

獐子岛(002069)

研究员: 裴雷 执业证书编号: S0570200010031

☎ 025-51863275 ✉ peilei_work@126.com

🌐 http://t.zhangle.com/2603

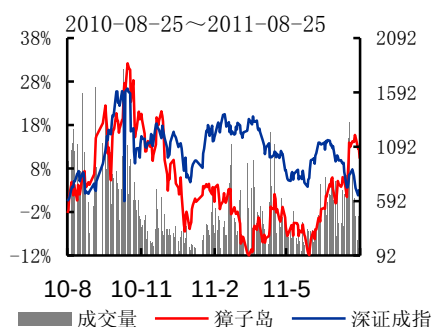
从资源转战市场的海珍品底播养殖龙头

投资评级: 推荐

渔业 II

当前价格(元):	29.22
目标价格(元):	34.86

股价走势图



相关研究

- 1 《獐子岛(002069):三个十亿项目启动 十二五打造百亿企业》2011.8
- 2 《獐子岛(002069):完成增发 业绩高速增长增长可期》2011.3

投资要点:

◆ 公司是国内最大的海珍品底播增养殖企业，现已拥有 280 余万亩确权海域。是集海珍品育苗、海水增值养殖、水产品加工、贸易于一体的渔业龙头，产品以虾夷扇贝及海参、鲍鱼等高档海珍品为主。

◆ 主要产品底播虾夷扇贝市场占有率已经达到 80%。定增项目完成后年滚动收获面积将达到 60 万亩，虾夷扇贝产能达到 10 万吨，占现有国内扇贝总产量的 9%~10%。产能可以满足未来增长需要，销售决定增长速度。公司目前正在转变销售模式，变“经销”为“直销”，目前已经在华东、广州、北京大区三个核心市场实现了直销。

◆ 公司启动海参、鲍鱼 10 亿元计划。海参在坚持原产地质量的同时进一步寻求资源整合及扩张；鲍鱼在南方建立养殖基地，实现了北鲍北养、北鲍南养、南鲍南养的格局。公司还以鲟鱼养殖进入淡水高端养殖领域，目标十年打造销售规模 10 亿元的鲟鱼企业。公司目标 2015 年实现百亿收入。

◆ 公司 8 月 18 日公告新一期股权激励方案，业绩目标相当于 11-13 年净利润年复合增长率 25%。我们认为只要公司扇贝、鲍鱼业务按计划推进，激励目标的实现基本可以确定。

◆ 随着下半年进入养殖旺季水产养殖行业相对农林牧渔的估值水平有进一步向上调整的空间，而公司面临前期投苗量扩大及销售模式转变的确定性增长。考虑公司产品的品牌溢价及 10 亿元鲍鱼、10 亿元海参计划未来的想象空间，给予公司 11 年 42 倍 PE，对应 11 年 EPS0.83 元的目标股价 34.86 元。给予公司“推荐”评级。

公司基本资料

总股本(万)	71111.22
流通 A 股(万)	67860.00
52 周内股价区间(元)	22.25-53.66
总市值(亿)	202.74
总资产(亿)	40.10
每股净资产(元)	3.42

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	22.59	33.11	42.93	57.62
+/-%	49.35	46.57	29.66	34.22
净利润(百万)	422.75	584.13	798.75	1104.97
+/-%	115.62	38.17	36.17	38.34
EPS(元)	0.93	0.83	1.14	1.58
P/E	47.96	35.89	26.02	18.53

一、公司简介

1.1 公司概况

獐子岛（002069）是以海洋水产为主，集海珍品育苗、海水增殖养殖、水产品加工、国内外贸易于一体的大型综合性渔业企业，产品品系以虾夷扇贝、海参、鲍鱼、海胆等高档海珍品为主。

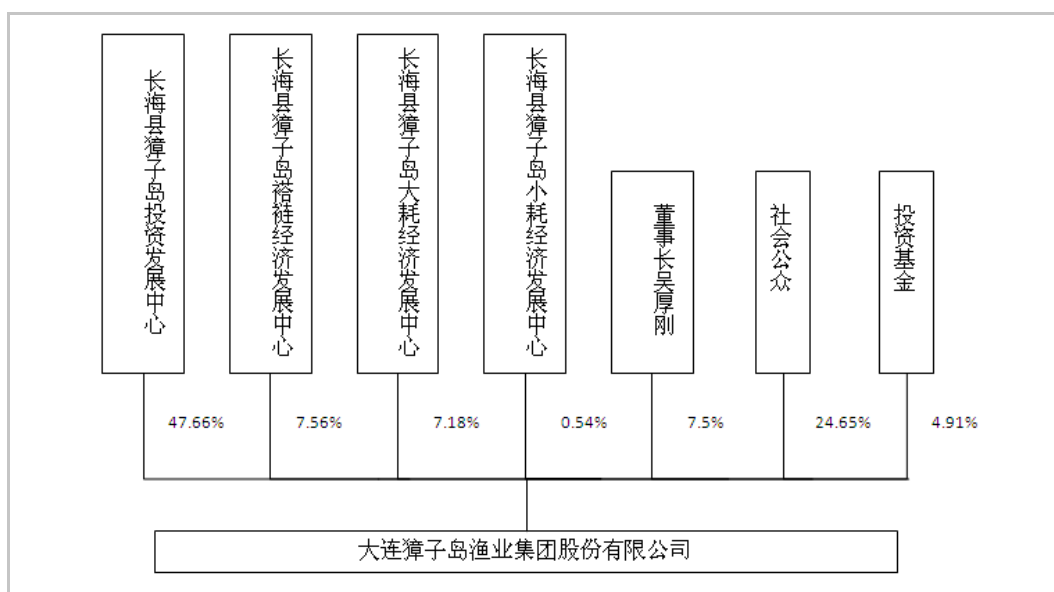
公司拥有全国最大的清洁海域，独立开发海域养殖面积居同行业之首。公司凭借资源优势大力发展底播养殖，是国内最大的海珍品底播增养殖企业，其中虾夷扇贝、鲍鱼的底播增殖面积居全国首位。

公司“獐子岛”品牌是国内海水养殖第一品牌。2006年，“獐子岛”商标获得中国水产行业第一个“中国驰名商标”。獐子岛马牙滩海参、鹰嘴石鲍鱼、獐子岛海胆等产品和加工品通过了有机产品的野生认证；“獐子岛”牌海参、鲍鱼、扇贝被认定为“国家地理标志保护产品”。2010年公司以其独享北纬39度纯净海域的高品质海珍品，成为上海世博会辽宁省唯一指定海珍品提供企业。

1.2 公司股权控制情况

公司股权相对集中，公司控股股东及实际控制人长海县獐子岛投资发展中心为集体所有制企业，持有公司47.66%的股份。公司董事长吴厚刚持有7.5%的股份，其中，在公司上市前通过定向增资持有公司848万股股票。2011年6月17日，吴厚刚通过深交所大宗交易系统减持了獐子岛1272万股，系兑现08-10年的股权激励计划。8月18日公司公告新一期股权激励方案。管理层持股及股权激励有利于管理层与股东利益的统一，有利于调动管理层的积极性，对公司稳定、经营目标的实现有积极作用。

图表 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告

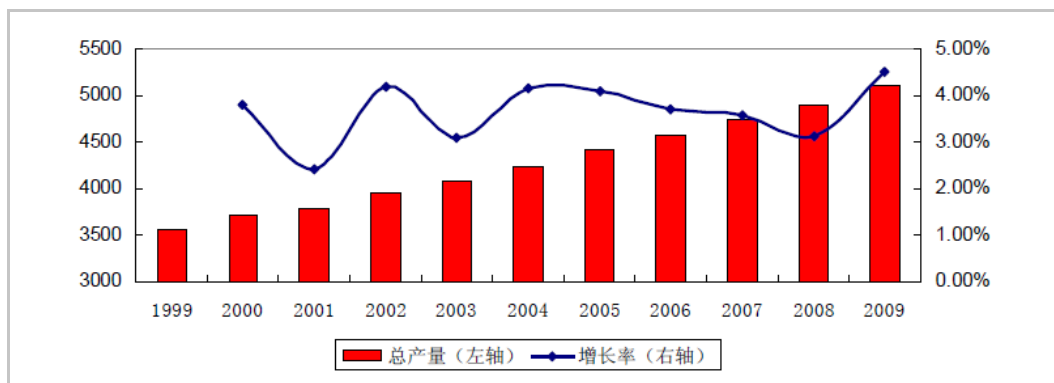
二、海水养殖行业现状

我国海域辽阔，海岸线长达 1.8 万千米，海洋国土面积约 300 万平方千米，且大多具有丰富的饵料，气候适宜，为我国发展海水养殖业提供了优良的物质条件。20 世纪 80 年代以来，我国海水养殖连续 20 多年保持高速发展态势，目前已成为世界最大的海水养殖生产国，海水养殖产量约占全球海水养殖总产量的 70%。

2.1 水产品总产量稳步增长，海水养殖发展迅猛

我国水产品总产量保持增长。据中国国家统计局资料显示，1999-2009 年中国水产品产量年均增长率超过 3%，水产品产量保持增长。2009 年中国水产品产量达到 5116 万吨。水产品总产量的增长与我国优异的渔业自然条件、国家产业政策的大力支持、育苗及增殖养殖技术的提高、国民经济的快速增长及人均收入不断提高等因素有密切关系。

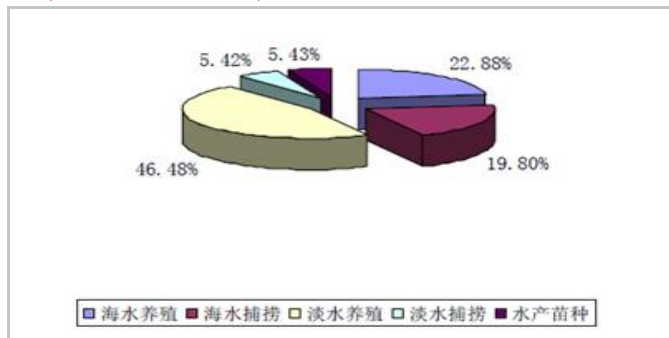
图表 2：1999-2009 年我国水产品总产量及增长率 单位：万吨



资料来源：wind 资讯、华泰证券

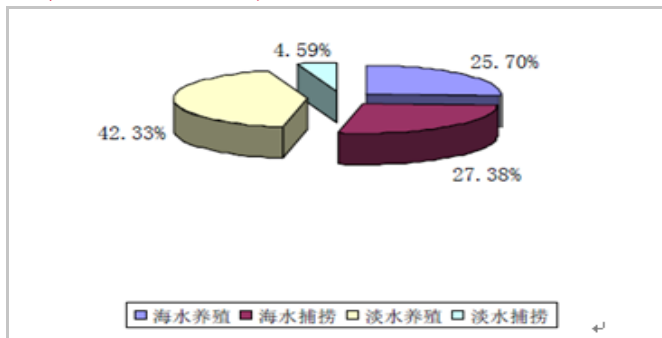
养殖在渔业中占据主导地位。以 2008 年为例，我国渔业水产品总量达 4895.6 万吨，渔业产值 5520.6 亿元，其中：养殖水产品总产量 3412.8 万吨，产值 4128.9 亿元（含苗种）；捕捞水产品产量 1482.7 万吨，产值 1391.7 亿元。养捕产量比例 70：30，产值比例为 75：25，养殖在我国渔业中占据主导地位。

图表 3：全国渔业产值构成



资料来源：《中国渔业年鉴 2009》

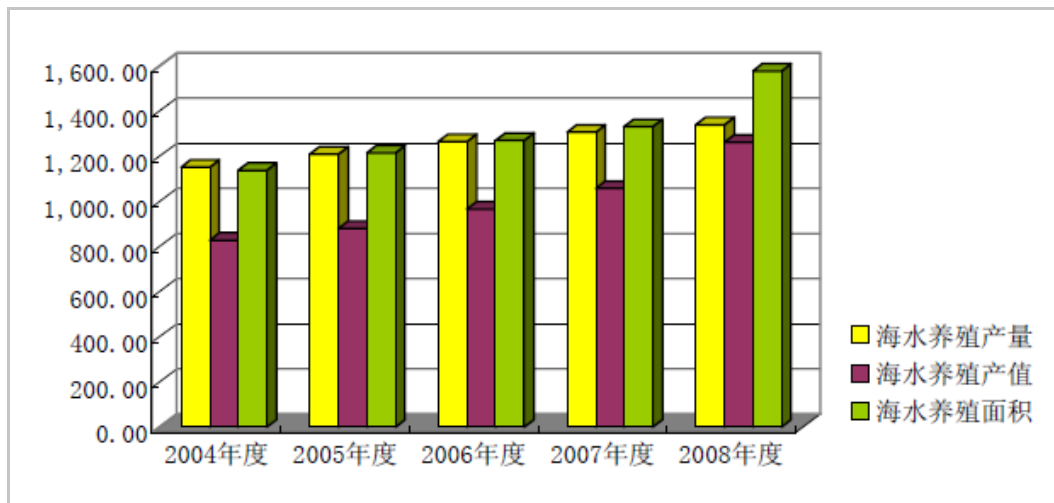
图表 4：全国渔业产量构成



资料来源：《中国渔业年鉴 2009》

海水养殖发展迅猛。从养殖总量来看。2008年，我国海水养殖面积达到 1578.91 千公顷，占水产养殖总面积的 24.11%，较上年增加 247.4 千公顷，增幅 18.58%。海水养殖产量 1340.3 万吨，较上年增长 33.0 万吨，再创历史新高。海水养殖产量占当年海水产品产量的 51%，占当年水产品总产量的 27%。海水养殖产值 1,263.4 亿元，占当年渔业总产值的 23%。

图表 5：我国海水养殖主要指标增长情况



资料来源：《中国渔业年鉴 2009》

海水养殖以贝类为主。我国淡水养殖主要以鱼类为主，08年鱼类产量占整个淡水产品比例为 88.63%。而海水养殖业以贝类为主，占全部养殖产量的 75.21%，其次是藻类，占全部养殖产量的 10.34%，再次是甲壳类，占全部养殖产量的 7.03%，鱼类产量仅列第四名，仅占 5.58%。

图表 6：海水养殖品种产量比较

产品构成	产量	占比	较上年增加	较上年增幅
贝类	1008.1	75%	14.3	1.44%
藻类	138.6	10%	3.0	2.21%
甲壳类	94.2	7%	2.3	2.48%
鱼类	74.4	6%	5.8	8.48%
其他类	24.7	2%	7.5	43.60%
合计	1340.3	100%	32.9	2.52%

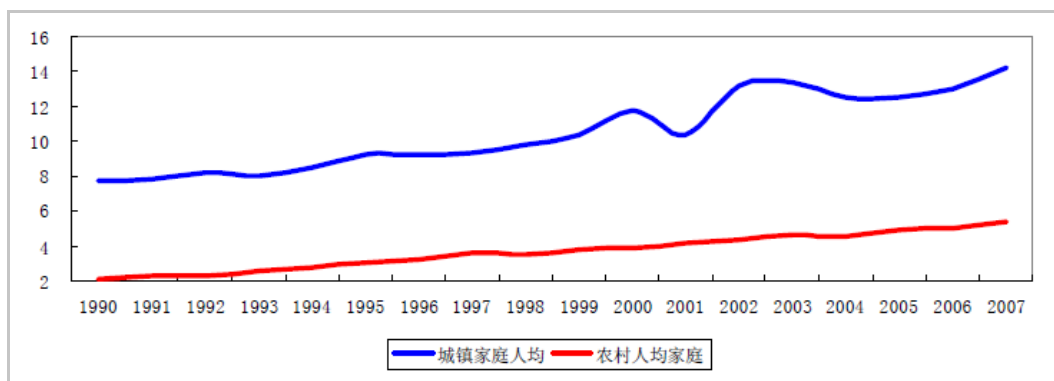
资料来源：《中国渔业年鉴 2009》

2.2 水产品需求旺盛 未来仍具有成长空间

人均消费量逐年提高。随着我国经济实力的上升，居民人均收入的增加，人们的消费习惯也在发生着转变，水产品因其公认的高蛋白，低脂肪等特点，日益受到消费者的青睐。近 20 年来，其消费稳步提升。城镇居民家庭水产品人均年消费由 1990 年的 7.69 公斤增加到 2007 年的 14.2 公斤；农村居民家庭水产品人均年消费由 1990 年的 2.13 公斤增至 2007 年的 5.36 公斤。未来随着人均收入的增长及消费结构的调整，人均水产品消费将保持增长。同时，目前城镇与农村居民水产品消费水平差距较大，国家已把农民增收问题

放在发展农业、经济的首位，未来农民收入的增加为水产品消费提供了较大的增长空间。

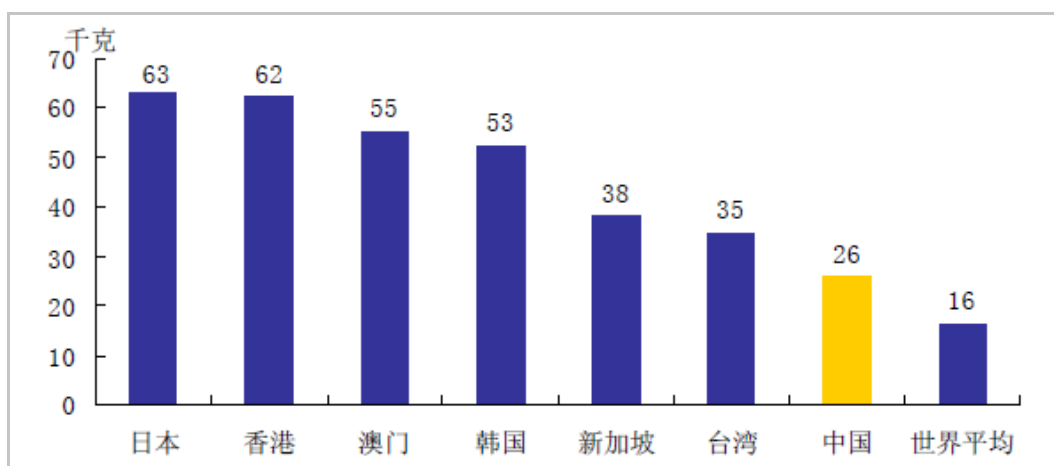
图表 7：城镇、农村家庭人均全年购买水产品数量 单位：千克



资料来源：wind 资讯、华泰证券

从全球来看，我国水产品人均消费水平 08 年达到 26 千克，高于世界平均水平 16 千克，但与周边国家和地区相比仍有较大差距。比如，韩国、日本人均消费水平分别为 50、60 千克左右。我国增长潜力巨大。

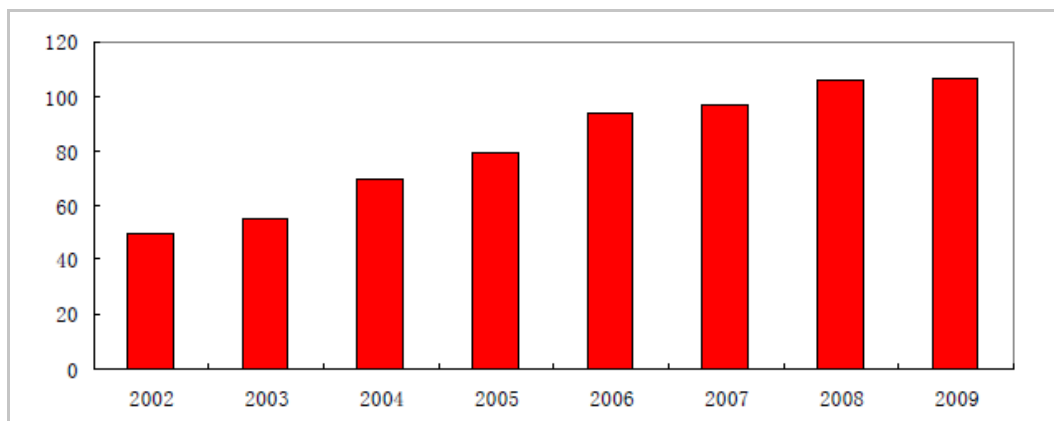
图表 8：我国水产品人均消费水平与周边国家和地区相比仍有较大差距



资料来源：“Fisheries of United States(2008)”

我国是水产品出口大国，国外需求量巨大。2002 年我国水产品出口额首次超过泰国，位居全球第一。2000~2006 年平均水产品出口总额占农产品出口总额的 28.46%，位居大宗农产品出口首位。2009 年出口额首次突破 100 亿美元 107 亿美元，贸易顺差 54.4 亿美元，水产品出口额继续位居大宗农产品出口首位，占农产品出口总额（395.9 亿美元）的 27%。

图表 9: 我国历年水产品行业出口额 单位: 亿美元



资料来源: 中国海关总署

三、公司主营业务分析

虾夷扇贝作为公司收入最重要的来源, 主要针对大众消费品市场, 未来重点在于渠道精耕、提高对终端的控制力; 鲍鱼、海参等海珍品主要针对高端客户, 未来重点在于品牌建设、认知度的提高。

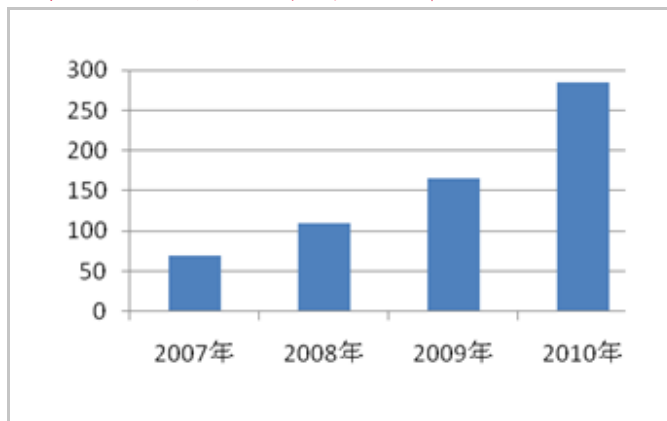
3.1 虾夷扇贝: 资源无忧, 未来看销售

目前我国贝类养殖品种主要包括原产的栉孔扇贝、从美国引进的海湾扇贝、从日本引进的虾夷扇贝, 其中虾夷扇贝具有规格大、贝壳美观、闭合肌肥满等特点, 在贝类中价格最高。

◆ 公司底播虾夷扇贝市场占有率高达 75%-80%

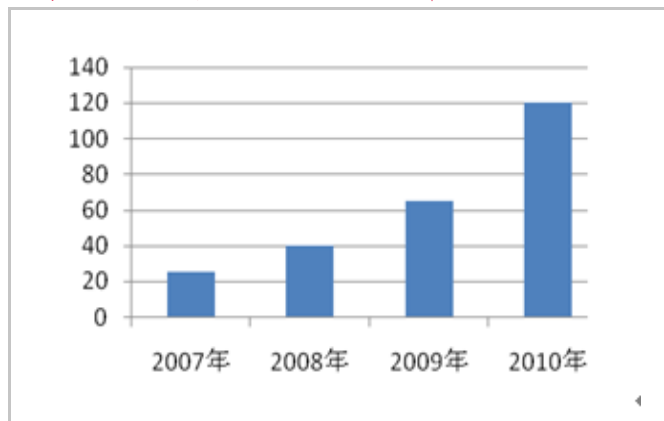
目前虾夷扇贝养殖方式主要有底播和浮筏养殖, 浮筏养殖占比 90%。公司以底播养殖为主, 近年来随着公司海洋牧场规模的不断扩大, 公司底播扇贝的投苗、采捕面积也逐年增长, 产品在整个底播虾夷扇贝市场的占有率从 2003 年的 40% 提高到目前的 75%-80%。

图表 10: 公司确权海域面积 单位: 万亩



资料来源: 华泰证券

图表 11: 公司扇贝投苗面积 单位: 万亩



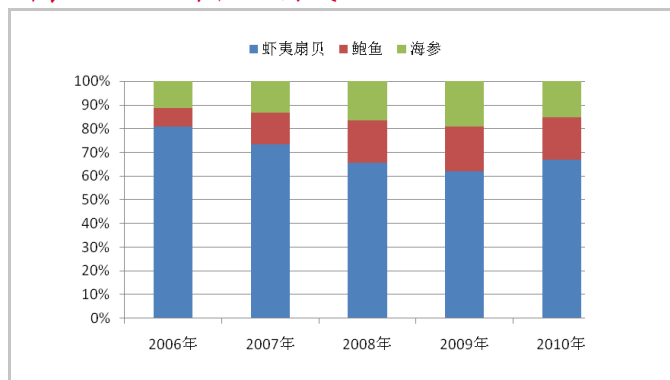
资料来源: 华泰证券

与浮筏养殖相比底播养殖环境更接近自然生长，产出的成品贝规格更大、品质更高，价格也高于浮筏养殖的扇贝。不同于浮筏养殖供应市场的时间集中在每年的3-6月，底播养殖可以全年供应、随销随捞，缺点是对底播水域自然条件的要求高，且养殖周期更长。公司底播的主要海域獐子岛海域是国内少有的适合底播增殖的区域，这也是公司资源优势所在。同时，公司采用轮播的方式，即根据扇贝的生长周期（1年半-2年），对底播海域分区，轮流投苗捕捞，克服了底播养殖周期长的问题。

◆ 扇贝产品是公司收入和利润的主要来源

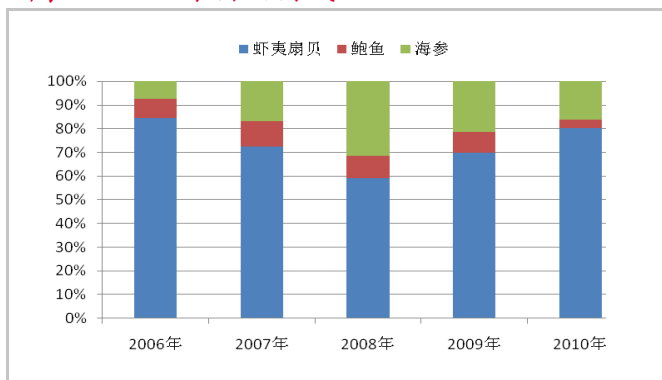
近年来随着公司产品结构的完善，鲍鱼、海参产销量提高导致扇贝收入占比有所下降，但扇贝产品仍然是公司收入最重要的来源。公司扇贝采取底播养殖方式，在自然环境中任其生长，成本主要为苗种费、海域使用费分摊，毛利率高。07年受暖冬影响，虾夷扇贝长势减缓、规格较小，售价较低影响毛利率，8万亩虾夷扇贝养殖周期转入下一年度收获。以此为契公司策略性地将虾夷扇贝养殖周期从2年延长到3年，发挥三龄贝规格大，售价高的优势。09年以来随着三龄贝形成规模，虾夷扇贝毛利率回升，09、10年扇贝产品毛利率分别为：50.82%、62.27%。虾夷扇贝产品利润贡献高于收入贡献。

图表 12: 公司收入构成



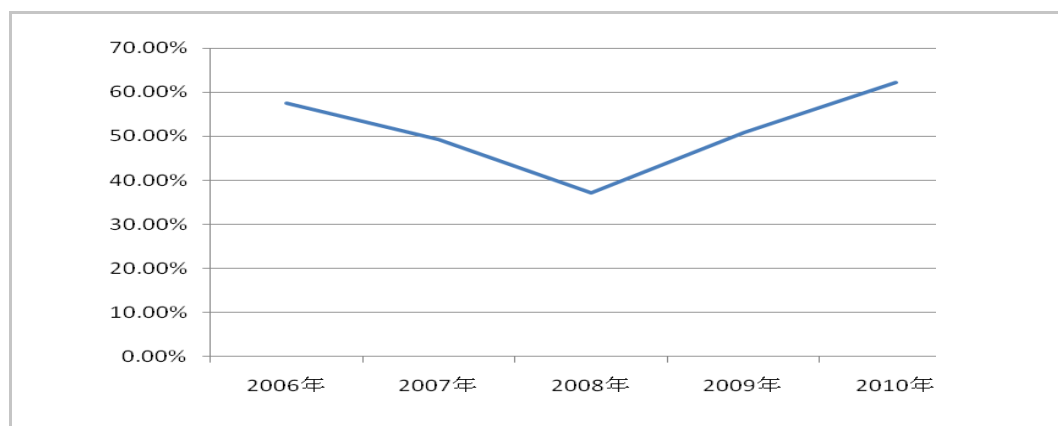
资料来源：华泰证券

图表 13: 公司利润构成



资料来源：华泰证券

图表 14: 虾夷扇贝系列产品毛利率变化情况

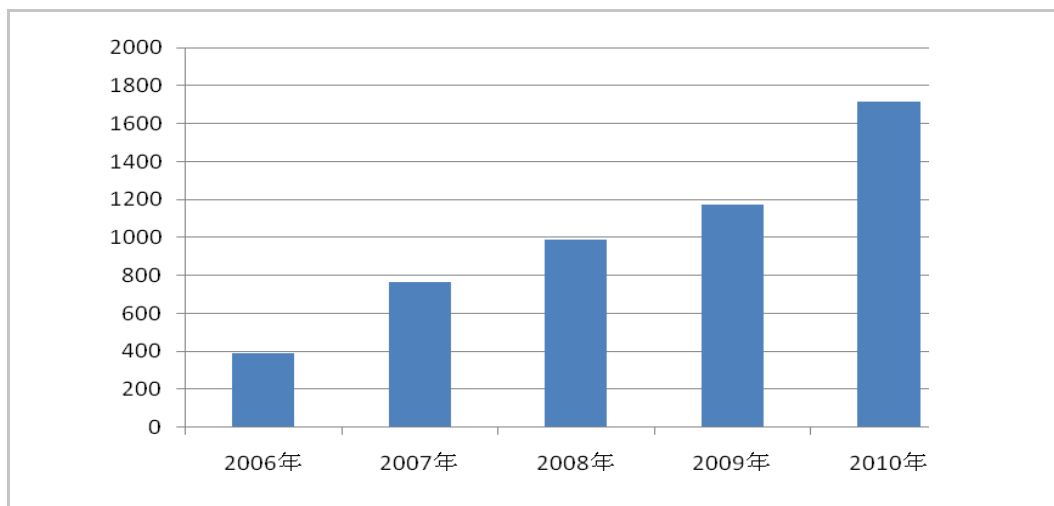


资料来源：中国海关总署

◆ 公司底播虾夷扇贝投苗量逐年提高

10年投苗120万亩超过08、09年总和。底播扇贝的养殖周期为两年，即当年11-12月份投苗，经过当年和第二年一年的生长，于第三年采捕。2010年，公司扇贝收获面积33万亩，产量5万吨，亩产约150公斤。10年投苗120万亩则12-13年收获面积在90-100万亩左右，按照10年的亩产水平150公斤则扇贝产量可达到13.5-15万吨。

图表 15: 上市以来公司存货快速增长 单位: 百万元



资料来源: 华泰证券

◆ 加工能力有保证

公司目标做全球第一的贝类产品供应商，扇贝除销鲜外，已经开发出包括半壳贝、虾夷贝柱、柱连籽、扇贝籽等在内的品种丰富的冻品。公司原有永祥水产品公司、永盛水产有限公司、荣成食品公司、海胆食品公司及金贝厂场分公司共5座水产品加工厂，年加工能力15000吨，其中主要为扇贝加工。目前公司在建一座建筑面积超过20000平方米、年加工贝类原料3.5万吨，可完成产品总量6000余吨的贝类加工中心，加工能力的提升有助于分流鲜活扇贝，稳定市场供给，保护鲜活产品的价格。

图表 16: 公司扇贝加工产品



资料来源: 公司网站

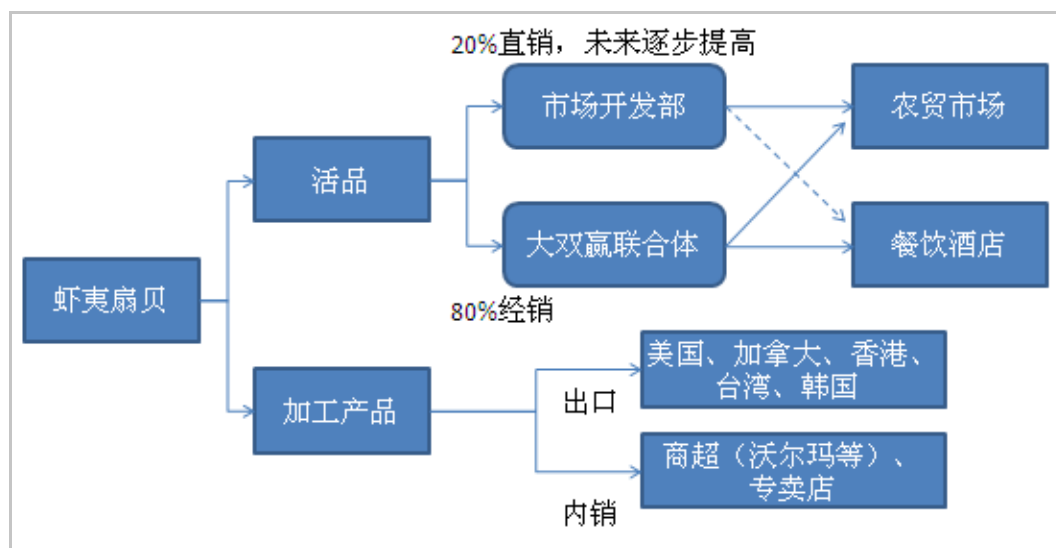
◆ 扇贝业务未来增长看销售

经过近年海域资源的扩张，公司已经拥有 280 余万亩确权海域，定增项目完成后扇贝年滚动收获面积将达到 60 万亩，虾夷扇贝产能达到 10 万吨，占现有国内扇贝总产量的 9%~10%。产能完全可以满足未来增长需要，销售决定增长速度。

扇贝活品方面，此前公司主要将精力集中于资源扩张、产量的提高，产品通过大双赢（指公司扇贝活品 8 个经销商的联合体）来销售，销售量占到 70-80%。但随着公司扇贝销售收入从 06 上市之初的 4.2 个亿增长到 10 年的 9.05 个亿，收获面积从 07 年的 15 万亩增长到 10 年的 33 万亩，13 年将再次翻番超过 60 万亩，渠道精耕变得比资源扩张更加重要。11 年公司在上海、北京、广州地区实现了直销，通过加强对终端市场的掌控能力增强在定价权、销售灵活性等方面的优势，同时有利于公司品牌的推广。

扇贝加工品方面，内销这一块公司产品已经成功进入沃尔玛、家乐福、麦德龙、易初莲花等连锁超市，覆盖全国 70 多个城市。从去年底公司与沃尔玛“农超对接”基地揭牌至今已经进驻 7 家沃尔玛系统门店，未来公司将继续拓展沃尔玛在中国的 300 余家门店。

图表 17：公司扇贝产品销售渠道

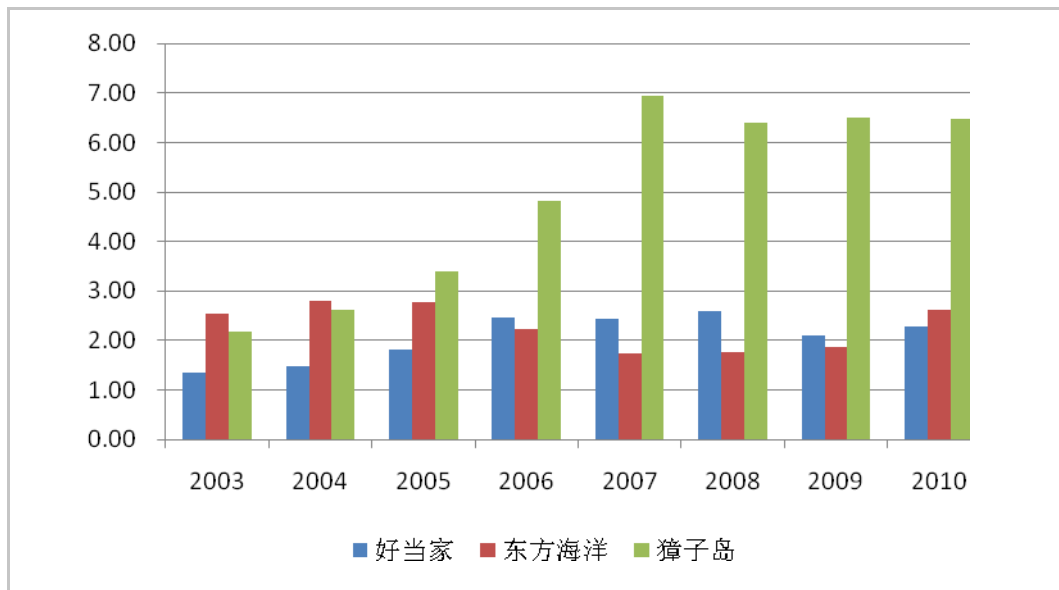


资料来源：华泰证券

3.2 海参：定位高端、享受品牌溢价

与虾夷扇贝不同，公司在海珍品（海参、鲍鱼）领域定位高端，将原产地与高质量健康生活联系起来，努力塑造高端品牌形象。公司为獐子岛海域的海参、鲍鱼产品获得“原产地认证”，从而为“獐子岛”品牌赋予了双重内涵。海参方面，以“北纬 39 度（獐子岛海域所在纬度）”赋予公司海参产品来自洁净海域、自然天成的形象。通过公司不懈努力，“獐子岛”品牌海参已受到市场认可，公司同规格的海参价格要高于同行 20%-30%。

图表 18: 公司销售费用率高于同行业其他上市公司



资料来源：华泰证券

公司将加强对优质海参资源的控制力度。目前国内海参产量约 10 万吨，其中底播海参产量占比不到 10%，长海县野生海参产量约 2000 吨。公司现在獐子岛海域底播海参年捕获量在 500 吨左右。为实现到 15 年海参销售 10 亿元的目标，公司除将继续通过“公司+农户”模式控制长海县优质海参资源外，或寻找行业整合机会，同时，不排除在朝鲜和俄罗斯也在积极探寻获取优质海参资源的可能。

从渠道来看，公司底播海参养殖周期较长，售价较高，主要通过商超和专卖店销售。目前在辽宁、山东等传统海参消费地区餐饮渠道消费占比在 50% 左右，在其他海参消费地区餐饮渠道占比为 80-90%。但我们认为餐饮渠道采购对海参价格相对敏感，真正能体现稀缺资源价值的还是商超和专卖店的品牌消费。公司在品牌意识和品牌建设方面走在了同行前面。预计 2011 年公司专卖店数量在 300 家左右。

图表 19: 公司海参产品



资料来源：公司网站

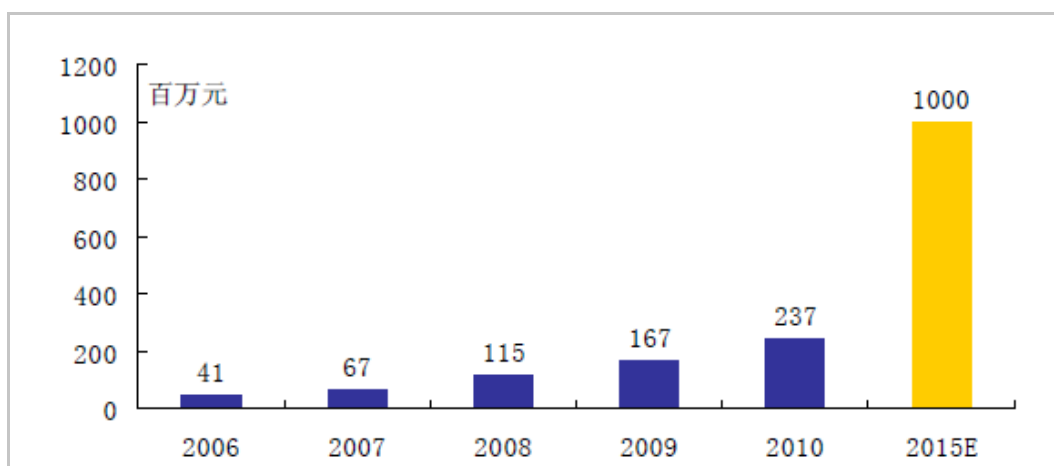
3.3 鲍鱼：规模扩张+市场细分，目标 10 亿元

资源方面，首先，公司在旅顺和南方建立鲍鱼良种繁育基地，提高鲍鱼苗种自给率问题；其次，公司在南方建立大规模养殖基地，抢占南方市场份额。公司目前已经形成“北鲍北养”、“北鲍南养”、“南鲍南养”的全维度养殖体系，分别对应高中低端产品，丰富了产品品类，降低了养殖风险。

品牌建设方面，公司实行差异化品牌化运作，区分獐子岛 1972 国宴鲍、荣成鲍鱼、福建鲍鱼等不同层次的品牌。其中獐子岛 1972 国宴鲍为最高端品牌，今年公司在成都春季糖酒会上举行了“獐子岛 1972 鲍鱼品牌发布会”，正式开始品牌化运作，鲍鱼价格可达到 800-900 元/斤，公司力争将高端品牌做到 1-2 个亿的收入。待高端品牌获得市场充分认可后，公司的中低端品牌也会有一定市场溢价。

公司目标到 15 年实现鲍鱼销售 10 亿元。我们认为主要增长动力来自南方新建养殖基地带来的产量增长。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。预计 13 年鲍鱼销售规模将由目前的 1200 吨增长到 3000 吨。

图表 20：公司鲍鱼收入快速增长



资料来源：华泰证券

图表 21：公司鲍鱼产品



资料来源：公司网站

3.4 鲟鱼：未来有望成为新的增长点

◆ 以鲟鱼为新起点，进入高端淡水养殖

上半年公司获得云南阿穆尔鲟鱼养殖有限公司 20% 股权，正式进入鲟鱼养殖行业。阿穆尔鲟鱼业务始于 2000 年，目前已拥有从苗种繁育、成鱼养殖、成鱼加工/鱼子酱生产到销售的完整产业链。鲟鱼养殖需要天然泉水，目前阿穆尔已拥有 10 处天然泉水生态养殖基地，总养殖面积超过 300 亩，存量鲟鱼超过 20 万尾，其中一部分是亲鱼，多数成鱼进入怀卵期，成鱼数量位居国内第一。

◆ 瞄准高端鱼籽酱市场，进入壁垒较高

鲟鱼只有生长 4-5 年后通过人工检测方可辨别性别，其中雄鱼直接作为鱼肉销售，雌鱼则继续养至 8-10 年后“杀鱼取卵”，生产鱼籽酱，一条雌鱼只能产 12 公斤鱼籽酱，养殖周期长、投入大使得鱼籽酱产业进入壁垒要远高于低龄鲟鱼的壁垒。国内鲟鱼价格自 2000 年以来快速下跌，从 90 年代末的 600 元/公斤下降到当前几十元/公斤的水平，主要是养殖技术突破带来成活率提高导致鲟鱼鱼肉供给增长快于消费增长所致。相反，被誉为“黑色珍珠”、“黑色黄金”的鱼籽酱价格居高不下，最高价格达到 5000 欧元/公斤，国内市场的价格也高达 8000 元/公斤。目前国内从事鲟鱼籽酱生产的企业主要有 4 家。鲟鱼养殖 8-10 年才能产鱼籽酱，投资回收期长，公司的资金优势及高端海产品市场开拓的经验使其更具有竞争力，未来不排除进一步整合的可能。

◆ 鲟鱼养殖利润高

鲟鱼养殖盈利能力较强。鱼籽酱的毛利率在 80-90%，销售活鱼的毛利率也在 30% 左右。按照 20 万尾鲟鱼年产 5 吨鱼籽酱，保守估计鱼籽酱价格 5000 元/公斤，则年销售额为 2500 万元，毛利超过 2000 万元。而实际鱼子酱价格很可能高于上述标准，目前国内某公司达氏鳇鱼子酱价格达到 22100 元/公斤，杂交鲟鱼子酱也有 13910 元/公斤。单看鱼肉收入，20 万尾按照 100 公斤/尾、30 元/公斤的价格则销售收入可达 6 元，毛利 1.8 个亿。

四、盈利预测

4.1 股权激励锁定业绩下限

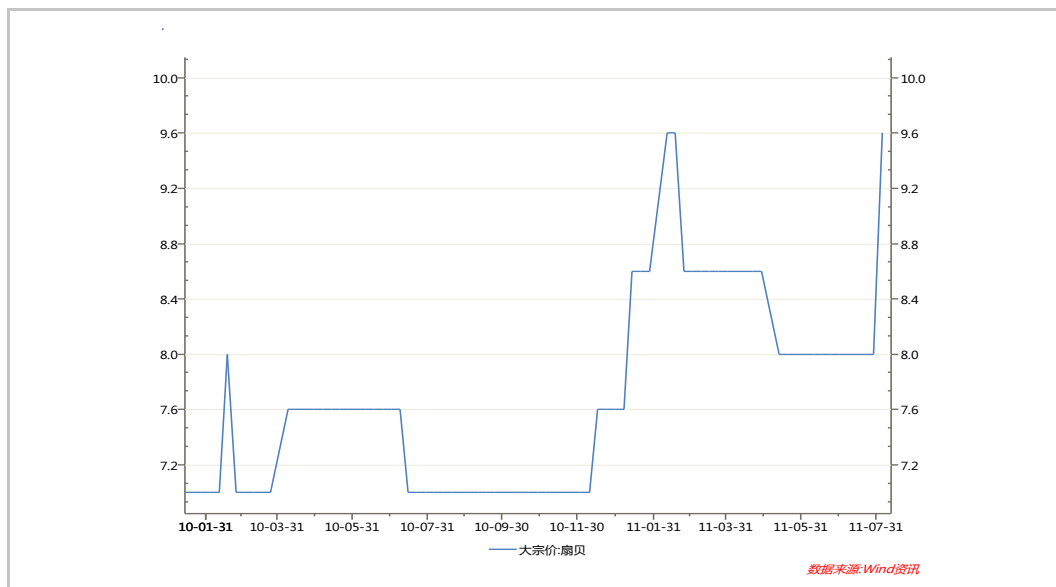
公司 8 月 18 日公告新一期股权激励方案，拟对包括董事、高管及其他员工等 142 人授予 1000 万份股票期权，业绩考核标准为 2011-13 年的净利润分别较 2010 年增长率不低于 25%、56%、95%，2011-13 年加权 ROE 分别不低于 14%、15%、16%。

上述净利润增长目标相当于年复合增长率 25%，2011-2013 年公司的净利润下限为 5.28、6.59 和 8.24 亿元，折合每股收益为 0.74、0.96 和 1.16 元。从投苗量来看，10 年投苗将在 12-13 年进入收获期，加上南方养殖基地鲍鱼增量及后期贝类加工基地新增加工能力，我们认为激励目标的实现基本可以确定。

4.2 主要假设及盈利预测

扇贝活品方面，今年扇贝市场价格整体趋涨，公司养殖的大贝将保持价格优势，预计11年均价27元/公斤，未来保持平稳小幅上涨。销量保持30%以上的年增长率。

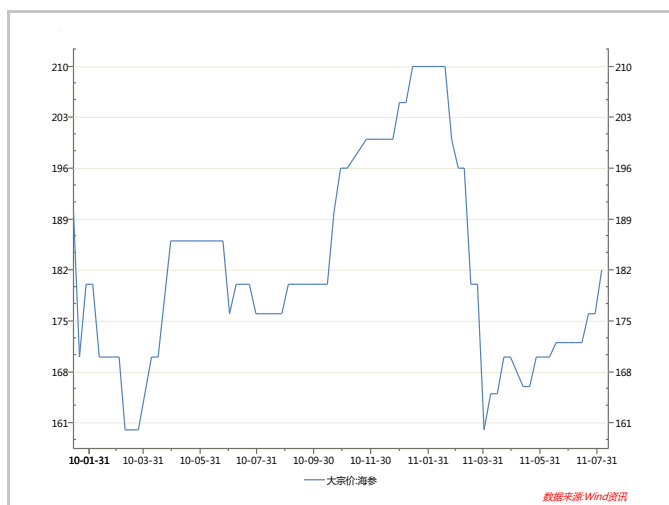
图表 22: 山东威海水产品批发市场扇贝大宗价 单位: 元/千克



资料来源: 华泰证券、wind 资讯

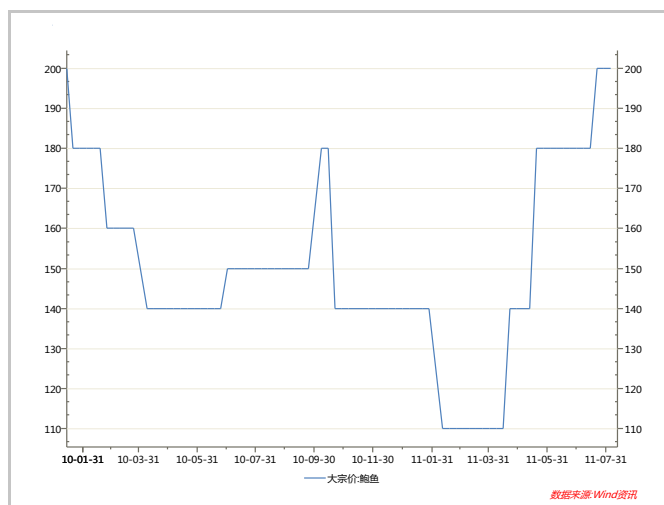
随着海参消费升温及公司产品品牌溢价的逐渐体现，预期未来公司底播海参价格保持上涨。预计11-13年均价为235元/公斤、255元/公斤、275元/公斤。毛利率在75%左右。鲍鱼预计随着低价南方鲍销售占比增加均价有所下滑，11年在117元/公斤左右，未来小幅上涨。毛利率有所下降，在10%左右。

图表 23: 山东威海海参大宗价 单位: 元/千克



资料来源: 华泰证券、wind 资讯

图表 24: 山东威海鲍鱼大宗价 单位: 元/千克



资料来源: 华泰证券、wind 资讯

图表 25: 主要产品毛利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
虾夷扇贝					
销售均价 (元/公斤)	24.38	26.76	27.04	27.63	28.80
销售数量 (万吨)	1.78	2.72	3.65	4.80	6.60
销售收入 (百万元)	433.96	727.87	986.96	1326.24	1900.80
增长率	N/A	67.73%	35.60%	34.38%	43.32%
毛利率	60.30%	69.88%	73.10%	72.31%	71.54%
毛利 (百万元)	261.68	508.64	721.47	959.00	1359.83
海参					
销售均价 (元/公斤)	196.10	215.78	235.00	255.00	275.00
销售数量 (吨)	276.00	223.00	250.00	290.00	310.00
销售收入 (百万元)	54.12	48.12	58.75	73.95	85.25
增长率	N/A	-11.09%	22.09%	25.87%	15.28%
毛利率	72.73%	75.21%	75.00%	75.00%	75.00%
毛利 (百万元)	39.36	36.19	44.06	55.46	63.94
鲍鱼					
销售均价 (元/公斤)	158.00	127.00	117.00	122.00	127.00
销售数量 (吨)	500.00	930.00	1400.00	1450.00	1450.00
销售收入 (百万元)	79.00	118.11	163.80	176.90	184.15
增长率	N/A	49.51%	38.68%	8.00%	4.10%
毛利率	22.78%	9.80%	10.50%	10.80%	11.00%
毛利 (百万元)	18.00	11.57	17.20	19.11	20.26
海胆等其他					
销售收入 (百万元)	58.00	60.00	65.00	68.00	70.00
毛利率	33.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利 (百万元)	19.14	15.00	16.25	17.00	17.50
养殖收入合计 (百万元)					
成本合计 (百万元)	286.91	382.70	475.53	594.52	778.67
毛利 (百万元)	338.18	571.40	798.98	1050.57	1461.53
养殖业务毛利率	54.10%	59.89%	62.69%	63.86%	65.24%
水产加工收入 (百万元)					
成本合计 (百万元)	526.64	593.89	800.22	1051.15	1419.05
毛利 (百万元)	70.12	166.05	187.71	262.79	354.76
水产加工业务毛利率	11.75%	21.85%	19.00%	20.00%	20.00%

资料来源: 公司招股说明书

五、公司估值

5.1 相对估值

从可比公司来看,当前股价相对 11 年每股收益的 PE 东方海洋为 34.91 倍,好当家 36.27 倍,公司为 35.36 倍,行业均值 36.85 倍,仅具备较小的估值优势。

从水产养殖(申万三级行业)相对农林牧渔(申万一级行业)估值的溢价率来看,11 年上半年水产养殖行业处于估值相对低谷,溢价率在-25%左右。7 月以来估值水平明显向上修复,目前溢价率在-10%左右。我们发现 09、10 年下半年水产养殖旺季时行业相对估值水平都高于上半年,其中 09 年 12 月溢价率最高达到 26.42%。

从公司历史估值水平来看,最近一年公司 PE 在 30-40 倍的区间内。

图表 26: 可比公司估值水平

股票代码	股票名称	收盘价 (2011-08-31)	每股收益				市盈率 PE			
			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
002086	东方海洋	16.06	0.3008	0.4601	0.6614	0.8924	61.33	34.91	24.28	18.00
002447	壹桥苗业	37.28	1.0500	0.6044	1.0910	1.7228	87.84	61.68	34.17	21.64
600467	好当家	12.74	0.2300	0.3513	0.4876	0.6161	64.12	36.27	26.13	20.68
002069	獐子岛	29.49	0.9300	0.8340	1.1410	1.5780	45.86	35.36	25.85	18.69
	行业均值	15.09	0.3097	0.4708	0.6608	0.8809	55.76	36.85	26.26	19.70

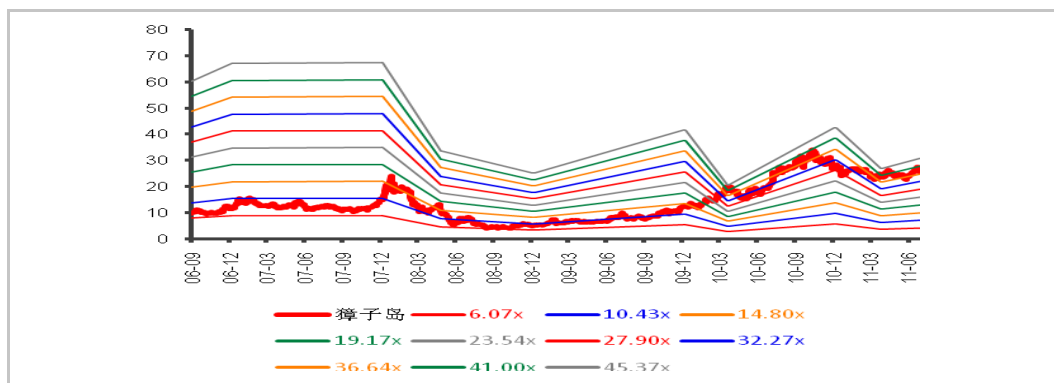
资料来源: 华泰证券

图表 27: 水产养殖相对农林牧渔行业的溢价率 (PE, TTM 整体法)



资料来源: 华泰证券

图表 28: 獐子岛历史 PE 水平



资料来源: 华泰证券

5.2 绝对估值

图表 29: DCF 主要参数假设

参数	假设
β 值	1.036
无风险利率	3.85%
市场的预期收益率	8.00%
股权资本成本	8.15%
债务成本	5.68%
WACC	7.90%
永续增长率	3.00%

资料来源: 华泰证券

图表 30: DCF 估值的敏感性分析

永续增长率 $G_n(\%)$						
WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
2.90%	71.49	103.29	205.81	-1727.79	-148.00	-72.27
3.90%	51.60	65.80	94.95	188.93	-1583.49	-135.39
4.90%	39.88	47.59	60.62	87.36	173.57	-1452.45
5.90%	32.18	36.86	43.93	55.89	80.45	159.60
6.90%	26.74	29.79	34.09	40.59	51.58	74.15
7.90%	22.70	24.80	27.61	31.56	37.54	47.65
8.90%	19.60	21.09	23.02	25.61	29.24	34.75
9.90%	17.14	18.24	19.61	21.39	23.77	27.12
10.90%	15.14	15.97	16.98	18.25	19.89	22.08
11.90%	13.50	14.13	14.90	15.83	17.00	18.51
12.90%	12.12	12.61	13.20	13.91	14.77	15.85
13.90%	10.95	11.34	11.80	12.34	12.99	13.79

资料来源: 华泰证券

六、投资评级

DCF 估值显示绝对估值区间在 25-40 元之间。我们认为随着下半年进入养殖旺季水产养殖行业相对农林牧渔的估值水平有进一步向上调整的空间，而公司面临前期投苗量扩大及销售模式转变的确定性增长。考虑公司扇贝产品在品质、价格上的优势及海参、鲍鱼产品的品牌溢价，结合相对估值给予公司 11 年 42 倍 PE，六个月目标股价 34.86 元。给予公司“推荐”评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2424	2822	3331	4173
现金	477	617	853	1110
应收账款	122	170	214	271
其他应收款	5	-5	-5	-5
预付账款	98	50	50	50
存货	1716	1989	2218	2747
其他流动资产	6	0	0	0
非流动资产	881	1084	1086	1056
长期投资	24	26	25	25
固定资产	567	803	838	843
无形资产	247	231	215	199
其他非流动资产	42	24	7	-11
资产总计	3304	3906	4416	5228
流动负债	1173	639	700	757
短期借款	357	83	318	343
应付账款	159	184	210	231
其他流动负债	657	371	172	183
非流动负债	441	441	441	441
长期借款	441	441	441	441
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1613	1079	1141	1198
少数股东权益	5	5	5	5
股本	452	700	700	700
资本公积	346	874	874	874
留存收益	889	1247	1695	2450
归属母公司股东权益	1686	2821	3270	4025
负债和股东权益	3304	3906	4416	5228

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	43	169	486	680
净利润	422	584	799	1105
折旧摊销	91	99	119	129
财务费用	47	33	24	23
投资损失	-23	-27	-32	-37
营运资金变动	-500	-522	-425	-544
其他经营现金流	5	1	2	4
投资活动现金流	-310	-284	-103	-79
资本支出	286	300	120	100
长期投资	0	2	-1	-0
其他投资现金流	-24	18	16	21
筹资活动现金流	501	255	-146	-345
短期借款	-205	-274	235	25
长期借款	404	0	0	0
普通股增加	226	248	0	0
资本公积增加	-226	528	0	0
其他筹资现金流	303	-247	-381	-370
现金净增加额	233	140	236	256

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2259	3311	4293	5762
营业成本	1484	2224	2843	3781
营业税金及附加	3	5	7	9
营业费用	147	225	300	403
管理费用	127	182	236	317
财务费用	47	33	24	23
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	23	27	32	37
营业利润	470	669	915	1265
营业外收入	21	0	0	0
营业外支出	7	0	0	0
利润总额	484	669	915	1265
所得税	61	85	116	160
净利润	422	584	799	1105
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	423	584	799	1105
EBITDA	607	801	1057	1418
EPS (元)	0.93	0.83	1.14	1.58

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	49.4%	46.6%	29.7%	34.2%
营业利润	133.5%	42.4%	36.7%	38.3%
归属于母公司净利润	104.6%	38.2%	36.7%	38.3%
获利能力				
毛利率 (%)	34.3%	32.8%	33.8%	34.4%
净利率 (%)	18.7%	17.6%	18.6%	19.2%
ROE (%)	25.1%	20.7%	24.4%	27.5%
ROIC (%)	21.8%	22.0%	25.5%	30.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	48.8%	27.6%	25.8%	22.9%
净负债比率 (%)	53.31%	55.63%	72.62%	71.54%
流动比率	2.07	4.42	4.76	5.51
速动比率	0.60	1.30	1.59	1.88
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.92	1.03	1.19
应收账款周转率	22	22	21	23
应付账款周转率	10.68	12.97	14.42	17.14
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	2.41	4.03	4.67	5.75
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.06	0.00	0.00	0.00
每股净资产 (最新摊薄)	3.23	4.73	6.13	8.23
估值比率				
P/E	11.84	7.08	6.11	4.96
P/B	8.84	6.03	4.65	3.47
EV/EBITDA	34	26	20	15

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6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;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。