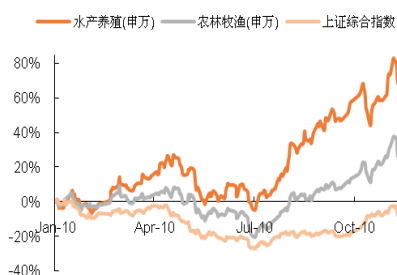


水产养殖业2011年度投资策略

消费升级、资源约束，彰显投资价值

推荐（维持）

行情走势图



相关研究报告

《2010年下半年海珍品养殖业专题策略》
(2010.6.18)

《水产行业2010年三季报点评》(2010.11.1)

研究员

王华 农林牧渔研究员
S1060210090003
0755-22621039
wanghua505@pingan.com.cn

■ 政策支持为水产养殖业带来重要契机

在国家“以养兴渔”作为渔业经济结构调整主方向的政策背景下，我们认为，“十二五”期间行业发展的政策环境依然宽松；同时，在农业产业化进程中，资源将进一步向行业龙头企业集中，该类企业将优先受益。

■ 消费结构升级催生水产品需求

水产品非生活必需品，消费需求弹性较大。“十二五”期间，在居民消费率提高，消费结构升级背景下，水产品消费增长率将持续超过消费总体增长率水平，保持增长势头。

■ 需求拉动，水产养殖业盈利性和成长性凸显

我们预计，未来3年水产养殖行业利润年均复合增长率将达到15%，行业盈利性和成长性得以延续。

■ 基本面、估值双支撑，行业投资价值凸显

一方面需求增长，供给约束，水产养殖价量齐升，基本面持续向好，提升了行业的投资价值；另一方面，水域资源稀缺性和通胀预期提高行业的相对估值水平，2011年水产养殖行业依然是比较好的投资标的。

■ 维持行业“推荐”评级

从政策和行业企业经营周期来看，我们认为2011年有两个重要的投资时点，一是5-6月份，行业进入由消费淡季向旺季的转变期，板块新一轮行情开始启动；二是10-11月份，国家农业一号文件即将出台，同时海珍品消费旺季来临，在一定程度上刺激板块投资热情。

■ 投资风险提示

水域污染、病虫害、自然灾害、经营季节性、贸易保护与反倾销等给行业发展带来不利影响。

股票名称	股票代码	股价	EPS（元/股）				PE（倍）				评级
		2010-11-18	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
好当家	600467	14.48	0.12	0.18	0.25	0.30	120.67	80.44	57.92	48.27	推荐
国联水产	300094	15.15	0.30	0.39	0.49	0.61	50.55	38.85	30.92	24.84	推荐
东方海洋	002086	18.83	0.23	0.32	0.47	0.65	81.87	58.84	40.06	28.97	推荐
獐子岛	002069	45.73	0.46	0.82	1.08	1.40	99.41	55.77	42.34	32.66	推荐
壹桥苗业	002447	78.37	0.64	0.93	1.11	1.53	122.45	84.27	70.60	51.22	中性

正文目录

一、政策支持叠加消费升级，水产养殖前景广阔	4
1.1 政策支持，水产养殖业持续发展	4
1.2 消费结构升级，水产品需求加速增长.....	5
1.3 需求拉动，水产养殖业盈利性和成长性凸显.....	6
二、2010 年水产养殖板块投资回顾	8
三、2011 年水产养殖行业投资展望	9
3.1 消费升级，销量上涨趋势不变	9
3.2 资源约束，价格上涨趋势不变	10
3.3 品牌和渠道，决胜价值成长	12
3.4 资源硬约束提高了资源类水产养殖公司估值水平.....	12
3.5 通胀预期加强，水产养殖相对估值水平有望持续提升	13
3.6 水产养殖行业投资策略：维持“推荐”评级.....	14
四、重点推荐公司	14
4.1 好当家	14
4.2 国联水产	14
4.3 东方海洋	15
4.4 獐子岛	15
4.5 壹桥苗业	16
五、投资风险提示	17

图表目录

图表 1	五大政策组合拳为水产养殖业发展带来重要支持	4
图表 2	近年来水产养殖年产量持续增长，增速超过水产品年产量增速	4
图表 3	水产品营养价值丰富，凸显健康饮食	5
图表 4	近年来我国城镇居民水产品消费增长率超过消费总体增长率	5
图表 5	近年来我国水产品消费增速超过传统的家禽以及猪牛羊肉消费增速	6
图表 6	渔业产值持续增长	6
图表 7	2006 年来我国水产养殖业净资产收益率持续高于农林牧渔业	7
图表 8	水产养殖业销售利润率呈现高于农林牧渔业的趋势	7
图表 9	2006 年来水产养殖业销售收入增长率超过了农林牧渔业	7
图表 10	2010 年水产养殖行业与农林牧渔行业、上证综指涨幅对比	8
图表 11	2000-2010 年水产养殖行业 PE 变化情况	8
图表 12	目前我国的消费结构与日本上世纪 60 年代初相似	9
图表 13	日本水产品消费占总消费比重日益提升	9
图表 14	海参销量弹性显著大于 1	10
图表 15	我国清洁海域一类水质仅为近海面积的 14.7%	10
图表 16	近三年新增渔业用海确权面积减少	11
图表 17	近三年赤潮面积持续增加	11
图表 18	2004 年来渔业产品价格指数持续高于 100	11
图表 19	2010 年 1-9 月海参平均价格同比上升 30% 以上	12
图表 20	水产养殖行业产业链	12
图表 21	2009 年全国海水增养殖区环境质量状况	13
图表 22	水产养殖 PE 与 CPI 同比走势比较图	13

一、政策支持叠加消费升级，水产养殖前景广阔

1.1 政策支持，水产养殖业持续发展

在国家“以养兴渔”作为渔业经济结构调整主方向的政策背景下，税收、财政、产业、伏季休渔和捕捞零增长等五大政策组合拳给水产养殖业的发展带来重要支持。

具体表现为：1、税收优惠、财政补贴拓展了行业的盈利空间，2、对水产捕捞的限制加快了养殖业的产业化进程，3、对养殖技术、水产良种原种场建设的支持，确保了行业健康、持续发展，4、水产龙头企业得到重点扶植，有利于资源向这类企业集中。

我们关注到，近年来水产养殖产量占水产品产量比重日益提升，由2004年的65.5%上升到2009年的70.5%，而水产捕捞量所占比重持续下降。

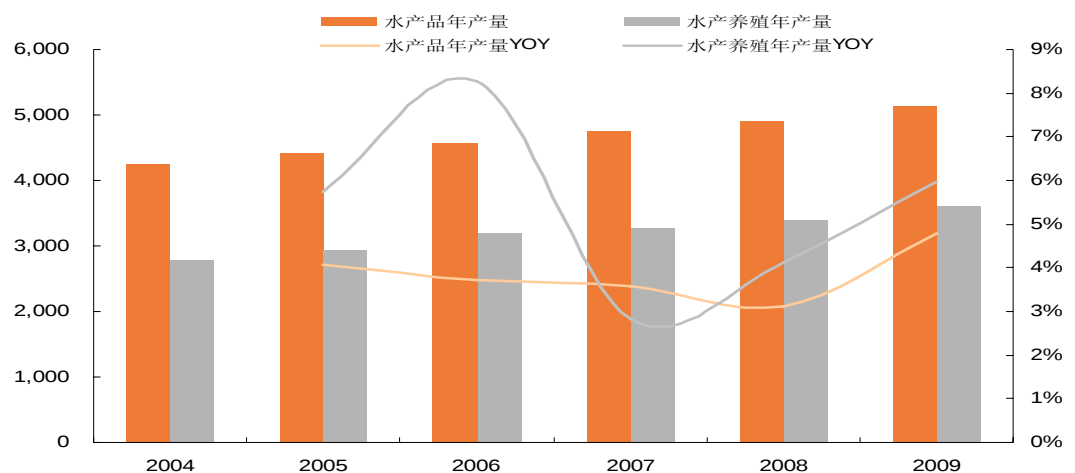
图表1 五大政策为水产养殖业发展带来重要支持

政策支持	主要内容	政策影响
1、税收政策	企业从事海水养殖、内陆养殖减半征收企业所得税，即按法定税率25%的一半12.5%缴纳企业所得税	提高水产养殖企业盈利水平
2、财政政策	对于渔业资源修复、水产养殖技术、水产原种良种工程建设、渔船燃油费给予一定财政补贴	保证水产养殖业的健康持续发展
3、产业政策	为水产养殖业的发展给予技术和公共服务支持，重点扶持拥有产品、技术和市场优势的水产企业	提高行业产业化水平，有利于资源向水产龙头企业集中
4、伏季休渔	每年的6月到8月在东海、黄渤海和南海区域不得从事捕捞作业	提高水产养殖规模化水平
5、捕捞零增长	1999年开始实施海洋和内陆捕捞计划产量“零增长”政策	提高水产养殖规模化水平

资料来源：平安证券研究所

图表2 近年来水产养殖年产量持续增长，增速超过水产品年产量增速

单位：万吨



资料来源：平安证券研究所

我们预计，“十二五”期间水产养殖业发展的政策环境依然宽松，税收、财政、产业等政策将继续为行业发展提供可靠支持，水产养殖占水产品产量比重将持续提升。同时，在农业产业化进程中，资金、人力等资源将进一步向行业龙头企业集中，该类企业将优先受益。

1.2 消费结构升级，水产品需求加速增长

1.2.1 水产品需求加速增长

近年来，随着人们消费习惯和消费观念由“温饱型”向“营养型”、“健康型”转变，水产品消费持续增长。

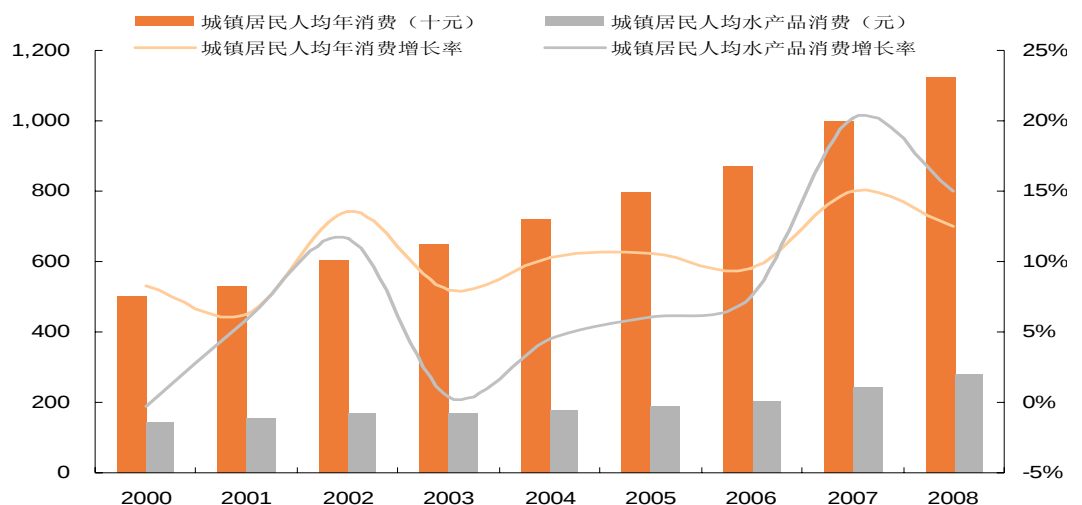
2007年开始，我国水产品消费增速不仅超过传统的猪肉和牛羊肉消费，而且超过居民总体消费支出。2008年城镇家庭人均水产品消费数量比2007年增加了15.0%，而总消费支出同比增长12.5%，前者增长速度明显高于后者，显示出水产品消费强劲的增长势头。其中具有保健功能的海珍品消费表现更为突出，预计2010年将实现20%以上的增长。

图表3 水产品营养价值丰富，凸显健康饮食

营养成份	营养价值
脂肪	含量不高，多为不饱和脂肪酸，易吸收；海水鱼中的高度不饱和脂肪酸具有保健功能，可降低胆固醇、防止血栓
蛋白质	含量15%-22%，易吸收，其中绝大部分含有人体必需氨基酸
无机盐	微量元素的重要来源，如海产鱼富含碘，虾皮富含钙
维生素	维生素的来源之一，如海产鱼肝脏富含维A，鳕鱼富含核黄素
其他	富含胶原蛋白、粘蛋白，延缓肌肤衰老，属于美容佳品

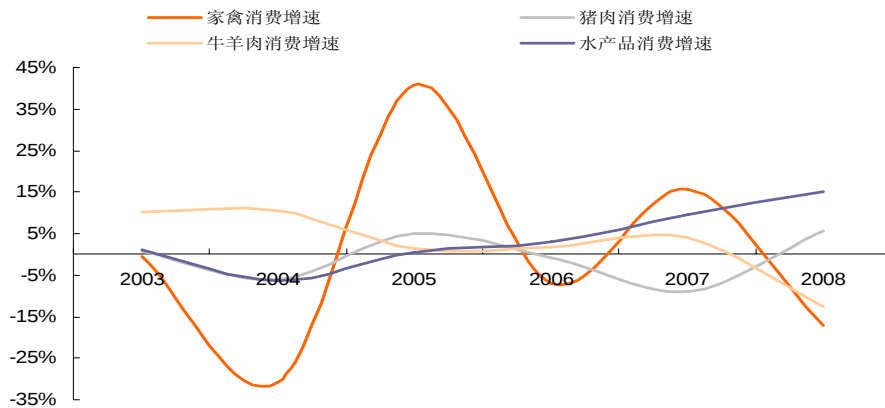
资料来源：平安证券研究所

图表4 近年来我国城镇居民水产品消费增长率超过消费总体增长率



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表5 近年来我国水产品消费增速超过传统的家禽以及猪牛羊肉消费增速



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

1.2.2 扩大内需战略背景下水产品需求持续增长

“十二五”规划建议稿中将扩大消费需求作为扩大内需的战略重点，要进一步释放城乡居民消费潜力，提高居民消费率水平。并指出通过完善鼓励消费的政策，积极促进消费结构升级。

我们认为，水产品非生活必需品，消费需求弹性较大。“十二五”期间，在居民消费率提高，消费结构升级背景下，水产品消费增长率将持续超过消费总体增长率水平，保持增长势头。

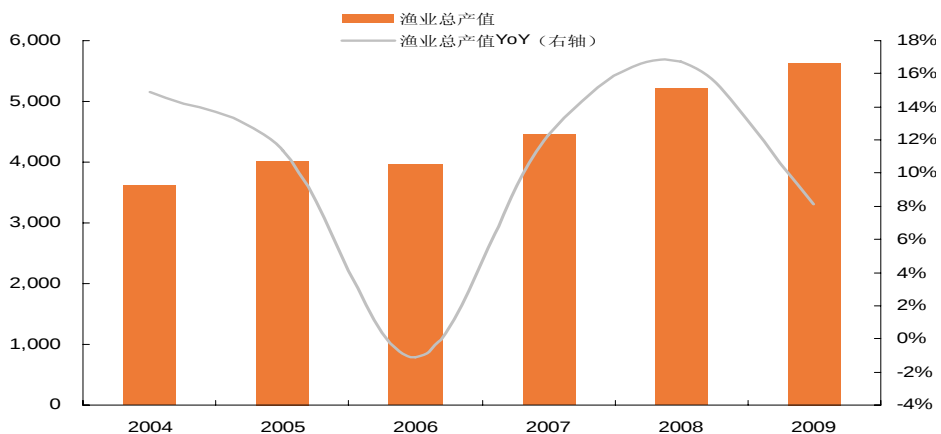
1.3 需求拉动，水产养殖业盈利性和成长性凸显

旺盛的水产品需求使得我国渔业产值持续增长，近五年年复合增长率达到 9.4%。在国家“以养兴渔”政策支持下，水产养殖业盈利能力不断增强，盈利水平持续提高。

从净资产收益率、销售利润率和销售收入增长率等指标来看，近年来水产养殖的盈利性和成长性均超过了农林牧渔行业的平均水平。

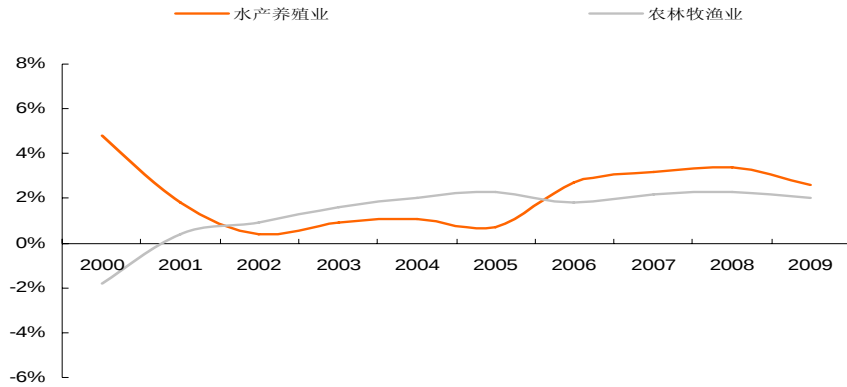
图表6 渔业产值持续增长

单位：亿元



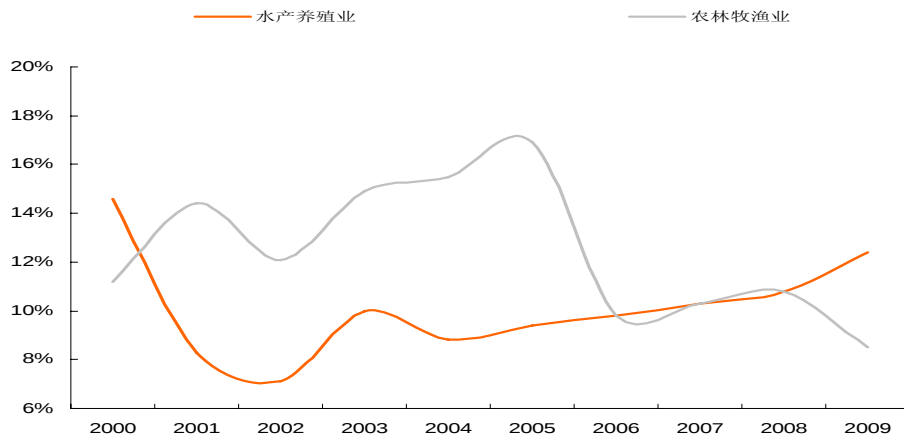
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表7 2006年来我国水产养殖业净资产收益率持续高于农林牧渔业



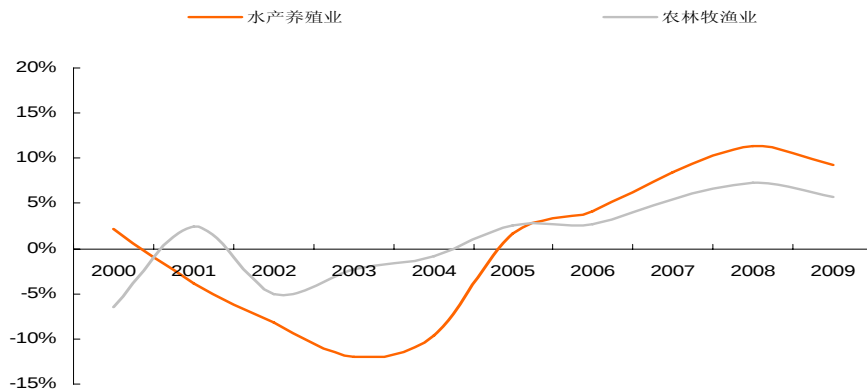
资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表8 水产养殖业销售利润率呈现高于农林牧渔业的趋势



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

图表9 2006年来水产养殖业销售收入增长率超过了农林牧渔业



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

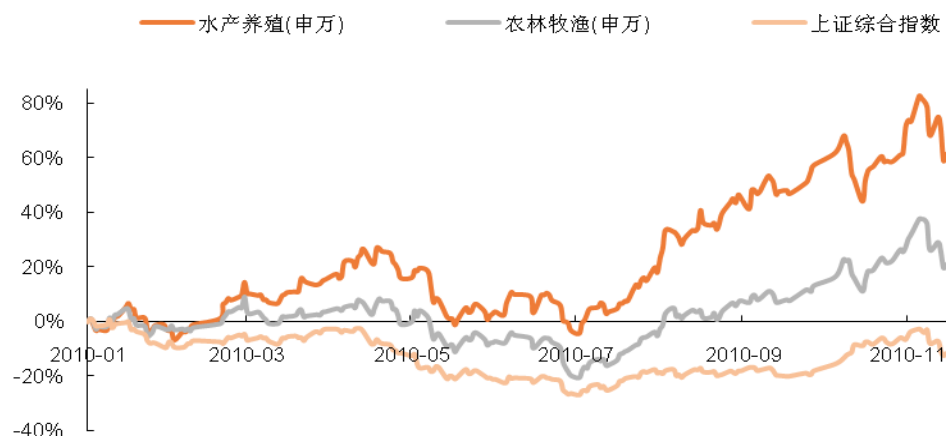
二、2010 年水产养殖板块投资回顾

2010 年 1 月 4 日至 2010 年 11 月 12 日，水产养殖（申万三级子行业）指数上涨 68.3%，分别跑赢上证综合指数和农林牧渔板块指数 76.3 和 42.0 个百分点。

从静态 PE 来看，水产养殖行业估值中枢由 2009 年 45-55 倍上行至 2010 年 75-85 倍，相对估值上升了 60%左右。

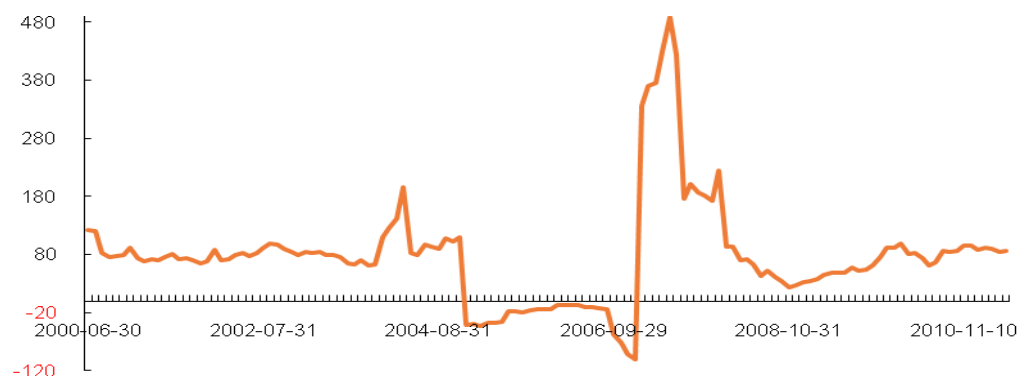
我们认为，2010 年水产养殖行业的投资逻辑可以概括为：一方面经济回暖，水产养殖业盈利水平持续提升，基本面持续向好提升了行业的投资价值；另一方面受惠于消费升级，水域资源价值重估，提升了水产养殖企业股票价格上涨空间。原因在于：养殖水域的稀缺性加大了水产品供给的硬约束，从而在水产品需求持续增长的背景下，市场对水域资源价值进行重估。

图表10 2010年水产养殖行业与农林牧渔行业、上证综指涨幅对比



资料来源：平安证券研究所

图表11 2000-2010年水产养殖行业PE变化情况



资料来源：平安证券研究所

三、2011 年水产养殖行业投资展望

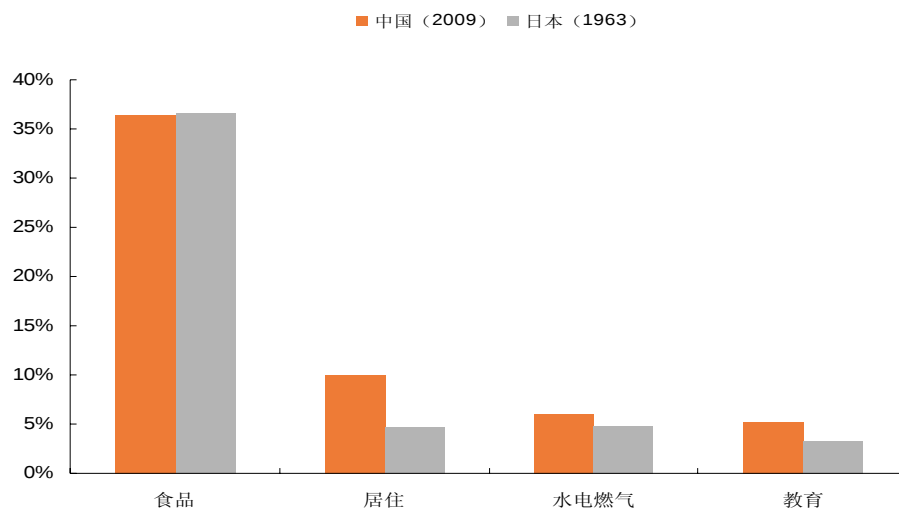
从基本面和相对估值两个角度，我们认为 2011 年该行业依然是比较好的投资标的，维持“推荐”投资评级。

分析角度一：基本面

3.1 消费升级，销量上涨趋势不变

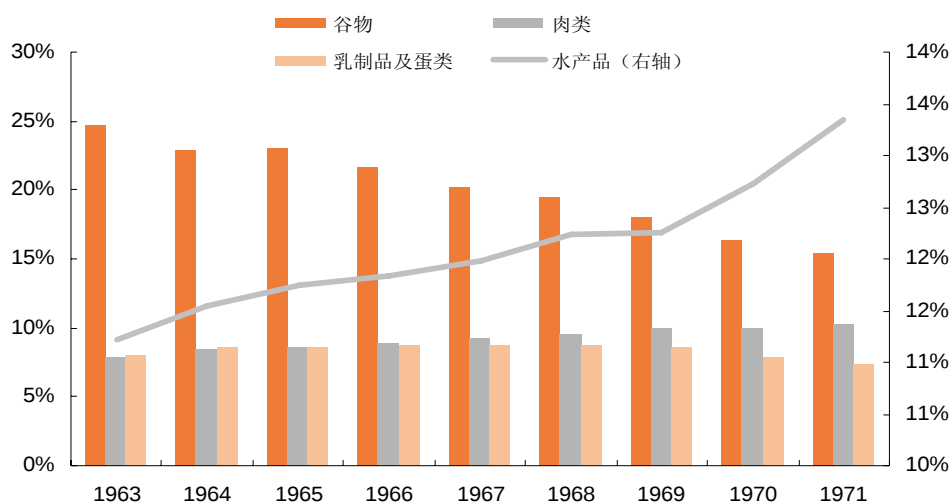
目前我国的消费结构与日本上世纪 60 年代初相似，食品消费等大类消费占总消费比例基本相同。随着人民生活水平的提高，整个 60 年代日本水产品消费占总消费比重日益提升。

图表12 目前我国消费结构与日本上世纪60年代初相似



资料来源：国家统计局、日本国家统计局、平安证券研究所

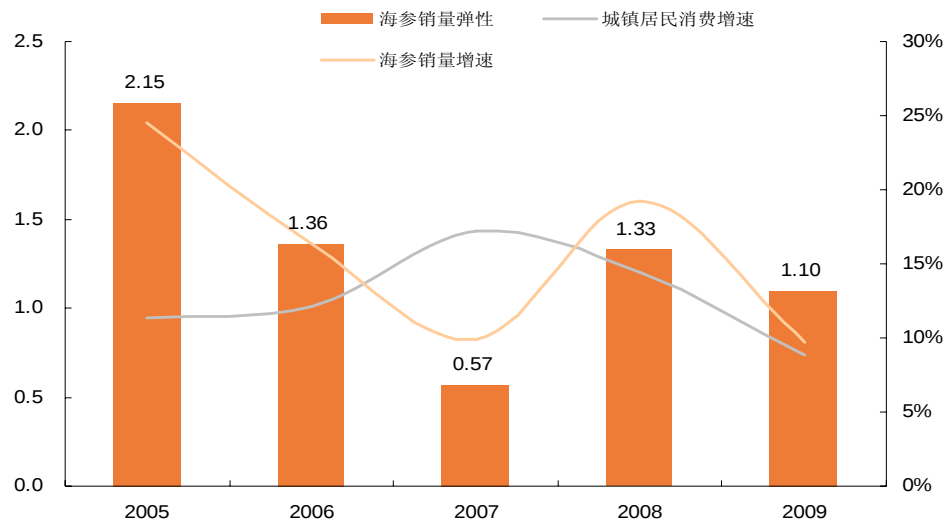
图表13 日本水产品消费占总消费比重日益提升



资料来源：日本国家统计局、平安证券研究所

我们预计：随着人民收入增加，未来 5 年我国的水产品消费将获得持续增长，水产品占总消费的比重呈持续提升态势。其中海参、虾夷扇贝等海珍品由于其兼具保健品属性，最大程度受益于消费升级，拥有更强的消费弹性。

图表14 海参销量弹性显著大于1



资料来源：日本国家统计局、平安证券研究所

注：海参销量弹性=海参销量增速/城镇居民消费增速

3.2 资源约束，价格上涨趋势不变

水域环境趋于恶化。随着城市化和工业化进程的推进，以及水域资源开发利用力度不断加大，我国水域污染深度广度日益加剧，以海域为例，海水三类水质以上占近岸海域面积 56.8%，而一类水质仅为 14.7%。

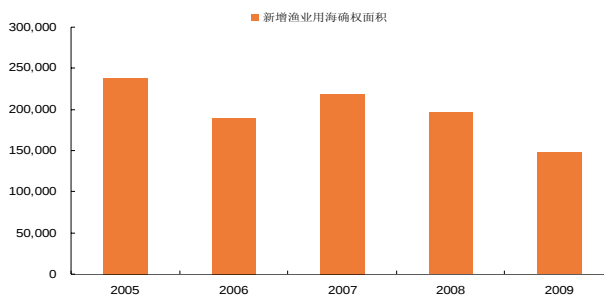
图表15 我国一类水质仅为近海面积的14.7%（如虚线圆圈所示）



资料来源：2009年中国海洋质量管理公报

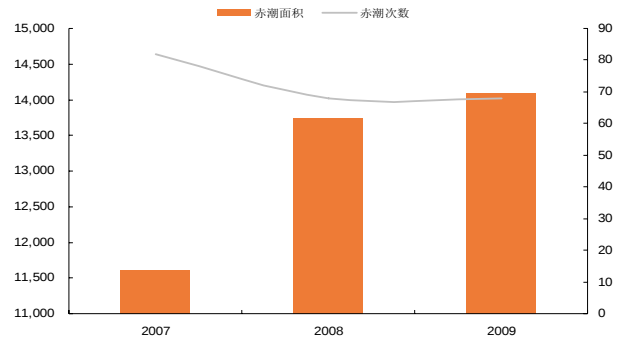
水域环境变化对水产养殖行业带来双重影响：一是可用于养殖范围受到限制。我们关注到近三年全国新增渔业用海确权面积不断减少，水产养殖规模受到水域资源硬约束，特别是对于海参等海珍品，由于其对海域环境要求较高，可养殖海域面积有限；二是水体环境质量整体下降影响水产品供给增长。本世纪以来，我国海域每年赤潮发生次数在 28~119 次之间，年平均 79 次；累计面积在 10,150-27,070 平方公里之间，年均 16,300 多平方公里，赤潮发生次数和累计面积均为上世纪 90 年代的 3.4 倍。

图表16 近三年新增渔业用海确权面积减少 单位：公顷



资料来源：全国海域使用管理公报、平安证券研究所

图表17 近三年赤潮面积持续增加 单位：平方公里

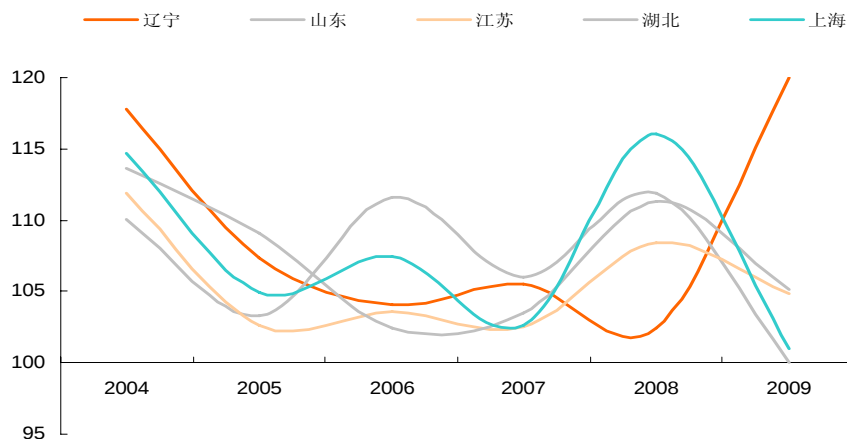


资料来源：2007-2009年中国海洋质量管理公报、平安证券研究所

因此，在需求持续旺盛的前提下，水产品价格上涨趋势不变。考虑到部分水产养殖品种较长的养殖周期（如虾夷扇贝 2-3 年，海参 3-4 年），这类水产品未来价格上涨是常态。

图表18 2004年来渔业产品价格指数持续高于100

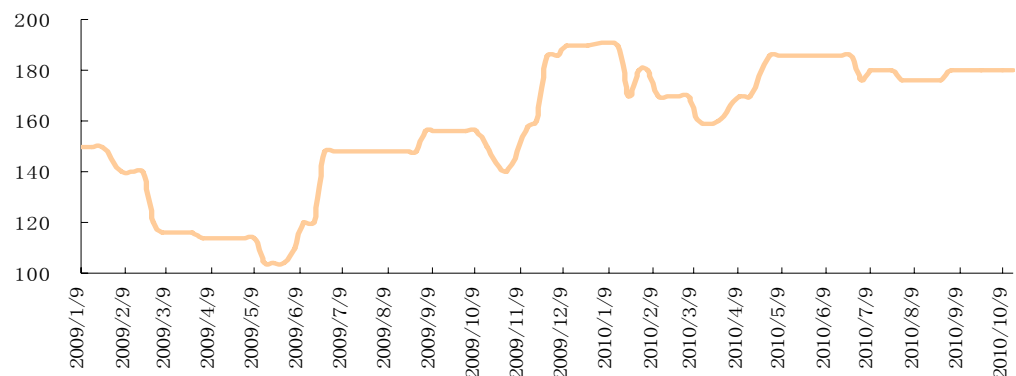
单位：上年价格=100



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

图表19 2010年1-9月海参平均价格同比上升30%以上

单位：元/公斤

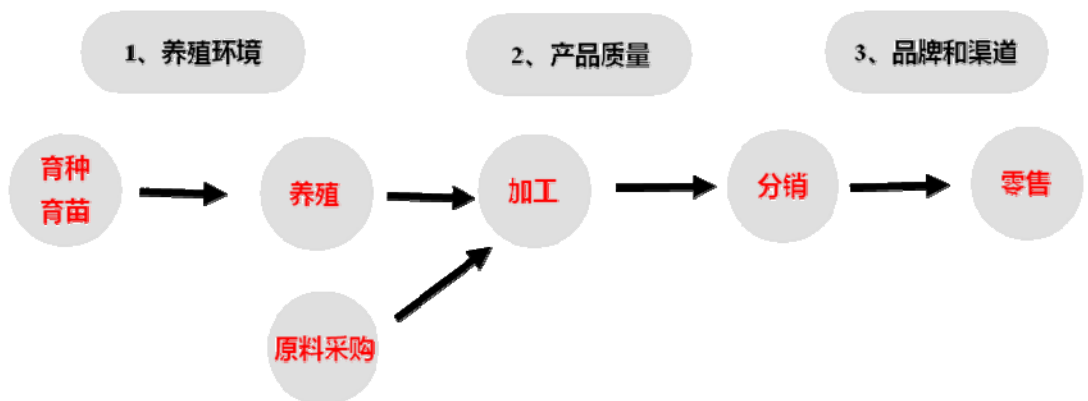


资料来源：农业部、平安证券研究所

3.3 品牌和渠道，决胜价值成长

水产养殖行业已进入粗放式经营向集约式经营过渡时期，品牌和渠道集中了产业链 30% 的价值，决定了企业的业绩持续增长能力。我们认为，拥有自有品牌和掌控渠道的企业将获得高于行业的平均成长。

图表20 水产养殖行业产业链



资料来源：平安证券研究所

分析角度二：估值角度

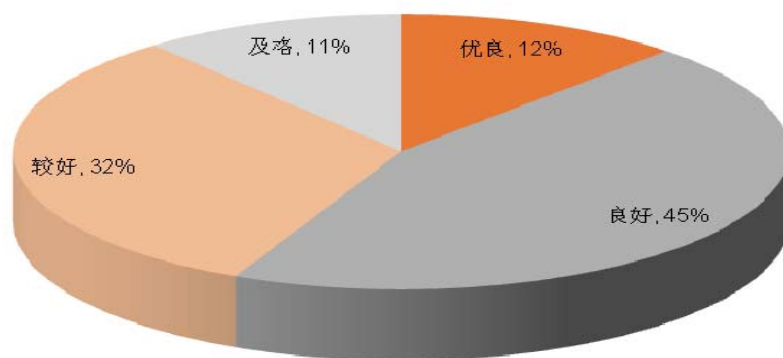
3.4 资源硬约束提高了资源类水产养殖公司估值水平

水产养殖依赖于水域资源，因此水域资源的丰富程度决定了水产养殖企业的可持续发展。

近年来，随着新增渔业用海在不断减少，海域资源越发表现出稀缺性。我国关注到，2009 年全国 66 个海水增养殖区中，仅有 12% 的区域环境质量为“优良”，包括山东荣成湾养殖区、山东威海湾养殖区等。因此，拥有优质海域资源的上市公司业绩具有更高的成长性，股价表现出较为充分的弹性。

2010 年，水产消费的持续旺盛，重估了海域资源价值，因而相关水产上市企业股价表现出较好的上行态势。我们认为，2011 年这一投资逻辑不变，资源硬约束将持续提高拥有资源类水产养殖公司估值水平。

图表21 2009年全国海水增养殖区环境质量状况



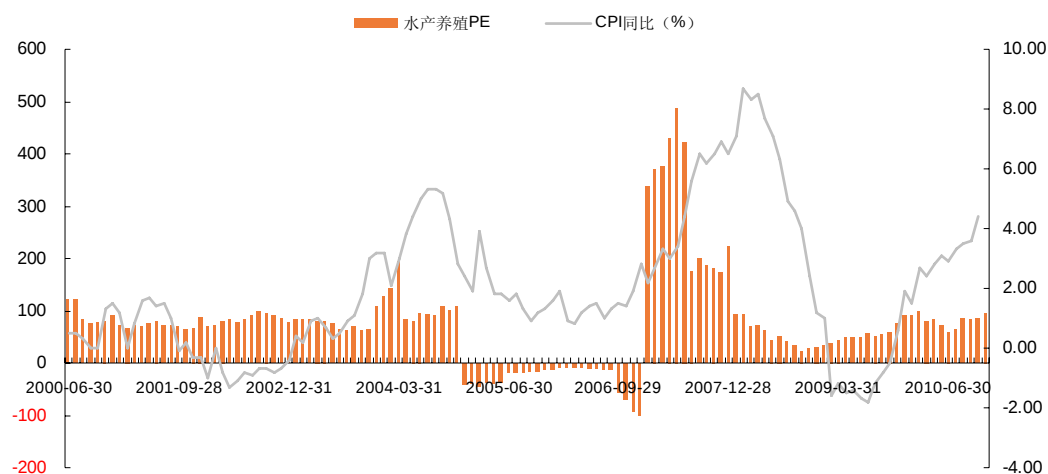
资料来源：中国海洋质量管理公报、平安证券研究所

3.5 通胀预期加强，水产养殖相对估值水平有望持续提升

影响水产养殖业相对估值水平的另一重要因素是通胀预期。从 2000 年-2010 年水产养殖 PE 与 CPI 数据对比分析，水产养殖 PE 趋势先行 CPI 走势 4-6 个月，基本反映了 CPI 预期对水产养殖相对估值水平的影响，即当 CPI 预期上升时，行业 PE 上升，当 CPI 预期下降时，行业 PE 下降。

按照我们宏观的观点，考虑到翘尾、商品价格、流动性等因素对 2011 年 CPI 的影响，预期 2011 年全年通胀率可能超过 3%，水产养殖业相对估值水平有望持续提升。

图表22 水产养殖PE与CPI同比走势比较图



资料来源：wind，平安证券研究所

结论：维持行业“推荐”投资评级

3.6 水产养殖行业投资策略：维持“推荐”评级

从行业基本面来看，我们认为消费升级和资源约束背景下，水产养殖行业盈利性和成长性得以延续，预计未来 3 年行业利润年均复合增长率达到 15%。从相对估值角度来看，目前水产养殖行业 PE 处于历史平均水平，资源稀缺性和通胀预期的加强将进一步提高估值中枢。因而，我们认为，2011 年该行业依然是比较好的投资标的，维持“推荐”投资评级。

从政策和行业经营周期来看，我们认为 2011 年有两个重要的投资时点，一是 5-6 月份，行业进入由消费淡季向旺季的转变期，板块新一轮行情开始启动；二是 10-11 月份，国家农业一号文件即将出台，同时海珍品消费旺季来临，在一定程度上刺激板块投资热情。

四、重点推荐公司

4.1 好当家

1、公司简介

海参养殖龙头企业。好当家是国内最大的海参养殖企业，2009 年海参收入和毛利润分别占公司营业收入和毛利润的 26%和 74%。

2、投资亮点

储备海域资源丰富。预计 2014 年公司拥有海参围堰养殖面积 5 万亩，其中 2.6 万亩为 2011 年即将完成全部改造的海域养殖面积，1 万亩为 2011 年 6 月即将完成大坝合拢的新增围堰养殖面积，1.2 万亩为公司计划现有养殖海域南扩的面积（未通过审批）。另外公司拥有苏山岛 20 万亩深海确权海域作为储备。

海参产量有望大幅提升。为提高亩产水平，2009 年下半年来公司陆续对已拥有的 2.6 万亩围堰养殖海域进行改造，海域改造完毕后，海参存活率和亩产量有望快速提高。我们预计公司海参产量有望 2011 年下半年开始放量，从 2010 年的 1,500 吨上升至 2012 年 2,500 吨左右。

量价齐升将给公司带来较大的业绩弹性。我们按海参养殖 40%的毛利率和 10%的期间费用率初步测算，公司海参的价格和销量对业绩的弹性均在 1.43 左右。考虑到公司可以通过投大苗，提高海参养殖周转率（2-3 年生长期缩短至 1-2 年），我们认为公司业绩增长具有较大的弹性空间。

3、业绩预测与投资建议

预测好当家 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.18 元、0.25 元和 0.3 元，对应 11 月 18 日收盘价（14.5 元）的 PE 分别为 80、58 和 48 倍，看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

4.2 国联水产

1、公司简介

国际领先的健康水产品提供商。国联水产是国内最大的对虾出口和亚洲唯一获得美国对虾出口“零关税”企业，2009 年出口量占我国对虾美国出口市场的 37.3%，对虾加工占公司营业收入的 90.0%。

2、投资亮点

领先的水产品质量安全体系成就公司核心竞争力。通过建立全产业链质量安全体系，公司成为国内仅有两家通过ACC之BAP三星认证的企业之一，以及国内首家美国FDA解除自动扣检和供港活虾企业。

可复制的产业化经营模式有效拓展公司成长空间。公司通过复制全产业链质量管理体系和产业化经营模式，初步实现由单一对虾产业链向对虾、罗非鱼双产业链的业务延伸，盈利空间有效拓展。

公司积极开拓非美市场，未来内销市场将成为公司业绩增长的战略重点。公司通过品牌和营销网络建设，积极开拓内地市场，2009年水产品内销收入同比增长371.7%，2010年预计内销收入将实现100%的增长。未来内销市场将成为公司业绩增长的战略重点。

3、业绩预测与投资建议

预测国联水产2010年-2012年EPS分别为0.39元、0.49元和0.61元，对应11月18日收盘价（15.2元）的PE分别为39、31和25倍，看好公司未来发展前景，维持“推荐”评级。

4.3 东方海洋

1、公司简介

两大海参养殖巨头之一。目前公司已完成由单纯依赖水产加工向“海参养殖+水产加工”的发展战略转型。2010年1-6月海参收入和毛利分别占公司营收收入和毛利润的17.0%和57.0%。

2、投资亮点

底播海参放量，业绩稳定增长。2008年公司通过定向增发，对4.12万亩优质海域进行改造，底播养殖海参。2010年，海参进入集中收获期。预计可捕捞量到达650吨，同比增长54.8%。假设公司加大海参大苗的投放，预计2013年后，海参年滚动收获面积约1.5万亩，年收获量在1200吨左右。

产品研发、渠道建设双驱动，拓展盈利空间。公司一方面加强产品创新，通过养殖三文鱼，开发胶原蛋白等产品，培育新的业绩增长点；另一方面，加强渠道和品牌建设，大力拓展国内市场。公司的加盟商已由2009年的25家增加到目前50家。

3、业绩预测与投资建议

预测东方海洋2010-2012年的EPS至0.32、0.47、0.65元，对应11月18日收盘价（18.8元）的PE分别为59、40和29倍，首次给予“推荐”评级。

4.4 獐子岛

1、公司简介

海珍品养殖龙头企业。公司是国内最大的海珍品养殖企业，营收来源于虾夷扇贝、海参、鲍鱼等海珍品的养殖、加工和出口，其中虾夷扇贝为公司主要利润来源，2010年1-6月其占公司营业收入和毛利的46.0%和78.4%。目前公司底播虾夷扇贝市场占有率达到80%左右，在行业内拥有绝对垄断地位。

2、投资亮点

海域资源快速扩张，确保业绩持续增长。近年来公司拥有海域使用权占全国海域增养殖面积比例不断提升，现有海域使用权为 219.4 万亩，同比 2009 年增长 37.1%。现有海域储备基本保证未来 2 到 3 年业绩增长。

可收获面积和亩产量双提升，产能瓶颈有效突破。2010 年公司进入产能加速释放期，可收获的鲜活品产能将由 2008 年前的 1 万吨上升至 5 万吨，产能瓶颈有效突破。

销鲜、加工双业务并驾齐驱，有利企业成功转型。随着企业的鲜活产品产能瓶颈突破，公司进入由水产品企业向消费品企业转变的关键时期。冻品、调理食品、即食产品、海参产品等产品品系的丰富，确保公司鲜活产品价格稳定和向消费品企业转型。2010 年 1-6 月公司水产加工业务收入和毛利分别占公司营收收入和毛利润的 33.8%和 16.8%。

内外市场并举，业绩增长空间不断拓展。公司国内外销售收入增长明显，其中国外市场近两年复合增长率达到125.9%。未来市场增长来源：1、欧盟贝类对中国开关后，欧盟市场的快速增长；2、台湾地区和内地华南、华东地区海珍品消费进一步开拓。

3、业绩预测与投资建议

预测獐子岛 2010-2012 年的 EPS 至 0.82、1.08、1.42 元，对应 11 月 18 日收盘价（45.7 元）的 PE 分别为 56、42 和 33 倍，维持“推荐”评级。

4.5 壹桥苗业

1、公司简介

海珍品育苗龙头。公司收入主要来源虾夷贝苗、海湾贝苗、海参苗等海珍品苗种和海参的繁育和养殖。2009 年三大海珍品苗种的收入和毛利润分别占全年的 90%和 87%，市场占有率分别达到 18.1%、8.7%和 0.8%，市场份额遥遥领先。

2、投资亮点

海珍品养殖的快速发展为育苗业跨越式发展提供机遇。消费升级，我国海珍品消费显示强劲的增长势头，2008 年我国海珍品养殖实现 19.5%的增长。目前海珍品育苗市场处于供不应求的状态，海珍品育苗产值达 45 亿元，与超过 100 亿元的潜在市场需求相比，育苗企业可拓展的市场空间巨大。

区位、技术优势，成就育苗龙头企业。一方面公司区位优势突出，拥有海域适合海珍品育苗，同时距我国主要海珍品养殖地较近，为市场开拓提供便利条件；另一方面，公司积累了成熟的育苗技术和经验丰富的技术人才，为育苗业务的拓展奠定了基础。

海水立体养殖，拓展盈利空间。为充分利用海域资源，公司通过上层暂养贝苗，下层养殖海参的立体养殖模式，向下游延伸产业链，盈利空间得到有效拓展。2009 年，海参收入和毛利润分别实现 1,036 万元和 702 万元，占营业收入和毛利润的 6.8%和 10.3%。

3、业绩预测与投资建议

预测壹桥苗业 2010-2012 年的 EPS 至 0.93、1.11、1.53 元，对应 11 月 18 日收盘价（78.4 元）的 PE 分别为 84、71 和 51 倍，看好公司成长性，但考虑到目前股价已经充分反映海域资源取得后业绩增长预期，维持“中性”评级。

五、投资风险提示

- 1、水域污染风险：不可控制的水域污染可能给行业带来重大不利影响；
- 2、病虫害风险：大面积的病虫害使行业发展面临较大风险；
- 3、自然灾害风险：不可预知的自然灾害可能给行业带来系统性风险；
- 4、经营季节性风险：水产品养殖的季节性使行业企业面临经营季节性风险。
- 5、贸易保护与反倾销：贸易保护与反倾销影响水产出口，给企业出口业务带来不利影响。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

风险提示：

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257