

壹桥苗业 (002447.SZ)

肉禽鱼产品行业

评级: 买入 维持评级

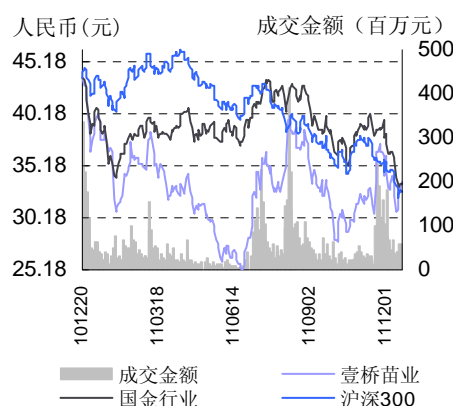
公司研究

市价(人民币): 33.63元
目标(人民币): 35.64-42.23元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	49.03
总市值(百万元)	4,506.42
年内股价最高最低(元)	43.70/25.18
沪深300指数	2901.22
中小板指数	6641.82



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.863	0.899	0.570	0.907	1.320
每股净资产(元)	3.64	10.61	6.37	7.28	8.60
每股经营性现金流(元)	1.28	1.47	0.89	1.45	2.18
市盈率(倍)	N/A	87.84	58.96	37.08	25.48
行业优化市盈率(倍)	53.20	58.60	55.48	55.48	55.48
净利润增长率(%)	11.12%	39.57%	26.97%	59.01%	45.52%
净资产收益率(%)	23.73%	8.47%	8.95%	12.46%	15.34%
总股本(百万股)	50.00	67.00	134.00	134.00	134.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 当投资者仍在回味 08-10 年间獐子岛和东方海洋海域扩张带来的丰厚投资收益之时, 我们在这里向投资者推荐又一家极具成长力和迎来业绩向上大拐点的海水养殖企业—壹桥苗业。
- 獐子岛和东方海洋等先例已经告诉我们, 养殖海域资源的扩张决定着一家海水养殖企业未来的成长空间。壹桥苗业正处于养殖海域快速扩张的阶段, 可供养殖海域从上市前的 6435 亩, 大幅增长 6 倍至目前的 45678 亩。其中, 2013 年和 2014 年将是公司业绩集中爆发的时间窗口和看点, 可捕捞海域面积将分别以 72% 和 112% 的高速成长。在亩产 220 公斤的谨慎假设下, 预计公司 2010-2014 年业绩的年均复合增速可高达 60%, 成长力在目前的上市海水养殖企业中独占鳌头。
- 除了养殖海域的大规模扩张外, 公司的另一个看点还在于海参的高亩产水平。相对于獐子岛、东方海洋和好当家 130-150 公斤/亩的亩产水平, 公司亩产水平有可能高达 200-300 公斤/亩。能否达到如此高产是市场目前比较关注的地方。对于这一问题, 我们的观点是: (1) 我们并不完全否定公司亩产 300 公斤的可能性。事实上, 300 公斤的亩产水平在业内已被证明是可以做到的, 关键看如何改进养殖方式; (2) 凭借公司在苗种培育方面积累多年的行业经验和提高单位水体利用率的养殖方式, 公司可以取得高于行业平均的亩产水平; (3) 由于公司刚开始涉足大规模海参养殖, 并没有自身历史经验数据供参考, 因此为了给投资者留足够安全垫, 参考行业养殖参数和亩产水平的经验数据, 我们预估公司亩产水平为 220 公斤; (4) 建议投资者不用太过纠结于 200 公斤还是 300 公斤, 因为即使是在 220 公斤的亩产假设下, 公司仅凭借养殖海域扩张都已经彰显巨大的成长空间。

盈利预测、估值和投资建议

- 在 220 公斤亩产的谨慎假设下, 预计公司 2011-2013 年的净利润分别为 76.44 百万元、121.54 百万元和 176.86 百万元, 同比分别增长 26.97%、59.01% 和 45.52%, EPS 分别为 0.57 元、0.91 元和 1.32 元。
- 基于公司未来几年的高成长性, 我们给予公司 2013 年 27-32 倍 PE 的估值, 未来 6-12 个月的目标价 35.64-42.23 元, 首次给予“买入”评级, 建议投资者耐心等待公司 2013 年和 2014 年的业绩爆发。

风险

- 公司养殖海域受到污染或自然灾害影响的风险。经济景气度超预期大幅下滑从而导致海参需求量和价格低于预期的风险。

陈振志 分析师 SAC 执业编号: S1130511030027
(8621)61038213
chenzhzh@gjzq.com.cn

内容目录

盈利预测、估值与投资建议：首次给予买入评级，6-12 个月目标价 35.64-42.23 元	3
盈利预测假设条件	3
盈利预测结果：2011-2013 年 EPS 分别为 0.57 元、0.91 元和 1.32 元	5
估值与投资建议：未来 6-12 个月目标价 35.64-42.23 元，首次给予“买入”评级	5
公司概况：业务发展正处于从苗种繁育向海参养殖的大拐点上	6
海参市场发展空间广阔	7
国际海参市场格局：国际供给有限，生产和消费的重心均在中国大陆	7
国内海参市场：市场需求增长空间大，海域资源供给有限	10
壹桥苗业在转型期间将迎来业绩增长的大爆发和大拐点	13
看点之一：公司海参养殖海域资源位居上市海水养殖企业之首	13
看点之二：凭借海参育苗经验优势和提高单位水体利用率，公司亩产水平有望优于竞争对手	14
看点之三：公司的自主育苗有助于降低海参养殖成本和提高利润率水平 ...	16
看点之四：业务转型期将迎来业绩增长拐点	17
公司贝苗业务未来将以平稳为主	18
附录：三张报表预测摘要	19

盈利预测、估值与投资建议：首次给予买入评级，6-12 个月目标价 35.64-42.23 元

盈利预测假设条件

■ **海参养殖业务核心假设条件：**

- 公司投苗情况：公司在 2010 年海参投苗 500 亩，均为大苗，2011 秋季已经开始捕捞；公司在 2010 年投正常规格海参苗 2786 亩和 2011 年投大苗 1000 亩，预计 2012 可捕捞，总面积为 3786 亩；截止 2011 年 6 月，公司已经开发海域 10000 亩，预计到 2012 年中期，累计海域开发面积达到 20000 亩。公司的 45000 亩养殖海域预计到 2014 年底改造完毕，并在 2015 年全部投苗完毕。
- 我们预计公司 2011-2014 年的海参可捕捞海域面积分别为 500 亩、3876 亩、6500 亩和 13786 亩。
- 由于公司刚开始涉足大规模海参养殖，因此出于谨慎角度出发，参考行业养殖参数和亩产水平的经验数据，我们假设公司亩产水平为 220 公斤/亩，优于好当家等竞争对手，但低于市场目前最乐观预期的 300 余公斤/亩的单产水平：

(1) 公司亩产水平高于竞争对手的原因在于我们认为，公司在苗种培育方面积累多年的行业经验和提高单位水体利用率的开发模式将有助于公司在亩产水平上获得溢价；

(2) 我们的亩产水平假设低于市场目前乐观估计的 300 余公斤/亩的原因在于，我们认为在系统性风险高企的市场环境中，控制风险显得格外重要。由于公司刚开始尝试大规模的围堰海参养殖，并没有自身历史经验数据供参考，存在不确定性，因此我们认为“眼见为实”的朴素精神比通过简单加减乘除的数字计算得出的高亩产对投资者而言可能更为有利；

(3) 我们在这里并不是要否定公司亩产 300 余公斤的可能性，我们也相信公司具备这样的潜力。事实上，我们在报告后续部分列举的海参养殖行业一些典型的亩产案例也充分说明，300 公斤的亩产水平在业内是可以做到的，关键看如何改进养殖方式。然而，我们须知道要成大事者，“天时、地利、人和”缺一不可。公司的养殖海域和业务团队已经为公司带来“地利”、“人和”的优势，但其中“天时”仍会给公司带来诸多不可抗力的因素；

(4) 因此，从控制风险的角度出发和贯彻我们一直以来的稳健风格，我们倾向于先对亩产水平做给保守测算，以给投资者留足足够的安全垫。

图表1：壹桥苗业围堰海参养殖业务预测明细

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
围堰海参	销售量(万公斤)	5.71	6.25	7.66	10.79	15.50	83.29	143.00	303.29
	增长率		9.46%	22.56%	40.89%	43.62%	437.37%	71.69%	112.09%
	单价(元/公斤)	162.64	132.92	135.14	198.00	210.00	199.50	209.48	219.95
	增长率		-18.27%	1.67%	46.51%	6.06%	-5.00%	5.00%	5.00%
	营业收入(百万元)	9.29	8.31	10.36	21.37	32.55	166.17	299.55	667.09
	增长率		-10.59%	24.69%	106.34%	52.32%	410.50%	80.27%	122.70%
	毛利率	84.72%	67.49%	67.78%	86.46%	75.00%	74.00%	72.00%	72.00%
	毛利(百万元)	7.87	5.61	7.02	18.48	24.41	122.96	215.68	480.30
	增长率		-28.78%	25.22%	163.20%	32.13%	403.69%	75.40%	122.70%
	占总营业收入的比重	8.32%	6.22%	6.76%	10.92%	18.06%	53.99%	67.30%	81.99%
	占总营业毛利的比重	16.99%	9.27%	10.27%	19.29%	22.52%	61.10%	72.48%	85.19%

来源：公司公告、国金证券研究所

- **海参苗业务核心假设条件：**由于公司未来将主要往下游的海参养殖业务大发展，因此公司未来的海参苗将主要作为自用。随着投苗面积的扩大，公司未来不仅没有海参苗出售业务，甚至需要从外部购入海参苗。

图表2: 壹桥苗业海参苗业务预测明细

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
海参苗	销量(万公斤)	1.41	5.68	8.06	13.22	0	0	0	0
	增长率		302.84%	41.90%	64.02%				
	单价(元/公斤)	672.62	542.65	528.39	4.43				
	增长率		-19.32%	-2.63%	-99.16%				
	营业收入(百万元)	9.52	30.82	42.61	58.53	0.00	0.00	0.00	0.00
	增长率		223.86%	38.27%	37.36%				
	毛利率	25.77%	31.88%	32.29%	33.67%				
	毛利(百万元)	2.45	9.82	13.76	19.71	0.00	0.00	0.00	0.00
	增长率		300.65%	40.05%	43.23%				
	占总营业收入的比重	8.52%	23.06%	27.81%	29.92%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
占总营业毛利的比重	5.29%	16.25%	20.12%	20.57%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	

来源: 公司公告、国金证券研究所

- **贝苗业务核心假设条件:** 由于公司的未来业务重心将主要放在围堰海参养殖业务上, 而且随着海参养殖规模的扩大, 海参育苗室的需求将趋于增加。因此, 我们预计公司的虾夷贝苗、海湾贝苗和栉孔贝苗等业务未来将以平稳为主。

图表3: 壹桥苗业贝苗业务的预测明细

		2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
虾夷贝苗	销售量(亿枚)	131.13	144.15	163.01	150.00	162.13	156.07	159.10	157.58
	增长率		9.93%	13.08%	-7.98%	8.09%	-3.74%	1.94%	-0.95%
	单价(元/万枚)	50	45	40	47	59	57	58	59
	增长率		-10.00%	-11.11%	17.50%	25.53%	-3.39%	1.75%	1.72%
	营业收入(百万元)	65.57	64.87	65.20	70.50	95.66	88.96	92.28	92.97
	增长率		-1.07%	0.52%	8.12%	35.69%	-7.01%	3.73%	0.75%
	毛利率	44.48%	52.17%	52.15%	55.00%	62.00%	60.00%	61.00%	62.00%
	毛利(百万元)	29.16	33.84	34.00	38.78	59.31	53.38	56.29	57.64
	增长率		16.04%	0.48%	14.03%	52.96%	-10.00%	5.46%	2.41%
	占总营业收入的比重	58.69%	48.54%	42.56%	36.04%	52.46%	28.91%	20.73%	11.43%
占总营业毛利的比重	62.96%	55.98%	49.73%	40.48%	53.92%	26.52%	18.92%	10.22%	
海湾贝苗	销售量(亿枚)	50.74	58.24	60.88	61.37	59.65	60.51	60.08	60.30
	增长率		14.78%	4.53%	0.80%	-2.80%	1.44%	-0.71%	0.36%
	单价(元/万枚)	51.27	45	50	50	48	49	50	50
	增长率		-12.23%	11.11%	0.00%	-4.00%	2.08%	2.04%	0.00%
	营业收入(百万元)	26.01	26.21	30.44	30.69	28.63	29.65	30.04	30.15
	增长率		0.75%	16.14%	0.81%	-6.69%	3.55%	1.32%	0.36%
	毛利率	25.14%	36.90%	39.43%	39.00%	37.00%	38.00%	39.00%	39.00%
	毛利(百万元)	6.54	9.67	12.00	11.97	10.59	11.27	11.72	11.76
	增长率		47.88%	24.10%	-0.29%	-11.47%	6.35%	3.98%	0.36%
	占总营业收入的比重	23.29%	19.61%	19.87%	15.69%	15.70%	9.63%	6.75%	3.71%
占总营业毛利的比重	14.12%	16.00%	17.55%	12.49%	9.63%	5.60%	3.94%	2.09%	
栉孔贝苗	销售量(亿枚)				21.30	21.44	21.44	21.44	21.44
	增长率					0.66%	0.00%	0.00%	0.00%
	单价(元/万枚)					59	57	58	59
	增长率						-3.39%	1.75%	1.72%
	营业收入(百万元)				12.12	12.65	12.22	12.44	12.65
	增长率					4.33%	-3.39%	1.75%	1.72%
	毛利率					52.00%	50.00%	51.00%	52.00%
	毛利(百万元)				6.57	6.58	6.11	6.34	6.58
	增长率					0.16%	-7.11%	3.79%	3.72%
	占总营业收入的比重					6.94%	3.97%	2.79%	1.55%
占总营业毛利的比重					5.98%	3.04%	2.13%	1.17%	
贝苗业务合计	营业收入(百万元)	91.58	91.08	95.64	113.31	136.94	130.83	134.75	135.77
	增长率		-0.55%	5.01%	18.47%	20.86%	-4.46%	3.00%	0.76%
	毛利(百万元)	35.70	43.51	46.01	57.31	76.48	70.75	74.35	75.98
	毛利率	38.99%	47.78%	48.10%	50.58%	55.85%	54.08%	55.17%	55.96%

来源: 公司公告、国金证券研究所

盈利预测结果：2011-2013 年 EPS 分别为 0.57 元、0.91 元和 1.32 元

- 我们预计公司 2011-2013 年的营业收入分别为 180.25 百万元、307.76 百万元和 445.06 百万元，同比分别增长-7.85%、70.74%和 44.62%（其中 2011 年营业收入略有负增长的原因在于公司把原有海参苗业务转化为围堰海参养殖的投苗，而没有像去年那样对外销售）；净利润分别为 76.44 百万元、121.54 百万元和 176.86 百万元，同比分别增长 26.97%、59.01%和 45.52%；EPS 分别为 0.57 元、0.91 元和 1.32 元。
- 由于亩产水平的假设对公司未来的盈利预测有着重要的影响，而市场目前对公司亩产水平预期的差别幅度较大，因此我们在此对公司未来的业绩预测做了一个敏感性分析供投资者参考。如果公司的亩产水平能够达到 300 公斤/亩，结合 2012-2013 年 3876 亩和 6500 亩的可捕捞面积，公司 2012-2013 年的 EPS 有望分别达到 1.2 元和 1.84 元。

图表4：壹桥苗业 2012-2013 年业绩在不同亩产水平下的 EPS 敏感性测算

亩产（公斤/亩）	160	170	180	190	200	210	220	230	240	250	260	270	280	290	300
2012E	0.69	0.73	0.76	0.80	0.83	0.87	0.91	0.94	0.98	1.02	1.05	1.09	1.13	1.16	1.20
2013E	0.93	1.00	1.06	1.13	1.19	1.26	1.32	1.39	1.45	1.52	1.58	1.65	1.71	1.78	1.84

来源：国金证券研究所

估值与投资建议：未来 6-12 个月目标价 35.64-42.23 元，首次给予“买入”评级

- 目前 A 股上市的海水养殖企业中，与公司较为可以比的为好当家、獐子岛和东方海洋，可比公司 2012 年和 2013 年的平均 PE 估值水平为 22 倍和 16 倍。
- 在我们亩产 220 公斤的谨慎假设前期下，公司目前股价对应 2012 和 2013 年的 PE 分别为 37 倍和 25 倍。如果亩产能达到 300 公斤，则对应的 2012 和 2013 年的 PE 分别下降至为 28 倍和 18 倍。
- 獐子岛和东方海洋等先例告诉我们，养殖海域资源的扩张决定着一家海水养殖企业未来的成长空间。对于养殖海域资源处于扩张期的海水养殖企业而言，我们应该把投资视线放得更长更远，否则有可能会错失良机。对于壹桥苗业而言，我们建议投资把重点放在公司中长期的成长性上来。因为公司正处于养殖海域资源快速扩张的阶段，2013 年和 2014 年将是公司业绩集中爆发的时间窗口和看点，可捕捞海域面积同比分别达到 72%和 112%的高速成长。在亩产 220 公斤的谨慎假设下，公司 2011-2014 年的净利润年均复合增速高达 60%，成长性显著优于其他海水养殖企业。
- 从可比公司的历史经验来看，獐子岛和东方海洋的 PE 估值区间基本位于 20-50 倍。基于公司高达 60%的业绩复合增长率，我们给予公司 2013 年 27-32 倍的 PE 估值水平，未来 6-12 个月的目标为 35.64-42.23 元，首次给予“买入”评级，建议投资者耐心等待公司 2013 年和 2014 年的业绩爆发。我们在这里同时向投资者强调：（1）由于我们的亩产只做了 220 公斤的谨慎假设，因此公司业绩仍存在较大的向上修正空间；（2）35.64-42.23 元的目标价对应 2014 年 PE 仅有 12.25-14.51 倍（亩产假设 220 公斤）。

图表5: 可比公司的相对估值表

	代码	股价		EPS			PE		
		19-Dec-11		2011E	2012E	2013E	2011	2012	2013
好当家	600467.SH	9.90	CNY	0.30	0.45	0.66	33.00	22.00	15.00
东方海洋	002086.SZ	13.89	CNY	0.45	0.67	0.86	30.87	20.73	16.15
獐子岛	002069.SZ	25.73	CNY	0.75	1.12	1.54	34.31	22.97	16.71
Average							32.72	21.90	15.95

来源: 聚源数据、国金证券研究所

图表6: 桥苗业 2012-2013 年业绩在不同亩产水平下的 PE 敏感性测算

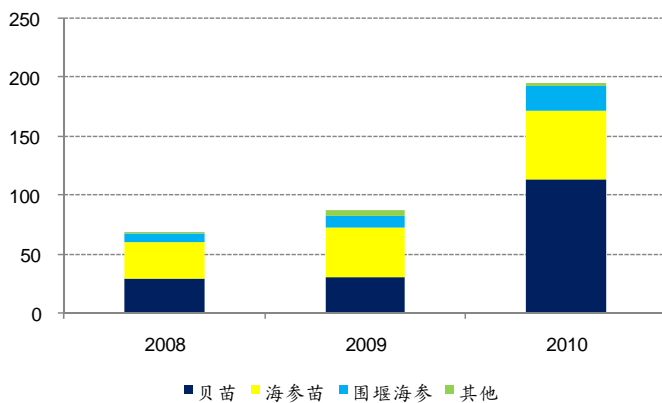
亩产 (公斤/亩)	160	170	180	190	200	210	220	230	240	250	260	270	280	290	300
2012PE	49	46	44	42	41	39	37	36	34	33	32	31	30	29	28
2013PE	36	34	32	30	28	27	25	24	23	22	21	20	20	19	18

来源: 国金证券研究所

公司概况: 业务发展正处于从苗种繁育向海参养殖的大拐点上

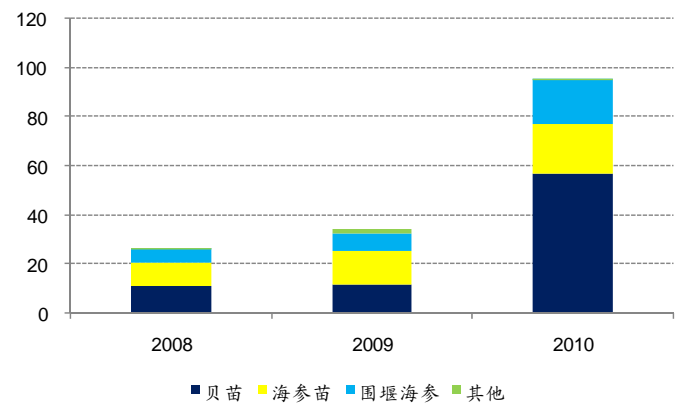
- 公司自 2001 年设立以来一直从事海珍品苗种的繁育及科研, 已掌握了虾、蟹、扇贝、海参、鲍鱼、海胆等海珍品苗的工厂化培育及中间育成技术, 并积累了丰富的规模化繁育的经验。在 09 年的统计中, 公司虾夷扇贝、海湾扇贝和海参苗的国内市场占有率分别为 18.11%、8.71% 和 0.78%, 均列全国第一。截止目前, 公司已发展成为一家集水产科研和海珍品苗种繁育及养殖为一体的专业化企业, 主要产品包括虾夷扇贝苗、海湾扇贝苗、栉孔扇贝苗、海参苗、海参等。
- 从 08 年-10 年, 苗种业务是公司的主要盈利来源。在过去 3 年, 海洋苗种业务是公司的主要盈利来源, 其中贝苗业务占公司主营业务收入和营业利润分别为 58% 和 60%, 海参苗业务占公司主营业务收入和营业利润分别为 30% 和 21%。此外, 围堰海参业务占公司主营业务收入和利润的比重分别为 11% 和 19%。
- 公司从 2010 年开始大力发展围堰海参养殖业务, 并着力于打造“育苗—养殖—加工—销售”的海参全产业链。公司未来的看点将主要在于围堰海参养殖业务的爆发。

图表7: 公司营业收入结构情况



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表8: 公司营业毛利结构情况

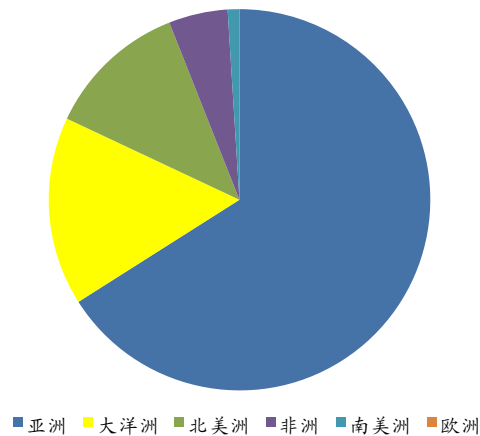


海参市场发展空间广阔

国际海参市场格局：国际供给有限，生产和消费的重心均在中国大陆

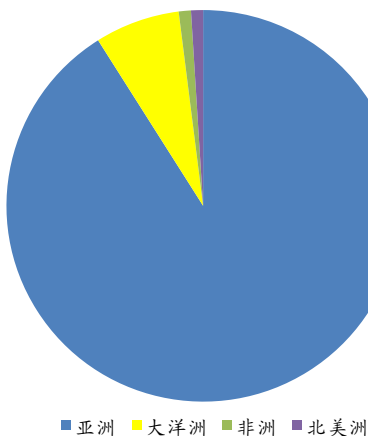
- **全球海参资源分布：**全世界约有海参 1200 种，其中有食用价值的有 40 余种，主要分布在热带和温带地区。热带海区海参多分布在太平洋热带区和印度洋，主要国家有印度尼西亚、菲律宾、马来西亚和南太平洋的新喀里多尼亚、斐济、巴布达等。温带区海参资源多分布于太平洋东西两岸的温带区。
- **全球海参生产供给格局：**野生捕捞资源逐渐衰竭，人工养殖大部分在中国，国际市场对国内市场的供给压力相对较小。世界上的海参资源和利用主要集中在中国、厄瓜多尔、印度尼西亚、日本、马来西亚和菲律宾等国家，古巴、埃及、马达加斯加和坦桑尼亚等国家对海参开发的兴趣逐渐提升。海参的种类繁多，规格、等级差别较大。高档参主要以日本关东、俄罗斯、辽东半岛、山东半岛等产地的刺参为主。

图表9：野生捕捞海参全球产区分布（不含人工养殖）



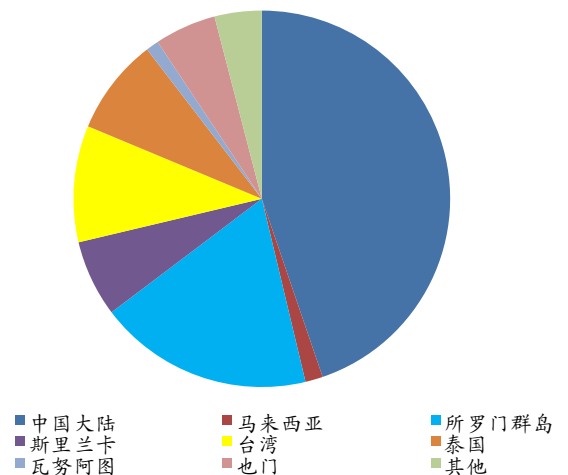
来源：FAO、国金证券研究所

图表10：全球海参出口区域分布



来源：FAO、国金证券研究所

图表11：海参出口国家和地区分布

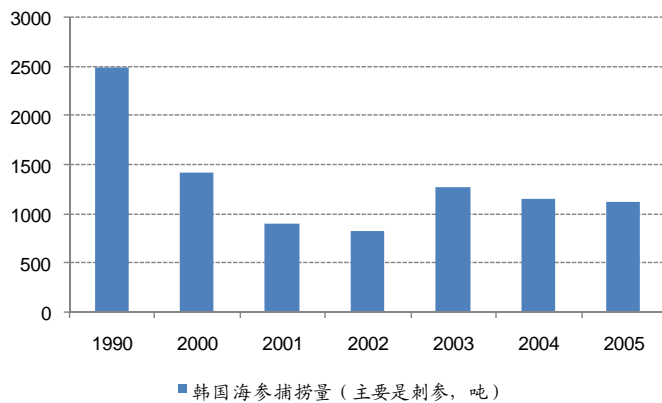


- **日本：**日本近海有 100 多种海参，可以用来食用的品种大致分布于从北海道到九州 of 日本各地沿岸和冲绳岛附近。日本的海参每年捕捞量约为 7000-10000 吨（鲜活品）。其中，北海道海参产量约占日本国

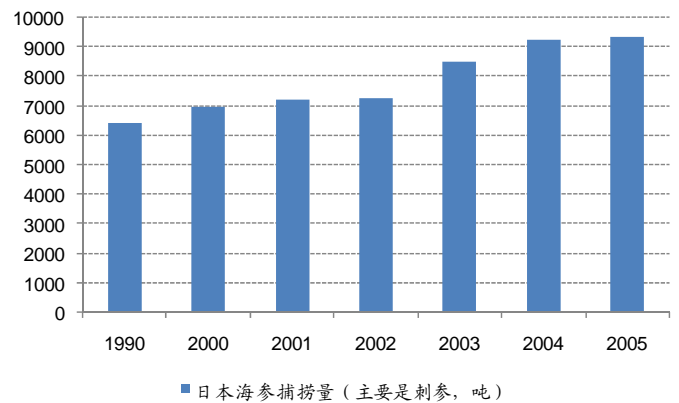
内的 25%。根据日本财务省贸易统计数据显示，每年从日本出口到中国的干海参约 200-300 吨。由于海参经腌制或者晾干加工后重量将缩减至原来的 3%，因此日本出口到我国的干参对应海参鲜活品约为 4000-6000 吨。日本的刺参野生资源已经趋于减少，据统计，北海道境内海参的产量已经从 2007 年的 2835 吨降至 2009 年的 2531 吨。

- **韩国：**1990 年以来，韩国的海参捕捞量出现大幅下滑，从之前 2500 吨下降至 1100-1300 吨（鲜活品）。

图表12：1990 年以来，韩国的海参捕捞量出现大幅下滑，年捕捞量在 1100-1300 吨左右（鲜活品）



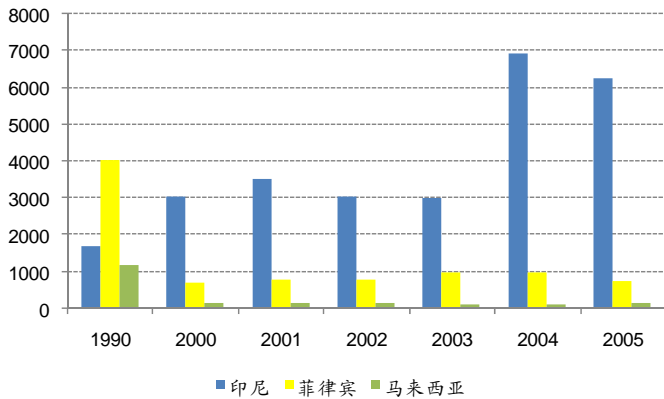
图表13：日本的海参年捕捞量为 7000-10000 吨（鲜活品）



来源：FAO、国金证券研究所

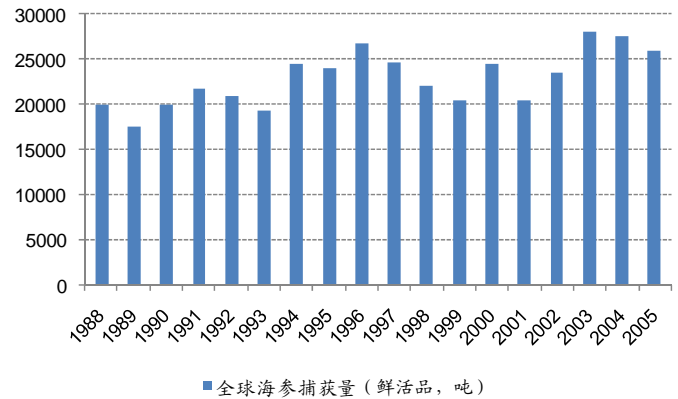
- **印度尼西亚：**海参一直是印度尼西亚的传统渔业对象和主要出口水产品。由于资金投入不足和对渔获物的加工缺乏技术，印尼的海参品质较差、价格也低。目前，印尼的海参资源匮乏，其主要原因是过度捕捞所致。近些年来，印尼每年的海参捕捞量约为 3000-7000 吨（鲜活品）。
- **马来西亚：**海参渔业是马来西亚东海岸沙巴州渔民的主要渔业生产项目之一。该国 90%的珊瑚岛礁已被规划为海洋公园，在此区域内严禁任何渔业活动。因此，该国海参资源得到了很好的保护。马来西亚每年的海参捕捞量为 100-200 吨（鲜活品）。
- **菲律宾：**在菲律宾已知的海参大约有百种之多，其中 25 种有商业价值。该国每年的海参捕捞量为 700-1000 吨，但高价值海参种类的数量在减少，而低价值海参种类数量在不断增多。该国海参资源量也正在衰竭，1990 年的海参捕捞量曾高达 4023 吨。
- **其他海参资源出现衰退迹象的国家和地区包括：**塞舌尔、马达加斯加、坦桑尼亚、巴布亚新几内亚、澳大利亚北部渔场、墨西哥和加利福尼亚。
- **全球海参野生捕捞资源已经出现衰竭的迹象，未来产量的增加主要缘于人工养殖。而全球海参人工养殖增量大部分在中国。因此，从全球范围来看，海参国际市场对国内市场的供给压力相对较小。**由于世界上大多数国家海参资源已衰退，因此要提高海参产量只能依赖于人工养殖。中国和日本是世界上主要的海参养殖国家。目前，大多数国家和地区的海参养殖仍处于试验阶段，例如印度、印尼、越南、菲律宾、韩国、埃及等国家也只有小规模养殖。

图表14: 印尼的捕获量近几年有所增加, 可能与人工放流增殖试验有关。而马来西亚和菲律宾等国的捕获量则趋于下降



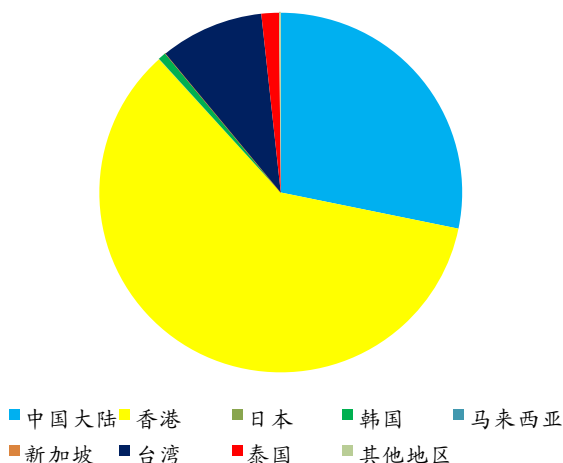
来源: FAO、国金证券研究所

图表15: 全球海参捕获量在过去20年里增长极为有限, 未来海参的产量增长将主要源于人工养殖, 而海参的人工养殖增量则主要分布在中国。



- **海参全球消费需求格局: 全球华人是消费主力。**海参的主要消费群体是全球华人, 另外韩国和日本也消费少量海参, 西方人则不太热衷于吃海参。因此, 东南亚地区是海参的主要消费市场。全球生产捕捞海参的绝大部分被加工成干制品销往亚洲市场, 其中主要的消费市场为中国大陆、中国香港、中国台湾、新加坡、马来西亚和泰国等国家和地区。
 - **中国大陆地区:** 我国内地是最大的海参消费市场。据统计, 我国每年大约消费海参约 15 万吨 (鲜活品), 在国际海参市场中具有较强的定价权。
 - **中国香港地区:** 我国香港地区是海参国际市场最大的进口地, 每年大约消费干制海参 500-700 吨。与此同时, 内地还是香港最大的海参再出口市场, 占其海参出口总量的 72%。
 - **中国台湾地区:** 中国台湾地区由于平均购买力较强, 消费加工的海参数量较大, 海参的年进口量在 600-1200 吨之间, 进口地区为秘鲁、阿拉斯加、加拿大、印度、印度尼西亚、菲律宾和中国大陆等。
 - **新加坡:** 新加坡不生产海参, 完全依赖进口。新加坡的海参进口量为 600-900 吨 (干货), 其主要供应国家和地区为印度、美国、南太平洋岛国和中国香港。
 - **马来西亚:** 马来人和印度人不吃海参, 当地华人是海参的消费主力。该国海参年进口量约为 100-200 吨, 主要供应国家和地区是印尼、中国内地及中国香港。海参进出口与国内基本由华人控制。
 - **其他国家和地区:** (1) 日本、韩国等其他东南亚国家的海参消费不是十分流行。日本每年仅进口 3-4 吨冷冻干制品; (2) 韩国每年进口 15-20 吨海参干制品; (3) 西方国家并不流行海参消费, 每年进口的海参主要供当地华人食用。

图表16: 世界海参主要进口区域分布情况

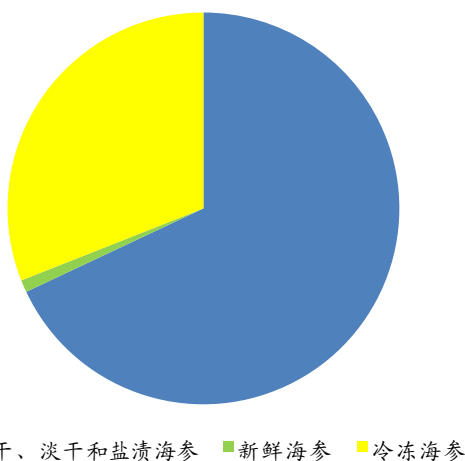


来源: FAO、国金证券研究所

国内海参市场: 市场需求增长空间大, 海域资源供给有限

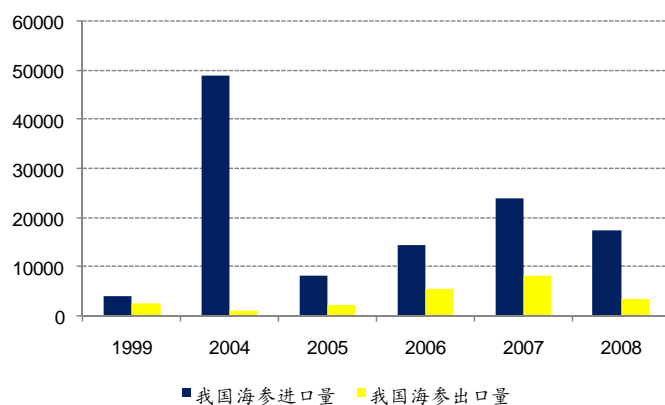
- 我国是海参消费的最大市场。据统计, 我国年消费干海参约达 5000 吨以上, 对应鲜活品约 15 万吨。目前国内海参鲜活品产量只有约 10 万吨, 其余 5 万吨的缺口需要靠进口来满足。这也使我国成为世界上最主要的海参进口国, 所缺海参主要从香港、菲律宾、印度尼西亚、日本、加拿大等地进口。根据香港、台湾和新加坡地区的海参消费发展经验, 我们认为国内海参市场需求未来仍有较大的增长空间, 逻辑如下:

图表17: 全球海参贸易中, 海参进口以盐干、淡干和盐渍海参为主, 新鲜海参较少。



来源: FAO、国金证券研究所

图表18: 我国海参历年进出口量 (还原成鲜活品, 吨)

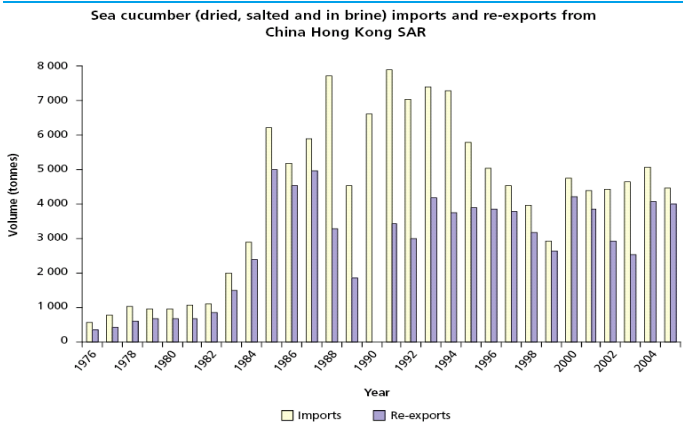


- 海参含有丰富的酸性粘多糖、岩藻多糖、海参皂甙、海参素、蛋白质、核酸、18 种氨基酸等活性物质和钙、锌、硒、铁、锰、钾、钼等 30 多种微量元素, 药理活性十分广泛, 几乎涵盖当前对人类健康构成威胁的主要疾病, 如肿瘤、心血管疾病、病毒性肝炎、艾滋病、免疫性疾病和老年病等。中国传统文化中的“进补”观念及海参本身拥有的营养价值使得消费者对海参形成持久的消费需求。
- 根据香港、新加坡、台湾等华人地区的海参消费发展经验和我国目前的海参消费特征, 我们发现海参的消费需求与人均 GDP 具有明显的正相关性, 主要体现在: (1) 在人均 GDP 不断提升的驱动之下, 海

参的进出口贸易总量和净进口量均得出现大幅增长，其中人均 GDP6000 美元是海参消费出现加速增长的临界点；（2）在 1997-2002 年亚太金融危机引发的经济衰退的影响之下，海参贸易规模和净进口量均跟随人均 GDP 的下滑而出现明显萎缩；（3）截止 2010 年，我国人均 GDP 在 6000 美元以上的省区有上海、天津、北京、江苏、浙江、内蒙、广东、辽宁、山东和福建。这些省区恰好是我国目前海参的主要消费区域。

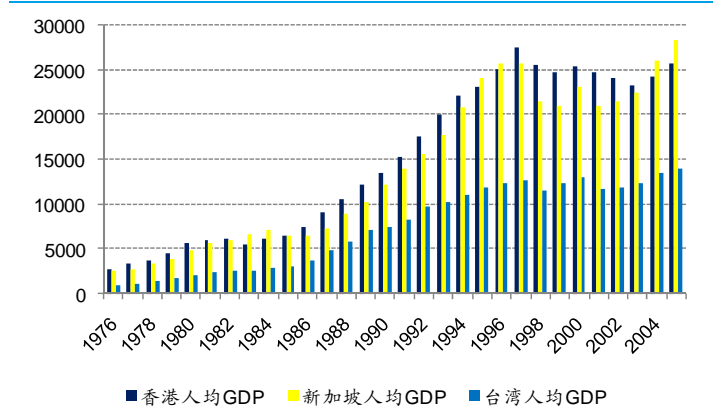
- 目前，香港、台湾和新加坡等华人地区的人均海参（干货）消费量基本在 30-90 公斤/每千人的水平。而我国目前海参主要消费省区城镇居民的人均消费量只有 17.92 公斤/每千人，该省区全部居民的人均消费量更是只有 10.57 公斤/每千人。而从全国范围来看，我国全国城镇居民的人均消费量只有 8.04 公斤/每千人，全国居民的人均消费量更是只有 3.69 公斤/每千人。目前，香港和新加坡的人均 GDP 均为 3 万美元，而台湾的人均 GDP 也达到 1.5 万美元，而我国目前的人均 GDP 只有 4000 多美元并在持续上升。我们认为在我国人均 GDP 不断提升的驱动之下，内地的海参消费需求在未来仍具有很大的成长空间。
- 目前国内海参的消费人群主要还是集中在辽宁、山东、吉林、黑龙江、北京、广东及香港等东部沿海地区，中西部地区还有待进一步开发。我们认为目前影响中西部地区海参消费增长的主要因素主要有：人均购买力、消费习惯和海参消费意识。该区域的人均购买力在经济增长的驱动之下将会得到提升。而消费习惯和消费意识方面，在海参营养价值营销推广的带动之下，海参在未来有望进一步打开中西部市场空间。我们的逻辑在于：（1）目前，在收入提升和健康饮食理念的带动之下，中西部地区已经逐渐兴起海产品消费；（2）饮食文化可以相互渗透。既然中西部的川菜、湘菜等消费可以往东扩张，那么我们也更有理由相信东部的海参及其他水产消费也可以往西渗透。

图表19: 香港的海参进出口量以及净进口量从 1983 年和 1984 年开始出现明显的加速增长，并在 1988 年达到高点区间

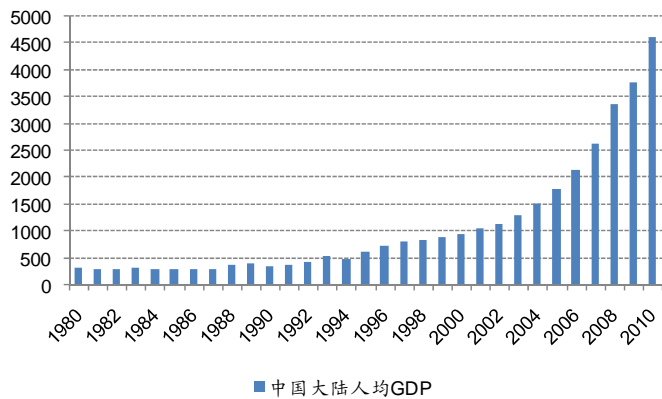


来源：FAO、UNdata、国金证券研究所

图表20: 在 1983 年和 1984 年间，中国香港和新加坡的人均 GDP 均突破 6000 美元，而台湾则在 1988 年突破 6000 美元

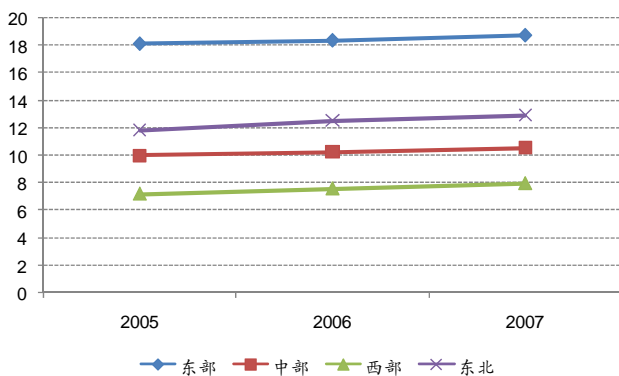


图表21: 中国大陆的人均 GDP 为 4000 多美元, 并将进一步攀升



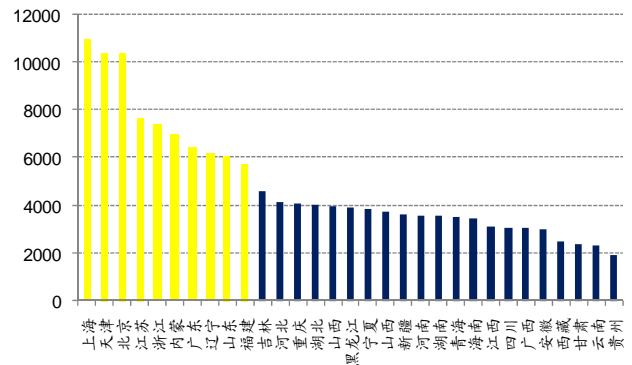
来源: UNdata、国金证券研究所

图表23: 城镇家庭水产品人均消费量 (公斤/人/年)

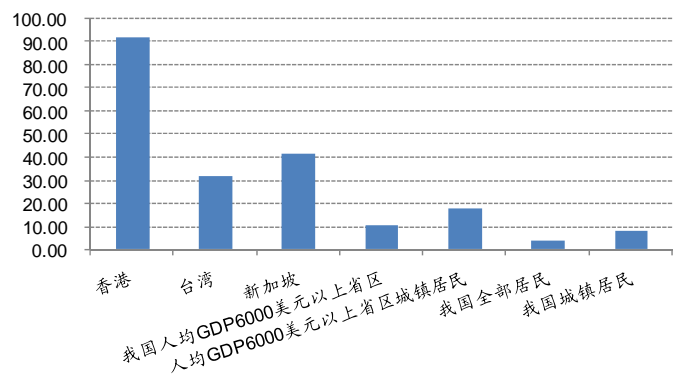


来源: 国金证券研究所

图表22: 截止 2010 年, 我国人均 GDP 在 6000 美元以上的省区有上海、天津、北京、江苏、浙江、内蒙、广东、辽宁、山东和福建。这些省区恰好是我国目前海参的主要消费区域。



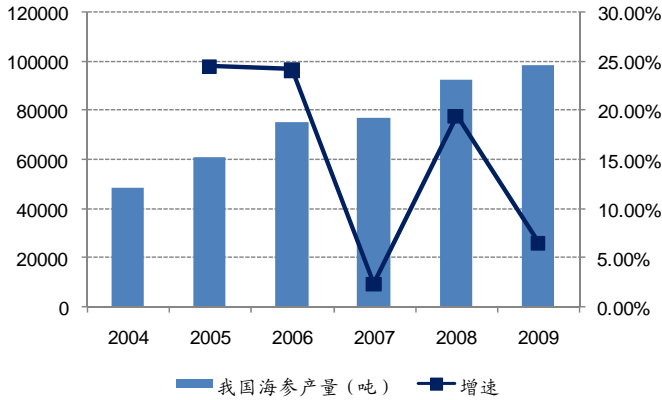
图表24: 全球各华人地区人均海参(干货)消费量对比。随着人均 GDP 的进一步提升, 我国海参消费未来仍有较大的提升空间



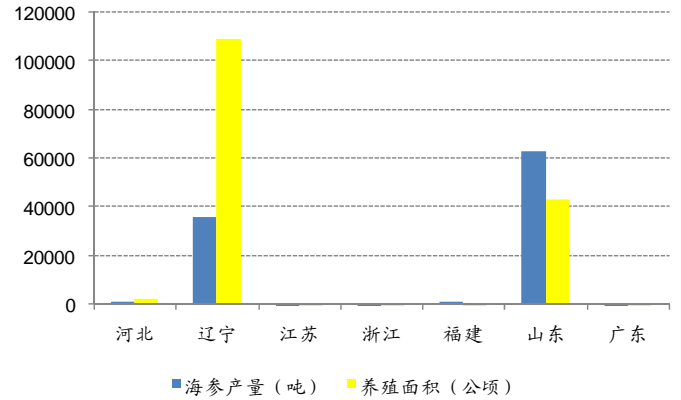
- 受养殖海域资源的限制, 海参市场供给近几年增速有所回落。随着清洁养殖海域资源的日渐稀少, 我们认为海参未来供给量的增长空间将趋于减小。我国海参产量从 04 年 4.9 万吨增长至 09 年的 9.86 万吨。产量的增长主要来源于围堰养殖海参产量的增加, 而底播海参产量基本在 2000-4200 吨, 增长较为缓慢。
- 在自然海区, 刺参多生活于水深 3-15 米得浅海中, 在辽宁及长山岛气息海域可深达 35 米。刺参的生活环境要求较高, 需要海流顺畅、波浪平稳、无淡水流入、海藻和大叶藻茂盛, 饵料丰富、海水 PH 至为 7.8-8.4, 水温不高于 28°C (适宜的养殖温度是 5°C -17°C), 冬季不结冰, 底质为岩礁底, 或较硬的泥沙底、泥底, 或岩礁和泥沙兼而有之的复合底。
- 受养殖环境的限制, 我国适合刺参养殖的海域主要分布在山东和辽宁, 两省的海参产量约各占全国的 61%和 35%。
- 海参的养殖方式主要有底播、围堰和虾池养殖。由于海参的生长对温度、盐度、深度、水质、底质以及营养饵料等要求较高, 因此目前三种主要的养殖方式均离不开良好、合适的养殖海域资源或海水资源。

- 一方面，生活废水排放和沿海基建、房地产开发建设使得近海海域资源逐渐减少；另一方面，即使深海海域在经过人工改造后适合海参养殖，但碍于深海养殖单产降低，供给增幅也相对有限。我国海参产量增速近几年出现了一定程度的趋缓迹象，产量增速已经从06年以前的20%-30%，下滑至近几年的5%-20%。
- 根据我们对山东和辽宁当地海参养殖户和海域的实地调研情况，海参养殖海域资源日渐稀少的判断已经得到初步印证。

图表25：我国海参产量增速总体有趋缓的迹象



图表26：我国海参产量和养殖面积的区域分布



来源：《中国渔业年鉴》、国金证券研究所

壹桥苗业在转型期间将迎来业绩增长的大爆发和大拐点

看点之一：公司海参养殖海域资源位居上市海水养殖企业之首

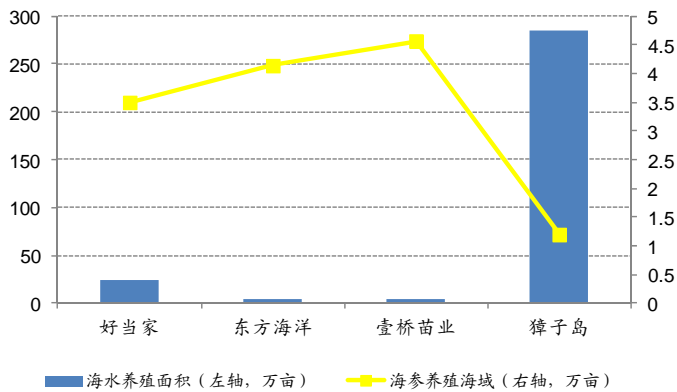
- 对于海水养殖企业而言，养殖海域资源是公司成长的关键。截止目前，公司的可用养殖海域共计 45678 亩，均属于近海海域，水深在 2-9 米之间。公司目前拥有的养殖海域面积高于东方海洋、好当家和獐子岛，为上市的海参养殖企业中最高。丰富的清洁养殖海域资源将为公司未来业绩的高增长奠定良好基础。

图表27：壹桥苗业的养殖海域情况

海域地点	海域面积	备注
炮台镇鲍鱼岛村	1975亩	面临动迁，2011年已停止养殖
谢屯镇沙山村	4460亩	改造完毕，2010-2011已养殖
谢屯镇泉眼村	1286亩	2010年投入养殖
谢屯镇沙山村	39932亩	正在围海改造
可供养殖海域合计	45678亩	均属于近海海域，水深在2-9米之间

来源：国金证券研究所

图表28: 海水养殖企业养殖海域的比较



来源: 公司公告、国金证券研究所

图表29: 公司主要竞争对手情况

公司名称	养殖模式	生产量 (吨)
大连棒槌岛 (2005年)	经销为主	4500
大连晓芹 (2005年)	经销为主	2400
好当家 (2010年)	围堰养殖	1354
东方海洋 (2010年)	底播增殖	564
大连玉麟(2009年)	底播增殖	331
獐子岛 (2010年)	底播增殖	400-600
壹桥苗业 (2010)	围堰养殖	110

- 据统计, 截止 2010 年, 大连的海参养殖面积约为 130 万亩, 海参养殖户 900 家, 平均养殖面积仅为 0.14 万亩, 海参养殖产业相对较为分散。壹桥苗业将有望凭借 4.57 万亩的养殖海域资源在大连海参产业中迅速崛起, 并占有重要的一席之地。
- 公司加工的海参已经开始投放市场, 并在北京、沈阳、大连等地设立了海参直营店。相对于大连当地的獐子岛、棒槌岛、财神岛和晓芹等海参品牌, 公司目前更多是一个新进入者和追赶者。随着公司未来海参养殖规模和加工海参量的扩大, 我们期待公司在终端和品牌方面崛起成为行业的新星。这将有待后续跟踪。

图表30: 大连刺参产业增长表

时间	养殖面积 (单位: 万亩)	产量 (单位: 万吨)	年产值 (亿)	养殖户
2003	0.8	0.6	5	NA
2004	42	0.7	7	NA
2005	56	1.1	12	NA
2007	75	1.5	15	1000余家
2009	125	5	100	NA
2010	130	NA	100	900

来源: 《大连刺参贸易调查报告》、国金证券研究所

图表31: 大连主要海参品牌

海参品牌	公司名称	海参产地	养殖方式
棒槌岛海参	大连棒槌岛海产股份有限公司	蛋坨岛	人工育苗 自然养殖
獐子岛海参	大连獐子岛渔业集团股份有限公司	獐子岛	人工育苗 自然养殖
财神岛海参	大连财神岛集团有限公司	长海县	人工育苗 自然养殖
晓芹海参	大连晓芹食品有限公司	小长山岛	人工育苗 自然养殖
虎平岛野生海刺参	大连虎平岛海珍品有限公司	虎平岛	人工育苗 自然养殖
三山岛海参	大连三山岛海产食品企业集团	三山岛	NA
海晏堂海参	大连海晏堂生物有限公司	NA	NA
非得海参肽	大连非得生物产业有限公司	NA	NA

看点之二: 凭借海参育苗经验优势和提高单位水体利用率, 公司亩产水平有望优于竞争对手

- 我国海参养殖产业起步较晚且发展迅速。部分养殖户由于没有完全掌握科学科学放养, 致使参苗放养成活率低, 从而严重影响了刺参的养殖效益。因此, 在海参养殖中, 提高苗种的成活率是增产增效的重要途径。而影响海苗种存活率的主要因素有以下几个方面:
 - 选择与海参养殖圈处于同一海区的育苗室海参苗种有助于提高存活率。同一海区的海水盐度、水温、ph 值等各项指标非常接近, 投放后参苗对海水环境适应比较快, 成活率较高, 这就是海参养殖中的“就近原则”。

- **科学的海参苗运输方法有助于提高存活率。**由于运输方法不当造成参苗吐肠、漂浮不沉的现象时有发生，大大影响了参苗的成活率。因此海参苗的运输方法得当与否也是影响海参苗种成活率的一个重要决定因素。海参苗种的运输方法一般有两种：即干运和加水充氧运输。干运法一般适用于规格较大（200头以内）参苗的短距离运输，同时要求运输路况较好。参苗较小、路途较远以及路况较差时一般采用加水充氧法运输。
- **投苗密度：投苗规格越大，密度越低，存活率则越高。其中投苗密度越高，存活率越低的原因在于，一定体积水体由于营养物质有限，其对海参的承载量是有极限的，这个极限就是我们测算存活率公式中的分子，而投苗量则是公式的分母。由于分子的极限值稳定，随着作为分母的投苗量增加，存活率必然下降。因此，我们认为在测算亩产时，相对的存活率和绝对的存活量要兼顾，而不能只片面地强调存活率。不同投苗密度的存活率回捕率经验数据更不能简单地相互套用。**刺参养殖苗种的来源主要有两种：第一种为秋苗，即人工培育的当年苗种，规格在500-1000头左右，初次放苗每亩投放8000-10000头，根据经济条件以及养殖池塘的实际情况加以增减，成活率一般在10%-40%，2年后可以收获。第二种为春苗，即上年人工培育的苗种经室内人工越冬，个体大小在200头左右，初次放苗每亩4000-8000头，翌年秋即可全部收获，成活率一般在70%以上。同时也可以春苗和秋苗结合放养的方法，放养规格及密度主要根据养殖户的经济情况灵活把握。

图表32：海参养殖的行业经验数据

苗种	规格	放养密度	成活率	存活绝对量	收获时间
秋苗	2cm-4cm	5000-10000头/亩	10%-40%	500-4000头/亩	1.5-2.0年
春苗	6cm左右	4000-8000头/亩	> 70%	2800-5600头/亩	当年秋冬收1/4-1/3，翌年全收
自然苗	50头/kg-60头/kg	2000-3000头/亩	> 90%	1800-2700头/亩	早春投苗，入冬前收80%

来源：中国水产网、国金证券研究所

- 由于养殖方式的差异，目前海参养殖行业的单产水平差别较大。总体而言，单位水体的利用率与海参亩产水平存在一定的正相关性。也就是说，较多的养殖企业的单位水体利用率和亩产水平仍有提升空间。关键在于如何通过养殖方式的改进来充分利用水体中的营养物质。
- **案例一：上市公司中，獐子岛海参底播养殖的亩产约为100-130公斤/亩。**东方海洋的养殖方式是不做海域分片滚动底播（其中担子岛和海洋阳海参养殖海域深度分别13米左右和10米左右），而是统一轮播，养殖周期一般为2-3年，收获时在统一海域挑选合格成参出售，平均单产水平在40-50公斤/亩。如果换算成獐子岛模式的分片区滚动底播模式，则亩产约为100-150公斤/亩。好当家海参围堰养殖目前亩产约为100-130公斤/亩。
- **案例二：本案例为位于辽宁葫芦岛市绥中县面积26亩的参池，**土质结构为沙泥质，含沙量60%、含泥量40%，参池四周用石头护坡，水深为1.5米左右。一次性投放360头/公斤的海参苗290公斤，总投苗量10.44万头，平均亩放苗4015头，经过2年的养殖，共起捕海参4685公斤，亩产180公斤，平均规格为6.4头/公斤，共起捕海参29984头，回捕率为28.7%。
- **案例三：本案例位于大连金州新区，**养殖户利用扇贝笼替代人工礁进行池塘海参养殖技术，将扇贝笼悬挂于池塘水体中，上部系在浮绳上（浮绳两端固定在堤坝上，绳上系塑料浮子），下部落（触）到池塘底部，笼口打开，海参可自由进出，每亩悬挂300-400个网笼。当进水肥水15-20天见网笼表面长满大量底栖硅藻时，开始投放海参苗种，苗种规格400-600头/公斤，投放密度为8000头-10000头/亩，经1.5年时间的养殖管理，平均亩产鲜参150-200公斤。
- **案例四：本案例位于山东养殖区，**养殖户对原有池塘进行标准化改造，使池塘水深达到1.5米以上，在池塘中间水体布设4x2米规格的

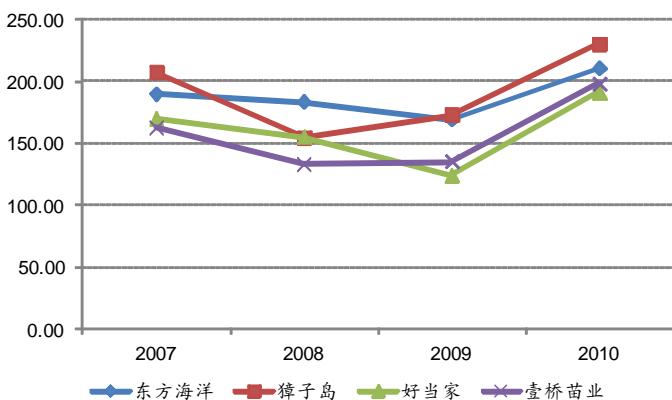
网箱，6月底前后放养每500克2-3万头的小规格海参苗种，11月中旬收获；池塘底部则继续放养较大规格的海参，实现育苗、养殖立体化管理，大幅度增加了海参苗种产量，亩产鲜参达300公斤/亩。

- 案例五：**本案例是池塘海参养殖，采用编织布平铺池底，在其上面放置扇贝网笼、水体中悬挂扇贝网笼替代人工礁进行海参养殖。扇贝网笼10层-15层悬挂于池塘水体中，上部系在浮绳上（浮绳两头固定在堤坝上，绳系塑料浮子），下部落（触）到池底部，笼口打开，海参可自由进出，每亩悬挂500个-600个。当进水肥水15天-20天后，网笼表面长满了大量底栖硅藻时开始放苗，春季4月-5月，秋季9月-10月，苗种规格600头/公斤，密度10000头/亩，经1年-1.5年养殖，大部分海参达商品规格。由于悬挂的网笼充分立体利用了水体，大幅度提高了单位面积产量，鲜参亩产最高可达500公斤/亩。
- 从上述分析中可以看出，提高参苗的存活率和水体的利用率是提高海参亩产水平的有效途径。我们认为，壹桥苗业未来在亩产水平上可能会优于行业平均水平，我们的判断依据在于：（1）公司作为从海洋苗种培育起家的企业，在苗种培育方面相比竞争对手具有更高的专业化程度；（2）公司海参育苗室基本与海参养殖圈处于同一海区，符合海参养殖中的“就近原则”且运输方便，投放后参苗对海水环境适应比较快，有助于提高成活率；（3）公司在投放礁石的过程中，通过加高加宽礁石堆等方式致力于提高单位水体的利用率，从而利于增产增效。公司计划投苗密度为20000-30000头/亩（投苗密度高于行业平均水平），养殖周期为2年。由于公司刚开始涉足大规模海参养殖，因此出于谨慎角度出发，参考行业养殖参数和亩产水平的经验数据，我们预计公司亩产水平有望达到220公斤/亩，优于竞争对手。（在估算亩产水平时，我们兼顾存活率和绝对存活量，并给予绝对存活量更大一点的权重，因为公司的投苗密度远大于行业平均水平，目前仍缺乏充足的如此高投苗密度下存活率回捕率的文献资料 and 行业经验数据。如果只简单片面地相互套用不同投苗密度下的存活率和回捕率，我们认为其客观性值得商榷）

看点之三：公司的自主育苗有助于降低海参养殖成本和提高利润率水平

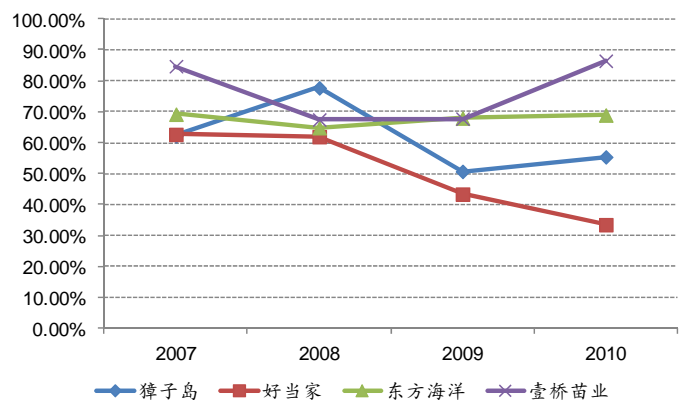
- 公司在上市前拥有6万m³水体育苗室，而上市募投项目6万m³水体育苗室也已经建成年，预计2012年可以投入育苗生产。2011年公司通过收购的方式，收购2个育苗室，共计约2.3万m³水体。公司目前合计拥有14.3万m³水体育苗室。公司目前自产的海参苗足够7000-10000亩投苗使用。自主海参鱼苗将有助于公司节省成本和提高海参业务的毛利率。虽然公司过去几年的海参捕捞规模相对不大，价格上也并不占有优势，但公司围堰海参业务的毛利率水平却在上市海水养殖企业中处于领先水平。

图表33：海参养殖企业海参价格对比



来源：公司公告、国金证券研究所

图表34：公司海参产品的毛利率高于同是围堰养殖的好当家

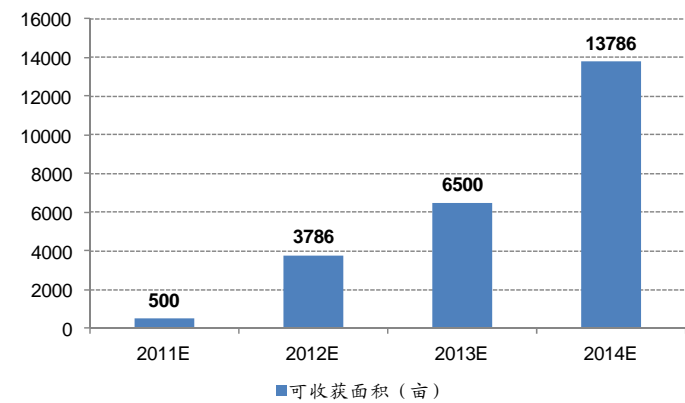


看点之四：业务转型期将迎来业绩增长拐点

■ 公司投苗和未来的收获情况。

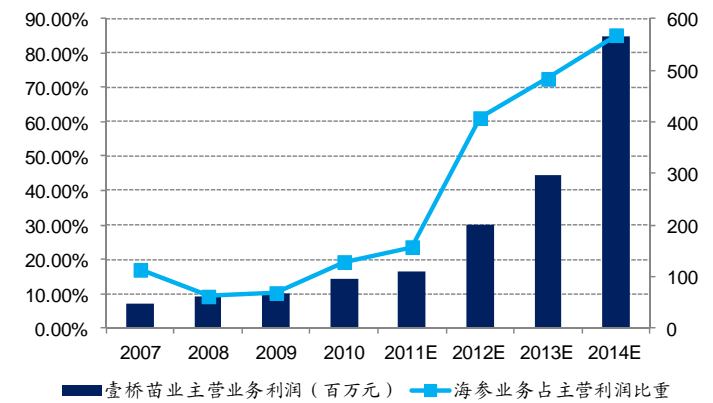
- 公司在 2010 年海参投苗 500 亩，均为大苗，2011 年秋季已经开始捕捞；
- 公司在 2010 年投正常规格海参苗 2786 亩和 2011 年投的大苗 1000 亩，预计 2012 可捕捞，总面积为 3786 亩；
- 截止 2011 年 6 月，公司已经开发海域 10000 亩，预计到 2012 年中期，累计海域开发面积达到 20000 亩。公司的 45000 亩养殖海域预计到 2014 年底改造完毕，并在 2015 年全部投苗完毕。
- 我们预计公司 2011-2014 年的海参可捕捞海域面积分别为 500 亩、3876 亩、6500 亩和 13786 亩。

图表35：壹桥苗业海参养殖年度可收获面积



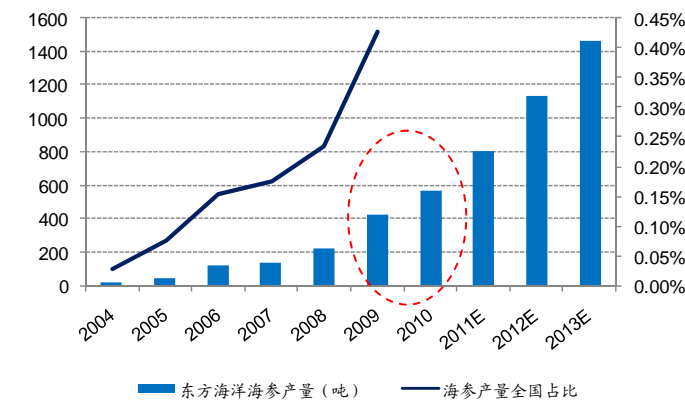
来源：公司公告、国金证券研究所

图表36：随着海参业务的逐渐扩大，公司在 2012-2014 年间有望迎来高速增长期



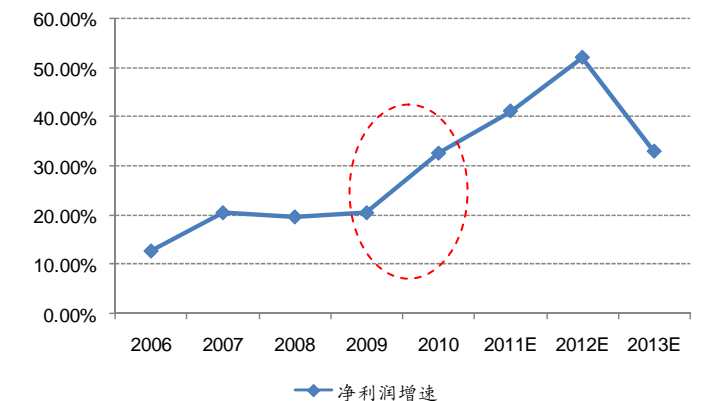
- 事实上，壹桥苗业目前的增长路径并不新奇。壹桥苗业目前的发展路径与 2 年前的东方海洋颇为相似。08 年以前，东方海洋是以来料和进料加工为主的水产品加工企业。08 年以后，公司开始战略转型并大力发展海参养殖业务。随着海参养殖面积逐渐进入收获期，公司业绩和股价在转型期间均迎来了向上的拐点。同样作为占有丰富养殖海域资源的海参养殖企业，我们认为壹桥苗业未来将会复制东方海洋转型期的增长路径，从而迎来业绩向上的大拐点。

图表37：东方海洋历年海参产量和市场份额逐年提升



来源：公司公告、国金证券研究所

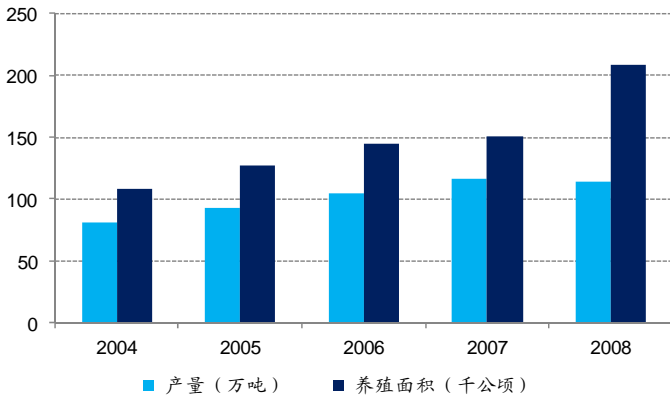
图表38：东方海洋业绩增长趋势



公司贝苗业务未来将以平稳为主

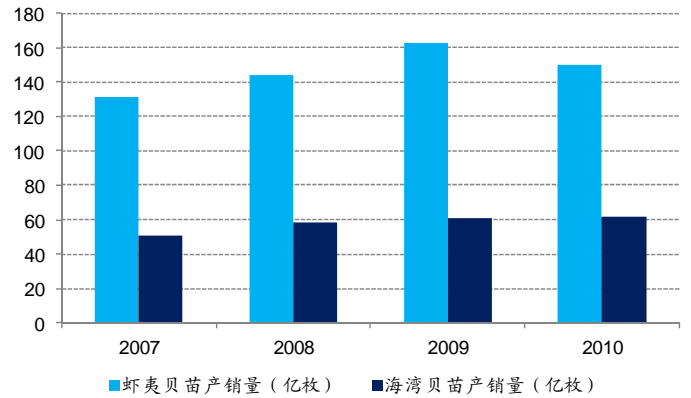
- 公司的苗种业务主要为贝苗（虾夷贝苗、海湾贝苗和栉孔扇贝）和海参苗。由于公司未来将往下游大力发展海参养殖业务，随着养殖海域的不断扩大，公司的海参苗将主要转为自用。未来苗种业务将主要集中于虾夷贝苗、海湾贝苗和栉孔扇贝。
- 公司虾夷贝苗 07-10 年的产销量分别为 131.13 亿枚、144.15 亿枚、163.01 亿枚和 150 亿枚，而海湾贝苗的产销量则分别为 50.74 亿枚、58.24 亿枚、60.88 亿枚和 61.37 亿枚。总体而言，公司的贝苗业务过去几年趋于平稳，并在同行业中均处领先地位。
- 公司繁育的各类海珍品苗在生产设施方面具有通用性，在繁育水体规模有限的情况下，公司可以根据市场整体需求状况及公司发展战略的需要，适时调整不同时期繁育的品种结构。因此，在公司海参养殖海域大幅扩张，自养海参苗种区域紧张的情况下，我们判断公司未来的育苗室将可能往海参苗倾斜。预计公司贝苗业务未来几年将以平稳为主，鉴于海参业务的高盈利，不排除公司会略微缩减以满足海参苗种需求的可能性。

图表39：我国扇贝历年养殖面积和产量



来源：公司公告、国金证券研究所

图表40：公司虾夷贝苗和海湾贝苗产销量



图表41：壹桥苗业虾夷扇贝苗业务市场份额位居行业第一

行业排名	公司名称	产量	市场占有率
1	壹桥苗业	163亿枚	18.11%
2	大连耶什水产有限公司	32亿枚	3.56%
3	大连沙山水产繁殖有限公司	26亿枚	2.89%
4	大连兴实水产有限公司	22亿枚	2.44%
5	獐子岛	20亿枚	2.22%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表42：壹桥苗业海湾扇贝苗业务市场份额位居行业第一

行业排名	公司名称	产量	市场占有率
1	大连壹桥	61亿枚	8.71%
2	大连耶什水产有限公司	15亿枚	2.14%
3	大连沙山水产繁殖有限公司	14亿枚	2.00%
4	大连金尊水产公司	10亿枚	1.43%
5	大连碧海水产有限公司	9亿枚	1.29%

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	134	153	196	180	308	445
增长率		14.6%	27.7%	-7.9%	70.7%	44.6%
主营业务成本	-73	-85	-100	-72	-107	-148
%销售收入	54.8%	55.4%	51.0%	39.8%	34.6%	33.1%
毛利	60	68	96	108	201	298
%销售收入	45.2%	44.6%	49.0%	60.2%	65.4%	66.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-1	0	-1	-2	-2	-3
%销售收入	0.5%	0.2%	0.7%	1.0%	0.7%	0.7%
管理费用	-12	-18	-43	-40	-53	-75
%销售收入	9.0%	11.9%	22.1%	22.2%	17.2%	16.9%
息税前利润 (EBIT)	48	50	51	67	146	219
%销售收入	35.8%	32.4%	26.2%	37.0%	47.4%	49.3%
财务费用	-3	-3	-3	0	-9	-19
%销售收入	2.0%	2.0%	1.4%	0.1%	2.8%	4.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	45	47	48	66	137	201
营业利润率	33.8%	30.6%	24.7%	36.9%	44.6%	45.1%
营业外收支	-1	2	21	21	2	2
税前利润	44	49	69	88	139	203
利润率	33.2%	32.3%	35.3%	48.6%	45.2%	45.5%
所得税	-6	-6	-9	-11	-18	-26
所得税率	12.6%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
净利润	39	43	60	76	122	177
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	39	43	60	76	122	177
净利率	29.0%	28.2%	30.8%	42.4%	39.5%	39.7%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	39	43	60	76	122	177
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	11	14	19	39	68	99
非经营收益	3	3	3	-19	10	21
营运资金变动	-32	4	16	23	-4	-4
经营活动现金净流	20	64	98	120	195	293
资本开支	-41	-76	-342	-436	-432	-458
投资	0	0	-2	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-41	-76	-344	-437	-432	-458
股权募资	0	0	471	67	0	0
债权募资	13	48	-43	241	349	189
其他	-2	-4	-8	-3	-12	-23
筹资活动现金净流	11	44	420	304	337	165
现金净流量	-10	33	175	-13	100	0

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	5	38	213	200	300	300
应收款项	5	1	5	6	10	15
存货	12	12	79	12	18	24
其他流动资产	16	7	22	16	23	32
流动资产	38	58	319	234	351	370
%总资产	17.5%	20.2%	37.5%	19.8%	21.0%	18.1%
长期投资	0	0	2	3	2	2
固定资产	146	190	444	855	1,217	1,573
%总资产	68.3%	67.0%	52.2%	72.1%	72.9%	76.8%
无形资产	30	36	86	91	96	101
非流动资产	177	227	532	951	1,317	1,678
%总资产	82.5%	79.8%	62.5%	80.2%	79.0%	81.9%
资产总计	214	284	850	1,185	1,668	2,049
短期借款	45	43	0	254	603	791
应付款项	24	2	71	23	33	46
其他流动负债	3	3	5	4	6	8
流动负债	72	48	76	281	642	845
长期贷款	0	50	50	50	50	51
其他长期负债	4	4	14	0	0	0
负债	76	102	140	331	692	896
普通股股东权益	139	182	711	854	976	1,153
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	214	284	850	1,185	1,668	2,049

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.776	0.863	0.899	0.570	0.907	1.320
每股净资产	2.773	3.636	10.608	6.375	7.282	8.601
每股经营现金净流	0.401	1.283	1.467	0.894	1.454	2.184
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	27.99%	23.73%	8.47%	8.95%	12.46%	15.34%
总资产收益率	18.11%	15.17%	7.08%	6.45%	7.29%	8.63%
投入资本收益率	22.77%	15.79%	5.88%	5.02%	7.82%	9.60%
增长率						
主营业务收入增长率	19.62%	14.65%	27.69%	-7.85%	70.74%	44.62%
EBIT增长率	34.60%	3.89%	3.11%	30.04%	118.96%	50.23%
净利润增长率	23.13%	11.12%	39.57%	26.97%	59.01%	45.52%
总资产增长率	24.73%	32.63%	199.12%	39.35%	40.76%	22.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	9.7	7.0	1.0	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	63.3	50.0	166.1	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	80.8	21.4	128.8	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	399.7	361.6	537.1	1,323.7	1,204.6	1,125.2
偿债能力						
净负债/股东权益	28.60%	30.14%	-22.91%	12.21%	36.20%	47.01%
EBIT利息保障倍数	17.8	16.6	19.2	402.1	16.8	11.8
资产负债率	35.31%	36.05%	16.42%	27.91%	41.50%	43.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	2	3	3	4
买入	0	0	6	7	18
持有	0	0	1	1	5
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.62	1.71	1.88

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些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，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B