

东方海洋 (002086.SZ)

肉禽鱼产品行业

评级: 买入 首次评级

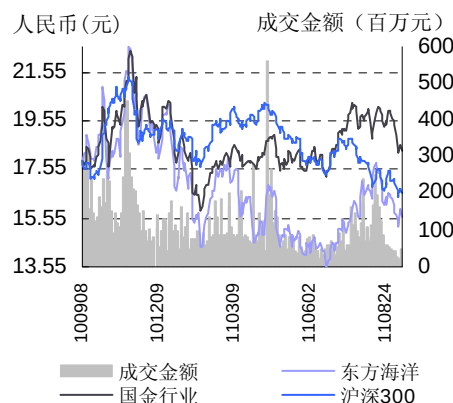
公司研究

市价(人民币): 15.61元
目标(人民币): 20.80-22.75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)	234.69
总市值(百万元)	3,806.50
年内股价最高最低(元)	22.60/13.55
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



行业供不足需, 销量增长可期

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.227	0.301	0.425	0.646	0.860
每股净资产(元)	4.45	4.76	5.13	5.73	6.54
每股经营性现金流(元)	0.39	0.09	0.47	0.76	0.99
市盈率(倍)	59.26	61.33	36.74	24.15	18.15
行业优化市盈率(倍)	53.20	58.60	55.48	55.48	55.48
净利润增长率(%)	20.54%	32.65%	41.24%	52.14%	33.07%
净资产收益率(%)	5.09%	6.32%	8.28%	11.29%	13.16%
总股本(百万股)	243.85	243.85	243.85	243.85	243.85

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **从供给来看**, 国外海参目前仍以野生捕捞为主。由于过度捕捞, 野生资源已经逐渐衰竭。而海参人工养殖尚处于小规模试验阶段, 目前较为领先并且形成一定规模的国家主要是中国和日本(主要是刺参)。我国的海参产量由于清洁养殖海域资源的日渐稀少, 产量增长区间已经从06年以前的20%-30%下滑至近几年的5%-20%, 未来将面临增长空间逐渐减小的局面。
- **从需求来看**, 海参的消费群体主要是全球华人, 其中中国大陆是主要的消费市场。香港、台湾和新加坡等华人地区的海参消费发展经验均表明, 人均GDP突破6000美元往往可以启动当地的海参消费热潮, 这一规律也基本与我国目前主要的海参消费省区相吻合。我国人均GDP目前只有4000多美元, 人均GDP的不断上升将进一步拉动国内海参消费需求。**从定量来看**, 香港、台湾和新加坡等华人地区的人均海参(干货)消费量基本在30-90公斤/每千人的水平。而我国目前海参主要消费省区的人均消费量只有10.57公斤/每千人, 全国居民的人均消费量更是只有3.69公斤/每千人。人均消费量的差距隐含的是国内海参消费市场巨大的增长潜力。
- **东方海洋的竞争优势主要体现在优质的底播养殖海域资源**。我国海参产量过去10年虽然有较大增幅, 但是底播量不仅增长有限, 且占比仅为总供给量的4.23%。公司坐拥约4万亩的海参底播海域资源, 产品品质的差异化竞争优势是其一大亮点。而在供不应求的行业格局之下, 公司底播海参的品质差异化优势更是有望助推公司新增产能顺畅地转化为销量增长。

盈利预测、估值与投资建议

- 我们预计公司2011-2013年的净利润分别为103.62百万元、157.65百万元和209.87百万元, 同比分别增长41.24%、52.14%和33.07%; **EPS分别为0.43元、0.65元和0.86元。**
- 目前A股上市的海水养殖企业中, 与公司较为可以比的为好当家、獐子岛和壹桥苗业, 可比公司2011年和2012年的平均PE估值水平为45倍和28倍。**综合衡量可比公司的估值水平和公司的历史估值水平, 我们给予公司2012年32-35倍的PE估值水平, 未来6-12个月的目标为20.80-22.75元, 首次给予“买入”的投资评级。**

风险

- 公司养殖海域如受到污染或自然灾害影响, 可能会对公司的经营和业绩造成负面影响。

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

内容目录

盈利预测、估值与投资建议：给予买入评级，目标价 20.8-22.75 元	3
盈利预测假设条件	3
盈利预测结果：2011-2013 年 EPS 分别为 0.43 元、0.65 元和 0.86 元	4
估值与投资建议：首次给予“买入”评级，目标价 20.80-22.75 元	4
公司概况：实现从水产品加工到海参养殖的华丽转身	5
海参养殖业务	6
国际海参市场格局：国际供给有限，生产和消费的重心均在中国大陆	6
国内海参市场：市场需求增长空间大，海域资源供给有限，价格不断走高	10
供不应求的行业格局和底播海参品质的差异化优势是驱动公司新增产能转化为销量增长的两大引擎	14
其他养殖业务：大菱鲆和海带苗规模平稳，三文鱼等待发力	17
大菱鲆和海带苗养殖业务规模平稳	17
三文鱼等业务等待后续发力	19
水产品加工业务毛利率承压，规模趋于平稳	20
水产品加工行业壁垒低、竞争激烈，毛利率趋于下降	20
公司水产品加工业务趋于平稳	21
附录：三张报表预测摘要	22

盈利预测、估值与投资建议：给予买入评级，目标价 20.8-22.75 元

盈利预测假设条件

- **海参养殖业务核心假设条件：**根据公司海参养殖业务的投苗情况和养殖周期，我们假设 2011-2013 年公司海参产销量为 806 吨、1136 吨和 1465 吨；基于供不应求的销售形势，我们预计海参价格未来将稳中有升，假设海参价格未来 3 年年均增速为 5%。
- **大菱鲆业务和海带苗养殖业务核心假设条件：**由于公司的经营精力主要往海参养殖和三文鱼养殖业务倾斜，我们假设这两个品种的养殖业务与过去几年一样，基本保持稳定，我们假设大菱鲆业务 2011-2013 年的产销量稳定在 600 吨左右，而海带苗 2011-2013 年的产销量基本稳定在 11 亿株左右。两项业务将以平稳为主。

图表1：东方海洋养殖业务销售预测明细

养殖业务		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
海参鲜活品	销售量 (吨)	46.08	116.52	135.5	217.69	421.45	564.38	805.67	1,135.51	1,465.34
	增速	226.81%	152.86%	16.29%	60.66%	93.60%	33.91%	42.75%	40.94%	29.05%
	单价 (万元/吨)	10.52	15.83	18.98	18.35	16.93	21.05	22.11	23.21	24.37
	增速	-74.08%	50.40%	19.95%	-3.35%	-7.73%	24.36%	5.00%	5.00%	5.00%
	销售收入 (百万元)	4.85	18.44	25.72	39.94	71.35	118.82	178.10	263.57	357.14
	增速	-15.28%	280.30%	39.49%	55.28%	78.64%	66.53%	49.89%	47.99%	35.50%
	毛利率	66.09%	58.72%	69.20%	64.87%	67.97%	68.94%	65.94%	66.44%	67.44%
	毛利 (百万元)	3.20	10.83	17.80	25.91	48.50	81.92	117.44	175.12	240.85
	增速	-25.67%	237.89%	64.38%	45.57%	87.19%	68.90%	43.37%	49.11%	37.54%
	占总营业收入比重	2.25%	6.90%	5.54%	7.13%	15.07%	19.05%	21.82%	27.04%	31.22%
大菱鲆鲜活品	产能 (吨)	500	500	500	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
	销售量 (吨)	259.08	424.41	551	623.40	455.69	621.03	600.00	600.00	600.00
	增速	261.69%	63.81%	29.83%	13.14%	-26.90%	36.28%	-3.39%	0.00%	0.00%
	单价 (万元/吨)	6.31	5.12	4.85	5.88	4.62	5.12	5.23	5.33	5.44
	增速	-46.72%	-18.93%	-5.28%	21.38%	-21.52%	10.98%	2.00%	2.00%	2.00%
	销售收入 (百万元)	16.35	21.72	26.71	36.68	21.04	31.83	31.36	31.99	32.63
	增速	-98.07%	32.81%	22.98%	37.32%	-42.63%	51.24%	-1.45%	2.00%	2.00%
	毛利率	51.00%	43.00%	39.00%	52.32%	46.19%	45.28%	44.00%	43.00%	42.00%
	毛利 (百万元)	8.34	9.34	10.42	19.19	9.72	14.41	13.80	13.76	13.71
	增速	-98.62%	11.98%	11.54%	84.22%	-49.35%	48.25%	-4.24%	-0.32%	-0.37%
海带苗育种	产能 (亿株)	11.00	11.00	11.00	11.00	14.00	14.00	14.00	14.00	14.00
	销售量 (亿株)	12.80	10.31	12.47	12.14	13.82	11.17	11.00	11.00	11.00
	增速	37.34%	-19.45%	20.95%	-2.66%	13.86%	-19.19%	-1.52%	0.00%	0.00%
	单价 (元/亿株)	60.44	98.66	72.71	139.50	46.24	53.01	55.66	57.33	59.05
	增速	6.04%	63.23%	-26.30%	91.85%	-66.85%	14.65%	5.00%	3.00%	3.00%
	销售收入 (百万元)	7.74	10.17	9.07	16.93	6.39	5.92	6.12	6.31	6.50
	增速			-10.86%	86.75%	-62.26%	-7.35%	3.41%	3.00%	3.00%
	毛利率	68.00%	74.00%	76.00%	92.44%	71.83%	53.83%	54.83%	55.83%	56.83%
	毛利 (百万元)	5.26	7.53	6.89	15.65	4.59	3.19	3.36	3.52	3.69
	增速	-98.56%	43.07%	-8.45%	127.15%	-70.67%	-30.57%	5.33%	4.88%	4.84%
其他养殖品种	销售收入 (百万元)		3.17	3.93	2.76	13.62	2.04	2.45	2.94	3.53
	增速			23.74%	-29.59%	392.71%	-85.01%	20.00%	20.00%	20.00%
	销售成本 (百万元)		2.69	1.26	0.39	6.55	0.81	0.98	1.18	1.41
	毛利率		15.08%	68.02%	86.01%	51.89%	60.09%	60.00%	60.00%	60.00%
	毛利 (百万元)		0.48	2.67	2.38	7.07	1.23	1.47	1.76	2.12
	增速					197.28%	-82.65%	19.83%	20.00%	20.00%
	占总营业收入比重		1.19%	0.85%	0.49%	2.88%	0.33%	0.30%	0.30%	0.31%
	占总营业利润比重		0.79%	3.27%	2.07%	6.57%	0.83%	0.73%	0.66%	0.63%
	销售收入 (百万元)	28.94	53.50	65.42	96.32	112.40	158.61	218.04	304.81	399.79
	增速	-98.52%	84.88%	22.28%	47.22%	16.70%	41.11%	37.47%	39.79%	31.16%
养殖业务合计	毛利率	57.18%	52.66%	57.74%	65.54%	62.17%	63.51%	62.41%	63.70%	65.13%
	毛利 (百万元)	16.55	28.17	37.78	63.13	69.88	100.74	136.07	194.16	260.36
	增速		70.26%	34.09%	67.11%	10.69%	44.17%	35.07%	42.69%	34.10%
	占总营业收入比重		20.03%	14.10%	17.20%	23.74%	25.42%	26.71%	31.27%	34.95%
	占总营业利润比重		46.71%	46.21%	54.96%	64.97%	67.89%	67.53%	72.63%	77.70%

来源：公司公告、国金证券研究所

- **来料加工和进料加工业务核心假设条件：**受日本核辐射泄漏危机影响，预计今年海外市场国内的水产品加工需求比往年有所增加，我们假设 2011-

2013 年的总加工量为 20657 吨、22310 吨和 24094 吨，同比分别增长 20%、8%和 8%。

图表2：东方海洋来料加工和进料加工业务预测明细

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
来料加工和进料加工合计	平均单价(万元/吨)				2.18	1.90	2.28	2.51	2.61	2.69
	增速					-12.93%	20.03%	10.00%	4.00%	3.00%
	总加工量(吨)	13,037.84	na	na	19,521.90	17,666.17	17,214.16	20,656.99	22,309.55	24,094.32
	增速					-9.51%	-2.56%	20.00%	8.00%	8.00%
	销售收入(百万元)		208.38	379.66	425.87	335.56	392.47	518.07	581.89	647.30
	增速			82.20%	12.17%	-21.21%	16.96%	32.00%	12.32%	11.24%
	毛利率		14.49%	9.65%	9.56%	8.50%	8.99%	10.00%	10.00%	9.00%
	毛利(百万元)		30.19	36.64	40.73	28.52	35.29	51.81	58.19	58.26
	增速			21.37%	11.15%	-29.98%	23.75%	46.78%	12.32%	0.12%
	占总营业收入比重		77.99%	81.84%	76.04%	70.87%	62.91%	63.47%	59.69%	56.58%
	占总营业利润比重		50.06%	44.83%	35.46%	26.52%	23.79%	25.71%	21.77%	17.39%

来源：公司公告、国金证券研究所

盈利预测结果：2011-2013 年 EPS 分别为 0.43 元、0.65 元和 0.86 元

- 我们预计公司 2011-2013 年的营业收入分别为 816.19 百万元、974.79 百万元和 1143.99 百万元，同比分别增长 30.82%、19.43%和 17.35%；净利润分别为 103.62 百万元、157.65 百万元和 209.87 百万元，同比分别增长 41.24%、52.14%和 33.07%；EPS 分别为 0.43 元、0.65 元和 0.86 元。

图表3：2011-2013 年业绩敏感测算

2011年海参产销量(吨)	505.67	605.67	705.67	805.67	905.67	1,005.67	1,105.67
2011年EPS(元)	0.27	0.32	0.37	0.43	0.48	0.53	0.58
2012年海参产销量(吨)	835.51	935.51	1,035.51	1,135.51	1,235.51	1,335.51	1,435.51
2012年EPS(元)	0.47	0.53	0.59	0.65	0.71	0.77	0.82
2013年海参产销量(吨)	1,165.34	1,265.34	1,365.34	1,465.34	1,565.34	1,665.34	1,765.34
2013年EPS(元)	0.66	0.73	0.79	0.86	0.93	1.00	1.06

来源：国金证券研究所

估值与投资建议：首次给予“买入”评级，目标价 20.80-22.75 元

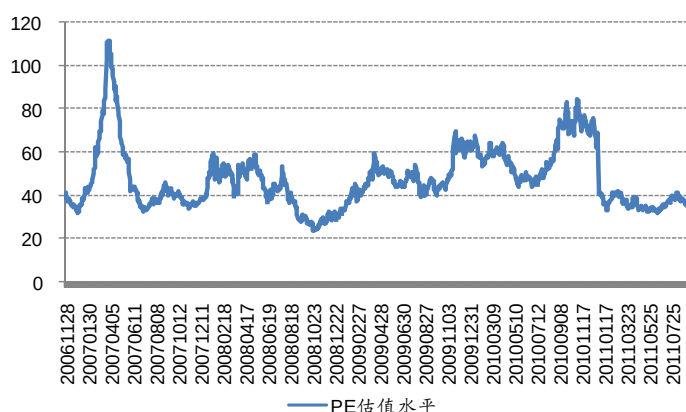
- 目前 A 股上市的海水养殖企业中，与公司较为可以比的为好当家、獐子岛和壹桥苗业，可比公司 2011 年和 2012 年的平均 PE 估值水平为 45 倍和 28 倍。
- 从历史估值的角度来看，剔除畸高的情形，东方海洋 07 年以来的 PE 估值区间基本位于 24-65 倍。公司目前股价对应 11 年和 12 年的 PE 分别为 37 倍和 24 倍，在历史估值中处于中下水平。我们预计公司 11 年和 12 年的业绩增速分别为 41.24%和 52.14%，业绩增速将连续创上市以来的新高（公司 06-10 年的业绩增速仅分别为 12.77%、20.53%、19.7%、20.53%和 32.66%）。在如此高的业绩增速的支撑之下，我们认为公司目前对应 12 年 24 倍的估值水平存在明显低估。
- 综合衡量可比公司的估值水平和公司的历史估值水平，我们给予公司 2012 年 32-35 倍的 PE 估值水平，未来 6-12 个月的目标为 20.80-22.75 元，首次给予“买入”的投资评级。

图表4：相对估值表

证券代码	可比公司	EPS		PE	
		2011E	2012E	2011E	2012E
600467	好当家	0.34	0.48	35.37	24.79
002069	獐子岛	0.82	1.14	33.71	24.31
002447	壹桥苗业	0.51	0.97	66.39	35.00
			均值	45.16	28.03

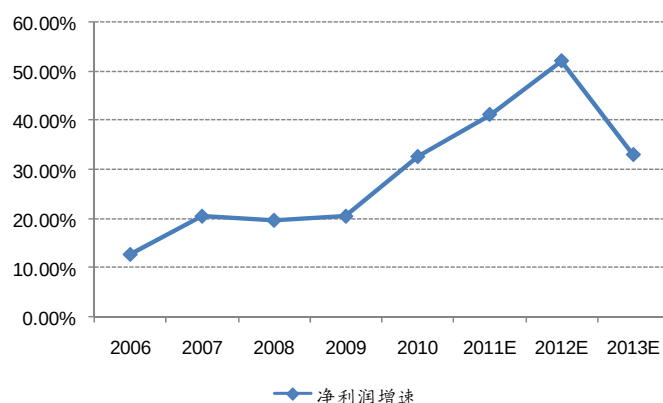
来源：聚源数据、国金证券研究所

图表5：东方海洋历史 PE 估值水平



来源：聚源数据、国金证券研究所

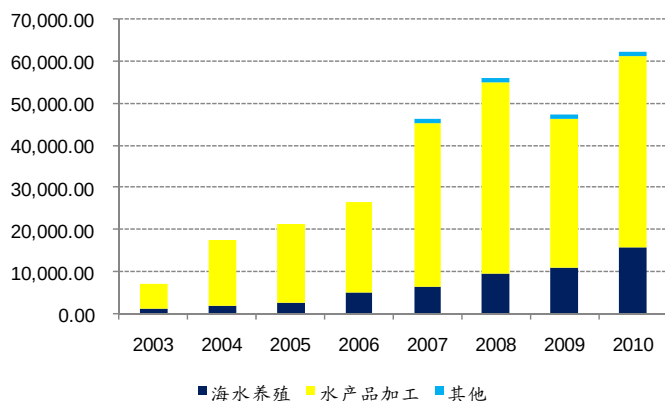
图表6：东方海洋业绩增长趋势



公司概况：实现从水产品加工到海参养殖的华丽转身

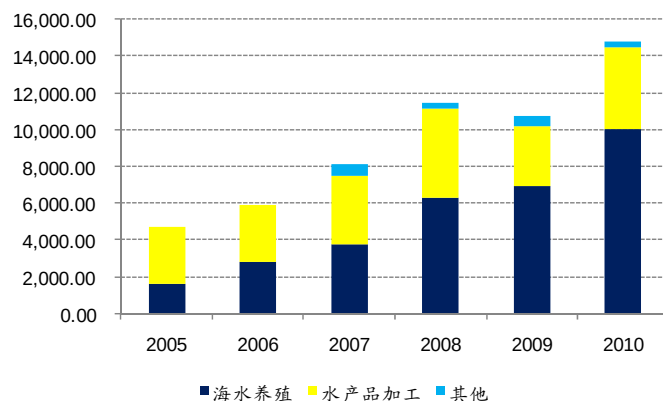
- 08 年以前，公司是以来料和进料加工为主的水产品加工企业。08 年以后，公司开始战略转型并加大海水养殖业务。公司依托胶东半岛的海产品养殖优势，在原有海带苗、大菱鲆等产品养殖基础上，开拓海参等高端海珍品养殖业务，现已形成海水养殖和水产品加工并举的格局。按照发展规划，公司未来将对对养殖成本高，市场销售不畅的名贵鱼养殖规模进行适度调整，逐步形成以海参为主的海珍品养殖能力，同时重点开发海参、胶原蛋白、冷冻水产品三大系列的国内销售市场。
- 海水养殖业务已成为公司主要的盈利来源。从 08 年的战略转型开始，公司海水养殖业务扩张速度明显加快，盈利贡献占比逐渐超越水产品加工业务，成为公司的主要盈利来源。截止 2010 年，公司海水养殖业务在公司营业毛利润的占比已达 68%。
- 在海水养殖业务中，海参养殖是公司主要的盈利来源。海参养殖占公司营业毛利润的 56.57%，是公司的主要盈利来源。其次是大菱鲆和海带苗，分别占公司营业毛利润的 9.95%和 2.2%。
- 水产品加工的盈利贡献逐渐下降。05 年以来，公司的水产品加工业务毛利润基本保持在 3000-5000 万之间。在海水养殖业务快速扩张的背景下，水产加工业务在公司毛利润中的占比从 05 年的 65%持续下滑至 2010 年的 30%。

图表7：公司分业务营业收入的历史构成（万元）

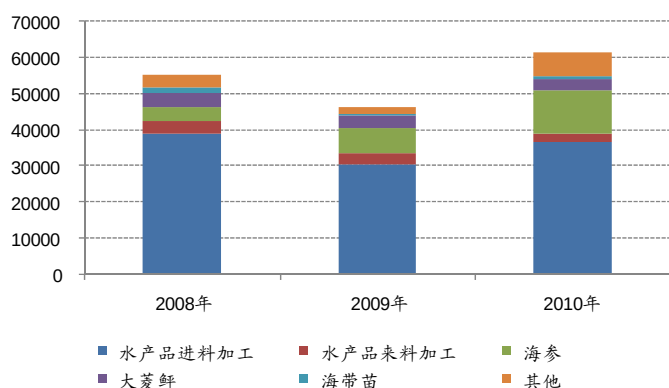


来源：公司公告、国金证券研究所

图表8：公司分业务营业毛利润的历史构成（万元）

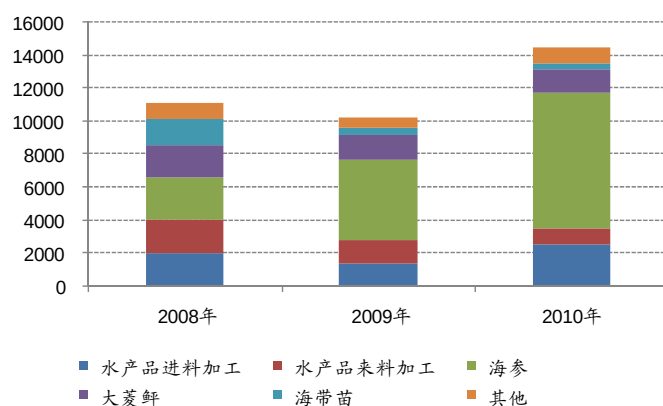


图表9：公司细分产品营业收入构成（万元）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表10：公司细分产品营业毛利构成（万元）



海参养殖业务

国际海参市场格局：国际供给有限，生产和消费的重心均在中国大陆

- **全球海参资源分布：**全世界约有海参 1200 种，其中有食用价值的有 40 余种，主要分布在热带和温带地区。热带海区海参多分布在太平洋热带区和印度洋，主要国家有印度尼西亚、菲律宾、马来西亚和南太平洋的新喀里多尼亚、斐济、巴布达等。温带区海参资源多分布于太平洋东西两岸的温带区。

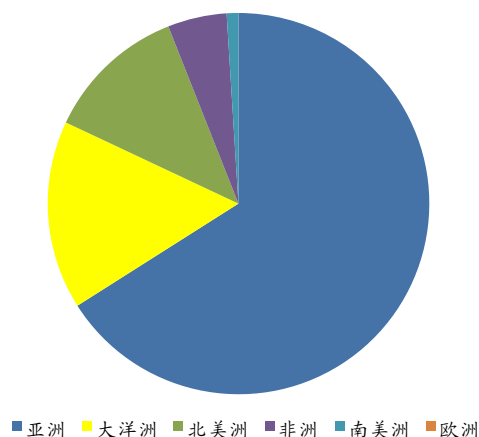
图表11：世界重要商业性海参品种的自然分布及资源状况

种名	分布	资源状况
刺参	刺参主要分布于俄罗斯的远东沿海、日本的太平洋沿岸和朝鲜半岛。在中国，则常见于黄、渤海沿岸，主要分布于大连沿海，尤其是长海县的海洋岛、獐子岛。此外，大小长山岛、广鹿岛、辽宁西部的绥中、兴城沿岸，河北省的秦皇岛、北戴河，山东省的长岛、烟台、威海、蓬莱和青岛市沿岸，南至江苏省连云港市的平山岛均有分布。	2001年西太平洋的捕获量为 8129吨，比 1989年减少 1527吨。目前大连地区纯天然野生刺参资源趋于紧张。
糙海参	分布于西从纳塔耳港到红海、向东到加罗林群岛、斐济群岛、向北到日本、向南到澳大利亚以及中国大陆的广西、广东、海南等地。	新喀里多尼亚 2000年渔捕量约 620吨，此种类在东南亚及太平洋地区呈现过度捕捞状态。
墨西哥刺参	分布于太平洋热带海域，包括美洲西海岸从秘鲁北部至墨西哥的下加利福尼亚半岛及厄瓜多尔等。	1997年下加利福尼亚半岛自然种群数量急剧下降至原来的 2%，1997年厄瓜多尔沿岸资源量大幅度减少，现已禁捕。
黄乳海参	整个印度洋太平洋均有分布。中国的西沙群岛也有分布。	该种类因过度捕捞，所罗门群岛的数量分布迅速下降。
红海参	主要分布在北太平洋海岸的美国阿拉斯加、华盛顿和加利福尼亚州及加拿大的太平洋沿岸地区。	1971年开始商业捕捞，销往亚洲市场。1986年加拿大的商业捕捞量为 3786吨，价值 20万加拿大元。1989年华盛顿州和加拿大大不列颠哥伦比亚省的总捕捞量约为 2000吨。近年美国年均捕捞量 1200吨左右。
乌皱辐肛参	分布于西从红海、莫桑比克、向东到加罗林群岛、汤加群岛、南到澳大利亚、北到琉球群岛以及中国大陆的海南岛、西沙群岛等地。	澳大利亚东岸昆士兰州 2009-2010年度年（quota year）的捕捞量为 25吨，主要出口至中国。
梅花参	分布于东非、马达加斯加、新喀里多尼亚、马斯克林群岛、马尔代夫群岛、印度尼西亚、日本、澳大利亚、台湾岛以及中国大陆海南岛和西沙群岛等地。	2002年在巴布亚新几内亚东部海域出现过度捕捞。澳大利亚东岸昆士兰州的捕捞量从 2008-09年度年的 41.7吨降到 2009-10年度年的 19.5吨，降低幅度达 58%。

来源：《国内外海参自然资源、养殖状况及存在问题》、《大连刺参贸易调查报告》、国金证券研究所

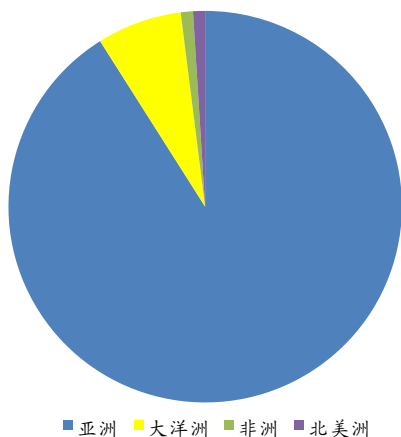
- **全球海参生产供给格局：**野生捕捞资源逐渐衰竭，人工养殖大部分在中国，国际市场对国内市场的供给压力相对较小。世界上的海参资源和利用主要集中在中国、厄瓜多尔、印度尼西亚、日本、马来西亚和菲律宾等国家，古巴、埃及、马达加斯加和坦桑尼亚等国家对面参开发的兴趣逐渐提升。海参的种类繁多，规格、等级差别较大。高档参主要以日本关东、俄罗斯、辽东半岛、山东半岛等产地的刺参为主。

图表12：野生捕捞海参全球产区分布（不含人工养殖）



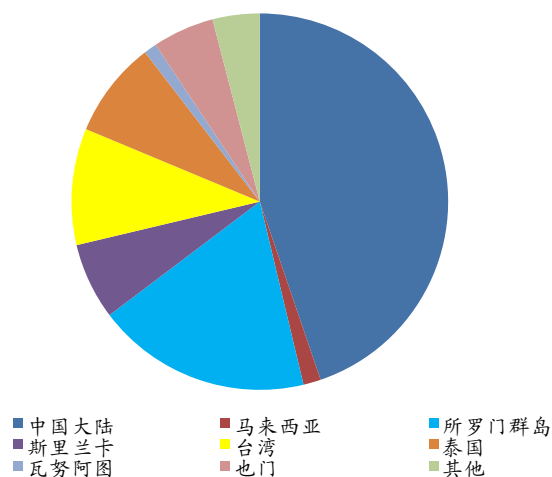
来源：FAO、国金证券研究所

图表13：全球海参出口区域分布



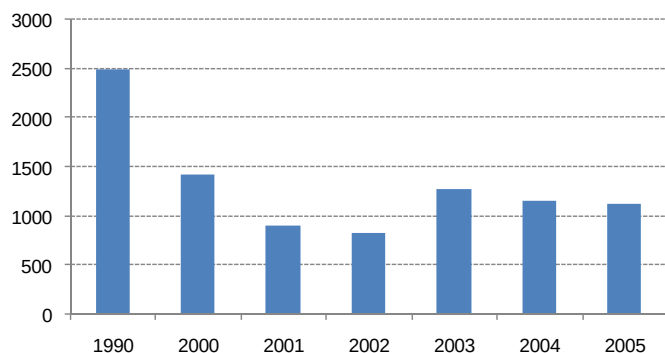
来源：FAO、国金证券研究所

图表14：海参出口国家和地区分布



- **日本：**日本近海有 100 多种海参，可以用来食用的品种大致分布于从北海道到九州日本各地沿岸和冲绳岛附近。日本的海参每年捕捞量约为 7000-10000 吨（鲜活品）。其中，北海道海参产量约占日本国内的 25%。根据日本财务省贸易统计数据显示，每年从日本出口到中国的干海参约 200-300 吨。由于海参经腌制或者晾干加工后重量将缩减至原来的 3%，因此日本出口到我国的干参对应海参鲜活品约为 4000-6000 吨。日本的刺参野生资源已经趋于减少，据统计，北海道境内海参的产量已经从 2007 年的 2835 吨降至 2009 年的 2531 吨。
- **韩国：**1990 年以来，韩国的海参捕捞量出现大幅下滑，从之前 2500 吨下降至 1100-1300 吨（鲜活品）。

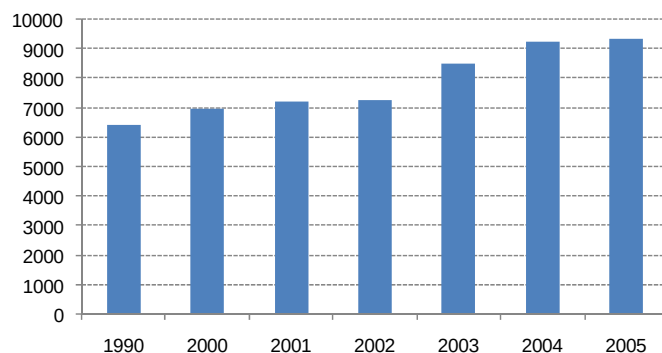
图表15: 1990 年以来, 韩国的海参捕捞量出现大幅下滑, 年捕捞量在 1100-1300 吨左右 (鲜活品)



■ 韩国海参捕捞量 (主要是刺参, 吨)

来源: FAO、国金证券研究所

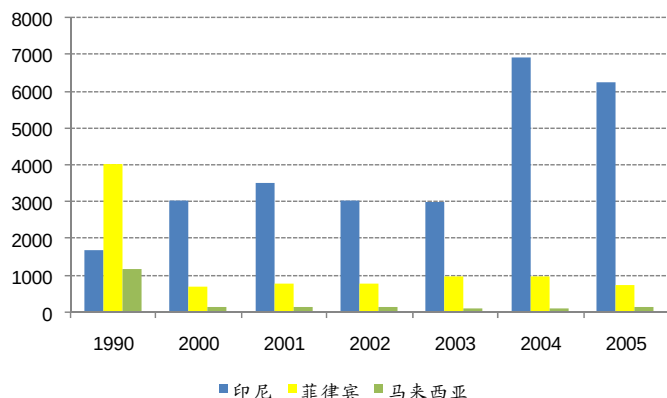
图表16: 日本的海参年捕捞量为 7000-10000 吨 (鲜活品)



■ 日本海参捕捞量 (主要是刺参, 吨)

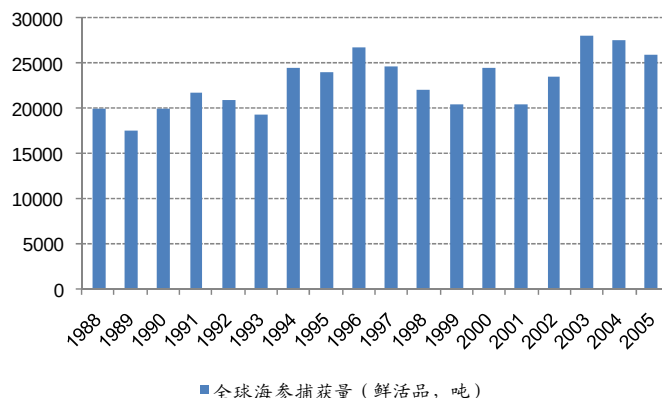
- **印度尼西亚:** 海参一直是印度尼西亚的传统渔业对象和主要出口水产品。由于资金投入不足和对渔获物的加工缺乏技术, 印尼的海参品质较差、价格也低。目前, 印尼的海参资源匮乏, 其主要原因是过度捕捞所致。近些年来, 印尼每年的海参捕捞量约为 3000-7000 吨 (鲜活品)。
- **马来西亚:** 海参渔业是马来西亚东海岸沙巴州渔民的主要渔业生产项目之一。该国 90% 的珊瑚岛礁已被规划为海洋公园, 在此区域内严禁任何渔业活动。因此, 该国海参资源得到了很好的保护。马来西亚每年的海参捕捞量为 100-200 吨 (鲜活品)。
- **菲律宾:** 在菲律宾已知的海参大约有百种之多, 其中 25 种有商业价值。该国每年的海参捕捞量为 700-1000 吨, 但高价值海参种类的数量在减少, 而低价值海参种类数量在不断增多。该国海参资源量也正在衰竭, 1990 年的海参捕捞量曾高达 4023 吨。
- **其他海参资源出现衰退迹象的国家和地区包括:** 塞舌尔、马达加斯加、坦桑尼亚、巴布亚新几内亚、澳大利亚北部渔场、墨西哥和加利福尼亚。
- **全球海参野生捕捞资源已经出现衰竭的迹象, 未来产量的增加主要缘于人工养殖。而全球海参人工养殖增量大部分在中国。因此, 从全球范围来看, 海参国际市场对国内市场的供给压力相对较小。由于世界上大多数国家海参资源已衰退, 因此要提高海参产量只能依赖于人工养殖。中国和日本是世界上主要的海参养殖国家。目前, 大多数国家和地区的海参养殖仍处于试验阶段, 例如印度、印尼、越南、菲律宾、韩国、埃及等国家也只有小规模养殖。**

图表17：印尼的捕获量近几年有所增加，可能与人工放流增殖试验有关。而马来西亚和菲律宾等国的捕获量则趋于下降



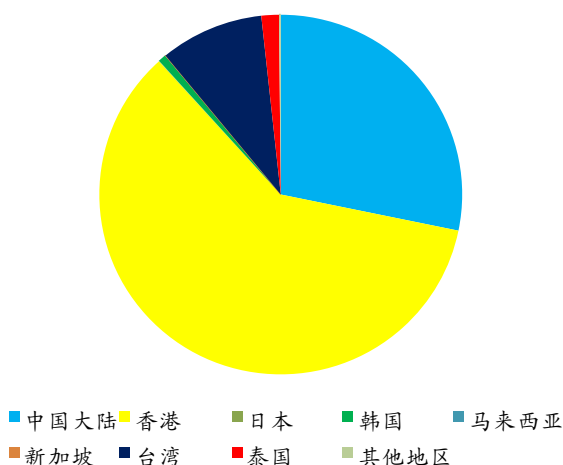
来源：FAO、国金证券研究所

图表18：全球海参捕获量在过去20年里增长极为有限，未来海参的产量增长将主要源于人工养殖，而海参的人工养殖增量则主要分布在中国。



- **海参全球消费需求格局：全球华人是消费主力。**海参的主要消费群体是全球华人，另外韩国和日本也消费少量海参，西方人则不太热衷于吃海参。因此，东南亚地区是海参的主要消费市场。全球生产捕捞海参的绝大部分被加工成干制品销往亚洲市场，其中主要的消费市场为中国大陆、中国香港、中国台湾、新加坡、马来西亚和泰国等国家和地区。
 - **中国大陆地区：**我国内地是最大的海参消费市场。据统计，我国每年大约消费海参约 15 万吨（鲜活品），在国际海参市场中具有较强的定价权。
 - **中国香港地区：**我国香港地区是海参国际市场最大的进口地，每年大约消费干制海参 500-700 吨。与此同时，内地还是香港最大的海参再出口市场，占其海参出口总量的 72%。
 - **中国台湾地区：**中国台湾地区由于平均购买力较强，消费加工的海参数量较大，海参的年进口量在 600-1200 吨之间，进口地区为秘鲁、阿拉斯加、加拿大、印度、印度尼西亚、菲律宾和中国大陆等。
 - **新加坡：**新加坡不生产海参，完全依赖进口。新加坡的海参进口量为 600-900 吨（干货），其主要供应国家和地区为印度、美国、南太平洋岛国和中国香港。
 - **马来西亚：**马来人和印度人不吃海参，当地华人是海参的消费主力。该国海参年进口量约为 100-200 吨，主要供应国家和地区是印尼、中国内地及中国香港。海参进出口与国内基本由华人控制。
 - **其他国家和地区：**（1）日本、韩国等其他东南亚国家的海参消费不是十分流行。日本每年仅进口 3-4 吨冷冻干制品；（2）韩国每年进口 15-20 吨海参干制品；（3）西方国家并不流行海参消费，每年进口的海参主要供当地华人食用。

图表19：世界海参主要进口区域分布情况

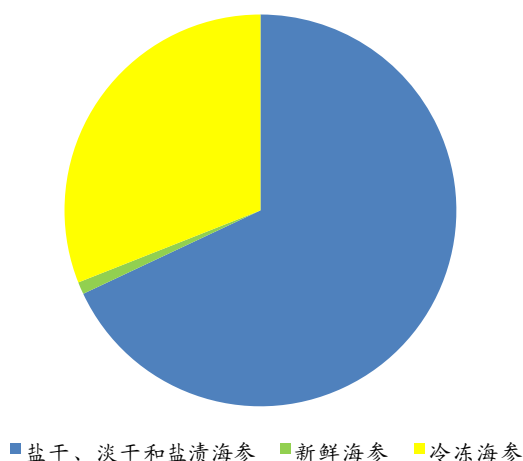


来源：FAO、国金证券研究所

国内海参市场：市场需求增长空间大，海域资源供给有限，价格不断走高

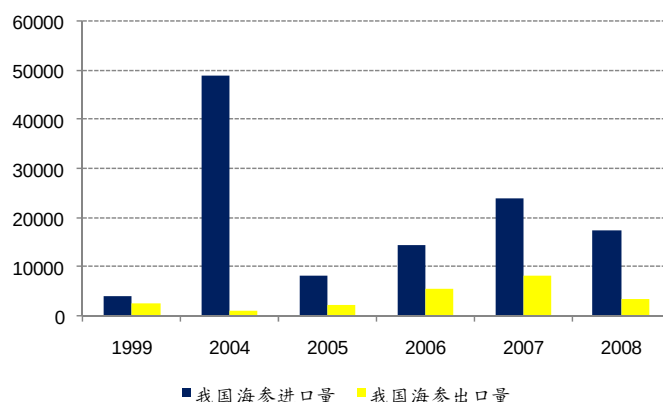
- 我国是海参消费的最大市场。据统计，我国年消费干海参约达 5000 吨以上，对应鲜活品约 15 万吨。目前国内海参鲜活品产量只有约 10 万吨，其余 5 万吨的缺口需要靠进口来满足。这也使我国成为世界上最主要的海参进口国，所缺海参主要从香港、菲律宾、印度尼西亚、日本、加拿大等地进口。根据香港、台湾和新加坡地区的海参消费发展经验，我们认为国内海参市场需求未来仍有较大的增长空间，逻辑如下：

图表20：全球海参贸易中，海参进口以盐干、淡干和盐渍海参为主，新鲜海参较少。



来源：FAO、国金证券研究所

图表21：我国海参历年进出货量（还原成鲜活品，吨）

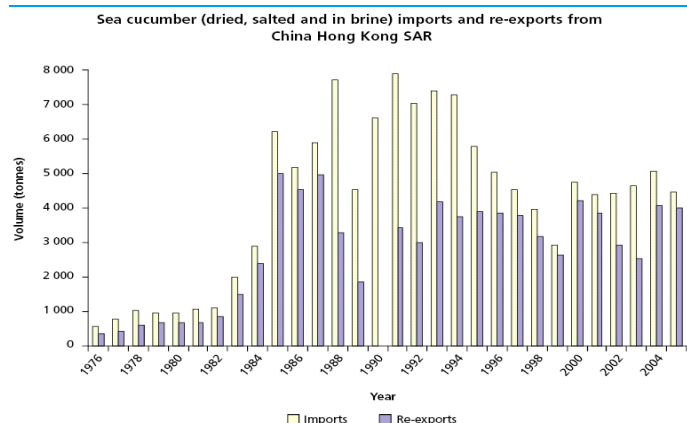


- 海参含有丰富的酸性粘多糖、岩藻多糖、海参皂甙、海参素、蛋白质、核酸、18 种氨基酸等活性物质和钙、锌、硒、铁、锰、钾、钼等 30 多种微量元素，药理活性十分广泛，几乎涵盖当前对人类健康构成威胁的主要疾病，如肿瘤、心血管疾病、病毒性肝炎、艾滋病、免疫性疾患和老年病等。中国传统文化中的“进补”观念及海参本身拥有的营养价值使得消费者对海参形成持久的消费需求。
- 根据香港、新加坡、台湾等华人地区的海参消费发展经验和我国目前的海参消费特征，我们发现海参的消费需求与人均 GDP 具有明显的正相关性，主要体现在：（1）在人均 GDP 不断提升的驱动之下，海

参的进出口贸易总量和净进口量均得出现大幅增长，其中人均 GDP6000 美元是海参消费出现加速增长的临界点；（2）在 1997-2002 年亚太金融危机引发的经济衰退的影响之下，海参贸易规模和净进口量均跟随人均 GDP 的下滑而出现明显萎缩；（3）截止 2010 年，我国人均 GDP 在 6000 美元以上的省区有上海、天津、北京、江苏、浙江、内蒙、广东、辽宁、山东和福建。这些省区恰好是我国目前海参的主要消费区域。

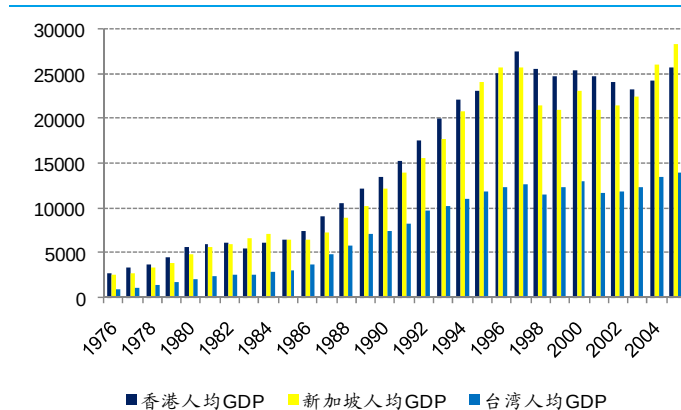
- 目前，香港、台湾和新加坡等华人地区的人均海参（干货）消费量基本在 30-90 公斤/每千人的水平。而我国目前海参主要消费省区城镇居民的人均消费量只有 17.92 公斤/每千人，该省区全部居民的人均均消费量更是只有 10.57 公斤/每千人。而从全国范围来看，我国全国城镇居民的人均消费量只有 8.04 公斤/每千人，全国居民的人均均消费量更是只有 3.69 公斤/每千人。目前，香港和新加坡的人均 GDP 均为 3 万美元，而台湾的人均 GDP 也达到 1.5 万美元，而我国目前的人均 GDP 只有 4000 多美元并在持续上升。我们认为在我国人均 GDP 不断提升的驱动之下，内地的海参消费需求在未来仍具有很大的成长空间。
- 目前国内海参的消费人群主要还是集中在辽宁、山东、吉林、黑龙江、北京、广东及香港等东部沿海地区，中西部地区还有待进一步开发。我们认为目前影响中西部地区海参消费增长的主要因素主要有：人均购买力、消费习惯和海参消费意识。该区域的人均购买力在经济增长的驱动之下将会得到提升。而消费习惯和消费意识方面，在海参营养价值营销推广的带动之下，海参在未来有望进一步打开中西部市场空间。我们的逻辑在于：（1）目前，在收入提升和健康饮食理念的带动之下，中西部地区已经逐渐兴起海产品消费；（2）饮食文化可以相互渗透。既然中西部的川菜、湘菜等消费可以往东扩张，那么我们也理由相信东部的海参及其他水产消费也可以往西渗透。

图表22：香港的海参进出口量以及净进口量从1983年和1984年开始出现明显的加速增长，并在1988年达到高点区间

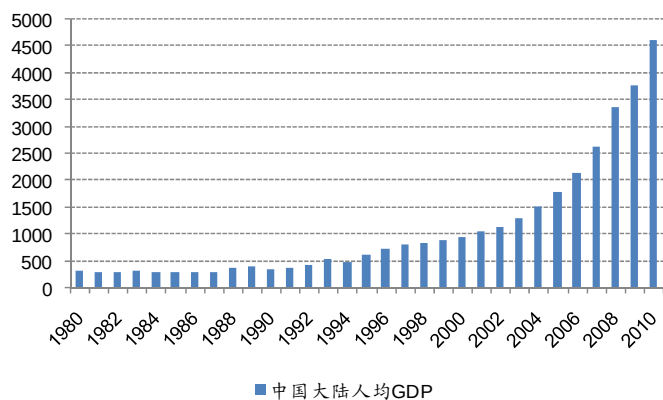


来源：FAO、UNdata、国金证券研究所

图表23：在1983年和1984年间，中国香港和新加坡的人均GDP均突破6000美元，而台湾则在1988年突破6000美元

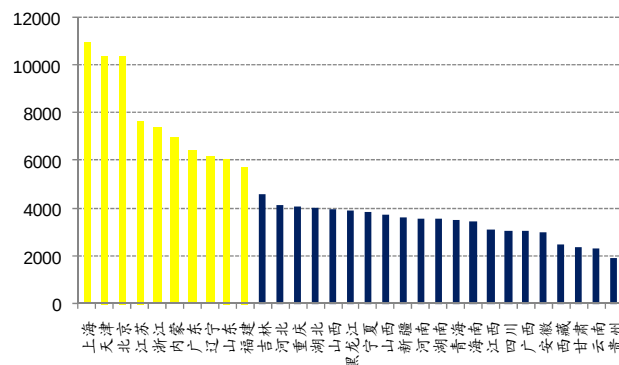


图表24：中国大陆的人均GDP为4000多美元，并将进一步攀升

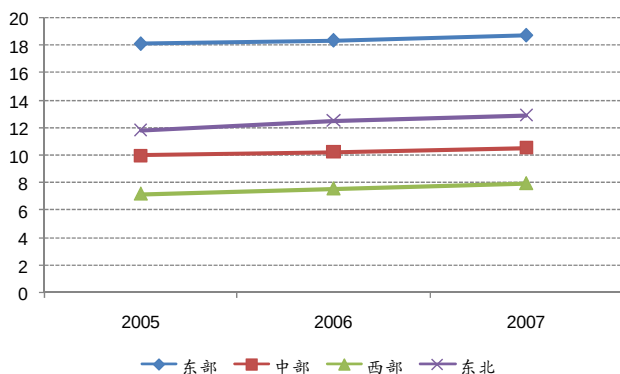


来源：UNdata、国金证券研究所

图表25：截止2010年，我国人均GDP在6000美元以上的省区有上海、天津、北京、江苏、浙江、内蒙、广东、辽宁、山东和福建。这些省区恰好是我国目前海参的主要消费区域。

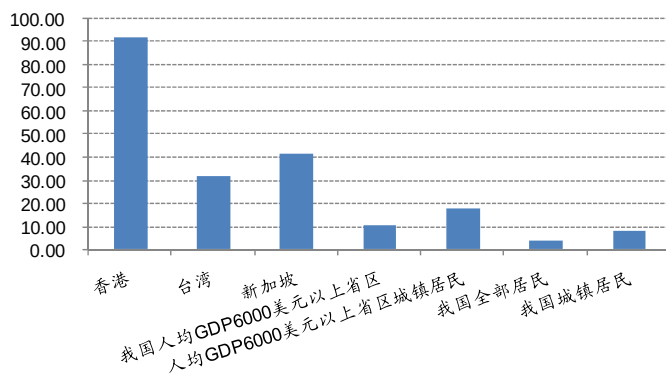


图表26：城镇家庭水产品人均消费量 (公斤/人/年)



来源：国金证券研究所

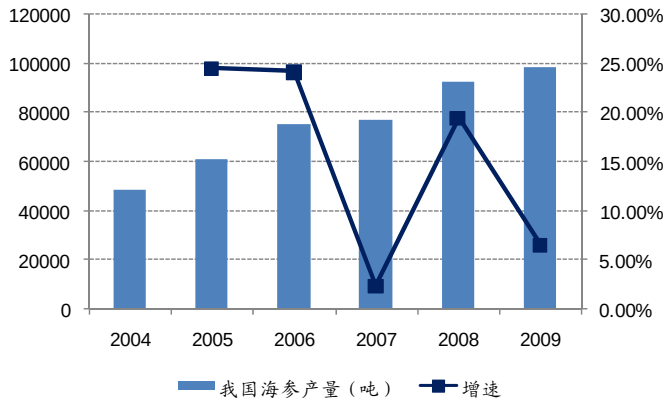
图表27：全球各华人地区人均海参(干货)消费量对比。随着人均GDP的进一步提升，我国海参消费未来仍有较大的提升空间



- 受养殖海域资源的限制，海参市场供给近几年增速有所回落。随着清洁养殖海域资源的日渐稀少，我们认为海参未来供给量的增长空间将趋于减小。我国海参产量从04年4.9万吨增长至09年的9.86万吨。产量的增长主要来源于围堰养殖海参产量的增加，而底播海参产量基本在2000-4200吨，增长较为缓慢。
- 在自然海区，刺参多生活于水深3-15米得浅海中，在辽宁及长山岛气息海域可深达35米。刺参的生活环境要求较高，需要海流顺畅、波浪平稳、无淡水流入、海藻和大叶藻茂盛，饵料丰富、海水PH至为7.8-8.4，水温不高于28℃（适宜的养殖温度是5℃-17℃），冬季不结冰，底质为岩礁底，或较硬的泥沙底、泥底，或岩礁和泥沙兼而有之的复合底。
- 受养殖环境的限制，我国适合刺参养殖的海域主要分布在山东和辽宁，两省的海参产量约各占全国的61%和35%。
- 海参的养殖方式主要有底播、围堰和虾池养殖。由于海参的生长对温度、盐度、深度、水质、底质以及营养饵料等要求较高，因此目前三种主要的养殖方式均离不开良好、合适的养殖海域资源或海水资源。

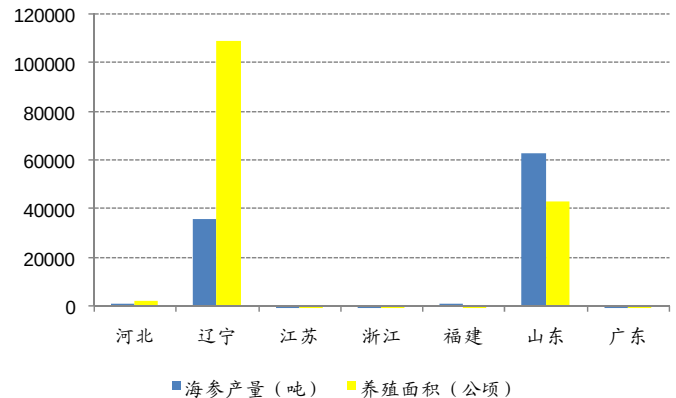
- 一方面，生活废水排放和沿海基建、房地产开发建设使得近海海域资源逐渐减少；另一方面，即使深海海域在经过人工改造后适合海参养殖，但碍于深海养殖单产降低，供给增幅也相对有限。我国海参产量增速近几年出现了一定程度的趋缓迹象，产量增速已经从 06 年以前的 20%-30%，下滑至近几年的 5%-20%。
- 根据我们对山东和辽宁当地海参养殖户和海域的实地调研情况，海参养殖海域资源日渐稀少的判断已经得到初步印证。

图表28：我国海参产量增速总体有趋缓的迹象



来源：《中国渔业年鉴》、国金证券研究所

图表29：我国海参产量和养殖面积的区域分布



图表30：全国海域水质等级分布示意图



来源：国家海洋局、国金证券研究所

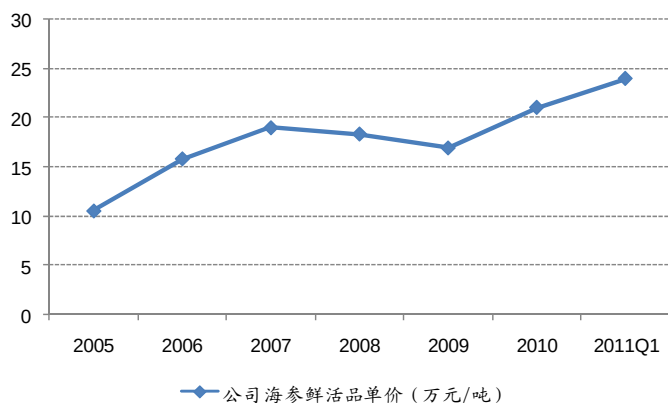
图表31：06-10 年夏季全海域未达到第一类海水水质标准的各类海域面积总体有所上升（平方公里）

海区	年度	第二类水质海域面积	第三类水质海域面积	第四类水质海域面积	劣于第四类海域面积	合计
渤海	2006	8 190	7 370	1 750	2 770	20 080
	2007	7 260	5 540	5 380	6 120	24 300
	2008	7 560	5 600	5 140	3 070	21 370
	2009	8 970	5 660	4 190	2 730	21 550
	2010	15 740	8 670	5 100	3 220	32 730
黄海	2006	17 300	12 060	4 840	9 230	43 430
	2007	9 150	12 380	3 790	2 970	28 290
	2008	11 630	6 720	2 760	2 550	23 660
	2009	11 250	7 930	5 160	2 150	26 490
	2010	15 620	8 100	6 660	6 530	36 910
东海	2006	20 860	23 110	8 380	14 660	67 010
	2007	22 430	25 780	5 500	16 970	70 680
	2008	34 140	9 630	6 930	15 910	66 610
	2009	30 830	9 030	8 710	19 620	68 190
	2010	32 760	11 130	9 260	30 380	83 530
南海	2006	4 670	9 600	2 470	1 710	18 450
	2007	12 450	3 810	2 090	3 660	22 010
	2008	12 150	6 890	2 590	3 730	25 360
	2009	19 870	2 880	2 780	5 220	30 750
	2010	6 310	8 290	2 050	7 900	24 550
合计	2006	51 020	52 140	17 440	28 370	148 970
	2007	51 290	47 510	16 760	29 720	145 280
	2008	65 480	28 840	17 420	25 260	137 000
	2009	70 920	25 500	20 840	29 720	146 980
	2010	70 430	36 190	23 070	48 030	177 720

- 受供不应求驱动，海参价格不断攀升。预计今年海参价格仍有望走高，保守预计涨幅为 5%-10%。我们的判断主要基于以下几点：（1）今年海冰

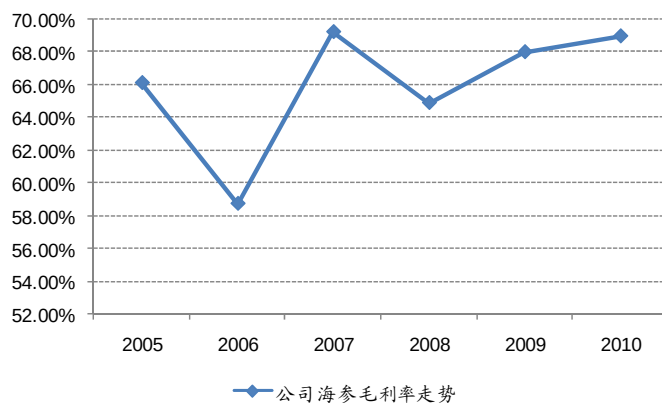
结冰时间长、扩张速度快，由于海水长时间结冰，水里缺氧影响了海参的存活，特别对围堰海、虾池参养殖的损害较大，而我国的海参供给绝大部分都由围堰和虾池养殖组成，从而可能对供给造成一定影响；（2）我国是海参消费大国，虽然经济复苏路径多有曲折，但总体趋势仍向好，从而有望带动海参市场需求进一步增长；（3）根据我们对山东和大连当地海参企业门店和养殖户的调研情况，今年海参市场需求仍然旺盛，个别企业上半年已经有一次小幅提价，预计下半年在消费旺季来临之际仍有提价的空间。

图表32：东方海洋海参价格走势



来源：公司公告、国金证券研究所

图表33：公司海参毛利率走势



供不应求的行业格局和底播海参品质的差异化优势是驱动公司新增产能转化为销量增长的两大引擎

■ 公司目前的海参产品以底播增养殖和销鲜为主，并着手开发海参产品深加工业务。

- 公司 09 年和 10 年的海参产量分别为 421.45 吨和 564.38 吨，09 年公司海参产量的全国份额占比为 0.43%，底播产量的全国市场份额为 10.11%。
- 在养殖方式上，公司的海参以底播增养殖为主，另外还有小部分的围堰养殖，养殖周期根据投苗的大小需要 2-3 年的时间。
- 目前，公司的海参销售主要以鲜活品为主，一般集中在每年的 10-11 月进入收获期和销售期。公司的海参产品除了在胶东、辽东等地区进入传统市场用于大众普通消费外，大部分销往酒店等餐饮高端群体。在销售区域方面，公司海参产品销售直接供应当地市场，部分经由水产批发商运至北京、上海、广州等城市。
- 除了销鲜业务以外，公司正着手开发淡干海参、咸干海参、即食海参等产品，并通过陆续建立的销售公司和加盟店组建的销售网络进行销售。

■ 公司现有养殖海域投苗完毕，预计 2013 年可以全部达产。

- 公司 2008 年非公开发行募集资金投资项目建设的海参养殖基地自 08 年开始分区域陆续投苗，2008 年约投苗 100 万斤，2009 年投苗 200 万斤，经历 1~2 年生长期，海参开始于 09 年陆续进入收获期。截止 2010 年底，公司的养殖海域已经全部投苗完毕，预计 2013 年将全部达产。
- 公司一般一年投放两次苗种，分别在每年的春季和秋季。公司一般选择自己越冬培育的大苗种或购买苗种进行投放。苗种规格一般选择 50-300 头/公斤，海区投放的苗种一般为大苗，虾池养殖可以选择小苗种。按照公司的经营思路，在已投苗的海域中，我们估计一半以上是大苗种，从而有利于提高海参的存活率和单产水平。

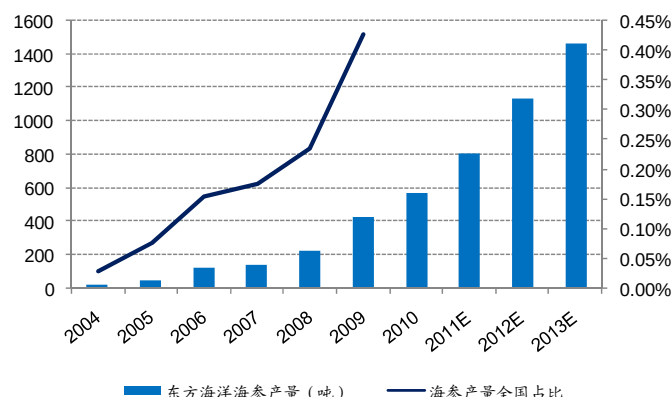
- 公司的养殖海域主要分布在海阳辛安、牟平、担子岛和莱州，养殖面积分别为 10410 亩（另有 837 亩围堰海域）、9903 亩、9995 亩和 10255 亩。海参生长速度受海水深度变化影响，一般海水深度越浅，饵料越丰富，生长速度越快。其中，担子岛和海阳海参养殖海域深度分别 13 米左右和 10 米左右，预计海阳地区海参生长速度较快、达产率也较高。
- 从行业经验来看，如果海域分片滚动底播养殖，则底播海参的亩产平均在 100-120 公斤/亩。公司的养殖方式是不做海域分片滚动底播，而是统一轮播，收获时在统一海域挑选合格成参出售。按照底播海参 2-3 年的养殖周期，我们估计公司底播海参理论上的平均单产水平应该在 40-50 公斤/亩，具体海域的单产水平可能会因为养殖深度的差异而有所波动。而根据公司此前的增发公告披露，公司预计海阳和担子岛底播海域的单产分别为 45 公斤/亩和 50 公斤/亩。

图表34：公司养殖海域分布情况

海参养殖面积合计	41400
底播	39400
围堰	2000
海参精养池合计	2400
养殖区域	养殖面积（亩）
担子岛及舵罗岛	9995
海阳辛安（增发项目新增）	10,410
海阳辛安（上市前原有围堰海域）	837
牟平	9,902.95
莱州	10,255.05
海参养殖面积合计	41,399.70
烟台市牟平区刺参养殖基地	260.00

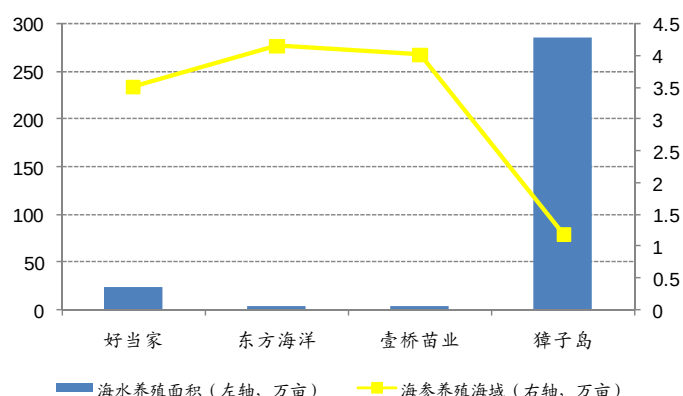
来源：公司公告、国金证券研究所

图表35：东方海洋历年海参产量和市场份额逐年提升



- 公司的竞争优势主要体现在优质的底播养殖海域资源。正如前面所述，我国海参产量过去 10 年虽然有较大增幅，但是底播量不仅增长有限，且占比仅为总供给量的 4.23%。公司坐拥约 4 万亩的海参底播海域资源，产品品质的差异化竞争优势是一大亮点。而在供不应求的行业格局之下，公司底播海参的品质差异化优势更是有望助推新增产能顺畅地转化为销量增长。
- 随着城镇化的进程和气候变化，部分海域出现了环境污染或被用于其它项目开发，适宜养殖海参的海域已经非常有限，市场资源逐渐向拥有优质养殖海域的企业集中。公司目前拥有海参养殖面积 41400 亩，其中底播养殖面积 3.95 万亩，围堰养殖面积 2000 亩，主要分布在山东境内的海阳辛安、牟平、担子岛和莱州等海域。公司的养殖海域具有丰富的浮游动植物和底栖生物，符合国家一类水质标准，并且建有人工鱼礁，适宜开展大规模的底播增殖。
- 在国内，公司海参业务的主要竞争对手为大连棒棰岛、大连晓芹、好当家、獐子岛和大连玉璘等。其中，大连棒棰岛和大连晓芹的优势在于业内领先的规模和覆盖面较广的营销网络，但其均以经销为主，自养比例较低。公司的优势在于以自产和底播为主，在质量控制和品牌营销中更具优势。
- 公司的海参产品以底播为主，与同为底播的獐子岛和大连玉璘较为接近。在售价方面，公司的海参价格略低于獐子岛，但高于好当家。而从毛利率来看公司海参产品的毛利率均高于獐子岛和好当家。

图表36：目前的养殖海域比较

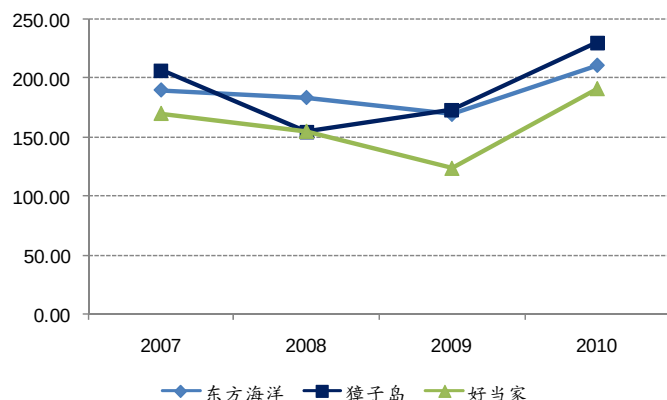


来源：公司公告、国金证券研究所

图表37：公司主要竞争对手情况

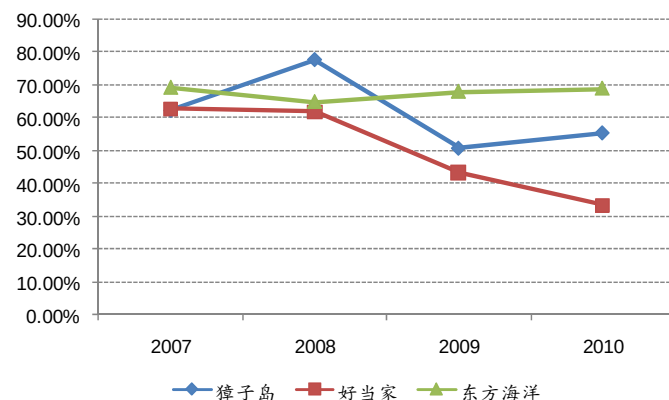
公司名称	养殖模式	生产量 (吨)
大连棒槌岛 (2005年)	经销为主	4500
大连晓芹 (2005年)	经销为主	2400
好当家 (2010年)	围堰养殖	1354
东方海洋 (2010年)	底播增殖	564
大连玉璘(2009年)	底播增殖	331
獐子岛 (2010年)	底播增殖	400-600

图表38：公司海参以底播为主，售价低于底播为主的獐子岛，但高于好当家



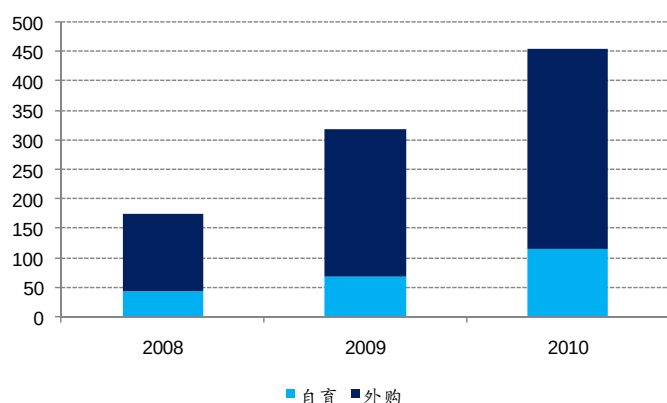
来源：公司公告、国金证券研究所

图表39：公司海参产品的毛利率高于獐子岛和好当家



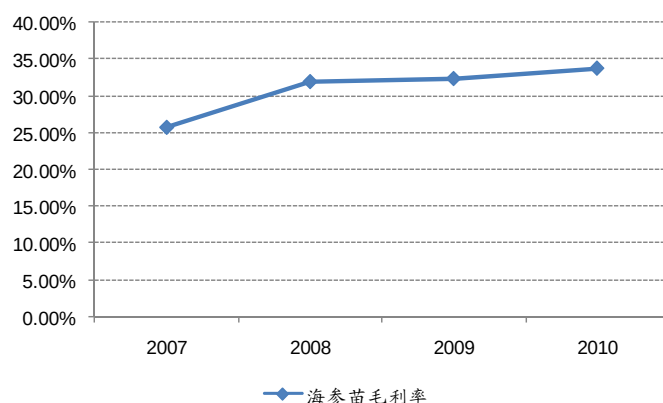
- 产业链配套为业务增长提供保障：后端海参苗种自主培育，保质增利；前端销售渠道日趋完善，保量增收。
- 苗种自供比例提升，质量保障和成本节约双重获利。由于公司过去几年的养殖面积增长较快，公司的自育能力只能满足约 26% 的生产需求，剩余部分需要向国内个人养殖户进行采购。有鉴于此，公司自建了 7452 平方米海参繁育车间以提高公司的自主供苗能力，预计到 2013 年可实现海参苗的全部供给，从而有助于保障苗种质量和提高存活率，同时还可以降低苗种成本投入，这些都有利于提升公司海参产品的毛利率水平。参照壹桥苗业海参苗 30%-35% 的毛利率水平，我们认为公司海参苗在从外购转自育的过程中，仍具有较大的成本节省空间。

图表40：公司目前将近74%的海参种苗需要外购



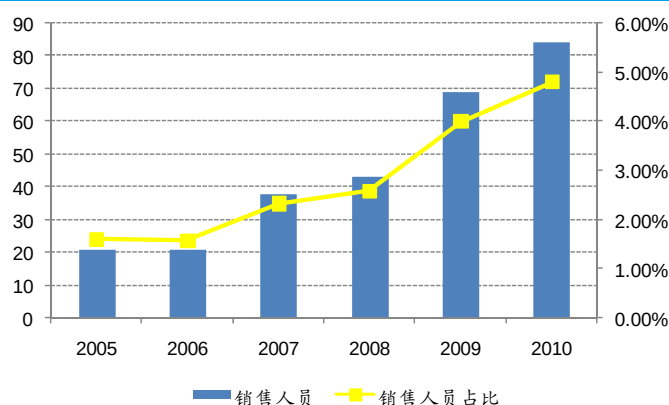
来源：公司公告、国金证券研究所

图表41：壹桥苗业海参苗毛利率为30%-35%



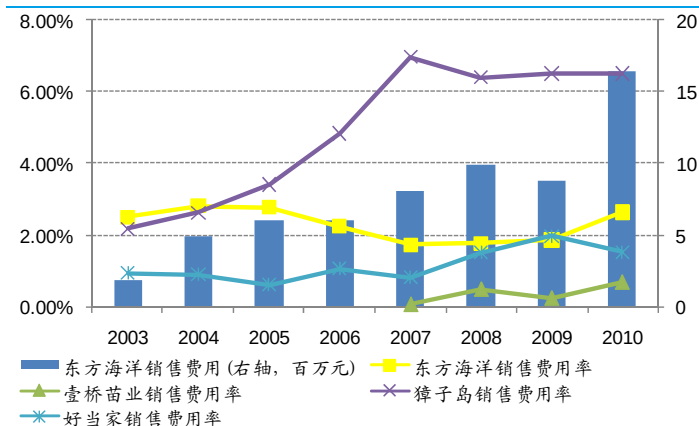
- **销售渠道的逐步完善有望助推销量增长。**公司于2010年设立销售全资子公司，负责深海鳕鱼胶原蛋白、底播刺参以及深海水产品加工等系列产品的国内销售推广。截止2010年，公司已在全国范围内发展专卖店客户95家、市级代理商33家、区级代理商19家等，建立了分布全国17省、4个直辖市和70余个地级市的销售网络。在销售全资子公司设立以后，预计公司未来将进一步推进市场营销网络建设，通过扩大市场推广来消化未来几年产量的上升。

图表42：公司销售团队的规模趋势



来源：公司公告、国金证券研究所

图表43：公司销售费用支出增长趋势



其他养殖业务：大菱鲆和海带苗规模平稳，三文鱼等待发力

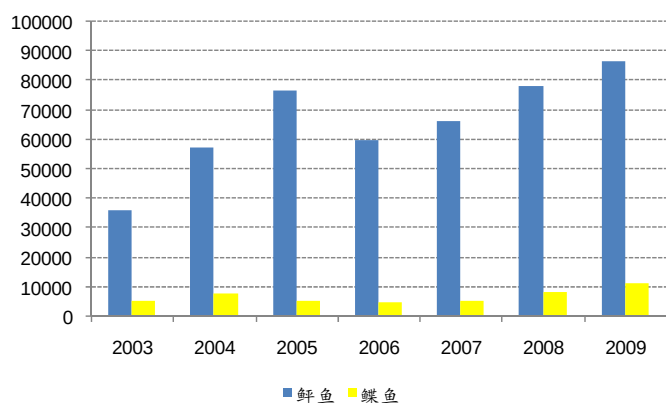
大菱鲆和海带苗养殖业务规模平稳

- **预计公司大菱鲆业务将以平稳为主，产销量为400-600吨。**

- 大菱鲆在1992年引入我国，并在1999年实现了大规模苗种生产的重大突破。此后，国内大菱鲆的养殖规模和产量出现了快速扩张，产量从几千吨增长至最近几年的4万-6万吨，其中中小养殖企业和养殖户占总产量的70%-80%（而欧洲大菱鲆产量的80%-90%掌握在大企业和跨国公司手中）。
- 伴随着产量的快速扩张，国内大菱鲆的价格已经从2001年320元/公斤的最高点大幅下滑至最近几年的20-70元/公斤的区间。养殖企业的毛利率也随之出现大幅下滑。

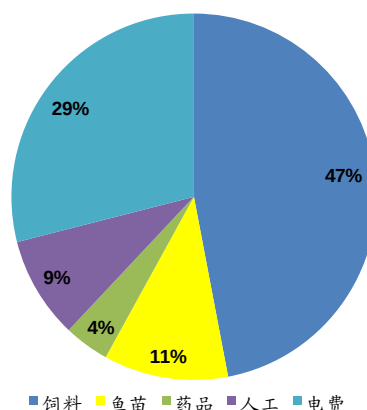
- 在行业供给量大幅上升的影响之下，公司大菱鲆产品价格和毛利率也从 04 年的 118.5 元/公斤和 71% 分别下滑至 2010 年的 51.2 元/公斤和 45%。公司大菱鲆的产销量在过去几年基本保持在 400-600 吨的水平。产能在过去几年基本保持 500 吨水平。
- 按照公司未来的发展规划，在产品结构调整方面，公司可能会对养殖成本高和市场销售不畅的名贵鱼养殖规模进行适度调整。在行业供给压力上升和毛利率趋降的行业背景之下，我们预计公司对大菱鲆业务更多是顺势而为，适度控制业务规模，把经营重心放在海参和三文鱼等盈利前景更好的业务。因此，我们判断公司大菱鲆养殖业务未来仍将延续 08 年以来的平稳态势，产销量保持在 400-600 吨之间。

图表44：我国鲆鱼（含大菱鲆）和鲽鱼的产量趋势（吨）

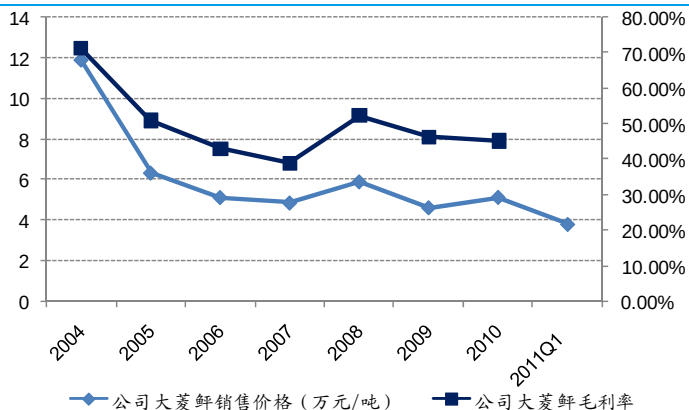


来源：《中国渔业年鉴》、《我国大菱鲆产业价值链实证研究》、国金证券研究所

图表45：大菱鲆养殖行业变动成本构成

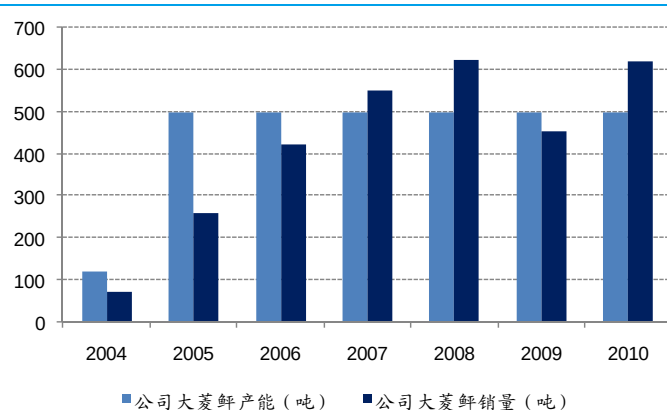


图表46：公司大菱鲆价格和毛利率走势



来源：公司公告、国金证券研究所

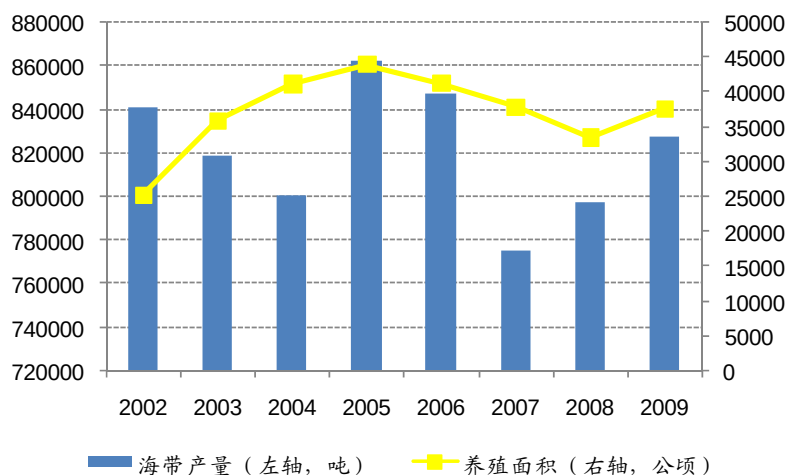
图表47：公司大菱鲆过去几年的产销量以平稳为主



- 预计公司海带苗业务同样将以平稳为主，产销量为 11-14 亿株。
- 我国海带养殖面积和海带产量增量有限，以区间波动为主。在过去 10 年里，我国海带的养殖面积为 2.5 万-4.5 万公顷，而同期的海带产量则为 76 万-86 万吨，均以区间波动为主，增量较为有限。
- 东方海洋是国内北方最大的海带育苗基地之一，海带育苗研发水平国内领先，并拥有自主育苗能力 14 亿株。其中，901 海带品种培育、901 海带产业化及无性繁殖系列制种模式开发，901 海带产业化及无性繁殖系制种、克隆在海带育苗生产上的应用研究等技术都处于行业前列。

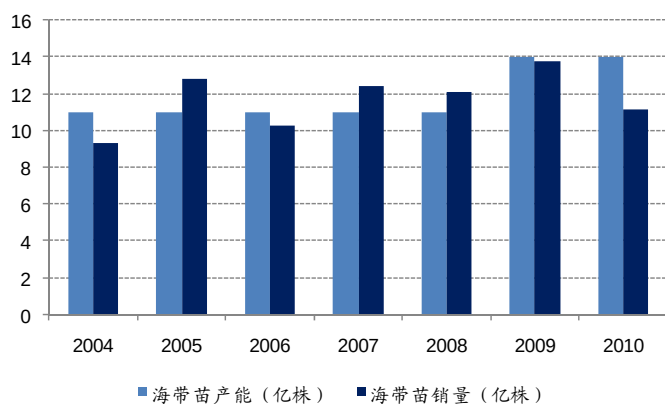
- 公司的海带苗主要销售对象为水产养殖企业（主要是多年形成的稳定客户）作为养殖苗种，不直接针对最终消费客户。公司海带苗近几年的产销规模为 11-14 亿株，产销率基本保持 100%。在海带养殖行业有限的增量和海参、三文鱼养殖业务的大蛋糕面前，我们预计公司海带业务扩产的可能性很小，更有可能的是保持近几年 11-14 亿株的产销规模。

图表48：我国海带历史养殖面积和产量



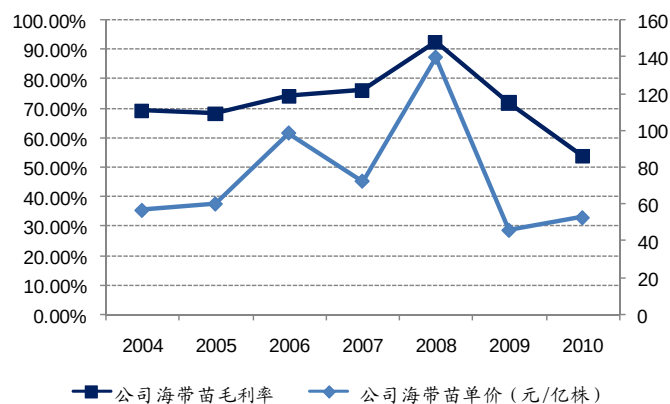
来源：《中国渔业年鉴》、国金证券研究所

图表49：公司海带苗过去几年的产销量以平稳为主



来源：公司公告、国金证券研究所

图表50：公司海带苗价格和毛利率变动趋势



三文鱼等业务等待后续发力

- 三文鱼养殖业务等待后续发力。**公司自 2010 年改造养殖车间建筑面积 7276 平方米的循环水健康养殖样板示范车间 4 座，用于三文鱼养殖。截至 2011 年 3 月底，公司三文鱼在养 20 万尾，计划 2011 年 10 月开始投产。公司的三文鱼业务尚处于起步阶段，具有不确定性。出于谨慎的考虑，我们在盈利预测中暂不考虑公司三文鱼业务的业绩贡献。我们将持续跟踪公司的三文鱼业务进展，并在后续报告中对公司三文鱼业务的投资前景为投资者做进一步的分析和探讨。
- 胶原蛋白业务锦上添花。**公司利用水产品加工业务边角料阿拉斯加深海鳕鱼的鱼皮，通过生物酶定向酶分解技术，研制提取水溶性胶原蛋白产品，用于制作食用保健品和化妆品等。

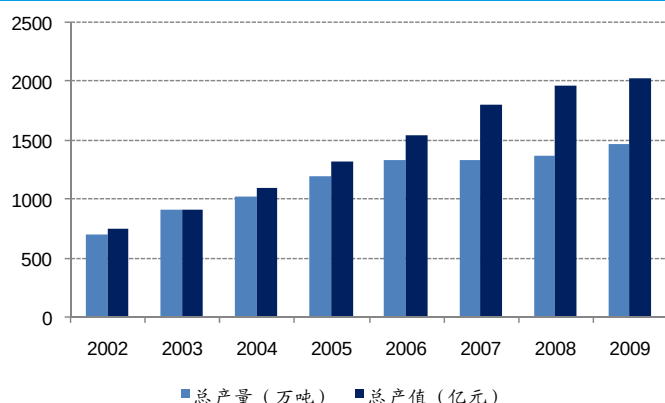
- **业务优势：**公司作为专业鳕鱼加工企业，副产品鳕鱼皮容易取得，具有一定的原料优势。此外，公司目前正在申请富硒胶原蛋白与菊粉组合物发明专利。
- **营销网络：**公司生产的胶原蛋白系列产品已在市场进行销售，采用代理经销制与专卖加盟、特殊渠道供应商及直营相结合的销售模式。
- 公司胶原蛋白生产尚处于起步阶段，现有产能约 100 吨。2009 年和 2010 年分别实现产量 54.90 吨和 53.71 吨，实现收入分别为 410.55 万元和 1133.89 万元。

水产品加工业务毛利率承压，规模趋于平稳

水产品加工行业壁垒低、竞争激烈，毛利率趋于下降

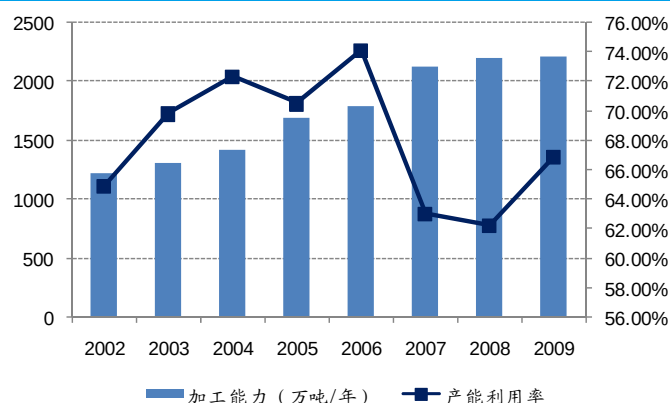
- 我国是世界上重要的水产品生产和消费大国，已经逐渐形成了冷冻加工品、干腌制品、罐制品等水产品加工体系。过去近 10 年里，我国水产品加工业的总产量和总产值年均复合增速分别达到 11%和 15%。
- 我国水产品加工企业数量从 2002 年 8140 家增加至 2009 年的 9635 家。与此同时，行业的总加工能力也从 02 年的 1225 万吨增长至 09 年的 2209 万吨。在加工企业数量和规模不断扩大的同时，各企业却没有全负荷运转，全国平均加工能力利用率为 60%-70%，加工生产企业出现一定程度的产能过剩迹象。
- 山东、福建、浙江、辽宁和广东是国内主要的水产品加工省份，加工量在全国占得份额分别为 29.56%、14.44%、13.6%、12.59%和 9.6%。其中山东省是我国最大的水产品加工省份。
- 水产品加工属于劳动密集型产业，进入壁垒低。随着竞争对手增多，加工类产品利润空间受到挤压。公司水产品加工业务的毛利率已经从 06 年的 14.49%下降至 10 年的 8.99%。其中进料加工业务的毛利率先对平稳基本维持在 5%-7%之间。而来料加工的毛利率则从 06 年的 68.13%大幅下滑至 10 年的 39.52%。

图表51：我国水产品加工行业历年的总产量和总产值

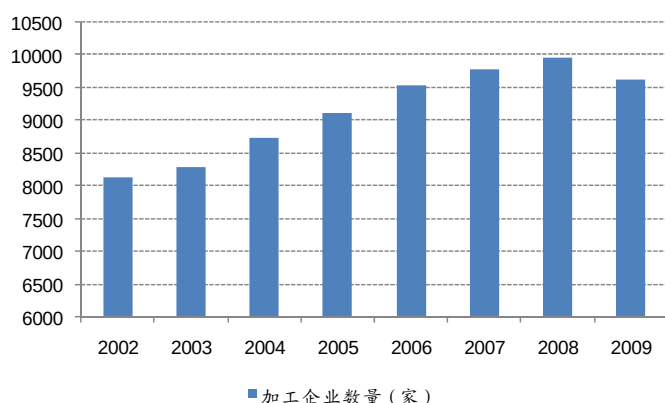


来源：《中国渔业年鉴》、国金证券研究所

图表52：水产品加工行业的加工能力逐年提升

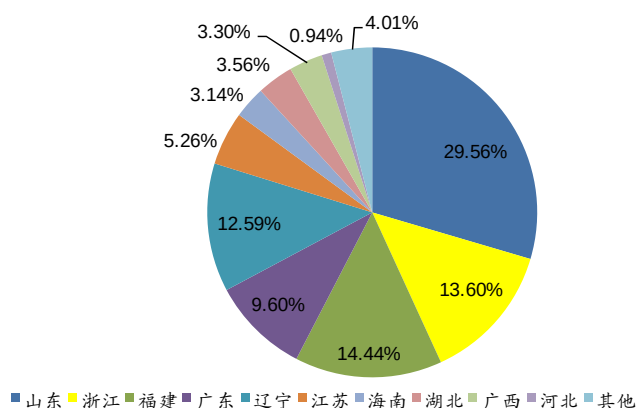


图表53：国内水产品加工企业数量总体趋于上升



来源：《中国渔业年鉴》、国金证券研究所

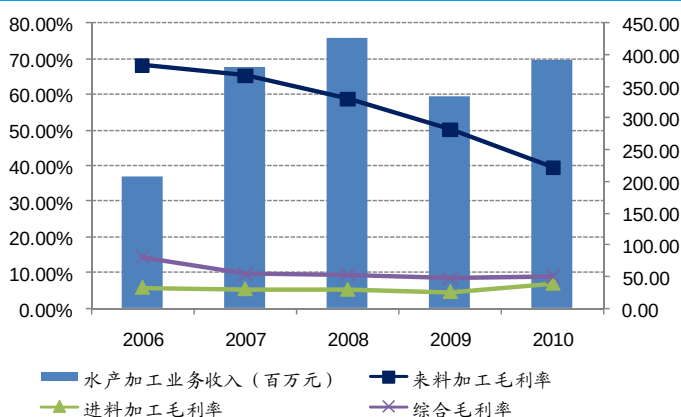
图表54：我国水产品加工业加工量的省区分布



公司水产品加工业务趋于平稳

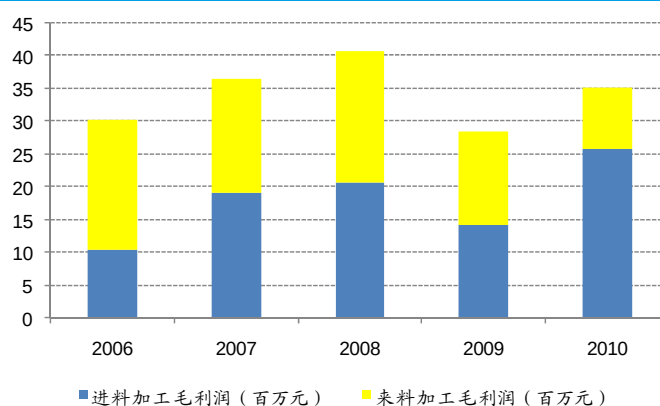
- 公司水产品加工业务主要经营真鲷鱼、红鱼、鳕鱼、鳊鱼和鲈鱼等冷冻鱼类的进料加工和来料加工。进料加工由公司根据国际市场供需情况和客户的购买意向直接从海洋捕捞公司或冻鱼供应商处购买原材料，根据客户订单进行生产和销售。而来料加工由客户自行购买原材料并销售产成品，公司提供委托加工服务，收取相应的加工费。

图表55：公司水产加工业务收入和毛利率趋势



来源：公司公告、国金证券研究所

图表56：公司进料加工和来料加工毛利构成



- 公司的出口主要采用经销商模式，即公司直接将产品销售给欧洲、日本、美国的大型水产品经销企业，再由经销商的销售渠道进入欧洲、美国、日本大型超市等零售市场。
- 公司目前拥有 5.8 万吨的水产品加工能力和 8 万吨冷库冷藏能力。公司过去 3 年的水产品加工总量基本稳定在 1.7-2 万吨的区间水平，业务收入也基本稳定在 3-5 亿元。
- 在人民币升值和劳动力成本上升的趋势之下，作为劳动力密集型产业的水产品加工行业的利润空间将有可能进一步收缩，相对于高毛利率的海水养殖行业，其新引力也将进一步减少。在经过前期的战略转型以后，公司目前的经营重心主要放在海水养殖业务上（特别是海参养殖），预计公司的水产品加工业务也将趋于平稳。

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	560	474	624	816	975	1,144
增长率		-15.5%	31.8%	30.8%	19.4%	17.4%
主营业务成本	-445	-366	-476	-615	-707	-809
% 销售收入	79.5%	77.3%	76.2%	75.3%	72.6%	70.7%
毛利	115	108	148	201	267	335
% 销售收入	20.5%	22.7%	23.8%	24.7%	27.4%	29.3%
营业税金及附加	0	-2	-2	-2	-3	-3
% 销售收入	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-10	-9	-16	-21	-24	-29
% 销售收入	1.8%	1.9%	2.6%	2.6%	2.5%	2.5%
管理费用	-20	-32	-26	-38	-41	-48
% 销售收入	3.5%	6.7%	4.2%	4.7%	4.2%	4.2%
息税前利润（EBIT）	85	65	104	139	199	255
% 销售收入	15.1%	13.8%	16.7%	17.1%	20.4%	22.3%
财务费用	-27	-19	-35	-35	-41	-44
% 销售收入	4.8%	4.0%	5.5%	4.3%	4.2%	3.8%
资产减值损失	-13	4	1	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	45	50	70	104	158	211
营业利润率	8.0%	10.6%	11.2%	12.7%	16.2%	18.4%
营业外收支	2	7	6	3	3	3
税前利润	47	57	76	107	161	214
利润率	8.4%	12.0%	12.2%	13.1%	16.5%	18.7%
所得税	0	0	-1	-1	-2	-2
所得税率	0.0%	0.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
净利润	47	57	75	105	160	212
少数股东损益	1	1	2	2	2	2
归属于母公司的净利润	46	55	73	104	158	210
净利率	8.2%	11.7%	11.8%	12.7%	16.2%	18.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	47	55	73	105	160	212
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	36	25	49	58	62	69
非经营收益	28	25	26	6	46	49
营运资金变动	-193	-10	-126	-54	-81	-87
经营活动现金净流	-83	96	23	115	186	243
资本开支	-218	-306	-166	-124	-151	-252
投资	-3	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-221	-306	-166	-125	-151	-252
股权募资	559	0	0	0	0	0
债权募资	148	-52	171	149	26	73
其他	-23	-18	-5	-42	-61	-64
筹资活动现金净流	684	-71	166	107	-35	9
现金净流量	380	-281	23	97	0	0

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	461	180	203	300	300	300
应收款项	136	79	111	133	159	186
存货	253	324	415	477	549	627
其他流动资产	42	48	17	20	23	26
流动资产	892	632	747	930	1,031	1,140
% 总资产	56.0%	38.7%	39.6%	43.5%	44.2%	43.4%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	622	922	1,061	1,157	1,247	1,430
% 总资产	39.0%	56.5%	56.3%	54.1%	53.5%	54.4%
无形资产	80	78	78	50	53	57
非流动资产	702	1,000	1,139	1,210	1,303	1,488
% 总资产	44.0%	61.3%	60.4%	56.5%	55.8%	56.6%
资产总计	1,594	1,632	1,886	2,140	2,333	2,628
短期借款	426	366	538	687	713	785
应付款项	60	86	87	117	136	156
其他流动负债	3	4	6	20	22	23
流动负债	488	456	631	825	870	965
长期贷款	30	45	37	37	37	38
其他长期负债	13	20	32	0	0	0
负债	531	520	700	862	907	1,003
普通股股东权益	1,038	1,086	1,160	1,251	1,396	1,594
少数股东权益	25	25	26	28	30	31
负债股东权益合计	1,594	1,632	1,886	2,140	2,333	2,628

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.376	0.227	0.301	0.425	0.646	0.860
每股净资产	8.514	4.454	4.758	5.130	5.726	6.537
每股经营现金净流	-0.679	0.392	0.094	0.471	0.763	0.994
每股股利	0.000	0.060	0.000	0.050	0.050	0.050
回报率						
净资产收益率	4.42%	5.09%	6.32%	8.28%	11.29%	13.16%
总资产收益率	2.88%	3.39%	3.89%	4.84%	6.76%	7.98%
投入资本收益率	5.54%	4.24%	5.73%	6.89%	9.06%	10.31%
增长率						
主营业务收入增长率	20.73%	-15.46%	31.76%	30.82%	19.43%	17.36%
EBIT增长率	44.26%	-22.88%	58.94%	34.18%	42.76%	28.09%
净利润增长率	19.70%	20.54%	32.65%	41.24%	52.14%	33.07%
总资产增长率	88.73%	2.37%	15.56%	13.49%	9.01%	12.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	48.2	58.9	49.8	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	185.4	287.9	283.8	283.0	283.0	283.0
应付账款周转天数	19.5	31.6	23.6	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	340.4	461.8	615.1	490.3	425.5	404.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.49%	20.75%	31.40%	33.17%	31.54%	32.19%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.4	3.0	4.0	4.9	5.8
资产负债率	33.32%	31.89%	37.11%	40.26%	38.89%	38.16%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	10	10	17
买入	0	1	2	2	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.25	1.19	1.18	1.27

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B