

公司报告

浩瀚海洋、屹立东方

水产养殖

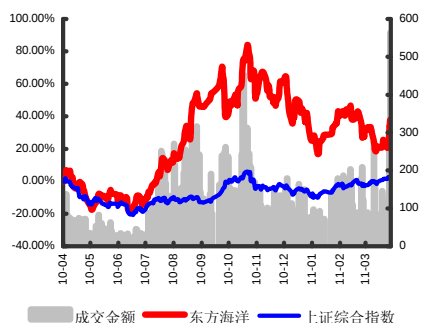
2011年4月15日

——东方海洋（002086）调研简报

评级：强烈推荐（维持）

合理价格：22.26-24.38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。

事件：近期我们和东方海洋（002086）的董秘进行了沟通，对公司未来的发展重点和思路有了较为清晰的认识。

点评：

- **海参：**量提升已确定，价高企是大概率事件。2010年东方海洋海参捕捞量大约为560吨，2011、2012年随着增发项目达产，公司海参量提升已成定局，预估产量将为850吨、1200吨。另外从供需及草根调研等角度来看，2011年海参价格继续高企将是大概率事件。现今时点再炒作核危机影响海参价格已变的不太合适。随着海参量价齐升的态势逐步显示，公司业绩增长迹象已很明显。

- **三文鱼：**三年内无“天花板”限制。公司三文鱼项目养殖成功，意味着三文鱼逐步放量已渐行渐近。考虑到三文鱼冰冻产品进口量很大及国人喜好鲜活品消费等因素，即使公司将三文鱼产量做到2000吨（现今目标1000吨），对市场也不会造成很大的影响。兼之三文鱼养殖所具有的壁垒，最快的情况下国内跟风者（只能为大型养殖企业）产成品具备规模也将在三年以后，公司三文鱼项目前景极其乐观。

- **胶原蛋白：**“渠道+理念”，蕴含无限可能。符合“美容+养生”理念的胶原蛋白产品市场空间极大，未来几年随着公司国内市场的开拓及品牌知名度的提高，销量大幅增加将成为现实。

- **其他信息。**公司除三文鱼及胶原蛋白产品两大看点之外，还有白海参。考虑到白海参的资源稀缺性（销售价格为普通海参5-10倍）及公司技术的独有性（议价能力极高），一旦量产，业绩迸发将超出想象。

维持“强烈推荐”评级，合理价格22.26-24.38元。根据预测，2011-2013年，公司EPS分别为0.53、0.75、1.14元。考虑到东方海洋未来的成长性 & 抗风险能力，2011年给予公司42-46倍市盈率，合理股价为22.26-24.38元，维持“强烈推荐”评级。

海参：量提升已确定，价高企是大概率事件

2010年东方海洋海参捕捞量达560吨。未来两年，随着增发项目的达产，公司海参产量将会大幅提升，预计2011、2012年大约在850吨、1200吨左右，年复合增长率达40%以上。且公司正积极进行新海域的开拓，考虑到政策支持等因素，未来几年海参产量将呈现继续扩张的态势。

而市场最为担心的是海参价格会不会因为核危机的影响而大幅下降，这个问题需从以下几点解析：

一、海参品质问题

我们坚定的认为东方海洋底播海参不会受到核辐射的影响，品质没有问题。

（具体分析步骤见相关报告——“塞翁失马、焉知非福”）。

二、供需角度

供给方面：

据统计，我国每年从日本进口的关东参达8000-10000吨。而此次地震及海啸一方面对日本东海岸的养殖及捕捞设施破坏极大；另一方面，考虑到核辐射对日本近海的污染所引起的日本海参食用是否安全的担忧，两者共同作用下，将造成进口海参供给量有所下滑。

另外，随着近几年海参养殖的兴起，适合海参养殖的资源已所剩无几，且考虑到海参2-3年的养殖周期（加上海冰造成供给下滑这些老式论调），决定了今年国产海参供给大幅上扬的可能性为0。

需求方面：

经过草根及上市公司实地调研发现：海参养殖企业及小型养殖户根本不愁海参的销售。在供小于求的大背景下，**海参养殖户仍然采用的是“坐销”的手段，价格仍维持在180元/千克左右的高位。**

另外，海参的消费市场仍集中在大连、山东等原产地市场，而全国90%以上占比的其他地区海参消费占比仅有20%。未来随着非原产地市场的逐步开拓，海参需求将持续增加。

而需求的旺盛最终可归结于消费升级的拉动。随着人民收入水平的不断提高及健康养生观念深入人心，民众对海参（提高免疫力）的需求将不断增加。

三、海参养殖特点：

海参不同于畜禽产品，养殖周期较长，且不需要饲料等日常投入。一旦海参价格下降过快，养殖户将产生“惜售”心态，通过延长海参养殖期、减少供给以达到维持价格的目的。这个特点也导致海参价格大幅下滑的可能性很小。

四、消费习惯

威海水产品批发市场海参批发价序列显示：4月1日、4月8日、4月12日海参批发价格分别为160元/千克、165元/千克、180元/千克。和历史数据比较，只有10年相同时点价格是上涨的，且仅为170元/千克。

山东、大连等地居民有冬季进补海参的习惯。此时正处于海参消费淡季，海参更多是被加工企业收购以备未来销售所需，海参需求的旺盛亦将促使加工企业加大对海参的收购力度。

从以上四点我们可以看出，在供小于求的大背景下，海参价格高企将是一大概率事件。

结论：海参量升、价高企将使公司业绩大幅提升。

三文鱼：三年内无“天花板”限制

公司三文鱼养殖及销售具备以下几个特点：

一、技术的稀缺性

公司从10年开始进行三文鱼的试养殖，在养殖过程中逐步掌握了育种及养成等相关技术。公司是国内第一家将三文鱼进行量产的企业，技术稀缺性将赋予公司此项业务具有极大的排他性。

二、销售的同质性

考虑到公司之前就有名贵鱼销售的网络及经验（大菱鲆），故可认为公司三文鱼的销售将有渠道支持且销售将不成问题（三文鱼鲜活品的稀缺性）。

三、业务的持续性

虽然11年公司仍采取从挪威进口鱼卵的策略，但不可否认的是公司已掌握了一定的育种能力，而育种的实现将奠定公司做大做强三文鱼业务的基础。

四、产品的稀缺性

2011年公司产出的三文鱼可实现鲜活品销售，在三文鱼进口仍是冰鲜产品为大的环境下，可视为具备一定的“稀缺性”。而这样的稀缺性恰好迎合了国人喜欢食用鲜活产品的偏好。产品的稀缺性赋予公司极强的定价及议价能力。

五、全产业链布局

公司三文鱼养殖成功，即意味着公司三文鱼养殖-加工-销售全产业链布局的实现。一方面，公司可将三文鱼作为鲜活品进行销售；另一方面，公司也可将三文鱼养成至3-6公斤，替代进口三文鱼作为加工的原料。

从以上五点我们可以看出，公司三文鱼项目未来前景极好。公司显然已意识到了这一点，2010年年报显示预算投入6000万用于三文鱼车间项目，三文鱼生产规模扩大空间巨大。

而公司三文鱼养殖成功将带来另一个疑问——即其他企业会不会形成“羊群效应”，从而影响公司三文鱼项目业绩的迸发？

首先，我们需要明确的是，和进口三文鱼达几万吨相比，东方海洋的三文鱼（现今目标产量1000吨）业务对市场影响甚微。

三文鱼在国外主要是网箱养殖，而东方海洋主要是在室内工厂化循环养殖。

另外，考虑到三文鱼养殖的行业壁垒：如技术及资金壁垒（小型养殖户被排除在外）、资源壁垒（现今中国尚无可供三文鱼自然成长的海域）等，将导致市场跟风者只能是大型养殖企业（具备工厂化养殖能力）。且考虑到三文鱼18个月的养殖周期，**最为理想的状态下跟风者实现量产也要到2013年底。**

相对而言，一旦三文鱼销售情况良好，公司将加大对三文鱼项目的投入。在上述所说的大环境下，至少在三年内公司三文鱼项目弹性极大，产量将没有“天花板”限制（天花板在于养殖设施的投入）。且由于公司三文鱼产品稀缺性，产品价格处于较高位置的态势较为确定，未来两年三文鱼项目将成为公司业绩迸发的另一支柱的可能性较大。

胶原蛋白：“渠道+观念”，蕴含无限可能

一、深海鱼皮、酶法、除味、小分子四因素决定胶原蛋白品质优良

公司胶原蛋白产品是从阿拉斯加深海鳕鱼皮中提炼而成，和使用猪皮、牛皮提炼相比，安全性较好，且在活性、亲和力上要优越。但从鱼皮中提炼也有一定的缺点，那就是有腥味。2010年公司胶原蛋白销量25吨左右，低于市场的预期，主要原因就在于产品由于刚刚研发，技术问题导致胶原蛋白产品带有一些腥味，甚至有一些臭味。而今年随着国外除味设备的引进，此项问题已解决。

另外，公司胶原蛋白使用的是酶法工艺，和酸、碱法相比，虽然工艺复杂、成本较高，且产品具有一定的腥味，但可保持胶原蛋白分子结构的完整性，产出的产品分子量较小，容易吸收，产品品质较好。

公司胶原蛋白上市时间不长，便因为品质良好、易于吸收而一跃成为和“FANCL”、“翌生美”并驾的中国胶原蛋白品牌之一。

二、“美容+养生”观念决定市场空间极大

随着居民收入的不断提高，未来消费趋势将逐步转变成品质消费、健康消费，而公司胶原蛋白产品正迎合了这两大理念。随着品牌和销售网络的建设，公司胶原蛋白产品“美容+养生”将深入人心，未来销售空间极大。

三、重点在于渠道建设

公司从09年开始进行国内销售渠道的铺设，10年底公司经销商数达到150家左右，到3月底已达200家左右。需要明确的10年新设的经销商绝大多数是在10年7月以后才开始进行销售，由于市场开拓具有时滞性导致销售情况较差。11年考虑到经销商销售具有一定的进货额度限制（考虑到运输成本，非原产地销售胶原蛋白产品动能更足），且随着经销商数量的提升及广告费用的投入，品牌美誉度的不断提高，胶原蛋白产品销售数量将大幅提升。

相关信息：

一、公司店中店月进货额至少3万元，专卖店月进货额至少5万元。

二、运输成本比较（2万元胶原蛋白产品运输费用30元、相对而言2000元鱼类运输成本达60元）。

三、非原产地市场由于消费习惯，对海参产品需求量较小，销售情况较差。

白海参：一旦量产，无法想象

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 年利用收集到的白刺参亲参 85 头，已培育出 300 多公斤苗种，预计可以培养出 50-60 万头白海参。以每头商品参为 0.1 千克计算的话，则可产 50-60 吨白海参。

白刺参培育技术为东方海洋公司独创，拥有完全自主的定价权，且由于白海参营养价格比普通海参高出一筹，其体内硒的含量是一般海参的几倍乃至十几倍。

事前分析来看，如果白海参苗种作为 11 年春苗投入养殖池养殖，养殖较快的话，12 年底或 13 年就可收获。考虑到白海参营养价值高及稀缺性，售价达到普通海参 5-10 倍问题不大。未来随着白海参育苗水平的提高，公司一方面可作为上游企业出售白海参苗种；另一方面可用白海参替代普通海参进行养殖，这样对业绩促进作用将无法想象。

总论：公司业绩迸发点很多，几大新业务成长性很高，且具备市场领先优势，这就决定了这些业务放量较为容易，一旦公司决定下大力气做哪项业务，将给公司业绩迸发带来契机。

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 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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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。