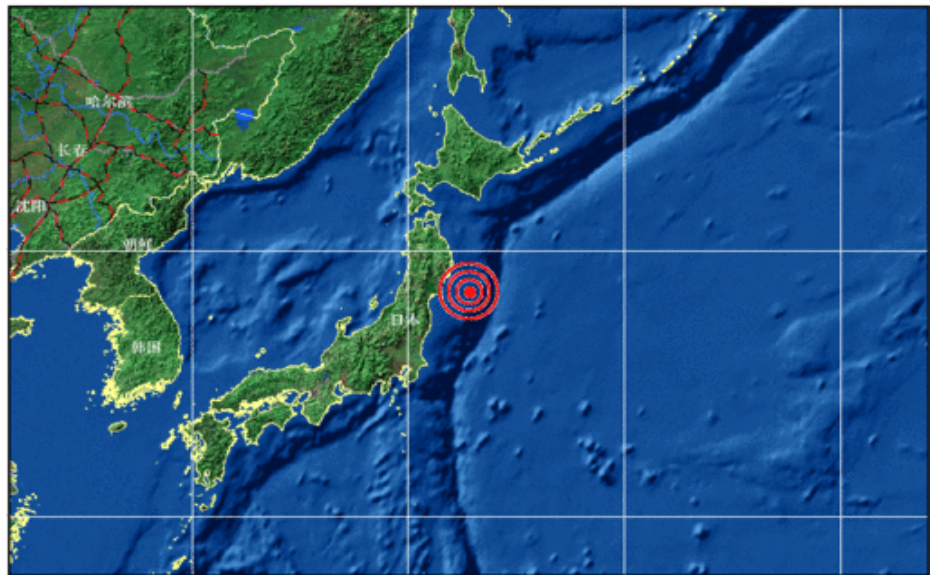
| 单位：百万元   | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 560.08 | 473.51 | 627.21 | 788.54 | 945.84 |
| YOY(%)   | 20.7%  | -15.5% | 32.5%  | 25.7%  | 19.9%  |
| 营业利润     | 44.63  | 50.16  | 69.45  | 126.97 | 178.94 |
| 归属母公司净利润 | 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    |

## 一、“危”机：无“危”而有“机”

北京时间2011年3月11日13时46分，日本本州东海岸附近海域发生里氏9.0级地震（日本地震厅数据），震源深度24千米，此次地震为日本观测史上最高震级。

此次地震引发了巨大的海啸和火灾等次生灾害，日本东部沿海地区遭受了极大的损失。更为严峻的是此次地震还导致了福岛核电站几个反应堆产生了轻微的核泄漏，引起了全世界的密切关注。

图表 1：日本大地震震中示意图



图表来源：新浪，国联证券研究所

日本地震具体情况：

时间：北京时间 2011 年 3 月

11 日 13 时 46 分；

震中：日本本州岛仙台港以  
东 130 公里处；

震级：9 级（日本地震厅）；

震源深度：24 千米

这次强震海啸以及核危机对我国北方海水养殖企业，特别像东方海洋（002086）这样的上市公司会有什么样的影响？我们主要通过以下四点进行解答。

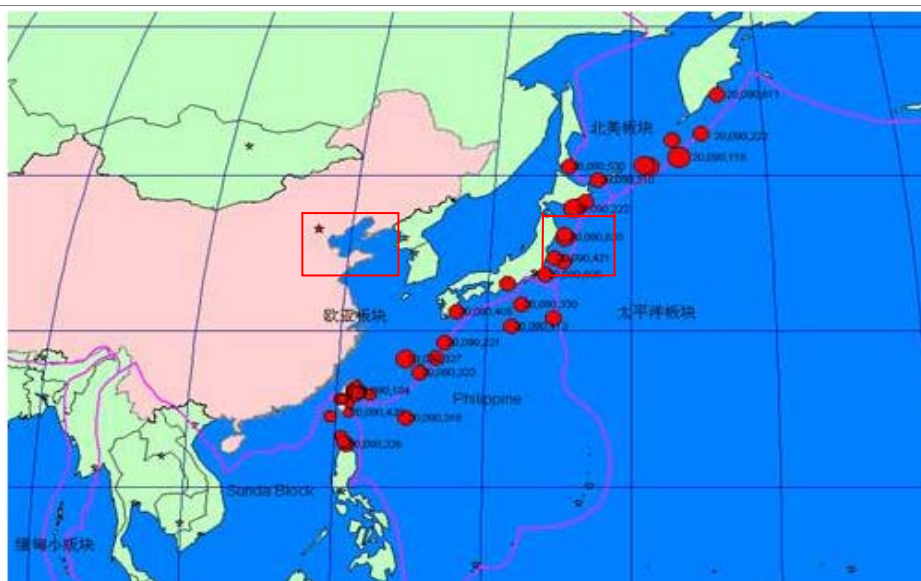
### 1.1 地震、海啸对东方海洋（002086）的生产设施有多大影响？

我们认为日本强震海啸对东方海洋的正常生产条件不会产生实质性的影响，主要是基于以下几点考虑：

#### 一、地震路径

翻开地图我们可以看到，此次日本强震震中处于太平洋板块和欧亚板块的交界处，而烟台海域离板块交接处尚有很长的一段距离。独特的地理结构决定了日本强震力量的释放不会改变山东海域的结构，更不会引发地震。

图表 2: 山东、辽宁沿海和日本东岸海域所处板块位置不同



图表来源：百度，国联证券研究所

## 二、海啸路径

从地形上看，此次强震引起的海啸若想对我国山东及辽宁沿海造成实质性影响，必须突破两大屏障——日本本土及朝鲜半岛，而现阶段这种可能性是不存在的。在这种地形条件下海啸波对我国影响只能是上海以南的部分，且随着距离的拉大，海啸波到我国沿海已成强弩之末。

图表 3: 两大天然屏障确保山东、辽宁海域安全



图表来源：百度，国联证券研究所



## 1.2 东方海洋在产品遭核污染了么？

回答这个问题，我们首先需要明确的是日本政府会容忍福岛核电站大规模泄露么？

对于这个问题，我们可以采用逆向思维的方式进行解答，一旦大规模核泄漏结果是什么？

一、以半径200公里污染面计算的话，核泄漏将影响世界性大都市—东京的生产生活并将持续相当长的时间，这对日本经济来说将是近乎毁灭性的打击。

二、大规模核泄漏将对日本未来发展核电带来极大的障碍，考虑到现今日本电力供应30%来源于核电，一旦停止核电发展，日本经济复苏将变得遥遥无期。

三、一旦发生大规模核泄漏，日本政府将招致国际社会更多的指责（考虑到此前许多国家对日本在震带上建核电站的批评）。

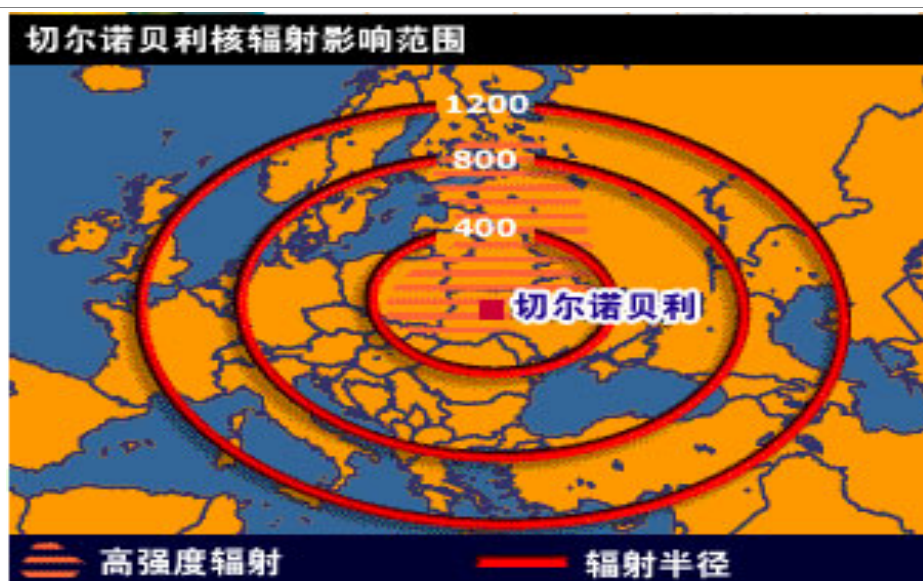
从以上三点我们可以推断大规模核泄漏是日本政府不能容忍的，现阶段日本政府的首要目标是极力防止核电站发生大规模泄露。

到此为止，将会有另外一个疑问，为什么日本政府如此重视的情况下，核危机还呈现越演越烈的态势呢？

需要澄清的是在16日以前，防止核泄漏更多的是东京电力私人企业的行为而没有上升为政府意志，当企业已无法解决危机的情况下才向政府如实报告情况并请求援助，16日之后的救援才上升为政府意志。

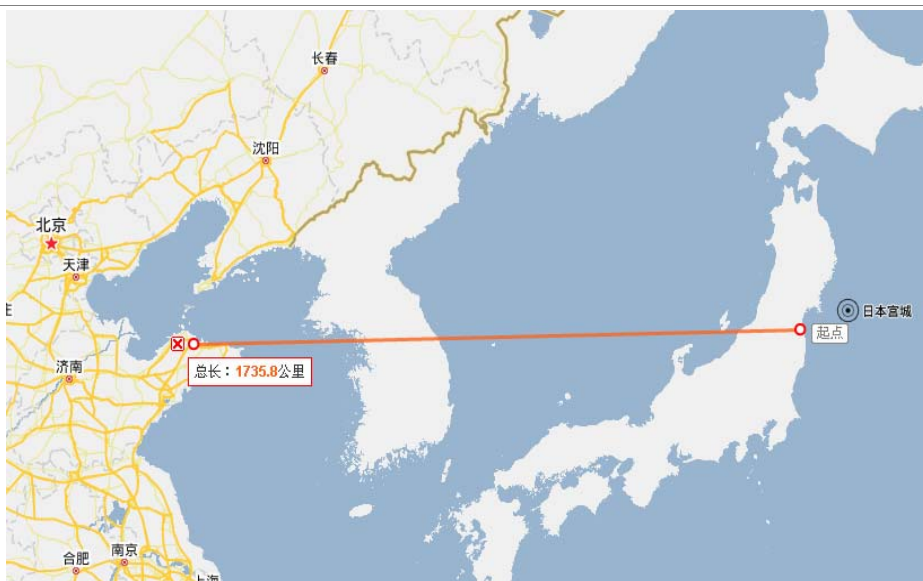
退一万步讲，假如发生了大规模核泄漏（现今情况下此种可能性已变的微乎其微），对东方海洋养殖产品会有什么影响？

图表 4：切尔诺贝利核泄漏事故污染范围



图表来源：百度，国联证券研究所

图表 5: 烟台和福岛之间距离达 1700 多公里

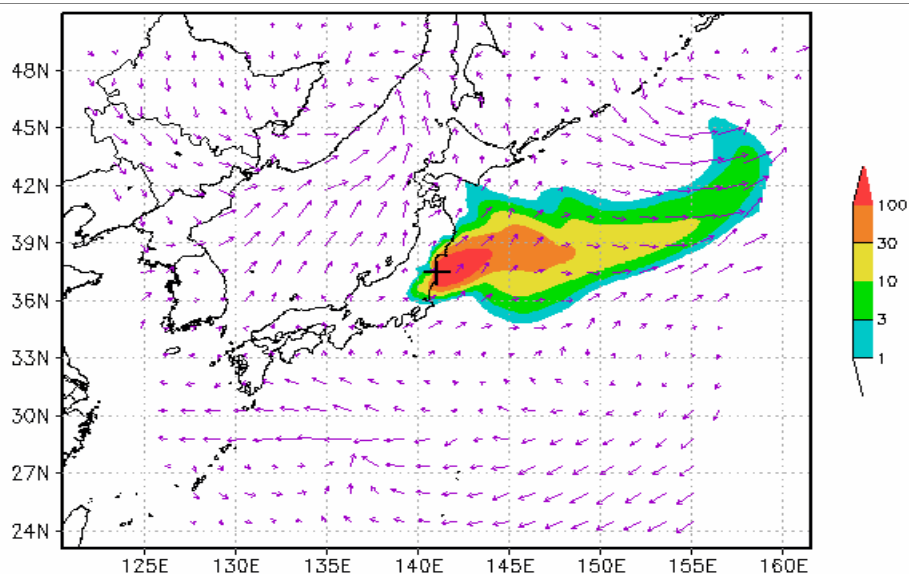


图表来源：百度地图，国联证券研究所

首先，此次核危机的规模和1986年的切尔诺贝利不据可比性，切尔诺贝利核泄漏的污染半径为1200公里，而福岛核电站离烟台之间距离是1700多公里，日本发生大规模核泄漏从影响半径这个角度来讲对烟台也不会造成多大的影响。

其次，核泄漏通过空气传播的话，一方面经过大气稀释，浓度将大大降低；另一方面远距离输送一般要在对流层中上层中进行，而福岛所处地区是中纬度西风带，高空时稳定的西风环流，放射性物质如果在高空随风扩散，风将会使大多数泄露物质偏离我国烟台海域。

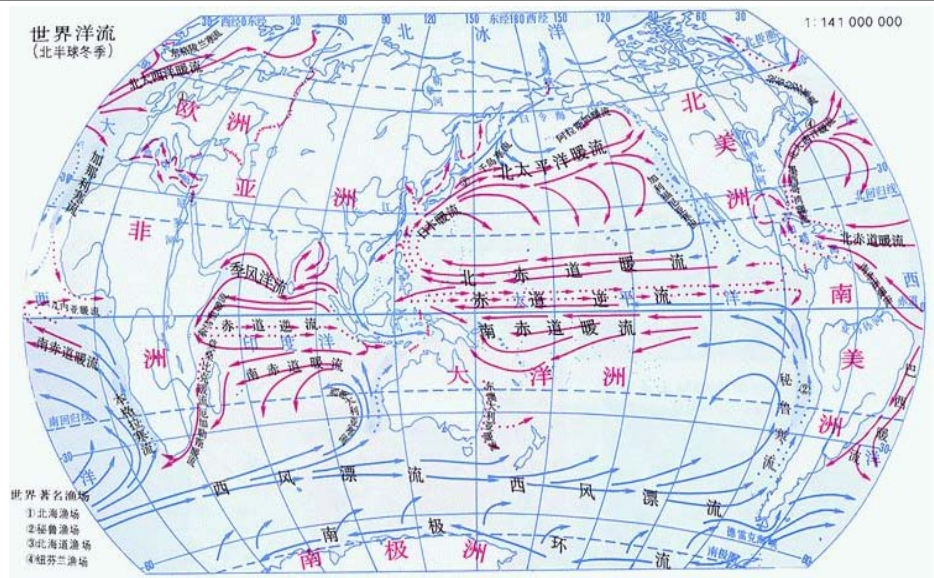
图表 6: 福岛核泄漏空气传播路径



图表来源：百度网站，国联证券研究所

如果通过海水传播，那对烟台海域的影响将更小，福岛核电站附近海域正处千岛寒流和北大西洋暖流交汇处，放射性物质将会随着洋流进入太平洋，经过浩瀚的太平洋稀释之后，流经烟台时的危害性已可忽略不计。

图表 7：核泄漏通过海水传播将会随洋流进入浩瀚的太平洋



图表来源：国联证券研究所

从上边几点我们可以看到，福岛核电站发生大规模泄露的可能性已微乎其微，即使发生对东方海洋拥有的海域也只是很小的影响，东方海洋在产品如底播海参、三文鱼以及大菱鲆未受污染，可放心食用。

### 1.3 强震影响东方海洋未来出口么？

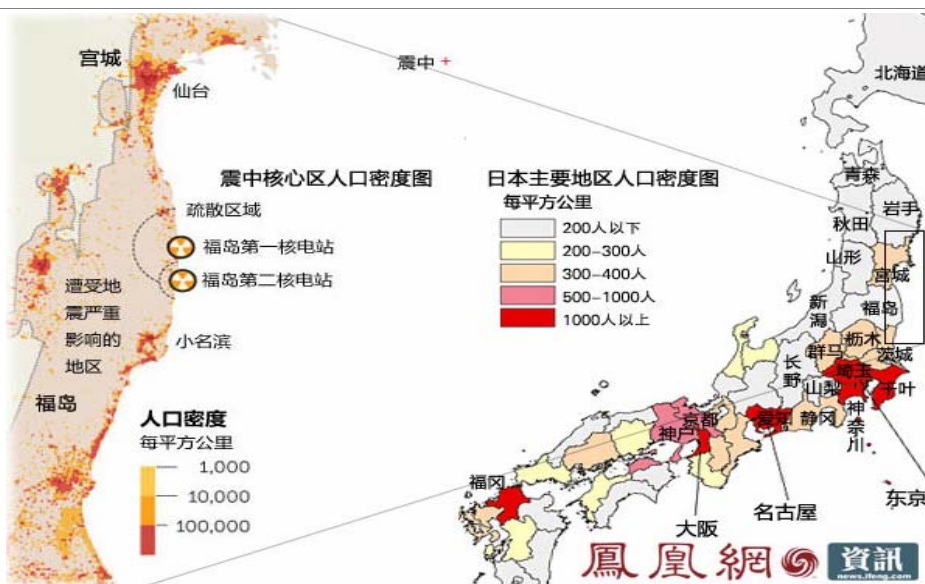
答案是肯定的，但更多的是有利的影响。

此次强震和海啸影响区域人口密度比较低，总体受灾人数达55万人，而地震对其他地区日本居民生活没有太大的影响，考虑到日本拥有过亿的人口，我们可下个结论：此次地震对日本国民整体的消费影响甚微。

而与此相对应的是：一方面强震对日本东岸很多地区的海水养殖设施造成了极大的破坏，如此次地震重灾区的仙台港及宫城县气仙沼等地是日本重要的渔港和渔业基地。另一方面考虑到日本水产品来源于捕捞的份额较多，而强震引发的海啸导致海水捕捞设施的缺失将会使影响不会在短期内消除。更为严峻的是此次核危机将直接引起世界四大渔场之一——北海道渔场未来所出的产品能否食用的担忧。几个因素将导致日本水产品自给率继续下降，供需缺口必将促使日本加大水产品进口力度。鉴于日本对水产品进口的严苛标准，出口产品品质优良的公司必将受到青睐。

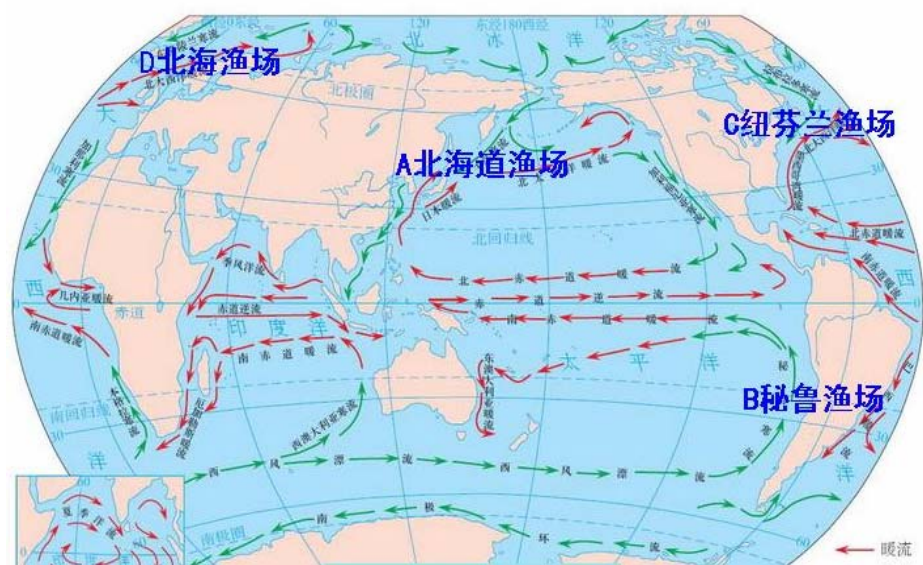


图表 8: 强震受灾区域人口密度较小



图表来源：凤凰网，国联证券研究所

图表 9: 日本水产品自给未来形势堪忧



图表来源：百度，国联证券研究所

所以，东方海洋将受益于日本水产品进口增加。

近年来公司积极推进标准化生产和管理，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。出口产品具有一定的竞争优势。同时公司的日本客户主要集中在东京、横滨以及关西的神户、大阪和南方的九州地区，离受灾地区较远，主要消费群体未受影响。未来随着日本水产品自给率降低将会促使公司出口有所增加。

地震发生后，短期内会有投资者卖出日元买入其他避险资产的冲动，造成

日元贬值的压力。但随着日本企业应对重建以及保险公司出售海外资产应对理赔等举措，将会导致资金回流日本从而推高日元汇率。考虑到货币结算，对公司业绩增长亦是一利好。

另外从这次强震后中国民众的种种反应（如“抢购食盐”事件）我们可以看出国人对健康的关注度正在上升。而东方海洋底播的主要产品—海参，具有提高记忆力、防止动脉硬化、糖尿病以及抗肿瘤等作用。随着非原产地市场的开拓，未来需求持续增长问题不大。

#### 1.4 水产品加工原料来源将由于核污染而受限？

此次核危机导致市场上对东方海洋以后的发展还有一个疑问—水产品加工原材料进口地会不会因为核污染而使得供给下降，从而使得原材料价格升高，公司毛利率下降。

我认为这个疑问更是杞人忧天，理由如下：

首先，东方海洋水产品加工业所需原材料主要包括冷冻红鱼、鳕鱼、真鳕鱼等，冻鱼类全部来自于远洋捕捞的大西洋及太平洋海域，海区环境清洁无污染。本次核危机影响的范围更多的是靠近日本福岛近海岸的区域，对于东方海洋原材料产地的生产并不产生影响。

其次，东方海洋的水产品加工业务的原材料（原料鱼）捕获具有一定的季节性，特别是真鳕鱼具有较强的季节性。国际上，真鳕鱼的捕获季节在1-4月和9-11月，因此，公司通常在每年的10-12月大量采购真鳕鱼。3月中旬这个时点公司已经将原材料备齐，因此此次核危机对公司存货亦不会产生影响。

因此我认为，随着日本增加水产品进口而公司存货已备的情况下，公司水产品加工产品的毛利率亦会有一定的上扬，从而会增厚公司业绩。

## 二、公司 2011 年业绩将大幅增长

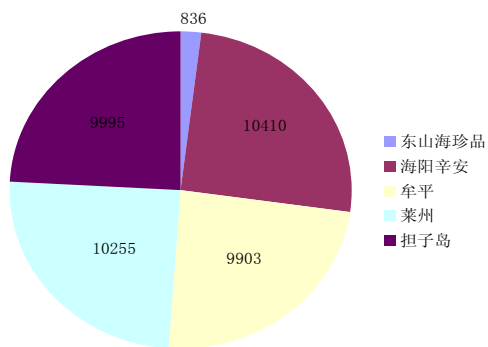
### 2.1 底播海参：2011 年量价齐升，利润大幅增长

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。

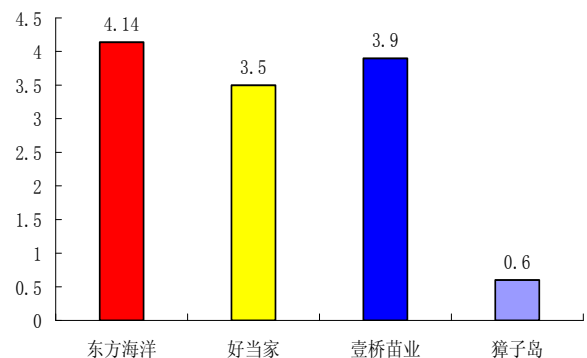
2009年公司海参产量420吨，2010年预计将有550吨，2011年达到850吨，2012年进入相对稳定时期，海参产量预计将达到1200吨，3年复合增长率超过40%，海参产量的增长，确保了公司业绩的增长。



图表 10: 东方海洋海参养殖面积分布 (单位: 亩)



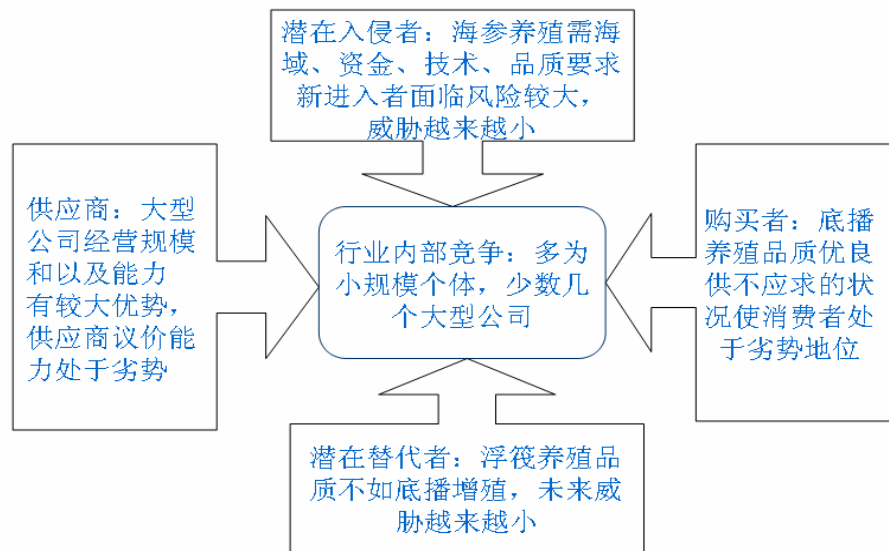
图表 11: 公司海参养殖面积位居上市公司首位 (万亩)



数据来源: WIND、国联证券研究所

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 12: 公司海参业务分析—五力分析表



数据来源: 国联证券研究所

## 2.2 三文鱼: 独特优势, 占据市场先机

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。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, 试验养殖失败风险极小。最重要的是公司已经攻克了三文鱼育苗难题, 这个问题攻克代表了公司三文鱼业务未来持续

性已经不成问题。考虑到公司之前已有大菱鲆等名贵鱼种的销售经验及网络，再加上公司三文鱼养殖在国内仍处于领先状态，未来三文鱼销售及高价格将不成问题。

此批三文鱼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。

### 2.3 胶原蛋白：走在正确的道路上

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。

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（09年末加盟商才20多家、10年末加盟商已达100多家、11年末公司计划将加盟商数扩展到300家），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。

另外，随着《山东半岛蓝色经济区发展规划》得到通过以及白海参有望规模化养殖等因素的影响，公司业绩未来几年保持高增长也较为确定。

## 三、估值及投资建议

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%。

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，维持“强烈推荐”评级。

**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                 |

**免责条款:**

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。