

下半年业绩承压 爆发增长在后 增持维持

投资要点:

沙山湾海域实现规模效益在 2015 年前后

报告摘要:

- 沙山湾海域实现规模效益在 2015 年前后。** 10Q4 用超募资金 1.15 亿元改造 4 万亩海域中 5 千亩, 2011H1 完成改造并部分投苗, 下半年将继续投苗。11 年开始改造另外 1 万亩, 预计开发周期 12 个月, 12 年中期完工, 下半年开始投苗。考虑到公司在沙山湾另外 5746 亩(上市前打连岛 4460 亩+1286 亩 11 年收购, 未考虑鲍鱼岛 1975 亩待搬迁围堰) 成熟海域, 我们预期 2015 年前后能完成 1.5 万亩的轮捕。
- 沙山湾海域的亩产可能为市场带来惊喜。** 根据公司披露的信息, 推断 4 万亩海域的亩产有望达到 250-300 公斤, 而目前其他上市公司的亩产均在 100 公斤左右, 这也是市场对公司能否养殖成功乃至亩产能否达到多存疑虑的原因。我们提示关注以下因素: 沙山海域处渤海内海, 盐度较高; 公司造礁在 2 米以上; 公司苗种具优势且投了很多大苗。我们按 250 公斤亩产测算, 4 万亩海域达产年均贡献净利润 5-6 亿元。
- 贝苗 H1 毛利率大幅提升, 但未来增长空间仍待观察。** H1 贝苗收入同比增长 5%, 而 H2 仅在 Q3 有栉孔贝苗收入, 贝苗增长有限。通过成本挖潜, 11H1 的贝苗毛利率提升了近 9 个百分点。公司虾夷扇贝苗市场占有率约 18%, 公司水体扩大 (11.7 万, 11 年收购的 1.2 万水体年内不投入使用) 带来贝苗空间仍待观察。
- 海参苗自投使用利润后移。** 10H1 约 2865 万元的越冬海参苗收入, 而 11H1 全部自投而计入存货, 使利润后移。公司海参养殖利润率 10A 和 11H1 分别为 86.5% 和 87.6%, 自产自投苗是重要原因。11 年 7000 亩投苗 (5000+打连岛 2000) 海域需苗至少 35 万公斤, 而我们测算公司年内海参苗产量 28 万公斤。H2 继续自投苗影响当期利润。
- 评级。** 海参苗收入低于预期, 下调 11 年盈利, 同时引进 13 年盈利预测 2.24 亿元, 对应 11-13 年 EPS 分别为 0.45/1.11/1.67 元。虽然公司半年面临业绩压力, 但我们提示公司长期投资机会, 维持增持。风险提示: 渤海湾可能遭受的漏油及化工等重工业污染。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	15,320	19,561	21,101	35,906	51,732
净利润 (万元)	4,313	6,020	6,004	14,929	22,408
总股本 (万股)	5,000	6,700	13,400	13,400	13,400
每股收益 (元)	0.86	1.05	0.45	1.11	1.67

农林牧渔业

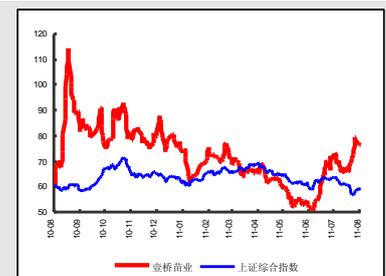
分析师:

胡建军 (S1180210010226)

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (亿股)	1.34
总市值 (亿元)	42
流通市值 (亿元)	42
公司实际控制人	自然人

相关研究

公司研究*壹桥苗业: 沙山海域值得期待

行业策略*养殖业景气高涨 战略关注种业 2011.6

行业研究*养殖业景气有望持续到 2012 年初 2011.3

公司研究*亚盛集团: 聚集农业 资源领先 2011.9

公司研究*雏鹰农牧: 模式优势尽显 上调 11 年盈利预测 2011.6

公司研究*天宝股份: 水产毛利高 冰淇淋贡献升 2011.7

目录

一、育苗水体 12.9 万立方米	4
(一) 目前水体的构成	4
(二) IPO 募投项目 6 万水体基本建成	5
(三) 中国海水人工养殖及贝类产量增长	5
二、虾夷贝苗：国内龙头	6
(一) 虾夷贝苗目前是公司最重要的利润来源	6
(二) 虾夷贝苗生产现状分析及未来预测	7
1、水体不会大幅增加	7
2、单产维持在 50 万枚左右	7
3、虾夷贝苗产量 09 年可能是阶段性高点	7
4、单价 2011 年同比涨幅 18%	7
5、销售收入及毛利率	8
三、海湾贝苗及栉孔贝苗	8
(一) 海湾贝苗收入稳定	8
(二) 栉孔贝苗 Q3 贡献收入	8
四、海参苗最具看点	9
(一) 单产及水体	9
1、海参苗育苗水体会大幅增加	9
2、海参苗单产目标 3.5 公斤	10
(二) 海参苗自投影响当期利润	10
五、围堰海参面临爆发性增长	11
(一) 围堰海参面积超过 4.5 万亩	11
(二) 关于 4 万亩海域几个问题的讨论	12
1、单产可能为市场带来惊喜	12
2、毛利率 85% 左右	12
3、2 年轮捕	12
4、改造费用	13
5、围堰及造礁固定资产折旧	13
(三) 各业务模块盈利预测	14
(四) 市场及产品价格	16
1、11 年 9 月 16 日海参价格同比上涨 6.7%	16
2、11 年 9 月 10 日淡水鱼价格同比涨幅超过 10%	16
3、扇贝价格稳定 鲍鱼价格猛涨	16
4、2009 年来农产品批发价格指数同比整体呈上涨趋势	17
5、1978 年来中国水产品市场状况	17

插图

图 1: 公司育苗及海参养殖海域新老基地分布图	4
图 2: 1978-2009 年中国海水贝类产量 (万吨)	5
图 3: 2007-2011E 公司虾夷贝苗收入及毛利占比	6
图 4: 2007-2013E 公司海参苗育苗水体 (万立方米)	10
图 5: 2007-2013E 壹桥海参苗单产 (公斤/立方米)	10
图 6: 2007-2013E 海参苗产量及外销数量	11
图 7: 2007-2013E 公司海参养殖海域 (亩)	11
图 8: 2004-2011.9.16 山东威海水产品市场海参价格走势 (大宗价, 元/公斤)	16
图 9: 2009-2011.9.10 淡水鱼草鱼及鲤鱼价格走势	16
图 10: 近三年扇贝价格走势 (元/公斤)	16
图 11: 近三年鲍鱼价格走势 (元/公斤)	16
图 12: 2009-2011.9.10 淡水鱼草鱼及鲤鱼价格走势	17

表格

表 1: 中国水产品产量增长率比较 (2009vs2000)	5
表 2: 公司虾夷贝苗市场地位 (2009 年)	6
表 3: 公司虾夷贝苗生产情况及预测表	7
表 4: 公司海湾贝苗生产情况及预测表	8
表 5: 公司海湾贝苗生产情况及预测表	9
表 6: 壹桥苗业分项业务盈利预测表	14
表 7: 中国水产品市场产量 (万吨)	17

一、育苗水体 12.9 万立方米

(一) 目前水体的构成

公司 2010 年上市前在鲍鱼岛村有育苗水体 6 万立方米。

2010 年 12 月份, 公司用自有资金及银行贷款收购大连雨田的育苗水体 1.1 万立方米, 位于瓦房店市谢屯镇沙山村。

2011 年 1 月份, 公司分别与大连沙山海珍品养殖有限公司、大连长兴岛临港工业区交流岛西海头村海兴养殖加工厂、大连沙山水产繁殖有限公司签订育苗场租赁协议, 共租赁育苗水体 4.6 万, 租赁期一年。

2011 年 6 月份, 公司收购自然人杨守军位于谢屯镇泉眼村的 1.2 万育苗水体, 及 1,286 亩海参养殖海域及其养殖物。

公司租赁的 4.6 万水体, 其育苗在瓦房店市谢屯镇, 临近公司沙山现正在开发的 4 万亩海参养殖海域。育苗、养殖水域自然条件一致性较好, 在车间内完成虾夷扇贝苗、海湾贝苗和海参苗的繁育后进行海上暂养没有过渡磨合期, 养殖成活率较高。

我们认为, 由于公司 4 万亩海域海参苗需求量大, 公司依托育苗技术在未来几年续租的可能性较大。

而公司鲍鱼岛村原有 6 万育苗水体面临动迁, 我们在计算其 2012 年后育苗水体时未将其考虑在内。

从行业看, 据统计, 目前我国海珍品苗种企业接近 5,000 家, 但大多为苗种水体在 2,000 立方米以下的小型苗种场, 其设备陈旧、技术落后、管理不规范, 亲本来源随意。从未来发展看, 公司具备一定的行业整合能力。

图 1: 公司育苗及海参养殖海域新老基地分布图



资料来源: 公司资料 宏源证券

(二) IPO 募投项目 6 万水体基本建成

公司 IPO 募投项目，位于沙山村的 6 万水体预计 2011 年底完成建设，并将在 2012 年投入使用，所以 2012 年后，即使考虑到鲍鱼岛村 6 万水体的搬迁，公司总水体仍不会减少，并且新建水体单位出苗量有望超过老水体。

在水体使用上，一般上半年进行贝苗（包括虾夷贝苗和海湾贝苗）的繁育，而下半年主要用于海参苗。

公司贝苗收入基本全部体现在上半年，从 2010 年开始，公司栉孔贝苗在 Q3 贡献收入。

(三) 中国海水人工养殖及贝类产量增长

2000-2009 年，近十年来的数据看，淡水人工养殖产量增长最快，10 年间增长了 69%，整个水产品增长 38%。

海水产品增长幅度超过 21%，但海水天然产量基本没有增长，其增长贡献基本全部来自于人工养殖（增长了 51%）。

贝类养殖在我国海水养殖中占据主导地位，贝类产量占比约 75%。

贝类产量最大的为牡蛎、蛤和扇贝，扇贝养殖省份主要集中在辽宁、山东和河北。

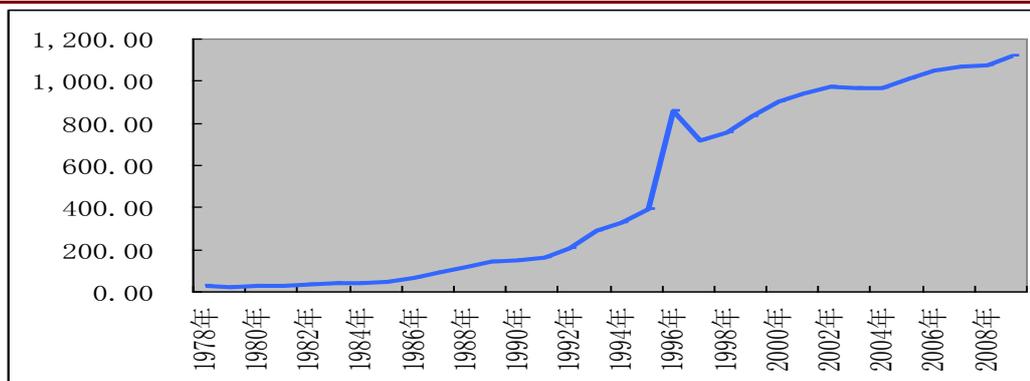
根据世界粮农组织统计，良种对养殖产品单产增加的贡献率已经达到 25%，美国等发达国家甚至达到 40%。而我国水产品良种覆盖率还很低，农业部统计数据显示，目前我国水产养殖良种覆盖率仅为 20%，与农业中畜禽养殖业 50%、水稻玉米种植业 100% 的良种覆盖率相比差距巨大。

表 1: 中国水产品产量增长率比较 (2009vs2000)

海水: 人工养殖	海水: 天然	海水产品	水产品	淡水: 人工养殖
51.43%	0.03%	21.67%	38.05%	69.34%

数据来源: 统计年鉴等 宏源证券

图 2: 1978-2009 年中国海水贝类产量 (万吨)



资料来源: Wind 宏源证券

二、虾夷贝苗：国内龙头

(一) 虾夷贝苗目前是公司最重要的利润来源

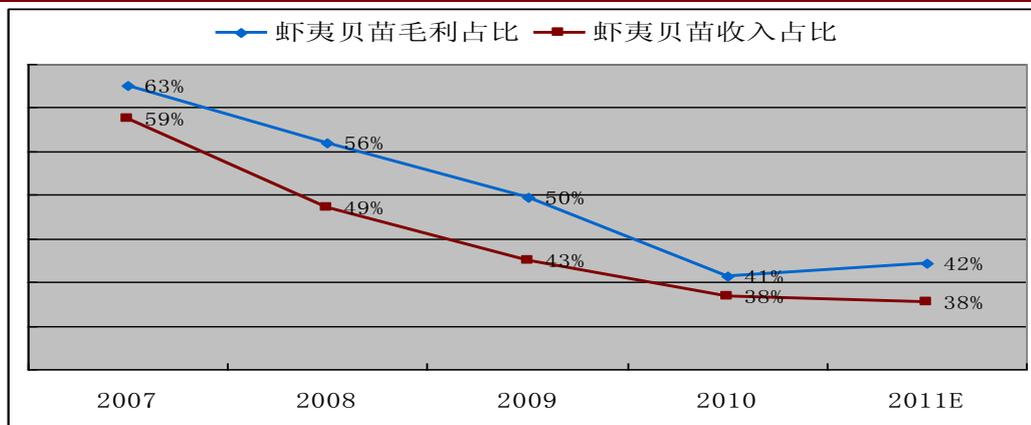
我国虾夷扇贝八十年代由日本引进，并人工繁殖育苗成功。我国虾夷扇贝年产量约30万吨，产值37亿元（2008年）。

虾夷扇贝主要养殖企业所用苗种中，自产苗种占其苗种使用量的平均占比为18.75%，且仅有獐子岛、大连长海丰益水产有限公司两家企业使用自产苗种，其余企业所使用苗种全部外购。

公司虾夷贝苗产量是当之无愧的国内龙头，09年产量达到163亿枚，国内市场占有率高达18%，远远领先于其他同业。虾夷贝苗是公司07-09年最重要的收入及利润来源，平均收入占比超过50%，平均毛利占比达到56%。

由于海参苗及围堰海参业务的快速增长，2010年，公司虾夷贝苗收入降至38%、毛利占比降至41%。我们预期2011年公司虾夷贝苗收入和毛利占比同比相对稳定。

图 3: 2007-2011E 公司虾夷贝苗收入及毛利占比



资料来源：公司资料 宏源证券

表 2: 公司虾夷贝苗市场地位（2009年）

	公司	产量（亿枚）	市场占有率
1	大连壹桥	163	18.11%
2	大连耶什水产有限公司	32	3.56%
3	大连沙山水产繁殖有限公司	26	2.89%
4	大连兴实水产有限公司	22	2.44%

5

獐子岛

20

2.22%

数据来源：公司资料 宏源证券

(二) 虾夷贝苗生产现状分析及未来预测

表 3: 公司虾夷贝苗生产情况及预测表

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水体 (万立方米)	3.55	3	2.45	2.50	2.7	3	3
单产 (万枚/立方米)	36.90	48.00	66.53	60.00	50	50	50
虾夷贝产量 (亿枚)	131	144	163	150	135	150	150
单价 (元/万枚)	50.05	45.05	40.00	50.03	59	60	60
销售收入 (万元)	6556	6486	6520	7504	7965	9000	9000
毛利率	44.18%	52.17%	52.15%	52%	59.6%	56%	56%

数据来源：公司数据 宏源证券

1、水体不会大幅增加

公司自 07 年来的 5 年中，虾夷贝苗繁育水体维持在 2.5-3.5 万立方米之间。由于公司在虾夷贝苗中的市场占有率已经很高，进一步扩大的空间有限。为了维持一个相对较好的价格，我们判断公司未来不会大幅提高育苗量

2、单产维持在 50 万枚左右

公司的单产在 07-09 年提高最快，从 07 年的 36.9 万提高到 08 年的 48 万，再进一步提高的到 09 年的 66 万枚，平均年单产提高了 32%。

2010 年，单产下降到 60 万枚，2011 年又下降到 50 万枚。

公司的虾夷贝苗单产远高于獐子岛等同业。我们预测，未来单产有望维持在 50 万枚左右。

3、虾夷贝苗产量 09 年可能是阶段性高点

09 年公司的虾夷贝苗产量达到近 5 年的最高点，产量 163 亿枚，10 年下降到 150 亿枚，而 11 年则为 135 亿枚。

4、单价 2011 年同比涨幅 18%

07-10 年，公司的虾夷贝苗单价维持在 45-50 元/万枚，而 2011 年单价达到了 59 元，

同比涨幅 18%。

5、销售收入及毛利率

国内虾夷扇贝苗的年需求量约 1500 亿枚。

2007-09 年，公司虾夷贝苗收入维持在 6500 万元左右，10 年突破 7500 万元，11 年近 8000 万元。

2011 年虾夷贝苗毛利率水平达到 59.6%。

三、海湾贝苗及栉孔贝苗

(一) 海湾贝苗收入稳定

表 4: 公司海湾贝苗生产情况及预测表

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水体 (万立方米)	1.85	1.7	2	2.00	1.80	2.00	2.00
单产 (万枚/立方米)	27.43	34.26	30.44	30.69	28.00	30.69	30.69
虾夷贝产量 (亿枚)	50.74	58.24	60.88	61.37	50.40	61.37	61.37
单价 (元/万枚)	51.27	45.00	50.00	45	55	50	50
销售收入 (万元)	2601	2621	3044	2762	2772	3069	3069
毛利率	25.14%	36.90%	39.43%	42%	55%	54%	54%

数据来源: 公司数据 宏源证券

公司海湾贝苗的市场占有率为 8.71% (09 年数据, 招股说明书), 国内第一。国内海湾贝苗的年需求量约 1000 亿枚。

公司海湾贝苗育苗的效益要显著低于虾夷贝苗。

公司海湾贝苗育苗水体在 2 万立方米左右, 而单产在 30 万枚左右。

2007-2010 年, 海湾贝苗的单价在 45-50 元。2011 年公司海湾贝苗单价涨幅超过 20%, 由 10 年的 45 元上涨到 55 元。

销售收入 2009-2011 年稳定在 2800-3000 万元, 未来收入增长空间也会相对有限。

(二) 栉孔贝苗 Q3 贡献收入

虾夷贝苗和海湾贝苗是公司最主要的品种, 合计实现的收入占贝苗收入的比重超过

80%。

栉孔贝是原产于我国的主要扇贝品种，但养殖周期长、成本高、价值低，曾是面临淘汰的品种。

公司于 2008 年试验性地培育了少量栉孔贝苗，2010 年产量达到 21.3 亿枚。该品种一般在当年的 7、8 月份销售，能些许弥补下半年没有贝苗收入的状况。

四、海参苗最具看点

（一）单产及水体

表 5：公司海湾贝苗生产情况及预测表

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水体（万立方米）	1.9	4.5	5.62	6.00	11	12	12
单产（公斤/立方米）	1.29	1.57	1.83	2.20	2.5	2.7	3
海参苗产量(万公斤)	2.46	7.07	10.26	13.22	27.5	32.4	36
外销(万公斤)	1.41	5.68	8.06	9.76	10	5	5
售价（元/公斤）	672.62	542.65	528.39	600.00	620.00	650.00	650.00
收入（万元）	951.50	3081.55	4261.00	5853.07	6200	3250	3250
毛利率	25.77%	31.88%	32.29%	33.67%	38%	38%	38%

数据来源：公司数据 宏源证券

1、海参苗育苗水体会大幅增加

公司海参苗的市场占有率为 0.78%（09 年数据，招股说明书），国内首位。

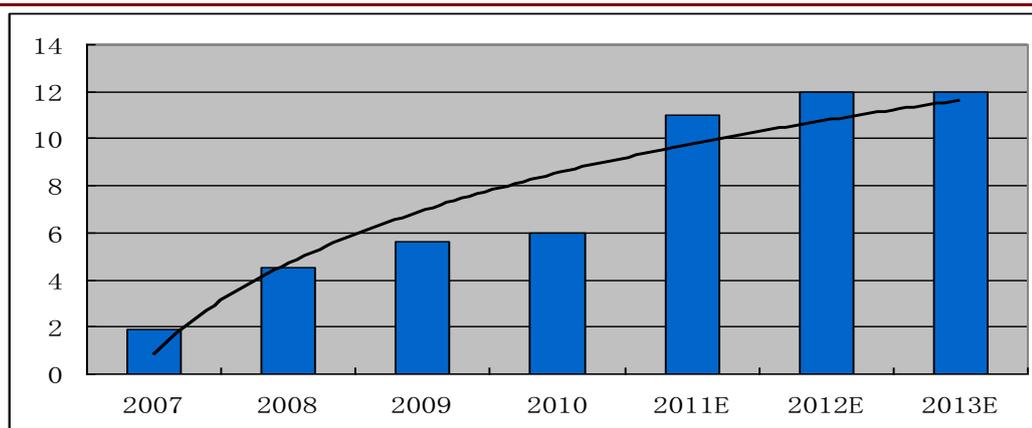
海参主要养殖企业所用苗种中，自产苗种占其苗种使用量的平均占比为 54.85%，外购苗种占其苗种使用量的平均占比为 45.15%，但剔除东方海洋、大连天伦等个别养殖企业外，其他海参养殖企业大都无海参苗繁育或繁育规模很小，其自身所需海参苗大都依靠外购解决。

近年来，市场对海参苗的需求快速增长，从公司近几年的生产情况看，海参苗育苗水体一直呈大幅增加，同贝苗水体变化不大呈显著对比。

参苗需求来自于两方面：外部需求及公司开发沙山湾 4 万亩海域形成的内部需求。公司租赁的 4.6 万水体，我们判断也主要满足公司的自身需求。

公司新增育苗水体未来将最大程度用于参苗。

图 4: 2007-2013E 公司海参苗育苗水体 (万立方米)



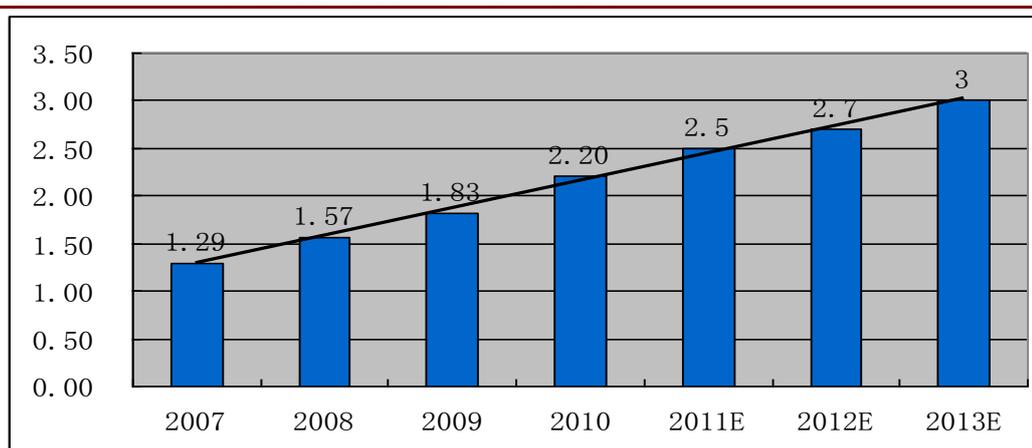
资料来源: 公司资料 宏源证券

2、海参苗单产目标 3.5 公斤

从 07 年来的数据看, 公司海参苗单位水体出苗量一直保持了每年 20% 左右的增长。从 07 年的 1.29 公斤增长至 2010 年的约 2.2 公斤。

公司的目标是未来 3-5 年内将海参苗的单产提高到 7 斤 (3.5 公斤)。我们中性预测公司 2013 年的海参苗单产达到 3 公斤。沙山湾 IPO 募投项目 6 万水体的使用提供了这种可能。

图 5: 2007-2013E 壹桥海参苗单产 (公斤/立方米)



资料来源: 公司资料 宏源证券

(二) 海参苗自投影响当期利润

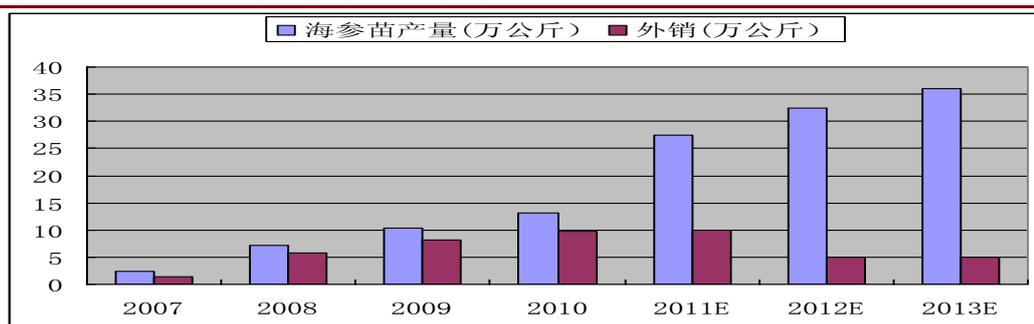
我们判断公司 2011 年用于海参苗繁育的水体将达到 11 万立方米, 海参苗产量近 28 万公斤, 较 2010 年的 13.22 万公斤增长 108%。

公司上半年将越冬海参苗全部自投，下半年海参苗也主要用于自投，这使利润后移至海参养殖板块，但对当期盈利不利。

我们判断公司全年的海参苗外销量维持在 10 万左右，同 2010 年持平。外销的主要目的是适当保持一个净利润的增长幅度，而不至于当期利润大幅下滑。

从售价看，我们对海参苗的价格仍相对乐观。在市场需求旺盛的背景下，海参苗的价格稳步上涨的问题不大。

图 6: 2007-2013E 海参苗产量及外销数量

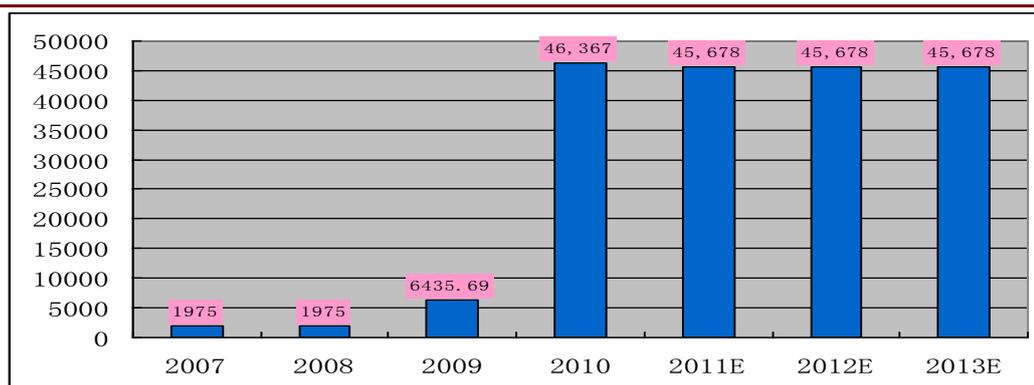


资料来源: 公司资料 宏源证券

五、围堰海参面临爆发性增长

(一) 围堰海参面积超过 4.5 万亩

图 7: 2007-2013E 公司海参养殖海域 (亩)



资料来源: 公司资料 宏源证券

公司海参养殖海域由 08 年的 1975 亩 (鲍鱼岛村)，发展到 2010 年上市前的 6435 亩 (鲍鱼岛村 1975 亩+打连岛 4460 亩)。2010 年四季度购买谢屯镇沙山湾 39,932 亩优质海域，使公司的海参养殖海域猛增到 46,367 亩，成为 A 股市场拥有海参养殖海域最多的公司。

由于鲍鱼岛村 1975 亩围堰海参面临拆迁，我们在预测未来几年的公司的海参养殖海域是未将其计算在内。

2011 年 6 月份，公司从自然人手中购买了 1286 亩海域及其养殖物。我们预测未来几年公司的海参养殖海域为 45,678 亩。

（二）关于 4 万亩海域几个问题的讨论

1、单产可能为市场带来惊喜

从公司近一年各种公告的数据分析，不难判断，公司自己对沙山湾 4 万亩海域的亩产预测高达 300 公斤。

目前底播海参亩产 100 公斤左右，围堰海参的单产高一些，但 300 公斤的亩产也是其他围堰养殖企业望尘莫及的。

市场对于公司的亩产能否达到多抱有怀疑，我们对此也持谨慎态度。但提示关注以下因素：公司建透水坝，同外海交流顺畅；沙山海域处渤海内海，盐度较高；海域平均水深 4-9 米，非常适合海参生长；公司造礁在 2 米以上；公司苗种具优势且投了很多大苗；沙山周围养殖经验。

公司投苗情况：

大苗每亩 2 万个，平均 2-3 万个/每亩。

我们中性预测，按平均投苗 2.5 万个，10%的成活率及每公斤 10 头（2 量一个，标准捕捞为每公斤 7-8 头），公司的亩产能达到 250 公斤。

2、毛利率 85%左右

公司海参养殖毛利率较高，2010 年超过 86%，用自产苗是主要原因。

海参苗自投使利润由育苗环节转移至养殖环节。

3、2 年轮捕

底播海参的养殖周期一般为 3 年或以上，围堰海参的养殖周期一般为两年，轮捕周期相对较快。

按两年轮捕及改造进展推测，我们认为公司能在 2015 年前后完成 4 万亩海域的轮捕，年收入 12 亿元（按 250 公斤亩产、240 元/每公斤），实现 10 亿元的毛利及 5-6 亿元的净利润。

4、改造费用

公司已经改造完成 5000 亩海域，改造费用约 1 亿元。随着改造向深海推进，改造成本会相应提高。

估计公司能将 4 万亩海域的平均改造成本控制在每万亩 3 亿元左右（不包括投苗费用）。

由于公司 4 万亩海域按期分步开发，实际资金压力要小一些。

5、围堰及造礁固定资产折旧

公司虽然海域使用期限仅为 10 年，但到期后续签的问题不大。围堰及造礁转固后，折旧期限可能设定为 20 年，这将节约每年折旧费用五千万元元以上。

(三) 各业务模块盈利预测

表 6: 壹桥苗业分项业务盈利预测表

虾夷扇贝苗	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水体 (万立方米)	3	2.45	2.50	2.7	3	3
单产 (万枚/立方米)	48.00	66.53	60.00	50	50	50
虾夷贝产量 (亿枚)	144	163	150.00	135.00	150.00	150.00
单价 (元/万枚)	45.05	40.00	50.03	59	60	60
销售收入 (万元)	6486.66	6520.41	7504.5	7965	9000	9000
毛利率	52.17%	52.15%	52.00%	59.60%	56.00%	56.00%
毛利 (万元)	3384.09	3400.39	3902.34	4747.14	5040	5040
海湾贝苗						
水体 (万立方米)	1.7	2	2.00	1.80	2.00	2.00
单产 (万枚/立方米)	34.26	30.44	30.69	28.00	30.69	30.69
海湾贝产量 (亿枚)	58.24	60.88	61.37	50.40	61.37	61.37
单价 (元/万枚)	45.00	50.00	45	55	50	50
销售收入 (万元)	2621	3044	2762	2772	3069	3069
毛利率	36.90%	39.43%	42%	55%	54%	54%
毛利 (万元)	967.14	1200.23	1,160	1,525	1,657	1,657
贝苗收入 (含栉孔贝, 万元)						
	9,409	9,564	11,331	12,201	13,872	13,872
毛利 (万元)	4,494	4,601	5,731	7,247	7,768	7,768
毛利率	47.76%	48.10%	50.58%	59.40%	56.00%	56.00%
海参苗						
水体 (万立方米)	4.5	5.62	6.00	11	12	12
单产 (公斤/立方米)	1.57	1.83	2.20	2.5	2.7	3
海参苗产量(万公斤)	7.07	10.26	13.22	27.5	32.4	36
外销(万公斤)	5.68	8.06	9.76	10	5	5
售价 (元/公斤)	542.65	528.39	600.00	620.00	650.00	650.00
收入 (万元)	3081.55	4261.00	5853.07	6200	3250	3250
毛利率	31.88%	32.29%	33.67%	38%	38%	38%
毛利 (万元)	982.40	1375.88	1970.73	2356.00	1235.00	1235.00
总育苗水体 (万立方米)						
	6.00	6.00	6.00	12.90	12.90	12.90
围堰海参						
海域 (亩)	1975	6435.69	46,367	45,678	45,678	45,678
收获 (亩)	417	511	750	500	4496	7000
单产 (公斤/亩)	150	150	150	200	200	230
海参产量 (万公斤)	6.25	7.66	11.25	10	89.92	161
单价 (元/公斤)	132.92	135.14	190	190	200	210
收入 (万元)	830.6	1035.64	2136.90	1900	17984	33810

毛利率	67.49%	67.78%	86.46%	87%	85%	82%
毛利	560.57	701.96	1847.56	1653.00	15286.40	27724.20
梭子蟹等其他(万元)	42	459	240	800	800	800
收入(万元)	13,363	15,320	19,561	21,101	35,906	51,732
毛利(万元)	6,045	6,837	9,579	11,256	24,290	36,727
毛利率	45.24%	44.63%	48.97%	53%	68%	71%

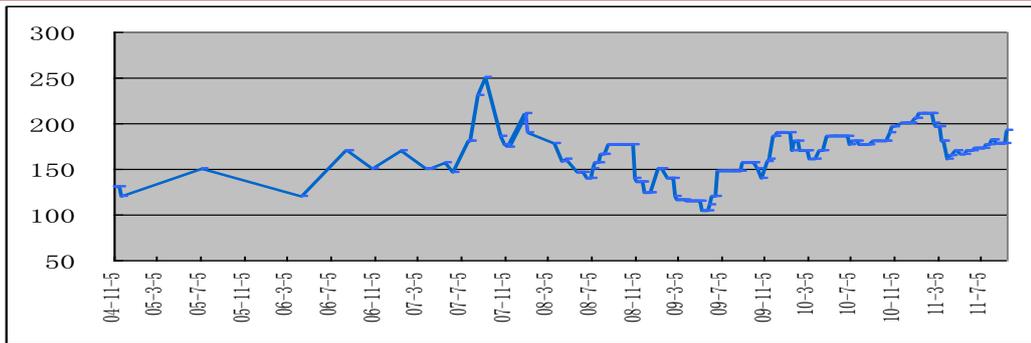
资料来源: 公司数据 宏源证券

(四) 市场及产品价格

1、11年9月16日海参价格同比上涨6.7%

从海参价格走势看，2011年9月16日，山东威海水产品批发市场的海参价格（大宗价）达到每公斤192元，同比上涨6.7%。

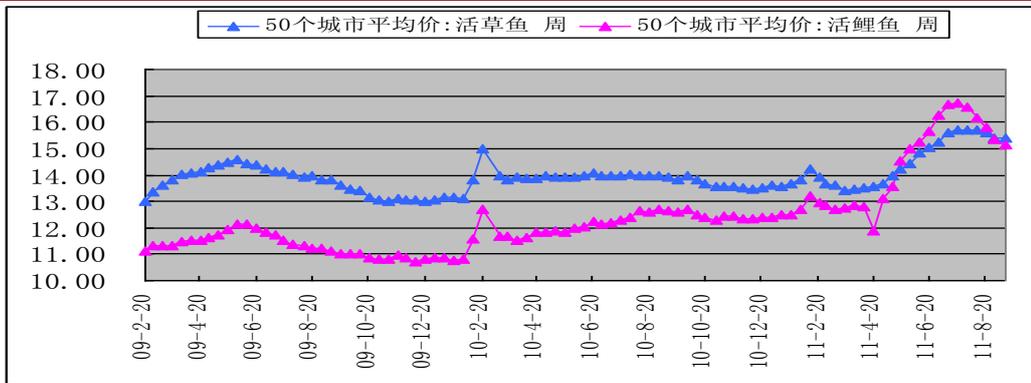
图 8：2004-2011.9.16 山东威海水产品市场海参价格走势（大宗价，元/公斤）



资料来源：WIND 宏源证券

2、11年9月10日淡水鱼价格同比涨幅超过10%

图 9：2009-2011.9.10 淡水鱼草鱼及鲤鱼价格走势



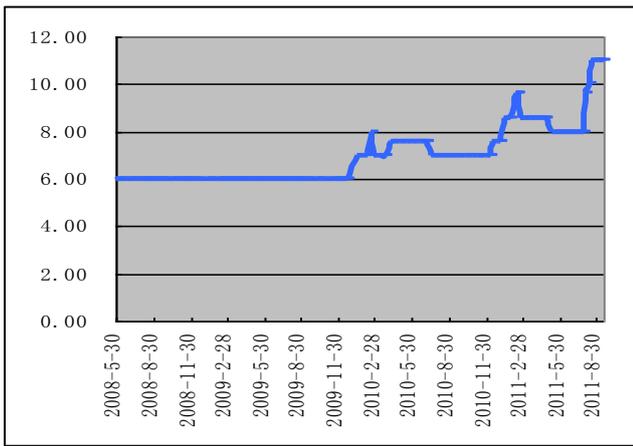
资料来源：WIND 宏源证券

3、扇贝价格稳定 鲍鱼价格猛涨

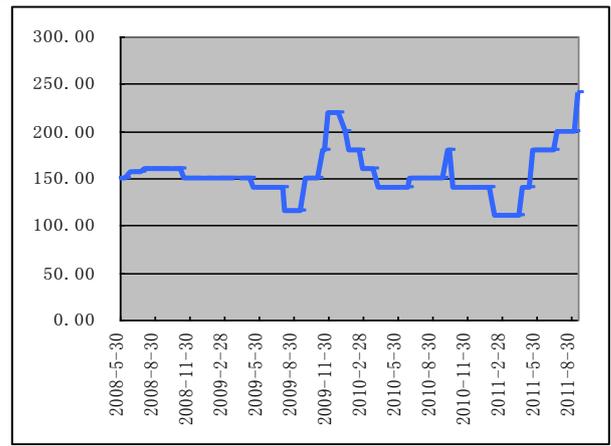
9月16日，山东威海对虾、扇贝的价格都维持之前的水平，分别为150元/公斤和11元/公斤；鲍鱼价格突然走高，猛涨20%达到240元/公斤；海参价格上涨8%达到192元/公斤。

图 10：近三年扇贝价格走势（元/公斤）

图 11：近三年鲍鱼价格走势（元/公斤）



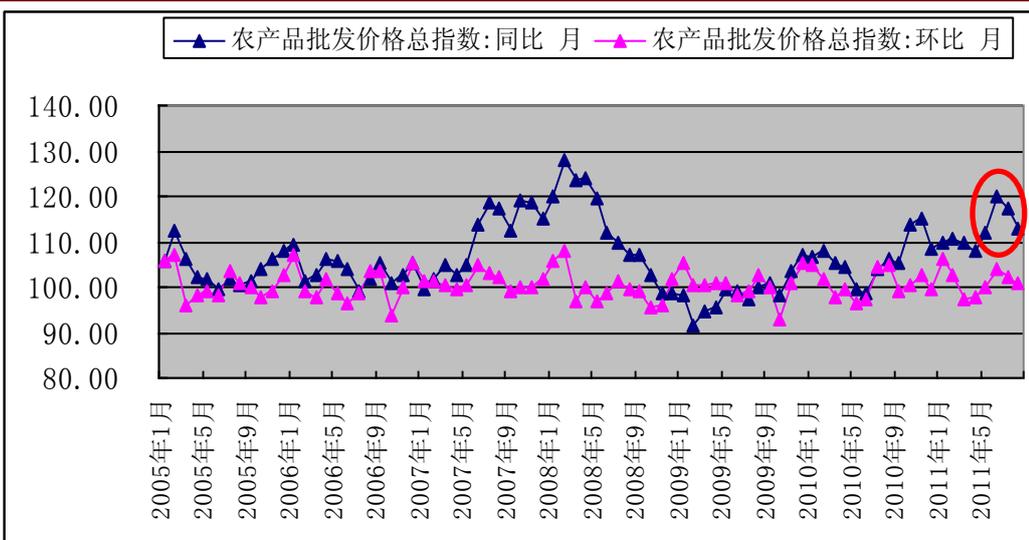
资料来源: Wind 宏源证券



资料来源: Wind 宏源证券

4、2009 年来农产品批发价格指数同比整体呈上涨趋势

图 12: 2009-2011.9.10 淡水鱼草鱼及鲤鱼价格走势



资料来源: WIND 宏源证券

5、1978 年来中国水产品市场状况

表 7: 中国水产品市场产量 (万吨)

	海水产品: 人工养殖	海水产品: 天然生产	水产品	海水产品	淡水产品: 人工养殖
1978	44.95	314.52	465.35	359.48	76.23
1979	41.59	277.29	430.47	318.88	81.33
1980	44.43	281.27	449.70	325.70	90.15
1981	45.81	277.41	460.57	323.23	101.41

1982	49.47	309.84	515.51	359.31	120.72
1983	54.51	307.23	545.81	361.74	142.82
1984	63.85	330.52	619.34	394.37	181.11
1985	71.23	348.52	705.15	419.75	237.77
1986	85.76	389.61	823.56	475.37	294.40
1987	110.08	438.08	955.35	548.16	347.24
1988	142.41	463.28	1,060.92	605.70	389.78
1989	157.56	503.65	1,151.69	661.21	417.03
1990	162.41	550.89	1,237.02	713.29	445.42
1991	190.46	609.64	1,350.78	800.10	459.19
1992	242.42	691.23	1,557.12	933.65	533.37
1993	308.70	767.34	1,823.00	1,076.04	644.11
1994	345.67	895.83	2,143.23	1,241.50	785.04
1995	412.29	1,026.84	2,517.18	1,439.13	940.76
1996	763.90	1,248.98	3,288.09	2,012.88	1,098.95
1997	691.66	1,196.44	3,118.59	1,888.10	1,067.04
1998	751.99	1,292.56	3,382.66	2,044.55	1,140.60
1999	851.89	1,293.37	3,570.15	2,145.26	1,226.94
2000	927.96	1,275.95	3,706.23	2,203.91	1,308.88
2001	989.38	1,244.12	3,795.92	2,233.50	1,376.20
2002	1,060.47	1,237.98	3,954.86	2,298.45	1,461.69
2003	1,095.86	1,236.97	4,077.02	2,332.82	1,530.92
2004	1,151.29	1,253.18	4,246.57	2,404.47	1,632.49
2005	1,210.81	1,255.08	4,419.86	2,465.89	1,733.00
2006	1,264.16	1,245.47	4,583.60	2,509.63	1,853.59
2007	1,307.34	1,243.55	4,747.52	2,550.89	1,970.99
2008	1,340.30	1,258.00	4,895.60	2,598.30	2,072.50
2009	1,405.22	1,276.33	5,116.40	2,681.56	2,216.46
2010			5366.00		

资料来源：统计年鉴等 宏源证券

分析师简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业研究员, 经济学硕士, 高级经济师。

主要研究覆盖公司: 雏鹰农牧、登海种业、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、亚盛集团、国联水产、华英农业、天宝股份。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。