

农林牧渔行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

海水养殖和加工行业盈利前景广阔

2011 年 5 月 13 日

投资要点:

●随着居民收入水平提高和农村人口向城镇转移,水产品、尤其是海洋水产品市场需求空间广阔。为满足消费需求,我国水产品产量快速持续增长,与捕捞相比,人工养殖水产品产量增长更快。

●适合养殖海洋水产品海域资源稀缺,行业进入存在资源壁垒。拥有资金、技术、产品、市场等优势大中型公司、尤其是上市公司将在竞争中获胜,未来经营规模和盈利水平有很大上升空间。

●2010 年末,上市公司獐子岛有适合养殖海洋水产品的海域资源 285 万亩,好当家有 24 万亩,壹桥苗业有 4.6 万亩,东方海洋有 4.3 万亩,其他海水养殖上市公司适合养殖海洋水产品的海域资源面积比较小。

●正常情况下,海水养殖业务毛利率高,在 50%到 80%左右,海水产品加工业务毛利率低,在 10%到 15%左右。獐子岛海水养殖和加工业务经营规模和盈利水平居行业首位。

●我国海水养殖和加工行业 6 家上市公司营业收入和盈利水平总体呈现大幅度持续多年上升趋势,好当家和东方海洋营业收入在 2008 年和 2009 年有波动。好当家在 2008 年和 2009 年盈利水平有波动,国联水产 2010 年盈利水平下滑。

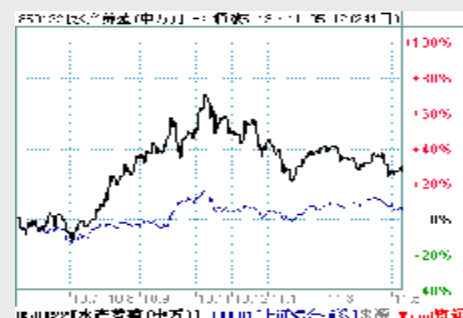
●影响海水养殖和加工行业上市公司经营规模和盈利水平的因素包括:适合养殖海洋水产品的海域资源面积、自然灾害和海水养殖病害、主要海洋水产品价格波动、资本主义经济周期导致的出口需求量波动、人民币汇率波动、原料人工等生产成本变动、企业决策人员应对策略等。

●给予海水养殖和加工行业“强于大市”评级。

海洋水产品行业评级 强于大市(维持)

2011 年市盈率:	44.1
2011 年市净率:	5.4

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	-3.78	-24.02	19.85
大盘涨跌(%)	-5.91	-9.65	7.42

资料来源: Wind 资讯

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	09EPS	10EPS	11EPS
獐子岛	推荐	0.91	0.93	0.83
壹桥苗业	推荐	0.86	1.05	1.11
好当家	推荐	0.12	0.23	0.35
东方海洋	推荐	0.23	0.30	0.51
天宝股份	推荐	0.77	0.62	0.91

资料来源: 公司公告

注册证券分析师: 吴正武

执业证书编号: S0820511030001
电话: 021-3222 9888-3509
邮箱: wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

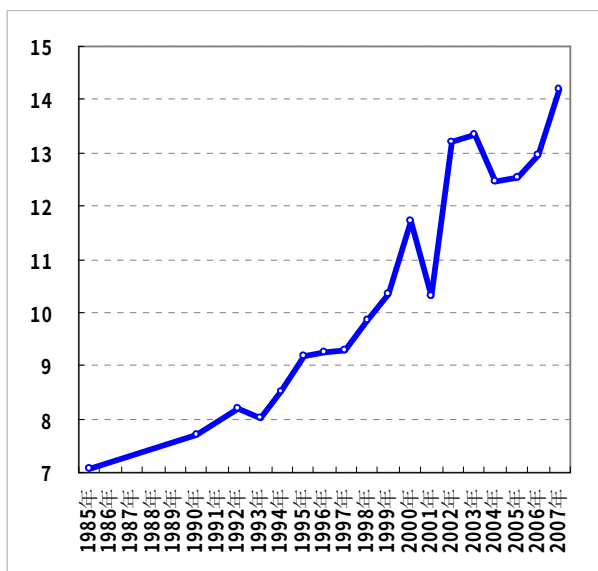
吴正武 2010 年 1 月 13 日研究报告《产品价格上涨和募集资金投资项目为獐子岛经营业绩增长奠定基础》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、海水养殖和加工产品市场需求空间广阔

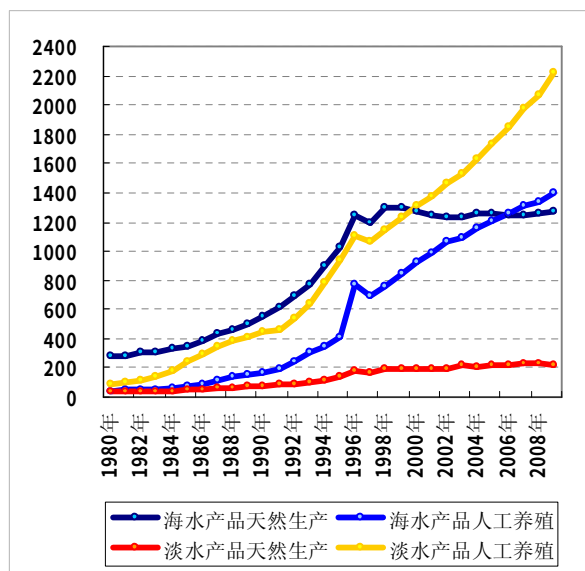
水产品富含蛋白质和各种微量元素，脂肪等能量含量低，尤其是海洋水产品，受工业废物污染轻。随着收入水平提高，人们对水产品、尤其是海洋水产品需求量上升。根据联合国粮农组织预测，到2030年世界人均水产品的消费量将从2010年的16公斤上升到22.5公斤。2010年，我国城镇居民家庭人均购买水产品14公斤左右，比世界平均水平低，农村居民家庭人均水产品消费量远低于这个水平，只有5公斤左右。随着居民收入水平提高和农村人口向城镇转移，我国水产品、尤其是海洋水产品市场需求空间广阔。

图 1：城镇居民家庭人均年购买水产品数量（公斤）



资料来源：国家统计局

图 2：我国分类水产品产量（万吨）



资料来源：国家统计局

我国水产品产量居世界第一位，除国内居民消费需求外，还大量出口到欧洲、美国、日本等国家和地区。这些国家居民收入总体上比较高，对水产品、尤其是海洋水产品需求量大、并且稳步上升。

为满足消费需求，我国水产品产量快速持续增长，与捕捞（天然生产）相比，人工养殖水产品产量增长更快。上世纪90年代以来，我国海洋水产品 and 淡水产品捕捞（天然生产）量停滞不前，但是人工养殖量大幅度增长，说明行业向人工养殖方向发展是大势所趋。

二、适合养殖海洋水产品的海域资源稀缺，行业进入存在资源壁垒

随着沿海城市、工业、运输等扩展和海洋污染范围扩大，沿海适合养殖海洋水产品的海域资源缩小，稀缺的海域资源对海洋水产品供给约束日益显现，在消费需求上升拉动下，海洋水产品价格将呈现长期上涨趋势。同行业对适合养殖海洋水产品的海域资源争夺将日益激烈，小规模、分散的粗放养殖方式将向大规模、集中的集约养殖方式转变。拥有资金、技术、产品、市场等优势的大中型公司、尤其是上市公司将在竞争中获胜，拥有的适合养殖海洋水产品的海域资源面积扩大，未来经营规模和盈利水平都有很大上升空间。

三、我国海水养殖和加工行业上市公司经营规模和盈利水平比较

截止目前,我国海水养殖和加工行业上市公司有 6 家,按照养殖业务毛利额和加工业务毛利额比重分类,獐子岛、壹桥苗业、好当家、东方海洋和国联水产以海水养殖业为主,海水产品加工为辅;天宝股份以海水产品加工为主。

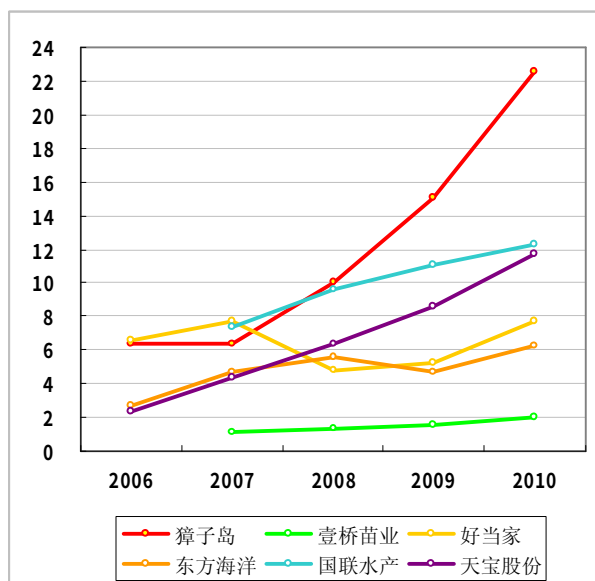
表 1: 我国海水养殖和加工行业 6 家上市公司主要业务营业收入、毛利率和毛利额 (亿元)

	主要业务	2010 年营业收入	2010 年毛利率	2010 年毛利额
獐子岛	虾夷扇贝养殖加工	9.05	62.27%	5.64
	海参养殖加工	2.08	55.43%	1.15
	鲍鱼养殖	2.37	9.84%	0.23
壹桥苗业	海贝苗养殖	1.13	50.58%	0.57
	海参苗养殖	0.59	33.67%	0.20
	海参养殖	0.21	86.46%	0.18
好当家	海参养殖加工	2.58	33.57%	0.87
	海蜇养殖	0.7	83.80%	0.59
东方海洋	海参养殖加工	1.19	68.94%	0.82
	大菱鲆养殖	0.32	45.28%	0.14
	来料加工冻鱼片	3.69	7.02%	0.26
国联水产	对虾、罗非鱼种苗养殖	11.14	14.83%	1.65
天宝股份	来料加工冻鱼片	9.15	15.70%	1.44

资料来源: 公司公告

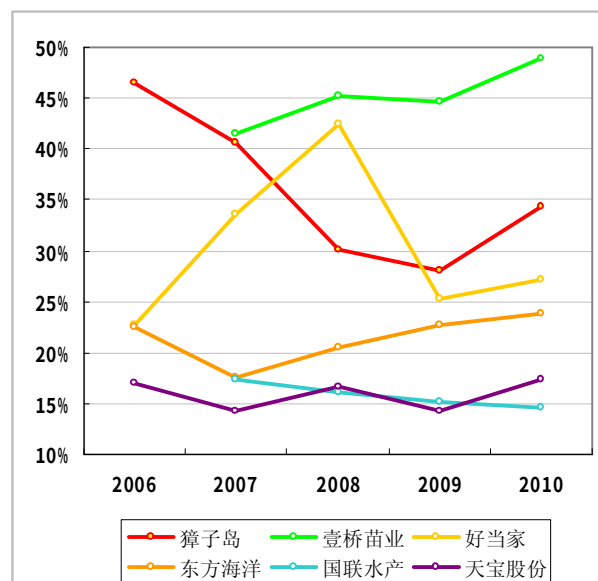
从表中可以看出,正常情况下,海水养殖业务毛利率高,在 50%到 80%左右,海水产品加工业务毛利率低,在 10%到 15%左右。獐子岛海水养殖和加工业务经营规模和盈利水平居行业首位。

图 3: 海水产品 6 家上市公司营业收入 (亿元)



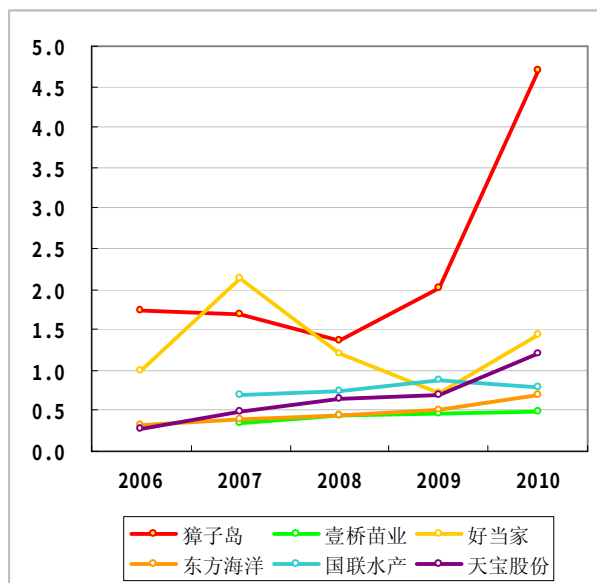
资料来源: 公司公告

图 4: 海水产品 6 家上市公司毛利率 (%)



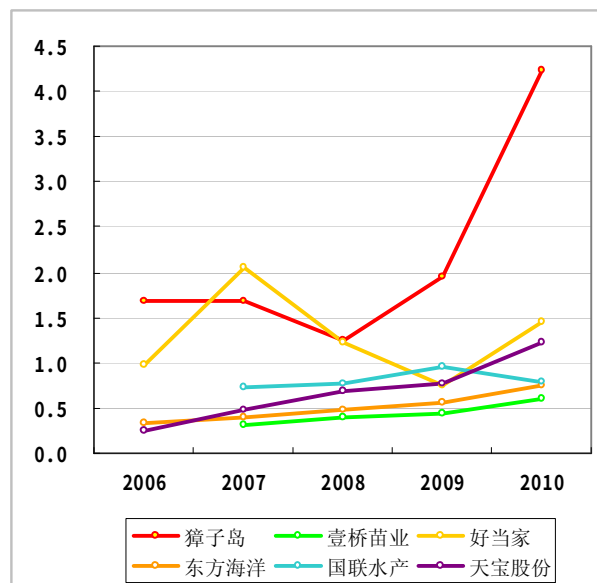
资料来源: 公司公告

图 5: 海水产品 6 家上市公司营业利润 (亿元)



资料来源: 公司公告

图 6: 海水产品 6 家上市公司净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告

从图中可以看出, 过去 5 年, 我国海水养殖和加工行业 6 家上市公司营业收入总体呈现大幅度持续上升趋势, 好当家和东方海洋营业收入在 2008 年和 2009 年有波动; 6 家上市公司中, 除壹桥苗业外, 毛利率各年波动幅度比较大, 壹桥苗业毛利率各年波动幅度比较小与其独特的海洋水产品育苗子行业有关, 海洋水产品育苗行业科技含量高, 市场前景十分广阔。过去 5 年, 6 家上市公司营业利润、净利润等衡量盈利水平的指标总体上呈现上涨趋势, 好当家在 2008 年和 2009 年有波动, 国联水产 2010 年盈利水平下滑。2010 年, 獐子岛经营规模和盈利水平同比大幅度上升, 处于行业龙头地位。

四、影响海水养殖和加工行业上市公司经营规模和盈利水平的主要因素

影响海水养殖和加工行业上市公司经营规模和盈利水平的因素比较多, 主要因素包括: 适合养殖海洋水产品的海域资源面积、自然灾害和海水养殖病害、主要海洋水产品价格波动、资本主义经济周期导致的出口需求量波动、人民币汇率波动、原料人工等生产成本变动、企业决策人员应对策略等。

1、适合养殖海洋水产品的海域资源面积

2010 年末, 上市公司獐子岛有适合养殖海洋水产品的海域资源 285 万亩, 好当家有 24 万亩, 壹桥苗业有 4.6 万亩, 东方海洋有 4.3 万亩, 其他海水养殖上市公司适合养殖海洋水产品的海域资源面积比较小。

2010 年, 獐子岛底播虾夷扇贝投苗面积 120 余万亩, 超过前两个年度投苗面积总和, 也是公司有史以来规模最大、投入资金最多的一次虾夷扇贝底播大扩张, 2010 年公司新增确权海域面积 120 余万亩。通过海域资源与底播规模大扩张, 为未来公司经营规模和盈利水平持续上升奠定了坚实基础。

2010 年, 好当家有适合养殖海洋水产品的海域资源面积 24 万亩, 其中约 20 万亩尚未投苗养殖, 未来公司经营规模和盈利水平持续上升潜力大。开发 20 万亩海域资源, 达到能够投苗养殖程度, 需

要数十亿元资金，估计公司将在海洋水产品价格看好的情况下通过增发股票和银行贷款等方式筹集资金进行开发。

2010 年，壹桥苗业有适合养殖海洋水产品的海域资源面积 4.6 万亩，其中约 4 万亩是用 2010 年公司首次公开发行股票募集资金收购的，未来公司经营规模和盈利水平持续上升有海域资源支撑，不过需要投入大量资金进行海域资源开发。

2010 年，东方海洋有 4.3 万亩，已经投苗养殖，未来公司经营规模和盈利水平扩张需要寻找新的适合养殖海洋水产品海域资源，另外公司银行贷款数量较多，利息负担较重，日常经营和发展资金压力比较大。

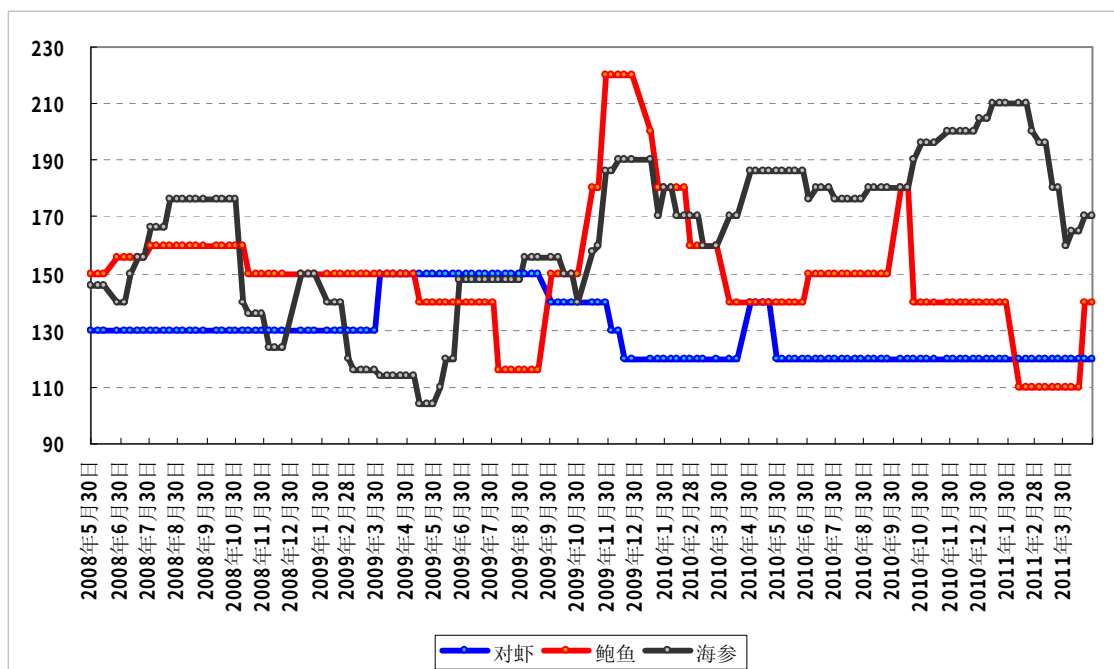
2、自然灾害和海水养殖病害

台风、风暴潮、气候异常等自然灾害，或大面积发生严重的水生动物疫病，以及赤潮、漏油、核泄露等环保事故，将影响养殖海洋水产品生存和质量安全，给公司造成严重经济损失。采取自然灾害和海水养殖病害的预报、预防、减灾等措施，对降低经济损失意义重大。

3、主要海洋水产品价格波动

受国内、国际市场需求变动等多种因素影响，主要海洋水产品价格波动，部分产品价格波动幅度大，对海水养殖和加工行业上市公司经营规模和盈利水平产生重大影响。市场垄断程度、品牌知名度等对降低产品价格波动幅度有一定作用。

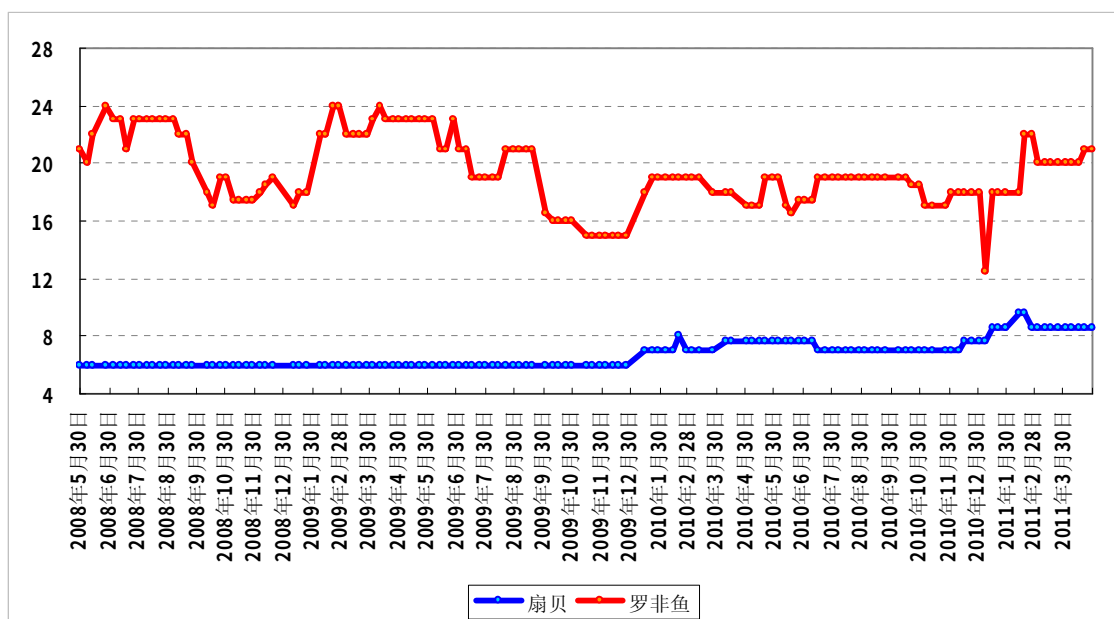
图 7：对虾、鲍鱼、海参价格变动情况（元/公斤）



资料来源：山东威海水产品批发市场

从图中可以看出，鲍鱼和海参价格波动趋势比较一致，对虾价格走势比较平稳。其中，海参价格涨多跌少，对獐子岛、壹桥苗业、好当家、东方海洋等海参养殖和育苗业务规模比较大的上市公司提高经营规模和盈利水平是有利的。虾价格走势比较平稳，对国联水产提高经营规模和盈利水平贡献小。

图 8：扇贝、罗非鱼价格变动情况（元/公斤）



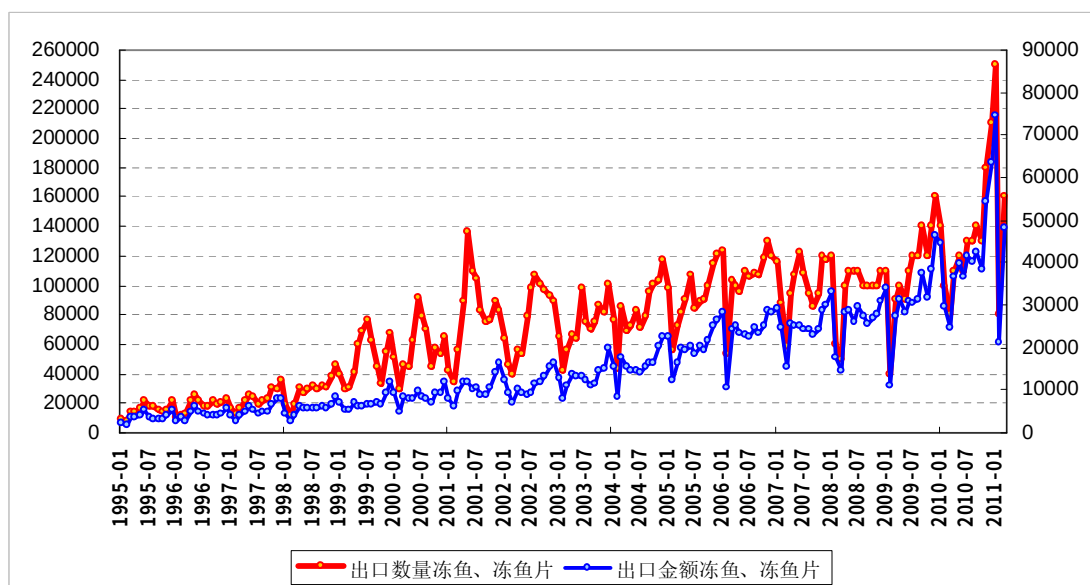
资料来源：山东威海水产品批发市场

从图中可以看出，2010 年以后，扇贝价格呈现上涨趋势，对养殖扇贝业务规模比较大的獐子岛提高经营规模和盈利水平非常有利。罗非鱼价格不具有持续上涨趋势，对国联水产提高经营规模和盈利水平贡献小。

4、资本主义经济周期导致的出口需求量波动

资本主义经济周期导致的对海洋水产品需求量的大幅度波动，对海洋水产品养殖和加工企业经营规模和盈利水平有重大影响，尤其是对出口销售收入占公司总销售收入比重大的企业影响更大。

图 9：我国冻鱼、冻鱼片出口数量（左轴、吨）和金额（右轴、万美元）变动情况



资料来源：中国海关

请务必阅读正文之后的重要声明

从图中可以看出，我国冻鱼、冻鱼片出口数量和金额呈现比较有规律的季节性周期波动，出口数量和金额在波动中上升。2008 年爆发全球资本主义经济危机导致 2008 年和 2009 年我国冻鱼、冻鱼片出口数量和金额萎缩，2010 年快速大幅度上升。我国水产品加工出口产品绝大多数是国外日常消费的鳕鱼、真鳕鱼、鲱鱼等冻鱼、冻鱼片，加工附加值较低，主要销售地区为欧盟、美国、加拿大、日本、韩国等国家和地区。

天宝股份和东方海洋的冻鱼、冻鱼片加工和出口数量和金额比较大，资本主义经济周期导致的出口需求量波动对公司经营规模和盈利水平影响比较大。维持稳定的国外客户资源、保持产品质量、提高产品品牌知名度等有助于降低资本主义经济周期对出口需求量的影响。

5、人民币汇率波动

獐子岛、天宝股份、好当家、东方海洋、国联水产等出口销售收入占公司总销售收入比重都比较大，2010 年该比重依次分别是 40%、84%、44%、65%和 82%。这些公司的海洋水产品主要出口到欧洲、美国、日本等国家和地区，人民币对这些国家货币的汇率波动是影响这些公司经营规模和盈利水平的重要因素。

人民币对美元汇率从 2005 年以来大幅度升值，从 2005 年 7 月的 8.28 比 1 升值到 2008 年 9 月资本经济危机爆发时的 6.82 比 1，此后人民币恢复盯住美元，2010 年 6 月以后继续升值，到 2011 年 5 月升值到 6.49 比 1。人民币对欧元和日元汇率不具有持续大幅度升值趋势。选择出口目的地和结算货币品种、采取汇率套期保值等措施规避汇率波动风险，对公司提高盈利水平意义重大。

五、行业投资建议和评级

海水养殖和加工产品市场需求空间广阔。适合养殖海洋水产品的海域资源稀缺，行业进入存在资源壁垒。正常情况下，海水养殖业务毛利率高，在 50%到 80%左右，海水产品加工业务毛利率低，在 10%到 15%左右。獐子岛海水养殖和加工业务经营规模和盈利水平居行业首位。影响海水养殖和加工行业上市公司经营规模和盈利水平的因素比较多，主要因素包括：适合养殖海洋水产品的海域资源面积、自然灾害和海水养殖病害、主要海洋水产品价格波动、资本主义经济周期导致的出口需求量波动、人民币汇率波动、原料人工等生产成本变动、企业决策人员应对策略等。给予海水养殖和加工行业“强于大市”评级。

六、重点上市公司盈利预测和评级

表 2：重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	5 月 12 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2009	2010	2011E	2009	2010	2011E	
002069	獐子岛	海水养殖	25.30	0.91	0.93	0.83	27.8	27.2	30.6	推荐
002447	壹桥苗业	海水养殖	61.02	0.86	1.05	1.11	71.0	58.1	54.8	推荐
600467	好当家	海水养殖	11.80	0.12	0.23	0.35	98.3	51.3	33.8	推荐
002086	东方海洋	海水养殖	14.38	0.23	0.30	0.51	62.5	47.8	28.0	推荐
300094	国联水产	海水养殖	10.75	0.40	0.29	0.59	26.9	37.1	18.3	中性
002220	天宝股份	海水加工	17.04	0.77	0.62	0.91	22.1	27.5	18.8	推荐

资料来源：历史数据来源于公司公告

分析师简介:

姓名: 吴正武, 浙江大学管理学博士, 2009年加入爱建证券有限公司, 现从事食品饮料行业和农林牧渔行业研究。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级:

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述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, 爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

请务必阅读正文之后的重要声明

8

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，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、复制件或复制品，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“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。