



优质存货低估 交易平台催化机会

——山下湖（002173）点评报告

2012年4月12日

强烈推荐/首次

山下湖

调研快报

王昕	农林牧渔行业分析师	执业证书编号: S1480511090001
	010-6655 4015 wangxin@dxzq.net.cn	wangxin200810@hotmail.com

事件:

近期山下湖公布年报并首次详细披露了存货数据,我们因此对珍珠产业和公司价值进行了分析研究。

1 我国淡水珍珠产量占全球 95%,因养殖面积逐年下降预计短期内珍珠产量难以提高

珍珠按产出水域可分淡水珍珠和海水珍珠,淡水珍珠产量占绝对优势,2007 年全球珍珠产量约 1500 吨,其中淡水珍珠产量在 1400 吨左右。我国是世界主要淡水珍珠出产国,占全球总产量的 95%,可以说中国从源头决定着全球淡水珍珠市场。

在经历了 80 年代的初步发展和 90 年代的高速发展后,国内珍珠产量一直保持较为稳定的增长,2003、2005 和 2007 年珍珠产量分别为 1200 吨、1500 吨和 1600 吨。2008 年末金融危机的爆发使得以出口为主的中国淡水珍珠产业受到严重冲击,大量珍珠养殖户迫于资金压力将仅养殖了 2-3 年的珍珠蚌剖蚌取珠(一般珍珠养殖期大约 5 年),导致 09 年珍珠统货产量达到 1800 多吨。在产量大增、养殖微利甚至亏损之时众多中小农户放弃养殖,再加上近年出外打工工资增加、务农机会成本提高下,农户养殖珍珠的面积正在不断减少。**06-07 年我国珍珠养殖面积约 80 万亩左右,从各类新闻报道和评论以及近年珍珠产量估算,我们推断目前淡水珍珠养殖面积已下滑一半至 40 万亩左右。**

由于珍珠蚌养殖周期需 4-5 年,国内自 09 年养殖面积显著下滑后至今未有回升迹象,且 09 年末至 10 年初珍珠统货经历杀鸡取卵式的释放后,近几年珍珠产量出现明显下降。我们认为中短期内珍珠产量下降趋势难以显著改善,珍珠统货供需缺口还将持续存在,而无论从养殖面积、产量还是产品价格,我们均认为其处于近 10 年来的底部,去年珍珠价格走势平稳小增,预计今年珍珠统货价格上涨值得期待,同时随着欧美经济转好和国内市场成熟,稀少的中高档珍珠收购价到时也将迅速走高。

2 三年战略储备 造就公司优质珍珠存货在国内具有压倒性优势

在 09 年末农户恐慌性抛售珍珠之际,公司以较低的价格取得了大量珍珠统货,同时鉴于对未来珍珠产量下滑和价格上涨的预期,公司在之后三年继续收购珍珠,并积极调整存货结构,高档优质珍珠的库存比重逐步提高。根据 2011 年报珍珠存货数据,公司 8 毫米以上珍珠共计 110.73 吨左右,若保守假设全国淡水珍珠年产量 1000 吨(乐观假设 800-900 吨),按行业常规计算 8 毫米以上占比 15%左右,则全国 8 毫米以上珍珠年产量约 150 吨,公司此规格存货占全国年产量 70%左右,一旦珍珠市场回暖或行业产量继续下降,珍珠价格上涨将带动公司收入大幅增长;同时公司这部分存货成本远低于目前市场价,未来存量释放带来的利润率提升将显著高于当前水平。

根据对年报存货的测算,我们预计公司 8-9 毫米和 9-11 毫米珍珠数量占比较大,超过 8 毫米珍珠即为珠宝级,但这部分珍珠依据质地不同价格差别也很大(比如普通珍珠论斤卖,A1、A2 级别可按颗卖,以 10 毫米为例,1 公斤约 700 颗,按颗和按斤销售则收入差别巨大)。我们认为公司既然能做三年战略储备并调整

存货结构，那么 8 毫米以上存货中质地优良的比例应该不小，这部分存货未来升值空间巨大特别是易货平台渠道打通后，高价优质珍珠销售通道将更加顺畅。

除珍珠外，公司还有消耗性生物资产珍珠蚌 989 万只和珍珠统货 182.87 吨，珍珠蚌以 3-5 龄蚌居多，这也为公司今后三年珍珠供给提供了后备保障；而根据我们测算珍珠统货中 8 毫米以上大概 27 吨，再加上珍珠存货 110 吨，则公司 8 毫米以上存货可达 137 吨，未来公司优质珍珠量在全国占有绝对优势。极端假设若公司未来仅销售存货，那么按照目前数量可维持 2 年左右，而这部分毛利率远不止当前的 30% 水平，我们认为综合来看公司存货具有取得成本低、高质量珍珠数量多、溢价能力强的特点，未来升值潜力不容小觑。

表 1：2011 年公司存货分析

		数量(万只、千克)	账面金额(万元)	金额占公司存货总额比重
第一类：消耗性生物资产	1 龄蚌	64 万只		
	2 龄蚌	55 万只		
	3 龄蚌	263 万只		
	4 龄蚌	166 万只		
	5 龄蚌	374 万只		
	6 龄蚌	67 万只		
	合计	989 万只	10718.55	18.86%
第二类：珍珠统货		182874.29	9265.46	16.30%
第三类：珍珠	5 毫米以下	24445.32	230.62	0.41%
	5-8 毫米	32272.04	1435.41	2.53%
	8-9 毫米	27269.72	2137.36	3.76%
	9-11 毫米	48498.14	7356.16	12.94%
	11-13 毫米	29380.12	17844.73	31.40%
	13 毫米以上	5584.5	5075.62	8.93%
	8 毫米以上合计	110732.48	32413.87	57.03%

资料来源：公司公告 东兴证券研究所

3 易货电子交易平台打通高档珍珠销售渠道 参与度逐步提高将推高优质珍珠价格

今年 1 月公司与杭州叁点零易货交易所有限公司签署战略合作协议，3 月 23 日正式开始现货电子交易，公司淡水珍珠产品将作为首批上市品种在该现货电子交易平台上挂牌交易。根据国家《珍珠分级》标准，淡水珍珠主要按照珍珠的圆度（分为 A1、A2、A3、B1、B2、C1、C2、D 八个级别，其中 A1 为最高等级）、光泽（分为 A、B、C、D 四个级别，其中 A 为最高等级）、光洁度（分 A、B、C、D、E 五个级别，其中 A 为最高等级）进行分级。公司此次在现货电子交易平台上挂牌交易的淡水珍珠产品直径 10 毫米，分为 10mmA1AA、10mmA2AA 和 10mmA3AA 三个等级，属于珍珠最高等级。公司在正式挂牌前进行了小批量的预售，三个等级共 1.2 万颗全部售完，价格分别为 480 元/颗、280 元/颗和 144 元/颗，正式上市时 A1 指导价 600 元/颗，350 元/颗和 180 元/颗，目前价格已涨至 650 元/颗、353 元/颗和 203 元/颗。

我们认为珍珠现货电子交易平台对中国淡水珠行业和公司具有以下三方面的积极意义：1 有利于中国淡水珍珠企业真正向国家标准靠拢，切实提升珍珠产品品质，规范珍珠产品市场价值体系；2 有利于促进中国淡水

珍珠企业逐步掌握“市场话语权”，真正掌控淡水珍珠的国际市场定价权；3 有利于进一步开拓公司市场销售渠道，提高公司主营业务的核心竞争力和盈利能力。

我们假设全国珍珠产量 1000 吨，8 毫米以上占 15%，这其中 10 毫米的占 15%则为 22.5 吨，10 毫米中符合公司交易平台的珍珠占 1%大约 15.75 万颗，如果假设全国珍珠产量 1200 吨，则符合交易平台规格的 10 毫米珍珠近 19 万颗。我们估计公司经过三年战略储备，目前符合平台标准的 10 毫米珍珠远超全国年产量，未来随着交易平台在珍珠经营商中知名度和参与度提高，以及投资者参与珍珠交易热情提升，公司作为交易平台唯一珍珠提供企业将充分受益优质珍珠价格上涨，后续成长空间值得期待。

图 1：叁点零易货交易所首次挂牌发售的珠宝级珍珠实样图例

首次挂牌发售珠宝级珍珠实样图例

淡水珍珠(无核) FP10.0A1	淡水珍珠(无核) FP10.0A2	淡水珍珠(无核) FP10.0A3
形状为正圆 A1:直径差百分比≤3% 光泽为极强 A:反射光很明亮、锐利均匀，映像很清晰 光洁为无暇 A:肉眼观察表面光滑细腻，极难观察到表面有瑕疵 符合珠宝级珍珠要求标准A1AA	形状为圆 A2:3%≤直径差百分比≤8% 光泽为极强 A:反射光很明亮、锐利均匀，映像很清晰 光洁为无暇 A:肉眼观察表面光滑细腻，极难观察到表面有瑕疵 符合珠宝级珍珠要求标准A2AA	形状为近圆 A3:8%≤直径差百分比≤12% 光泽为极强 A:反射光很明亮、锐利均匀，映像很清晰 光洁为无暇 A:肉眼观察表面光滑细腻，极难观察到表面有瑕疵 符合珠宝级珍珠要求标准A3AA
符合GB/T18781标准,每颗大小为10.0mm±0.5mm。		
*白色系、红色系、紫色系为淡水珍珠标准样品的代表色系，其他颜色（O色系）在此图例中不——列出。		

资料来源：叁点零易货交易所 东兴证券研究所

表 2：淡水珍珠产品级别标准

淡水无核养殖珍珠形态级别				
形状类型及投影		质量要求（直径差百分之/%)		备注
	正圆	A1	≤ 3	---
圆形类	圆	A2	≤ 8	---
	近圆	A3	≤ 12	---
椭圆形类	短椭圆	B1	≤ 20	---
	长椭圆	B2	≤ 20	含水滴形、梨形
扁圆形类	高形	C1	≤ 20	具有对成性，有一面或两面成
	高形	C2	> 20	近似平面状

异形 D2 形成极不规则，通常表现不平坦，没有明显的对成性 可——
能是某一物体形态的相似形

淡水养殖珍珠光泽级别

光泽级别	质量要求
极强 A	反射光很明亮，锐利均匀，映像很清晰
强 B	反射光明亮，表明能看见物体形象
中 C	反射光不明亮，表现能看见物体，但影像较为模糊
弱 D	反射光全部为漫反射光，表明光泽呆滞，几乎无映像

淡水养殖珍珠光洁度级别

光洁度级别	质量要求
无暇 A	肉眼观察表现光滑细腻，极难观察到表明有瑕疵
微瑕 B	表明有非常小的瑕疵，似针点状，肉眼较难观察到
小瑕 C	肉眼观察表现光滑细腻，极难观察到表明有瑕疵
瑕疵 D	瑕疵明显，占表面积四分之一以下
重瑕 F	瑕疵很明显，严重的占据表面积四分之一以上

资料来源：叁点零易货交易所 东兴证券研究所

4 兼具低成本高质量特点的存货重估 电子交易平台将成为催化剂

公司目前存货主要有三类：珍珠、珍珠蚌和珍珠统货，我们对其进行了初步估算（1）将公司珍珠按 8-9、9-10、10-11、11-12、12-13 及 13 毫米以上分类，每个类别按最优、一般和较一般分类，保守测算预计公司目前珍珠存货价值在 14 亿元以上，而目前成本仅 3.4 亿元；（2）按照公司珍珠蚌一只产珍珠 30 克计算，现有 989 只蚌价值 4 亿元多，而当前成本仅 1 亿元，即使加上养殖期间人工和肥料，存货溢价也相当可观；（3）目前公司珍珠统货 182.87 吨，假设 8 毫米以上占比 15%，按照珍珠存货测算办法则珍珠统货价值 2 亿元左右，当前成本尚不足 1 亿。根据我们的初步测算，公司目前存货价值至少在 20 亿，而我们的测算还比较保守，截止 4 月 11 日收盘公司市值 18.27 亿元，存在明显低估。杭州叁点零交易平台目前交易还不是很活跃，但我们认为此平台作为浙江第一个交易品种具有地方特色的交易所，未来将不仅受到官方的支持，也将受到浙江广大民间资本的重视。从珍珠经营者角度讲，参与交易平台可以取得具有国检标准的优质珍珠，买卖渠道透明通畅，预计随着交易平台宣传力度加大将有更多从业者参与进来。我们认为公司存货价值巨大且远低于当前市值，挖掘空间值得期待，交易平台中经营者和投资者参与度的提高将成为公司潜力提升的催化剂。

结论：

我国是世界主要淡水珍珠出产国，占全球总产量的 95%，从源头上制约这全球珍珠市场，08 年金融危机爆发淘汰了大量养殖散户，据估算目前我国珍珠养殖面积已下降一半，且因珍珠养殖期较长约 5 年，所以短期国内珍珠养殖面积难以提高，但珍珠统货供需缺口还将持续存在。我们认为无论从养殖面积、产量还是产品价格，当前珍珠产业均处于近 10 年来的底部，从海关数据看过去两年珍珠价格平稳上升，预计今年珍珠统货价格将继续上涨，同时随着欧美经济转好和国内市场成熟，稀少的中高档珍珠收购价也将迅速走高。根据我们对公司三类存货的保守分析，我们认为当前珍珠、珍珠蚌和珍珠统货价值至少在 20 亿元以上，而公司目前市值仅 18 亿元，存在显著低估，未来随着交易平台宣传力度加大，将有更多的珍珠经营者和投资者参与，而公司作为平台唯一的优质高档珍珠提供商将充分受益。鉴于公司存货重估上升空间大而当前市值尚低于存货价值，交易平台参与者逐渐活跃后将进一步催化市场对公司存货潜力的认识，我们预计公司 2012-13

年 EPS 分别为 0.26 元和 0.47 元，对应 EPS 为 35 倍和 19 倍，六个月目标价 13 元，距当前价位尚有 50% 空间，首次给予“强烈推荐”评级。

表 3：公司盈利预测

万元	2011A	2012E	2013E
营业收入	336.88	383.63	568.77
(+/-)%	15.27%	13.87%	48.26%
经营利润 (EBIT)	37.20	62.55	112.74
(+/-)%	0.70%	68.12%	80.24%
净利润	30.04	52.77	94.13
(+/-)%	4.4%	75.69%	78.38%
每股净收益 (元)	0.15	0.26	0.47

资料来源：东兴证券研究所

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。

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。