

## 獐子岛(002069.SZ)

### 锦上添花的收购

 评级: **买入** 前次: 买入

 目标价(元): **29.64-33.58**

分析师

谢刚

S0740210090003

021-20315178

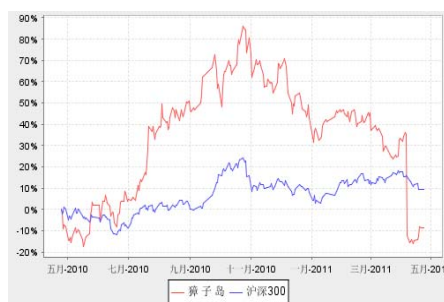
xiegang@qlzq.com.cn

2011年5月10日

#### 基本状况

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 711.11   |
| 流通股本(百万股) | 678.60   |
| 市价(元)     | 25.49    |
| 市值(百万元)   | 18126.25 |
| 流通市值(百万元) | 17297.51 |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标            | 2008A   | 2009A   | 2010A   | 2011E   | 2012E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 1,006.9 | 1,512.5 | 2,033.8 | 2,594.3 | 3,379.0 |
| 营业收入增速        | 56.99%  | 50.20%  | 34.47%  | 27.55%  | 30.25%  |
| 净利润增长率        | -25.34% | 64.98%  | 103.88  | 44.12%  | 45.03%  |
| 摊薄每股收益(元)     | 0.55    | 0.91    | 0.93    | 0.85    | 1.24    |
| 前次预测每股收益(元)   | 0.55    | 0.91    | 0.93    | 0.85    | 1.24    |
| 市场预测每股收益(元)   |         |         |         |         |         |
| 偏差率(本次-市场/市场) |         |         |         |         |         |
| 市盈率(倍)        | 28.22   | 41.12   | 43.43   | 47.37   | 32.66   |
| PEG           | —       | 0.63    | 0.42    | 1.07    | 0.73    |
| 每股净资产(元)      | 5.53    | 6.09    | 3.98    | 4.18    | 5.12    |
| 每股现金流量        | -0.04   | 0.33    | 0.19    | 0.50    | 0.78    |
| 净资产收益率        | 10.02%  | 15.00%  | 23.42%  | 20.42%  | 24.19%  |
| 市净率           | 2.83    | 6.17    | 10.17   | 9.67    | 7.90    |
| 总股本(百万股)      | 226.20  | 226.20  | 452.40  | 711.11  | 711.11  |

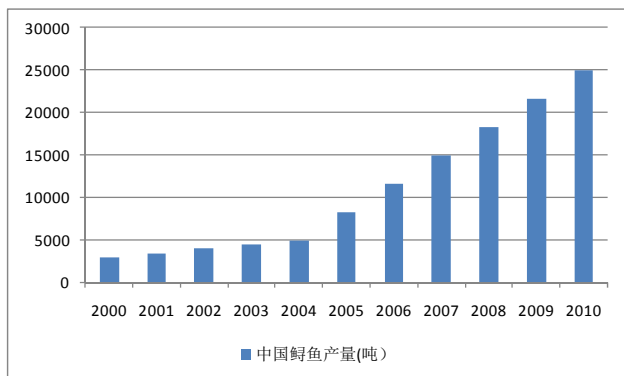
备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 事件:

- 獐子岛5月9日晚公告斥资1亿元,以收购股份及增资的方式参股云南阿穆尔鲟鱼公司20%股权。
- **收购标的阿穆尔公司简介:**自2000年起,云南阿穆尔鲟鱼养殖公司开始从事鲟鱼繁育、养殖及鱼子酱加工和销售,养殖品种以欧洲鳇、达氏鳇、史氏鲟、俄罗斯鲟、西伯利亚鲟等优质鲟鱼品种为主,产品主要出口欧美市场。阿穆尔公司同时也是中国目前规模最大的鲟鱼养殖企业之一,旗下拥有盘溪渔场、会泽渔场等10处天然泉水养殖基地,总养殖面积超过300亩,目前存量鲟鱼养殖规模超过20余万尾。
- **野生鲟鱼禁捕促进人工养殖的兴起,中国替代欧美传统鲟鱼生产而迅速崛起,**目前中国鲟鱼产量占全球的80%左右。2006年联合国为保护鲟鱼物种而全面禁止野生鲟鱼子酱的进出口贸易,加上国外鲟鱼养殖准入的水资源利用条件较为苛刻,导致欧美、中东等原传统产国产量出现停滞,而中国以广泛的适养面积和低廉的劳动力成本迅速崛起。2010年中国鲟鱼产量预计2.5万吨,占据了全球鲟鱼产量的80%。
- **鲟鱼属于中高档消费淡水鱼,鲟鱼(鱼籽酱)营养丰富、肉味鲜美,有“黑色珍珠”之美誉,在欧美深受广东消费者欢迎,**。鲟鱼起源于2.5亿年前,素有水中“活化石”之称,鲟鱼鱼子酱居世界3大珍味之首,有“黑色黄金”之称,鲟鱼子酱是驰名中外的高档食品,我国出口价格每公斤在200~300美元,国际市场每公斤售价最高达5000欧元。

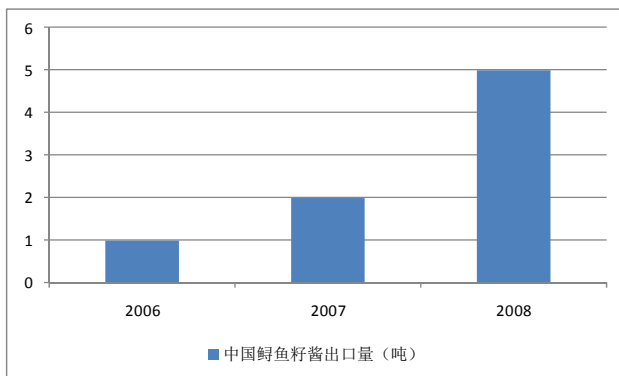
- 鲟鱼养殖周期长，亲鱼繁育技术成为养殖规模突破的关键，拟收购的阿穆尔公司在鲟鱼苗种繁育技术方面处于国内领先地位，鲟鱼年养殖能力达 26.6 万尾。鲟鱼的性成熟周期较长，人工培育条件下的鲟鱼亲鱼成熟时间一般需要 7-8 年，有些品种甚至需要 10 年，且多数种类间隔 2-4 年才产卵一次，因此中国鲟鱼苗种繁育技术水平直接制约了行业规模的扩大。拟收购的阿穆尔公司目前拥有达氏鳇 17348 尾、史氏鲟 7322 尾、俄罗斯鲟 378 尾、西伯利亚鲟 17102 尾、杂交鲟 224153 尾养殖能力，规模名列国内前茅。
- 近几年中国鱼籽酱的出口配额约 150 吨左右，而欧盟国家每年就要进口大约 510 吨鱼籽酱，处于供不应求状态。据专家预计，全球每年鲟鱼鱼籽酱市场缺口超过 900 吨，并且需求还在逐年扩大。
- 2000 年，中国鲟鱼养殖量达 3000-5000 吨，到 2010 年的 25000 吨，年复合增长率达 20%。与此相适应，2006-2008 年中国鲟鱼鱼籽酱出口量也从 1 吨上升到 5 吨，预计 2015 年中国鲟鱼鱼籽酱的产量达到 200 吨，若 50% 出口到国外，则有 100 吨左右出口量，仍然满足不了国外的需求量。
- 在经历了 1998 - 2000 年的大起大落后，鲟鱼价格逐步走向平稳，我们预计 2011 年鲟鱼价格在 70-80 元/公斤。伴随着中国鲟鱼养殖规模的扩大，鲟鱼价格也从 90 年代初的 10 元/公斤，一路攀升到 1998 年的 600-700 元/公斤的暴利水平，此后到 2000 年的三年间下降到 70 元/公斤，主要原因在于同期养殖规模也扩大了 10 倍，国内需求虽然也有增长，但跟不上产量的增速，导致鲟鱼价格从高位回落到正常的 70 元左右，我们预计 2011 年鲟鱼价格在 70-80 元/公斤附近，较 2010 年有小幅增长。

图表 1：中国鲟鱼产量（吨）



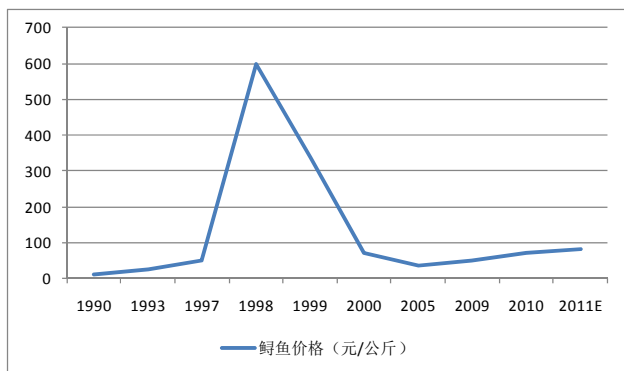
来源：齐鲁证券研究所，根据网上不完全资料整理

图表 2：中国鲟鱼鱼籽酱出口量（吨）



来源：齐鲁证券研究所，根据网上不完全资料整理

图表 3：近几年中国鲟鱼价格稳中有升（元/公斤）



来源：齐鲁证券研究所，根据网上不完全信息整理

图表 4：阿穆尔公司盈利预测简表

| 单位：万元     | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 阿穆尔销售额    | 4000  | 10000 | 20000 | 30000 | 40000 |
| 阿穆尔净利润    | 2000  | 5000  | 10000 | 15000 | 20000 |
| 净利润率      | 50%   | 50%   | 50%   | 50%   | 50%   |
| 獐子岛股权比例   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   |
| 獐子岛投资收益   | 400   | 1000  | 2000  | 3000  | 4000  |
| 股本（万股）    | 71111 | 71111 | 71111 | 71111 | 71111 |
| 为獐子岛贡献EPS | 0.006 | 0.014 | 0.028 | 0.042 | 0.056 |

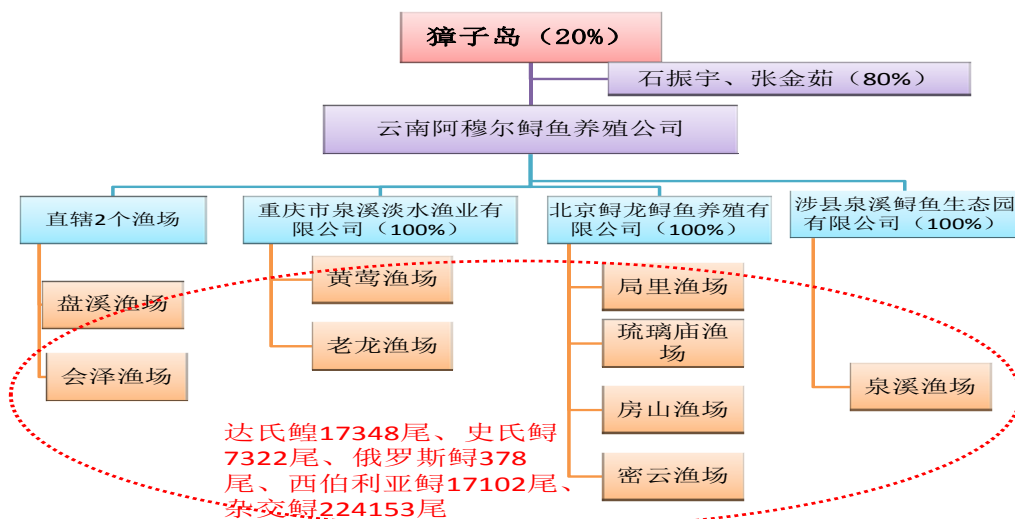
来源：齐鲁证券研究所，根据网上不完全信息整理

- 预计阿穆尔公司 2011-13 年销售额分别为 4000 万元、1 亿元、2 亿元，按 50% 利润率计算公司净利润为

2000 万元、5000 万元、1 亿元，按 20%权益计算为獐子岛贡献 EPS 分别为 0.006、0.014、0.028 元。

- 本次收购溢价率较高，原因在于标的公司耕耘 10 年，始于 2011-12 年步入收获期，在盈利暴发式增长的前夜收购成本高昂也在情理之中。标的公司在评估基准日账面流动资产约 1427.67 万元，评估后价值高达 1.94 亿元，其中存货 1404 万元，重估后达 1.94 亿元，增值率达 1281%。之所以溢价率这么高，是因为阿穆尔公司消耗性生物资产鲟（鳇）鱼存货价值高达 4.2 亿元，鲟鱼养殖周期长达 10 年左右，该公司运作鲟鱼产品 10 年后将于 2011-12 年首次进入收获期。因此，尽管阿穆尔公司 2010 年度销售额才 504.68 万元、净利润甚至亏损 14.30 万元，但这并不影响阿穆尔获得獐子岛极高的溢价收购补偿。
- 从经营战略角度来看，收购阿穆尔公司股权可能为獐子岛提供一个新的盈利增长点，随着鲟鱼鱼籽酱国内和国外市场的进一步拓展，或许在未来会成为一招好棋，我们认为本次收购体现了獐子岛从战略上继续强化上游的资源掌控和产品结构调整的思路，未来，獐子岛还值得关注的亮点可能基于下游市场营销体系的改革和品牌渠道的强化，两重推力将保障獐子岛核心竞争优势继续提升。
- 从盈利角度来看，阿穆尔公司为獐子岛贡献的 EPS 在未来三年都不足 0.03 元，因此本次股权收购对于獐子岛盈利贡献来说无异于锦上添花。在此，我们重申 2 季度獐子岛虾夷扇贝数据有可能超越资本市场预期的观点，尤其是虾夷扇贝、海参等在 4 月份的销量和价格表现，有可能会进一步坚定资本市场对公司盈利成长的预期。
- 预计 2011-12 年獐子岛净利润分别为 602.19 百万元、873.47 百万元，同比增长 44%、45%，对应 2010-13 年 EPS 分别为 0.59、0.85、1.23 元。根据水产品四驾马车的 PE 估值水平，獐子岛目标价 29.64-33.58 元，当前股价离目标区间还有 16.3-31.7% 的上涨空间，我们继续推荐机构投资者买入獐子岛股票。
- 水产养殖行业策略：整体打包推荐。目前，我们对獐子岛、好当家、东方海洋、壹桥苗业等水产养殖股整体打包推荐，尤其是好当家在上周末调整定向增发项目的盈利预测和增发价后，我们认为数据口径与我们预测的谨慎口径基本一致，换言之，经营数据低于预期的风险已经释放完毕，后市更大可能是超预期的向上修正，因此，我们也积极推荐好当家股票。

图表 5：獐子岛所收购的云南阿穆尔鲟鱼养殖公司旗下养殖场分布及产品与产量统计



来源：齐鲁证券研究所

图表 6：獐子岛 PE 估值结果：29.64-33.58 元

| 公司名称  | 股价    | 2010 | 2011E | 2012E | 2010PE | 2011PE | 2012PE |
|-------|-------|------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 好当家   | 11.93 | 0.23 | 0.34  | 0.54  | 51.87  | 35.37  | 21.94  |
| 东方海洋  | 15.25 | 0.30 | 0.48  | 0.70  | 50.70  | 31.94  | 21.77  |
| 壹桥苗业  | 63.34 | 0.86 | 1.23  | 2.21  | 73.92  | 51.65  | 28.67  |
| 獐子岛   | 26.4  | 0.59 | 0.85  | 1.23  | 44.92  | 31.18  | 21.49  |
| 平均PE  |       |      |       |       |        | 39.65  | 24.13  |
| 獐子岛估值 |       |      | 33.58 | 29.64 |        |        |        |

来源：齐鲁证券研究所

图表 7：獐子岛养殖业务盈利预测

| 项 目             | 2003    | 2004     | 2005     | 2006     | 2007     | 2008     | 2009     | 2010     | 2011E    | 2012E    | 2013E     |
|-----------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| <b>虾夷扇贝</b>     |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |
| 平均售价（万元/吨）      | 2.30    | 2.48     | 2.82     | 2.87     | 2.90     | 2.61     | 2.44     | 2.68     | 2.85     | 2.99     | 3.11      |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 7.64%    | 13.58%   | 2.10%    | 0.77%    | -10.00%  | -6.57%   | 10.20%   | 6.00%    | 5.00%    | 4.00%     |
| 生产数量（吨）         | 9711.26 | 10560.70 | 13293.53 | 14360.37 | 13496.83 | 20136.00 | 34289.00 | 47750.00 | 67500.00 | 92250.00 | 182250.00 |
| 销售数量（吨）         | 6211.46 | 6191.50  | 7058.03  | 10483.07 | 9447.78  | 14095.20 | 17144.50 | 24352.50 | 33750.00 | 46125.00 | 91125.00  |
| 增长率（YOY）        | N/A     | -0.32%   | 14.00%   | 48.53%   | -9.88%   | 49.19%   | 21.63%   | 42.04%   | 38.59%   | 36.67%   | 97.56%    |
| 销售收入（百万元）       | 143.04  | 153.47   | 198.72   | 301.35   | 273.67   | 367.46   | 417.57   | 653.62   | 960.20   | 1377.89  | 2831.06   |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 7.29%    | 29.48%   | 51.65%   | -9.19%   | 34.27%   | 13.64%   | 56.53%   | 46.90%   | 43.50%   | 105.46%   |
| 毛利率             | 54.72%  | 66.78%   | 69.80%   | 66.00%   | 65.73%   | 53.81%   | 66.00%   | 76.86%   | 78.17%   | 79.21%   | 80.01%    |
| 销售成本（百万元）       | 64.77   | 50.98    | 60.01    | 102.46   | 93.79    | 169.73   | 141.97   | 151.25   | 209.61   | 286.47   | 565.96    |
| 增长率（YOY）        | N/A     | -21.28%  | 17.71%   | 70.73%   | -8.46%   | 80.97%   | -16.35%  | 6.53%    | 38.59%   | 36.67%   | 97.56%    |
| 毛利（百万元）         | 78.27   | 102.49   | 138.71   | 198.89   | 179.88   | 197.73   | 275.60   | 502.37   | 750.59   | 1091.42  | 2265.10   |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 30.94%   | 35.34%   | 43.39%   | -9.56%   | 9.92%    | 39.38%   | 82.29%   | 49.41%   | 45.41%   | 107.54%   |
| <b>鲜活刺参</b>     |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |
| 平均售价（元/公斤）      | 126.35  | 128.69   | 129.78   | 144.90   | 173.88   | 170.40   | 187.44   | 224.93   | 244.93   | 264.93   | 284.93    |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 1.85%    | 0.85%    | 11.65%   | 20.00%   | -2.00%   | 10.00%   | 20.00%   | 8.89%    | 8.17%    | 7.55%     |
| 生产数量（吨）         | 169.00  | 261.00   | 366.00   | 428.16   | 266.40   | 362.05   | 530.44   | 412.92   | 428.65   | 530.44   | 412.92    |
| 销售数量（吨）         | 104.30  | 162.50   | 247.90   | 214.08   | 133.20   | 181.03   | 298.52   | 274.39   | 301.93   | 377.37   | 305.56    |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 55.80%   | 52.55%   | -13.64%  | -37.78%  | 35.90%   | 64.91%   | -8.08%   | 10.04%   | 24.99%   | -19.03%   |
| 销售收入（百万元）       | 13.18   | 20.91    | 32.17    | 31.02    | 23.16    | 30.85    | 55.96    | 61.72    | 73.95    | 99.98    | 87.06     |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 58.69%   | 53.84%   | -3.58%   | -25.34%  | 33.19%   | 81.40%   | 10.30%   | 19.82%   | 35.19%   | -12.92%   |
| 毛利率             | 50.00%  | 50.00%   | 50.00%   | 53.74%   | 61.45%   | 77.72%   | 51.00%   | 59.17%   | 62.50%   | 65.33%   | 67.77%    |
| 销售成本（百万元）       | 6.59    | 10.46    | 16.09    | 14.35    | 8.93     | 6.87     | 27.42    | 25.20    | 27.73    | 34.66    | 28.06     |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 58.69%   | 53.84%   | -10.79%  | -37.78%  | -23.02%  | 298.94%  | -8.08%   | 10.04%   | 24.99%   | -19.03%   |
| 毛利（百万元）         | 6.59    | 10.46    | 16.09    | 16.67    | 14.23    | 23.97    | 28.54    | 36.52    | 46.22    | 65.32    | 59.00     |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 58.69%   | 53.84%   | 3.63%    | -14.62%  | 68.45%   | 19.03%   | 27.96%   | 26.57%   | 41.31%   | -9.67%    |
| <b>鲍鱼</b>       |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |
| 平均售价（元/公斤）      | 279.2   | 286.6    | 292.9    | 465.5    | 414.9    | 235.5    | 251.3    | 253.8    | 254.8    | 233.7    | 234.4     |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 2.62%    | 2.23%    | 58.92%   | -10.87%  | -43.26%  | 6.71%    | 1.01%    | 0.39%    | -8.29%   | 0.31%     |
| 生产数量（吨）         | 45.00   | 94.00    | 150.00   | 114.94   | 122.08   | 331.56   | 526.00   | 641.50   | 641.50   | 834.00   | 834.39    |
| 销售数量（吨）         | 44.30   | 93.90    | 146.90   | 114.94   | 122.08   | 331.56   | 526.00   | 641.50   | 641.50   | 834.00   | 834.39    |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 111.96%  | 56.44%   | -21.76%  | 6.21%    | 171.59%  | 58.64%   | 21.96%   | 0.00%    | 30.01%   | 0.05%     |
| 销售收入（百万元）       | 12.37   | 26.91    | 43.03    | 53.51    | 50.66    | 78.07    | 132.16   | 162.80   | 163.44   | 194.88   | 195.58    |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 117.52%  | 59.93%   | 24.34%   | -5.33%   | 54.11%   | 69.29%   | 23.18%   | 0.39%    | 19.24%   | 0.36%     |
| 毛利率             | 40.00%  | 40.00%   | 40.00%   | 42.90%   | 42.90%   | 22.21%   | 21.10%   | 26.10%   | 27.60%   | 28.80%   | 29.80%    |
| 销售成本（百万元）       | 7.42    | 16.14    | 25.82    | 30.55    | 28.92    | 60.73    | 104.27   | 120.31   | 118.33   | 138.75   | 137.30    |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 117.52%  | 59.93%   | 18.33%   | -5.33%   | 109.96%  | 71.70%   | 15.38%   | -1.64%   | 17.26%   | -1.05%    |
| 毛利（百万元）         | 4.9     | 10.8     | 17.2     | 23.0     | 21.7     | 17.3     | 27.9     | 42.5     | 45.1     | 56.1     | 58.3      |
| 增长率（YOY）        | N/A     | 117.52%  | 59.93%   | 33.36%   | -5.33%   | -20.21%  | 60.83%   | 52.37%   | 6.16%    | 24.42%   | 3.84%     |
| <b>海胆等其他</b>    |         |          |          |          |          |          |          |          |          |          |           |
| 销售收入（百万元）       | 25.47   | 7.12     | 14.59    | 25.47    | 33.34    | 38.05    | 18.25    | 15.00    | 16.50    | 18.15    | 19.97     |
| 毛利率             | 30.00%  | 30.00%   | 30.00%   | 30.00%   | 2.02%    | 11.16%   | 31.31%   | 31.30%   | 33.80%   | 36.30%   | 38.80%    |
| 销售成本（百万元）       |         |          |          | 17.83    | 32.67    | 33.80    | 12.53    | 10.31    | 10.92    | 11.56    | 12.22     |
| 海水养殖销售收入合计（百万元） | 204.23  | 237.54   | 300.55   | 411.35   | 380.83   | 514.42   | 623.93   | 893.14   | 1214.09  | 1691.90  | 3135.67   |
| 养殖业务成本合计（百万元）   | 97.68   | 111.78   | 128.67   | 165.19   | 164.31   | 271.13   | 286.20   | 307.06   | 366.60   | 471.45   | 741.54    |
| 养殖业务毛利（百万元）     | 106.55  | 125.75   | 171.88   | 246.16   | 216.52   | 243.29   | 337.73   | 586.08   | 847.49   | 1,220.45 | 2,394.13  |
| 养殖业务毛利率（%）      | 52.17%  | 52.94%   | 57.19%   | 59.84%   | 56.85%   | 47.29%   | 54.13%   | 65.62%   | 69.80%   | 72.13%   | 76.35%    |

来源：齐鲁证券研究所

图表 8：獐子岛加工业务盈利预测

| 项 目                    | 2003          | 2004          | 2005          | 2006          | 2007          | 2008          | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E          | 2013E          |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| <b>虾夷贝柱</b>            |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                |
| 产量 (吨)                 | 399.20        | 460.00        | 966.30        | 700.00        | 715.00        | 1,015.00      | 1,195.00      | 1,195.00      | 1,255.00      | 1,855.00       | 2,255.00       |
| 销售数量 (吨)               | 396.20        | 420.70        | 806.20        | 833.15        | 707.50        | 865.00        | 1,105.00      | 1,195.00      | 1,225.00      | 1,555.00       | 2,055.00       |
| 增长率 (YOY)              | N/A           | 6.18%         | 91.63%        | 3.34%         | -15.08%       | 22.26%        | 27.75%        | 8.14%         | 2.51%         | 26.94%         | 32.15%         |
| 产销率 (%)                | 99.25%        | 91.46%        | 83.43%        | 119.02%       | 98.95%        | 85.22%        | 92.47%        | 100.00%       | 97.61%        | 83.83%         | 91.13%         |
| 销售单价 (元/吨)             | 47,562        | 55,838        | 68,941        | 55,842        | 53,050        | 53,050        | 53,050        | 53,050        | 53,050        | 53,050         | 53,050         |
| 销售收入 (百万元)             | 18.84         | 23.49         | 55.58         | 46.52         | 37.53         | 45.89         | 58.62         | 63.39         | 64.99         | 82.49          | 109.02         |
| 增长率 (YOY)              | N/A           | 24.66%        | 136.60%       | -16.29%       | -19.33%       | 22.26%        | 27.75%        | 8.14%         | 2.51%         | 26.94%         | 32.15%         |
| <b>半壳虾夷贝</b>           |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                |
| 产量 (吨)                 | 428.80        | 810.60        | 876.20        | 700.00        | 715.00        | 1,065.00      | 1,275.00      | 1,275.00      | 1,345.00      | 2,245.00       | 2,845.00       |
| 销售数量 (吨)               | 566.70        | 615.40        | 989.00        | 788.10        | 707.50        | 890.00        | 1,170.00      | 1,275.00      | 1,310.00      | 1,795.00       | 2,545.00       |
| 增长率 (YOY)              | N/A           | 8.59%         | 60.71%        | -20.31%       | -10.23%       | 25.80%        | 31.46%        | 8.97%         | 2.75%         | 37.02%         | 41.78%         |
| 产销率 (%)                | 132.16%       | 75.92%        | 112.87%       | 112.59%       | 98.95%        | 83.57%        | 91.76%        | 100.00%       | 97.40%        | 79.96%         | 89.46%         |
| 销售单价 (元/吨)             | 18,557        | 19,308        | 21,271        | 17,230        | 16,368        | 16,368        | 16,368        | 16,368        | 16,368        | 16,368         | 16,368         |
| 销售收入 (百万元)             | 10.52         | 11.88         | 21.04         | 13.58         | 11.58         | 14.57         | 19.15         | 20.87         | 21.44         | 29.38          | 41.66          |
| 增长率 (YOY)              | N/A           | 12.99%        | 77.05%        | -35.45%       | -14.72%       | 25.80%        | 31.46%        | 8.97%         | 2.75%         | 37.02%         | 41.78%         |
| <b>虾夷贝柱连籽</b>          |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                |
| 产量 (吨)                 | 654.40        | 784.60        | 1,258.70      | 700.00        | 715.00        | 1,065.00      | 1,275.00      | 1,345.00      | 1,345.00      | 1,945.00       | 2,345.00       |
| 销售数量 (吨)               | 568.00        | 789.60        | 985.80        | 979.35        | 707.50        | 890.00        | 1,170.00      | 1,310.00      | 1,345.00      | 1,645.00       | 2,145.00       |
| 增长率 (YOY)              | N/A           | 39.01%        | 24.85%        | -0.65%        | -27.76%       | 25.80%        | 31.46%        | 11.97%        | 2.67%         | 22.30%         | 30.40%         |
| 产销率 (%)                | 86.80%        | 100.64%       | 78.32%        | 139.91%       | 98.95%        | 83.57%        | 91.76%        | 97.40%        | 100.00%       | 84.58%         | 91.47%         |
| 销售单价 (元/吨)             | 52,974        | 55,191        | 67,266        | 54,486        | 51,761        | 51,761        | 51,761        | 51,761        | 51,761        | 51,761         | 51,761         |
| 销售收入 (百万元)             | 30.09         | 43.58         | 66.31         | 53.36         | 36.62         | 46.07         | 60.56         | 67.81         | 69.62         | 85.15          | 111.03         |
| 增长率 (YOY)              | N/A           | 44.83%        | 52.16%        | -19.53%       | -31.37%       | 25.80%        | 31.46%        | 11.97%        | 2.67%         | 22.30%         | 30.40%         |
| <b>盐渍、即食等加工海参</b>      |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                |
| 产量 (吨)                 | 7.70          | 15.10         | 30.20         | 32.85         | 57.27         | 77.90         | 108.73        | 94.84         | 95.44         | 115.11         | 90.06          |
| 销售数量 (吨)               | 6.30          | 13.70         | 24.60         | 26.76         | 46.65         | 63.45         | 88.57         | 77.26         | 77.75         | 93.76          | 73.36          |
| 增长率 (YOY)              | N/A           | 117.46%       | 79.56%        | 8.78%         | 74.33%        | 36.02%        | 39.58%        | -12.77%       | 0.63%         | 20.60%         | -21.76%        |
| 产销率 (%)                | 81.82%        | 90.73%        | 81.46%        | 81.46%        | 81.46%        | 81.46%        | 81.46%        | 81.46%        | 81.46%        | 81.46%         | 81.46%         |
| 销售单价 (元/公斤)            | 847           | 858           | 897           | 900           | 1170          | 1229          | 1312          | 1706          | 2047          | 2354           | 2707           |
| 销售收入 (百万元)             | 5.34          | 11.75         | 22.08         | 24.08         | 54.58         | 77.95         | 116.20        | 131.77        | 159.13        | 220.70         | 198.58         |
| 增长率 (YOY)              | N/A           | 120.10%       | 87.90%        | 9.10%         | 126.63%       | 42.82%        | 49.07%        | 13.40%        | 20.76%        | 38.69%         | -10.02%        |
| <b>精包装旅游食品(即食鲷鱼等)</b>  |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                |
| 销量 (吨)                 | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 2.30          | 6.10          | 16.58         | 26.30         | 32.08         | 32.08         | 41.70          | 41.72          |
| 销售单价 (百万元/吨)           | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 2.50          | 2.50          | 2.20          | 1.32          | 1.58          | 1.82          | 2.00           | 2.20           |
| 销售收入 (百万元)             | 0.00          | 0.00          | 0.00          | 5.75          | 15.26         | 36.47         | 34.72         | 50.81         | 58.43         | 83.56          | 91.95          |
| <b>冻鱼片等其他加工品</b>       |               |               |               |               |               |               |               |               |               |                |                |
| 销售收入 (百万元)             | 9.16          | 21.64         | 39.67         | 63.13         | 72.16         | 115.80        | 307.51        | 415.14        | 518.93        | 596.77         | 686.28         |
| <b>加工业务总销售收入 (百万元)</b> | <b>73.95</b>  | <b>112.34</b> | <b>204.67</b> | <b>206.43</b> | <b>227.73</b> | <b>336.75</b> | <b>596.76</b> | <b>749.79</b> | <b>892.53</b> | <b>1098.05</b> | <b>1238.52</b> |
| <b>加工业务销售成本 (百万元)</b>  | <b>54.40</b>  | <b>78.99</b>  | <b>131.24</b> | <b>161.25</b> | <b>186.74</b> | <b>293.17</b> | <b>526.63</b> | <b>594.19</b> | <b>724.98</b> | <b>893.85</b>  | <b>1009.47</b> |
| <b>加工业务毛利率 (%)</b>     | <b>26.43%</b> | <b>29.69%</b> | <b>35.88%</b> | <b>21.89%</b> | <b>18.00%</b> | <b>12.94%</b> | <b>11.75%</b> | <b>20.75%</b> | <b>18.77%</b> | <b>18.60%</b>  | <b>18.49%</b>  |

来源：齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明：**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

**上海**

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

**深圳**

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

**北京**

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

**济南**

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308