獐 子 岛 (002069.SZ)　肉禽鱼产品行业

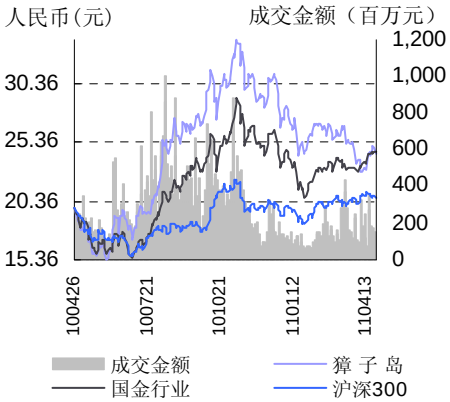
评级：买入　**首次评级**　**公司研究**

市价（人民币）：24.42 元
目标（人民币）：30.24-33.60 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	640.30
总市值(百万元)	17,365.36
年内股价最高最低(元)	34.02/15.36
沪深 300 指数	3299.94
中小板指数	7156.68



逆势投资，正当其时

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.913	0.594	0.837	1.156	1.640
每股净资产(元)	6.09	3.73	4.07	4.30	5.14
每股经营性现金流(元)	0.33	0.09	0.01	0.61	0.93
市盈率(倍)	41.12	42.39	30.10	21.79	15.36
行业优化市盈率(倍)	54.35	54.35	54.35	54.35	54.35
净利润增长率(%)	64.98%	104.64%	40.80%	38.16%	41.84%
净资产收益率(%)	15.00%	25.08%	20.58%	26.88%	31.90%
总股本(百万股)	226.20	711.11	711.11	711.11	711.11

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司股价近期出现了一定幅度的调整，其中的原因主要有两个：**（1）在经历了去年的业绩翻倍以后，市场对公司业绩在今年能否继续实现高成长存疑；（2）市场担心日本向海洋排放低放射性废水会危及公司海产品安全和对市场需求造成打击。**而我们认为：日本核辐射对公司海产品消费更多是心理上的短期利空，对公司产品替代日本同行的市场反而是实质性的长期利好；公司今年虽然不会延续去年的业绩翻倍，但预计仍可实现 40%-50% 的高增长。**
- **既然多方证据表明我国海产品实际上是安全的，那么我们就有理由相信目前海产品市场面临的更多是心里上的短期利空，是非理性的。**消费心里回归理性，只是时间问题，“三聚氰胺”、“地沟油”、“瘦肉精”和“抢购食盐”等事件就是先例。
- 日本是全世界最大的扇贝生产国，09 年的扇贝产量达到 56.56 万吨，当年出口量为 1.2 万吨。在本次地震中，日本扇贝保守预计减产 20%-30%，较多海外需求已开始从日本转移至我国，**我们预计公司的扇贝等海产品出口在未来较长时期里将面临量价齐升的良好局面。**
- 公司过去两年业绩的大幅增长主要缘于：浮筏贝大面积死亡的偶发事件和海产消费回暖使公司充足的底播贝产能顺畅转化为销量，这也已为市场所知。然而，**市场还没有认识到“抑浮扩底”已经开始成为行业的长期趋势，底播贝在未来将进一步替代浮筏贝。公司未来 3 年产能充足，销量的高成长是大概率事件。**

投资建议

- **预计公司 11 年-13 年的摊薄 EPS 分别为 0.84 元、1.16 元和 1.64 元。我们给予公司未来 6-12 个月 30.24-33.6 元目标价位，目前还有 23%-38% 的上涨空间，首次给予“买入”的投资评级。**
- 公司目前估值已经逼近 08 年的历史估值底部，今年不会比 08 年差，目前估值已经具有较大安全边际。建议投资者敢于做逆势投资，买入并持有，等待短期负面影响的退却和长期利好影响的体现。

风险提示

- 日本核辐射危机可能会影响到公司产品短期的市场需求。

陈振志　分析师 SAC 执业编号：S1130511030027
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

此报告仅供汇添富基金管理有限公司使用

内容目录

盈利预测与投资建议 3
盈利预测 3
估值与投资建议 4
风险提示和对日本核辐射影响的思考 5
公司概况 6
海产品养殖和加工等两大业务是公司的主要盈利来源 6
虾夷扇贝、海参和鲍鱼等三大养殖品种贡献了公司大部分的营业毛利 7
我国水产消费市场前景广阔 7
水产养殖业务：底播虾夷扇贝和鲍鱼业务是今年成长的主力 8
“抑浮扩底”已经开始成为行业的长期趋势，公司未来 3 年产能充足，销量的高成长是大概率事件 8
公司海参业务以平稳为主 12
公司鲍鱼业务未来几年仍将保持较快增长 15
公司水产加工和贸易业务今年有望进一步成长 16
公司水产加工竞争力提升，未来增长空间大 16
日本核泄漏和虾夷扇贝减产为公司进一步扩大海外市场提供了良好契机 17
附录：三张报表预测摘要 19

盈利预测与投资建议

盈利预测

- **盈利预测假设条件**。盈利预测核心假设条件请参阅图表 1 和图表 2。
- **盈利预测结果。**我们预计公司 2011 年-2013 年的营业收入分别为 3095.77 万元、3992.89 万元和 5182.46 万元同比分别增长 37.04%、28.98%和 29.79%；归属于母公司所有者的净利润分别为 595.25 万元、822.39 万元和 1166.44 万元，同比分别增长 40.8%、38.16%和 41.84%。**按照公司 2010 年度权益分派方案实施后的 711.11 万股股本计算（除权除息日为 2011 年 04 月 22 日），2011 年-2013 年摊薄 EPS 分别为 0.84 元、1.16 元和 1.64 元。**

图表1：水产养殖业务盈利预测表

虾夷扇贝鲜活品							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总产量（万吨）	1.21	1.78	3.47	5.05	6.14	7.70	9.50
鲜活品销售占比(%)	84.80%	78.46%	54.76%	52.00%	59.00%	62.00%	68.00%
鲜活品销售量（万吨）	1.02	1.40	1.90	2.63	3.62	4.77	6.46
增速	*13.69%*	*36.59%*	*35.95%*	*38.21%*	*37.95%*	*31.78%*	*35.32%*
销售单价（万元/吨）	2.62	1.88	1.83	2.30	2.53	2.66	2.79
增速	*-8.86%*	*-28.24%*	*-2.66%*	*25.68%*	*10.00%*	*5.00%*	*5.00%*
销售收入（百万元）	**268.08**	**262.75**	**347.70**	**603.98**	**916.52**	**1268.21**	**1801.90**
增速	*3.62%*	*-1.99%*	*32.33%*	*73.71%*	*51.75%*	*38.37%*	*42.08%*
毛利率	**67.00%**	**58.00%**	**65.00%**	**71.00%**	**74.00%**	**76.00%**	**79.00%**
毛利（百万元）	**179.61**	**152.39**	**226.01**	**428.83**	**678.22**	**963.84**	**1423.50**
海参鲜活品							
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
总产量（吨）	274.03	524.98	595.04	575.88	599.88	548.04	575.88
鲜活品销售占比(%)	12.59%	68.04%	48.73%	49.00%	50.00%	50.00%	50.00%
鲜活品销售量（吨）	34.50	357.20	289.97	282.18	299.94	274.02	287.94
增速	*-73.26%*	*935.36%*	*-18.82%*	*-2.69%*	*6.29%*	*-8.64%*	*5.08%*
销售单价（万元/吨）	19.99	16.30	16.80	21.00	22.05	23.15	24.31
增速	*38.85%*	*-18.48%*	*3.06%*	*25.01%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
销售收入（百万元）	**6.90**	**58.22**	**48.71**	**59.26**	**66.14**	**63.44**	**70.00**
增速	*-62.87%*	*744.03%*	*-16.34%*	*21.66%*	*11.61%*	*-4.07%*	*10.33%*
毛利率	**71.98%**	**60.00%**	**61.19%**	**63.00%**	**68.00%**	**70.00%**	**71.00%**
毛利（百万元）	**4.97**	**34.93**	**29.80**	**37.33**	**44.97**	**44.41**	**49.70**
鲍鱼鲜活品							
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
总产量（吨）	296.33	682.88	947.47	1200.00	1500.00	1900.00	2300.00
鲜活品销售占比(%)	0.98	0.95	0.97	0.96	0.96	0.96	0.96
鲜活品销售量（吨）	289.00	648.70	916.00	1152.00	1440.00	1824.00	2208.00
增速		*124.46%*	*41.21%*	*25.76%*	*25.00%*	*26.67%*	*21.05%*
销售单价（万元/吨）	20.69	15.45	17.26	23.00	23.00	23.00	22.31
增速	*-34.09%*	*-25.33%*	*11.72%*	*33.26%*	*0.00%*	*0.00%*	*-3.00%*
销售收入（百万元）	**59.79**	**100.22**	**158.10**	**264.96**	**331.20**	**419.52**	**492.60**
增速		*67.62%*	*57.75%*	*67.59%*	*25.00%*	*26.67%*	*17.42%*
毛利率	**41.00%**	**22.00%**	**23.00%**	**24.00%**	**25.00%**	**25.00%**	**25.00%**
毛利（百万元）	**24.52**	**22.05**	**36.36**	**63.59**	**82.80**	**104.88**	**123.15**
海胆、海螺等其他养殖品种							
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
销售收入（百万元）	**50.02**	**72.95**	**57.57**	**40.30**	**44.33**	**48.76**	**53.64**
增速	*96.37%*	*45.82%*	*-21.08%*	*-30.00%*	*10.00%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利率	**13.95%**	**20.41%**	**32.76%**	**50.00%**	**50.00%**	**50.00%**	**50.00%**
毛利（百万元）	**6.98**	**14.89**	**18.86**	**20.15**	**22.16**	**24.38**	**26.82**

来源：国金证券研究所

图表2：水产加工业务盈利预测表

虾夷贝柱							
	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产量（吨）	1753.80	213.10	1472.30	1545.92	1855.10	2226.12	2671.34
增速	*150.54%*	*-87.85%*	*590.90%*	*5.00%*	*20.00%*	*20.00%*	*20.00%*
销量（吨）	651.90	1198.50	1306.70	1509.11	1700.51	2040.61	2448.73
产销率（%）	37.17%	562.41%	88.75%	97.62%	91.67%	91.67%	91.67%
销售单价（万元/吨）	5.82	6.73	5.90	6.48	6.81	7.15	7.51
增速	*4.30%*	*15.49%*	*-12.35%*	*10.00%*	*5.00%*	*5.00%*	*5.00%*
销售收入（百万元）	**37.97**	**80.61**	**77.04**	**97.86**	**115.79**	**145.90**	**183.83**
增速	*-18.39%*	*112.32%*	*-4.44%*	*27.04%*	*18.32%*	*26.00%*	*26.00%*
半壳虾夷贝							
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
产量（吨）	1,565.50	2,114.40	3,056.00	3,667.20	4,584.00	5,959.20	7,746.96
增速	*123.64%*	*35.06%*	*44.53%*	*20.00%*	*25.00%*	*30.00%*	*30.00%*
销量（吨）	1,242.70	1,805.90	2,968.00	3,361.60	4,125.60	5,271.60	6,853.08
产销率（%）	79.38%	85.41%	97.12%	91.67%	90.00%	88.46%	88.46%
销售单价（万元/吨）	1.91	2.26	1.54	1.65	1.73	1.81	1.81
增速	*10.64%*	*18.70%*	*-32.07%*	*7.03%*	*5.00%*	*5.00%*	*0.00%*
销售收入（百万元）	**23.69**	**40.86**	**45.63**	**55.31**	**71.28**	**95.63**	**124.32**
增速	*74.47%*	*72.50%*	*11.65%*	*21.23%*	*28.86%*	*34.17%*	*30.00%*
虾夷贝柱连籽							
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
产量（吨）	234.50	440.00	568.50	1,591.80	1,910.16	2,483.21	3,228.17
增速	*-66.50%*	*87.63%*	*29.20%*	*180.00%*	*20.00%*	*30.00%*	*30.00%*
销量（吨）	553.60	433.10	488.50	1,080.15	1,750.98	2,196.68	2,855.69
产销率（%）	236.08%	98.43%	85.93%	67.86%	91.67%	88.46%	88.46%
销售单价（万元/吨）	5.82	6.73	5.90	5.76	6.05	6.35	6.35
增速	*6.89%*	*15.49%*	*-12.35%*	*-2.33%*	*5.00%*	*5.00%*	*0.00%*
销售收入（百万元）	32.24	29.13	28.80	62.20	105.87	139.45	181.29
增速	*-39.58%*	*-9.65%*	*-1.14%*	*115.97%*	*70.21%*	*31.73%*	*30.00%*
盐渍海参							
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
产量（吨）	64.00	20.80	10.60	53.00	63.60	82.68	107.48
增速	*62.91%*	*-67.50%*	*-49.04%*	*400.00%*	*20.00%*	*30.00%*	*30.00%*
销量（吨）	24.50	11.50	50.10	31.80	58.30	73.14	95.08
产销率（%）	38.28%	55.29%	472.64%	60.00%	91.67%	88.46%	88.46%
销售单价（万元/吨）	156.03	200.47	125.81	188.88	198.32	208.24	208.24
增速	*73.37%*	*28.48%*	*-37.24%*	*50.14%*	*5.00%*	*5.00%*	*0.00%*
销售收入（百万元）	**38.23**	**23.05**	**63.03**	**60.06**	**115.62**	**152.31**	**198.00**
增速	*32.73%*	*-39.69%*	*173.40%*	*-4.70%*	*92.50%*	*31.73%*	*30.00%*
其他加工品							
	2007	**2008**	**2009**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
销售收入（百万元）	**95.60**	**236.24**	**382.27**	**484.50**	**581.40**	**697.68**	**837.22**
增速	*48.99%*	*147.10%*	*61.82%*	*26.74%*	*20.00%*	*20.00%*	*20.00%*
水产加工业务汇总							
销售收入（百万元）	**227.73**	**409.90**	**596.76**	**759.94**	**989.96**	**1,230.97**	**1,524.65**
业务成本（百万元）	**186.74**	**356.83**	**526.63**	**593.83**	**782.07**	**984.77**	**1,234.97**
毛利率	**18.00%**	**12.95%**	**11.75%**	**21.86%**	**21.00%**	**20.00%**	**19.00%**
毛利（百万元）	**40.99**	**53.07**	**70.13**	**166.10**	**207.89**	**246.19**	**289.68**

来源：国金证券研究所

估值与投资建议

- 在目前的 A 股市场中，与公司业务相近可比的公司为好当家、东方海洋、壹桥苗业、国联水产和大湖股份，其中好当家和东方海洋的可比性最强。

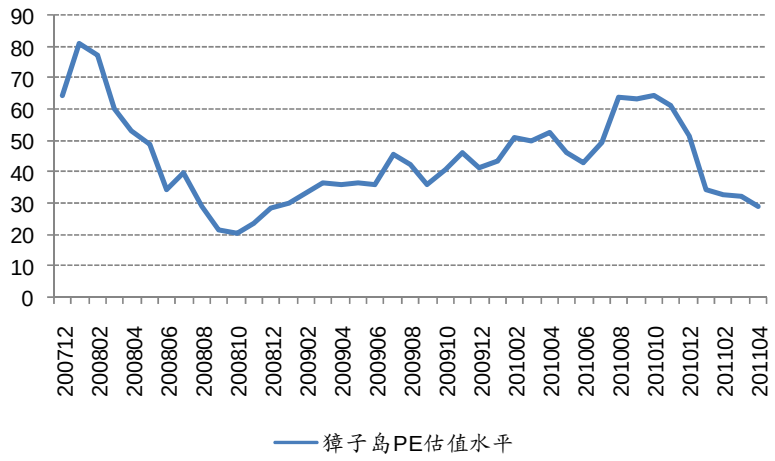
- 上述 5 家可比公司 2011 年和 2012 年的平均 PE 分别为 38.79 倍和 26.21 倍。其中好当家 2011 年和 2012 年的 PE 分别为 36.66 倍和 27.3 倍，东方海洋为 34.67 倍和 23.77 倍。
- 在对獐子岛的估值定价中，我们一方面参考好当家和东方海洋等可比公司当前的估值水平，另一方面我们认为水产股股价对日本核泄漏的影响反映过度，股价在未来有回补的诉求，所以我们同时也参考了水产股调整前的估值水平。
- **综合考虑上述因素，我们给予公司 2011 年 36-40 倍的估值水平，按照 10 年权益分派后的 711.11 万股本算，公司合理股价区间为 30.24-33.6 元，目前股价仍有 23%-38%的上升空间，首次给予“买入”评级。**
- **公司目前估值已经逼近 08 年的历史估值底部，我们认为今年不会比 08 年差，目前估值已经具有一定的安全边际。**公司历史最低 PE 估值水平为 08 年 10 月的 21 倍（对应 08 年熊市的底部），08 年下半年的平均估值为 28 倍，当年业绩增速为-25.34%，单季度业绩同比下滑最大幅度达-50%左右。我们预计公司 2011 年的业绩增速为 41%，今年的公司业绩和今年的大市环境均不会比 08 年差，而且 1 季度业绩同比增速很可能是全年的低点。因此，我们认为公司目前 29 倍的 PE 水平已经具有一定的安全边际。

图表3：可比公司估值比较

	代码	股价		EPS			PE		
		24-Apr-11		2010E	2011E	2012E	2010	2011	2012
好当家	600467.SH	12.83	CNY	0.23	0.35	0.47	55.78	36.66	27.30
东方海洋	002086.SZ	16.64	CNY	0.30	0.48	0.70	55.47	34.67	23.77
壹桥苗业	002447.SZ	68.40	CNY	0.90	1.24	1.87	76.00	55.16	36.58
国联水产	300094.SZ	13.37	CNY	0.25	0.53	0.82	53.48	25.23	16.30
大湖股份	600257.SH	10.56	CNY	0.16	0.25	0.39	66.00	42.24	27.08
Average							61.35	38.79	26.21

来源：除了獐子岛外，其余盈利预测来自朝阳永续一致预期、国金证券研究所

图表4：獐子岛目前的估值水平已经逼近历史估值底部。



来源：Bloomberg、国金证券研究所

风险提示和对日本核辐射影响的思考

- 日本核辐射危机可能会引起消费者对水产品食用安全的担忧，从而影响到公司产品短期的市场需求。
- **我们的看法。**首先，我们必须承认，日本核辐射危机对大众的海产品消费心理可能存在一定的负面影响。然而，我们认为这种影响更多是短期的心理因素。从中长期的角度而言，我们认为此次核辐射危机对獐子岛的负面影响不会很大。我们判断的依据是：

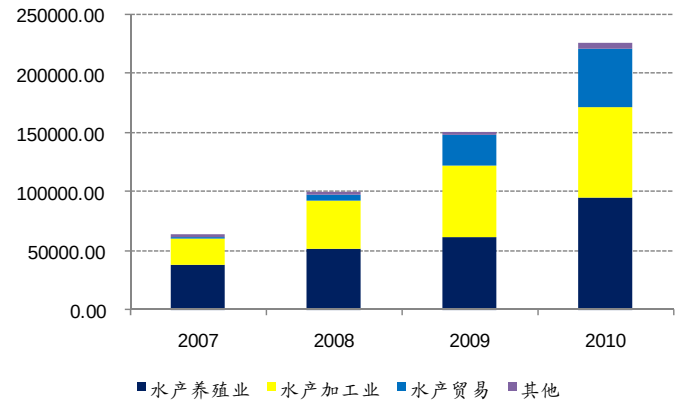
- **水产消费存在一定的刚需。**海产品含有大量人体必需的矿物质和营养成分，海产品消费需求存在一定的刚性。以美国的消费需求为例，在遭遇沉重的金融危机打击和经济萧条期间，美国国内的扇贝消费量仅比 06 年的高峰时期下滑不到 7%。我国各种肉类年度总产量约为 7200 万吨，而水产产量约为 4900 万吨（其中海水产品 2600 万吨、淡水产品 2300 万吨），我国的海水产品在居民消费中占有重要地位。
- **我国海产品安全可靠，**主要依据是：（1）国家海洋局等权威部门的检测表明，我国海域未受到核辐射污染，所产海鲜均可放心食用；（2）食品安全检验严格的日、韩和欧美等国家对我国水产需求在核危机后明显增加，**这等价于我国海产品获得严格的“第三方安全证书”，是对我国海产安全的有力证明。**
- **既然我国海产品实际上是安全的，那么我们就有理由相信目前海产品市场面临的更多是心里上的短期利空，是非理性的。**消费心里回归理性，只是时间问题，“三聚氰胺”、“地沟油”、“瘦肉精”和“抢购食盐”等事件就是先例。
- 以“抢购食盐”事件为例，海珍品的消费频率比食盐要低。既然居民的食盐消费能在短时间里从非理性回归理性，按照同样的逻辑，我们相信海产品消费也会回归理性。而从历史经验来看，公司海产品的销售旺季一般在下半年。上半年的销售淡季有利于降低非理性的负面影响；此外，在旺季来临之前，海产品消费有足够的时间恢复理性。
- 水产品、特别是海水产品是健康的食物营养结构的必要组成部分，且很难找到替代品，缺乏水产品的食物结构对于民众来说可能是安全的，但从长期来看不一定是健康的。在饮食健康理念广为流行的今天，在我国水产品安全可靠的基础上，消费者向海产品的理性回归将是必然之趋势。

公司概况

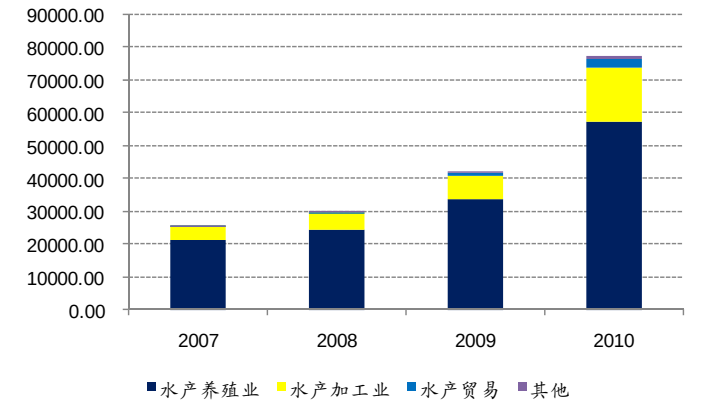
海产品养殖和加工等两大业务是公司的主要盈利来源

- 2010 年，水产养殖、水产加工和水产贸易业务分别占公司营业收入的 42.29%、33.64%和 22.07%，占营业毛利的比重分别为 73.91%、21.44%和 3.67%。水产养殖和加工业务合计约占公司主营毛利的 96%，是公司的主要盈利来源。

图表5：水产养殖、水产加工和水产贸易共占营业收入的98%，是公司主要收入来源，（单位：万元）



图表6：水产养殖和水产加工共占营业毛利的96%，是公司主要的营业毛利来源

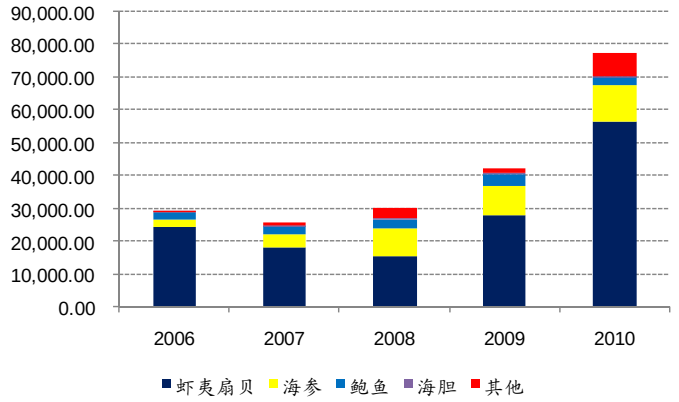


来源：公司公告、国金证券研究所

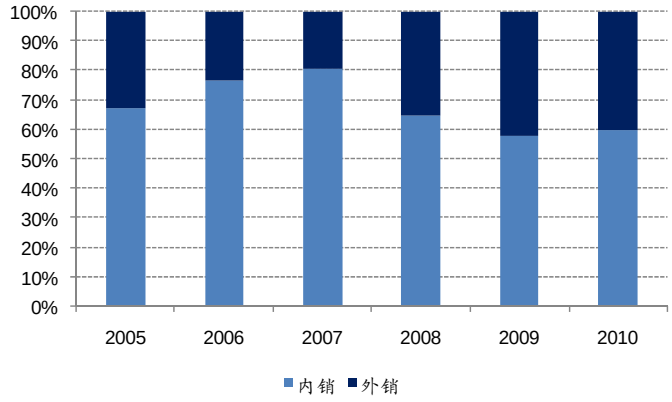
虾夷扇贝、海参和鲍鱼等三大养殖品种贡献了公司大部分的营业毛利

- 在水产养殖和加工业务中，虾夷扇贝、海参和鲍鱼等三大养殖品种是公司营业毛利的主要来源，各自占比分别为 72.77%、14.85%和 3%。
- 公司近几年大力发展外销业务，外销业务收入占比从 07 年的 19.21%提升至 2010 年的约 40%。

图表7：虾夷扇贝、海参和鲍鱼三大养殖品种贡献公司 90%的营业毛利



图表8：公司业务收入来源以内销为主，外销为辅

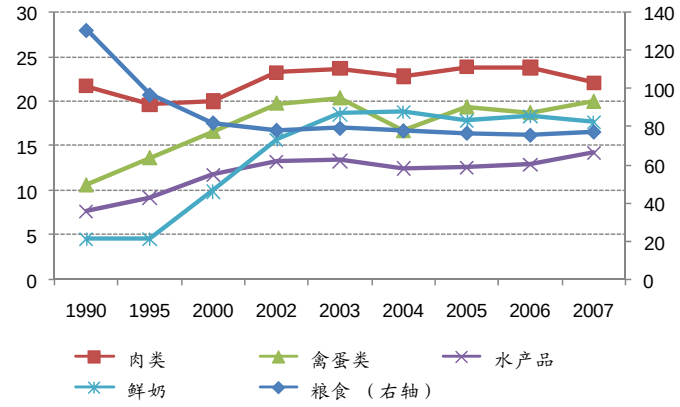


来源：公司公告、国金证券研究所

我国水产消费市场前景广阔

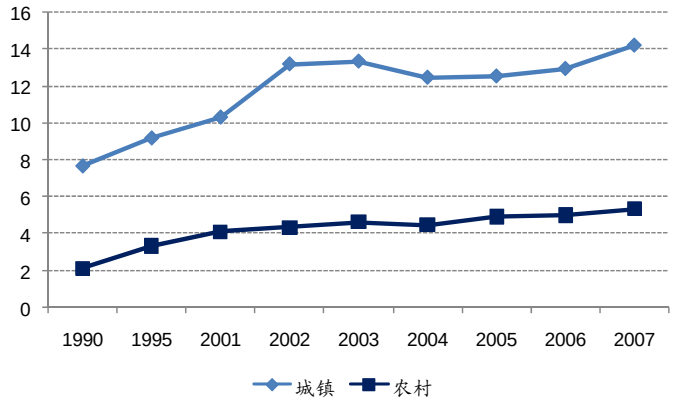
- **我国的人均水产品消费量提升空间大。**随着居民收入水平的提高，我国城乡居民的主食消费量持续下降，而营养性食物消费则呈现上升趋势。其中，粮食、肉禽制品、蛋类的支出比例在降低，而水产品的消费则显著增长。1990 年的水产品人均消费量为 7.67 公斤/人，到 2007 年已经提升至 14.2 公斤/人，增长了 84.66%。与其他主要的亚洲国家和地区相比，我国的人均鱼类贝类消费量仍处于较低的水平，未来提升空间较大。
- **城镇化率和居民收入水平的提升将进一步增加水产消费需求。**截止 2007 年，我国城市居民的水产品人均消费量为农村居民的 2.65 倍，两者之间存在巨大的差距。据中国社科院发布的城市蓝皮书，截至 2009 年，我国城镇化率为 46.6%。预计今后一段时间，中国城镇化进程仍将处于一个快速推进的时期，到 2015 年城镇化率达到 52%左右，到 2030 年达到 65%左右。城镇化率的提高将会带动水产品消费需求的提升。
- **中西部水产消费市场大有可为。**我国的人均水产品消费量从东部向西部呈递减的特征，东部远高于中西部，这主要和消费饮食习惯、水产品的可得性和对水产品营养价值的认知度有关。我们认为随着交通运输条件的改善、居民收入水平的提升和对水产品营养价值认知度的提高，我们认为开发中西部的水产品消费市场大有可为。

图表9：城镇居民家庭人均食物消费量 (公斤/人/年)

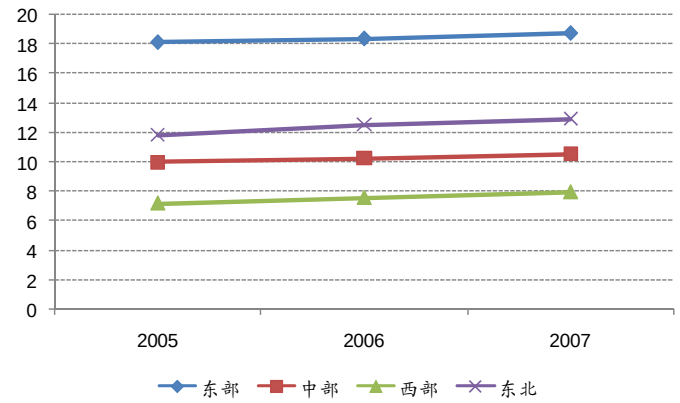


来源：《我国水产品的消费特征及其影响因素分析》、《渔业统计年鉴》、国金证券研究所

图表10：城镇和农村水产品人均消费量 (公斤/人/年)

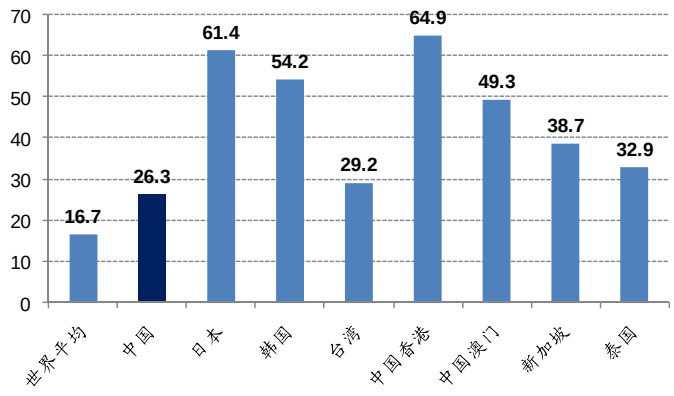


图表11：城镇家庭水产品人均消费量 (公斤/人/年)



来源：《我国水产品的消费特征及其影响因素分析》、《渔业统计年鉴》、国金证券研究所

图表12：我国鱼类贝类等水产品的人均消费量未来仍有提升空间



水产养殖业务：底播虾夷扇贝和鲍鱼业务是今年成长的主力

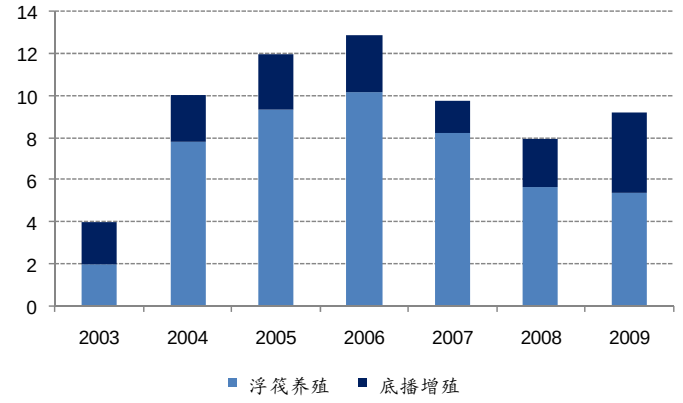
“抑浮扩底”已经开始成为行业的长期趋势，公司未来 3 年产能充足，销量的高成长是大概率事件

- **公司所在地长海县，是国内虾夷扇贝第一大养殖区域。**国内虾夷扇贝的养殖区域主要分布在黄海北部，并主要集中在辽宁和山东的沿海地区。其中，大连市长海县周边的海域是我国虾夷扇贝养殖的第一大海域，其虾夷扇贝产量占国内市场的一半以上，占我国出口澳大利亚和美国虾夷扇贝总量的 80%和 60%。
- **公司过去两年业绩的大幅增长主要缘于：浮筏贝大面积死亡和海产消费回暖使公司充足的底播贝产能顺畅转化为销量。**
  - 从 04 年开始，我国的浮筏虾夷扇贝产量出现快速增长的势头。然而，07 年以后几年里，受到养殖密度过大、水域环境质量下降和种质退化等因素的影响，浮筏虾夷扇贝持续 3 年出现大面积死亡，平均死亡率在 40%-70%，从而使得浮筏虾夷扇贝的供给出现大幅萎缩。而在同一期间，由于底播养殖方式受上述影响较小，我国的底播虾夷扇贝产量

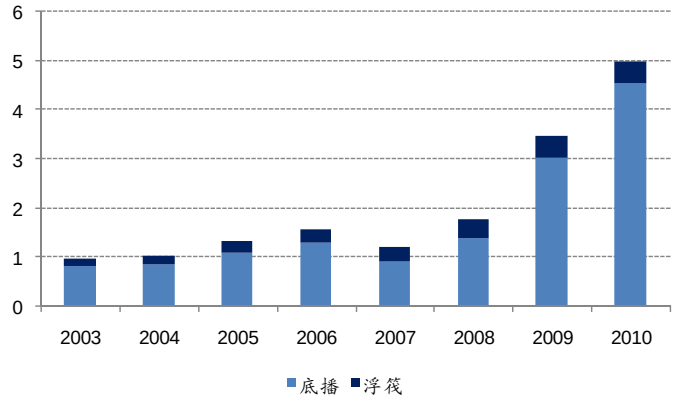
从 07 年的 1.53 万吨增加至 09 年的 3.8 万吨，部分填补了浮筏贝原有的市场份额。

- 公司 07 年-10 年的底播虾夷扇贝收获面积分别为 15.58 万亩、19.14 万亩、17.04 万亩和 35 万亩，可收获面积的扩大主要缘于确权海域面积和投苗面积的增加。

图表13：我国底播和浮筏养殖虾夷扇贝历史产量情况（单位：万吨）



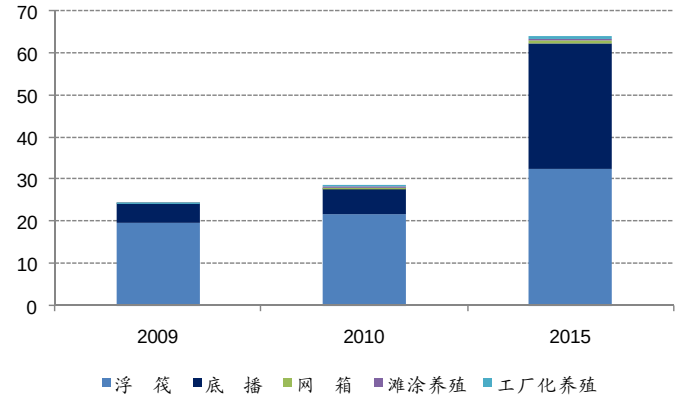
图表14：獐子岛的虾夷扇贝产量以底播为主，08 年-10 年的底播产量大幅攀升（单位：万吨）



来源：公司公告、《獐子岛 2010 年度第一期短期融资券募集说明书》、国金证券研究所

- **公司未来 3 年底播产能充足，“抑浮扩底”的行业趋势是产量继续转化为销量的润滑剂。**
  - **长海县在前两年已经推行“抑浮扩底”措施。**针对浮筏扇贝 07 年以来的高死亡率问题，长海县在前两年已经开始积极推行“抑浮扩底”措施，引导业户逐步缩小浮筏养殖规模，加大外海底播增殖开发力度，积极实施浮筏养殖组合经营模式，加大对近海效益欠佳和空闲底播海域的整合力度，降低小家小户各自为战的产业风险。
  - **根据长海县政府的“十二五”规划，长海县未来将逐步压缩近海浮筏养殖密度，继续扩大海水底播增殖规模，继续以虾夷扇贝为渔业主要养殖品种。**按照规划，浮筏海水养殖产量将从 10 年的 22 万吨，增加至 2015 年的 32.5 万吨，增幅为 47.7%；而底播海水养殖产量将从 10 年的 6 万吨，增加至 2015 年的 30 万吨，增加约 4 倍，底播养殖方式在海水养殖产量中的占比将从 20%提升至 47%。
  - **在养殖倾向方面，养殖户已经开始尝试减少对浮筏贝单一品种的依赖。**在经历前过几年浮筏贝高死亡率的沉重打击后，养殖户对浮筏贝养殖的积极性受到较大打击。据我们了解，部分地区的养殖户也已经开始尝试养殖品种的多元化，减少对浮筏扇贝单一品种的依赖。
  - **獐子岛是“抑浮扩底”的最大受益者。**根据长海县“十二五”规划，长海县未来将扩大獐子岛、海洋岛、小长山岛海域的海水底播规模。公司在资金实力、品牌和市场影响力方面都是竞争对手难以比拟的，公司将是“抑浮扩底”的最大受益者。
  - **未来 3 年可收获面积将大幅增长。**过去几年里，公司的确权海域面积大幅攀升，从 07 年低的约 70 万亩大幅攀升至 10 年底的 285 万亩，预计 2011 年有望达到 300 万亩。而截至 2010 年底，公司虾夷扇贝的累计投苗面积已经达约 240 万亩。公司 08 年至 10 年的投苗面积分别约为 47 万亩、60 万亩和 120 万亩，由于公司目前的虾夷扇贝底播养殖以 3 龄贝为主（占比约在 70%以上），这就意味着在亩产稳定的情况下，公司 2011 年-2013 年的底播扇贝产量仍有望保持良好的增长态势。

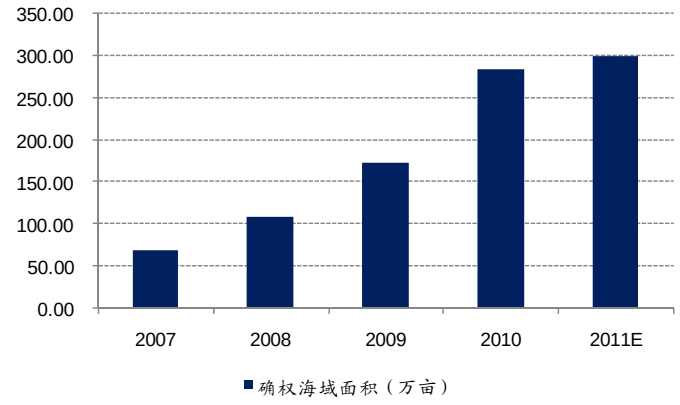
图表15：根据长海县渔业发展“十二五”规划，长海县未来将重点发展底播养殖，浮筏养殖比例将会降低（长海县海水养殖产量，单位万吨）



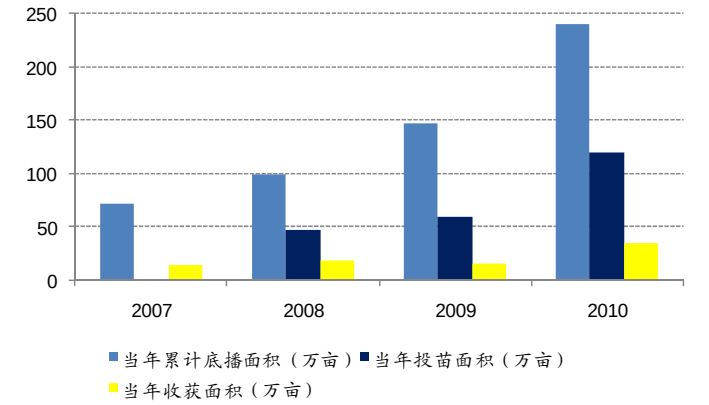
图表16：獐子岛周边海域将是长海县未来扩大底播养殖的重点海域

来源：长海县人民政府网站、国金证券研究所

图表17：獐子岛的确权海域面积逐渐攀升



图表18：獐子岛各年度的累计底播面积、投苗面积和收获面积情况



来源：公司公告、国金证券研究所 、其中 08 年的投苗面积为我们的测算值

- **公司未来几年的亩产有望达到 90-120 公斤/亩。**公司在 2010 年的旅顺虾夷扇贝自然采苗中收获颇丰，共采苗 31.9 亿枚。假设暂养育苗阶段存活率和底播阶段存活率分别为 75%和 50%，按照 5500 枚/亩的科学底播密度，可供底播 21.75 万亩，占 2010 年底累计底播面积的 9.06%。由于自然采苗的种质好，亩产高，加上公司在 07 年以来就着手于科学投苗及提高种苗存活率和回捕率，即使考虑新开发海域的生地因素，**我们预计公司底播扇贝的平均亩产水平可以达到 90-120 公斤/亩，比 09 年和 10 年低，但高于历史平均水平。**
- **价格稳中有升。**在 07 年-09 年，受到金融危机和经济不景气的影响，公司虾夷扇贝的消费遇冷，价格逐年下滑，从 07 年的 2.62 万元/吨下滑至 09 年的 1.83 万元/吨。进入 2010 年，在经济复苏的带动之下，虾夷扇贝消费逐渐回暖，价格开始出现回升的态势，2010 年上半年的价格已经回升至 2.36 万元/吨。**我们预计公司今年的虾夷扇贝价格同比将稳中略升，涨幅在 5%-10%。**
  - **市场需求回暖。**在经济复苏的驱动之下，作为中高端选择性消费品的虾夷扇贝有望进一步迎来需求的回升。
  - **供给弹性有所下降。**经历了前几年的高死亡率后，底播养殖的优势逐渐受到重视，扩大底播养殖和控制甚至压缩浮筏养殖的养殖趋势有所