

2012-8-22

公司报告(点评报告)

评级

首次

 建议询价区间: 22.72~25.11
 上市首日定价区间: 0~0

分析师: 叶思阳

☎ (8627)65799581

✉ yesy@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512080002

联系人: 王伟

☎ (8627)65799581

✉ wangwei18@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

发行数据

总股本(万股)	6,600.00
发行数量(万股)	2,200.00
网下发行(万股)	
网上发行(万股)	1,100.00
保荐机构	
发行日期	2012-8-27
发行方式	网下询价,上网定价

百洋股份 (002696)

百洋股份新股询价报告: 腾飞中的国内龙头罗非鱼提供商

报告要点

百洋水产集团股份有限公司主营业务为罗非鱼产品和水产饲料的生产与销售,目前初步形成了“以水产食品为核心,以水产饲料、水产养殖、水产生物制品为三大支点”的业务发展格局。公司是中国规模最大的罗非鱼水产食品提供商,近年罗非鱼食品出口量位居行业首位。

罗非鱼消费提升空间较大

随着人类生活水平的提高,代表着白肉消费的水产品需求快速提升,我们认为未来水产品市场规模将会持续增长。中国是全球罗非鱼的主产区,产量占比约为 40%左右,中国大陆的罗非鱼产品占美国市场的 70%以上,是美国罗非鱼进口的主要来源。中国占全球的市场份额仍有较大提升空间。

核心商业模式: 纵向一体化与横向规模化

纵向一体化与横向规模化的商业模式是保障公司继续做大市场份额的主要驱动因素。纵向一体化有助于降低罗非鱼采购成本以及有效控制食品安全、保障原料的稳定供应,横向规模化保障公司的规模效应及大客户黏性。

募投项目简介

公司拟向公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 2,200 万股,占发行后总股本的 25%。募集资金将用于“北流年产 1.54 万吨水产食品加工厂建设项目”等项目。

询价建议

目前农业行业中业务相近公司 2012 年的平均动态 PE 为 26.57,参照公司未来几年良好的业绩成长性,我们基于公司 2012 年的业绩预测给予 25~28x 的市盈率,对应的合理询价区间在 22.72~25.11 元/股。

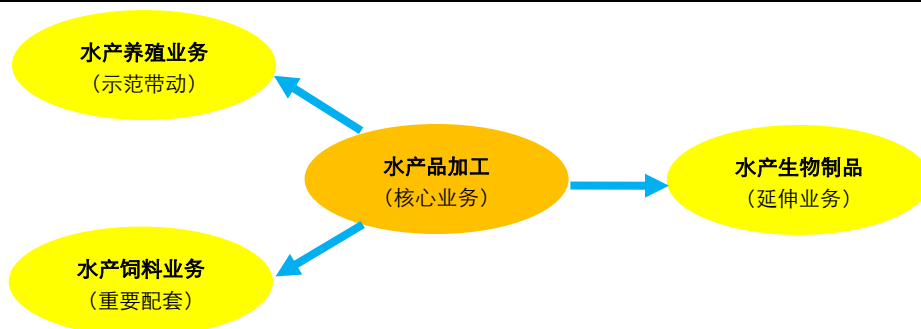
主要财务指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1013	1171	1359	1752
增长率(%)	32%	16%	16%	29%
归属母公司所有者净利润(百万元)	64.8	79.5	107.0	136.3
增长率(%)	40%	34%	22%	27%
每股收益(元)	0.737	0.903	1.216	1.549
净资产收益率(%)				
每股经营现金流(元)				

公司概况

百洋水产集团股份有限公司前身是成立于 2000 年 4 月的广西南宁百洋饲料集团有限公司，2010 年采取整体变更方式设立为股份有限公司。公司主营业务为罗非鱼产品和水产饲料的生产与销售，目前初步形成了“以水产食品为核心，以水产饲料、水产养殖、水产生物制品为三大支点”的业务发展格局。公司是中国规模最大的罗非鱼水产食品提供商，近年罗非鱼食品出口量位居行业首位，2011 年出口市场份额为 8.05%。

图 1：公司业务发展格局

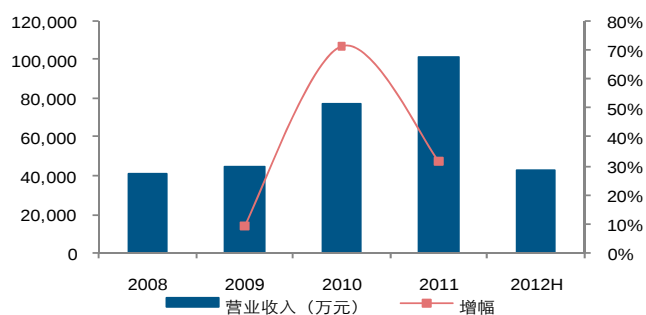


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

收入稳步增长，毛利率相对稳定

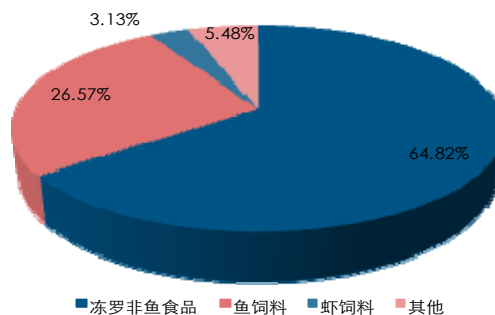
2008 年~2011 年，公司营业收入保持稳步增长，2011 年公司实现营业收入 10.13 亿元，近三年年均复合增长率 34.95%。公司主营产品是冷冻罗非鱼，原料鱼大部分来源于外购，自养比重较小。2011 年该项业务收入占比 64.82%，其次，鱼饲料和虾饲料收入占比 29.70%，其他罗非鱼加工副产品收入占比为 5.48%。

图 2：2008~2012H 公司营业收入（万元）及增幅



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 3：2011 公司主要业务收入构成

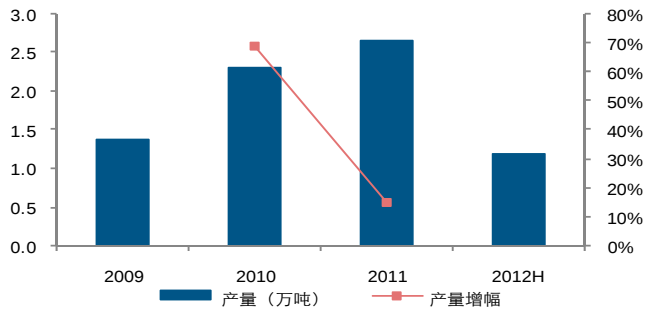


资料来源：Wind，长江证券研究部

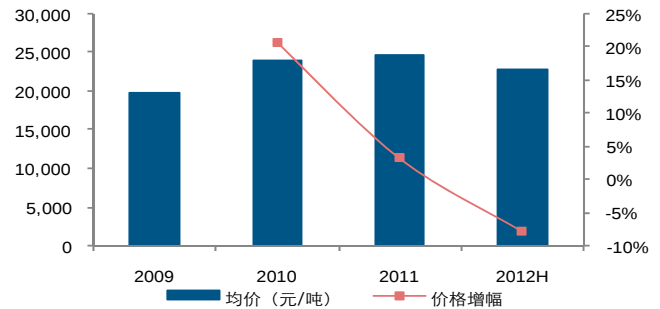
公司近年来营收稳步增长主要系公司新设和并购的子公司产能陆续释放带来罗非鱼的销量稳步提升。2009~2011 年公司罗非鱼食品销量年均复合增长率为 29.34%，均价的年均复合增长率为 11.68%。

图 4：2009~2012H 公司罗非鱼食品销量（万吨）及增幅

图 5：2009~2012H 公司罗非鱼食品均价（元/吨）及增幅



资料来源：Wind, 长江证券研究部

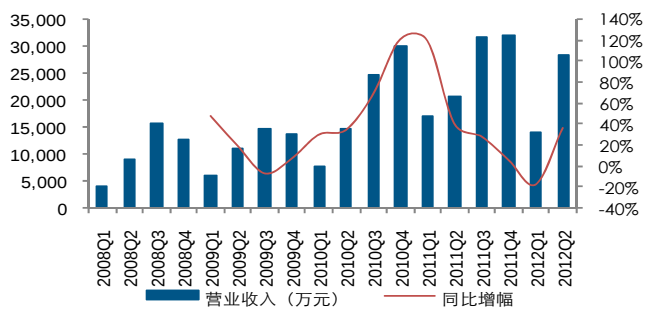


资料来源：Wind, 长江证券研究部

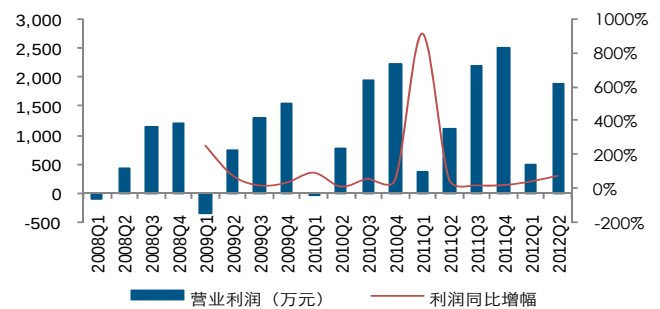
由于罗非鱼属于热带鱼类，受气候条件影响，国内罗非鱼养殖季节性特征明显，一般每年6~10月份为养殖旺季，11月至次年3月为淡季，公司主要从事罗非鱼加工和水产料生产，故经营也具有显著的季节性特征，通常下半年是公司营利双升阶段，上半年业绩贡献较少。

图 6: 2008~2012H 公司营业收入（万元）（分季度）及同比增幅

图 7: 2008~2012H 公司营业利润（万元）（分季度）及同比增幅



资料来源：Wind, 长江证券研究部



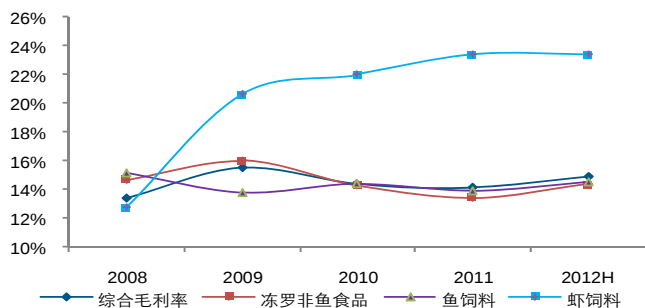
资料来源：Wind, 长江证券研究部

稳定原料来源保障毛利率稳定

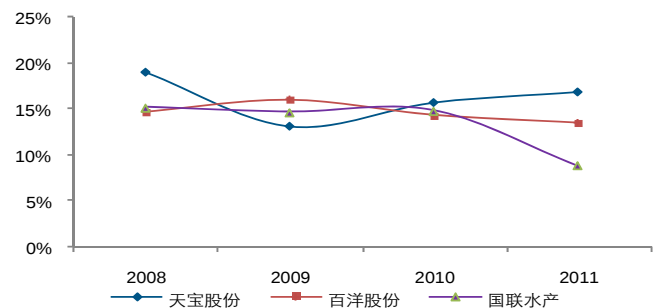
2008 年至今公司毛利率相对稳定，保持在 14% 左右，各项业务中虾料毛利率最高。2011 年公司综合毛利率为 14.86%，其中虾料毛利率为 23.38%，冻罗非鱼和鱼料毛利率分别为 14.37% 和 14.48%。与水产加工和罗非鱼养殖的其他公司相比较，公司毛利率较为稳定。

图 8: 2008~2012H 公司综合毛利率

图 9: 2008~2011 公司与同行业公司毛利率比较



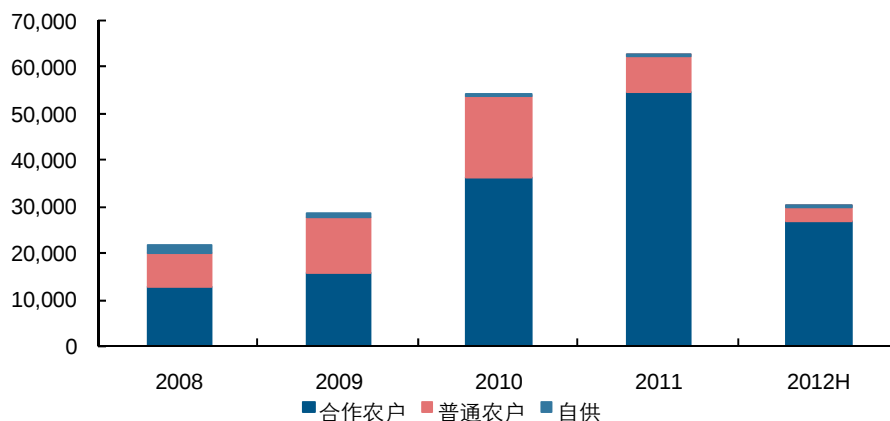
资料来源：Wind, 长江证券研究部



资料来源：Wind, 长江证券研究部

罗非鱼的加工成本中，原料鱼收购成本占生产成本 80%以上。而国内罗非鱼加工行业是一个充分竞争行业，成本控制是影响行业内企业利润水平的主要因素，因此拥有稳定的鱼源的企业毛利率相对更为稳定。公司的原料鱼主要来自于合作农户，2011 年占比 88.17%，2008~2011 年公司从普通农户收购的原料鱼比重逐渐减少。公司与农户的合作模式规模不断扩大，有利于保障原料鱼收购成本的稳定性，以保障毛利率的稳定性。

图 10：公司原料鱼来源中普通农户占比逐渐减少（吨）



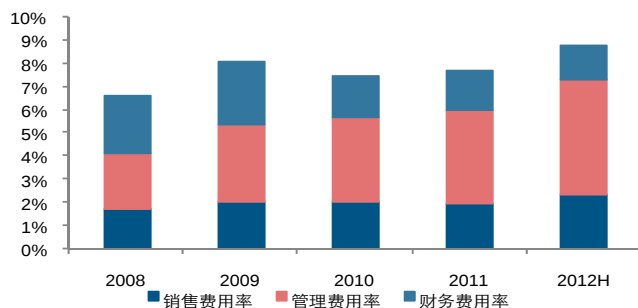
资料来源：Wind, 长江证券研究部

期间费用较为稳定，净利润稳步增长

2008~2011 年公司期间费用均值为 7.47%，2012 年上半年期间费用率较 2011 年上升 1.13 个百分点，主要系季节性因素导致上半年公司营业收入较少，而费用开支的季节性不明显，我们判断全年费用率会保持稳定。

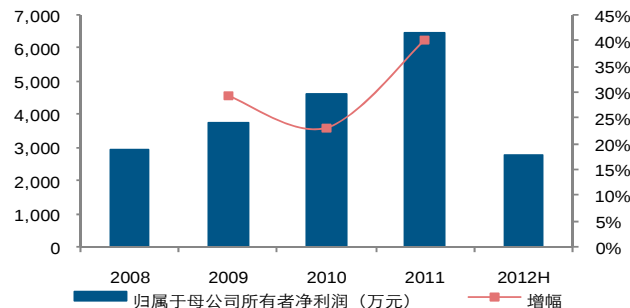
政府对于公司的补助对净利润影响较大：2010~2012H 计入当期损益的政府补助分别为：848.92 万元、994.13 万元和 519.0 万元，占当期净利润分别为 15.89%、13.95% 和 17.93%。2011 年公司实现归属于母公司所有者净利润 6481.63 万元，同比增长 40%，近三年年均复合增长率 30.68%。

图 11：2008~2012H 公司期间费用率



资料来源：Wind, 长江证券研究部

图 12：2008~2012H 公司归属于母公司所有者净利润（万元）及增幅

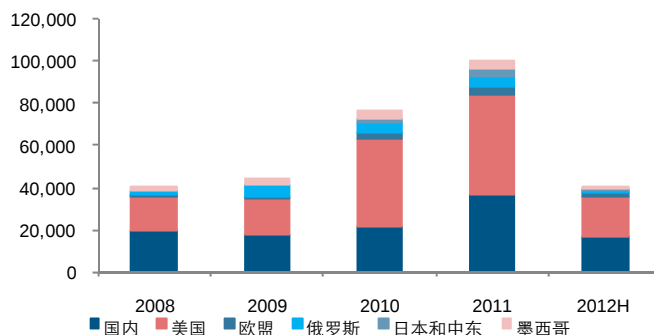


资料来源：Wind, 长江证券研究部

产品以出口为主，美国是最大输出市场

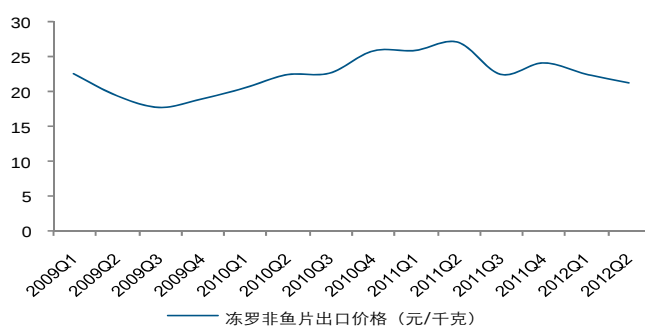
公司产品以出口为主，市场主要以美国、欧洲和中东为主。2008 年~2012 年中期公司出口和内销均取得了较好的增长，其中出口销售收入占销售收入的比重均值为 62.21%，内销收入平均占比 37.8%，且内销收入比重近两年有逐步提升趋势。公司出口销售对美国依赖较大，2008 年~2012 年上半年出口美国市场占比平均值为 45.57%。

图 13：2008~2012H 公司分地区销售收入构成



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 14：2009~2012H 公司冻罗非鱼片出口价格（元/千克）



资料来源：Wind，长江证券研究部

公司出口产品销售主要面向国际大型水产交易商，主要通过在国内外水产品展会与国外客户进行接触，在通过客户的合格供应商评定后为其供货，销售模式为买断式。由于原料鱼的供应具有季节性，每年 9 月至次年 1 月为加工生产及销售旺季。

图 15：公司水产加工食品的营销网络分布图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

股权结构

公司发行前股本 6,600 万股，本次发行 2,200 万股，发行后为 8,800 万股，占发行后总股本 25%。公司实际控制人为孙忠义、蔡晶夫妇，其中孙忠义持有 3,874.48 万股，占发行后总股本 44.03%，蔡晶持有 873.66 万股，占发行后总股本 9.93%。

表 1：公司发行前后股本结构

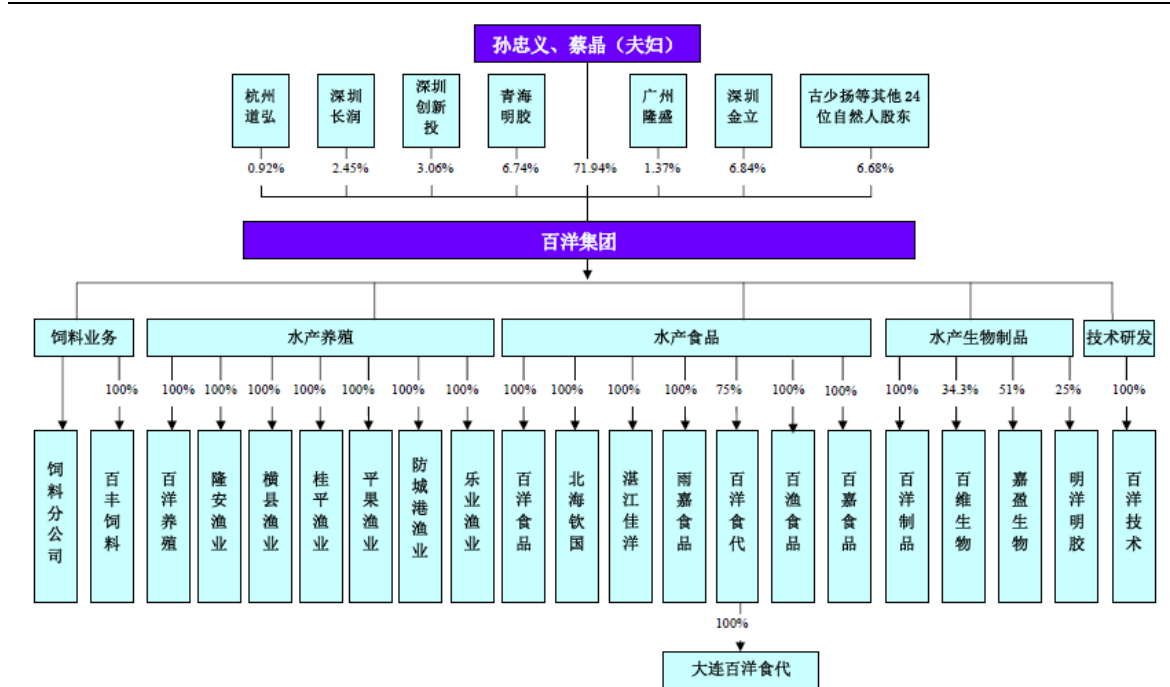
序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
1	孙忠义	3,874.00	58.7	3,874.00	44.03
2	蔡晶	873.66	13.24	873.66	9.93

3	深圳金立	451.7123	6.84	451.7123	5.13
4	青海明胶	444.8973	6.74	444.8973	5.06
5	古少扬	225.8561	3.42	225.8561	2.57
6	深圳创新投	202.226	3.06	202.226	2.3
7	深圳长润	161.7808	2.45	161.7808	1.84
8	广州隆盛	90.3425	1.37	90.3425	1.03
9	杭州道弘	60.6678	0.92	60.6678	0.69
10	其他 23 位	214.3818	3.25	214.3818	2.44
11	自然人股东	-	-	2200	25
	合计	6,600	100	8,800	100

资料来源：长江证券研究部

公司共拥有 19 个子公司及 1 个二级子公司、1 家参股公司和 1 家分公司，2011 年前 5 家子公司包括百洋食品、北海钦国等贡献净利润 4107.38 万元，占上市公司年度净利润 63.37%。

图 16：公司股权结构及子公司分布图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

罗非鱼消费提升空间较大

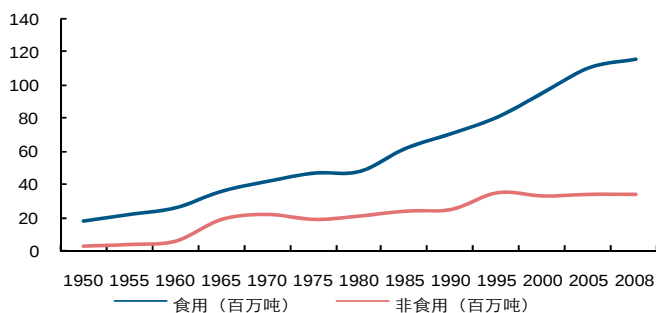
食品消费升级，水产品需求持续增长

随着人类生活水平的提高，代表着白肉消费的水产品需求快速提升，我们认为未来水产品市场规模将会持续增长。

以我国为例，随着中国经济的快速发展、人们生活水平的不断提升，我国年人均水产品占有量也在逐年攀升，从改革开放之初的 4.6 千克，快速增长到 2010 年的 40.2 千克，

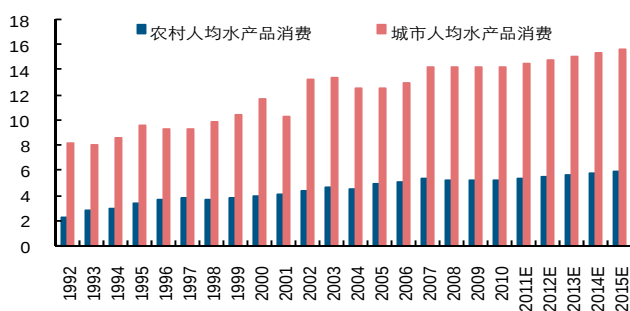
大幅增长约 7.74 倍。另外，随着城市化水平提高，居民人均水产品消费量将逐步上升，2007 年我国城镇居民人均水产品消费量已达到 14.2 千克，远高于农村居民 2010 年 5.15 千克的人均消费量。根据历史消费增速测算，2015 年我国城镇居民人均水产品消费量将达到 15.62 公斤/人，农村居民消费量将达到 5.92 公斤/人。

图 17：1955-2008 全球水产品消费量



资料来源：FAO，长江证券研究部

图 18：1992~2015（E）年我国水产品消费量（千克）

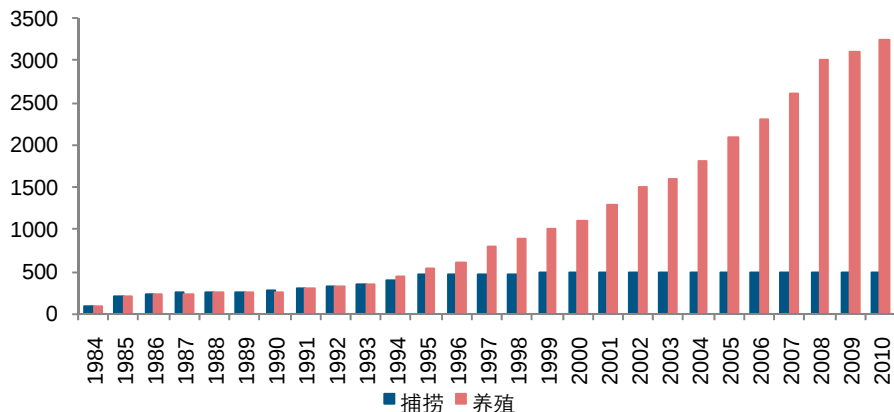


资料来源：Wind，长江证券研究部

罗非鱼需求前景广阔，中国在全球的市场份额持续提升

罗非鱼以其肥大肉厚、质嫩刺少、口感鲜甜，逐渐成为深海鳕鱼等传统白肉鱼的替代品。罗非鱼被世界水产协会称为“21 世纪鱼类食品”，并被联合国粮农组织列为人类六大主要食品之一。2009 年全球罗非鱼养殖产量超过鲑鱼，达到 310 万吨，预计未来几年消费量将持续增长。

图 19：全球罗非鱼供给状况（千吨）

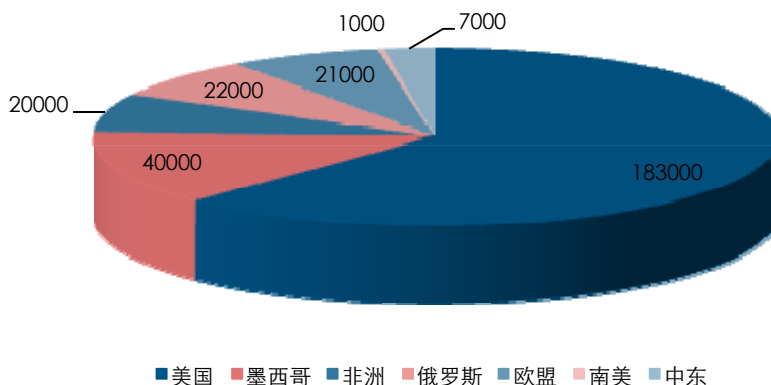


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

消费市场集中于北美

全球罗非鱼消费市场集中度较高，美国、墨西哥、俄罗斯、欧盟等是全球主要的罗非鱼消费市场。2009 年，全球罗非鱼（产成品）贸易量约 30 万吨，其中美国的进口量占 60%以上，墨西哥、欧盟、中东地区等市场约占 40%。

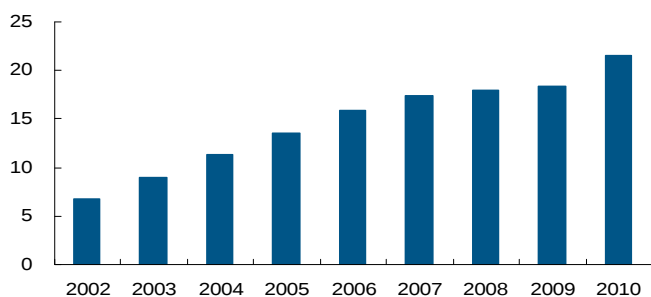
图 20：2009 年全球罗非鱼进口分布（吨）



资料来源: GLOBEFISH, 长江证券研究部

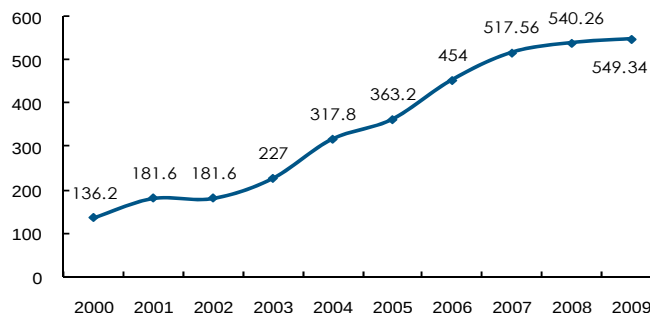
美国是全球罗非鱼的主要进口国, 其市场需求持续增长。美国 95% 以上的罗非鱼消费依赖进口, 2009 年进口量达到 18.33 万吨 (折合等量活鱼 47 万吨), 占全球罗非鱼贸易总量的 60% 以上, 进口金额达到 7 亿美元。根据美国海洋渔业局的统计, 美国罗非鱼进口量从 2002 年的 6.72 万吨增长至 2010 年的 21.54 万吨, 年复合增长率超过 20%。2009 年人均罗非鱼消费量达到 549.34 克, 是 2000 年的 4 倍, 罗非鱼已位列美国前五大鱼类消费品。

图 21: 2002-2010 年美国罗非鱼进口趋势(万吨)



资料来源: National Marine Fisheries Service, 长江证券研究部

图 22: 2000-2009 年美国人均罗非鱼消费量 (克/年)



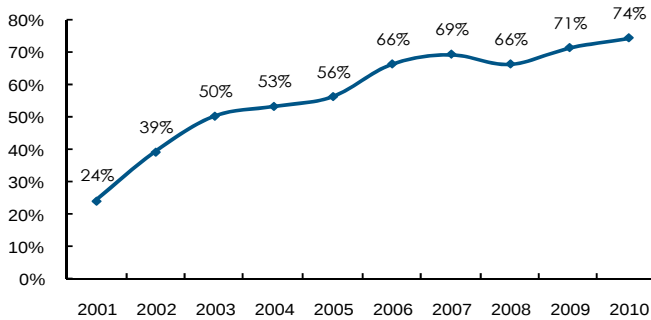
资料来源: AMERICAN TILAPIA ASSOCIATION, 长江证券研究部

中国占全球的市场份额仍有较大提升空间

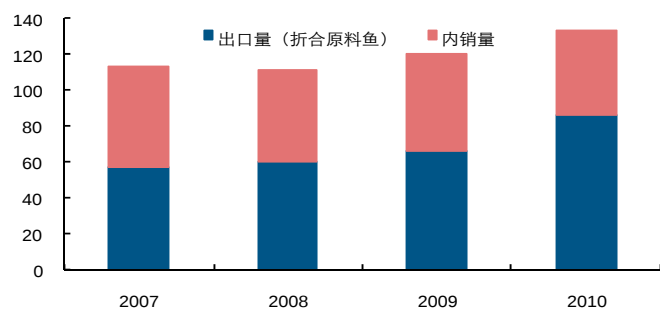
中国是全球罗非鱼的主产区, 产量占比约为 40% 左右, 中国大陆的罗非鱼产品占美国市场的 70% 以上, 是美国罗非鱼进口的主要来源。在出口量不断增长的同时, 内销也较为稳定。近年内销量维持在 50 万吨左右, 占总产量约 35%。

图 23: 中国罗非鱼在美国市场占有率

图 24: 中国罗非鱼出口内销对比(万吨)



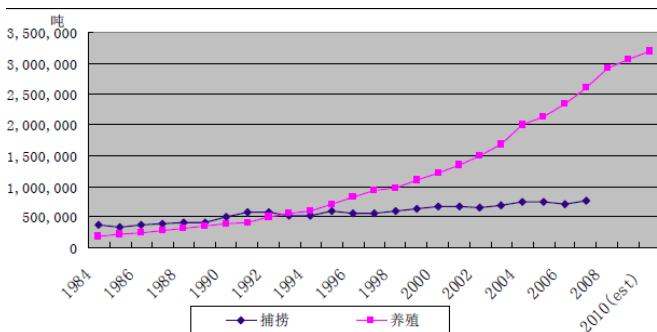
资料来源：National Marine Fisheries Service, 长江证券研究部



资料来源：AMERICAN TILAPIA ASSOCIATION, 长江证券研究部

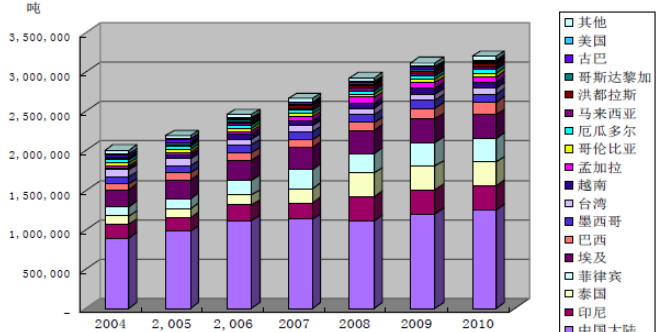
2010 年全球罗非鱼产量约为 320 万吨，美国从中国的进口量占全球产量比重仅为 6.73%。按照全球罗非鱼近十年来的行业增速，未来罗非鱼产量的年均增速仍可以保持在 10% 以上。

图 25: 全球罗非鱼供给状况 (吨)



资料来源：招股说明书, 长江证券研究部

图 26: 世界主要国家养殖罗非鱼产量 (吨)



资料来源：招股说明书, 长江证券研究部

罗非鱼深加工食品消费潜力巨大

受国内居民传统的消费习惯的影响，内销的罗非鱼多数是未经加工的鲜活鱼，因此，目前国内罗非鱼的加工比例仍不高。

鲜活罗非鱼一方面运输成本高，运输半径有限，且在运输过程中容易遭受各类污染，食品卫生安全缺乏保障；另一方面消费者在购买鲜活鱼后，其加工、烹饪的过程复杂，无法满足城市生活方便快捷的消费需求。

因此，在城市化率不断提高，生活节奏加快，食品需求方便快捷化以及食品安全日益受重视的背景下，国内居民的消费观念正在逐步改变，未来国内对罗非鱼的需求将逐渐从鲜活鱼转变为经过良好加工及保鲜的各类罗非鱼产品。

国内罗非鱼加工行业壁垒分析

国内罗非鱼养殖基本集中在广东、广西、海南和福建四省，初加工行业准入壁垒不高，但是能够做到上下游产业链一体化的大型企业相对较少，我们判断，随着行业规范程度的不断提高以及市场竞争程度加剧，行业集中度有望得以提升，行业内龙头企业有望受益规模优势以及其他优势挤占中小企业退出的市场份额。

行业壁垒

罗非鱼养殖加工行业存在资源、食品安全、规模以及技术四大壁垒，先入者具有显著的竞争优势。我们认为，未来随着行业竞争加剧，行业壁垒会逐步提升，利好优质龙头企业持续成长。

表 2：罗非鱼养殖加工行业壁垒

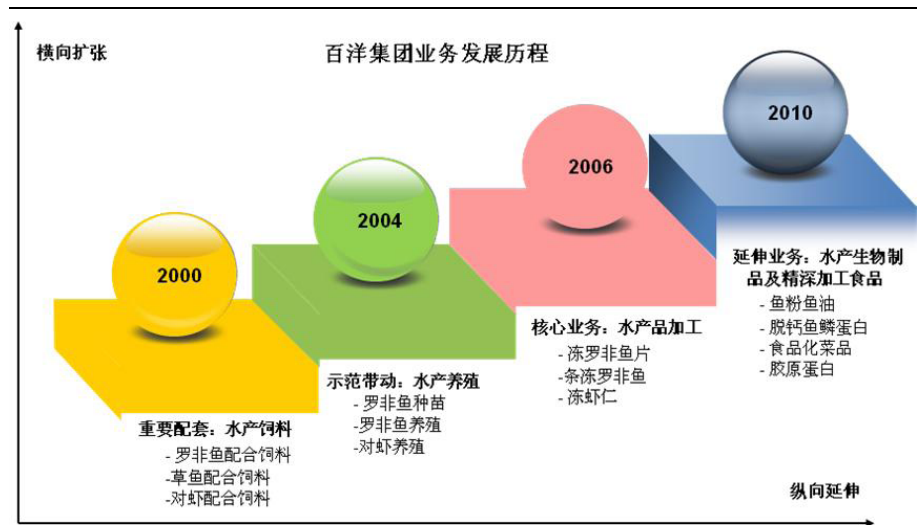
分类	内容
资源壁垒	水产养殖环境直接影响到养殖生物的生存、产品口感、规格及品质。罗非鱼作为热带性鱼类，适宜生长水温为22℃-35℃，生存临界最低水温为9℃左右。我国罗非鱼主要产于广东、海南、广西、福建等省区，同时鲜活原料鱼不适于远距离运输的特点决定了加工企业必须就近建厂。因此能否掌握稳定可靠的符合品质要求的原料鱼资源是加工企业能否于行业中立足的基础。
食品安全壁垒	食品安全关系到消费者的健康和生命安全，近年来各类食品安全事故频发，引发了消费者及政府部门对食品安全的高度重视，各国纷纷通过立法加强对食品安全的监管。发达国家作为水产品的主要进口国更是建立了严格的检测标准及准入制度。除此之外，一些大的采购商还要求供应商通过 BRC、ACC 之 BAP 等高端认证，水产行业食品安全壁垒越来越高。
产业规模壁垒	罗非鱼产业涵盖养殖、加工、副产品加工、销售等环节，其上游的农业生产属性表现出占有资源的重要性，但农业生产的特殊性又使得其无法有效地抗击自然风险。因此，单一从事某一环节的生产无法实现效益最大化并有效抵抗风险。通过产业化规模运作，能够有效地整合各环节的资源，提高原料的利用效率，并将市场波动的风险于内部消化，实现效益最大化。新进入的企业往往很难在短期内实现在产业链各环节的布局，先入者有较明显的竞争优势。
技术壁垒	罗非鱼产业各环节都存在较高的技术壁垒，如种苗选种育种、种质提纯复壮、饲料营养的研发、健康养殖技术、产品精深加工技术及副产品综合利用等环节都具有较高的技术含量，需要持续的研发投入。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

核心商业模式：纵向一体化与横向规模化

公司专注于罗非鱼养殖及加工领域，经过数十年发展，已经形成了“水产饲料—水产苗种及养殖—水产品加工—水产食品精深加工—水产生物制品开发—销售”的完整产业链。公司于 2000 年以生产水产饲料起家，2004 年开始涉足罗非鱼养殖，2006 年将产业链延伸至罗非鱼加工并迅速做大，2010 年公司已经开始进行水产生物制品及精深食品加工。

图 27：公司业务发展历程



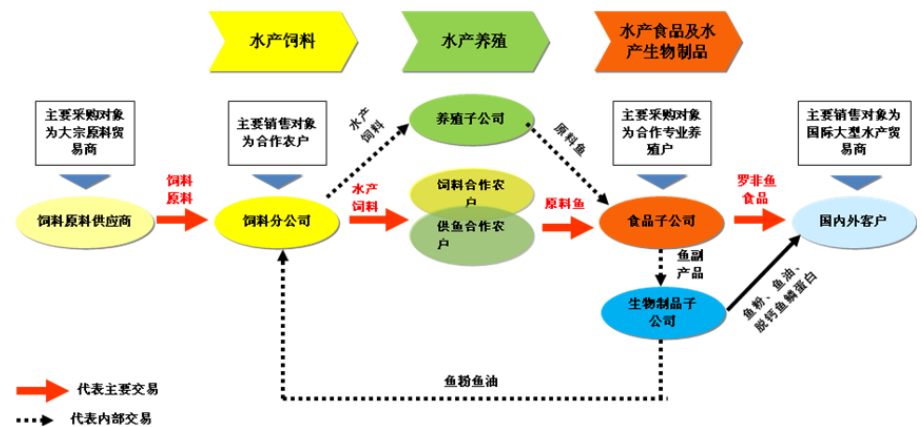
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

我们认为，纵向一体化与横向规模化的商业模式是保障公司继续做大市场份额的主要驱动因素。

产业链纵向一体化有助于降低成本及有效控制食品安全

罗非鱼加工行业，原料鱼采购成本比重较大，产业链一体化有利于成本内部化，且通过出售饲料给合作农户，有助于保障原料的稳定供应。另外，食品安全是出口企业的生存之本，公司产业链覆盖从饲料生产到终端产品的各个环节，具备可持续发展的能力。

图 28：公司整体业务流程图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

创新合作模式（南宁模式）：持续做大的保障

罗非鱼加工企业经营主要有两种模式：一是单一的加工厂模式；另一种是“公司+基地+农户”模式。相较于国内主流的小型罗非鱼加工模式，“公司+基地+农户”模式对于企业的资质要求较高，但能够保障稳定的原料来源与效益最大化。

表 3：罗非鱼加工行业两种模式优劣势对比

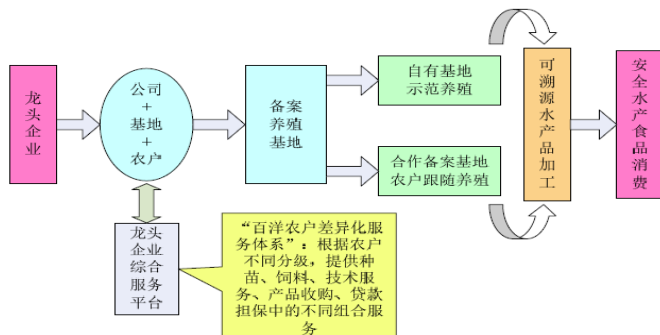
模式	“单一加工厂”模式	“公司+基地+农户”模式
概况	国内中小型罗非鱼加工企业的主要模式。只进行水产品粗加工和低端市场的销售，多数小规模企业主要是收取加工费用，为较大型企业提供 OEM 加工服务。	该模式中的“公司”居主导地位，基地一般由“公司”构建，主要负责示范带动农户养殖，并提供种苗、饲料和养殖技术服务。
优势	资金需求量较低，技术壁垒不高	一方面解决了大规模生产所需的原料鱼的供应；另一方面通过罗非鱼的加工和精深加工及发展远距离运销以解决大规模养殖水产品的销售和提升产品附加值的问题。
劣势	加工企业地域性较强，企业利润水平较低，资金实力较弱，不能有效地控制原料鱼供应数量和品质，没有品牌效应，很难拓展高端市场的销售。	这种模式比较依赖产业链分工和合理的利益分配机制，对“公司”的产业链配套、区域布局、供销规模、品牌信誉、资金实力等方面的要求较高。目前，罗非鱼行业内仅有少数几家优势企业可采用此种模式。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

经过多年积累，公司已经探索出独特的“公司+基地+农户”模式，该模式通过资信标准将农户分为三类：普通农户、合作农户和优质合作农户，并根据农户的资质进行差异化

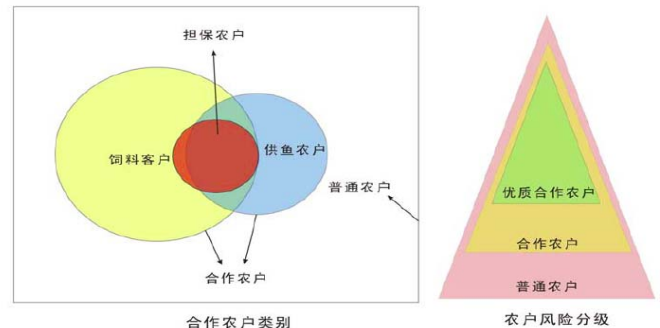
的业务服务。其中，优质合作农户可以获得公司的饲料赊销以及部分资金担保的权限。

图 29：创新农户合作模式



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 30：公司合作农户及风险分级



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

该种合作模式不同于畜禽养殖业的委托养殖模式，主要系水产养殖不便于随时观测监控，且一旦发生大规模疫情对于企业的影响较大，百洋的合作模式能够明确区分权责，有效转移公司的养殖风险。

表 4：合作农户的分类及公司提供的服务

农户类别	合作条件	签订协议类别	提供服务类别
普通农户	无	无	无
合作农户	1、具备一定经营规模 [年饲料采购量 200吨以上或年采购本公司饲料 100吨以上；或年水产养殖面积 50亩(网箱为 500平米) 以上]； 2、从事本行业经历超过三年； 3、既往业务往来信用状况良好。	1、仅采购饲料的合作农户签订合作协议、饲料购销协议； 2、仅供鱼的合作农户签订合作协议、罗非鱼购销协议及水产养殖技术服务协议； 3、既采购饲料又供鱼的合作农户签订合作协议、饲料购销协议、罗非鱼购销协议及水产养殖技术服务协议。	1、优先供应一定额度和最长账期为 120天的饲料赊销服务； 2、优先收购水产品，全程配套免费养殖技术服务。
优质合作农户	1、具备较大经营规模 [年饲料采购量 400吨以上或年采购本公司饲料 200吨以上；或年水产品养殖面积100亩(网箱为1000平米)以上]； 2、从事本行业经历超过五年或与本公司开展业务合作超过三年。 3、在公司评级达到 AA级以上； 4、经营状况良好，具备一定的资产规模。 5、既往业务往来信用状况良好，社会声誉佳。	1、仅采购饲料的担保农户签订合作协议、三方合作协议、饲料购销协议； 2、既采购饲料又供鱼的担保农户签订合作协议、三方合作协议、饲料购销协议、罗非鱼购销协议及水产养殖技术服务协议。	1、优先供应较高额度和最长账期为180天的饲料赊销服务； 2、优先收购水产品，全程配套免费养殖技术服务； 3、担保服务。

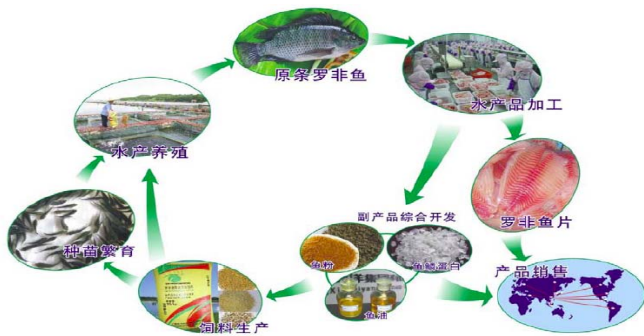
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

循环经济模式：“一条鱼”工程带来效益最大化

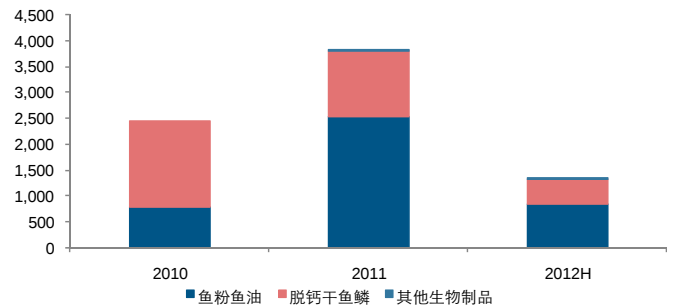
由于公司罗非鱼加工体量较大，公司积极推进副产品综合利用，通过发展循环经济提升经营效益。主要是通过对加工中的鱼皮、鱼鳞和鱼骨等下脚料进一步深加工生产鱼粉、鱼油等水产生物制品。2011 年公司实现水产生物制品销售收入 3383.30 万元，同比增长 55.12%，占总收入比例为 3.34%。

图 31：公司罗非鱼产业循环经济模式

图 32：2010~2012H 公司水产生物制品销售收入（万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

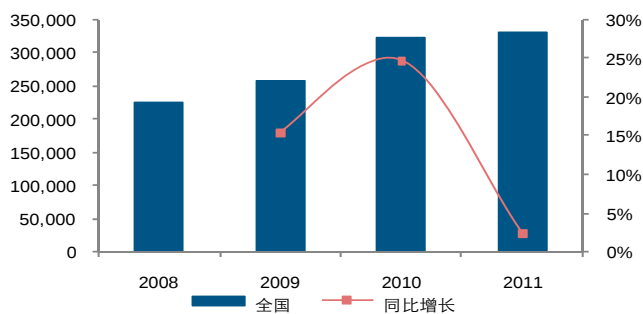


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

横向规模化保证公司持续扩张

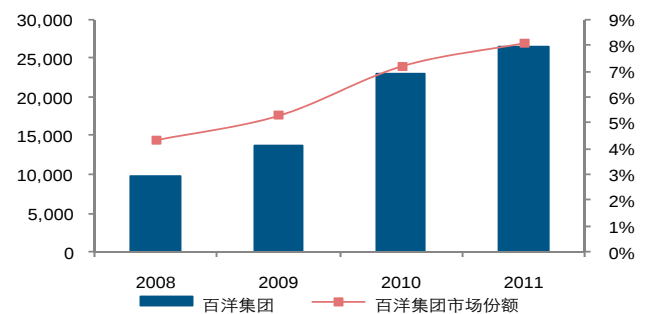
公司是目前国内最大的罗非鱼出口企业，2011 年罗非鱼出口量 2.66 万吨，占全国罗非鱼出口量 8.05%，市场份额较 2008 年提升 3.72 个百分点。我们认为，南宁模式已经较为成熟或成为公司未来扩张的主要模式，规模扩张继续提升大客户黏性，而大客户资源优势是公司规模快速扩张的有力保障，形成良性循环。

图 33：2008~2011 中国罗非鱼出口量（吨）及增幅



资料来源：水产流通与加工协会，长江证券研究部

图 34：2008~2011 公司罗非鱼出口量（吨）及市场份额



资料来源：水产流通与加工协会，长江证券研究部

大客户优势与规模扩张相辅相承

公司产品主要面向出口，客户为国际大型水产贸易商，公司作为国内最大的罗非鱼出口商，具有一定的品牌与规模优势，故客户资源较为优质。公司前 5 大客户的采购额占公司年销售额的比重为 20~30%，在宏观经济持续低迷的 2010 年至今公司的出口仍未见明显影响，可以侧面证明公司的大客户优势较为明显。我们认为，规模扩张预计继续提升大客户黏性，而大客户资源优势是公司规模快速扩张的有力保障。

表 5：2010 年国内罗非鱼出口业务前 5 名企业

序号	企业名称	数量 (万吨)	市场份额
1	百洋集团	2.31	7.16%
2	厦门市同安源水水产有限公司	1.24	3.84%
3	海南翔泰渔业有限公司	1.02	3.16%
4	海南新台胜实业有限公司	0.95	2.94%
5	海南泉溢食品有限公司	0.93	2.88%

资料来源：水产流通与加工协会，长江证券研究部

表 6：公司 2009~2012H 前 5 大客户销售额及比重

时间	序号	名称	销售产品	销售额 (万元)	占年度销售额的比例
2012年 1-6月	1	MAAK ENTERPRISES. LTD	罗非鱼片	2,991.81	7.04%
	2	COLORADO BOXED BEEF CO.	罗非鱼片	2,489.05	5.86%
	3	QUIRCH FOODS COMPANY	罗非鱼片	2,482.96	5.84%
	4	PLAFIDA HOLDING LTD	罗非鱼片	1,861.69	4.38%
	5	GRADIENT LTD. COMPANY	罗非鱼片	1,373.35	3.23%
	前 5名客户销售额合计		-	11,198.87	26.36%
2011年	1	BEAVER STREE FISHERIES INC.	罗非鱼片	8,281.06	8.18%
	2	COLORADO BOXED BEEF CO.	罗非鱼片	4,673.03	4.61%
	3	MAAK ENTERPRISES LTD	罗非鱼片	3,737.01	3.69%
	4	AJC INTERNATIONAL INC	罗非鱼片	2,737.81	2.70%
	5	STAR FOOD PRODUCTS INC	罗非鱼片	2,720.52	2.69%
	前 5名客户销售额合计		-	22,149.44	21.87%
2010年	1	BEAVER STREET FISHERIES	罗非鱼片	12,883.53	16.73%
	2	MAAK ENTERPRISES	罗非鱼片	4,114.42	5.34%
	3	AJC INTERNATIONAL, INC	罗非鱼片	2,732.62	3.55%
	4	TOP CATCH INC	罗非鱼片	1,989.16	2.58%
	5	RICHWELL GROUP	罗非鱼片	1,833.55	2.38%
	前 5名客户销售额合计		-	23,553.27	30.58%
2009年	1	BEAVER STREET FISHERIES	罗非鱼片	3,605.08	8.02%
	2	AJC INTERNATIONAL INC	罗非鱼片	2,853.49	6.35%
	3	TRADE HOUSE "DANSTOCK" INN	罗非鱼片	2,358.73	5.25%
	4	NETUNO SUA INC	罗非鱼片	1,682.65	3.74%
	5	JSC "RUSSIAN FISH COMPANY"	罗非鱼片	1,455.65	3.24%
	前 5名客户销售额合计		-	11,955.59	26.60%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

复制成熟南宁模式是规模扩张的主要手段

公司从南宁发迹，经过多年经营已经形成完备的业务配套及资源配置的成功经验，可以称之为南宁模式，公司拟复制此模式在广西以及周边省份进行规模扩张。公司在南宁的成功经验业已证明，该模式确实可行，考虑到公司募投项目的布局在地域、气候均与南宁较为类似的情况，我们预判南宁模式的复制理应水到渠成。

图 35：公司业务区域拓展布局



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目简介

公司拟向公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 2,200 万股，占发行后总股本的 25%。募集资金将用于“北流年产 1.54 万吨水产食品加工厂建设项目”、“北流年产 12 万吨水产饲料加工项目”、“乐业县罗非鱼养殖基地建设项目”、“总部研发基地建设项目”，剩余资金补充公司流动资金。

表 7：募投项目一览

项目名称	项目总投资（万元）	使用募集资金（万元）	建设期	年均销售收入（万元）	年均利润总额（万元）
北流年产 1.54 万吨水产食品加工厂建设项目	10,780	10,780	1.5 年	37,059	2,666
北流年产 12 万吨水产饲料加工项目	8,850	8,850	1.5 年	23,184	2,513
乐业县罗非鱼养殖基地建设项目	7,760	7,760	3 年	11,987	1,066
总部研发基地建设项目	2,598	2,598	2 年	为公司提供技术支撑	
合计	29,988	29,988		72,230	6,245

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

北流水产食品加工厂项目

建成后主要生产冻罗非鱼食品，设计年鲜活罗非鱼加工能力为 5.8 万吨，成品的生产能力为 2.2 万吨，正常年份产量为 1.54 万吨（约为设计生产能力的 70%），年均利润可达 2666 万元。

北流水产饲料加工厂项目

建成后主要生产罗非鱼饲料和虾饲料，正常年份可达到设计生产能力的 55%，年产量可达 6.6 万吨，其中：膨化鱼饲料 3.3 万吨，虾饲料 0.825 万吨，颗粒鱼饲料 2.475 万吨，年均利润可达 2513 万元。

乐业县罗非鱼养殖基地建设项目

项目建成达产后，罗非鱼养殖面积占总网箱面积的 80%，养殖能力为 14,400 吨，草鱼养殖面积占总网箱面积的 10%，养殖能力为 1,500 吨，上述网箱中配套养殖少量鳊鱼和鲢鱼。其余 1,000 只网箱用于罗非鱼育苗及鱼种日常分箱、转箱。预计年可养殖优质商品鱼 1.66 万吨，年均利润可达 1066 万元。

总部研发基地建设项目

本项目根据公司发展需要，建设研发实验大楼，采购各类仪器设备，建成后将设置研发中心、检测中心两个核心研究平台以及一个重点开放实验室（活动中心）。通过项目建设，使其成为广西首个开展养殖技术研究及系统监测、营养饲料研究、水产品精深加工、水产生物制品开发的综合研发基地，建立罗非鱼从苗种到成鱼不同养殖阶段的质量安全状况监测系统，为公司及整个行业的可持续发展提供技术支撑。

公司股票估值和询价建议

公司收入与盈利预测

考虑到公司的产能扩张情况，以及未来罗非鱼价格走势。我们预计公司 2012 年、2013 年公司营业收入分别为 11.71 亿元和 13.59 亿元，归属于母公司的净利润分别为 7950 万元和 1.07 亿元，对应的每股收益分别为 0.90 和 1.22 元。

表 8：公司收入成本预测（万元）

万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	44,970.40	77,017.50	101,289.80	117,078	135,931	175,190
水产加工食品	29,399.94	57,024.55	66,786	76,634	87,960	114,009
其中：冻罗非鱼食品	27,113.79	55,205.63	65,656	75,504	86,830	112,879
其他水产加工食品	2,286.15	1,818.92	1,130.21	1,130.21	1,130.21	1,130.21
水产饲料	14,749.68	16,541.44	30,078.64	34,115.61	38,758.13	47,656.29
其中：鱼饲料	10,755.25	13,059.52	26,913.14	30,950	35,593	44,491
虾饲料	3,994.43	3,481.92	3,165.49	3,165.49	3,165.49	3,165.49
水产养殖	807.33	980.27	592	621	653	685
水产生物制品	-	2,471.24	3,804.49	5,706.74	8,560.10	12,840.15
其中：鱼粉鱼油	-	809.12	2,537	3,806	5,709	8,563
脱钙鱼鳞蛋白	-	1,662.12	1,267	1,457	1,676	1,927
其他生物制品	-	-	29			
其他	13.42	-				
销量（吨）						
冻罗非鱼食品	13,659.63	23,127.31	26,637.26	30,632.85	35,227.78	45,796.11
鱼饲料	32,265.90	37,647.22	77,458	89,076.38	102,437.83	128,047.29
单位售价(元/吨)						
冻罗非鱼食品	19,849.58	23,870.32	24,648.08	24,648.08	24,648.08	24,648.08
鱼饲料	3,333.32	3,468.92	3,474.56	3,474.56	3,474.56	3,474.56
万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业成本	37,989.10	65,977.20	86,981.90	100,504.60	116,576.70	150,182.70

水产加工食品	24,971.30	49,005.60	57,893.10	66,418.50	76,222.80	98,772.70
其中：冻罗非鱼食品	22,772.10	47,304	56,836	65,362	75,166	97,716
其他水产加工食品	2,199.10	1701.32	1,056.64	1,056.64	1,056.64	1,056.64
水产饲料	12,447.90	13,903	25,605	29,082.33	33,080.88	40,744.76
其中：鱼饲料	9,278.70	11,186.48	23,179.99	26,656.99	30,655.54	38,319.42
虾饲料	3,169.20	2,716.32	2,425.34	2,425.34	2,425.34	2,425.34
水产养殖	569.9	813	492.26	516.87	542.72	569.85
水产生物制品		2,255.73	2,991.22	4,486.83	6,730.25	10,095.37
其中：鱼粉鱼油		752.58	1,948.06	2,922.09	4,383.14	6,574.70
脱钙鱼鳞蛋白		1,503.15	1,043.16	1,199.63	1,379.58	1,586.52
其他生物制品						
单位成本(万元)						
冻罗非鱼食品	16,671.13	20,453.86	21,337.19	21,337.19	21,337.19	21,337.19
鱼饲料	2,875.70	2,971.40	2,992.60	2,992.60	2,992.60	2,992.60
综合毛利率	15.50%	14.30%	14.10%	14.20%	14.20%	14.30%
水产加工食品	15.10%	14.10%	13.30%	13.30%	13.30%	13.40%
其中：冻罗非鱼食品	16.00%	14.30%	13.40%	13.40%	13.40%	13.40%
其他水产加工食品	3.80%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
水产饲料	15.60%	16.00%	14.90%	14.80%	14.60%	14.50%
其中：鱼饲料	13.70%	14.30%	13.90%	13.90%	13.90%	13.90%
虾饲料	20.70%	22.00%	23.40%	23.40%	23.40%	23.40%
水产养殖	29.40%	17.10%	16.80%	16.80%	16.80%	16.80%
水产生物制品		8.70%	21.40%	21.40%	21.40%	21.40%
其中：鱼粉鱼油		7.00%	23.20%	23.20%	23.20%	23.20%
脱钙鱼鳞蛋白		9.60%	17.70%	17.70%	17.70%	17.70%
万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
收入合计	44,970.37	77,017.50	101,289.78	117,078.14	135,930.72	175,190.47
收入增长率	9.10%	71.30%	31.50%	15.60%	16.10%	28.90%
成本合计	37,989.10	65,977.15	86,981.89	100,504.58	116,576.67	150,182.67
综合毛利率	15.50%	14.30%	14.10%	14.20%	14.20%	14.30%

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司股票询价建议

相对估值：合理询价区间为 18.00~20.70 元/股

目前农业行业中业务相近公司 2012 年的平均动态 PE 为 26.57，参照公司未来几年良好的业绩成长性，我们基于公司 2012 年的业绩预测给予 25~28x 的市盈率，对应的合理询价区间在 22.72~25.11 元/股。

表 9：可比上市公司估值水平

公司名称	收盘价	EPS				PE	
	2012/8/21	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
国联水产	5.36	0.03	0.11	0.2	178.67	48.73	26.80

东方海洋	12.3	0.39	0.56	0.74	31.54	21.96	16.62
天宝股份	7.58	0.73	0.51	0.68	10.38	14.86	11.15
好当家	8.29	0.28	0.4	0.54	29.61	20.73	15.35
均值					62.55	26.57	17.48

资料来源：WIND，长江证券研究部

风险提示

⚠ 自然灾害及疫情的风险

罗非鱼加工行业的上游属于养殖业，易受自然灾害及养殖疫情的影响。寒冻、暴雨、洪涝等自然灾害可能引发鱼类生长迟缓、逃逸、死亡，而罗非鱼养殖疫情的爆发则可能导致鱼类的大面积死亡并威胁消费者的身体健康。

⚠ 食品质量安全控制的风险

近年来疯牛病、口蹄疫、禽流感等疫情时有发生，国家对食品安全问题日益重视，消费者对食品安全意识加深以及权益保护意识增强，食品安全控制已成为公司生产经营活动的重中之重。

⚠ 经营业绩季节性波动风险

罗非鱼属热带鱼类，其生长温度为 16~38℃，适宜温度为 22~35℃。受气候条件的影响，我国罗非鱼的养殖存在明显的季节性特征，一般每年的 6 月至 10 月为罗非鱼的养殖旺季，11 月至次年 3 月为养殖淡季。水产饲料制造作为其上游行业、罗非鱼加工作为其下游行业，均受罗非鱼养殖的季节性的直接影响。因此，公司营业收入存在较为明显的季节性特征。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1013	1171	1359	1752	货币资金	109	337	691	1212
营业成本	870	1005	1166	1502	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	143	166	194	250	应收账款	151	175	203	261
%营业收入	14.1%	14.2%	14.2%	14.3%	存货	88	102	118	152
营业税金及附加	1	1	2	2	预付账款	37	43	50	64
%营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	20	23	27	35	流动资产合计	386	656	1062	1689
%营业收入	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	40	47	54	70	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	长期股权投资	10	10	10	10
财务费用	17	12	-2	-3	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.7%	1.0%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	235	583	597	497
资产减值损失	2	2	2	5	无形资产	38	36	34	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	62	81	110	142	其他非流动资产	-23	-23	-23	-23
%营业收入	6.1%	6.9%	8.1%	8.1%	资产总计	648	1263	1680	2206
营业外收支	9	5	5	5	短期贷款	205	0	0	0
利润总额	71	86	115	147	应付款项	85	99	114	147
%营业收入	7.0%	7.3%	8.5%	8.4%	预收账款	7	9	10	13
所得税费用	6	7	10	12	应付职工薪酬	8	9	11	14
净利润	65	79	106	135	应交税费	-23	-28	-37	-47
归属于母公司所有者的净利润	64.8	79.5	107.0	136.3	其他流动负债	12	13	16	20
少数股东损益	1	-1	-1	-1	流动负债合计	294	102	114	147
EPS (元/股)	0.74	0.90	1.22	1.55	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	99	129	166	177	其他非流动负债	11	11	11	11
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	305	113	124	158
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	314	932	1023	1139
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	29	29	27	26
固定资产投资	-66	-412	-114	-18	股东权益	344	960	1050	1165
其他	-21	0	0	0	负债及股东权益	648	1073	1175	1322
投资活动现金流净额	-87	-412	-114	-18	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2011A	2012E	2013E	2014E
股权融资	6	550	0	0	EPS	0.737	0.903	1.216	1.549
银行贷款增加 (减少)	29	-637	0	0	BVPS	4.76	14.12	11.62	12.94
筹资成本	22	-24	-14	-17	PE	33.94	25.39	20.78	16.41
其他	-43	0	0	0	PEG	1.24	0.93	0.76	0.60
筹资活动现金流净额	14	-111	-14	-17	PB	5.25	1.76	2.14	1.93
现金净流量	25	-394	38	142	EV/EBITDA	24.31	12.99	9.56	7.25
					ROE	20.62%	9.24%	10.30%	11.74%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)
电话: 021-68751100
传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼
(430015)
传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)
传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)
传真: 0755-82750808
0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。