

买入 维持

獐子岛 (002069)

2011 年 8 月 8 日

股票价格

8 月 5 日收盘价	27.30 元
6 个月内目标价	35 元
52 周内股价波动	22.75-34.33 元

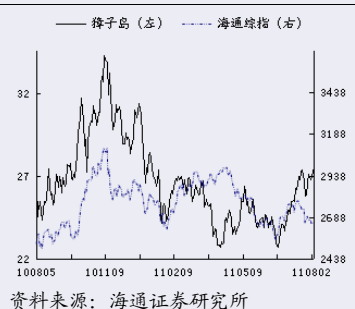
主要估值指标

	2010	2011E	2012E
市盈率	29.42	32.19	22.61
市净率	11.56	7.65	5.99
PEG	1.07	0.75	0.52
EV/EBITDA	20.47	24.04	17.16

股本结构

总股本 (万股)	71111
流通 A 股 (万股)	64030
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现



相关研究

獐子岛_2010 年报点评	2011.04
獐子岛_2011 年一季报点评	2011.04
獐子岛_调研简报	2011.07

农林牧渔行业首席分析师

丁 频

SAC 执业证书编号: S0850203100085

电话: 021-23219405

Email: dingpin@htsec.com

联系人

夏 木

电话: 021-23219748

Email: xiam@htsec.com

拥浩瀚之优良海域，拓广袤之珍馐市场

獐子岛的资源掌控能力卓著，市场拓展战略清晰，未来业绩的增长速度有望超市场预期。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润增长率 (%)	64.98	104.64	42.45	42.32	33.54
毛利率 (%)	28.02	34.29	32.85	33.77	34.14
净资产收益率 (%)	15.00	25.08	23.54	26.18	27.12
每股经营性现金流 (元)	0.33	0.09	0.42	0.79	1.00
全面摊薄每股收益 (元)	0.29	0.59	0.85	1.21	1.61

资料来源: 海通证券研究所

● **獐子岛是国内最具竞争优势的海珍品养殖企业。**1) 公司拥有丰富且优质的海域养殖资源。养殖海域地理位置和水质条件优越，遭受环境污染和自然灾害的风险较小，属国家清洁海域，并被认定为无公害水产品养殖基地和适宜养殖海域。2) 公司的底播增殖方式最具可持续发展能力。3) 公司主打产品在国内拥有较高的市场占有率。虾夷扇贝在国内具有垄断地位，海参和皱纹盘鲍的市场占有率也位于国内前列。

● **公司的资源掌控能力卓著。**预计 2011 年底，公司的养殖海域将达到 350 万亩，2011-2013 年的可采收面积分别为 42、76 和 120 万亩。按照亩产 140 公斤计算，2013 年，公司可采收扇贝将达到 16.8 万吨，是 2010 年的 4 倍。规范化、科学化的养殖流程将使得扇贝的亩产水平和长势可控。

● **市场开发战略清晰。**扇贝活品销售通过对销售渠道的改革强化渠道的推力进而推动国内销量的大幅增长，海参注重品牌的塑造，实现品牌溢价，獐子岛海参现在的价格较同类产品高出 30% 以上；鲍鱼通过北鲍南养方式实现量的增长，通过品牌溢价实现价的增长。

● **公司扇贝价格仍将温和上涨。**1) 受环境恶化和种质资源影响，浮筏贝对底播贝的冲击不再；2) 国内扇贝消费的潜力还很大，公司已在 62 个城市布点，但全国共有 333 个地级以上城市，2862 个县级城市；3) 随着可捕捞面积逐步扩大，养殖周期会较三年有所延长，则意味着大规模扇贝的占比将提高，规格越大，价格越高。

● **海外市场增长强劲。**已打开扇贝活品销路的韩国市场增长迅速，2010 年对韩国市场实现收入 1 亿元，2011 年上半年已经实现 8000 万元以上收入，今年收入翻番增长几成定局。下半年还将实现对台湾的活贝出口。加工品增长也非常迅猛：美洲市场上半年增长 100% 以上，欧盟市场成倍增长。我们预计随着海外渠道的逐步成熟和未来采收量的大幅增长，海外市场成长将成为公司未来利润增长的重要驱动力。

● **主要不确定因素。**国内扇贝消费量不达预期，天气影响海珍品的长势。

● **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2011 - 2013 年的每股收益分别为 0.85 元、1.21 元和 1.61 元。综合 PE、PEG 等相对估值法，我们认为公司合理股价区间为 30 - 36 元，目前仍有 10%-31% 的上涨空间，维持“买入”的投资评级。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

投资要点	4
1. 资源掌控能力卓著	5
1.1 预计 2011 年底公司将拥有海水养殖面积 350 万亩	5
1.2 科学、规范的养殖流程导致扇贝长势、亩产水平基本可控	6
2. 扇贝价格仍将温和上涨	7
2.1 浮筏贝的冲击力不再	7
2.2 国内扇贝需求不用过于担心	8
2.3 大规格扇贝的占比逐年提高有利于均价的提高	9
3. 市场拓展战略清晰	9
3.1 扇贝活品 细分市场 强化渠道的驱动力	10
3.2 扇贝加工品 海外市场增长强劲 国内潜力巨大	10
3.3 海参 品牌溢价已有显现	12
3.4 鲍鱼 提高公司的话语权	12
4. 鲟鱼项目 旨在未来	13
5. 财务分析 巨大的生物资产是未来高增长的基础	13
6. 盈利预测与估值分析	14
6.1 业绩预测	14
6.2 估值分析	16
7. 不确定因素	16
财务报表分析和预测	17

图目录

图 1 公司主要的长海县海域资源分布	6
图 2 公司扇贝价格温和上涨	7
图 3 城镇和农村居民的每年水产品消费量	8
图 4 国内餐饮消费的增长依然快速	9
图 5 獐子岛相对其他公司的销售费用比	10
图 6 公司近年加工业务收入及毛利率	11
图 7 海外市场业务增长情况（万元）	11
图 8 欧盟历年进口扇贝量及单价	11
图 9 美国历年进口扇贝量及单价	11
图 10 中国鲜活扇贝出口数量及单价	12
图 11 中国冻干、腌渍扇贝出口数量及单价	12
图 12 獐子岛与可比公司的消耗性生物资产	14

表目录

表 1 公司上市以来获得的海域使用面积	5
表 2 公司的扇贝收获面积	6
表 3 各类加工品	9
表 4 公司海外子公司的情况	11
表 5 獐子岛历年财务指标	14
表 6 獐子岛主营业务盈利预测假设	15
表 7 可比公司 P/E 估值	16
表 8 可比公司 PE/G 估值	16

投资要点

獐子岛2009、2010年高速增长之后，资本市场对公司今明两年的盈利增速预期较为悲观。但我们认为公司资源掌控能力卓著，国内居民的消费能力不会太担心，海外市场的增长强劲，因此今明两年高成长的可能性仍很大。我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.85元、1.21元和1.61元，给予公司“买入”的投资评级，目标价格35元，对应2012PE 29x。股价表现的催化剂是：1）下半年是海珍品的消费旺季，公司盈利增速会加快，有望超市场预期；2）未来可能的新海域使用面积确权；3）欧盟复关。

估值分析

我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.85元、1.21元和1.61元，我们采用两种方法对该公司进行估值：（1）当前水产品养殖企业的平均PE11为35.60x，以此估值则公司合理股价为30.26元。（2）PEG估值，公司未来三年的复合增长率高达40%，当前水产养殖类公司的平均PEG11为0.80。獐子岛的估值水平也存在低估。我们认为獐子岛在水产养殖类上市公司中，拥有的海域资源最丰富，盈利增长更具持续性。因此，我们认为应该给予较行业平均更高的估值水平，给予公司2012年29x的PE估值水平，目标价格35元。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- 海域面积是水产养殖企业竞争力的核心指标。公司拥有285万亩海域使用面积，较同为水产养殖领域的好当家、东方海洋、壹桥苗业高出几倍。
- 由于科学、规范的养殖流程使得公司扇贝的长势和亩产水平可控。
- 国内扇贝活品的消费量伴随着餐饮和日常生活消费而较为快速的增长。
- 基于前几年海外市场拓展的基础，未来海外市场的增速将明显加快。

不确定因素

- 国内扇贝消费量不达预期。
- 天气状况。海水养殖对水温的要求高，因此天气状况决定了公司收成的好坏。

1. 资源掌控能力卓著

海水养殖面积是海珍品养殖企业的主要竞争力指标。一方面，随着城市发展、第三产业发展，国内海水养殖面积的增速在下降，另一方面，由于扇贝、海参等海珍品对于海水清洁度、环境有着更高的要求。因此，只有拥有大面积海域资源的公司才具备不断做强做大的能力。獐子岛自 2006 年上市后，前瞻性地不断扩张自己的海水养殖面积，特别是 2008 年之后，力度更为巨大。截止 2010 年底，公司已经拥有海水养殖面积 285 万亩。相对于好当家 23.5 万亩，东方海洋的 4 万亩以及壹桥苗业的 5 万亩，不属于同一级别。正是由于养殖海域的不断扩大，导致公司在养殖上更注重长远发展，对养殖的科学化、规范化也提出更高的要求，“海洋牧场”的建设目标也体现了这一思想。而科学规范的养殖恰恰可以使公司产品质量可控，减少波动性。

1.1 预计 2011 年底公司将拥有海水养殖面积 350 万亩

截止 2010 年底，公司已经拥有海水养殖面积 285 万亩，2011 年底预计达到 350 万亩。

表 1 公司上市以来获得的海域使用面积

时间	面积（亩）	位置	用途	备注
2006 年	65.09 万	大连长海县獐子岛海域	63.29 万亩用于底播养殖虾夷扇贝，1.2 万亩用于底播刺参，0.4 万亩用于底播鲍鱼，0.2 万亩用于围堰养殖刺参	确权
2007 年	较小	烟台市长岛县海域	育种	租赁
2007 年	较小	威海荣成市俚岛乡海域	浮筏养殖鲍鱼	租赁
2007 年	较小	福建	浮筏鲍鱼越冬基地	租赁
2008 年	近 20 万	大连长海县海洋岛海域	适合底播养殖虾夷扇贝	确权
2008 年	近 20 万	大连长海县獐子岛海域		确权
2009 年	50 余万	大连长海县主要海珍品适养海域		确权
2009 年	2.86 万	大连长海县乌蟒岛海域	适合底播养殖虾夷扇贝	确权
2009 年	25 万	大连长海县广鹿岛海域		优先开发权
2009 年	60 余万	大连长海县小长山岛海域	适合底播养殖虾夷扇贝	优先开发权
2010 年	120 余万	大连长海县主要海珍品适养海域		确权
2010 年 4 月	10.4 万	大连长海县广鹿岛海域		确权
2010 年 4 月	49 万	大连长海县小长山岛海域		确权

资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 1 公司主要的长海县海域资源分布



资料来源：海通证券研究所

根据公司产品以及长海县海域规划调整，我们预计 2011 年将再次确权 50-70 万亩，养殖海域将达到 350 万亩左右。如果按照三年采捕周期计算，每年扇贝的可采收面积将达到 120 万亩左右。如果按照 140 公斤/亩的产量测算，则年可供销售活贝达到 16.8 万吨。

当前，獐子岛虾夷扇贝的活品销售量为 4 万吨左右，占国内虾夷扇贝的 70% 以上，由于浮筏贝不断退出市场，公司在扇贝领域的垄断能力不断提高。

表 2 公司的扇贝收获面积

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
虾夷扇贝采捕面积（万亩）	15	18	23	32	41.7	76	120
亩产（公斤/亩）	70	84	105	140	140	140	140
可销扇贝（万吨）	1.05	1.51	2.42	4.48	5.84	10.64	16.8
扇贝销量(万吨)	1.05	1.51	2.41	2.3	4.0	5.4	8.0

资料来源：海通证券研究所

1.2 科学、规范的养殖流程导致扇贝长势、亩产水平基本可控

2007-08 年獐子岛业绩不达市场预期，一方面与遭遇风暴潮等自然因素有很大的关系，但仍与公司当时较为粗放的养殖模式有较大的关系。经过这几年的摸索，獐子岛的养殖流程基本固定，包括育苗、播苗等各个环节都建立了较为合理的操作流程。我们认为较为关键的有以下几点：

强调种质资源。公司的苗种一部分自供、另一部分向合作农户收购，但合作农户用来培育小苗的种贝由公司提供，保证种苗的质量。另外，为提高质量，公司在 2010 年开始在旅顺自然采苗，自然条件下繁殖而来的小苗较室内培养的抗病性更好，成活率也更高。2011 年自然采苗的数量达到 31 亿枚。2009-2011 年的投苗面积分别为 70 万亩、120 万亩、126 万亩，需要扇贝苗 38.5、66、69.3 亿枚。

严控投苗密度。最近几年，公司的投苗密度严格遵照 5500 枚/亩进行，有效保证了海珍品们的生长环境。

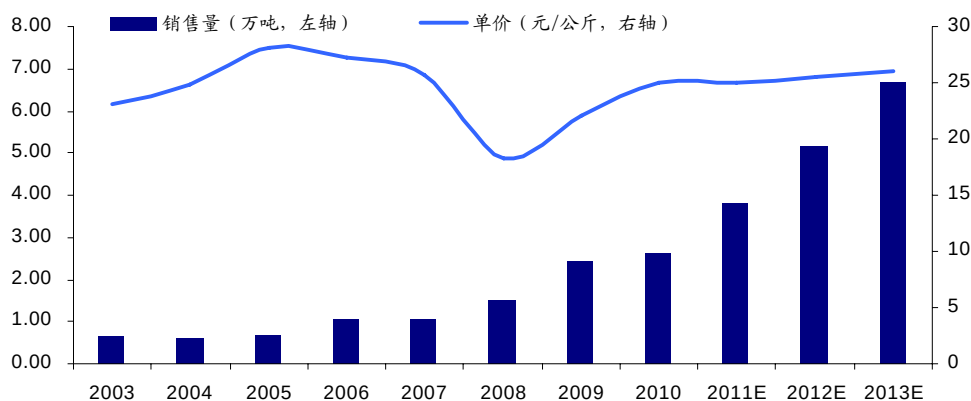
育苗规格严控。公司要求只有扇贝苗长到 3.5CM 以上规格才可投入海里。充分保证小苗的存活率。其他指标还包括色泽、饱满度等。

综上，科学化的养殖流程意味着 1) 扇贝的长势基本可控。排除天气等不可控因素外，扇贝的肥满度应保持在较高水准；2) 扇贝的亩产水平将维持在较高水平。上市时，公司的亩产水平在 80 公斤/亩，2010 年提升至 140 公斤/亩，市场担心高水平是否可以维持。由公司的养殖模式分析，我们认为维持在 140 公斤的亩产水平具有可能性。事实上，主要扇贝生产国日本的亩产水平可以达到 800 公斤，国内还有很大的提升空间。

2. 扇贝价格仍将温和上涨

我们认为公司扇贝单价在未来仍将温和上涨。从历史上看，2007-2008 年的单价下降幅度最大，主要由 07、08 年内部（养殖规范问题）和外部（经济危机）因素共同导致。我们在前文已经分析了公司前几年着力建设的科学、规范养殖已在 2009-2010 年显现，另外还有以下因素支持我们对未来扇贝单价温和上涨的判断。

图 2 公司扇贝价格温和上涨



资料来源：海通证券研究所

2.1 浮筏贝的冲击力不再

02-05 年间，养殖扇贝的热潮在大连周边地区的养殖户间兴起，这造成浮筏贝的产量快速增长。但受以下因素影响，浮筏贝的供应量大幅减少。

1) 浮筏生产不规范，缺乏科学性和合理性。近年来由于扇贝养殖的效益较为突出，为增加单位产出，导致农户在确权海域内，盲目增加台筏。导致养殖区间水交换速率和净化能力差，初级生产力逐年下降，生物饵料缺乏造成养殖产品质量严重下滑，扇贝长的瘦小，出成率也较低。

2) 种质资源退化，抵御风险能力降低。虾夷扇贝从日本引入国内已有 30 年历史，随着品种引进时间的推移和苗种培育过程中人为改变生物的自然属性，育苗生产中抗生素等药物投放量加大，长时间积累，降低了种质的质量。再经过多代近亲繁殖好养殖，致使种质退化日益突出。从近三年浮筏养殖的虾夷扇贝分析看，死亡率呈逐年增加态势。2008 和 2009 年的浮筏贝的死亡率高达 60% 以上。

3) 养殖水域环境质量下降。病害爆发趋势加重。随着养殖时间的推移，大量的沉淀物积聚海底，在风浪、水体对流的交换的影响下，诱发水质的多次污染而导致养殖水域的环境质量下降。

4) 由于城市和旅游产业发展, 适合浮筏养殖的区域在不断减少。

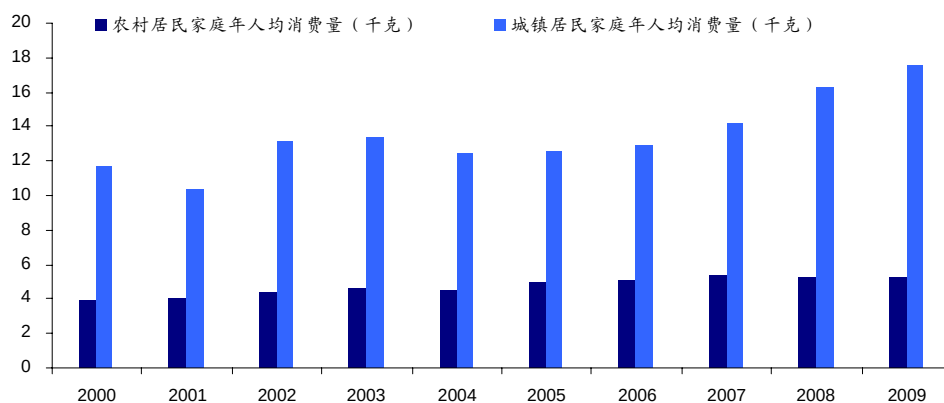
5) 随着獐子岛养殖规模的大幅提高, 原先从事浮筏贝养殖的个人转而为公司育苗, 承担的风险大幅缩小, 同时, 可以获得相对稳定的收益。

因此, 我们认为浮筏贝再次对公司构成较大冲击的可能性较小, 为公司扇贝的价格坚挺和销量增长提供了很好的外部环境。

2.2 国内扇贝需求不用过于担心

随着民生生活水平的提高, 从吃饱到吃好的转变已经非常明显, 饮食结构多元化, 从猪肉消费量 10 年前的 70% 下降到如今的 60% 左右可以得到验证。水产销量的增长趋势已经明确。尽管尚未有有关扇贝消费的数据, 但通过对公司扇贝销售均价看, 除 2008 年经济危机的影响, 其余时间稳定增长, 且销售量增幅不小。由此可以判断, 国内市场的承接能力强大。见图 2。从可获得的国内水产品消费量的统计数据看, 城镇居民的 07-09 年消费量增速分别为 20%、14% 和 8%。而农村居民的水产品消费量不到城镇居民的一半, 市场的潜力还很大。从另一个角度看, 公司已在 62 个城市布点, 共有 244 个活贝销售经销商。但全国共有 333 个地级以上城市, 2862 个县级城市。可见, 市场的空间仍很大。

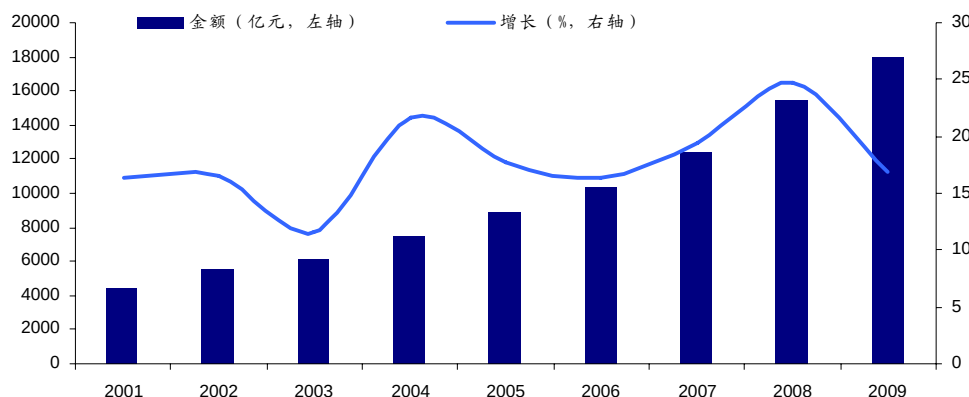
图 3 城镇和农村居民的每年水产品消费量



资料来源: 国家统计局

目前, 公司扇贝的主要销售渠道是餐饮和批发市场。我国餐饮消费 2001-2009 年平均增长率为 20% 左右, 未来三年, 国内餐饮消费保持 16% 的增速是可以预期的。这部分增长是较为确定的。

图 4 国内餐饮消费的增长依然快速



资料来源：国家统计局

2.3 大规格扇贝的占比逐年提高有利于均价的提高

随着可捕捞面积逐步扩大，养殖周期会较三年有所延长，则意味着大规格扇贝的占比将提高，规格越大，价格越高。虾夷扇贝的传统养殖国日本的养殖周期一般为 4 年，规格大、单产高，产品售价以及带来的经济附加值较高，公司已有意识地提高规格。扇贝结构调整会导致价格水平稳步上升。另外，随着公司养殖业务流程化、规范化以及苗种质量的提升，排除天气等不可控因素影响，扇贝的长势将较为可控。

3. 市场拓展战略清晰

资源的约束条件在獐子岛身上不存在。我们对獐子岛的关注也更多的集中在市场开拓上。经过分析，我们认为公司的发展战略清晰，从当前看，营销举措富有实效。

公司加工的产品主要包括：

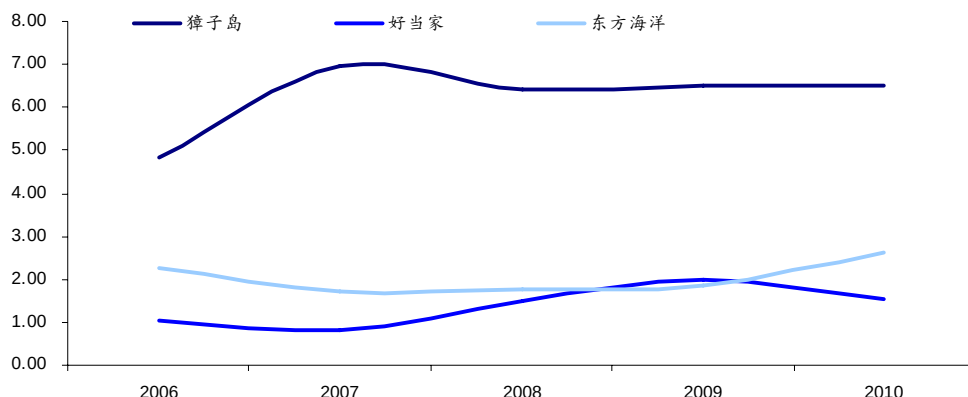
表 3 各类加工品

	说明
半壳贝	3-4 月份虾夷扇贝性腺发育成熟时加工，主供国内市场
柱连籽	3-4 月份虾夷扇贝性腺发育成熟时加工，主供国外市场
贝柱	6-8 月份虾夷贝柱最丰满时加工，9 月后收购海湾贝加工，主供国外市场
海胆	出口日本为主
海参加工品（淡干和盐干海参）	国内市场
即食食品（如即食鲍鱼和扇贝裙边等）	国内市场
调理食	国外市场

资料来源：海通证券研究所

相对于其他水产养殖企业，獐子岛的市场销售费用与收入增长保持同步，上市之后，公司在销售渠道、品牌塑造上依然坚持高投入，我们认为经过这几年的不断投入，收获期即将来临，对销售渠道和品牌的不断投入也使公司的盈利增长更具持久性，这也是公司成为一个大市值企业的基础。

图 5 獐子岛相对其他公司的销售费用比（%）



资料来源：Wind

3.1 扇贝活品 细分市场 强化渠道的驱动力

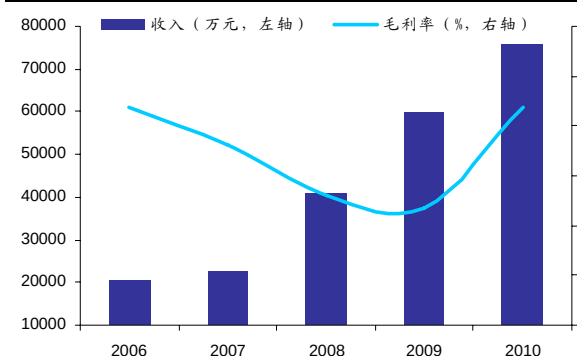
公司今年年重要的工作是改革销售渠道，重视渠道的驱动力。具体措施是由公司本身更多地接触主要消费市场，直接和二级经销商打交道，进而提升对市场变化的相应速度，达到对市场的掌控力度。我们认为这种转变是公司资源控制力达到一定高度后的必然选择。1) 公司发展初期，扇贝市场规模尚小，公司更多的精力也集中在养殖端。市场也基本交由一级经销商去开拓。时至今日，公司的可捕捞量大幅增长，这就需要经销商大力开拓未开发市场，但一级经销商的能力与动力不足。因此，公司计划缩短销售的当中环节，通过公司本身与市场更直接的接触，提高对市场的响应速度，对产品的需求方能有更好的掌握。从近两个月的销量看，5月活贝销量达到7200万元，同比增长72%，创历史新高，6月销售收入7000万元，增长50%以上。而销售模式的变化是由4月15日开始的，由此，我们认为这种改变的效果是积极的。当前，北京、华南和华东市场已经完成改革。公司计划明年中期前，将完成全市场的改革。

针对韩国的活品销售在2010年下半年以来增长很快，去年全年实现收入1亿元，2011年上半年抓住日本“核辐射”的有利时间（根据日本统计局的数据，2011年一季度日本扇贝出口量下降了36.7%），已经实现8000万元以上收入，全年实现翻番增长继承定局。下半年还将实现对台湾的活贝出口。

3.2 扇贝加工品 海外市场增长强劲 国内潜力巨大

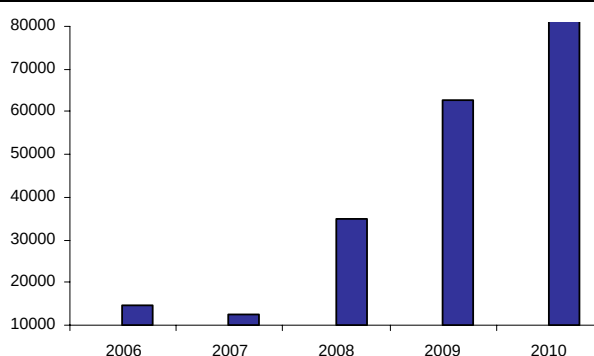
2013年公司的可收获面积将达到126万亩，可捕捞数量将达到16.8万吨。我们预计除国内活品市场消化外，扇贝将以加工品的形式向海外市场拓展。事实上，公司早在上市之初就已经有意识地拓展海外市场，初期主要是与国外经销商接触，让海外市场了解獐子岛产品，接待海外人员考察等等。经过这几年的培育，海外市场的订单逐步增加。2010年海外市场业务已实现收入8.89亿元，占全公司的39%。

图 6 公司近年加工业务收入及毛利率



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 7 海外市场业务增长情况（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

从公司海外子公司盈利情况，我们也可以发现海外市场的拓展较为顺利。

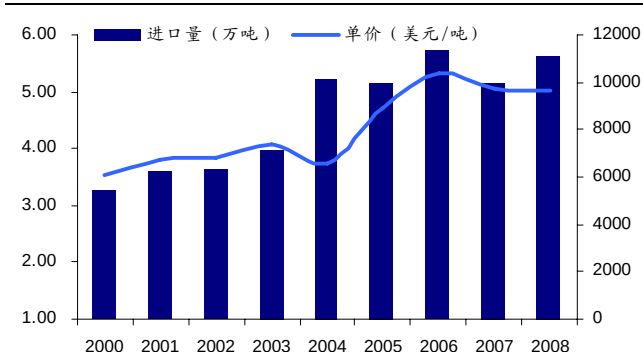
表 4 公司海外子公司的情况

子公司名称	持股比例	注册年份	注册地	注册资本 (万元)	净利润 (万元)		
					2010	2009	2008
獐子岛渔业集团香港有限公司	100%	2008	香港	(港币) 2988.06	89.27	9.58	-47.70
獐子岛渔业集团美国公司	79%	2008	美国	(美元) 100.00	1118.62	228.64	-162.36
獐子岛渔业集团麦克斯国际有限公司	79%	2009	加拿大	(美元) 10.00	151.58	25.64	-
獐子岛渔业集团欧洲公司	100%	2009	欧洲	(欧元) 50.00	-212.28	-	-
獐子岛渔业集团台湾公司	100%	2010	台湾	(新台币) 3178.00	-115.24	-	-

资料来源：海通证券研究所

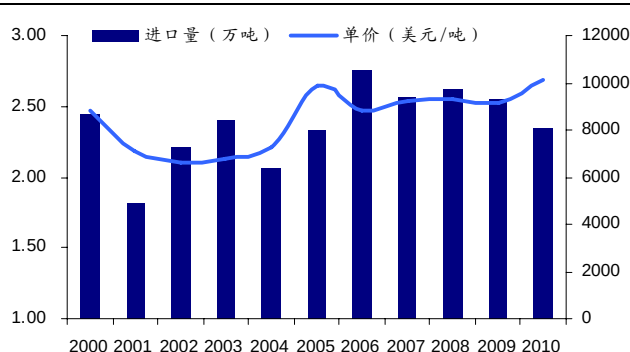
根据我们统计的数据，海外市场的容量巨大。单法国，2008 进口量就达到 2.53 万吨，欧盟的进口量达到 5.62 万吨，单价为 9673 美元/吨。2010 年美国的进口量为 2.35 万吨，单价为 10133 美元/吨。按照 50% 的出成率，欧盟和美国的市场需求为 15.94 万吨。

图 8 欧盟历年进口扇贝量及单价



资料来源：联合国粮农组织

图 9 美国历年进口扇贝量及单价

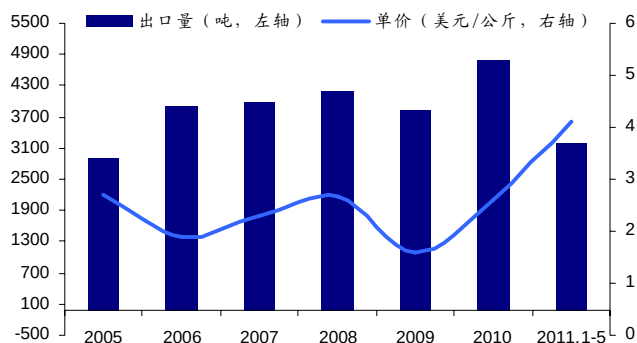


资料来源：USDA

国内扇贝出口量稳步增长，受日本核辐射的刺激，2011 年前 5 月，鲜品扇贝的出口量达到 3200 吨，同比增长 226%，单价 4.10 美元/公斤，同比上升 154%。冻干、腌渍扇贝出口量达到 1.39 万吨，同比增长 63%。单价达到 8.95 美元/公斤，同比上

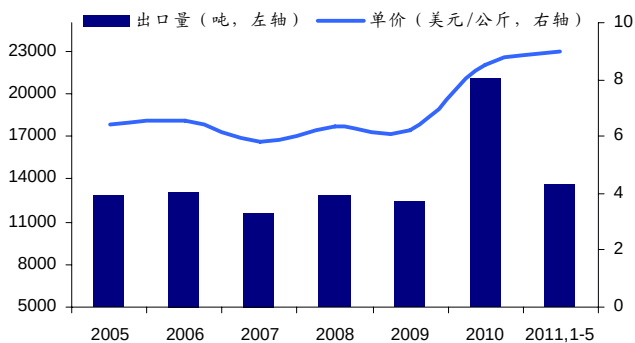
涨 28%。

图 10 中国鲜活扇贝出口数量及单价



资料来源：海关统计，海通证券研究所

图 11 中国冻干、腌渍扇贝出口数量及单价



资料来源：海关统计，海通证券研究所

国内市场，潜力巨大。半壳贝、冷冻贝已经在国内销售。产品进入沃尔玛、家乐福、麦德隆、易初莲花、欧尚等 160 多个销售终端网点。按照日本的国内消费数据，增量巨大，日本年产扇贝 30 多万吨，但出口量只有 1.15 万吨，其余的 28 多万吨基本国内消费。即使考虑饮食习惯的差异的原因，但我国的潜在消费人群巨大，未来消耗到公司 15 万吨的扇贝产量应该没有问题。

3.3 海参 品牌溢价已有显现

公司的海参以加工为主，2010 年海参收入 2 亿元，其中 1.6 亿元为加工品，大部分是淡干海参。海参也担负着塑造公司品牌的重大责任。獐子岛品牌价值在海参产品上已有明显体现，其价格较同类海参高 20% 以上。资源上，公司的战略非常明确，海参只做底播海参，争取在较短时间内掌控长岛县海参资源。公司自身的养殖区域内，自去年开始不再投苗，完全是野生海参，每年价格都会有一定涨幅。其余的长岛县海参，公司将通过其品牌运作逐步掌控。同时，公司对朝鲜、俄罗斯的海域资源也有所考虑。

市场运作上，海参主要通过以下渠道传递给消费者：1）专卖店。公司对专卖店的地理位置有着非常高的要求，必须是名店名圈。2）商场专柜。必须是当地的知名商场。3）连锁高端酒店。

公司对海参业务的规划是 2015 年实现 10 亿元销售收入。我们预计 2011 年海参收入将完成 3.5 亿元，同比增长 75%。

3.4 鲍鱼 提高公司的话语权

2015 年，公司的鲍鱼收入目标为 10 亿元。为实现这一目标，我们总结了公司对鲍鱼的发展策略。1）通过品牌塑造获取品牌溢价。品牌鲍鱼是獐子岛海域内的底播鲍鱼，当前占比在 10% 左右，这部分主要以加工品的形式推向市场。“獐子岛 1972”在 2011 年春季糖酒会中推出，以“传奇、尊贵、稀缺”为品牌价值塑造的核心，通过品牌文化和品牌价值在视觉、听觉、感觉的综合体验的表现，塑造出一个充满历史、人文、文化内涵的尊崇品牌。2）通过“北鲍南养”的方式实现量的增长。早在上世纪 90 年代初，獐子岛在国内就率先实施了著名的“北鲍南养”工程，其利用良好的海域资源和鲍鱼资源优势，利用现代技术，使得底播的鲍鱼实现了南方越冬、北方度夏的目标。目前，獐子岛渔业已在宁德的斗帽、白基湾、东冲、长尧、七星等地建立了鲍鱼养殖基地。今年的南方鲍鱼回运量超过 2000 吨，同比增长 30% 左右。由于今

年增重较好，预计价格将较上年提升 10% 左右。另外，在宁德地区养成的鲍鱼也会在当地销售。3）扩大养殖海域，实现量的增长。以荣成公司为主体，在其周边寻找合适海域扩大养殖面积。

4. 鲟鱼项目 旨在未来

2011 年 5 月，獐子岛斥资 1 亿元获得云南阿穆尔鲟鱼养殖有限公司 20% 的股权。此次合作是公司探寻多元化发展模式、拓展业务种类、优化产业结构的一次有益尝试。通过投资入股云南阿穆尔鲟鱼养殖公司，实现现代渔业企业与有产业优势企业的强强对接，用獐子岛渔业资金、销售渠道、管理等方面优势，使合作方的鲟鱼产业技术存量规模等优势得到进一步提升，进而共同做大、做强鲟鱼产业，在中国打造一个新兴的、生态型的高端食品产业。

鲟鱼是起源最早的现存脊椎动物类群，是古棘鱼类的一支后裔，称其为水中的“活化石”。鲟鱼类是淡水鱼类中个体最大，寿命最长的鱼类。其营养丰富，肉味鲜美，尤其是鲟鱼籽酱（黑鱼籽酱）被誉为“黑色珍珠”，更是美味中的珍品，国际市场每公斤售价最高达 5000 欧元。2006 年，联合国为了保护鲟鱼物种资源全面禁止了野生鲟鱼子酱的进出口贸易，鲟鱼生产转向人工养殖为主，由于国外对鲟鱼养殖准入和水资源利用几近苛刻的程度，欧美、中东等原传统产区产量没有质的飞跃，国外的养殖产量对于国际市场需求只是杯水车薪，据专家预测鱼子酱国际市场缺口超过 900 吨，而且市场还在逐年扩大。中国是鲟鱼养殖产量最大的国家，但主要以 1 公斤左右的商品鲟鱼为主，主要品种限于西伯利亚鲟及其杂交品，产品形式以活鲜为主，专业生产鲟鱼子酱的企业较少。

阿穆尔鲟鱼公司鲟鱼业务始于 2000 年，公司具备较丰富的专业知识和经验、熟练掌握了鲟鱼的人工养殖与繁育技术，成功培育出了多个品种的养殖亲鱼；成熟亲鱼或接近成熟亲鱼品种齐全，尤其是拥有成熟的达氏鳇亲鱼，亲鱼梯队健全，数量众多；是目前国内最大的鲟鱼养殖企业之一，鲟鱼成鱼数量位居国内第一。阿穆尔鲟鱼公司设有三个全资子公司，一个分公司，已拥有分布于北京、河北、重庆、云南等 10 处天然泉水生态养殖基地，总养殖面积超过 300 亩，育有达氏鳇 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。2010 年末，资产总额 1435.19 万元、负债总额 618.21 万元、净资产 816.98 万元，2010 年度营业收入 504.68 万元、净利润-14.30 万元；2011 年 4 月末资产总额 4255.81 万元、负债总额 3358.04 万元、净资产 897.77 万元，2011 年 1-4 月份，营业收入 133.59 万元、净利润 80.79 万元。

2011 年，预计阿穆尔鲟鱼公司收入 4000 万元，按照 50% 的净利率计算，净利润 2000 万元，为獐子岛贡献 400 万元的收益。尽管现在的收益对獐子岛的影响几乎可以忽略不计，但表明了獐子岛在控制海珍品资源之后，继续控制淡水珍品的雄心。未来，在合适的时机，獐子岛可能会谋求股权比例的提高。

5. 财务分析 巨大的生物资产是未来高增长的基础

公司自 2006 年上市后，经历了 2007-08 年的业绩下滑，在 2009 年恢复增长，2010 年高速增长。盈利能力也与盈利增长的变化趋势保持一致。2007-08 年的业绩下滑一方面有遭遇风暴潮、经济危机等客观因素，但仍与公司粗放养殖，以及公司从“资源+市场”向“市场+资源”转变中的不适应。自 2009 年以来，财务指标表现日益良好。

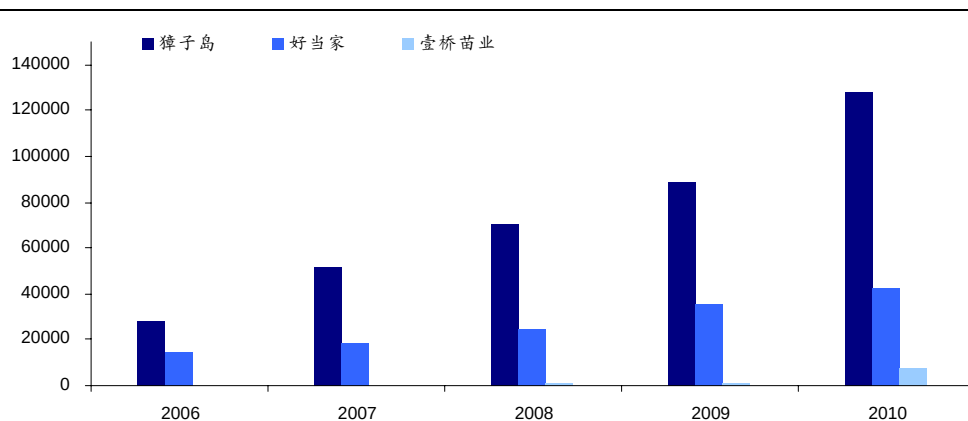
表 5 獐子岛历年财务指标

	2010	2009	2008	2007
销售毛利率(%)	34.29	28.01	30.18	40.52
销售净利率(%)	18.70	12.95	12.43	26.15
净资产收益率-摊薄(%)	25.08	15.00	10.02	14.47
存货周转天数(天)	350.30	357.57	448.82	543.40
应收账款周转天数(天)	15.79	14.78	10.31	12.20
流动比率	2.07	1.94	2.70	2.48
速动比率	0.60	0.58	0.52	0.62
资产负债率(%)	48.83	39.41	30.39	26.45
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.09	0.33	-0.04	-1.22

资料来源：公司公告

同时，我们注意到公司的消耗性生物资产相对于可比公司巨大，2010 年底达到 12.79 亿元，是好当家的 3 倍，而且其增速较快，2006-2010 年的复合增长率为 46%。公司的消耗性生物资产主要是养殖区域内由公司播种的海珍品。生物性资产是未来公司盈利的基础，且时间越长，增殖越多。

图 12 獐子岛与可比公司的消耗性生物资产（万元）



资料来源：公司公告

6. 盈利预测与估值分析

我们分别用市盈率、PEG 方法对獐子岛进行估值。

6.1 业绩预测

我们盈利预测的核心基础是：1）随着收获面积未来大幅增长，销鲜扇贝的数量有较大的增长；随着三龄贝以上规格占比提高，销售价格持平略升，进而维持当前 75% 左右的毛利率水平。2）加工业务随着销售渠道的完善，规模有较大的增长，而随着销售网络的逐步建成，营销产出比将逐步提高，进而提高加工业务整体的盈利水平。我们预计公司 2011-13 年的 EPS 为 0.85、1.21 和 1.61 元。当前股价对应的 PE11 为 32x。资本市场担心在高成长两年之后，公司今明两年的利润增速会下滑，但我们认为公司资源掌控能力强，国内居民的消费能力不会太担心，海外市场的增长强劲，因此今明两年高成长的可能性仍很大。给予公司“买入”的投资评级。目标价格 35 元，对应 2012PE 29x。

表6 獐子岛主营业务盈利预测假设

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
扇贝收入(万元)	53130.00	65000.00	94202.00	130815.00	173394.00
扇贝成本(万元)	23908.50	24524.50	23550.50	32703.80	43348.50
扇贝毛利(万元)	29221.50	40475.50	70651.50	98111.30	130045.50
毛利率	55.00%	62.00%	75.00%	75.00%	75.00%
海参收入(万元)	4800.00	2000.00	2000.00	1600.00	1600.00
海参成本(万元)	1680.00	800.00	800.00	640.00	640.00
海参毛利(万元)	3120.00	1200.00	1200.00	3570.00	3570.00
毛利率	65.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
鲍鱼收入(万元)	13200.00	23800.00	34000.00	38101.30	48900.00
鲍鱼成本(万元)	10164.00	21458.10	27200.00	30481.00	39120.00
鲍鱼毛利(万元)	3036.00	2341.90	6800.00	7620.30	9780.00
毛利率	20.00%	10.00%	20.00%	20.00%	20.00%
海螺收入(万元)	3490.00	4963.00	5955.60	7146.70	8576.10
海螺成本(万元)	2425.00	3676.60	4411.90	5294.30	6353.10
海螺毛利(万元)	1065.00	1286.40	1543.70	1852.40	2222.90
毛利率	31.00%	26.00%	26.00%	26.00%	26.00%
养殖业务收入(万元)	74620.00	95763.00	136157.60	177663.00	232470.10
养殖业务成本(万元)	38177.50	50459.20	55962.40	69119.00	89461.60
养殖业务毛利	36442.50	45303.80	80195.20	108543.90	143008.40
毛利率	49.00%	47.00%	59.00%	61.00%	62.00%
半壳贝收入(万元)	5959.50	4400.00	11304.00	14695.20	18369.00
半壳贝成本(万元)	5125.20	3520.00	9043.20	11756.20	14695.20
半壳贝毛利	834.30	880.00	2260.80	2939.00	3673.80
毛利率	14.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
贝柱收入(万元)	15101.40	10800.00	10800.00	14040.00	21060.00
贝柱成本(万元)	12534.20	8532.00	8532.00	11091.60	16637.40
贝柱毛利	2567.20	2268.00	2268.00	2948.40	4422.60
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
柱连籽收入(万元)	3378.20	4200.00	5082.00	5590.20	8385.30
柱连籽成本(万元)	3040.40	3570.00	4319.70	4751.70	7127.50
柱连籽毛利	337.80	630.00	762.30	838.50	1257.80
毛利率	10.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
干海参收入(万元)	6125.00	17500.00	29400.00	42000.00	53130.00
干海参成本(万元)	2756.30	7875.00	13230.00	18900.00	23908.50
干海参毛利	3368.80	9625.00	16170.00	23100.00	29221.50
毛利率	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
海胆收入(万元)	3304.50	1445.00	3304.50	3304.50	3304.50
海胆成本(万元)	2991.30	1205.90	2757.60	2757.60	2757.60
海胆毛利	313.20	239.10	546.90	546.90	546.90
毛利率	9.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
水产加工业务毛利(万元)	9418.60	16916.60	25792.30	34748.20	44459.00
毛利率	17.00%	24.00%	27.00%	29.00%	29.00%

资料来源：海通证券研究所

6.2 估值分析

国内 A 股上市公司中，与公司业务相近的公司有好当家，东方海洋和壹桥苗业。我们将这三家公司作为主要的估值对比对象。

6.2.1 市盈率估值

当前，公司的估值水平相对于可比公司而言，处在最低的水平。结合行业估值状况，我们认为獐子岛的 PE12 应在 25-30x，则公司的合理股价在 30.25-36.3 元。

表 7 可比公司 P/E 估值

		市值（亿元）		EPS(元)			P/E(X)		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	
600467	好当家	81.42	0.23	0.35	0.47	55.87	36.71	27.34	
002447	壹桥苗业	45.05	0.45	0.56	1.02	74.71	60.04	32.96	
002086	东方海洋	41.24	0.30	0.48	0.69	56.37	35.23	24.51	
002069	獐子岛	194.84	0.59	0.85	1.21	29.42	32.19	22.61	
平均						54.09	41.04	26.86	

资料来源：朝阳永续，海通证券研究所

6.2.2 PEG 估值

当前市场一致预期下，水产养殖类上市公司的盈利增速普遍较快。如果采用 PEG 方法定价，公司未来三年的复合增长率高达 40%，当前水产养殖类公司的平均 PEG11 为 0.80。獐子岛的估值水平也存在低估。

表 8 可比公司 PE/G 估值

		市值（亿元）		PE (x)			G(%)		PEG (x)	
			2010	2011E	2012E		2010	2011E	2012E	
600467	好当家	81.42	55.87	36.71	27.34	42.95	1.30	0.85	0.64	
002447	壹桥苗业	45.05	74.71	60.04	32.96	50.55	1.48	1.19	0.65	
002086	东方海洋	41.24	56.37	35.23	24.51	51.66	1.09	0.68	0.47	
002069	獐子岛	194.84	29.42	32.19	22.61	43.21	1.07	0.75	0.52	
平均						44.70	1.16	0.80	0.55	

资料来源：朝阳永续，海通证券研究所

综合以上各种估值方法，我们认为市场尚未充分意识到獐子岛长期的可持续增长能力，獐子岛合理价值应当在 30-36 元之间。目前尚有 10%-31% 的空间，我们给予“买入”的投资评级。

7. 不确定因素

国内扇贝消费量不达预期。

天气状况。海水养殖对水温的要求高，因此天气状况决定了公司收成的好坏。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	29.42	32.19	22.61	16.99
P/B	11.56	7.65	5.99	4.66
P/S	8.63	5.68	4.32	3.35
EV/EBITDA	20.47	24.04	17.16	12.88
偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	0.95	0.64	0.52	0.41
借款/股东权益	0.47	0.31	0.24	0.19
已获利息倍数	11.29	21.01	31.73	50.36
流动比率	2.07	2.58	3.07	3.71
速动比率	0.60	0.90	1.16	1.51
现金比率	0.41	0.61	0.82	1.09
盈利能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	34.29	32.84	33.77	34.14
息税摊销折旧利润率	27.50	23.72	24.90	25.14
净利润率	18.71	17.57	19.02	19.65
净资产收益率	25.00	23.54	26.18	27.12
资产回报率	12.79	14.34	17.26	19.18
投资回报率	16.95	17.88	20.94	22.65
经营效率指标（%）	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转天数	21.58	21.39	20.92	21.76
存货周转天数	1.03	1.23	1.35	1.46
总资产周转率	0.81	0.91	0.98	1.07
固定资产周转率	4.25	5.57	6.18	7.47
盈利增长（%）	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入增长率	49.73	51.74	31.49	29.22
主营利润增长率	137.96	52.38	38.97	33.69
EBIT 增长率	117.57	37.84	40.11	32.16
EBITDA 增长率	90.27	30.87	38.03	30.48
净利润增长率	104.64	42.45	42.32	33.54

利润表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	225905	342785	450742	582466
主营业务成本	148431	230205	298523	383617
主营业务利润	46971	71572	99464	132971
营业费用	14654	22247	29253	37802
管理费用	12743	17203	22536	27958
利润总额	48368	69669	99265	132772
EBIT	53070	73151	102495	135461
折旧摊销	9058	8154	9730	10975
EBITDA	62128	81305	112226	146437
投资收益	2265	2765	3265	3765
其他营业外收入	1397	-1903	-199	-199
所得税	6128	8848	12557	16796
少数股东损益	-36	598	998	1514
净利润	42275	60222	85710	114462
每股收益(全面摊薄)	0.29	0.85	1.21	1.61

资产负债表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	47710	73296	102187	142484
应收款项	12734	18900	23599	29333
存货	171559	202581	238819	287713
流动资产	242387	310275	384591	485107
固定资产	57258	79951	83035	83075
总资产	330441	419969	496684	596797
应付帐款	15867	18416	20897	23017
长期借款	44080	44080	44080	44080
长期负债	44080	44080	44080	44080
总负债	161341	164177	169239	174804
少数股东权益	547	1145	2143	3657
股东权益	169100	255792	327445	421993
付息负债	79782	79782	79782	79782
每股净资产	2.37	3.58	4.57	5.88

现金流量表（万元）	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	42275	60222	85710	114462
折旧摊销	9058	8154	9730	10975
营运资金变动	1538	45570	45761	61240
经营活动现金流	4258	29966	56041	71222
固定资产投资	12496	29794	12130	10572
无形资产投资	19972	0	0	0
资本支出	32813	28740	11446	10129
投资活动现金流	-31030	-26769	-8865	-6807
公司自由现金流	21053	-2295	42054	57932
股权自由现金流	33906	-5335	39232	55582
债务变化	19842	0	0	0
股票发行	0	2167	0	0
融资活动现金流	50127	22389	-18286	-24117
现金净流量	47710	73296	102187	142484
每股经营性现金流	0.09	0.42	0.79	1.00

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、新希望、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
		增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。			

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪昇明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队 李明亮 (021) 23219434 汪 辉 (021) 23219432 刘铁军 (021) 23219394	lml@htsec.com wanghui@htsec.com liutj@htsec.com	策略研究团队 陈瑞明 (021) 23219197 吴一萍 (021) 23219387 荀玉根 (021) 23219658	chenrm@htsec.com wuyiping@htsec.com xyg6052@htsec.com	基金研究团队 姜 静 (021) 23219450 单开佳 (021) 23219448 倪韵婷 (021) 23219419 罗 震 (021) 23219326 唐洋运 (021) 23219004	loujing@htsec.com shankj@htsec.com niyt@htsec.com luozh@htsec.com tangyy@htsec.com
联系人 高 远 (021) 23219669 李 宁 (021) 23219431	gaoy@htsec.com lin@htsec.com	联系人 王 旭 (021) 23219396 汤 慧 (021) 23219733	wx5937@htsec.com tangh@htsec.com	联系人 徐益盛 (021) 23219443 陈 瑶 (021) 23219645	xuyj@htsec.com chenyao@htsec.com

金融工程研究团队 吴先兴 (021) 23219449 丁鲁明 (021) 23219068 郑雅斌 (021) 23219395	wuxx@htsec.com dinglm@htsec.com zhengyb@htsec.com	固定收益研究团队 姜金香 (021) 23219445 邱庆东 (021) 23219424	jiangjx@htsec.com qiuqd@htsec.com	政策研究团队 陈久红 (021) 23219393 陈峥嵘 (021) 23219433	chenjiuhong@htsec.com zrchen@htsec.com
联系人 冯佳睿 (021) 23219732 朱剑涛 (021) 23219745	fengjr@htsec.com zhujt@htsec.com				

计算机及通信行业 陈美凤 (021) 23219409 联系人 袁兵兵 (021) 23219770 蒋 科 (021) 23219474	chenmf@htsec.com ybb6053@htsec.com jiangk@htsec.com	煤炭行业 朱洪波 (021) 23219438 刘惠莹 (021) 23219441	zhh6065@htsec.com liuhy@htsec.com	批发和零售贸易行业 路 颖 (021) 23219403 潘 鹤 (021) 23219423 汪立亭 (021) 23219399 联系人 李宏科 (021) 23219671	luying@htsec.com panh@htsec.com wanglt@htsec.com lhk6064@htsec.com
---	---	--	--------------------------------------	--	---

建筑工程行业 江孔亮 (021) 23219422 联系人 赵 健 (021) 23219472	kljiang@htsec.com zhaoj@htsec.com	石油化工行业 邓 勇 (021) 23219404	dengyong@htsec.com	机械行业 龙 华 (021) 23219411 联系人 何继红 (021) 23219674 熊哲颖 (021) 23219407	longh@htsec.com hejh@htsec.com xzy5559@htsec.com
---	--------------------------------------	------------------------------	--------------------	---	--

农林牧渔行业 丁 频 (021) 23219405 联系人 夏 木 (021) 23219748	dingpin@htsec.com xiam@htsec.com	纺织服装行业 卢媛媛 (021) 23219610	lyy5991@htsec.com	非银行金融行业 董 乐 (021) 23219374	dl5573@htsec.com
---	-------------------------------------	------------------------------	-------------------	-------------------------------	------------------

电子元器件行业 邱春城 (021) 23219413 联系人 张孝达 (021) 23219697	qiucc@htsec.com zhangxd@htsec.com	互联网及传媒行业 联系人 白 洋 (021) 23219646	baiyang@htsec.com	交通运输行业 钮宇鸣 (021) 23219420 钱列飞 (021) 23219104 联系人 虞 楠 (021) 23219382	ymniu@htsec.com qianlf@htsec.com yun@htsec.com
--	--------------------------------------	---------------------------------------	-------------------	---	--

汽车行业 赵晨曦 (021) 23219473 冯梓钦 (021) 23219402	zhaocx@htsec.com fengzq@htsec.com	食品饮料行业 赵 勇 (0755) 82775282 联系人 齐 莹 (021) 23219166	zhaoyong@htsec.com qiy@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇 (021) 23219391	liuyq@htsec.com
--	--------------------------------------	--	-------------------------------------	----------------------------	-----------------

医药行业 联系人 刘 宇 (021) 23219608 刘 杰 (021) 23219269 冯皓琪 (021) 23219709	liuy4986@htsec.com liuj5068@htsec.com fhq5945@htsec.com	有色金属行业 联系人 刘 博 (021) 23219401	liub5226@htsec.com	基础化工行业 曹小飞 (021) 23219267 联系人 易团辉 (021) 23219737 张 瑞 (021) 23219634	caoxf@htsec.com yith@htsec.com zr6056@htsec.com
---	---	-------------------------------------	--------------------	---	---

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 联系人 孔维娜 (021) 23219223	chenzy@htsec.com kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵 健 (021) 23219472	zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张 浩 (021) 23219383 牛 品 (021) 23219268 联系人 房 青 (021) 23219692	zhangh@htsec.com np6307@htsec.com fangq@htsec.com
---	--------------------------------------	-------------------------------------	-----------------	---	---

公用事业

陆凤鸣（021）23219415 lufm@htsec.com
白瑜（021）23219430 baiy@htsec.com
联系人
汤砚卿（021）23219768 tyq6066@htsec.com

银行业
联系人
刘瑞（021）23219635 lr6185@htsec.com

社会服务业
林周勇（021）23219389 lzy6050@htsec.com

房地产业

涂力磊（021）23219747 tll5535@htsec.com
谢盐（021）23219436 xiey@htsec.com
联系人
贾业童（021）23219421 jiayt@htsec.com

造纸轻工行业
徐琳（021）23219767 xl6048@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
（021）63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
（021）23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清（0755）82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶（0755）83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟（0755）83253022 gulj@htsec.com
高艳娟（0755）83254133 gyj6435@htsec.com

上海地区销售团队

高溱（021）23219386 gaoqin@htsec.com
季唯佳（021）23219384 jiwj@htsec.com
胡雪梅（021）23219385 huxm@htsec.com
黄毓（021）23219410 huangyu@htsec.com
朱健（021）23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇（021）23219442 xiaowuy@htsec.com
王丛丛（021）23219454 wcc6132@htsec.com

北京地区销售团队

孙俊（010）58067988 sunj@htsec.com
张广宇（010）58067931 zgy5863@htsec.com
殷怡琦（010）58067944 yinyiq@htsec.com
王秦豫（010）58067930 wqy6308@htsec.com