

水产养殖



赵钦 郭锐

农林牧渔行业研究员

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

水产养殖行业：

新海域，新增长

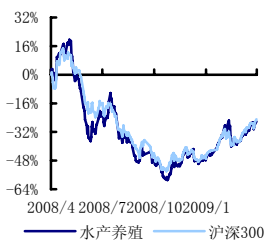
中性

2009年4月14日

重点公司

重点公司	09E	10E	评级
獐子岛	0.68	0.88	中性
好当家	0.31	0.36	中性
东方海洋	0.37	0.45	中性

行业走势



相关报告

《年报点评：加工业务发展良好》2009-4-9

《年报点评：收购拓展加工业务》2009-4-9

《调研信息速递》2009-3-18

投资要点

- **海域资源带来投资价值。**清洁养殖海域属于不可重复的稀缺资源，海域资源将成为海水养殖行业主要壁垒，为行业带来长期投资价值。
- **新增海域是未来业务主要爆发点。**海域资源价值日益明显，上市公司纷纷加入“圈海运动”，新增海域将在2012年前后成为公司业绩的主要爆发点。
- **给予行业中性评级。**高档海产品消费和宏观经济环境高度相关，经济危机抑制高档海产品消费，给予行业中性评级。
- **经济回暖将是投资时点。**经济回暖将迅速拉动高档海产品消费，从而提升公司业绩，经济筑底回暖之时将是水产养殖企业的投资时点。届时獐子岛、好当家、东方海洋的投资价值将迅速体现。
- **关注重点：高档海产品。**我们关注高品质的刺参、鲍鱼、扇贝底播养殖，以及北方鲍鱼浮筏养殖。池塘养殖壁垒低，竞争激烈，面临较高的食品安全风险，并不是我们选择的方向。
- **风险。**宏观经济抑制行业的需求，自然灾害不可预知，食品安全要求日益严格，人民币升值将压低出口业务利润等成为行业主要风险。

一. 海域资源壁垒：提供投资价值	- 4 -
1.水产行业发展方向：捕捞陷入衰退，养殖增长迅速	- 4 -
2.海域资源：看好具有清洁水域的养殖企业	- 4 -
3.新增海域：未来业绩的增长点	- 5 -
4.养殖种类：选择海珍品	- 5 -
5.海产品养殖模式：选择天然养殖	- 6 -
6.水产品加工业务：完全竞争	- 7 -
7.投资时点：经济危机终将过去	- 7 -
8.投资方向：海域资源+养殖品种	- 9 -
9.行业风险：经济危机+自然灾害+食品安全	- 9 -
二. 獐子岛：资源丰富	- 10 -
1.海域资源：总量丰富	- 10 -
2.养殖品种：扇贝为基础，刺参、鲍鱼发展稳定	- 10 -
3.水产品加工业务：开始发力	- 11 -
4.税费增加明显	- 11 -
5.给予中性评级	- 12 -
三. 好当家：新增海域将带来巨大增长	- 16 -
1.海域资源：新增海域成为爆发点	- 16 -
2.养殖是发展方向	- 16 -
3.养殖品种：刺参份额增加	- 16 -
4.冷冻食品加工业务：将出现亏损	- 17 -
5.给予中性评级	- 18 -
四. 东方海洋：加工、养殖并重	- 21 -
1.海域资源：加强海域开发	- 21 -
2.水产品加工业务：仍是重点	- 21 -
3.养殖业务：刺参养殖是未来发展重点	- 22 -
4.给予中性评级	- 23 -
五. 长期看好海珍品养殖	- 27 -
1.投资标的：海域资源+养殖品种	- 27 -
2.投资时点：经济回暖之时	- 27 -
3.好当家：资源丰富	- 27 -
4.好当家：新增海域将带来巨大增长	- 28 -
5.东方海洋：加工、养殖并重	- 28 -

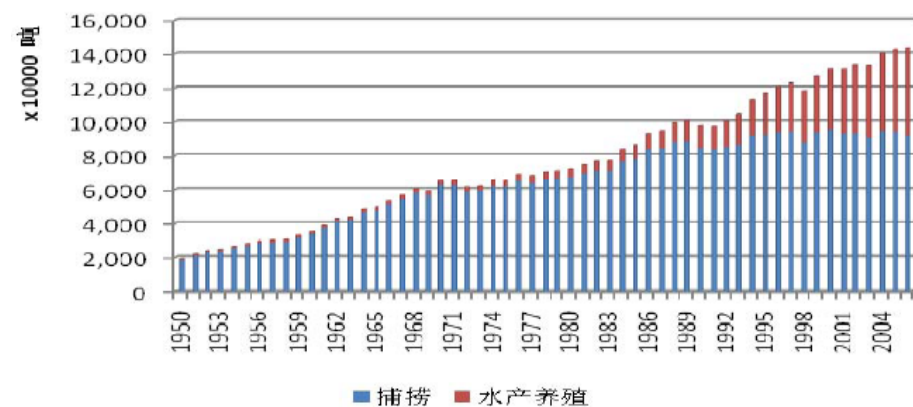
图 1: 世界渔业捕捞和水产养殖产量 (截止 2006 年)	- 4 -
图 2: 2008 年污染海域分布示意图	- 5 -
图 3: 水产品养殖品种生命周期及其售价	- 6 -
图 4: 主要水产养殖企业加工业务毛利变化.....	- 7 -
图 5: 威海地区刺参价格 (元/kg)	- 8 -
图 6: 刺参价格走势预测	- 8 -
图 7: 年度内各季节海产品消费变化	- 9 -
图 8: 公司各养殖品种收入构成及毛利变化.....	- 10 -
图 9: 公司养殖、加工对比	- 11 -
图 10: 公司期间费用率变化	- 12 -
图 11: 公司养殖、加工业务对比	- 16 -
图 12: 公司主要养殖品种收入及毛利变化	- 17 -
图 13: 公司冷冻食品加工业务收入及毛利率变化.....	- 18 -
图 14: 公司加工养殖业务对比	- 22 -
图 15: 公司养殖品种收入占比及毛利变化	- 22 -
 表 1: 上市公司 07-08 年新增使用海域	- 5 -
表 2: 水产养殖品种生命周期	- 6 -
表 3: 我国主要水产养殖区域及养殖种类	- 6 -
表 4: 不同养殖模式对比	- 7 -
表 5: 公司海域资源	- 10 -
表 6: 公司分业务预测	- 12 -
表 7: 2009 年扇贝销售量、价格对于公司 EPS 的敏感性分析	- 13 -
表 8: 公司财务附表	- 15 -
表 9: 公司海域资源	- 16 -
表 10: 公司刺参养殖业务预测	- 17 -
表 11: 公司分业务预测	- 18 -
表 12: 公司财务附表	- 20 -
表 13: 公司海域资源	- 21 -
表 14: 公司水产品加工能力	- 21 -
表 15: 公司刺参业务预测	- 23 -
表 16: 公司分业务预测	- 23 -
表 17: 公司财务附表	- 26 -

一、海域资源壁垒：提供投资价值

1. 水产行业发展方向：捕捞陷入衰退，养殖增长迅速

从上世纪 80 年代中期开始，世界渔业资源逐渐陷入衰退，渔业捕捞量进入停滞状态，而水产养殖迅速兴起。FAO 报告显示全球 75% 以上鱼种处于完全开发、过度开发以及衰退的状态。

图 1：世界渔业捕捞和水产养殖产量（截止 2006 年）



数据来源：FAO、兴业证券研发中心

注：不包括水生植物

虽然全球水产消费 60% 来自于捕捞渔业，但是水产养殖在我国占有更重要的地位，水产养殖为我国提供了约 70% 左右的水产品消费量，成为我国水产行业的发展方向。

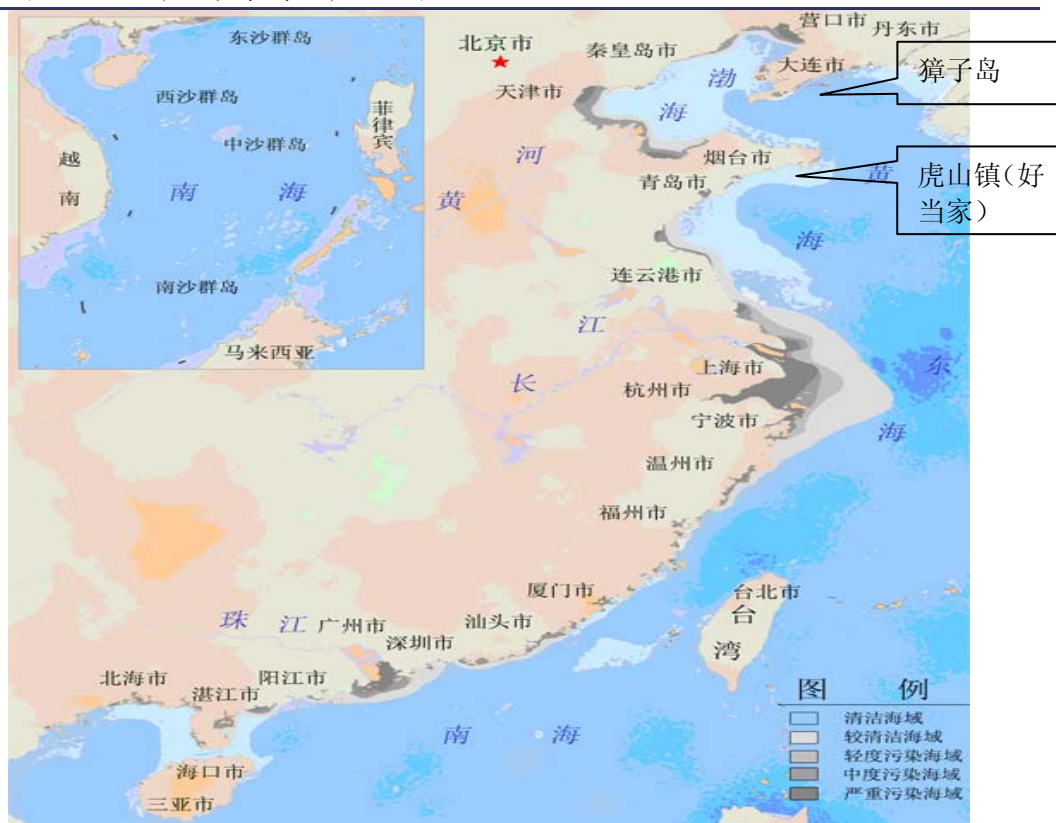
淡水养殖处于完全竞争的状态，存在养殖品种毛利低、污染严重、养殖区域有限等隐忧，并不是我们关注的重点。海水水产养殖正处于积极开发过程中，其海域资源丰富、海珍品养殖毛利率高，将是我们长期关注的重点。

2. 海域资源：看好具有清洁水域的养殖企业

我国近海海域深受污染困扰，污染海域主要分布在辽东湾、渤海湾、莱州湾、长江口、杭州湾、珠江口和部分大中城市近岸局部水域。

獐子岛、好当家这两家以海水养殖为主的企业所拥有使用权的海域均属于清洁海域和较清洁海域，这将为企业提供良好的资源基础。东方海洋扩展养殖业务，新增海域使用区域分散在海阳市、莱州市、牟平市等地，水域面积小而分散，也属于较清洁海域。

图 2: 2008 年污染海域分布示意图



数据来源：《中国海洋公报-2008 年》、兴业证券研发中心

3. 新增海域：未来业绩的增长点

近年来海域资源价值日益明显，上市公司纷纷加入“圈海运动”，适宜养殖海域属于稀缺性资源，新增海域将是公司未来业绩的主要增长点。

表 1: 上市公司 07-08 年新增使用海域

时间	海域地点	面积（万亩）	养殖规划	公司
2007	大连市獐子岛	6	底播刺参、扇贝	獐子岛
2007	荣成市苏山岛以南	10.2	底播刺参、扇贝	好当家
2008	荣成市苏山岛以南	10.2	底播刺参、扇贝	好当家
2008	大连市獐子岛	20	底播扇贝	獐子岛
2008	烟台市莱州、牟平	2	底播刺参	东方海洋
2008	烟台市担子岛	1	刺参、扇贝养殖	东方海洋
2008	海阳市辛安镇	1	底播刺参	东方海洋

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

4. 养殖种类：选择海珍品

水产养殖品种生命周期存在四个阶段：

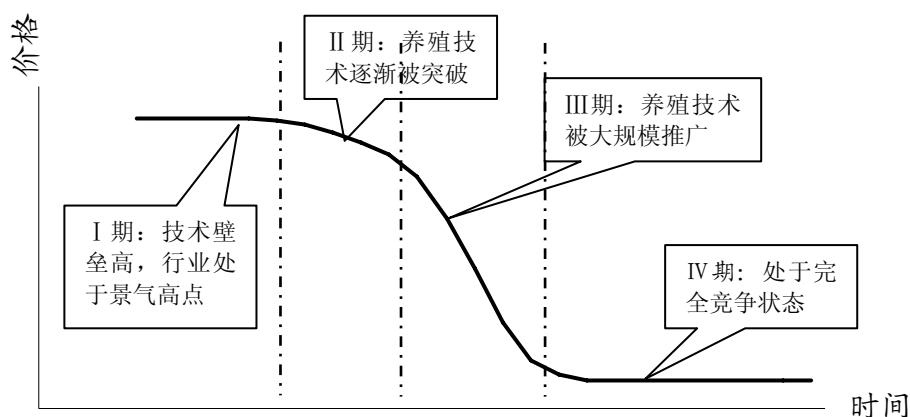
表 2: 水产养殖品种生命周期

生命周期	技术壁垒	企业	产品供给	售价及毛利	代表种类
I	高	少	少	高	鲍鱼、刺参
II	较高	少量新进企业	逐渐增加	较高	梭子蟹
III	中性	迅速增加	迅速增加	迅速降低	黄颡鱼、克氏原螯虾
IV	低	众多	丰富	极低	四大家鱼

数据来源：兴业证券研发中心

其中处于生命周期 I、II 期的养殖品种处于景气周期上部，是我们选择的养殖品种，而处于 III、IV 期的养殖品种由于壁垒低、竞争激烈，并不是我们偏好的养殖品种。

图 3: 水产品养殖品种生命周期及其售价



数据来源：兴业证券研发中心

我们依然看好刺参、鲍鱼等海珍品养殖前景，其养殖海域为清洁、偏冷并具有礁石的近海海域，所需养殖区域具有独特不可替代性，客观地提高了其养殖壁垒，使得其将长期处于景气周期（I、II 期）。

淡水养殖由于其养殖模式可以迅速大规模复制，使得其养殖品种品生命周期往往处于 III、IV 期，毛利下降迅速，故并不看好淡水养殖行业。

表 3: 我国主要水产养殖区域及养殖种类

区域	水温	主要养殖品种	主要养殖模式
山东、辽宁	偏冷	贝类（扇贝、鲍鱼）、刺参、鲈鱼、梭子蟹	海水围堰、浮筏、底播
江苏、浙江	温暖	克氏原螯虾、河蟹、黄颡鱼、四大家鱼	淡水池塘、湖泊围网
福建、广东、广西、海南	偏热	南美白对虾、鳊鱼、罗非鱼、贝类（文蛤、牡蛎）	淡水池塘、海水围堰及浮筏

数据来源：兴业证券研发中心

5. 海产品养殖模式：选择天然养殖

我们看好天然养殖模式。目前人工养殖扇贝、刺参虽然存在养殖周期短，所需养殖区域小而养殖量大等优点，但是由于其并不存在明显的进入壁垒，新进入者多，

竞争激烈。而天然养殖模式，虽然养殖周期长，产量可控力度较小，但是其养殖海域资源是有限不可复制的，成为行业的最大壁垒，新进入者少，并且随着人民生活水平提高，天然海珍品将必然成为消费热点。

表 4: 不同养殖模式对比

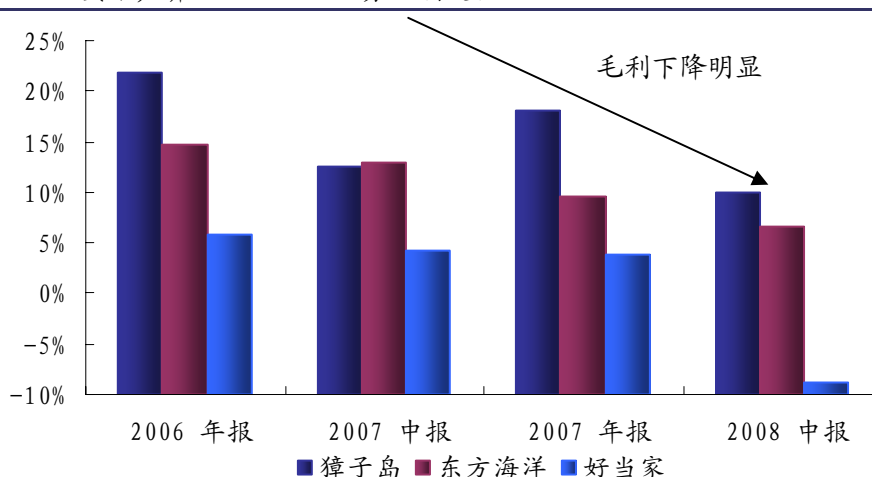
养殖模式	养殖区域	代表种类	人工喂养	养殖周期	相对售价	毛利	壁垒	竞争	前景
池塘	人工池塘、工厂化	大菱鲆、扇贝、部分刺参	是	0.5-2 年	较低	低	低	激烈	完全竞争
围堰	海岸，与大海相连	刺参	否	2-3 年	高	高	高	相对有限	存在资源壁垒
底播	天然海域	刺参、鲍鱼、扇贝	否	2-3 年	高	高	高	相对有限	存在资源壁垒

数据来源：兴业证券研发中心

6. 水产品加工业务：完全竞争

水产品加工行业属于完全竞争态势，各公司加工业务并不具备明显的差异化，加工业务将长期遭受低毛利的困扰。

图 4: 主要水产养殖企业加工业务毛利变化



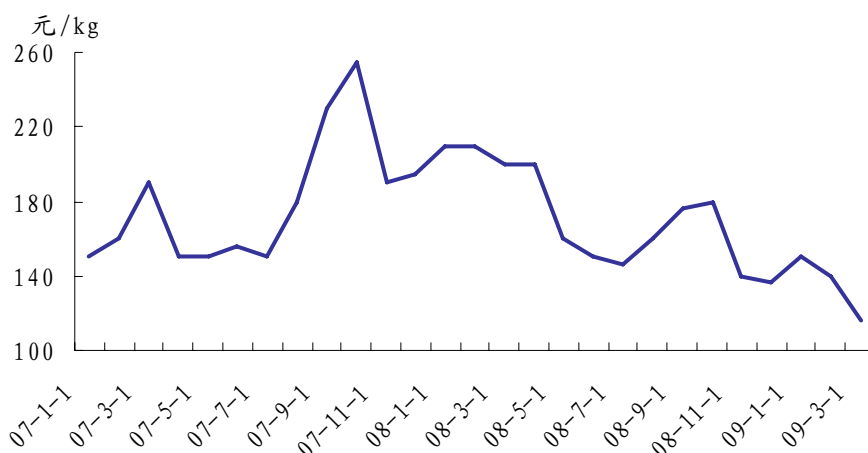
数据来源：公司中报及年报、兴业证券研发中心

注：各公司加工业务不同，故公司之间并不具有可比性

7. 投资时点：经济危机终将过去

海珍品消费属于高档消费，和宏观经济景气度高度正相关，经济危机对于上市公司产品影响主要表现为价格下降。以刺参为例，2008 年初刺参价格高于 200 元/kg，受经济危机影响，2008 年中期以后迅速回落到目前 120 元/kg 左右的水平。但由于上市公司销量所占市场份额较小，品质优异，销售量基本有所保证。

图 5: 威海地区刺参价格 (元/kg)

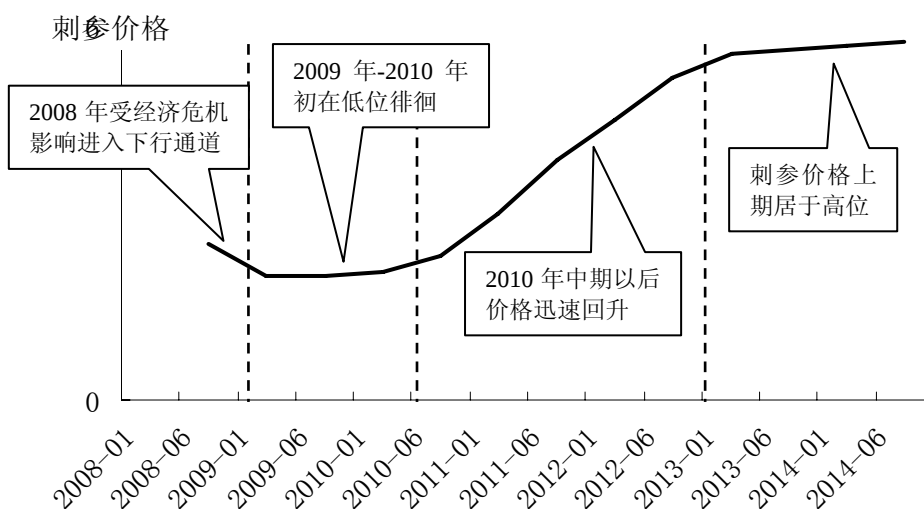


数据来源: 威海市水产批发市场, 兴业证券研发中心

注: 取每月初价格

然而我们仍然长期看好刺参价格, 当宏观经济回暖后, 刺参需求将迅速上升, 带动价格上涨。预计 2010 年以后随着经济复苏, 高档海产品价格将迅速回升。

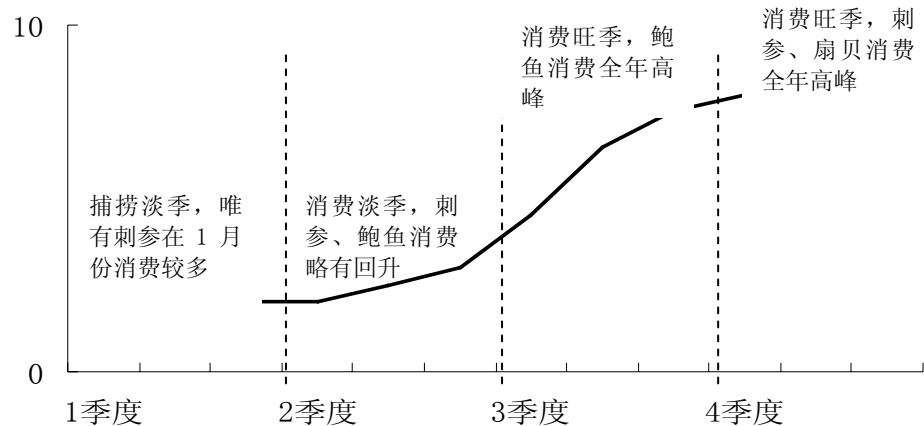
图 6: 刺参价格走势预测



数据来源: 兴业证券研发中心

海珍品消费存在淡季旺季之分, 从而影响公司个季度业绩的波动, 通常每年第三、四季度是海珍品消费旺季:

图 7: 年度内各季节海产品消费变化



数据来源：兴业证券研发中心

刺参、鲍鱼等海珍品是水产消费的发展方向，经济回暖将迅速带动其消费上升。经济筑底回暖海珍品养殖企业将出现明显投资机会，而二、三季度之间将是最佳切入点。

8. 投资方向：海域资源+养殖品种

海域将是海珍品养殖企业的最大资源壁垒，投资水产养殖行业最根本也是投资公司海域资源。从“清洁海域储备+新增海域爆发点”的角度，我们选择具有丰富海域资源储备的獐子岛和大量新增海域面积的好当家。

养殖品种关系到公司产品和市场。从“单位价值+未来消费趋势”的角度，我们选择刺参、鲍鱼等高档海珍品以及虾貽扇贝，而竞争激烈的普通海产品以及处于完全竞争态势的淡水养殖并不是我们的选择，故我们偏好獐子岛、好当家、东方海洋的刺参养殖以及獐子岛的鲍鱼、扇贝养殖。

9. 行业风险：经济危机+自然灾害+食品安全

经济危机直接削弱对于刺参、鲍鱼等海珍品的消费能力和消费倾向，成为行业目前面临的最大风险。而危机终将过去是我们对于水产养殖行业的最大信心。

自然灾害也值得时刻关注。水产品生长需要特定的气候条件，刺参、鲍鱼、虾貽扇贝等喜好偏冷、水流平静的环境。2007 年渤海地区暖冬影响 2008 年虾貽扇贝的个体大小，同时刺参、鲍鱼运动能力较差，风暴也会影响其存活率。

《食品安全法》的颁布也把食品安全提到新的高度。2006 年大菱鲆事件、2008 年三聚氰胺事件给予相关行业毁灭性打击。人工养殖需投放人工饵料容易引入污染源，同时高密度养殖容易传播疾病，故人工养殖模式风险较大；底播养殖模式由于不使用人工饵料而食品安全风险较小，这也是我们偏好底播养殖原因之一。

二. 獐子岛：资源丰富

1. 海域资源：总量丰富

獐子岛具有同类上市公司中最为丰富的海域资源，其主要集中在獐子岛周围，距离海岸五十余海里，海域清洁，浮游动植物饵料丰富。

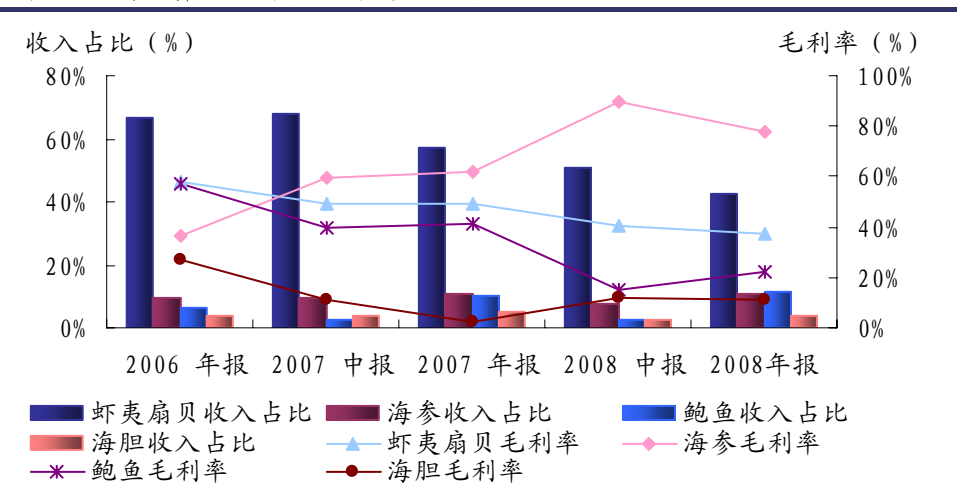
表 5: 公司海域资源

海域地点	面积（万亩）	养殖规划	附注
大连市獐子岛	65	底播：63.3 万亩虾贻扇贝、1.2 万亩刺参、0.4 万亩鲍鱼；围堰：0.2 万亩刺参	
大连市海洋岛	20	虾贻扇贝	08 年新增，目前使用权为 15 年
荣成市俚岛镇	0.5	鲍鱼	
烟台市长岛县	0.5	育种	租赁
福建	浮筏（较小）	鲍鱼过冬基地	
大连市獐子岛	约 20	探索能否养殖扇贝	深水海域

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

2. 养殖品种：扇贝为基础，刺参、鲍鱼发展稳定

图 8: 公司各养殖品种收入构成及毛利变化



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

● 虾贻扇贝为主要养殖品种

虾夷扇贝为冷水性贝类，生长适温范围 5-20℃，繁殖产卵水温 5-9℃。2007 年暖冬影响虾贻扇贝生长以及繁殖，大规格（每只 3 两以上）的扇贝比重由 40% 下降到 20% 左右，导致公司扇贝销售盈利水平同比下降。虾贻扇贝养殖周期通常为 2 年，2009 年其生长恢复后盈利能力将迅速恢复。

● 刺参、鲍鱼 2009 年发展稳定

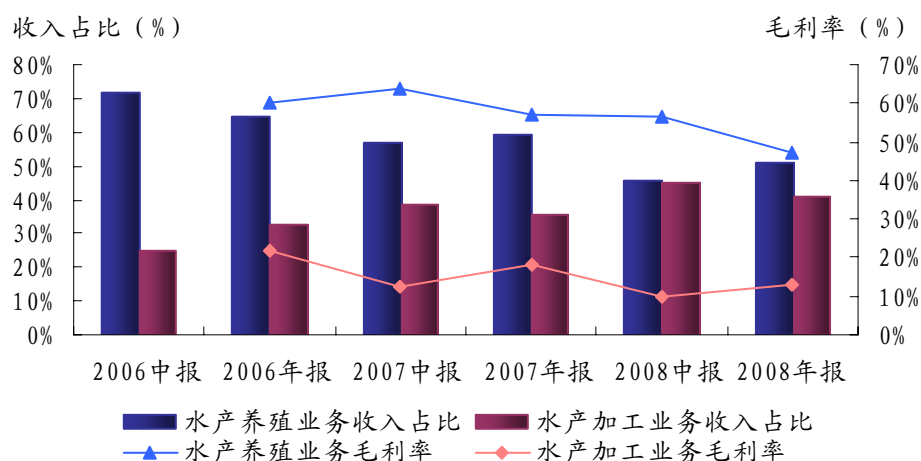
“北鲍南养”冲击鲍鱼市场价格。鲍鱼生于温带海域，有冬眠习性，但是福建等地养殖鲍鱼温度较高，不存在冬眠，生长周期短，一年半即可上市。2008 年大量南方鲍鱼冲击市场，鲍鱼价格由 300 元/kg 迅速跌落至 170 元/kg，目前稳定与 170 元/kg 左右。公司底播鲍鱼量较小，由于品质高和国宴身份而倍受追捧，而公司浮筏养殖鲍鱼则完全受市场影响。

公司刺参、鲍鱼的生长周期在 2-3 年，在 2006、07 年公司并没有大规模增加底播面积，则公司 2009 年刺参、鲍鱼产量将相对稳定。

3. 水产品加工业务：开始发力

公司 2008 年通过对大连海石食品增资 3280 万元从而控制大连海石 51% 的股份。大连海石具有良好的对外销售渠道，使得公司在美、日和欧盟的市场进一步得到拓展。2008 年通过合并大连海石报表为公司增加了接近 2 亿元的收入，并且使得公司加工业务占比有 2007 年的 38.38% 提升到 2008 年的 40.71%。

图 9：公司养殖、加工对比



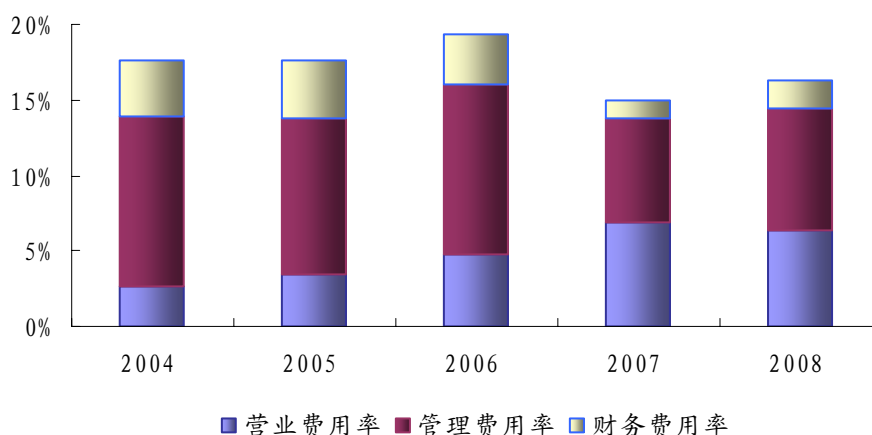
数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

受宏观经济抑制，养殖加工业务毛利均有所下降：养殖业务毛利率由 2007 年的 56.85% 下降到 47.29%；加工业务毛利由 2007 年的 18.00% 下降到 12.95%。

4. 税费增加明显

销售渠道拓展和借款增加使得公司三项费用率由 14.92% 上升到 16.34%，费用率的高企极大地吞噬公司利益。

图 10: 公司期间费用率变化



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

公司所得税综合税率有所增加。2008 年公司所得税税率有所变化: 养殖业务将由 0% 提高到 12.5%, 初加工业务维持 0% 税率, 而深加工业务税率由 33% 降低为 25%, 使得 2008 年公司综合税率由 2007 年的 4.58% 上升到 11.68%。

5. 给予中性评级

● 公司业务预测

表 6: 公司分业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
虾貽扇贝 (鲜货)							
单价 (元/kg)	29.00	25.00	25.00	25.50	26.00	26.50	27.00
数量 (吨)	7600.00	10930.00	13116.00	14427.60	15870.36	17457.40	18330.27
YOY (%)	-8.98%	43.82%	20.00%	10.00%	10.00%	10.00%	5.00%
收入 (百万元)	2204.00	2732.50	3279.00	3679.04	4126.29	4626.21	4949.17
YOY (%)	-24.59%	23.98%	20.00%	12.20%	12.16%	12.12%	6.98%
成本 (百万元)	819.89	1172.24	1393.58	1508.41	1671.15	1850.48	1979.67
毛利率 (%)	62.80%	57.10%	57.50%	59.00%	59.50%	60.00%	60.00%
刺参 (鲜货)							
单价 (元/kg)	190.00	170.00	170.00	175.00	180.00	180.00	180.00
数量 (吨)	300.00	520.00	572.00	629.20	723.58	940.65	1222.85
YOY (%)	3.45%	73.33%	10.00%	10.00%	15.00%	30.00%	30.00%
收入 (百万元)	57.00	88.40	97.24	110.11	130.24	169.32	220.11
YOY (%)	31.03%	55.09%	10.00%	13.24%	18.29%	30.00%	30.00%
成本 (百万元)	18.81	30.94	34.03	35.24	41.68	50.80	66.03
毛利率 (%)	67.00%	65.00%	65.00%	68.00%	68.00%	70.00%	70.00%
鲍鱼 (鲜货)							
单价 (元/kg)	235.00	175.00	175.00	180.00	180.00	180.00	180.00
数量 (吨)	300.00	655.00	720.50	792.55	871.81	1002.58	1152.96
YOY (%)	39.53%	118.33%	10.00%	10.00%	10.00%	15.00%	15.00%
收入 (百万元)	70.50	114.63	126.09	142.66	156.92	180.46	207.53

YOY (%)	63.95%	62.59%	10.00%	13.14%	10.00%	15.00%	15.00%
成本 (百万元)	42.30	89.17	94.57	99.86	109.85	126.32	145.27
毛利率 (%)	40.00%	22.21%	25.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
其他 (海胆鲜货)							
收入 (百万元)	33.34	38.04	41.84	50.21	60.26	72.31	86.77
YOY (%)	30.89%	14.08%	10.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
成本 (百万元)	26.58	33.79	36.40	42.68	51.22	61.46	73.75
毛利率 (%)	20.30%	11.16%	13.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
水产品加工业务							
收入 (百万元)	227.73	409.90	450.89	495.98	520.78	546.82	574.16
YOY (%)	6.57%	79.99%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
成本 (百万元)	186.74	356.82	392.27	429.02	447.87	467.53	488.03
毛利率 (%)	18.00%	12.95%	13.00%	13.50%	14.00%	14.50%	15.00%
水产业务合计							
收入 (百万元)	2592.58	3383.47	3995.06	4478.00	4994.50	5595.11	6037.74
YOY (%)	-20.18%	30.51%	18.08%	12.09%	11.53%	12.03%	7.91%
成本 (百万元)	1094.31	1682.96	1950.85	2115.20	2321.76	2556.59	2752.76
毛利率 (%)	57.79%	50.26%	51.17%	52.76%	53.51%	54.31%	54.41%
运输、餐饮及其它							
收入 (百万元)	31.76	82.77	91.05	100.15	105.16	110.42	115.94
YOY (%)	44.38%	160.59%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
成本 (百万元)	29.82	75.17	81.94	89.64	93.59	98.27	103.18
毛利率 (%)	6.11%	10.11%	10.00%	10.50%	11.00%	11.00%	11.00%
收入合计 (百万元)	2,624.34	3,466.24	4,086.11	4,578.15	5,099.66	5,705.53	6,153.68
成本合计 (百万元)	1,124.13	1,758.13	2,032.80	2,204.84	2,415.35	2,654.86	2,855.95
毛利率 (%)	57.17%	49.28%	50.25%	51.84%	52.64%	53.47%	53.59%

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

● 扇贝销售对于业绩影响明显

扇贝仍然是公司主要的养殖品种，扇贝的销售情况将极大地影响公司业绩。2009年公司预计采捕扇贝 20 万亩（2008 年为 18 万亩），考虑所捕捞面积的增加和扇贝个头规格的回升，我们认为 2009 年公司扇贝销售量将有 20%左右的增幅，达到 13000 余吨，价格将维持在 2008 年 25 元/kg 的水平。

表 7：2009 年扇贝销售量、价格对于公司 EPS 的敏感性分析

销量 (吨) \ 价格 (元/kg)	21.00	22.00	23.00	24.00	25.00	26.00	27.00	28.00	29.00	30.00
9000	0.45	0.46	0.48	0.49	0.51	0.52	0.54	0.55	0.57	0.58
10000	0.48	0.50	0.52	0.53	0.55	0.57	0.58	0.60	0.62	0.63
11000	0.52	0.54	0.56	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67	0.68
12000	0.55	0.57	0.59	0.61	0.63	0.65	0.67	0.69	0.71	0.73
13000	0.59	0.61	0.63	0.65	0.68	0.70	0.72	0.74	0.76	0.78
14000	0.62	0.65	0.67	0.69	0.72	0.74	0.76	0.79	0.81	0.83
15000	0.66	0.68	0.71	0.73	0.76	0.78	0.81	0.83	0.86	0.88
16000	0.69	0.72	0.75	0.77	0.80	0.83	0.85	0.88	0.91	0.93

数据来源：兴业证券研发中心

- 给予中性评级

预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.68、0.88、1.04 元，给予公司中性评级。整个宏观经济环境制约了海珍品行业的消费需求，成为抑制公司表现的主要因素，当宏观经济好转后公司投资价值将迅速体现。

- 风险

宏观经济直接影响行业景气度，宏观经济回暖步伐成为主要风险。

水产养殖行业受气候影响较大，2007 年暖冬影响公司 2008 年虾贻扇贝的规格和产量，未来气候也会对行业生产产生一定的不确定性。

期间费用的高企也极大地吞噬公司利润。

- 公司财务附表

表 8: 公司财务附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1228	1420	1543	1717
货币资金	109	417	451	542
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	48	34	38	42
其他应收款	5	3	4	4
存货	990	895	974	1048
非流动资产	592	666	716	762
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	28	28	28	28
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	479	569	654	730
在建工程	14	17	18	14
油气资产	0	0	0	0
无形资产	34	34	34	34
资产总计	1820	2086	2259	2480
流动负债	455	567	602	668
短期借款	315	350	400	450
应付票据	0	0	0	0
应付账款	90	99	108	116
其他	51	117	94	101
非流动负债	98	98	98	98
长期借款	98	98	98	98
其他	0	0	0	0
负债合计	553	665	700	766
股本	226	226	226	226
资本公积	572	572	572	572
未分配利润	359	496	613	743
少数股东权益	17	17	17	17
股东权益合计	1267	1421	1558	1714
负债及权益合计	1820	2086	2259	2480

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	125	154	199	235
折旧和摊销	0	41	45	49
资产减值准备	-1	0	0	0
无形资产摊销	0	14	12	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	20	22	18	19
投资损失	-2	-3	-3	-3
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	221	-205	76	41
经营活动产生现金流量	-85	412	192	257
投资活动产生现金流量	-56	-117	-129	-118
融资活动产生现金流量	43	14	-30	-49
现金净变动	-99	309	33	91
现金的期初余额	191	109	417	451
现金的期末余额	92	417	451	542

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1007	1135	1267	1386
营业成本	703	779	847	911
营业税金及附加	2	2	2	2
销售费用	64	73	80	86
管理费用	81	91	99	105
财务费用	20	22	18	19
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	2	3	3	3
营业利润	137	170	222	262
营业外收入	8	8	8	8
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	142	174	226	267
所得税	17	20	27	32
净利润	125	154	199	235
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	125	154	199	235
EPS (元)	0.55	0.68	0.88	1.04

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	57.0%	12.7%	11.6%	9.4%
营业利润增长率	-18.9%	23.9%	30.3%	18.4%
净利润增长率	-25.3%	22.9%	29.2%	18.0%
盈利能力(%)				
毛利率	30.2%	31.4%	33.1%	34.2%
净利率	12.4%	13.6%	15.7%	16.9%
ROE	10.0%	11.0%	12.9%	13.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	30.4%	31.9%	31.0%	30.9%
流动比率	2.70	2.51	2.56	2.57
速动比率	0.52	0.93	0.94	1.00
营运能力(次)				
资产周转率	0.55	0.54	0.56	0.56
应收帐款周转率	34.48	27.70	35.17	34.83
每股资料(元)				
每股收益	0.55	0.68	0.88	1.04
每股经营现金	0.00	1.82	0.85	1.14
每股净资产	5.53	6.21	6.81	7.50
估值比率(倍)				
PE	38.33	31.20	24.14	20.46
PB	3.84	3.42	3.11	2.83

三、好当家：新增海域将带来巨大增长

1. 海域资源：新增海域成为爆发点

公司原有养殖区域为总部附近的 3 万余亩围堰养殖区域。2007 年和 2008 年分两批共获得苏山岛以北地区 20.3 万亩清洁海域，其中 8 万余亩为沙石底，可以开发用于底播养殖刺参；剩余海域为泥底，可以开发养殖贝类等。

新增海域正在逐步投放人工礁石，并于 2009 年小幅投放刺参试养，考虑人工礁石投放进度和刺参生长周期，新增海域将在 2012 年成为公司盈利的爆发点。

表 9：公司海域资源

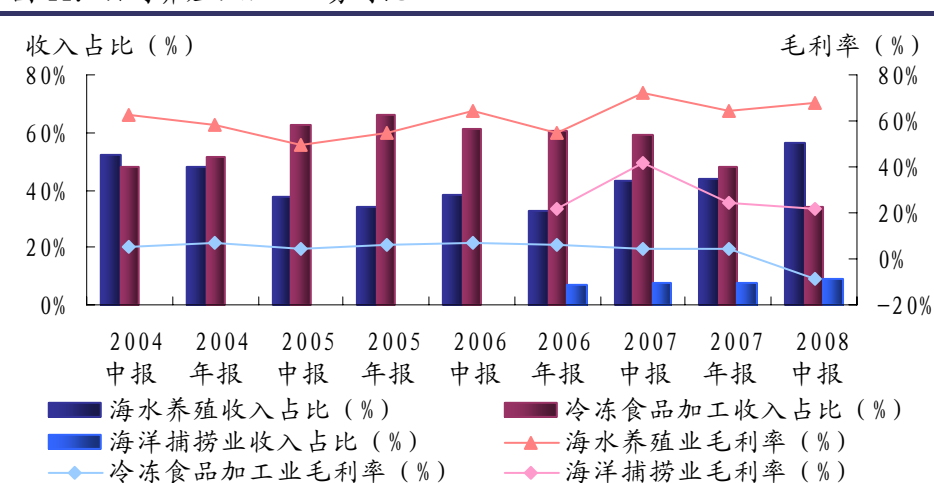
海域地点	面积（万亩）	养殖规划	附注
荣成市邱家镇	3	围堰养殖刺参	公司原有围堰养殖区域
荣成市苏山岛	20.3	底播刺参	2007、2008 年分两次获得，适宜养殖刺参区域约 8 万余亩，目前正在投放人工礁石

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

2. 养殖是发展方向

由于加工业务长期处于低毛利的状态，公司着重发展其养殖业务，2008 年中报显示，公司养殖业务在总收入中占比已经提升到 56.61%，而加工业务占比下降到 34.33%。

图 11：公司养殖、加工业务对比



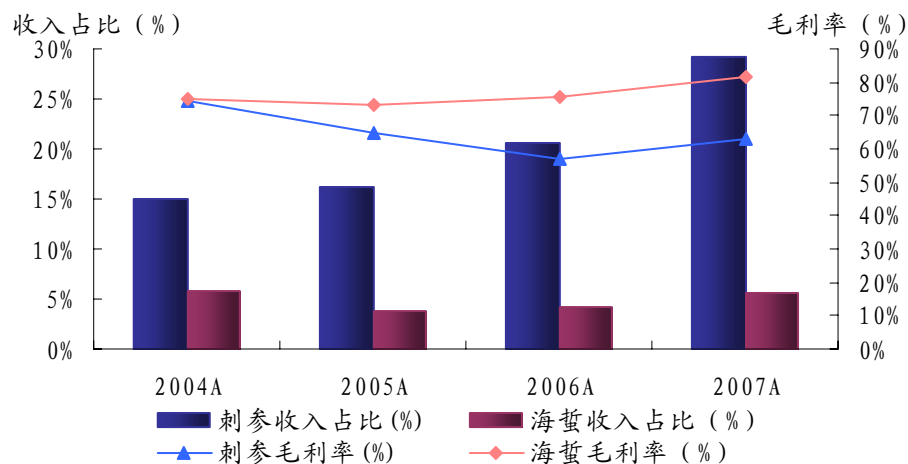
数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

3. 养殖品种：刺参份额增加

公司刺参养殖份额增加，2007 年其收入占比已上升到 29.17%，毛利水平有小幅回

落；海蜇收入份额和毛利水平基本稳定。刺参已成为公司养殖业重点发展方向之一。

图 12: 公司主要养殖品种收入及毛利变化



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

新增 20 万亩使用海域中约有 8 万余亩适宜于底播海参养殖,按照实际开发 8 万亩,2009 年开始逐渐投苗,2009-2012 年每年投苗 2 万亩,2012 年开始采捕假设,则 2012 年公司刺参产量将出现爆发式增长:

表 10: 公司刺参养殖业务预测

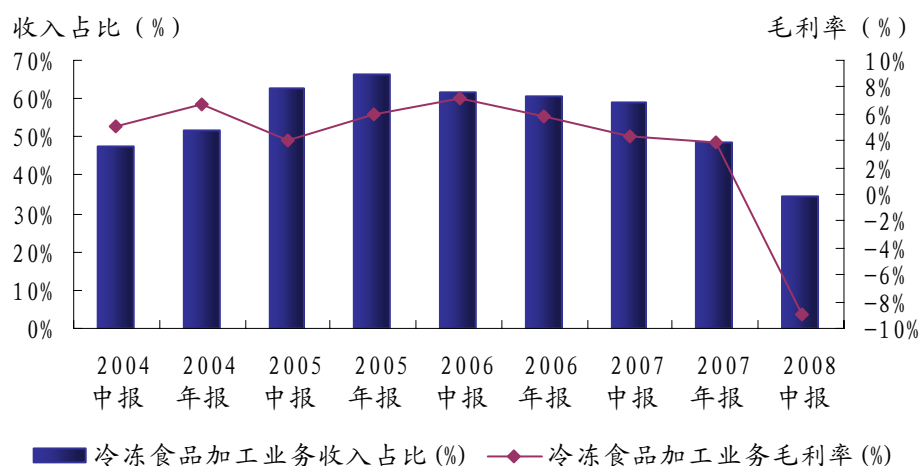
	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
新投放面积 (万亩)	—	—	2.00	2.00	2.00	4.00	2.00	2.00
捕捞面积 (万亩)	—	—	0.00	0.00	0.00	2.00	2.00	4.00
密度 (头/亩)	—	—	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00
成活率 (%)	—	—	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
质量 (g/头)	—	—	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
捕捞量 (吨)	—	—	0.00	0.00	0.00	1,600.00	1,600.00	3,200.00
围堰捕捞量 (吨)	1,290.00	1,000.00	1,200.00	1,250.00	1,300.00	1,350.00	1,400.00	1,450.00
合计 (吨)	1,290.00	1,000.00	1,200.00	1,250.00	1,300.00	2,950.00	3,000.00	4,650.00

数据来源：兴业证券研发中心

4. 冷冻食品加工业务：将出现亏损

公司冷冻食品加工业务主要为蔬菜、面类、肉类加工，主要销往日本等地，其行业进入门槛低，竞争激烈，毛利率一直处于低水平。从 2005 年开始冷冻食品加工业务收入份额曾持续下降态势，2008 年中报显示其毛利仅为-8.9%，2008 年冷冻食品加工业务将出现亏损。

图 13: 公司冷冻食品加工业务收入及毛利率变化



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

5. 给予中性评级

● 公司业务预测

表 11: 公司分业务预测

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
刺参(鲜货)							
单价(元/kg)	175.00	160.00	160.00	175.00	180.00	180.00	180.00
数量(吨)	1290.00	1000.00	1200.00	1250.00	1300.00	2950.00	3000.00
收入(百万元)	225.75	160.00	192.00	218.75	234.00	531.00	540.00
YOY (%)		-29.1%	20.0%	13.9%	7.0%	126.9%	1.7%
毛利率 (%)	62.7%	65.0%	65.0%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
海蜇(鲜货)							
单价(元/kg)	10.50	10.50	10.50	11.00	11.00	11.00	11.00
数量(吨)	4140.00	4500.00	5000.00	6000.00	7000.00	8000.00	8500.00
收入(百万元)	43.47	47.25	52.50	66.00	77.00	88.00	93.50
YOY (%)		8.70%	11.11%	25.71%	16.67%	14.29%	6.25%
毛利率 (%)	81.43%	80.00%	81.00%	81.50%	82.00%	82.00%	82.00%
其它养殖(鲜货)							
收入(百万元)	69.50	70.89	72.31	79.54	87.49	91.87	96.46
YOY (%)		2.00%	2.00%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	60.70%	56.00%	57.00%	59.00%	60.00%	60.00%	60.00%
冷冻食品加工							
收入(百万元)	374.04	350.00	350.00	400.00	420.00	441.00	463.05
YOY (%)		-6.43%	0.00%	14.29%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	3.94%	3.00%	6.00%	6.50%	7.00%	7.50%	8.00%
海洋捕捞及其它							

收入（百万元）	61.10	65.00	68.25	71.66	75.25	79.01	82.96
YOY（%）		6.38%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	41.50%	30.00%	23.00%	24.00%	25.00%	25.00%	25.00%
收入合计（百万元）	773.86	693.14	735.06	835.95	893.74	1230.87	1275.97
成本合计（百万元）	514.61	481.64	489.82	560.78	589.49	732.17	759.64
毛利率（%）	33.50%	30.51%	33.36%	32.92%	34.04%	40.52%	40.47%

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

● 给予中性评级

预计 2008-2010 年 EPS 分别为 0.26、0.31、0.36 元，给予公司中性评级。宏观经济环境制约了海珍品行业的消费需求，冷冻食品加工业务亏损拖累了公司表现。

新增海域刺参等养殖将在 2012 年后贡献利润，这将成为公司未来业绩的爆发点，长期看好海珍品行业以及公司新增海域的发展，使得公司值得长期关注。

● 风险因素

宏观经济环境低迷成为抑制行业表现的主要因素。自然灾害对水产养殖行业的破坏也值得我们担忧。

冷冻食品加工业务属于完全竞争，将长期处于低毛利的状态，并且其主要出口日本等地，人民币升值也成为负面因素之一。

我们对苏山岛地区开发寄予厚望，其开发进度和开发效果也成为影响公司业绩的因素。

● 公司财务附表

表 12: 公司财务附表

资产负债表

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	396	414	497	624
货币资金	75	114	191	274
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	18	16	17	19
其他应收款	14	12	13	15
存货	281	264	268	307
非流动资产	1120	1153	1202	1255
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	43	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1014	1067	1115	1159
在建工程	2	1	1	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	59	72	84	94
资产总计	1516	1567	1699	1879
流动负债	348	239	218	226
短期借款	207	140	140	140
应付票据	37	0	0	0
应付账款	39	37	38	43
其他	65	62	40	43
非流动负债	35	28	28	28
长期借款	28	28	28	28
其他	7	0	0	0
负债合计	383	267	246	254
股本	634	634	634	634
资本公积	136	136	136	136
未分配利润	225	372	503	649
少数股东权益	49	53	58	63
股东权益合计	1134	1300	1454	1626
负债及权益合计	1516	1567	1699	1879

现金流量表

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	202	162	197	226
折旧和摊销	54	50	55	59
资产减值准备	1	-1	0	0
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	19	13	8	4
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	3	4	5	5
营运资金的变动	42	15	28	34
经营活动产生现金流量	235	201	246	259
投资活动产生现金流量	-44	-72	-115	-112
融资活动产生现金流量	29	-89	-55	-63
现金净变动	219	40	77	84
现金的期初余额	42	75	114	191
现金的期末余额	261	114	191	274

利润表

单位: 百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	774	693	735	836
营业成本	514	482	490	561
营业税金及附加	2	1	1	2
销售费用	6	7	7	8
管理费用	19	17	19	21
财务费用	19	13	8	4
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	213	173	210	240
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	211	173	209	239
所得税	7	6	7	8
净利润	204	167	202	231
少数股东损益	3	4	5	5
归属母公司净利润	202	162	197	226
EPS (元)	0.32	0.26	0.31	0.36

主要财务比率

	2007	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.2%	-10.4%	6.0%	13.7%
营业利润增长率	111.4%	-18.5%	21.0%	14.4%
净利润增长率	115.6%	-19.4%	21.4%	14.5%
盈利能力(%)				
毛利率	33.5%	30.5%	33.4%	32.9%
净利率	26.0%	23.4%	26.8%	27.0%
ROE	18.6%	13.0%	14.1%	14.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	25.3%	17.0%	14.4%	13.5%
流动比率	1.14	1.73	2.29	2.77
速动比率	0.33	0.63	1.05	1.40
营运能力(次)				
资产周转率	0.51	0.44	0.43	0.44
应收帐款周转率	45.59	39.08	42.57	44.01
每股资料(元)				
每股收益	0.32	0.26	0.31	0.36
每股经营现金	0.30	0.32	0.39	0.41
每股净资产	1.71	1.97	2.20	2.47
估值比率(倍)				
PE	21.41	26.56	21.88	19.10
PB	3.98	3.46	3.09	2.76

四. 东方海洋：加工、养殖并重

1. 海域资源：加强海域开发

公司原有养殖品种主要为大菱鲆、海带苗、刺参，其中大菱鲆、海带苗采用池塘工厂化养殖，刺参养殖为 2004-2005 年间开发的 837 亩围堰养殖区域。公司正积极拓展海珍品养殖业务，分别在莱州、牟平、海阳、担子岛等地获得共 4 万余亩的海域使用面积，用于底播养殖刺参和虾贻扇贝。

新增海域正在投放人工礁石，由于刺参生长周期为 2-3 年，假设养殖区域建设在 2009 年内完成并逐渐投放幼苗，公司刺参产量将在 2012 年明显增加，成为公司业绩主要增长点之一。

表 13: 公司海域资源

海域地点	面积（万亩）	养殖规划	附注
海阳市辛安镇	0.08	围堰养殖	目前主要刺参养殖区域
烟台市莱州、牟平	2	底播刺参	处于投放人工礁石中
烟台市担子岛	1	刺参、扇贝养殖	处于投放人工礁石中
海阳市辛安镇	1	底播刺参	处于投放人工礁石中

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

2. 水产品加工业务：仍是重点

水产品加工业务仍然是公司的重点，IPO 项目的完成，使得公司水产品加工能力由 2 万吨/年，提高到 2008 年的 5.8 万吨/年。公司水产品加工业务主要为冷冻切片，在订单获得、原料采购等方面经验丰富，相对具有优势，在 2008 年经济危机和人民币升值的压力下，加工业务毛利率仍由 9.62% 上升到 10.68%。

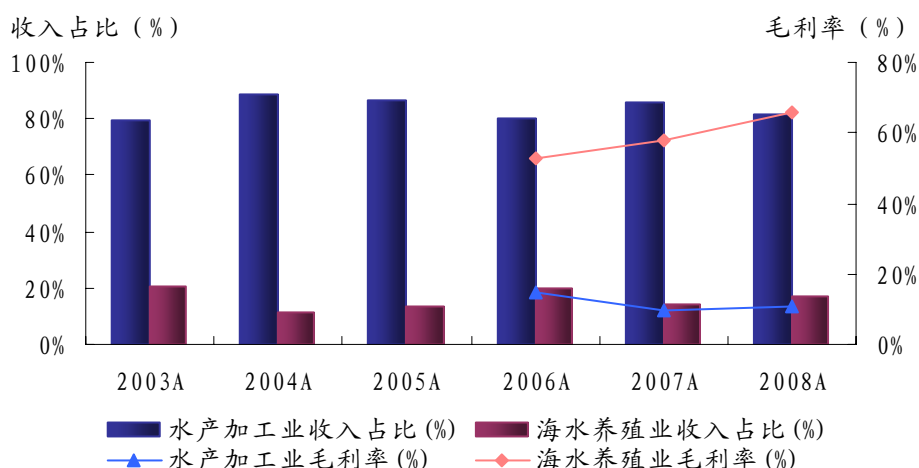
表 14: 公司水产品加工能力

加工厂	加工能力（万吨/年）	冷冻能力（万吨/次）	附注
盛泉工业园	1.5	2.0	原有工厂
山海食品	0.5		原有工厂
高新区水产品加工贸易区	3.8	6.0	IPO 项目

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

水产品加工业务仍将是公司业务的重点，2008 年加工业务在总收入中占比为 81.29%。在 2012 年新增海域提供收益之前，水产品加工业务仍将保持 70% 以上的收入占比。

图 14: 公司加工养殖业务对比

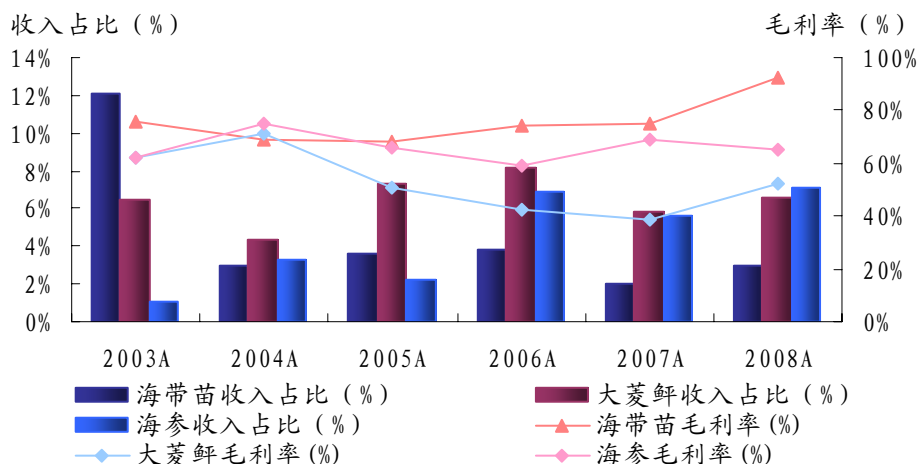


数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

3. 养殖业务：刺参养殖是未来发展重点

公司主要养殖品种为海带苗、大菱鲆、刺参，其中海带苗、大菱鲆属于工厂化池塘养殖，而刺参目前主要是围堰养殖，新增海域底播养殖正处于开发中。海带苗业务和大菱鲆业务进入壁垒较低，竞争激烈，并不是公司未来发展重点。大菱鲆养殖毛利受 2006 年其它公司大菱鲆事件影响也明显降低。刺参将是公司养殖业务未来发展重点，其收入占比由 2007 年的 5.65% 上升到 2008 年的 7.13%。

图 15: 公司养殖品种收入占比及毛利变化



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

公司新增海域使用面积 4 万余亩，按照实际底播刺参 4 万亩，2009-2011 年分别投苗 1、1.5、1.5 万亩，生长周期为 3 年假设，则 2012 年公司刺参将进入集中采捕期，带动业绩爆发：

表 15: 公司刺参业务预测

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
新投放面积 (万亩)	—	—	1.00	1.50	1.50	1.00	1.00	1.00
捕捞面积 (万亩)	—	—	0.00	0.00	0.00	1.00	1.50	1.50
密度 (头/亩)	—	—	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00	4,000.00
成活率 (%)	—	—	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
质量 (g/头)	—	—	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
捕捞量 (吨)	—	—	0.00	0.00	0.00	800.00	1,200.00	1,200.00
围堰捕捞量 (吨)	135.00	242.00	260.00	275.00	300.00	300.00	300.00	300.00
合计 (吨)	135.00	242.00	260.00	275.00	300.00	1,100.00	1,500.00	1,500.00

数据来源: 兴业证券研发中心

4. 给予中性评级

● 公司业务预测

表 16: 公司分业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E
进料加工							
单价 (元/kg)	30.00	30.00	30.00	31.00	31.00	31.00	31.00
数量 (吨)	11700.00	13060.00	14757.80	16000.00	17000.00	18000.00	19000.00
YOY (%)		11.62%	13.00%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%
收入 (百万元)	351.00	391.80	442.73	496.00	527.00	558.00	589.00
YOY (%)		11.62%	13.00%	12.03%	6.25%	5.88%	5.56%
成本 (百万元)	331.84	371.11	419.27	469.22	496.96	524.52	553.66
毛利率 (%)	5.46%	5.28%	5.30%	5.40%	5.70%	6.00%	6.00%
来料加工							
单价 (元/kg)	3.50	3.50	3.50	3.60	3.70	3.80	3.90
数量 (吨)	7600.00	9735.00	11195.25	12650.63	13915.70	14611.48	15342.05
YOY (%)		28.09%	15.00%	13.00%	10.00%	5.00%	5.00%
收入 (百万元)	26.60	34.07	39.18	45.54	51.49	55.52	59.83
YOY (%)		28.09%	15.00%	16.23%	13.06%	7.84%	7.76%
成本 (百万元)	9.19	14.04	16.07	17.31	18.54	19.43	20.94
毛利率 (%)	65.45%	58.78%	59.00%	62.00%	64.00%	65.00%	65.00%
大菱鲆 (鲜货)							
单价 (元/kg)	55.00	58.90	60.00	60.00	60.00	60.00	60.00
数量 (吨)	485.00	623.00	654.15	686.86	707.46	728.69	750.55
YOY (%)		28.45%	5.00%	5.00%	3.00%	3.00%	3.00%
收入 (百万元)	26.68	36.69	39.25	41.21	42.45	43.72	45.03
YOY (%)		37.56%	6.96%	5.00%	3.00%	3.00%	3.00%
成本 (百万元)	16.29	17.50	19.62	20.61	21.22	21.86	22.52

毛利率 (%)	38.95%	52.32%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
海带苗 (苗种)							
单价 (元/万株)	82.70	141.00	85.00	85.00	85.00	85.00	85.00
数量 (亿株)	11.00	12.00	11.00	11.33	11.67	12.02	12.38
YOY (%)		9.09%	-8.33%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
收入 (万元)	9.10	16.92	9.35	9.63	9.92	10.22	10.52
YOY (%)		86.00%	-44.74%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
成本 (万元)	2.23	1.28	2.34	2.41	2.48	2.55	2.63
毛利率 (%)	75.54%	92.45%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%	75.00%
刺参 (鲜货)							
单价 (元/kg)	185.00	165.00	165.00	170.00	170.00	170.00	170.00
数量 (吨)	135.00	242.00	260.00	275.00	300.00	1100.00	1500.00
YOY (%)		79.26%	7.44%	5.77%	9.09%	266.67%	36.36%
收入 (万元)	24.98	39.93	42.90	46.75	51.00	187.00	255.00
YOY (%)		59.88%	7.44%	8.97%	9.09%	266.67%	36.36%
成本 (万元)	7.69	14.03	15.02	15.43	16.58	59.84	81.60
毛利率 (%)	69.20%	64.86%	65.00%	67.00%	67.50%	68.00%	68.00%
其它业务							
收入 (百万元)	15.90	32.21	35.43	38.97	40.92	42.97	45.12
YOY (%)		102.58%	10.00%	10.00%	5.00%	5.00%	5.00%
成本 (百万元)	12.30	21.84	23.38	25.33	26.40	27.50	28.65
YOY (%)		77.57%	7.08%	8.33%	4.19%	4.19%	4.18%
毛利率 (%)	22.65%	32.20%	34.00%	35.00%	35.50%	36.00%	36.50%
收入合计 (百万元)	454.25	551.63	608.85	678.11	722.78	897.43	1,004.51
成本合计 (百万元)	379.53	439.80	495.70	550.30	582.17	655.71	710.00
毛利率 (%)	83.13%	77.20%	79.15%	79.86%	80.04%	68.36%	64.59%

数据来源: 兴业证券研发中心

● 给予中性评级

预计 2008-2010 年 EPS 分别为 0.37、0.45、0.51 元 (未考虑 2008 年年报中送股、转增预案对股本的影响), 给予公司中性评级。加工和其养殖业务是公司重点发展的两个方向, 占公司营业收入 75% 以上产品出口欧美、日韩等地, 经济危机和人民币升值给公司带来较大的压力, 新增海域将在 2012 年给公司养殖带来爆发式增长。

● 风险因素

公司收入 70% 以上为出口, 金融危机对于国际消费的影响, 以及贸易摩擦和人民币升值成为公司主要风险之一。

面对日益严格的食品安全, 公司着力建立自身品牌, 但是行业内食品安全事件仍

可能对公司造成负面影响。

新增海域的开发进度和刺参养殖状况将影响公司业绩，自然灾害也潜在存在。

- 公司财务附表

表 17: 公司财务附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	892	918	546	573
货币资金	461	517	100	100
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	89	98	110	117
其他应收款	46	12	13	14
存货	253	286	317	336
非流动资产	702	947	1164	1323
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	522	765	996	1177
在建工程	100	95	92	71
油气资产	0	0	0	0
无形资产	48	47	46	45
资产总计	1594	1866	1710	1896
流动负债	488	726	523	660
短期借款	426	600	418	547
应付票据	0	0	0	0
应付账款	26	50	56	59
其他	37	75	49	54
非流动负债	43	31	35	36
长期借款	30	30	30	30
其他	13	1	5	6
负债合计	531	756	558	696
股本	122	122	122	122
资本公积	744	744	744	744
未分配利润	151	192	228	268
少数股东权益	25	26	27	29
股东权益合计	1063	1110	1152	1200
负债及权益合计	1594	1866	1710	1896

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	46	46	55	63
折旧和摊销	22	25	34	42
资产减值准备	13	0	2	1
无形资产摊销	3	2	2	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	27	20	22	26
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	2
营运资金的变动	213	-91	66	18
经营活动产生现金流量	-92	157	62	115
投资活动产生现金流量	-185	-255	-261	-201
融资活动产生现金流量	677	153	-218	87
现金净变动	401	56	-417	0
现金的期初余额	81	461	517	100
现金的期末余额	482	517	100	100

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	560	618	689	734
营业成本	445	503	559	591
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	10	12	13	13
管理费用	20	22	24	26
财务费用	27	20	22	26
资产减值损失	13	13	13	13
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	45	47	56	64
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	47	47	56	64
所得税	0	0	0	0
净利润	47	47	56	64
少数股东损益	1	1	1	2
归属母公司净利润	46	46	55	63
EPS (元)	0.38	0.37	0.45	0.51

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	20.7%	10.4%	11.4%	6.6%
营业利润增长率	14.0%	4.5%	20.6%	14.1%
净利润增长率	19.7%	-0.8%	20.6%	14.1%
盈利能力(%)				
毛利率	20.5%	18.6%	18.8%	19.5%
净利率	8.2%	7.4%	8.0%	8.5%
ROE	4.4%	4.2%	4.9%	5.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	33.3%	40.5%	32.6%	36.7%
流动比率	1.83	1.27	1.04	0.87
速动比率	1.29	0.86	0.41	0.34
营运能力(次)				
资产周转率	0.35	0.33	0.40	0.39
应收帐款周转率	7.26	6.33	6.36	6.22
每股资料(元)				
每股收益	0.38	0.37	0.45	0.51
每股经营现金	-0.68	1.29	0.51	0.94
每股净资产	8.51	8.89	9.23	9.60
估值比率(倍)				
PE	51.82	52.24	43.31	37.95
PB	2.29	2.19	2.11	2.03

五. 长期看好海珍品养殖

1. 投资标的：海域资源+养殖品种

● 海域资源：资源稀缺性提供价值壁垒

在养殖海域资源有限，污染日益严重的情况下，清洁养殖海域资源的稀缺性为行业提供了极大地投资价值。

獐子岛具有最为丰富的海域资源，为今后的发展奠定坚实的资源基础；好当家海域资源增量巨大，新增适宜刺参养殖海域高达 8 万余亩，将极大地拓展公司刺参养殖规模；东方海洋虽然养殖海域比较分散，但是公司在高密度养殖方面经验丰富。

● 养殖品种：高档海产品

水产品具有高蛋白、低热量的特点，是肉类消费的发展方向。随着人民生活水产品的提高，对于刺参、鲍鱼等高档海产品的消费需求将日益增加。

就养殖种类，我们长期看好刺参、鲍鱼、扇贝等海珍品养殖，并不看好淡水养殖种类；就养殖模式，我们长期看好底播天然养殖。

● 加工业务：将是长期发展方向

短期来看，由于门槛较低，加工业务将持续面临低毛利的完全竞争状态，但是加工业务仍然在平滑养殖业务、拓展公司渠道等方面起着重要作用。

中长期来看，加工业务将是水产养殖行业的发展方向。随着消费升级，水产品的消费将向品牌和终端发展，专卖店、连锁店、商超将是加工业务重点拓展的渠道。

2. 投资时点：经济回暖之时

宏观经济客观抑制高档海产品的消费。经济筑底回暖将拉动高档水产品消费从而带动公司业绩，为行业带来投资机会。

一、二季度是海珍品消费淡季、三、四季度刺参、鲍鱼消费进入旺季，从而带动公司三、四季度业绩。则二、三季度之间将是极好的切入点。

3. 好当家：资源丰富

总计 110 余万亩的海域使用面积，为獐子岛发展奠定坚实的资源基础。扇贝养殖是公司养殖业务的基础，高品质的底播鲍鱼、刺参为公司提供极大的品牌宣传。

2007 年的暖冬影响过去，2009 年公司扇贝品质将得到较大提升，扇贝价格将得以回升，并且采捕面积将提升至 20 万亩，由此我们判断 2009 年公司扇贝（鲜货）销售量将有 20%左右的增长，从而提升公司业绩。

4. 好当家：新增海域将带来巨大增长

公司新增 20 万亩海域使用面积中适宜刺参养殖面积为 8 万余亩，按照实际开发 8 万亩，2009-2012 年每年投苗 2 万亩假设，则 2012 年公司将新增刺参产量 1600 吨，刺参总产量将达到 2950 吨，极大地提升公司业绩。

公司冷冻食品加工业务毛利率极低，2008 年存在亏损，拖累公司业绩。

5. 东方海洋：加工、养殖并重

随着 IPO 项目的完成，2008 年公司加工能力由 2 万吨/年提升至 5.8 万吨/年。公司水产品加工业务在订单获得、原料采购、销售等方面经验丰富，相对具有优势，发展势头迅猛，仍将是公司业务的重点。

公司养殖业务以刺参底播养殖为方向，新增海域按照实际底播刺参 4 万亩，2009-2011 年各投苗 1、1.5、1.5 万亩假设，则 2012 年公司刺参将进入集中采捕期，届时公司刺参产量将提升至目前的 5 倍，成为公司发展的动力。

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戡

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。