

鱼香酒美前景好 营销开拓渐显效

——大湖股份（600257）调研快报

2012 年 2 月 14 日

推荐/首次

大湖股份

调研快报

王昕

农林牧渔行业分析师

执业证书编号：S1480511090001

010-66554015 wangxin@dxzq.net.cn wangxin200810@hotmail.com

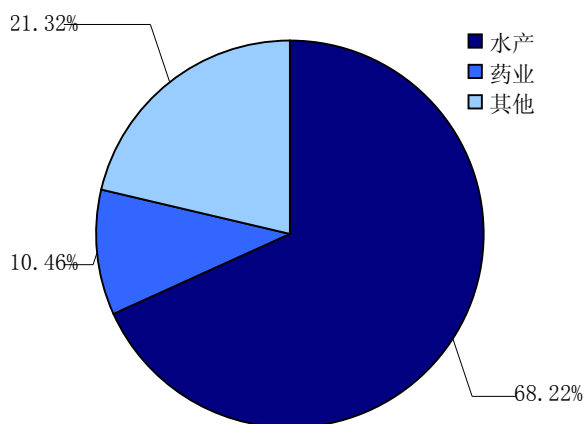
事件：

我们近日调研了大湖股份，就行业和公司经营情况与相关领导进行了交流。

1. 主业逐步聚焦 未来将以淡水产品为主、白酒为辅

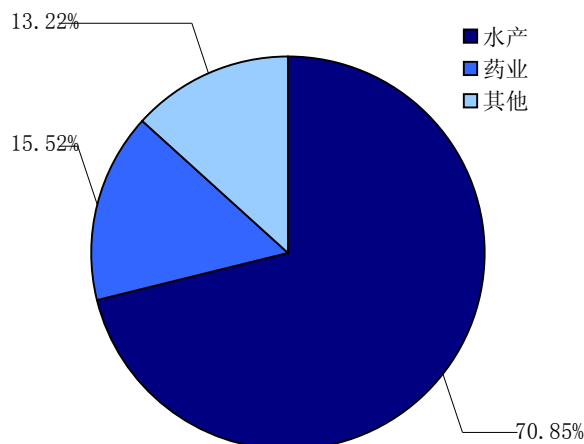
公司原有业务是水产品、药业和白酒，本着坚持水产主业、逐步剥离非主营业务的发展战略，公司去年底将所持湖南德海制药有限公司 100%股权转让，未来公司产业格局将是以淡水产品为主，白酒为辅。2010 年公司水产品、药业和白酒收入占总体比例为 71%、16%和 13%，毛利占比为 68%、11%和 21%，我们预计未来主业格局完善后，公司水产品和白酒的毛利占比约为七三比例。

图 1：2010 年公司水产、药业和其他（白酒）收入占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：2010 年公司水产、药业和其他（白酒）毛利占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 淡水产品产销高增速 天然淡水品增长空间更大

我国是世界上最大的水产养殖生产国，特别是淡水产品养殖量占全世界总量的 80%以上，淡水产品分鱼类、虾蟹和贝类，我国淡水产品以鱼类为主。1978 年我国淡水产品产量和鱼类淡水产品产量分别为 105.87 万吨和 99.7 万吨，2010 年则为 2575.47 万吨和 2225.64 万吨，是 1978 年的 24.33 倍和 22.32 倍。1978 年我国天然淡水产品和人工淡水产品产量分别为 29.64 万吨和 76.23 万吨，2010 年则为 228.94 万吨和 2346.5 万吨，是 78 年的 7.72 倍和 30.78 倍。近年随着居民家庭可支配收入的提升，淡水水产品消费量增速正在加快，虽然现在人工养殖产品增速高于天然淡水产品，但随着消费者对食品安全的逐渐重视，消费理念和消费品种的优化，我们认为未来天然淡水产品需求将逐步提高，公司作为全国最大的淡水鱼企业将充分受益。

3. 水域面积辽阔 水产品产量和单价均有提升潜力

公司目前水域面积约 170 万亩左右，占我国已养殖湖泊和水库面积的 4.9%，位列国内第一。公司水域主要分布在湖南、安徽和新疆，包括西湖渔场（6 万亩）、珊泊湖渔场（2.55 万亩）、皂市湖渔场（6.75 万亩）、王家湖渔场（3.6 万亩）、青山湖（1.5 万亩）、北民湖（3 万亩）、安乐湖（2.1 万亩）、东湖（5.25 万亩）、安徽黄湖（17.8 万亩）和新疆乌伦古湖（123 万亩）。公司近年收购水域进度较快，而大湖鱼生长周期需 2-3 年，因此近两年所收购水域预计将在今明两年陆续释放产能（黄湖已收购 6 年，但从 10 年起才逐步放量，现在是公司产量排名第一的渔场；皂市湖是 08 年收购，预计 12-13 年放量；新疆大湖虽成立两年但北方冰冻期 4 个月，实际投产时间 1 年左右，预计未来 2-3 年水域面积达 123 万亩的乌伦古湖将成为公司主力）。

在养殖销售过程上，公司提供父母代亲本经产卵育成鱼苗，再将鱼苗提供给农户，农户在精养池中养殖 1 年左右，此时公司再回购并投放大湖中自然生长，期间不投放饲料，实行“人放天养”，公司鱼种以鳊鱼为主占比 70% 左右。公司大湖鱼捕捞后在岸边直接卖给批发商，价格比池塘饲养贵 10%-15% 左右，但这远未体现出公司鱼类天然生长的价值，我们认为随着公司对大湖鱼的宣传营销和“千店工程”的推广，大湖鱼天然健康高品质特性将在价格上有所体现，同时公司直接对接酒店餐饮也将进一步提高大湖鱼知名度和价位。

表 1：公司主要渔场介绍

主要渔场	面积（万亩）	渔场简介
西湖渔场	6	位于湘北重镇津市以南 20 公里处，是湖南省第二大坑内湖泊，也是湖南省仅存的自然生态保持完好的最大草型湖泊。环湖山清水秀，交通便捷，湖中水草繁茂，沟汊众多，生物资源丰富，渔业条件优越，素有“黄金水面”之美誉，是发展名特优新水产品 and 绿色水产品养殖的理想湖泊。所产洞庭大闸蟹、鲢鱼、长吻鮠、红鲂、大口鲶、鳊鱼等水产品均为市场上的抢手货。
珊泊湖渔场	2.55	位于湖南安乡县境内，是一个半封闭型调蓄湖泊。风景秀丽，生物资源丰富，渔业条件优越，宜养宜捕，为我国人工养殖高产天然湖泊之一。以珊泊湖为养殖水面的安乡珊泊湖生态养殖场，既是洞庭湖区大型渔场和最大的水产品集散地，也是湖南省最大的淡水珍珠养殖基地之一。
皂市湖渔场	6.75	位于湖南省西北部的石门皂市湖，集雨面积达 3000 平方公里，水资源丰富，水质清新，天然有机质富集，周围无污染。库区交通便捷，发展渔业条件得天独厚。
王家湖	3.6	位于澧县西北部，地处澧阳平原，距澧县县城 40 公里。湖水水质清澈，为中等营养型湖泊，水中水生动植物资源丰富，龟、鳖、虾、螺、蚌较多，是天然绿色水产品的理想养殖场所。掩映在青山绿水间的澧县王家湖，集雨面积达 450 平方公里，天然有机质富集，平均水深达 15 米，水底温度常年保持在 20℃ 左右，为冷水性鱼类开发不可多得的水面资源。
青山湖	1.5	位于西洞庭湖南岸，处于西洞庭湖国际湿地保护区范围内。该湖湖汊交错、滩涂众多，野生动植物资源十分丰富，为鱼类索饵育肥的天然理想场所。鱼类资源分布广泛，其中中华鲟、白鲟、鲢鱼、银鱼和胭脂鱼属国家珍稀物种。
北民湖	3	位于湖南澧县东北部，是一个半封闭式的天然养殖湖泊。北民湖属富营养型湖泊，水质良好，湖阔水浅阳光充足，太阳能利用率高，有机质矿化程度高、速度快，增养殖条件优越，人工投饵施肥条件优越。所产鳊、鲢、鲤、鲫、鳊鱼肉质鲜美，远销内蒙古、黑龙江、辽宁、吉林、贵州、湖北等省，其中以“澧州北王”为注册商标的鳊鱼已充分占领东北市场。
安乐湖	2.1	位于湖南省汉寿蒋家嘴镇境内，地处西洞庭湖西南。安乐湖湖水较深，常年水体平均深度在 4.5 米，湖泊水质清爽，湖泊底质肥沃，属草型湖泊，广布鱼类喜食的苦草与轮叶黑藻，底栖动物含量丰富，为鱼类提供了丰富的天然饵料。根据安乐湖独特的湖泊资源条件，公司重点发展方

向名贵鱼类大水面增养殖和网箱养殖名贵鱼；湖汊吊蚌育珠。

乌伦古湖	123	乌伦古湖是我国十大内陆淡水湖泊之一，是我国重要的淡水鱼类种质资源库。新公司对乌伦古湖渔业开发经营年限暂定为 30 年，即从 2010 年 1 月 1 日至 2039 年 12 月 31 日，根据新公司三年后的实际经营运作情况，合作双方再商定新公司经营年度是否增至 50 年。
安徽黄湖	17.8	位于安徽省宿松县东南角，属华阳河水系下游湖泊，底部平坦，淤泥较厚，底栖动物的生物量高，为过水型湖泊。黄湖鲤、鲫鱼较为出色，青虾更为著名。
湖南东湖	5.25	位于湖南省华容县境内，地处长江中游，属洞庭湖水系，为长江中游的一个中型浅水湖泊，湖泊面积 3500 公顷。东湖是一个草型湖泊，水质清澈，溶氧丰富，透明度高

资料来源：东兴证券

4. 新疆乌伦古湖将是公司未来几年新增长点

公司与新疆福海县人民政府于 09 年 9 月 3 日签署《福海县布伦托海（乌伦古湖、大海子）湖区经济资源开发合同书》，收购乌伦古湖（自库尔尕河节制闸开始的下游天然水域直至“引额济海工程”渠道节制闸以下水域范围）总面积约 123 万亩水域、滩涂 30 年养殖使用权，总价值 2.54 亿元。新疆福海县人民政府占注册资本的 20%，公司占 80%，预计投资项目建成后正常年销售收入 1.27 亿元，年利润 3372 万元。11 年 10 月 24 日，公司通过《同意签署新疆阿尔泰冰川鱼全产业链建设项目投资意向协议》的议案，计划 3-5 年内投资不超过 2.4 亿元，在福海县区域内建设阿尔泰冰川鱼种苗繁育、加工、品牌营销及水产品冷链物流、综合配套等全产业链建设项目。

乌伦古湖又称布伦托海、大海子、福海，是我国十大内陆淡水湖泊之一，盛产龙斑（乔尔泰）、五眉、冰川小阿刁、梭鲈、大花鲢、东方欧鳊、额河银鲫、鲤鱼、小白条等 20 余种冷水野鱼，是我国重要的淡水鱼类种质资源库，以天然、有机、野生、稀有、风味独特而闻名遐迩。乌伦古湖以前以新疆当地渔民捕捞为主，产量较低约 1-2000 吨/年，但优异品质在当地有口皆碑。公司投资后将首先以提高产量为主（因为水域面积广大，仅提高捕捞单产就能带来很大效益），过去两年公司已累计向乌伦古湖投放鱼苗 3000 多万尾，按照 2-3 年生长期计算则今年将有部分产出，明后年产量将有明显放大。在产品加工方面，公司拟在福海建设阿尔泰冰川鱼种苗繁育、加工、品牌营销及水产品冷链物流、综合配套等项目，此项目完善了全产业链中的繁育和加工环节，有利于公司食品安全和打造淡水产品品牌。在销售方面，公司计划 30%疆内销售，70%运送省外且以大城市为主，运输方式可借助先进运输车 and 飞机等。

图 3：乌伦古湖风貌



图 4：乌伦古湖捕获的野生雄鱼



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 5：乌伦古湖冷水鱼—龙斑



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 6：乌伦古湖冷水鱼—冰川小阿叻



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 7：乌伦古湖冷水鱼—五眉



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

5. “千店工程”与冷水鱼开发促进大湖鱼品牌价值不断提升

公司自 10 年开始实施品牌战略，主要是启动“千店工程”和新疆冷水鱼计划，通过“大湖”、“大湖鱼”、“阿尔泰冰川鱼”的推广来提升大湖鱼的品牌价值。2010 年 9 月公司启动“千店工程”，向湘鄂情、万龙洲、新长福等几十家餐饮知名店授予指定经销商或特约经销商牌匾，进行定点销售，目前“千店工程”只占公司销售量的 5% 左右，且以本地长沙市场为主，长沙现有 100 家店，预计推广至 150 家左右，今年北京市场也是公司主要攻破点，计划推广 200 家左右。随着乌伦古湖开发力度加大及产能释放，对应的渠道营销也将渐入佳境，针对乌伦古湖项目，公司计划用高品位新疆冷水鱼占领水产品高端市场，抓好“五条鱼”即龙斑、五眉、金梭、鳊鱼、青鲫的品牌营销，树立“大湖鱼”在淡水产品行业的品牌地位。

6. 中高端白酒推广力度将加强 团购销售模式成为主力

白酒是公司产业整合后两大主业之一，以常德本地德山酒业为依托，主要子品牌有定位高端的御品德山、中端的金德山和滴水洞、中低端的德山大曲。公司御品德山有 5 个产品、金德山和滴水洞共 6 个产品、低端的德山大曲有 16 个产品，总体来看公司低端白酒过多，中端白酒产品不足，预计未来公司将增加中端产品品种。公司高端酒御品德山销量占总体比例约 10% 左右，收入占白酒总收入 30% 以上，高端产品是公司白酒主要利润来源，未来营销力度将进一步加强。在销售方面，公司将大力推行团购制，这种模式成本低且市场进入较快，将是公司未来几年主要推广方式。

结论：

公司近年通过剥离整合逐步确立了以淡水产品为主、白酒为辅的业务结构，其中淡水产品主打天然大湖鱼、白酒主要依靠常德本地德山酒业发展。近年我国淡水产品销量增长迅速，2010 年总消费量 2575.47 万吨，是 1978 年的 24.33 倍、2000 年的 1.71 倍，未来随着消费者对食品安全的重视和生活品质的提高，淡水产品特别是天然淡水鱼需求将快速提升，公司作为全国最大的淡水鱼企业将充分受益下游旺盛需求。公司近年水域收购较多，按照大湖鱼 2-3 年生长期计算，今明两年包括乌伦古湖在内，公司将有多个月水域进入产量释放期。公司自 10 年大力拓展品牌战略，目前“千店工程”主要在长沙预计今年还将新增 50 家店，北京作为今年重点开拓区域预计将新增 200 家店；今年新疆冷水鱼部分量产后公司将 70% 左右销往省外大城市，定位高端市场。公司白酒未来将增加中端品种，加强中高端营销力度，通过团购模式降低推广成本、增加市场进入速度，预计近两年公司白酒还将保持较高增速。我们预计 2011 年公司净利润为 1492 万元，同比下降 80%

（公司已于 2012 年 1 月 31 日公告业绩下降 80%，主要是非经常性损益 810 万元较 10 年 6643 万元大幅减少、11 年财务费用较 10 年增加 600 万元），预计 2012-2013 年净利润分别为 2765 万元和 4801 万元，同比增长 85.27%和 73.67%，2011-2013 年 EPS 为 0.04 元、0.07 元和 0.11 元，对应 PE 为 195 倍、105 倍和 60 倍。2011 年是公司整合转变之年，主营业务比较平稳，营销渠道开拓费用大幅增加，再加上非经常性损益同比大幅减少，故全年净利润下滑较多。2012 年公司重整上阵，鉴于水域捕捞亩产增加、千店工程和水产加工品渠道开拓见效，我们预计明年公司将迎来淡水产品放量、白酒稳步增长的良好局面，首次给予“推荐”评级。

表 2：公司盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	447.81	501.65	639.63	827.67
(+/-)	8.32%	12.02%	27.50%	29.40%
经营利润（百万元）	4.98	8.15	21.07	41.78
(+/-)	-73.38%	63.40%	158.73%	98.27%
净利润（百万元）	73.22	14.92	27.65	48.01
(+/-)	274.5%	-79.62%	85.27%	73.67%
每股收益（元）	0.17	0.04	0.07	0.11

资料来源：东兴证券

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

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。

东兴证券

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。