

高速成长的海产养殖龙头

研究结论

- **公司未来三年有望实现 50%复合增长。**公司是海产品养殖的龙头企业，主要从事刺参、海蜇等产品的养殖。公司拥有海域 24.6 万亩，但目前实际贡献业绩的海域仅为 1.4 万亩左右，不足总海域资源的 6%。随着公司海参“精养池”改造进度的加快，以及增发再融资的实施，我们预计公司业绩未来三年可望实现 50%左右的复合增长。同时，我们预计公司未来几年内还将进一步扩张海域。
- **刺参消费时代来临。**随着刺参营养价值逐渐的被认识，国民收入水平的不断提高以及人们养生保健意识的越来越深入，刺参的大消费时代已经到来。从刺参需求三方面分析，我们预计刺参需求仍将维持过去几年两位数的增长。同时刺参养殖条件较高，具有很高的资源属性，因此行业具有一定的门槛，供给也受到水域资源限制，因此刺参价格处于长期的上涨趋势。
- **公司刺参业务快速放量，毛利率回升。**公司未来几年刺参业务处于快速放量期，主要来自于面积和单产双双提高：1) 养殖面积方面，公司未来三年将保持 30%的复合增长，2013 年可望达到 3.6 万亩；2) 刺参“精养池”的改造提高了刺参养殖的存活率，相比往年单产可望提高至 100 公斤/亩，并还有继续提高的空间。受到存活率提高影响，刺参苗种自给率提升等因素影响，刺参毛利率今年就能回升至 45%以上，比去年提高 10 个百分点以上，未来几年公司毛利率将继续回升。同时，公司积极拓展刺参深加工业务，降压肽或将成为公司新的利润增长点。
- **公司海蜇业务快速增长，日本进口需求带动食品业务贡献快速提升。**海蜇业务受益于公司养殖面积的提升，预计将呈现快速增长态势。同时，高毛利的海蜇制品比例增加将进一步提高公司该块的毛利。食品业务毛利率回升，扭转亏损状态，同时受到日本地震后重建，食品等物资缺乏的影响，预计今年食品业务收入可望有大幅的提升，盈利将进一步回升。
- **增发为公司提供业绩提升动力，核泄漏事件给予买入机会。**由于日本海域洋流流向美国太平洋西岸，国内日本核污染对公司养殖基本无影响。短期内核泄漏对于海产品的国内消费信心有一定的打击，但长期来看该事件对于海洋蛋白的需求不会有很大影响，我们认为，核泄漏事件将给予买入公司的好机会。公司实施增发再融资包括刺参养殖的三个项目，这将为公司业绩提升提供巨大的动力。
- **首次给予“买入”评级。**我们预计 2011—2013 年公司 EPS 为 0.35 元、0.53 元和 0.76 元（未考虑增发摊薄）。鉴于预期公司未来三年将维持复合增长率 50%，我们认为给予公司 2012 年 35X 的 PE 较为合理，对应公司目标价为 18.55 元，同时公司目前股价仅高于增发底价不足 10%，公司业绩提升动力充足，首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**1) 核泄漏事件和经济下滑造成刺参价格大幅下滑；2) 刺参养殖风险；3) 刺参产业引发的食品安全问题。



东方证券
ORIENT SECURITIES

叶烽

农业分析师

8621-50366888 × 6094

yefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110060046

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (首次)**

股价 (2011 年 4 月 19 日) 12.50 元

目标价格 18.55 元

总股本/A 股 (万股) 63,360/63,360

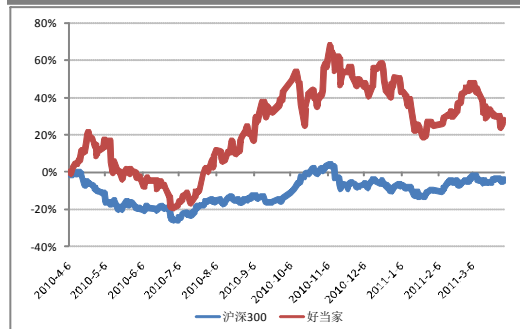
A 股市值 (百万元) 7,755

国家/地区 中国

行业 农业

报告发布日期 2010 年 4 月 19 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	0.09%	6.69%	28.03%
相对表现 (%)	2.49%	11.05%	-3.89%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万)	774	974	1181	1418
营业利润 (百万)	144	226	347	499
净利润 (百万)	145	221	338	486
EBITDA (百万)	226	315	445	598
每股收益 (元)	0.23	0.35	0.53	0.76
净资产收益率 (%)	10.1%	13.3%	16.9%	19.6%
每股经营现金流 (元)	0.17	0.25	0.33	0.43
市盈率 (X)	54	35	23	16
EV/EBITDA (X)	34	25	17	13

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

一、海域资源丰富的海产养殖龙头.....	4
二、刺参业务：未来几年快速放量.....	5
1、刺参行业：大消费时代的到来.....	5
2、刺参价格：长期上涨.....	8
3、公司刺参业务：放量在即，进入快速增长轨道.....	9
4、公司刺参毛利率：逐步回升.....	11
三、其他业务：为业绩添砖加瓦.....	14
1、海蜇业务：预计今明两年有爆发式增长.....	14
2、食品业务：盈利水平逐步回升.....	16
四、增发为公司提供业绩提升动力.....	17
1、日本核污染不影响公司养殖.....	17
2、增发为公司提供业绩提升动力.....	18
五、盈利预测和投资建议.....	18
1、盈利预测.....	18
2、结论和投资建议：目标价 18.55 元.....	20
六、风险提示.....	21

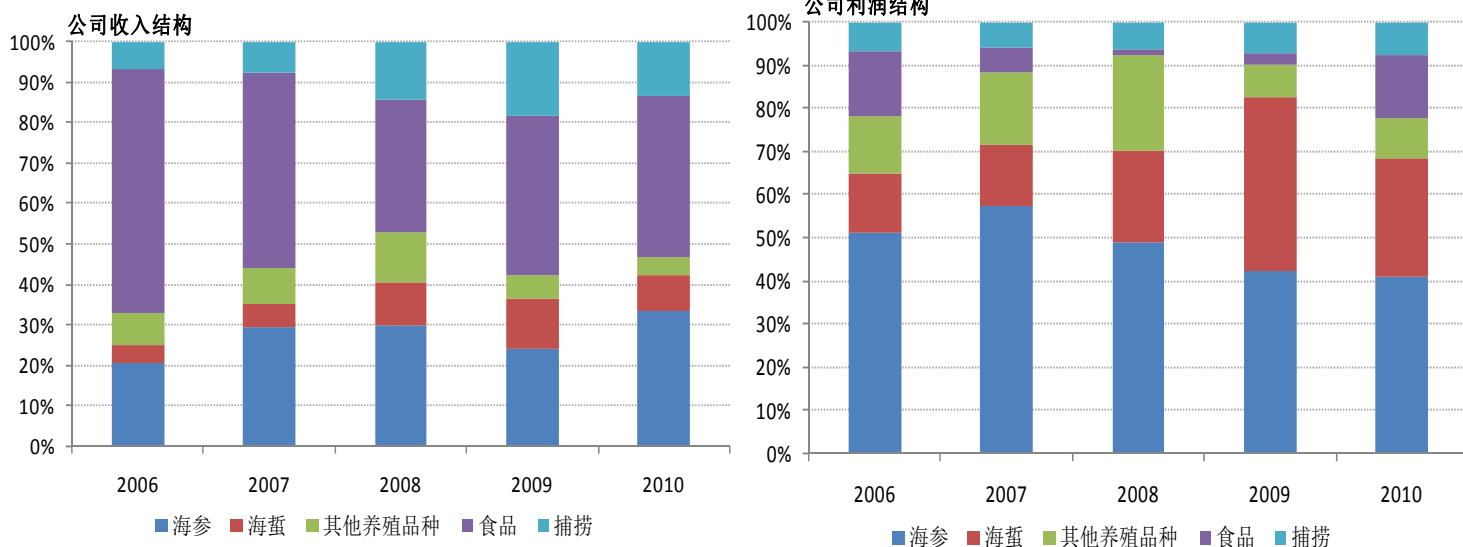
图表目录

图 1： 公司收入和毛利利润结构	4
图 2： 海参产业产值、产量及养殖面积不断扩大	6
图 3： 星级酒店收入快速增长也将带动刺参消费	7
图 4： 中国礼品市场日益增长	7
图 5： 刺参三大圈层	8
图 6： 刺参价格	9
图 7： 公司投苗和捕捞面积增长预计	10
图 8： 刺参单产水平对比	11
图 9： 公司刺参投苗成本	12
图 10： 海蜇价格	14
图 11： 食品毛利率触底回升	16
图 12： 世界洋流状况	17
表 1： 公司养殖面积分布	4
表 2： 我国主要刺参品种和分布	5
表 3： 刺参营养成分	6
表 4： 几种刺参养殖方式的比较	10
表 5： 刺参业务盈利预测（亿元）	13
表 6： 海蜇业务盈利预测（亿元）	15
表 7： 公司增发项目	18
表 8： 食品业务盈利预测	19
表 9： 捕捞业务盈利预测	19
表 10： 盈利预测	19
表 11： 同类行业估值比较	20

一、海域资源丰富的海产养殖龙头

海产养殖龙头企业。公司坐落于山东半岛最东端——荣成市虎山镇，是近海水产养殖行业的龙头企业。公司主要从事海参、海蜇等海珍品养殖，以及海洋捕捞和食品加工业务。从营收和利润结构来看，目前公司海产养殖业务营收占到了公司总营收的将近 50%，利润占到将近 80%。未来随着公司海产养殖规模的不断扩大，两个比例将进一步提高，尤其是海参营收和利润占比将继续提升。

图 1：公司收入和毛利利润结构



丰富的海域资源，为未来发展做支撑。公司拥有丰富的海域资源，目前海域面积已经达到 24.6 万亩。其中可供海参养殖的面积在 12.6 万亩左右，其余 12 万亩适合虾夷扇贝、江珧等贝类养殖。公司目前实际贡献业绩的海域仅为 1.4 万亩左右，还有将近 23.2 万亩海域未贡献业绩。我们认为，丰富的海域资源将支撑起公司高速的发展。

同时据我们了解，在新募集项目中荣成靖海湾项目以南还有可供刺参养殖的海域达 2-3 万亩，我们不排除公司继续拿海域，拓展水面资源的可能。

表 1：公司养殖面积分布

地址	养殖面积 (万亩)	养殖品种	养殖模式	贡献业绩 与否
山东荣成市虎山、宁津和徐家镇等	1.25	海参、海蜇	海参海蜇混养	已经贡献
山东荣成市虎山、宁津和徐家镇等	1.35	海参	海参精养	部分贡献
山东荣成市靖海湾	0.99	海参、海蜇	海参海蜇混养	未贡献
山东荣成市靖海湾以南近海	0.9	海参	底播	未贡献
山东苏山岛以南海域	20	海参、江珧虾夷扇贝	海珍品底播	未贡献

资料来源：东方证券研究所

二、刺参业务：未来几年快速放量

1、刺参行业：大消费时代的到来

据资料记载，全世界约有 1100 多种海参，我国约有 120 多种。根据海参背面是否有圆锥肉刺状的疣足，海参总的可以分为刺参类和光参类。刺参类不管从食用价值和营养价值，都要远高于光参类，俗话说：茄参是菜，刺参是药。我国也是以食用刺参为主，因此我们这里讨论的主要是刺参。目前我国用来加工的食用刺参有 21 种，主要的有 7 种，包括刺参、绿刺参、花刺参、梅花参等，其中刺参主要分布于辽东半岛和胶州半岛，其营养价值在海参中最高，被誉为“参中之冠”。

表 2：我国主要刺参品种和分布

海参种类	形态	分布区域	营养价值
刺参	体长 20-40 厘米，体呈圆筒形，背面隆起有 4-6 行大小不等、排列不规则的圆锥形肉刺	山东、辽宁和河北沿海，主产于威海、烟台、大连、长山岛等	最高
绿刺参	全身浓绿、墨绿或稍带青黑色，肉刺的顶端为橘黄或橘红色	海南岛、西沙群岛等	比较高
梅花参	体长 60-80 厘米，体色鲜艳，背面为橙色并带有黄色和褐色斑点	西沙群岛、中沙群岛和南沙群岛	比较高
花刺参	体略呈方柱形，有深黄色带深浅不同的橄榄色斑点	广东石甸洲岛、海南岛和西沙群岛	比较高

资料来源：东方证券研究所

刺参消费时代来临。刺参作为“海八珍”之首，具有极高的营养价值。每 100g 刺参含蛋白质 15 克，脂肪 1 克、碳水化合物 0.4 克，钙 357 毫克、磷 12 毫克，铁 2.4 毫克，以及维生素 B1、B2、尼克酸等 50 多种对人体生理活动有益的营养成分。而且其富含的硫酸软骨素、酸性粘多糖、精氨酸三种特有物质对于人体来说也有非常大的益处。硫酸软骨素可以延缓细胞衰老，对于女性朋友有一定的美容美颜效果；酸性粘多糖可以激活胰岛 B 细胞，平抑高浓度血糖，降低血压血脂，防止动脉粥样硬化，还能够抑制肿瘤细胞的生长扩散，是糖尿病患者的上佳补品；精氨酸能够延缓男性性腺衰老、固本培元、补肾益精。除此之外，还包括海参素、DHA 等多种成分。因此，随着人们生活水平不断的提升，人们保健意识、养生意识逐步的提高，对于刺参营养价值有越来越多的认识，刺参的大消费时代已经到来。

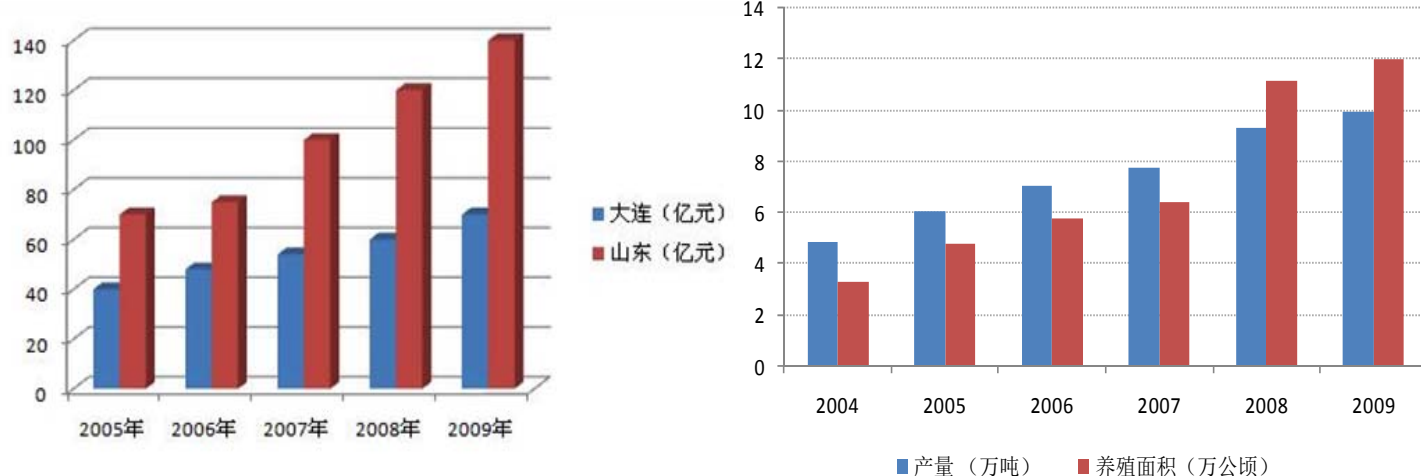
表 3：刺参营养成分

主要营养成分	营养功效	对应人群
硫酸软骨素	延缓细胞衰老，对于女性朋友有一定的美容美颜效果	老人
酸性粘多糖	激活胰岛 B 细胞，平抑高浓度血糖，降低血压血脂，防止动脉粥样硬化，还能够抑制肿瘤细胞的生长扩散	糖尿病人
精氨酸	合成人体胶原蛋白的重要原料，对肌体损伤后的修复有特效，延缓男性性腺衰老、固本培元、补肾益精	康复中的病人
DHA	促进婴儿大脑和神经系统发育	妇女和儿童

资料来源：东方证券研究所

国民收入提高，消费升级带动刺参消费需求持续扩大。随着国内经济不断的发展，国民收入大幅的提高，人们的消费层次不断提升，海参作为具有高营养价值的食品，符合国民消费升级的需求。近几年刺参行业规模不断的扩大，产量快速增长，同时刺参价格还在持续上涨，显示出消费需求的快速增长。

图 2：海参产业产值、产量及养殖面积不断扩大



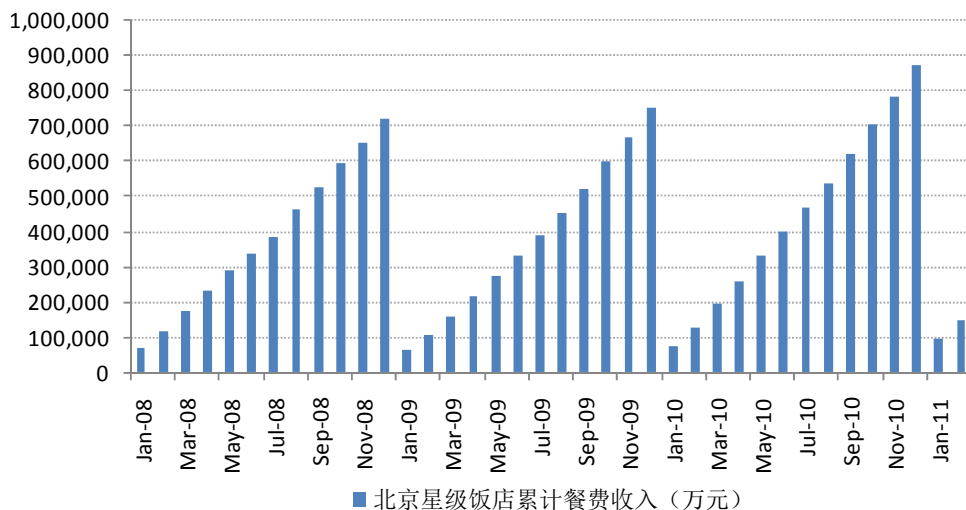
资料来源：东方证券研究所，wind

南方沿海地区刺参消费快速增长。目前海参的消费市场主要集中在沿海发达地区，其需求主要分为三块，未来南方沿海及内地发达地区将成为刺参的主消费区。

1) 家庭消费。海参的家庭消费主要分布在传统的辽东、胶东以及京津唐地区，这些地区的家庭一般有把海参作为冬天进补佳品的习惯，每年到了冬天都会有 30-60 天的进补期，每天吃一支参。随着南方人对于刺参营养价值的了解，以及对刺参菜肴的探索，刺参也在慢慢进入南方家庭。目前在北方，家庭消费占到海参需求的 40%-50% 左右。在南方，这块需求不到 20%，因此南方家庭对于海参保健需求的提升空间还很大，从近几年的状况来看，南方沿海地区刺参的消费保持着两位数的增长。

2) **酒店餐饮消费。**酒店餐饮消费是刺参消费的主要形式，特别是婚宴等场合，刺参是主要的菜肴。随着国内经济持续发展，消费的持续扩大，酒店餐饮规模的持续增长，刺参需求也在不断的持续增长。从北京星级饭店的餐费来看，近几年其餐费收入呈现快速的的增长。而这种势头在今年的二月份还在延续。2010 年 2 月份北京星级饭店累计餐费收入继续维持 15% 的增速。

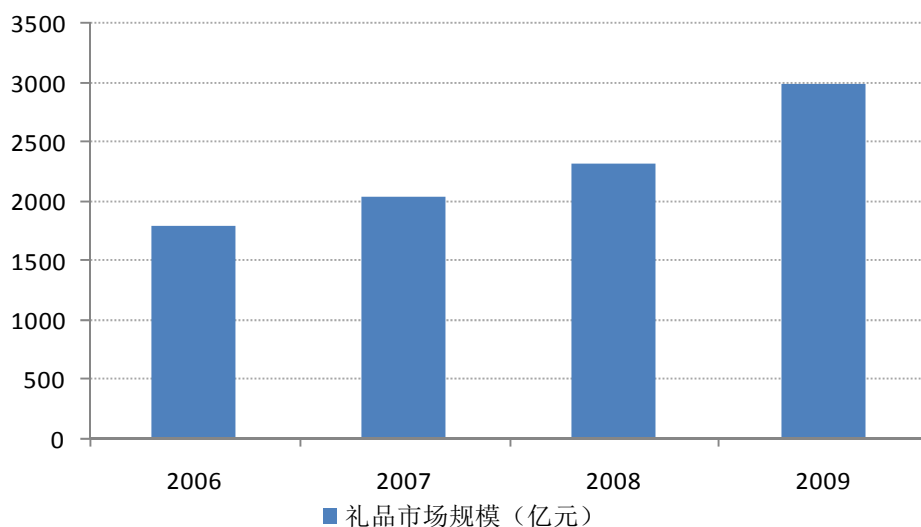
图 3：星级酒店收入快速增长也将带动刺参消费



资料来源：东方证券研究所，wind

3) **礼品消费。**礼品消费也是刺参的主要消费形式之一。由于逢年过节，中国人都有送礼的习惯，而最近“低碳”、“绿色”等成为送礼文化的主题，刺参已经慢慢成为国人送礼的佳品。我们预计，随着礼品消费市场的不断增长，以及送礼文化越来越注重健康、刺参送礼需求将会有很大的提高。目前整个礼品市场正在以每年平均 15% 以上的速度增长。

图 4：中国礼品市场日益增长



资料来源：东方证券研究所

2、刺参价格：长期上涨

刺参养殖有资源属性，养殖供给有限。刺参对于养殖环境的需求比较高。刺参一般栖息在水深 1-35 米的浅海区，生活在海藻茂盛的岩礁底，或底质较硬的沙泥底，盐度在 28 以上，PH 值 7.9-8.4、水温在 3-28 摄氏度之间、冬天不结冰的海区。它是一种寒温带种类，对于过低或过高的水温都不适应，当水温低于 3℃ 刺参摄食量减少，逐渐处于半休眠状态；当水温升高达到 20℃ 时，刺参进入夏眠、长期处于过高或过低的水温环境中，刺参很难进行正常的生长发育。同时，刺参对于水的清洁度要求也比较高。因此，可以看见适合刺参生长的水域环境并不多，刺参的养殖受到海域资源的限制。在我国辽东半岛和胶州半岛是刺参养殖的主要地区，而南方由于水温偏高，适合养海参的月份很少。

另一方面，在我国许多消费者的认识里面，辽宁和山东刺参的“地标”观念已经根深蒂固，这就好比龙口的粉丝、五常的大米。因此有专家提出了“海参圈层理论”来概况消费者对于刺参的地域认识。我们认为，这在一定程度上更加体现出刺参的资源属性。

随着我国沿海重工行业的发展，沿海的污染越来越严重，刺参可养殖的区域面积有缩小的趋势。我们认为，水域资源将是进入这个行业的门槛，未来随着大养殖企业的“攻海掠水”的进程越来越快，如公司在 2010-2011 年拿下荣成 2 万亩的海域，小养殖企业的生存空间也在慢慢的缩小，行业进入的壁垒将越来越高。

图 5：刺参三大圈层

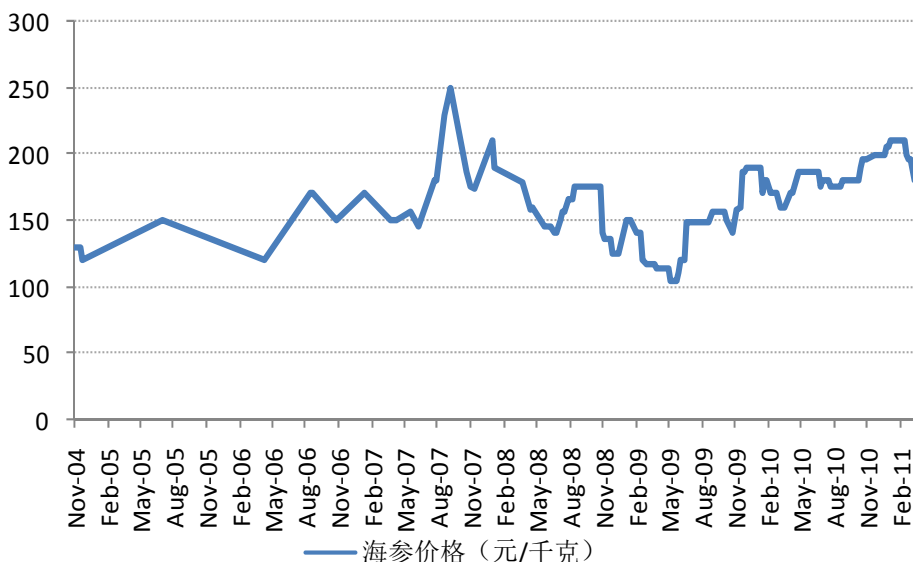


资料来源：东方证券研究所，何足奇博客

刺参需求短期依赖于消费信心，价格长期处于上涨趋势。综上所述，在刺参消费不断扩大，刺参养殖资源日益紧缺的背景下，刺参价格长期上涨趋势已经得到确立。2010 年年度刺参平均价又创出

历史新高。但在短期中，刺参作为可选消费品，其价格很多时候极度依赖经济环境和消费者信心，2009 年年初由于经济危机的影响，海参价格跌至 100 元/公斤左右，便说明了这一问题。从目前的状况看，国内经济继续快速增长，消费需求持续扩大，我们预计今年海参价格仍将维持上涨趋势。3 月份海参价格维持在 180 元，同比增长 12.5%。

图 6：刺参价格

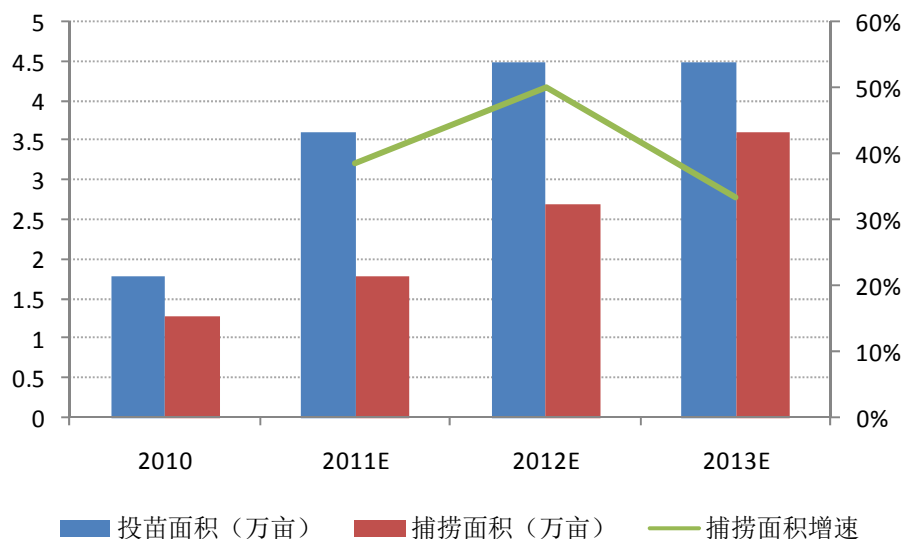


资料来源：东方证券研究所，wind

3、公司刺参业务：放量在即，进入快速增长轨道

巨大的资源优势支撑公司刺参业务的发展。公司是最早从事刺参养殖业务的企业之一，目前公司刺参的可养殖面积已经达到 12.6 万亩，其中 4.5 万亩将是刺参精养池，8 万亩为苏山岛以南的海域，主要用于底播刺参。今年公司刺参的可捕捞面积在 1.8 万亩，去年实际产出面积 1.2-1.4 万亩左右，同比提高 40%左右。同时从去年下半年开始，公司着手改造另外 8000 亩海域，到目前为止已经全部改造完成，从而使可投苗面积扩大到 2.6 万亩。目前公司已经着手在改造增发项目中荣成靖海湾 9867 亩的海域，预计今年年中就可完成全部改造完成，届时**公司投苗面积将有望达到 3.6 万亩**，保守按照刺参 2.5 年的周期来算，**这部分面积将在 2013 年全面贡献业绩，相比较 2010 年增长 150% 以上，捕捞面积每年可以保持 30% 以上的增长。**

从更长远时间看，公司还拥有 20 万亩苏山岛海域未开发，这块资源利用的可行性计划目前正在由山东黄海研究所规划之中。我们预期，这块在 2013 年前后有望启动建设规划。届时，公司刺参产能还将有更大规模的爆发。

图 7：公司投苗和捕捞面积增长预计


资料来源：东方证券研究所

刺参的养殖模式有很多种，包括虾池养殖、潮间带围堰养殖、人工流放增殖（底播）、海上浮筏养殖等，每种养殖模式都有其各自的特点，养殖刺参的品质和效率也都不一样。一般的养殖大企业由于拥有的海域面积较大，且多在近海或海岛的浅滩区，选择围堰养殖和底播的比较多，而中小养殖一般利用滩涂改造虾池来养殖刺参。

表 4：几种刺参养殖方式的比较

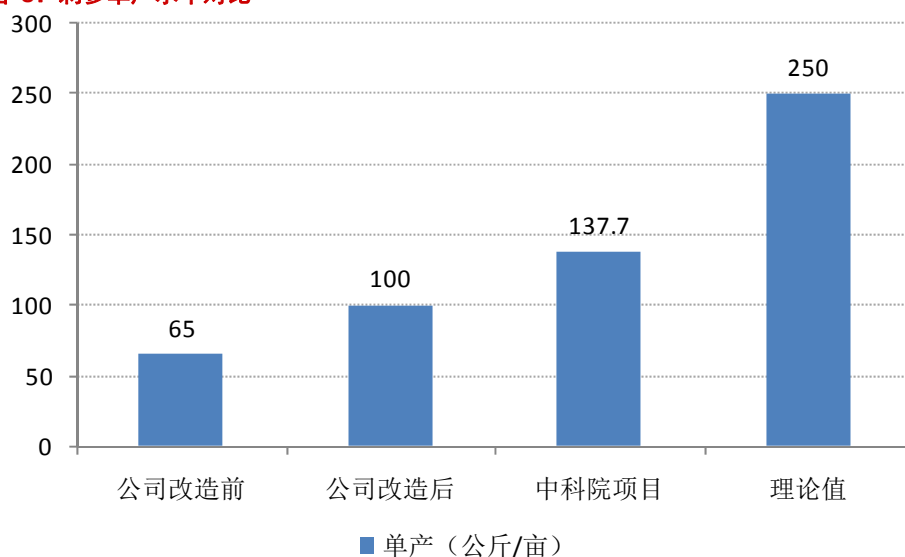
	存活率	投入成本	养殖品质	特点
围堰和虾池	40%-50%	需要建大坝，固定投资成本很高	品质较高	回收率较高，生长接近自然环境
人工流放（底播）	30%	投入成本相对较低	类似于野生，品质很高	简单易操作、费用低，生长在自然环境
海上浮筏	50%左右	投入成本较高	品质较低	管理方便，收获率高

资料来源：东方证券研究所

刺参单产将大幅提高。早先在公司刚上市的时候，公司刺参的养殖模式是虾池和围堰。当时刺参养殖技术发展的不完善，公司对于刺参养殖的管理也很不科学，表现在公司围堰的海域底部有很多的底害，如一些虾蟹，他们在海域底部不断打洞，刺参掉入洞中就会因为没有食物而死亡。这也是公司这么多年养殖单产一直维持在 70 公斤/亩以下，远低于 2007 年山东省刺参单产 98.5 公斤/亩的平均水平，也低于全国 2007 年单产水平 80.3 公斤/亩的水平。

从 2008 年后，公司开始刺参虾池和围堰池的改造，在除去虾蟹等底害的同时，还在池底铺上了编织袋，再在编织袋的基础上铺上人工礁，防止一些虾蟹在底部打洞导致刺参单产的下降，为刺参营造一个更良好的环境，刺参单产有大幅的增长。改造后公司“精养池”中刺参每年平均单产基本可以达到 100 公斤/亩左右，最高的单产能达到 150 公斤/亩，比改造前单产水平提高 60% 以上。2010 年 12 月，由中国科学院海洋研究所为主承担的财政支持农业技术推广项目“海参海蜇生态混养技术”进行了验收和鉴定。在项目实施期间，在荣成、无棣等 5 个县市区共推广刺参海蜇池塘生态混养 3.5 万亩，刺参平均亩产 137.7kg，海蜇平均亩产 168.5kg，亩产值达到 2.4 万元。因此，可以看到，即便是在改造完毕之后，公司还可以通过对于一些过程的控制管理和养殖技术的改进，来提高刺参养殖的单产水平。

图 8：刺参单产水平对比



资料来源：东方证券研究所，wind

综上所述，可以预见随着未来几年公司养殖面积和单产的双双提高，刺参业务将进入一个爆发阶段，刺参养殖规模将迅速扩大。

4、公司刺参毛利率：逐步回升

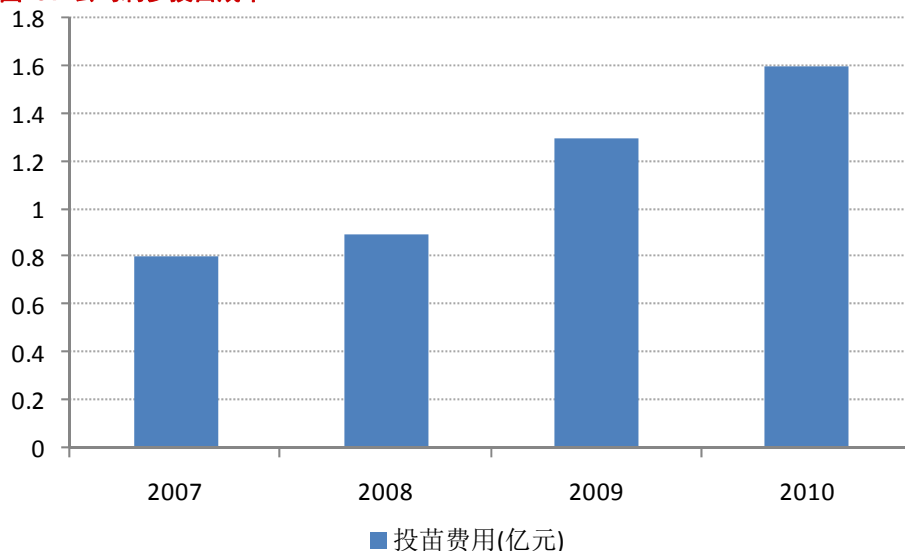
公司刺参的养殖成本主要包括苗种成本、固定资产（大坝）资本化折旧、捕捞成本这三项成本。

1) **刺参苗种成本**：刺参的生长期一般在 2-3 年，投苗期是一年两季，春季在 5 月份左右，秋季在 10-11 月份。因此，公司当期结算的海参苗种费为 3 年前的投苗成本，一年结算两期的投苗成本。一般来说，刺参苗种成本占到总成本的 70% 以上。目前山东当地 200 头/斤的刺参苗价格在 180 元/斤，80 头/斤的刺参苗在 135 元/斤左右。根据我们的测算，按照每亩 5000-6000 头投规格 150 头/斤的苗，保守按照 1.5 元/头来算，1.8 万亩的海域投苗成本大概在 1.62 亿。

2) **折旧成本**：根据直线法固定资产折旧，大坝的折旧费用大概在每月 300 多万，其中除去 6-9 月份（折旧费用摊销在海蜇成本上），其他都摊销在刺参成本上，因此每年摊销在刺参上的成本在 3000 万左右。

3) **捕捞成本**：公司在开海季节会雇佣一批临时熟练工来捕捞海参，他们的工资一般按照捕捞量来决定，目前大约在 2-3 元/斤，按照这个计算 1300 吨捕捞量，在 600 万左右。

图 9：公司刺参投苗成本



资料来源：东方证券研究所，wind

公司 2010 年刺参毛利率低至 33.57%，创出公司养殖历史以来最低点，主要是由于会计结算方式有稍许的变动，2010 年公司确认了 07 年全年和 08 年春季三期投苗的费用，导致整个刺参单位成本迅速提高。我们预期，随着公司刺参苗确认费用重新回到一年结算两期，几年内公司刺参毛利率可望回归正常水平。同时，随着公司养殖模式的不断完善，成活率的提高，刺参单位成本也可望有进一步的降低。

扩大刺参育苗规模，获取更高的养殖利润。公司在进入刺参养殖行业之初就已经建立起了自己的育种基地，但由于资金、资源等问题，公司并没有做大这块，刺参苗种的自给率在 30%左右。随着产业的扩大和发展，育苗环节已经积累了相当的利润空间，这个可以从刺参的成本结构里就可以看出。此次增发再融资，公司募集投资育苗项目，项目达产后将为公司提供 7.6 万平米的育苗车间，**每年提供 21.28 万公斤苗种，按照海参苗种 150 元/斤来计算，公司每年可省下的苗种费用在 6400 万左右**，占到 2009 年投苗费用的 50%左右。因此，公司扩大育苗规模可以进一步提高未来刺参养殖的毛利率。由于是募投项目，该项目投产时间还要根据募集资金到位的快慢来决定，我们预计 2013 年左右可望投产，所以我们在盈利预测中，没有考虑该项目。同时我们预计，随着未来育苗技术的不断成熟，公司很可能会继续提高育苗的规模，使公司的海参苗自给率达到 100%。

盈利预测：刺参业务毛利润近三年将保持 50%以上的年均增长。我们预计，公司 2011-2013 年刺参业务毛利润的年均增长将维持在 50%以上。

表 5：刺参业务盈利预测（亿元）

	2010	2011E	2012E	2013E
价格（元/公斤）	190.72	195	195	200
单产（公斤/亩）	96.71	100	100	100
养殖面积（万亩）	1.40	1.80	2.30	3.20
养殖量（吨）	1,354	1,800	2,300	3,200
销量（吨）	1,354	1,800	2,300	3,200
业务收入	25,823	35,100	44,850	64,000
业务成本	17,156	18,580	20,780	23,240
苗种费	14,000	14,500	16,200	17,820
大坝折旧	2,700	3,000	3,200	3,500
人工费用及其他杂费	455.7	1,080	1,380	1,920
业务毛利	8,667.79	16,520	24,070	40,760
毛利率	33.57%	47.07%	53.67%	63.69%
销量增长	34.06%	32.94%	27.78%	39.13%

资料来源：东方证券研究所

5、产品线延伸和品牌建设将加速推进

随着刺参消费的快速增长，整个刺参产业规模都在不断扩大，许多小企业也加入了这个行业之中，不少小企业为了谋取更高利润，不惜在产品中“掺假”，或者以次充好，整个行业的竞争正在加剧。因此，整个产业的品牌化和产品线的延伸将是未来刺参行业发展的趋势。

品牌建设加快脚步。2010 年公司对企业形象标志和产品包装进行了优化，制定了“一品国参”的市场定位，提升了产品档次，并且将营销中心迁至济南，形成以济南为中心，辐射全国的营销网络。同时，公司通过参加中国国际海参文化节、全国糖酒会等活动，提高了公司刺参的知名度和品牌影响力。目前公司已经具备了品牌宣传一定的基础：公司在全国已经拥有将近 100 家“好当家海洋食品”连锁专卖店。同时，公司计划在未来几年里要把连锁专卖店扩大到 500 家，在各个大城市里都能看到好当家的品牌专卖店。另一方面，公司将在 2011 年加快电子商务、现代物流等先进适用技术向营销体系的渗透，加快 B2C 模式对于品牌的推广。

产品线延伸——降压肽可望为公司带来新的利润增长点。公司成立山东海普盾海洋生物科技有限公司，来从事海参下游产品的开发。目前公司已经研制出了海普盾降压肽。这是提炼于海洋生物的降压肽制成，具有舒缓血管和降低血压的功效。所谓降压肽是一类具有 ACE（具有降血压活性的血管紧张素转化酶抑制剂）抑制活性的多肽物质，这种抑制肽广泛存在各种食物蛋白中，海洋生物中尤为丰富。日本以鱼类为原料获得了降血压肽已经商品化。临床研究表明，从天然食物中提炼的 ACE 抑制肽的降血压效果非常显著，并且具有起效时间快，持续时间长，对正常血压无影响的特点，更主要的是没有副作用。公司海普盾降压肽已经通过了临床试验，取得了相当不错的临床效果，我们预计公司明后年就将进入大规模的产业化。

从降压肽前景来看，目前高血压已然是人类健康危害最大的疾病之一。全世界每年因高血压而死亡 1200 万人，这高于任何一种疾病。据 1979 年及 1991 年两次全国高血压调查的结果，我国高血压的发病率在十年间由 7.73% 上升至 11.26%，目前，全国现有高血压患者近 1 亿人，每年死于心血管病（主要是高血压、脑卒中和冠心病）的人数达 200 万，已高居死亡原因的首位，高血压为其主要的危险因素。随着人们保健意识的提高，人们对于高血压、心血管疾病的预防和控制越来越受到重视，除了改善膳食结构、生活习惯、增加体育锻炼外，利用保健食品来调节生理状态已日益被消费者接受，利用取自于天然食物蛋白的降压肽制成的保健品拥有巨大的发展前景。

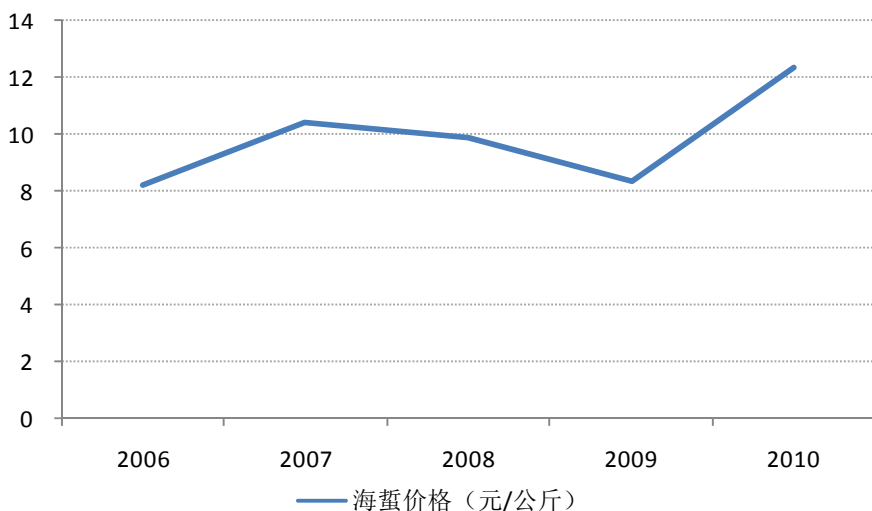
未来除了降压肽，公司还将在海参等海产品深加工方面继续突破，研制出能降血脂和降血糖的保健产品，我们看好公司这块的发展。我们预期这块业务可能在后年就将有一定的业绩贡献。

三、其他业务：为业绩添砖加瓦

1、海蜇业务：预计今明两年有爆发式增长

预计海蜇业务今明两年有爆发式增长。海蜇是大型食用水母，经济价值很高，作为一种自然资源被利用，在中国有悠久的历史。其营养成分独特之处是含脂量极低，蛋白质和无机盐类等含量丰富。海蜇养殖的季节性非常强，在北方每年的 6、7、8 及 9 月上旬是适宜海蜇生长的季节，南方养殖时间则更长一些。一般的，在山东地区海蜇可以养两茬，一茬海蜇大概需要 40-60 天的养殖过程。海蜇喜欢生长在盐度较低的地方，同时需要水中具有大量的营养物质，因此水比较清的渤海湾不太适合养海蜇，而如果是盐度还高的水域养海蜇也会降低海蜇的单产。因此，经常会出现这样的现象：由于 6-8 月份雨量偏少，导致池水中盐分上升，一定程度抑制海蜇的生长，导致海蜇产量下降。所以，海蜇养殖对于天气的依赖度比较强。海蜇价格每年也会有很大的波动。

图 10：海蜇价格



资料来源：东方证券研究所

公司海蜇的养殖模式主要为参蜇混养，因此在一定程度上，海蜇养殖面积的扩大取决于公司海参养殖面积的增长。目前公司参蜇混养面积为 1.2 万亩左右，随着今年 9867 亩海域合拢，公司参蜇混养的面积可望到达 2.2 万亩，几乎增长一倍。如果合拢日期在 6 月之前，这部分海域今年就能为海蜇业务贡献利润。

海蜇养殖成本主要是苗种费和大坝折旧费用两部分成本。

1) **苗种费用**：海蜇养殖的回捕率比较低，一般在 5%-10% 左右，公司一般每亩投苗在 1000 头左右，经过 40-50 天生长，可以达到 7-10 斤/头。目前海蜇苗的价格在 0.1 元/头左右。因此，按照这样的计算，一头海蜇苗的苗种成本基本在 2-3 元左右，一公斤的海蜇苗种成本在 0.6 元左右。

2) **大坝折旧费用**：由于 6-9 月份公司主要以养海蜇为主，因此公司的这部分折旧结算计入海蜇成本中，大坝折旧费总共在 900 万元左右，每公斤海蜇摊到的折旧费用大概在 2.2 元左右。

因此，可以看到海蜇更多的成本来自于大坝的折旧，是一个相对比较固定成本。我们从公司海蜇的历史毛利率看到，公司的毛利率都能维持在 70% 以上，这表明公司海蜇养殖技术的相对成熟。因此，我们预期公司今明两年海蜇产量的增长，也将拉动公司业绩的提升。

高毛利的海蜇加工制品的比例上升。公司海蜇业务除了销鲜之外，还有海蜇加工制品业务，主要来自于一些大客户的订单。经过加工后的海蜇制品价格可以达到 30 元/公斤，是鲜海蜇的 2.5 倍以上，而每头海蜇的加工费用在 5-7 元左右，按每头海蜇 7 斤折算，每公斤的海蜇加工费在 2 元左右，这部分的毛利率可望达到 85% 以上。公司目前加工海蜇的体量大概在 500-600 吨左右，未来随着公司海产品深加工体系的不断完善，高毛利的海蜇加工制品的比重有望大幅提高。

表 6：海蜇业务盈利预测（亿元）

海蜇制品	2010	2011E	2012E	2013E
单产（公斤/亩/年）	330.86	340.00	340.00	340.00
养殖面积（万亩）	1.20	1.20	2.20	2.20
养殖量（吨）	3,970	4,080	7,480	7,480
业务收入	7,007.50	7,327.38	14,086.57	14,086.57
业务成本	1,134.80	1,584.21	2,501.32	2,591.32
业务毛利	5,872.70	5,743.17	11,585.25	11,495.25
收入比例	9.05%	7.80%	12.31%	10.21%
毛利比例	27.73%	19.21%	26.63%	18.98%
毛利率	83.81%	78.38%	82.24%	81.60%
鲜海蜇				
价格（元/公斤）	12.37	12.00	11.00	11.00
销量（吨）	3,212	3,212	5,460	5,460
单位成本	3.20	3.20	2.21	2.38
业务收入	3,972.81	3,853.98	6,005.79	6,005.79
业务成本	1,028.47	1,028.47	1,208.39	1,298.39
苗种费用	128.47	128.47	218.39	218.39

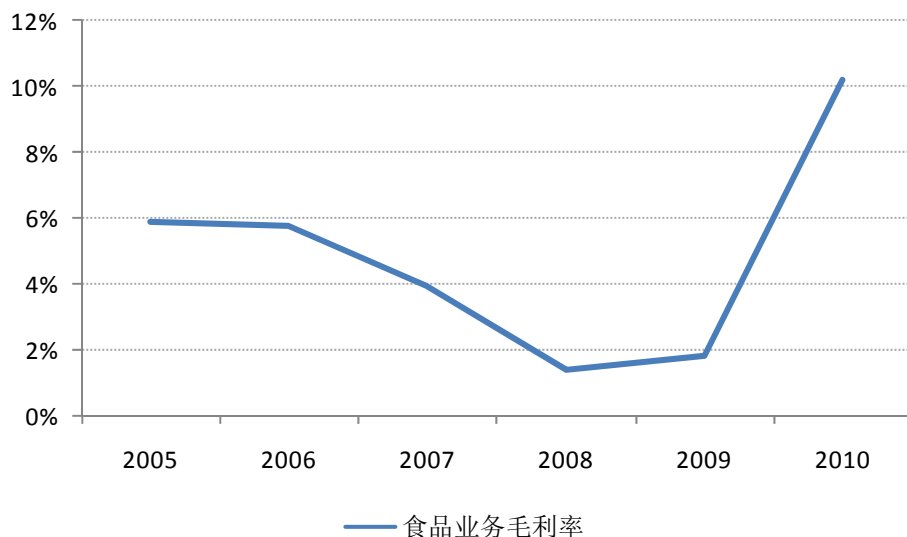
大坝折旧费用	900.00	900.00	990.00	1,080.00
业务毛利	2,944.35	2,825.51	4,797.39	4,707.39
毛利率	74.11%	73.31%	79.88%	78.38%
销量增长	-16.00%	0.00%	70.00%	0.00%
海蜇加工				
价格（元/公斤）	40	40.00	40.00	40
加工量（吨）	759	868	2,020	2020
单位成本	6.00	6.40	6.40	6.40
业务收入	3,034.69	3,473.40	8,080.78	8,080.78
业务成本	455.20	555.74	1,292.92	1,292.92
业务毛利	2,579.49	2,917.66	6,787.86	6,787.86
毛利率	85.00%	84.00%	84.00%	84.00%
加工量增长	0.00%	14.46%	132.65%	0.00%

资料来源：东方证券研究所

2、食品业务：盈利水平逐步回升

公司的冷冻食品业务主要出口日本、韩国等国家。由于受到人民币升值、食品安全等问题影响，公司的冷冻食品业务一直处于亏损状态或微利状态。经过公司近年来对食品业务的调整，以及公司产品质量逐渐得到进口国的信赖，公司食品业务盈利水平正在快速回升。3.11 日本大地震在短期给公司的食品业务带来一定影响，但从一个中期和长期的角度来看，日本地震后重建对于进口食品需求的快速放大，将为公司带来额外的效益。

图 11：食品毛利率触底回升



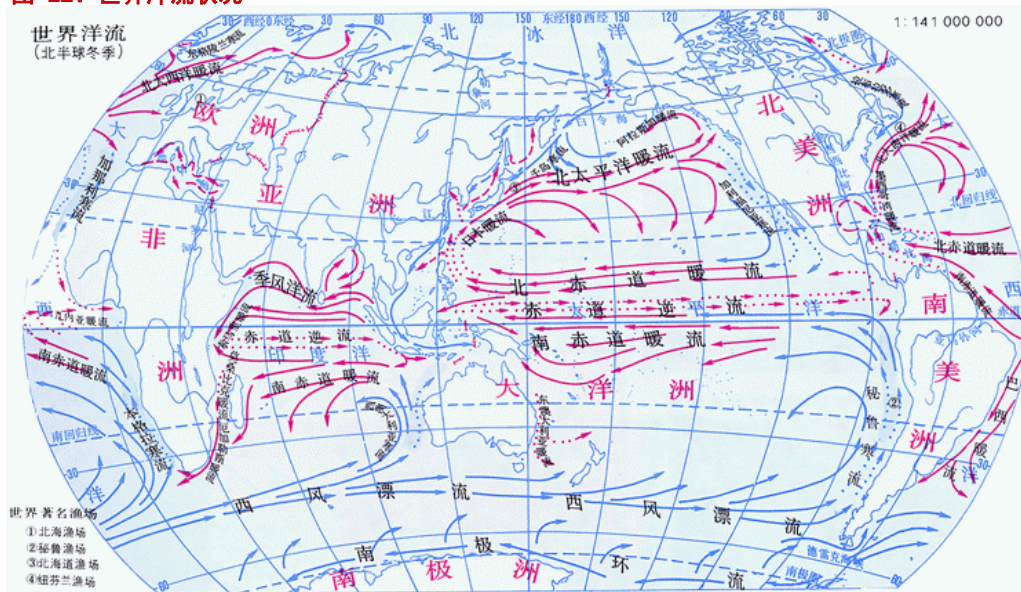
资料来源：东方证券研究所

四、增发为公司提供业绩提升动力

1、日本核污染不影响公司养殖

3.11 日本大地震引发的核电站核泄漏事件，与此同时，日本还向太平洋倾注低浓度的放射性废水。目前该事件不影响公司的养殖生产。核物质的传播主要途径有洋流和大气循环两条途径。从北半球洋流来看，目前日本东海岸受到日本暖流的影响，洋流的流向主要自南向北，朝美国太平洋西岸流动，基本影响不到我国东海岸。因此，我们可以看到最近从黑龙江、江苏、上海等地的放射物质主要都是从大气中监测到的，而最先从水中监测到放射性物质的国家是美国。因此，日本从这个层面上来说，如果核物质大规模的通过大气循环来传播的话，影响最大的可能不是海洋生物，而是陆地生物、淡水生物，甚至是人类自身，因为相对于陆地和淡水湖泊，海洋受到洋流流动的影响，对核物质的稀释更强，其净化能力更强。

图 12：世界洋流状况



资料来源：东方证券研究所，百度

长期对海洋食品需求无影响。当然，从短期来看，由于人们对于核物质的恐慌以及对于核物质传播途径的不理解，海洋食品的需求还会受到一定程度的影响，我们认为可能还需要一个过程来转变人们对于核物质影响的观念，同时核泄漏的事态也未平息，还存在一定的不确定性。但是，我们认为，这仅是一个短期的扰动因素，从长期看对于海洋食品需求并没有大的影响。**我们建议可以关注公司受这个短期因素影响股价下跌的投资价值。**

2、增发为公司提供业绩提升动力

3.8 日公司公告, 公司拟发行不超过 10473 万股, 募集不超过 124,112 万元, 发行价格不低于 11.85 元/股, 募集资金投向海参围堰养殖、苗种和底播养殖三个项目。三项目达产后, 公司预计分别增加围堰海参 2481 吨、海参苗种 21.28 万公斤和底播海参 1322.4 吨。好当家集团拟以不少于 1.2 亿元的货币资金参与认购本次发行的股份。

表 7： 公司增发项目

项目名称	项目总投资 (万元)	海域/育苗面积 (亩/平米)	海参/苗产量 (吨)	销售收入 (万元)	利润总额 (万元)	单位面积产量 (公斤/亩)
海参养殖项目	86,681	9,867	2,481	44,658	24,849	251.44
海参育苗项目	10,389	76,000	212.8	7,661	3,493	1,867
人工鱼礁项目	27,042	8,959	1,322	23,803	9,729	147.56
合计	124,112			76,122	38,071	

资料来源：东方证券研究所

我们认为, 公司大股东出资 1.2 亿参与增发认购表明大股东非常看好公司未来的发展, 同时增发也为公司近几年业绩的提升提供强大的动力。目前公司股价为 12.24 元, 仅比增发底价 11.85 元高出不足 5%。

五、盈利预测和投资建议

1、盈利预测

盈利预测假设：

- 2011-2013 年公司海参捕捞面积分别是 1.8 万亩, 2.3 万亩和 3.2 万亩 (保守估计); 平均单产维持在 100 公斤/亩;
- 2011-2013 年海参价格维持在 195 元/公斤, 195 元/公斤和 200 元/公斤。刺参业务盈利预测见表 5。
- 2011-2013 年公司海蜇捕捞面积为 1.2 万亩, 2.2 万亩和 2.2 万亩, 每年平均单产维持在 340 公斤。
- 2011-2013 年海蜇价格维持在 12 元/公斤; 11 元/公斤和 11 元/公斤。海蜇业务盈利预测见表 6。
- 食品业务保持平稳增长。


表 8：食品业务盈利预测

冷冻食品业务	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入	31,151	40,497	43,736	47,235
业务成本	27,977	36,042	39,144	42,276
业务毛利	3,174	4,455	4,592	4,960
收入比例	40.24%	41.59%	37.03%	33.30%
毛利比例	14.99%	14.64%	10.43%	8.12%
毛利率	10.19%	11.00%	10.50%	10.50%
收入同比增长	50.10%	30.00%	8.00%	8.00%

资料来源：东方证券研究所



捕捞业务平稳增长。

表 9：捕捞业务盈利预测

捕捞	2010	2011E	2012E	2013E
业务收入	10,263	11,289	12,418	13,659
业务成本	8,699	9,483	10,431	11,474
业务毛利	1,564	1,806	1,987	2,186
收入比例	13.26%	11.59%	10.51%	9.63%
毛利比例	7.38%	5.94%	4.51%	3.58%
毛利率	15.24%	16.00%	16.00%	16.00%
收入同比增长	8.98%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：东方证券研究所



费用率、税率保持平稳。

我们预计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.35 元、0.53 元和 0.76 元，按照上个交易日股价 12.24 元，对应市盈率为 35X、23X 和 16X。

表 10：盈利预测

利润表（单位：百万元）	2010	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	774.11	973.79	1,180.99	1,418.39
营业收入	774.11	973.79	1,180.99	1,418.39
二、营业总成本	630.40	747.46	834.48	920.00
营业成本	564.52	669.55	740.59	807.24
营业税金及附加	2.42	2.92	3.54	4.26
销售费用	11.80	13.63	17.12	20.57
管理费用	32.29	38.95	47.24	56.74
财务费用	17.70	22.40	25.98	31.20

资产减值损失	1.68	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	1.00
四、营业利润	143.71	226.33	346.50	499.39
加：营业外收入	6.70	4.87	5.90	7.09
减：营业外支出	1.08	2.92	3.54	4.26
五、利润总额	149.33	228.28	348.87	502.22
减：所得税	4.82	7.31	11.16	16.07
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	144.51	220.98	337.70	486.15
减：少数股东损益	1.72	1.77	2.20	2.43
归属于母公司所有者的净利润	142.79	219.21	335.51	483.72
七、每股收益：	0.23	0.35	0.53	0.76
八、市盈率	52	35	23	16

资料来源：东方证券研究所

注：股价按照报告日期上一个交易日的收盘价算

2、结论和投资建议：目标价 18.55 元

虽然公司目前在估值上相比较獐子岛和东方海洋并没有优势（獐子岛 2011 年动态市盈率为 30X，东方海洋为 31X），但公司目前处于一个业绩高速成长的时期，我们预期公司未来三年可望保持 50% 左右的增长，这种增长是基于公司丰富海域资源的爆发，目前公司实际贡献业绩的资源仅为 1.2-1.4 万亩，仅占公司总资源的 5% 左右，成长空间巨大，这相比较獐子岛和东方海洋的空间都来的大。而相比较壹桥苗业，公司每亩市值要远高于壹桥苗业，PE 也远低于壹桥苗业，显示出巨大的估值优势。鉴于预期公司未来三年将维持复合增长率 50%，我们认为给予公司 2012 年 35X 的 PE 较为合理，对应公司目标价为 18.55 元，给予公司首次“买入”的评级。

表 11：同类行业估值比较

证券简称	主力养殖品种	海域面积 (万亩)	未放业绩 海域(万 亩)	未放业绩 海域占比	市值 (亿元)	每亩市值 (万元/ 亩)	2011 PE
獐子岛	虾夷扇贝、海参	285	200	70%	172	0.60	30
东方海洋	海参	4.14	2.6	63%	36	8.80	31
壹桥苗业	海参	4	4	100%	45	11.21	60
好当家	海参、海蜇	24.6	23.2	95%	78	3.15	35

资料来源：东方证券研究所，wind

六、风险提示

- 1、**核泄漏事件和经济下行导致刺参价格的大幅下跌**：刺参作为可选消费品，其需求跟经济活动紧密相关，潜在的经济下行风险可能会抑制海参消费需求，导致刺参价格的大幅回落。但我们认为，刺参价格在长期处于上涨趋势。
- 2、**刺参、海蜇养殖过程中病害、浒苔和冰灾等养殖风险**：2008 年由于浒苔大面积的爆发，导致很多养殖户的刺参因为缺氧而死；2010 年年初由于冰灾，山东许多养殖户受到很大影响。公司同样也受到这些养殖风险的影响。
- 3、**刺参产业引发食品安全问题**。刺参产业目前行业规范比较薄弱，小农户和小企业众多，如果发生食品安全问题，将给刺参行业带来沉重打击。
- 4、**实际贡献业绩的海域面积增长低于预期**。公司由于种种原因导致海域面积业绩贡献低于预期，刺参养殖量不达预期的风险。
- 5、**公司营销费用增长超预期**。公司目前加大对于自身品牌的宣传，营销费用增长超预期的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	669	1551	1672	2191	营业收入	774	974	1181	1418
现金	57	791	750	1083	营业成本	565	670	741	807
应收账款	21	23	28	34	营业税金及附加	2	3	4	4
其他应收款	13	15	18	21	营业费用	12	14	17	21
预付账款	10	12	14	17	管理费用	32	39	47	57
存货	567	711	862	1035	财务费用	18	22	26	31
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	1452	2026	2287	2305	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	53	53	53	53	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1334	1898	2161	2177	营业利润	144	226	347	499
无形资产	63	71	68	67	营业外收入	7	5	6	7
其他非流动资产	2	4	5	8	营业外支出	1	3	4	4
资产总计	2121	3577	3960	4496	利润总额	149	228	349	502
流动负债	653	654	699	749	所得税	5	7	11	16
短期借款	438	450	450	450	净利润	145	221	338	486
应付账款	67	76	94	113	少数股东损益	2	2	2	2
其他流动负债	149	128	154	186	归属母公司净				
非流动负债	34	27	27	27	利润	143	219	336	484
长期借款	20	20	20	20	EBITDA	234	339	464	620
其他非流动负债	14	7	7	7	EPS (元)	0.23	0.35	0.53	0.76
负债合计	687	681	726	776	主要财务比率				
少数股东权益	45	46	49	51		2010	2011E	2012E	2013E
股本	634	738	738	738	成长能力				
资本公积	136	1272	1272	1272	营业收入	46.5%	25.8%	21.3%	20.1%
留存收益	620	839	1175	1659	营业利润	97.1%	57.5%	53.1%	44.1%
归属母公司股东权益	1390	2850	3185	3669	归属于母公司净	89.7%	53.5%	53.1%	44.2%
负债和股东权益	2121	3577	3960	4496	获利能力				
现金流量表					毛利率(%)	27.1%	31.2%	37.3%	43.1%
单位:百万元					净利率(%)	18.7%	22.7%	28.6%	34.3%
	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	10.1%	7.6%	10.4%	13.1%
经营活动现金流	107	169	334	466	ROIC(%)	8.4%	7.2%	9.8%	12.3%
净利润	145	221	338	486	偿债能力				
折旧摊销	89	90	87	0	资产负债率(%)	32.4%	19.0%	18.3%	17.3%
财务费用	18	22	26	31	净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.02	2.37	2.39	2.93
营运资金变动	49	161	119	137	速动比率	0.16	1.28	1.16	1.54
其他经营现金流	-192	-325	-235	-189	营运能力				
投资活动现金流	-263	0	0	0	总资产周转率	0.36	0.27	0.30	0.32
资本支出	229	571	260	15	应收账款周转				
长期投资	10	0	0	1	率	37	42	42	42
其他投资现金流	-24	571	260	16	应付账款周转				
筹资活动现金流	158	565	-374	-132	率	15.29	16.03	15.63	15.63
短期借款	203	12	0	0	每股指标				
长期借款	-30	0	0	0	(元)				
普通股增加	0	105	0	0	每股收益(摊薄)	0.23	0.35	0.53	0.76
资本公积增加	0	1136	0	0	每股经营现金流	0.17	0.27	0.53	0.73
其他筹资现金流	-15	-688	-374	-132	每股净资产(摊薄)	2.26	3.92	4.38	5.04
现金净增加额	2	733	-41	333	估值比率				
					P/E	57	37	24	17
					P/B	5.68	3.28	2.94	2.55
					EV/EBITDA	35	24	18	13

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn