

百洋股份 (002696)

子行业/行业

发布时间: 2012-09-05

报告类型 / 新股定价报告

定价区间

15.15 ~ 20.2元

国内最大的罗非鱼提供商

报告摘要:

百洋水产是国内规模最大的罗非鱼食品提供商,建立了一套可推广复制的相关业务协同发展的模式,冻罗非鱼食品加工和鱼饲料是主要收入和利润来源。公司 2011 年营业收入 10.13 亿元,三年复合增长的 34.97%,实现净利 0.65 亿元,复合增长率 30.87%。

罗非鱼产业概况。根据 FAO 的统计,2010 年全球罗非鱼产量约 421 万吨,10 年复合增长率 8.84%,其中淡水养殖、非淡水养殖和捕捞产量分别占 69.09%、13.99%和 16.92%。目前全球罗非鱼的主要产出国包括中国、埃及、印尼、菲律宾、泰国等,产量分别为 133 万吨、69 万吨、49 万吨、30 万吨和 21 万吨;罗非鱼按品种来看,最多的是尼罗罗非鱼 283 万吨,占比 67.11%,其次为蓝尼罗罗非鱼 33 万吨,占比 7.92%。

美国占据着罗非鱼消费的高端市场和主导市场。2009 年全球罗非鱼(产成品)进口量中,美国占比 88.70%,墨西哥、欧盟、中东地区等市场约占 11.30%。美国进口金额达到 7.56 亿美元,占全球进口额的 92.81%。美国罗非鱼进口量从 1993 年的 1.12 万吨增长达到 2009 年的 18.41 万吨,年复合增长率超过 19.09%,不过最近几年罗非鱼进口数量的增速明显下滑。

中国是全球最大的罗非鱼产地和出口国。中国已持续多年为全球最大的罗非鱼产地,目前产量约占全球的 31.59%。中国同样也是全球最大的罗非鱼加工出口国,罗非鱼出口量从 2002 年的 3 万吨,增长到 2009 年的 26 万吨,平均增长率 35.30%,不过近年增长有所放缓。罗非鱼出口中,冷冻鱼片占比最大为 52.25%,其次为切块(未绞碎)34.94%。

估值与投资建议:预计 2012-2014 年公司营业收入 10.43 亿元、12.13 亿元和 15.62 亿元,实现净利润 0.91 亿元、1.11 亿元和 1.32 亿元,摊薄后每股收益 1.01 元、1.23 元和 1.47 元,参考同类上市公司估值,给予 12 年 15-20 倍 PE,上市后合理价格为 15.15 元-20.2 元。

风险提示:自然灾害及疫情风险;食品质量安全控制风险

发行数据

发行价(元)	23.90
发行规模(百万股)	22.00
发行后总股本(百万股)	88.00
B股/H股(百万股)	
网上申购日期	2012/8/27
上市日期	2012/9/5
主承销商	国信证券股份有限公司

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	770	1013	1043	1213	1562
(+/- %)	71.26%	31.52%	2.98%	16.27%	28.83%
净利润	49	65	91	111	132
(+/-)%	23.22%	40.00%	36.69%	22.04%	19.27%
每股收益(元)	0.70	0.98	1.01	1.23	1.47
总股本(百万股)	66	66	88	88	88

证券分析师:郭伟明

执业证书编号: S0550512030002

(021)20361110 guoweiming@nesc.cn

目录

1. 最大的罗非鱼食品提供商.....	3
2. 罗非鱼行业概况.....	4
2.1. 亚洲、非洲是主产区.....	5
2.2. 美国是罗非鱼主要进口国.....	5
2.3. 中国是罗非鱼主要产出国.....	6
3. 募投项目分析.....	7
4. 盈利预测与投资建议.....	8
5. 风险提示.....	10
5.1. 自然灾害及疫情风险.....	10
5.2. 食品质量安全控制风险.....	10

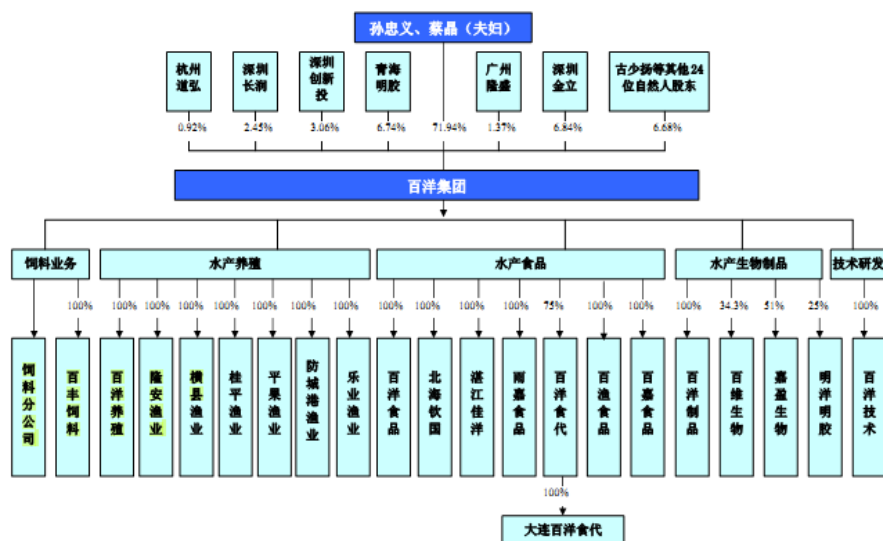
图表目录

图 1: 公司股权和业务结构.....	3
图 2: 公司营业收入复合增长 35%.....	3
图 3: 公司净利润复合增长 31%.....	3
图 4: 罗非鱼营收占比 65%.....	4
图 5: 罗非鱼毛利占比 62%.....	4
图 6: 公司销售区域构成.....	4
图 7: 对美销售利润水平逐年下滑.....	4
图 8: 罗非鱼养殖、捕捞产量.....	5
图 9: 罗非鱼各品种产量.....	5
图 10: 罗非鱼各大洲产量占比.....	5
图 11: 罗非鱼各国家产量情况.....	5
图 12: 世界罗非鱼进口数量.....	6
图 13: 世界罗非鱼进口数额.....	6
图 14: 美国罗非鱼进口减速明显.....	6
图 15: 各大洲罗非鱼进口占比.....	6
图 16: 中国罗非鱼产量.....	7
图 17: 中国罗非鱼产品出口数量.....	7
表格 1: 募集资金投向.....	7
表格 2: 可比公司估值表.....	8
表格 3: 主营业务收入预测.....	8
表格 4: 损益表预测.....	10

1. 最大的罗非鱼食品提供商

百洋水产集团股份有限公司（以下简称“百洋股份”或“公司”）主要从事冷冻罗非鱼产品的生产和销售，是国内规模最大的罗非鱼食品提供商。公司多年来专注于“罗非鱼一条鱼价值工程”，积极实施横向扩张、纵向延伸和区域化配套开发策略，初步形成“以水产食品为核心，以水产饲料为配套，以水产养殖为示范带动，以水产食品精深加工和水产生物制品为延伸”的产业布局，建立了一套可推广复制的相关业务协同发展的模式。

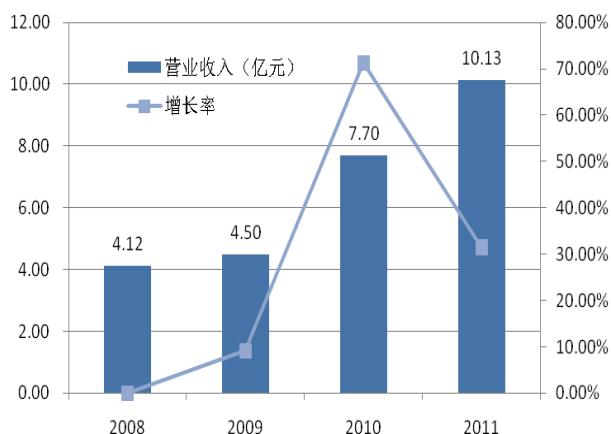
图 1：公司股权和业务结构



资料来源：招股说明书

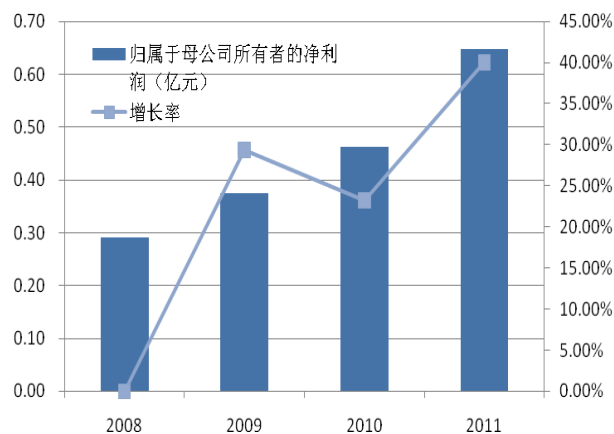
公司 2008-2011 年营收分别是 4.12 亿元、4.50 亿元、7.70 亿元和 10.13 亿元，复合增长的 34.97%；实现归属于母公司所有者利润分别是 0.29 亿元、0.38 亿元、0.46 亿元和 0.65 亿元，复合增长率 30.87%。

图 2：公司营业收入复合增长 35%



数据来源：招股说明书

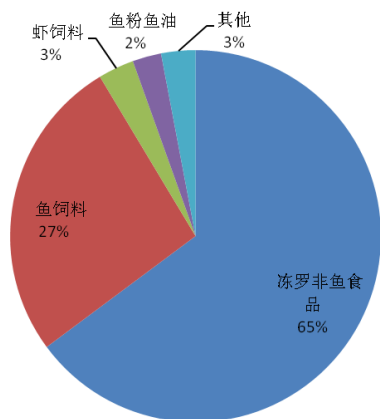
图 3：公司净利润复合增长 31%



数据来源：招股说明书

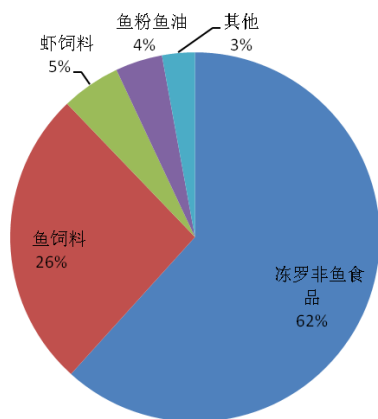
目前冻罗非鱼食品加工和鱼饲料是公司的主要收入和利润来源，2011 年这两项业务收入分别占比 64.81%和 26.57%，毛利分别占比 62.20%和 26.33%，两者毛利率分别为 13.43%和 13.87%。

图 4：罗非鱼营收占比 65%



数据来源：招股说明书

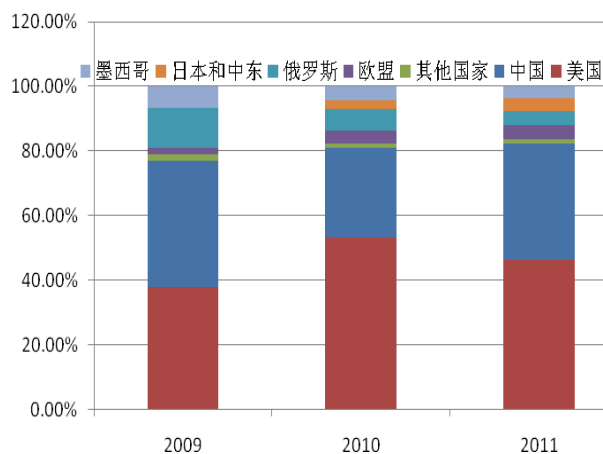
图 5：罗非鱼毛利占比 62%



数据来源：招股说明书

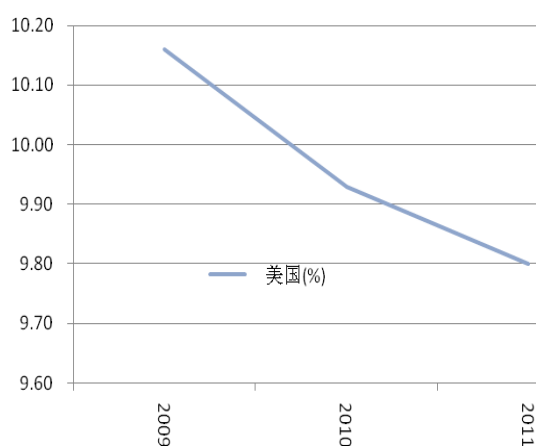
从销售区域来看，内外销的比例分别是 63.84%和 36.16%，外销以销往美国为主，2009-2011 年美国的销售当期占比分别是 37.72%、53.29%和 46.10%，但值得警惕的是公司对美销售毛利率逐年下滑，分别是 10.16%、9.93%和 9.80%。

图 6：公司销售区域构成



数据来源：招股说明书

图 7：对美销售利润水平逐年下滑



数据来源：招股说明书

2. 罗非鱼行业概况

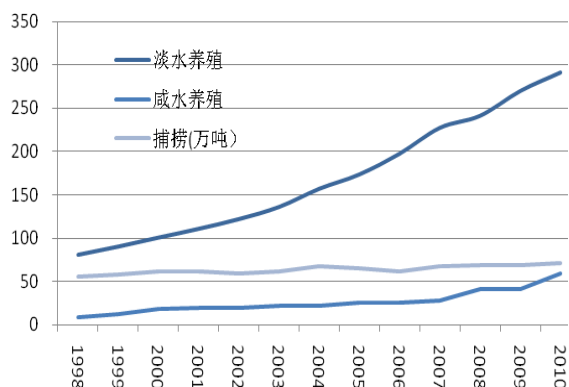
罗非鱼具有适应性强，不易患病、生长迅速、肉质细嫩、营养丰富、易于加工等特点。该鱼种生长温度 16-38 摄氏度，生长周期约 6 个月，具有明显的区域性和季节性。在自然条件恶化导致野生渔业资源枯竭以及各种禁渔制度的背景下，罗非鱼养殖的持续增长成为全球渔业养殖增长的重要亮点。

2.1. 亚洲、非洲是主产区

根据 FAO 的统计，2010 年全球罗非鱼产量约 421 万吨，过去 10 年复合增长率 8.84%。2010 年罗非鱼淡水养殖、非淡水水养殖和捕捞产量分别占比 69.09%、13.99%和 16.92%，三种养殖（捕捞）方式复合增长率分别是 11.15%和 12.66%和 1.47%，相对于养殖，罗非鱼捕捞量的增长基本上处于停滞状态。

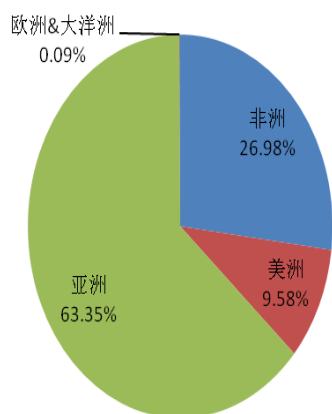
目前全球罗非鱼的主要产出国包括中国、埃及、印尼、菲律宾、泰国等，2010 年产量分别为 133 万吨、69 万吨、49 万吨、30 万吨和 21 万吨；罗非鱼产量分布区域来看，亚洲和非洲占比最大，2010 年占比分别是 63.35%和 26.98%，而美洲产量占比仅为 9.58%，欧洲和大洋洲合计 0.09%。罗非鱼按品种来看，产量最多的是尼罗罗非鱼 283 万吨，占比 67.11%，其次为蓝尼罗罗非鱼 33 万吨，占比 7.92%

图 8：罗非鱼养殖、捕捞产量



资料来源：FAO

图 10：罗非鱼各大洲产量占比

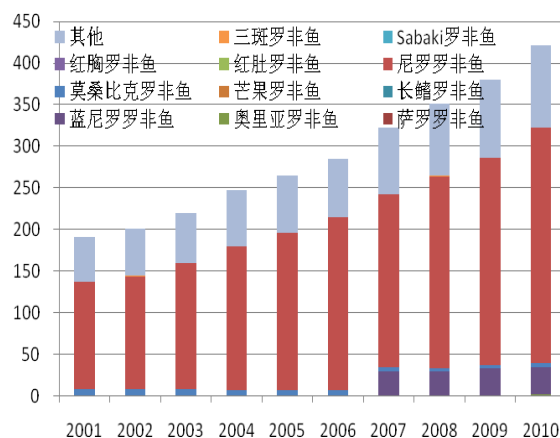


资料来源：FAO

2.2. 美国是罗非鱼主要进口国

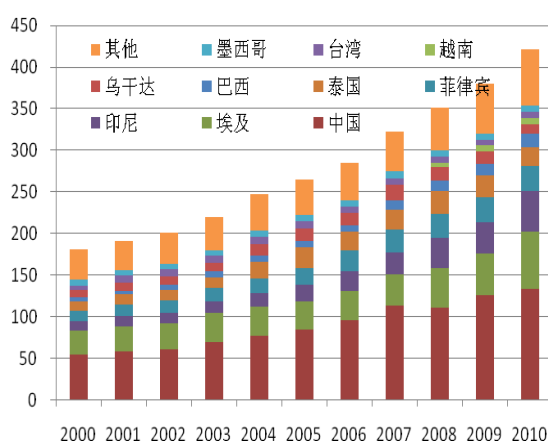
全球罗非鱼消费市场集中度较高，除中国和东南亚等主产国也是主要消费国外，美国占据着高端市场和主导市场。2009 年，全球罗非鱼（产成品）进口量约 20.76

图 9：罗非鱼各品种产量



资料来源：FAO

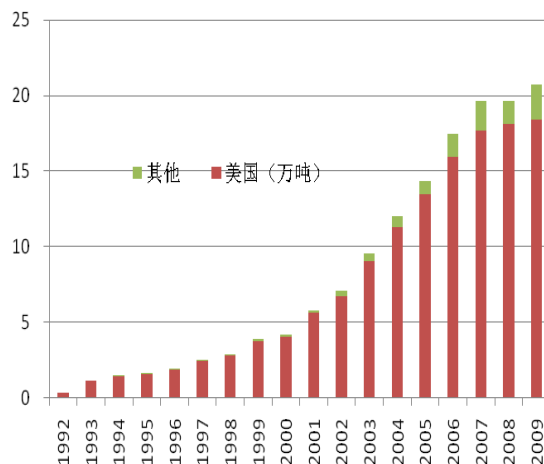
图 11：罗非鱼各国家产量情况



资料来源：FAO

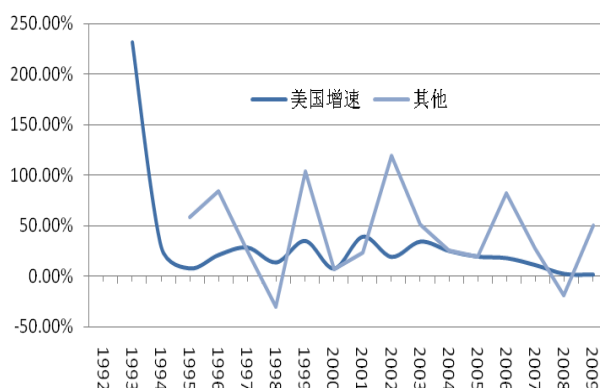
万吨，其中美国的进口量占 88.70%，墨西哥、欧盟、中东地区等市场约占 11.30%。
美国进口金额达到 7.56 亿美元，占比 92.81%。
美国罗非鱼进口量从 1993 年的 1.12 万吨增长达到 2009 年的 18.41 万吨，年复合增长率超过 19.09%，不过最近几年进口数量的增速明显下滑。

图 12：世界罗非鱼进口数量



资料来源：FAO

图 14：美国罗非鱼进口增速明显



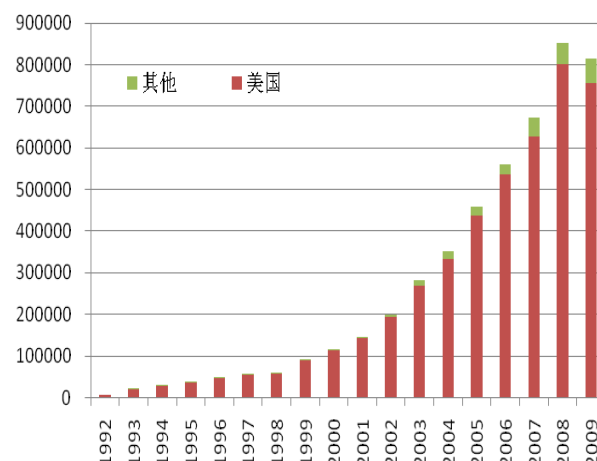
资料来源：FAO

2.3. 中国是罗非鱼主要产出国

中国是全球最大的罗非鱼产地，罗非鱼供应量持续增长，对全球罗非鱼市场产生重要影响。中国从上世纪 90 年代起成为罗非鱼的主产区后，罗非鱼供应量持续增长，除 2008 年因受冰冻灾害的影响，罗非鱼产量有所下降外，2009 年国内罗非鱼生产迅速回升，2010 年全国罗非鱼产量已突破 133 万吨。中国已持续多年为全球最大的罗非鱼产地，目前产量约占全球的 31.59%。

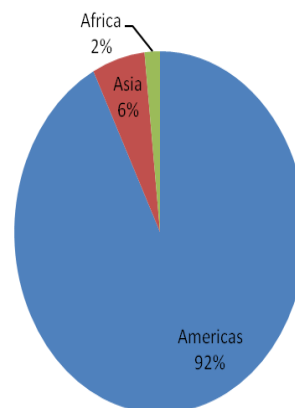
中国同样也是全球最大的罗非鱼加工出口国，罗非鱼出口量从 2002 年的 3 万吨，增长到 2009 年的 26 万吨，平均增长率 35.30%，不过近年增长有所放缓。罗非鱼出口中，冷冻鱼片占比最大为 52.25%，其次为切块（未绞碎）34.94%。

图 13：世界罗非鱼进口数额



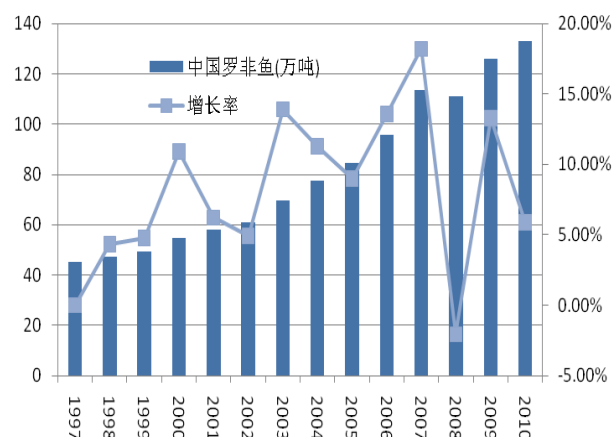
资料来源：FAO

图 15：各大洲罗非鱼进口占比



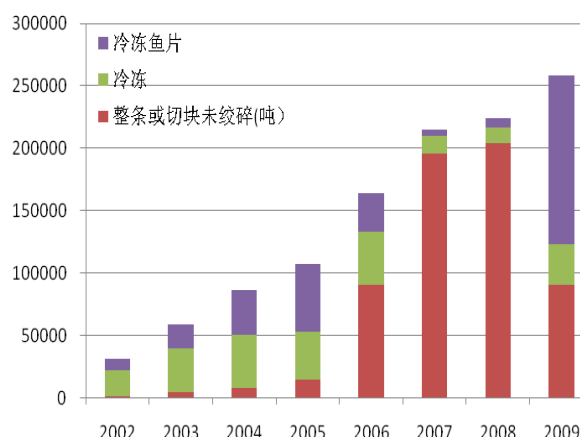
资料来源：FAO

图 16: 中国罗非鱼产量



资料来源: FAO

图 17: 中国罗非鱼产品出口数量



资料来源: FAO

3. 募投项目分析

公司本次拟向社会公开发行普通股 2200 万股，募集资金投向四个项目，分别是北流年产 1.54 万吨水厂加工项目、北流年产 12 万吨水厂饲料加工项目、乐业县罗非鱼养殖基地项目和总部研发基地项目。

A、北流年产 1.54 万吨水产食品加工厂建设项目，计划建设水产生产线 8 条，项目建设期总共 18 个月，项目建成后可加工罗非鱼 5.8 万吨，产品的生产能力为 2.2 万吨，正常年份产量为 1.54 万吨（约为设计产能的 70%）。

B、北流年产 12 万吨水厂饲料加工项目，是北流水产食品加工项目的配套项目，该项目建设生产线 5 条，其中膨化料 3 条，颗粒料生产线 1 条，对虾生产线 1 条，年产各类水产饲料生产能力 12 万吨，正常年份可达设计产能 6.6 万吨饲料，其中膨化料 3.3 万吨，虾饲料 0.83 万吨，颗粒鱼饲料 2.47 万吨。

C、乐业县罗非鱼养殖基地具备年产 1.66 万吨高品质罗非鱼的生产能力，可为公司提供大量的越冬鱼，平缓原料鱼供给的季节性影响，满足供给淡季时的市场需求。

表格 1: 募集资金投向

	项目总投资 (万元)	使用募集资金 (万元)
北流年产 1.54 万吨水产食品加工厂建设项目	10780	10780
北流年产 12 万吨饲料加工项目	8850	8850
乐业县罗非鱼养殖基地建设项目	7760	7760
总部研发基地建设项目	2598	2598

资料来源: 招股说明书

4. 盈利预测与投资建议

预计 2012-2014 年公司营业收入 10.43 亿元、12.13 亿元和 15.62 亿元，实现净利润 0.91 亿元、1.11 亿元和 1.32 亿元，摊薄后每股收益 1.01 元、1.23 元和 1.47 元，参考同类上市公司估值，给予 12 年 15-20 倍 PE，上市后合理价格为 15.15 元-20.2 元。

表格 2：可比公司估值表

名称	营业总收入 (百万元)	总股本 (百万)	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS (元)			PE		
					11A	12E	13E	11A	12E	13E
东方海洋	474	244	11.48	2799	0.39	0.54	0.72	29	21	16
好当家	528	730	7.78	5683	0.28	0.37	0.48	27	21	16
国联水产	1100	352	5.23	1841	0.03	0.06	0.17	157	92	31
海大集团	5250	757	16.11	12197	0.59	0.64	0.89	27	25	18
天宝股份	858	465	7.97	3704	0.73	0.50	0.67	11	16	12

资料来源：东北证券

表格 3：主营业务收入预测

报告期	2011A	2012E	2013E	2014E
冻罗非鱼食品				
收入（百万元）	656.56	684.60	830.65	1040.35
成本（百万元）	568.36	588.76	714.36	894.70
销售量（万吨）	2.66	3.00	3.50	4.22
销售均价（元/吨）	24647.99	22820	23733	24682
单位成本（元/吨）	21337.11	19625	20410	21227
毛利（百万元）	88.19	95.84	116.29	145.65
毛利率（%）	13.43	14.00	14.00	14.00
鱼饲料				
收入（百万元）	269.13	304.20	320.93	453.77
成本（百万元）	231.80	261.61	276.00	390.24
销售量（万吨）	7.75	8.50	8.80	12.31
销售均价（元/吨）	3474.56	3578.80	3646.97	3686.16
单位成本（元/吨）	2992.60	3077.76	3136.39	3170.10
毛利（百万元）	37.33	42.59	44.93	63.53
毛利率（%）	13.87	14.00	14.00	14.00
虾饲料				
收入（百万）	31.65	35	40	45

成本（百万元）	24.25	27.3	31.2	35.1
毛利（百万）	7.40	7.7	8.8	9.9
毛利率（%）	23.38	22.00	22.00	22.00
鱼粉鱼油				
收入（百万）	25.37	27.91	30.70	33.77
成本（百万元）	19.48	22.33	24.56	27.02
毛利（百万）	5.89	5.58	6.14	6.75
毛利率（%）	23.22	20	20	20
脱钙干鱼鳞(元)				
收入（百万）	12.67	13.94	15.33	16.87
成本（百万元）	10.43	11.85	13.03	14.34
毛利（百万）	2.24	2.09	2.30	2.53
毛利率（%）	17.68	15	15	15
鲜活水产品(元)				
收入（百万）	5.92	6.51	7.16	7.88
成本（百万元）	4.92	5.53	6.09	6.70
毛利（百万）	1.00	0.98	1.07	1.18
毛利率（%）	16.83	15	15	15
其他水产食品(元)				
收入（百万）	11.30	12.43	13.68	15.04
成本（百万元）	10.57	10.57	11.62	12.79
毛利（百万）	0.74	1.86	2.05	2.26
毛利率（%）	6.51	15	15	15
其他生物制品(元)				
收入（百万）	0.29	0.32	0.35	0.38
成本（百万元）	0.16	0.19	0.21	0.23
毛利（百万）	0.13	0.13	0.14	0.15
毛利率（%）	43.43	40	40	40
合计				
收入（百万）	974.85	1,043.06	1,212.77	1,562.42
成本（百万元）	840.07	893.96	1,039.48	1,339.75
毛利（百万）	134.78	149.10	173.29	222.67
毛利率（%）	13.83	14.29	14.29	14.25

资料来源：东北证券

表格 4: 损益表预测

损益表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1013	1043	1213	1562
营业成本	870	894	1039	1340
税金及附加	1	1	1	2
资产减值损失	2	-2	1	7
销售费用	20	21	25	32
管理费用	40	39	46	60
财务费用	17	-2	-13	-12
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	62	91	113	135
营业外收支净额	9	7	8	8
利润总额	71	98	121	143
所得税	6	8	10	11
净利润	65	91	111	132
归属母公司净利润	65	89	108	129
少数股东损益	1	2	3	3

资料来源：东北证券

5. 风险提示

5.1. 自然灾害及疫情风险

罗非鱼加工行业上游属于养殖业，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。一旦发生极端灾害性天气或大规模疫情，可能对公司的原料供应和养殖业务造成一定影响。

5.2. 食品质量控制风险

公司产品主要销往欧美等全球罗非鱼主要消费市场。若公司具体质量管理工作出现纰漏或因为其他不可预计原因发生产品质量问题，不但会产生赔偿风险，还可能对公司的信誉和公司产品的销售产生重大不利影响。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760