



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

资源市场两端发力，品牌巨头雏形已现

—— 獐子岛（002069.SZ）深度报告

2018年1月9日

康敬东 农林牧渔行业分析师

刘 卓 研究助理

资源市场两端发力，品牌巨头雏形已现

2018年1月9日

本期内容提要：

- ◆ **海洋牧场资源恢复，各类产品毛利提升。**公司通过改变耕种模式使海洋生态环境得到大幅改善，主营产品虾夷扇贝亩产得到显著恢复，预计未来亩产增长也将维持较高增速。同时，在国内海珍品消费日渐回升的趋势下，公司海水养殖产品平均价格上涨，带动毛利提升。
- ◆ **费用管控成效显著，债务压力逐步缓解。**公司采取有效措施大幅降低期间费用，2016年公司三项费用同比变化以及营收占比均有明显下滑。目前负债较高的问题已经得到公司重视，公司财务费用率有望逐步降低。
- ◆ **全渠道布局不断完善，引入股东助力转型。**目前总体上国内渠道运营网络已基本完成布局。同时，公司2016年向和君系转让股份，引入咨询行业背景的股东对公司战略规划和长远发展具有积极影响。公司由“食材企业”向“食品企业”的转变已日渐成型。
- ◆ **股价催化剂。**虾夷扇贝亩产恢复较快，各类产品产出能力不断增强；海珍品价格继续攀升；各类市场渠道不断完善，新品推出种类增多；费用率进一步降低。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2017年、2018年、2019年归属母公司净利润分别为1.19亿元、1.63亿元和2.02亿元，EPS分别为0.17元、0.23元、0.28元，对应2018年1月8日收盘价8.18元，PE分别为49倍、36倍、29倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- ◆ **风险因素：**海产品价格下跌；扇贝亩产恢复不及预期；终端新品推出放缓；债务压力不减。

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,726.78	3,052.10	3,284.72	3,501.38	3,682.10
增长率 YoY %	2.43%	11.93%	7.62%	6.60%	5.16%
归属母公司净利润(百万元)	-242.94	79.59	119.34	163.39	201.98
增长率 YoY%	-79.57%	-132.76%	49.94%	36.90%	23.62%
毛利率%	11.76%	15.13%	15.70%	15.87%	16.10%
净资产收益率 ROE%	-	8.13%	10.54%	12.83%	13.87%
每股收益 EPS(元)	-0.34	0.11	0.17	0.23	0.28
市盈率 P/E(倍)	-	73	49	36	29
市净率 P/B(倍)	6.57	5.42	4.88	4.29	3.73

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2018年1月8日收盘价

证券研究报告

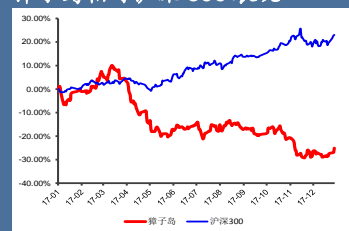
公司研究——首次覆盖

獐子岛 (002069.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

獐子岛相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2018.1.8)

收盘价(元)	8.18
52周内股价波动区间(元)	7.68-12.17
最近一月涨跌幅(%)	3.26
总股本(亿股)	7.11
流通A股比例(%)	96.54
总市值(亿元)	58.60

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 83326739

邮箱：kangjingdong@cindasc.com

刘卓 研究助理

联系电话：+86 10 83326753

邮箱：liuzhuo@cindasc.com

目 录

投资聚焦	1
主要内容	1
投资逻辑	1
獐子岛：资源基础强大的全产业链渔业企业	2
公司简介：历史悠久，资源禀赋	2
历史进程：从“海育人”到“人养海”再到“人与海生态共生”	3
股权结构：獐子岛镇人民政府控股，部分员工间接持股	4
产业布局：海洋牧场+休闲渔业+冷链物流+水产加工一体化四大板块	5
业务构成：养殖业务利润贡献最高，养殖利润主要来自扇贝和海螺	8
发展现状：加工业务占比日渐提升，养殖业务结构优化、盈利提升	11
公司前景：凭借自身优势由“食材企业”向“食品企业”转型	13
公司所处海水养殖行业分析	17
行业概念及产业链梳理	17
海水养殖行业发展历程及趋势	18
耕种模式改革带动亩产回升，养殖业务各产品盈利齐转好	24
收入篇：亩产与价格双双提升	24
成本篇：优质自育苗投放比例逐年提升	27
公司费用管控成效显著	28
市场与品牌能力稳步提升，引入股东助力转型	30
全渠道布局逐步完善，市场能力进一步提高	30
品牌逐步修复，市场影响力有望扩大	31
引入战略投资者助力公司加速转型	31
盈利预测、估值与投资评级	32
盈利预测及假设	32
估值与投资评级	34
风险因素	36

表 目 录

表 1：公司海洋牧场“3+1”耕种模式图示	24
表 2：公司虾夷扇贝经营假设	32
表 3：公司海参经营假设	33
表 4：公司海螺经营假设	33
表 5：公司其他主营业务假设	34
表 6：A 股可比上市公司估值	35
表 7：主要产品虾夷扇贝亩产和吨值对公司营收增长率的边际影响	36
表 8：主要产品虾夷扇贝亩产和吨值对公司每股价值的边际影响	36

图 目 录

图 1：公司三大资源产业基地	2
图 2：公司历史主要事件	3
图 3：公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 19 日）	4
图 4：公司一体化产业板块	5
图 5：公司六大加工基地	7
图 6：2016 年公司营业收入（万元）及占比-按业务分类	8
图 7：2016 年公司毛利（万元）及占比-按业务分类	8
图 8：2017 年上半年公司营业收入（万元）及占比-按业务分类	9
图 9：2017 年上半年公司毛利（万元）及占比-按业务分类	9
图 10：2016 年公司各业务毛利率-按业务分类	9
图 11：2017 年上半年公司各业务毛利率-按业务分类	9
图 12：2016 年公司各产品毛利（万元）及占比情况-按产品分类	10
图 13：2016 年公司各产品毛利率%	10
图 14：公司水产加工业务近期营收（万元）及同比变化情况	11
图 15：公司近期各业务营收占比及变化情况	11
图 16：公司近年来养殖业务营收（万元）及变化情况	12
图 17：公司近年来水产养殖业务毛利率变化情况	12
图 18：公司近年来养殖业务营收占比及变化情况	12
图 19：公司近年来各主要养殖品种毛利率%变化情况	12
图 20：我国海珍品养殖主要分布区域	13
图 21：我国贝类养殖主要省份贝类产量情况（单位：万吨）	13
图 22：公司三大核心竞争力	14
图 23：公司天猫旗舰店首页	16
图 24：公司与良品铺子以双品牌模式进行战略合作	16
图 25：海水养殖行业产业链	17
图 26：我国渔业细分行业构成	17
图 27：我国渔业产值历年变化情况	17
图 28：2015 年我国渔业各细分行业产值占比情况	17
图 29：我国渔业产量历年变化情况	18
图 30：2015 年我国渔业各细分行业产量占比情况	18
图 31：我国海水养殖业共经历五次浪潮	20
图 32：近年来我国海水养殖业产量、产值及养殖面积变化情况	21
图 33：我国海水养殖分类别产量及变化情况	22
图 34：2015 年我国海水养殖各类别产品产量占比情况	22
图 35：我国贝类养殖分类别产量及变化情况	22
图 36：2015 年我国贝类养殖各类别产品产量占比情况	22
图 37：我国水产品人均占有量增长快于粮食平均占有量	23
图 38：我国水产品人均占有量增长快于粮食平均占有量	23
图 39：公司近年海螺营收（万元）及同比变化情况	25
图 40：公司 2016 年各类养殖产品价格同比变化情况	25
图 41：海参产能去化明显	26

图 42: 海参行业景气向上	26
图 43: 我国海产品价格（元/公斤）上涨明显	27
图 44: 公司 2016 年主要海产品价格同比增长情况	27
图 45: 公司从上、中、下游三个层面实现相应功能以推动公司海洋种业发展	28
图 46: 公司三大期间费用（万元）变化情况	29
图 47: 公司近 10 年资产负债率%变化情况	29
图 48: 公司多渠道布局已基本完成	30
图 49: 公司电商业务入驻多家主流平台并与良品铺子双品牌合作	30

投资聚焦

主要内容

公司始创于 1958 年，于 2006 年在深交所上市，凭借强大的资源优势，有“海底银行”之称。2014 年爆发冷水团事件后公司资源与品牌遭受重创，但通过积极调整耕种模式以及多渠道布局，目前资源与品牌均恢复较好。资源方面，公司积极推进“3+1”可持续耕作规划，有效提升亩产并保证可持续发展；市场方面，已基本完成全渠道布局，休闲食品及电商渠道的驱动作用明显；费用管控方面，公司通过优化组织架构、精减辅助人员等措施大幅缩减期间费用。整体来看，公司市场能力增强、资源状况改善、运营效率提升，业绩增速有望稳步提升。

投资逻辑

海洋牧场资源恢复，各类产品毛利提升。在海洋牧场资源方面，公司一直秉承“耕海万顷、养海万年”的理念，积极推进并实施“3+1”耕作模式，海洋生态环境得到大幅改善，公司主营产品虾夷扇贝亩产得到显著恢复，根据秋季抽测结果，公司 2016 年前三季度亩产 36 公斤，保守估计 2017 年虾夷扇贝亩产 37 公斤，我们预计未来公司扇贝亩产恢复也将维持一定增速。同时，在国内海珍品消费日渐回升的背景下，公司 2016 年养殖产品价格上涨。另一方面，公司逐年加大优质自育苗种投放比例，有效降低营业成本，带动公司养殖业务毛利全面提升，同时随着种业规模的扩大，有望成为公司新的利润增长点。

费用管控成效显著，债务压力逐步缓解。公司通过优化组织架构、精减辅助人员、减少总部办公面积、降低物资采购成本、严格控制投资、盘活闲置资产、关停与退租运营低效资产等措施大幅降低期间费用，公司 2016 年公司三项费用同比变化以及营收占比均有明显下滑。但是公司负债率仍然远高于行业平均水平，上半年通过转让股权缓解部分债务压力。目前负债较高的问题已经得到公司重视，未来公司财务费用占比有望逐步下降。

全渠道布局不断完善，引入股东助力转型。目前公司已逐步形成了活品、流通与餐饮、专卖、商超、休闲食品及电商 6 个渠道并进行产销一体化运营，总体上国内渠道运营网络已基本完成布局。休闲食品与电商渠道方面成效尤为显著，公司与休闲食品领先品牌“良品铺子”建立双品牌合作，已在 90%以上店铺上架，未来将继续推出各类新品以及生鲜和冻品业务；电商业务主打生鲜营销，2014-2016 年连续三年获得“双十一”水产生鲜类目第一名。同时，公司向和君系转让股份，引入咨询行业背景的股东有助于公司战略规划和长远发展。公司由“食材企业”向“食品企业”的转变已日渐成型。

股价催化剂。海洋牧场环境得到持续改善，虾夷扇贝亩产恢复较快，各类产品产出能力不断增强；海珍品价格继续攀升；各类市场渠道不断完善，新品推出种类增多；费用率进一步降低。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年归属母公司净利润分别为 1.19 亿元、1.63 亿元和 2.02 亿元，EPS 分别为 0.17 元、0.23 元、0.28 元，对应 2018 年 1 月 8 日收盘价 8.18 元，PE 分别为 49 倍、36 倍、29 倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

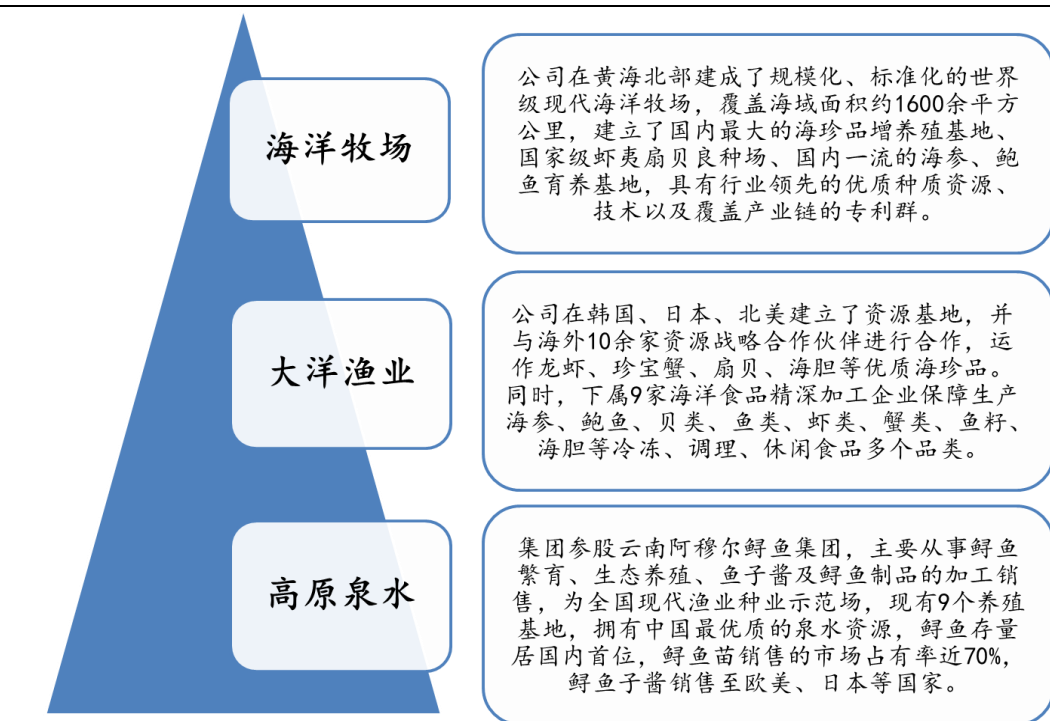
风险因素：海产品价格下跌；扇贝亩产恢复不及预期；终端新品推出放缓；债务压力长期存在。

獐子岛：资源基础强大的全产业链渔业企业

公司简介：历史悠久，资源禀赋

獐子岛集团股份有限公司始创 1958 年，并于 2006 年在深交所上市，注册资本 7.1 亿元，资产总额 45 亿元，现有员工 4000 余人，旗下设立分公司、全资子公司和控股、参股中外合资公司 40 余家。现已发展成为以海珍品种业、海水增养殖、海洋食品为主业，集冷链物流、海洋休闲、渔业装备等相关多元产业为一体的综合型海洋企业。公司拥有全国最大的清洁海域，在国内最大的海珍品增养殖基地、国家级虾夷扇贝原良种场的基础上，形成以虾夷扇贝、海参、皱纹盘鲍、海胆、海螺等海珍品为主要产品的完整产业链。国内经销商 500 余家，产品进入 30 个省、自治区、直辖市，遍布 60 多个重点城市，冻品及调理食品远销美国、加拿大、澳大利亚、韩国、日本等全球 20 多个国家和地区，2010 年与世界零售巨头沃尔玛公司成功实现农超对接。公司拥有强大的资源基础，现已形成以海洋牧场、大洋渔业、高原泉水为“三大资源”、以冷链物流、渔业装备、休闲渔业为“三个支撑”的产业格局，构建起育种、育苗、养殖、暂养、加工、仓储、流通、贸易的一体化供应链保障体系。

图 1：公司三大资源产业基地

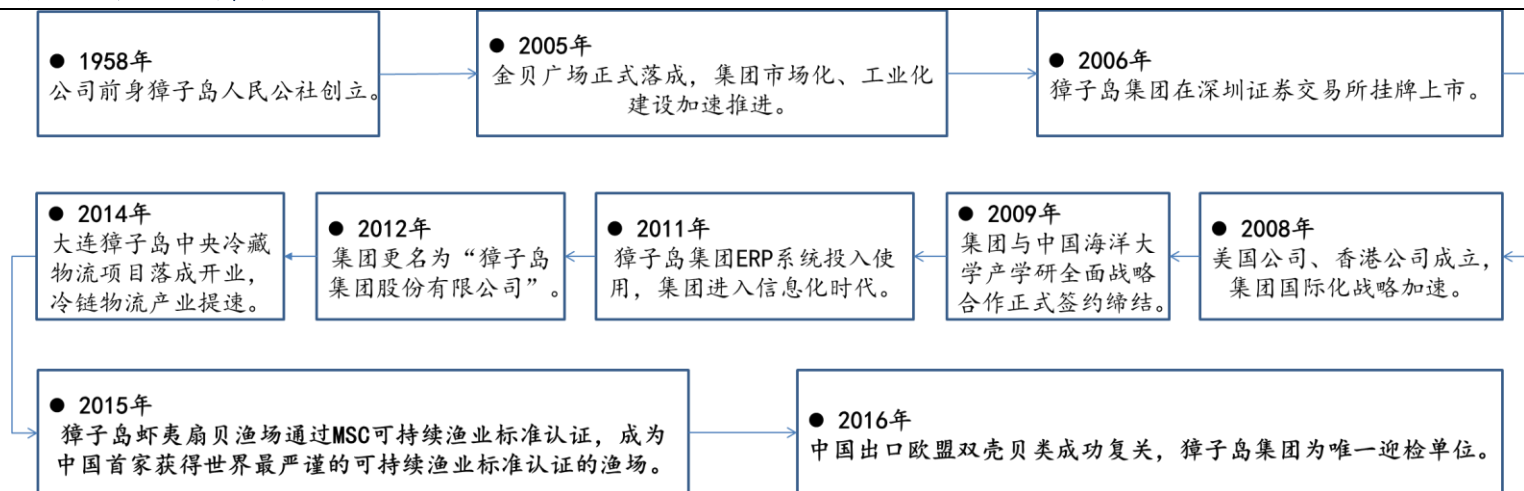


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

历史进程：从“海育人”到“人养海”再到“人与海生态共生”

公司的发展可以概括为三个阶段，第一个阶段是“海育人”，即以海洋捕捞作为公司主业完成初始资本的积累，第二个阶段是“人养海”，以海水养殖为主业快速发展、扩大规模，第三个阶段是现如今的“人与海生态共生”，公司对海水资源进行生态养护，进行基于生态系统平衡的海洋牧场建设，保证海洋资源的生态繁荣和可持续性。目前公司已在黄海北部建成标准化、规模化的海洋牧场，覆盖海洋面积达 2000 余平方公里。2015 年 4 月 22 日，獐子岛海洋牧场获得世界最严谨的 MSC（海洋管理委员会）可持续渔业标准认证，成为中国首家获得 MSC 认证的渔场。2016 年，中国出口欧盟双壳贝类成功复关，獐子岛集团为唯一迎检单位。这两件事标志着公司海洋牧场的资源环境和产品质量已经得到全球范围的认可，也会获得全球消费者的信任，有助于公司品牌和渠道建设的深入开展。

图 2：公司历史主要事件

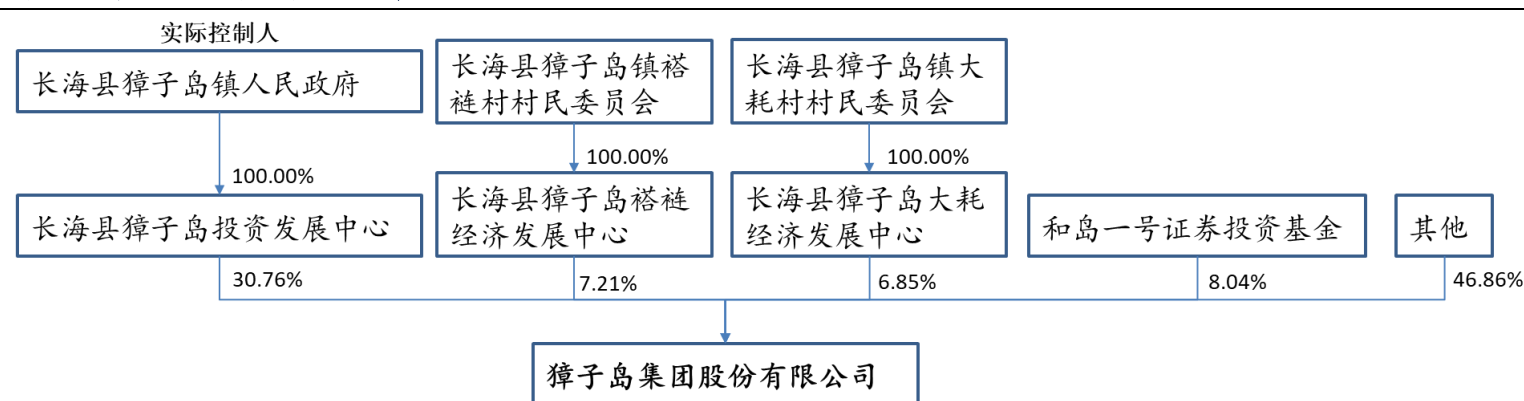


资料来源：信达证券研发中心

股权结构：獐子岛镇人民政府控股，部分员工间接持股

截至 2017 年 12 月 19 日，公司第一大股东是由长海县獐子岛镇人民政府 100% 出资设立的长海县獐子岛投资发展中心，持股比例为 30.76%。其次是“和岛一号证券投资基金”，持有股份数占总股本的 8.04%。（“和岛一号证券投资基金”由北京吉融元通资产管理公司作为基金管理人发起设立，其中董监高共出资 1983 万元，其他员工出资 4797 万元，合计出资 6780 万元，2016 年 9 月“和岛一号证券投资基金”受让獐子岛投资发展中心共 5916.12 万股，占公司总股本的 8.32%，转让价格为 7.89 元/股；2017 年 12 月 19 日，“和岛一号证券投资基金”完成减持计划，减持股份数占总股本的 0.28%。）此外，公司大股东还包括由长海县獐子岛镇裕禡村和大耗村村民委员会分别全资设立的长海县獐子岛裕禡经济发展和中心和大耗经济发展和中心，对公司的持股比例分别为 7.21%、6.85%。

图 3：公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 19 日）

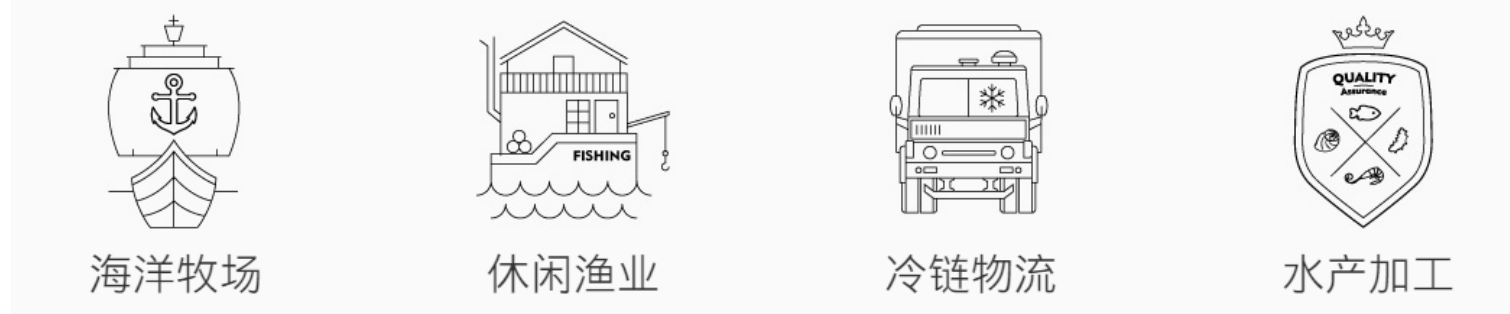


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

产业布局：海洋牧场+休闲渔业+冷链物流+水产加工一体化四大板块

公司目前产业布局包括海洋牧场、休闲渔业、冷链物流和水产加工四大板块，四大板块之间属于上下游关系，全产业链布局较为完善，一体化结构有利于提升公司整体盈利能力、平抑业绩波动风险进而有效增强公司市场竞争力。

图 4：公司一体化产业板块



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

海洋牧场：公司“海洋牧场”产业在这里不狭义地指海洋资源，而是指公司整体上游产业的分布，主要包括良种繁育、生态增养殖以及全球范围内海洋资源（产能）的扩张。

良种繁育：以“研究良种、生产良种、经营良种”的发展思路，借助产学研和自主创新两个平台，以种质创制和良种扩繁对产业可持续发展进行驱动。业务群拥有国家级虾夷扇贝良种场和 5 座良种扩繁基地，主要生产虾夷扇贝、鲍鱼、刺参、獐子岛牡蛎、真海鞘等多个海珍品苗种，年提供优质底播虾夷扇贝二级苗种逾 60 亿枚，刺参苗种 500 万头，鲍鱼苗种 2000 万枚，獐子岛牡蛎 1 亿枚。在苗种繁育技术、现代育种技术应用、新品种引进开发等方面不断取得突破，与中科院海洋所合作研究开发并获得了国家科技进步二等奖的皱纹盘鲍“大连 1 号”；与美国新泽西州立大学合作研究三倍体单体牡蛎育种技术，在獐子岛生根并得到全自然的 100%三倍体；与中国海洋大学合作研发虾夷扇贝新品种“海大金贝”，获得国家水产原良种新品种认定，并在獐子岛海洋牧场进行了产业转化；业务群海洋生物技术研发中心自主研发的新品种“獐子岛红”也达到了产业化水平，在 2013 年生产中实现了良种全覆盖。

增养殖：基于对确权海域底质、海域环境、养殖容量、生态容量等认知的不断深入及海域环境即时监控与预警预报技术、虾夷扇贝大规模苗种三级育成技术、深水贝类底播增殖技术、无害化高效采捕技术、贝类增殖食品安全管控技术等产业关键、共性技术的集成，对确权海域进行了有效的功能区划。基于功能区划，现已建成贝类综合底播增殖示范区，主要包括虾夷扇贝增殖区、鲍鱼增殖区、刺参增殖区等，实现了产业和生态的和谐发展。生态的海洋牧场年提供优质虾夷扇贝 5 万余吨，被世界誉为“海底银行”。

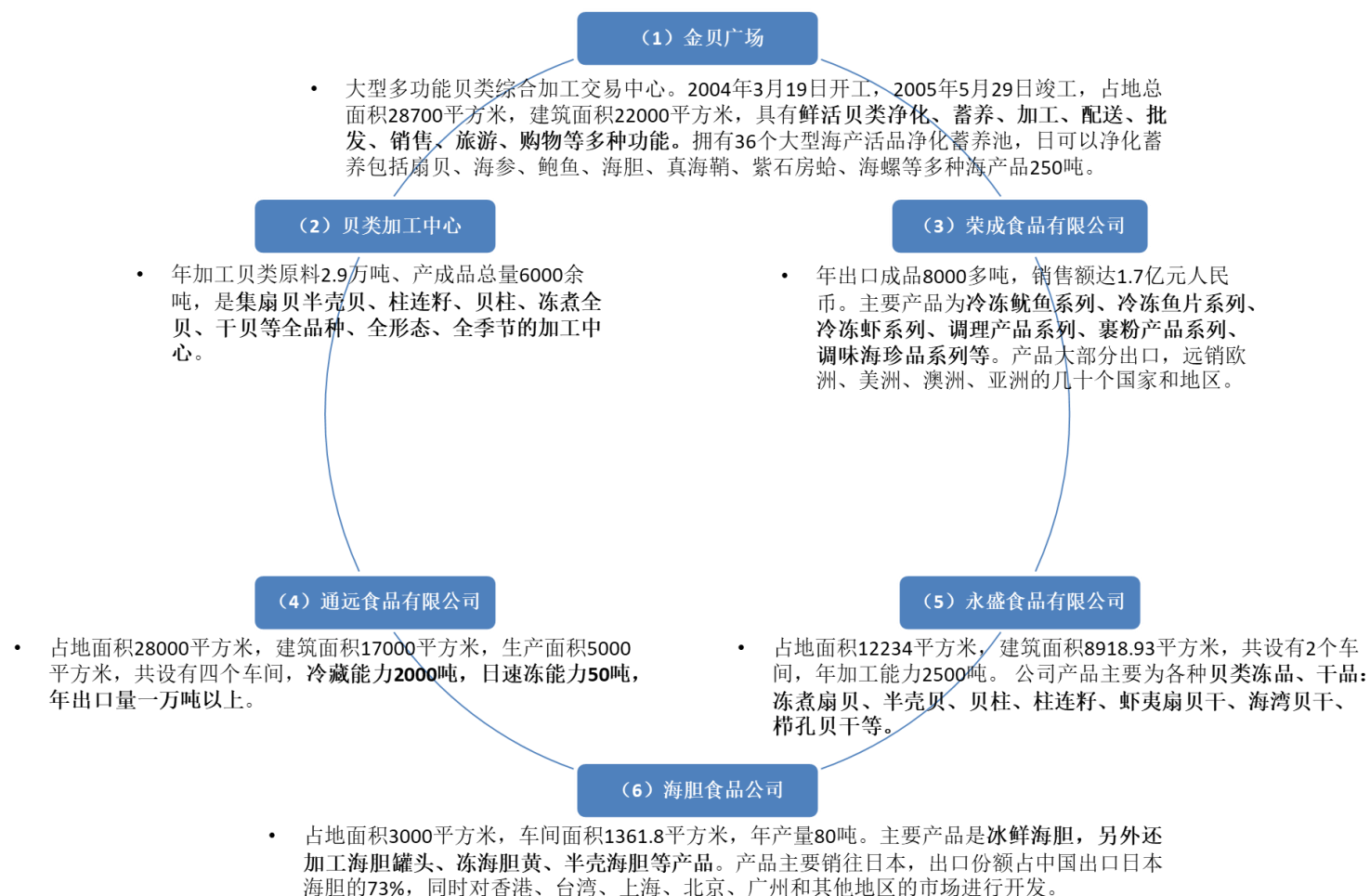
资源扩张：公司不断推进“辽东半岛、山东半岛、东南沿海、北方四岛”的海珍品资源整合。现已实现辽东半岛（长海海域、旅顺海域、庄河海域）虾夷扇贝苗种、底播海参资源；山东半岛（荣成、长岛）鲍鱼、海带资源；东南沿海（宁德、莆田）鲍鱼资源的整合。并在 2012 年走出国门，在韩国珍岛郡投资建设了中国企业在韩国投资的第一个农水产项目——獐子岛集团韩国有限公司。该项目以海参育苗、鲍鱼养殖为切入，依托韩国苗种订单、国内产成品订单，整合朝鲜半岛优质海珍品，实现打造第二个“獐子岛”的目标。

休闲渔业：休闲渔业群总资产 1.5 亿元，是公司“三大资源”和“三个支撑”发展战略的产业之一，是集团产业结构调整和未来市场开拓的重要战略性布局。随着我国经济发展，休闲旅游正在成为极具发展潜力的重要产业。集团现已拥有完善的陆岛交通和休闲海钓设施配套体系；拥有初具规模的旅游产品规模和人才队伍。2011 年，獐子岛海洋牧场被大连市海洋与渔业局授予“大连市休闲渔业试点单位”，2012 年被农业部授予首批“国家级休闲渔业示范基地”。休闲渔业群在“十二五”期间将打造国内最大的休闲海钓基地，打造“钓大鱼到獐子岛”休闲海钓高端品牌。同时，在旅游配套项目和服务功能上加大投资力度，在原有 8 艘客船和 6 艘专业海钓艇基础上，2013 年，休闲渔业群在台湾投资 2300 万元建造了高速豪华客船，在山东投资 1200 万元建造了 2 艘半潜艇观光船和 5 艘豪华专业休闲海钓艇，从事海底观光游览和休闲海钓业务；在海上休闲旅游项目增设了帆船观光和“潜水捕捞”项目，把獐子岛逐渐打造成为海上休闲垂钓中心、海上休闲运动中心，树立“休闲之旅獐子岛”海岛旅游品牌知名度。公司休闲渔业群正在向客输货运、休闲海钓、海底观光、海上运动、休闲度假、组织比赛、承接会议、海上婚礼、培训拓展、商务考察及休闲旅游一体化产业迈进。

冷链物流：发展冷链物流产业是獐子岛集团业务规划的新战略，成立于 2012 年年底的冷链物流业务群旗下拥有三个子公司，分别是大连獐子岛中央冷藏物流有限公司、大连獐子岛锦通冷链物流有限公司，獐子岛锦达（珠海）鲜活冷藏运输有限公司。目前的冷链物流业务群在国际冷藏货物中转、国际货物代理、冷藏货物存贮、冷藏货物城市配送及干线运输方面为客户提供专业第三方冷链物流服务。

水产加工：公司在大连、山东荣成等地建有 6 座水产精深加工基地，加工贝类、海参、鲍鱼、鱼类、蟹类、鱼籽、虾类、海胆产品，年总加工能力 6 万吨。作为农业产业化国家重点龙头企业，公司建立全程质量管控可追溯体系，坚持以 HACCP、BRC、GAP 标准检验，顺利通过国际 MSC 预评审和现场评审，代表国家接受欧盟双壳贝类出口监管审核，并与世界权威检测机构 SGS 联合成立食品检测实验室，确保产品从“产地到餐桌”的安全。2010 年獐子岛海珍品与世界零售巨头沃尔玛公司成功实现农超对接。

图 5: 公司六大加工基地

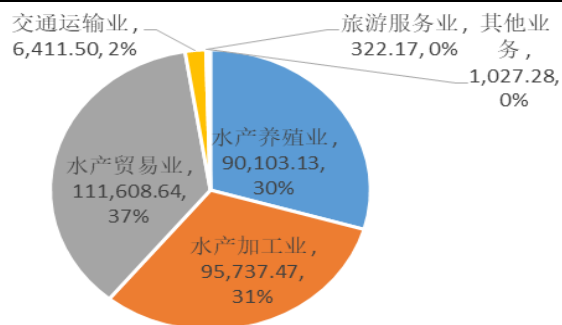


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业务构成：养殖业务利润贡献最高，养殖利润主要来自扇贝和海螺

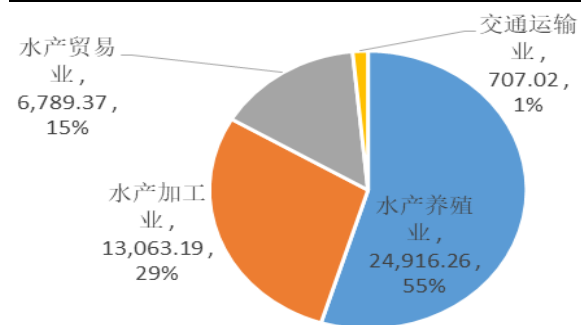
按照业务分类，公司业务主要包括水产养殖业、水产加工业、水产贸易业、交通运输业、旅游服务业及其他业务。营收来看，2016 年公司水产贸易业、水产加工业和水产养殖业分别实现营收 11.16 亿元、9.57 亿元、9.01 亿元，占总营收比例分别为 37%、31%、30%，三者合计占比 98%；毛利来看，2016 年公司水产贸易业、水产加工业和水产养殖业分别实现毛利 0.68 亿元、1.31 亿元、2.49 亿元，占总毛利比例分别为 15%、29%、55%，水产养殖业务是公司主要利润贡献点。2016 年公司各业务毛利率由高到底低分别为水产养殖业务、水产加工业务、交通运输业和水产贸易业，毛利率分别为 27.65%、13.64%、11.03%、6.08%，2016 年旅游服务业毛利为负，为提升公司综合盈利能力公司剥离部分旅游服务相关资产，进一步缩小相关业务占比，2016 年度公司将拥有和控制的皮口土地、码头资产、大连长山群岛客运有限公司 100%股权、大连长山群岛旅游有限公司 100%股权和獐子岛集团大连海鲜酒店有限公司 100%股权转让给控股股东长海县獐子岛投资发展中心，导致报告期内利润构成发生变动，取消原“旅游服务业”统计。

图 6：2016 年公司营业收入（万元）及占比-按业务分类

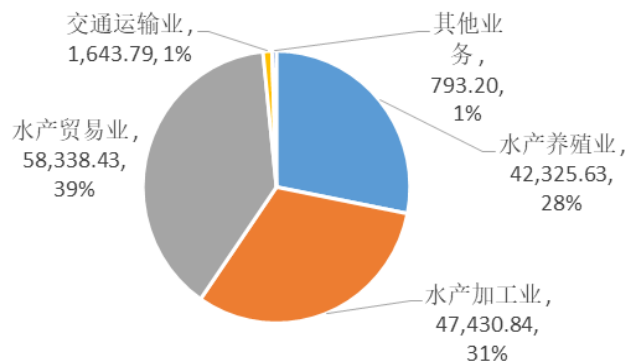


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

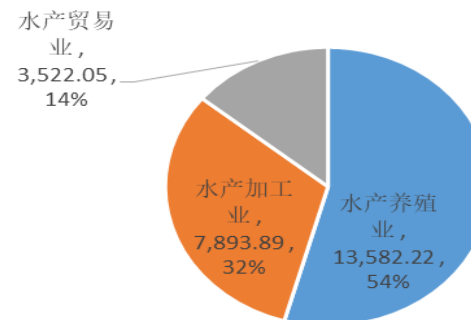
图 7：2016 年公司毛利（万元）及占比-按业务分类



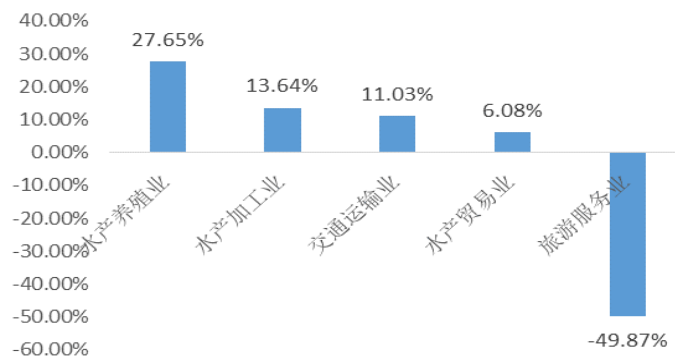
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：2017 上半年公司营业收入（万元）及占比-按业务分类


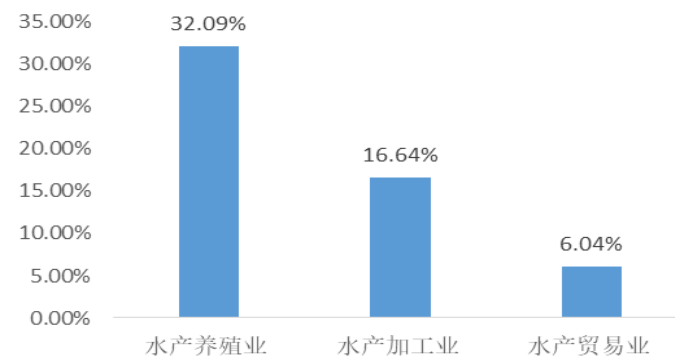
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：2017 上半年公司毛利（万元）及占比-按业务分类


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：2016 年公司各业务毛利率-按业务分类


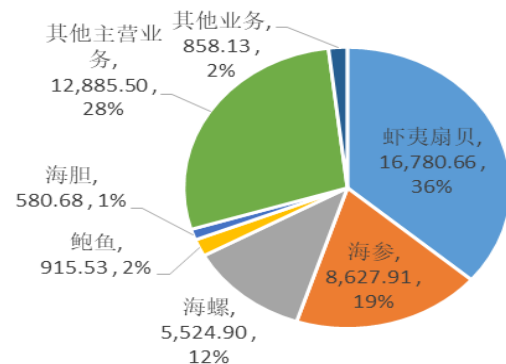
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：2017 上半年公司各业务毛利率-按业务分类


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

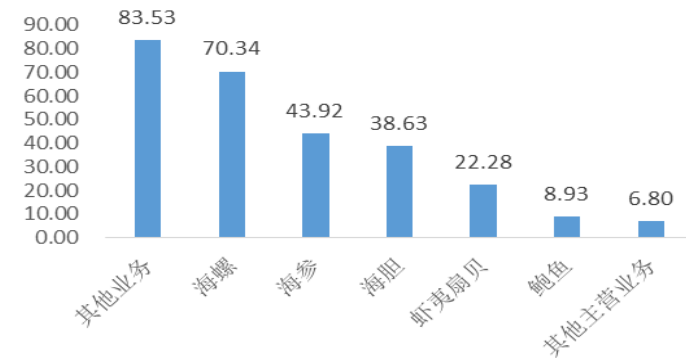
按产品分类，公司主要产品包括“贝、参、鲍、胆、螺”五大类，且除海参基本加工成淡干海参对外销售并计入水产加工业收入外，其他四大类产品基本上均为生鲜产品销售从而计入养殖业务收入，公司休闲食品等业务计入其他主营业务，不单独列入产品类别。2016 年公司虾夷扇贝实现毛利 1.68 亿元，占比最高为 36%，其次为海参、海螺、鲍鱼和海胆，毛利占比分别为 19%、12%、2%和 1%。毛利率来看，由于是野生品种海螺毛利率最高为 70.34%，海参毛利率 43.92%，海胆 38.63%，虾夷扇贝和鲍鱼毛利率分别为 22.28%和 8.93%。此外，公司虾夷扇贝收入中有一部分用于加工并计入水产加工业收入，如果以虾夷扇贝毛利的 90%计入养殖业务收入进行估算，2016 年公司虾夷扇贝养殖毛利约 1.51 亿元，占公司养殖业务总收入的 61%，海螺养殖毛利约 0.55 亿元，占比 22%，两者合计占比达 83%，鲍鱼、海胆和其他产品占比分别为 4%、2%和 11%。

图 12: 2016 年公司各产品毛利 (万元) 及占比情况-按产品分类



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 13: 2016 年公司各产品毛利率%



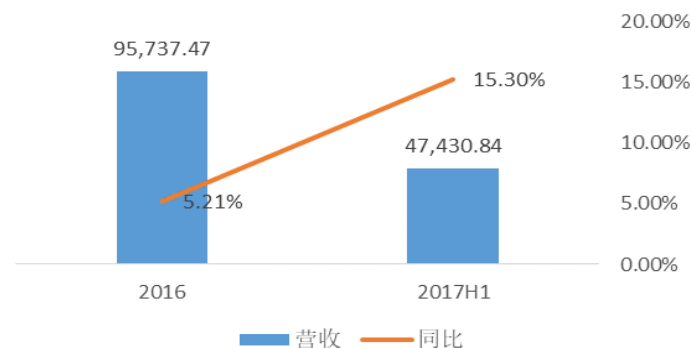
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

发展现状：加工业务占比日渐提升，养殖业务结构优化、盈利提升

公司转型带动水产加工业务占比逐年提高

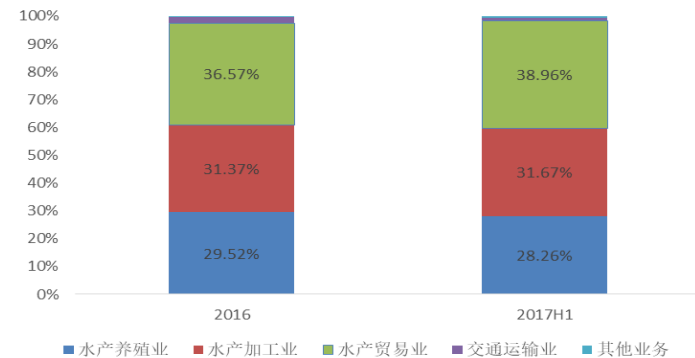
按照行业分类，公司主营业务包括水产加工业、水产养殖业、水产贸易业、交通运输业、旅游服务业等，其中水产加工、水产养殖及水产贸易业收入占公司总营收比例高达 96%，三者占比相差不大。由于公司尚处于由食材企业向食品企业转型时期，水产加工业营收占比逐年提高，2017 上半年公司水产加工业实现收入 4.74 亿元，同比增长 15.30%，营收占比由 2016 年 31.37% 提升至 31.67%。各业务毛利率有所差别，主营业务中水产养殖业毛利率高于水产加工业，未来随着公司转型逐步落地、市场能力不断增强，水产养殖业务会在产能饱和的情况下增速放缓，水产加工业务占比将进一步扩大，尽管公司业务整体盈利能力会稍有下滑，但海洋食品需求空间较大，公司有望成为海洋加工产品终端消费市场的龙头，带动公司营收、业绩增长提速。

图 14：公司水产加工业务近期营收（万元）及同比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 15：公司近期各业务营收占比及变化情况



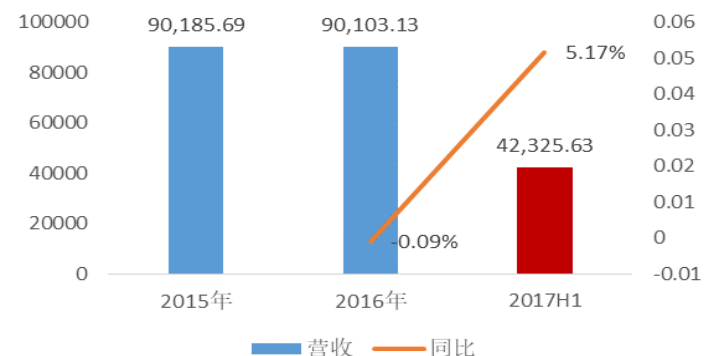
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

资源恢复带动各类产品盈利转好，产品结构积极优化

公司经历冷水团事件后积极改良投苗方式和耕种模式，使得海洋牧场环境改善、风险控制能力有效提升，各产品亩产恢复较好，2017 上半年公司养殖业务实现销售额 4.32 亿元，较上年同期增长 5.17%，增速大幅提升。另一方面，公司养殖业务毛利率逐年提升，盈利能力逐渐恢复，2017 上半年公司养殖业务毛利率为 32.09%，较 2016 年提升 4.44 个百分点，这主要是由于一方面海产品消费逐渐回归大众消费，需求提振带动行业景气度提升，另一方面公司积极调整海洋牧场增养殖产品构成，调高毛利率高的产品占比从而带动整体盈利能力的稳步回升。各类养殖产品中，海螺毛利率最高为 70.34%，且近几年毛利率稳步提升，成为贡献毛利仅次于虾夷扇贝的第二高品种，且海螺是环境强依赖型品种，海螺产量和毛利的回升也反映了生态环境的不断改善；海胆产品具有明显的周期性，毛利率交替变化；2015 年之前鲍鱼价格一直处于低位导致 2012-2014 年公司鲍鱼产品成本价格倒挂，2015 年开始鲍鱼价格开始升温，2016 年公司鲍鱼销售毛利率为 8.93%，较上年同期有所下滑。考

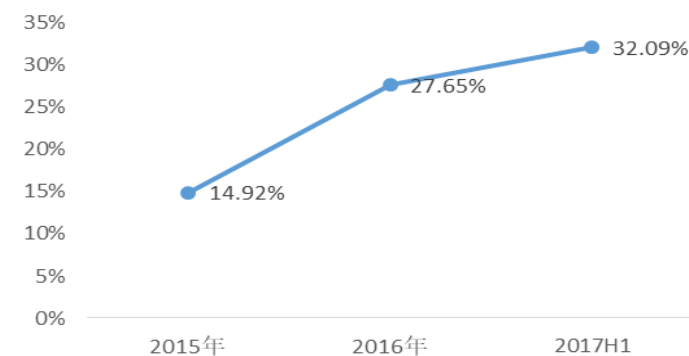
考虑到各养殖品种毛利率的差别，公司积极调整养殖产品结构，2017 上半年毛利率最高的海螺营收占比再次大幅提升，毛利率较低的鲍鱼规模相应压缩，从而带动公司养殖业务盈利不断转好。

图 16: 公司近年来养殖业务营收（万元）及变化情况



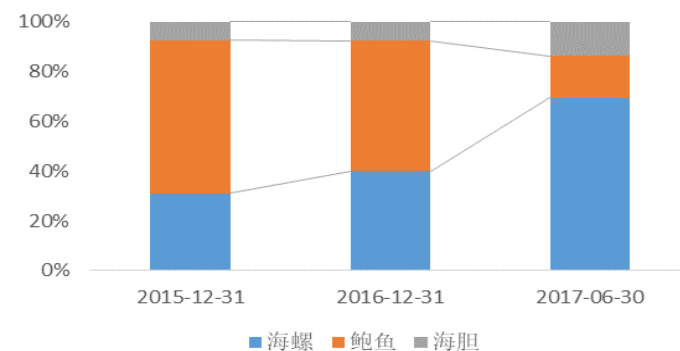
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 17: 公司近年来水产养殖业务毛利率变化情况



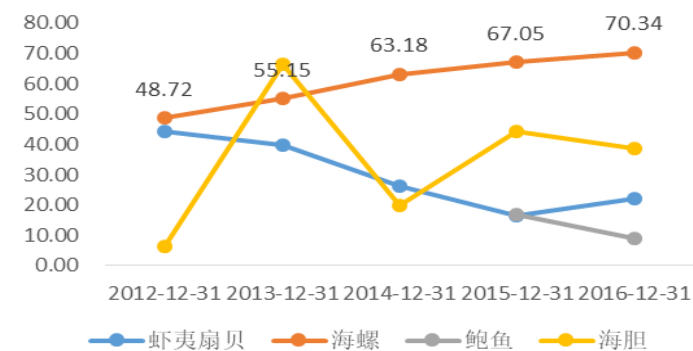
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 18: 公司近年来养殖业务营收占比及变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19: 公司近年来各主要养殖品种毛利率%变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司前景：凭借自身优势由“食材企业”向“食品企业”转型

资源为王，行业集中度逐步提升

我国海水养殖主要集中在沿海省份，北方地区主要以辽宁、山东为主，南方地区主要以广东、福建为主。根据天然的自然条件差异，不同地区的主要海水养殖产品也有所差异。贝类产量主要集中在山东、辽宁、福建、广东四省；由于北方海域水温较低，海珍品的生长周期较长，因此海珍品的营养价值较高，口味比较好。基于以上特点，地处黄渤海海域的辽宁和山东已经成为我国海珍品的重要养殖区域。因此，行业公司核心竞争力主要在于资源，同时大型海水养殖资金要求高、技术难度大的特点也增加了对企业的要求。虽然我国海水养殖属于市场化竞争行业，但是由于优质资源的缺乏、优质品牌的稀缺，市场上有力的竞争者数量并不多。由于资本、技术、管理经验和品牌影响等因素的限制，对新进者构成了较高的行业壁垒。此外，海水养殖行业的快速增长使得我国大量海域污染严重，海水养殖受到一定影响，未来受限的散养户将逐步退出，行业朝着集中度越来越高的方向发展。

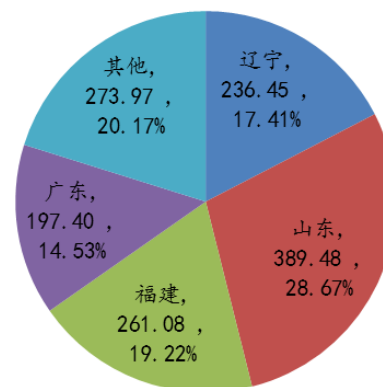
公司将保持海水养殖行业龙头地位。公司在渤海、黄海、东海拥有远离大陆的海域 231 万亩，是目前国内最大的海珍品底播增养殖企业，独立开发海域养殖面积居全国同行业之首。公司虾夷扇贝养殖面积和产量居业内首位，同时从公司总营业收入的规模来看，公司在水产养殖行业中也排名第一。未来在行业集中度日渐提升的情况下，公司将依赖得天独厚的资源优势，继续保持行业龙头地位，市占率将进一步提升。

图 20：我国海珍品养殖主要分布区域



资料来源：信达证券研发中心

图 21：我国贝类养殖主要省份贝类产量情况（单位：万吨）

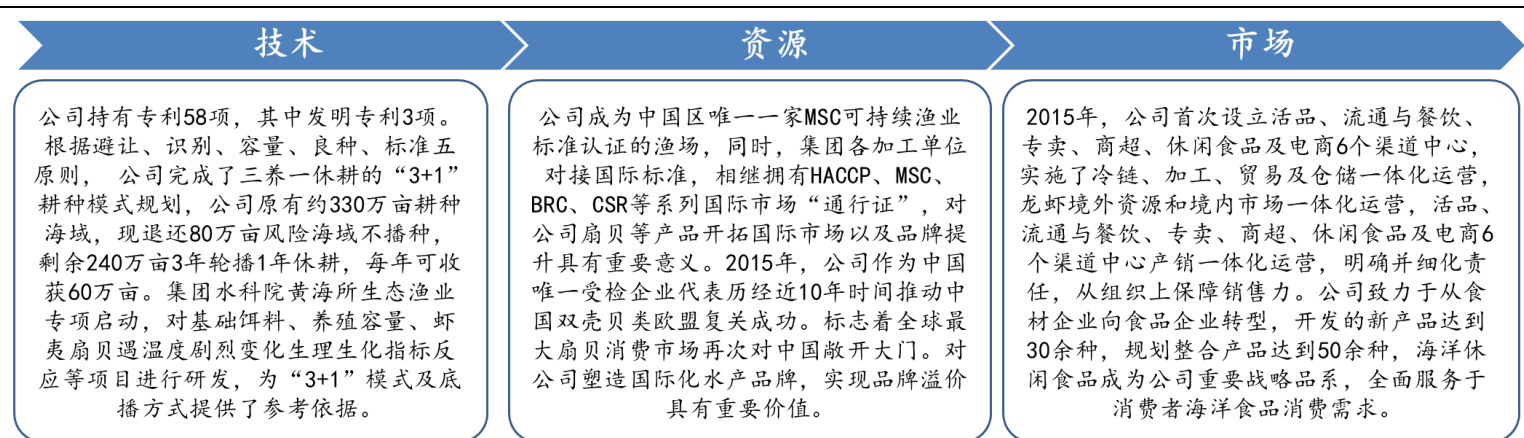


资料来源：万得，信达证券研发中心

技术与资源支撑、市场发力共同推动公司战略转型

公司核心竞争力主要体现在三个方面：技术、资源和市场，并且近年来在海洋生物技术的支撑下，三个方面都呈现稳步增强的趋势。**技术方面**，公司一直注重科技创新，与国内外著名科研院所所有长期合作关系，逐步构建国家级产学研一体化平台，现持有国内外共计约 60 项发明专利，并且基本每年都有新增，保持行业领先水平，同时探索并应用了三养一休耕种模式，有助于提高亩产和海域养殖的可持续发展；**资源方面**，海洋牧场环境恢复较好，产出质量和能力也在逐步恢复。同时，公司拥有多项国际市场认可的产品标准，对公司开拓国际市场以及提升品牌有重要影响，2015 年公司成为双壳贝类欧盟复关的唯一受检企业，对国外业务起到积极推动作用。**市场方面**，公司致力于由食材企业向食品企业转型，并初显成效，2015 年公司首次设立活品、流通与餐饮、专卖、商超、休闲食品及电商 6 个渠道中心，实施冷链、加工、贸易、仓储一体化运营。截至目前，公司累计开发新品达 30 余种，主要海洋休闲食品蒜蓉粉丝贝由 2014 年收入 1100 万到 2016 年实现收入 6000 万左右，我们预计未来营收有望获亿元突破。此外，公司通过举办富有影响力的活动助力品牌恢复。如公司在每年大雪节气举办的“大雪采摘”以及“海鲜的名义”等营销举措有效促进了公司品牌传播与产品推广，并组织 2017 年全国海钓大师积分赛，海洋牧场渔业资源养护广受赞誉、海钓大赛模式获全国推广。

图 22：公司三大核心竞争力



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司目前主要围绕三个主要竞争优势，致力于把公司打造成为以生物技术为核心的海洋牧场资源整合平台、以信息技术为核心的供应链保障平台、以互联技术为核心的 O2O 消费者服务平台，从而加速推进公司“市场+资源”战略，快速实现公司由食材企业到食品企业的转型升级。公司发展战略可以概括为以下三个方面。

打造以生物技术为核心的海洋牧场资源整合平台。资源是发展市场的根基，公司计划通过技术的支撑建设满足市场需求的资源平台，同时可以实现海洋牧场的可持续发展。具体来看，公司将借助自主创新和国家级产学研平台，大力建设基于生态系

统的全程追溯管控体系，重点通过对生态系统评估、生产全流程可追溯、生产全过程可视化、海洋牧场智能化、渔业装备升级进行管控，从而建设匹配市场需求的、高质量、可持续生态系统的资源基地，实现由传统渔业向现代渔业跨越，保障产业实现可持续、高质量增长。

打造以信息技术为核心的供应链平台。供应链是连接市场与资源的桥梁，是整合产业链能力的要素，也是实现有效运营以及优质客户服务的保障。公司将构建信息化的供应链可视化平台、信息整合平台和智慧运营平台，用以支撑内部供应链从育苗、养殖、增殖到线上线下的生产、运输、销售的协同运营。通过全方位的信息化系统确保信息流、资金流和物流的畅通，整合产品资源、运营、市场，提升客户体验，降低成本，保障公司可持续的竞争优势，从而增强公司竞争力及商业价值。信息化的供应链管理已经为公司降低费用带来显著影响，公司 2017 年上半年销售费用 8007.74 万元，较上年同期 2.45%，主要原因是公司通过信息化的供应链管理，降低物资采购、运输服务成本，优化广告宣传投放策略、强化线上与线下渠道的营销功能，以及关停与退租运营低效资产等。

构建以互联技术为核心的 O2O 消费者服务平台。公司为实现由食材企业向食品企业的快速转型，通过与阿里巴巴、顺丰优选、苏宁云商、中粮我买网等电商平台巨头的深入合作，着力于发展基于社交网络互动营销，全面打造互联网化的海洋食品营销网络。从 2014 年开始，公司“双 11”销售额蝉联天猫水产类目第一。在过去两年时间里，公司与天猫、京东、易果、顺丰优选等主流平台建立了良好的合作关系，并陆续成为生鲜类目的核心，线上品牌知名度和认知度有了较大幅度提升。同时，公司与集休闲食品研发、加工分装、零售服务的专业品牌连锁运营公司良品铺子以双品牌模式进行战略合作，目前已推出香辣味虾夷扇贝、原味虾夷扇贝、扇贝裙边、原味对对虾、香辣味对对虾 5 款产品，之后将会在休闲食品的基础上推出生鲜和冻品，目前良品铺子 90% 上的店铺完成公司产品上架。公司在消费升级，即消费者追求用户体验、品质保障以及个性化和多元化需要的背景下，公司将全面改革传统营销渠道和销售网络，基于互联技术的新型门店管理系统，全新的全品系门店形象系统，量身定做海洋食品物流保障体系，为全面服务于消费者海洋食品消费需求，全面实现线上线下营销网络的融合，从而真正实现基于消费者需求的 O2O 服务平台。

图 23: 公司天猫旗舰店首页



资料来源: 獐子岛天猫旗舰店, 信达证券研发中心整理

图 24: 公司与良品铺子以双品牌模式进行战略合作



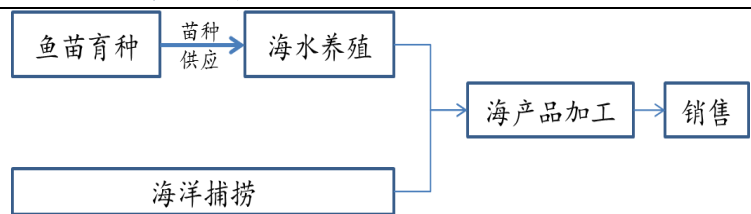
资料来源: 良品铺子官方网站, 信达证券研发中心

公司所处海水养殖行业分析

行业概念及产业链梳理

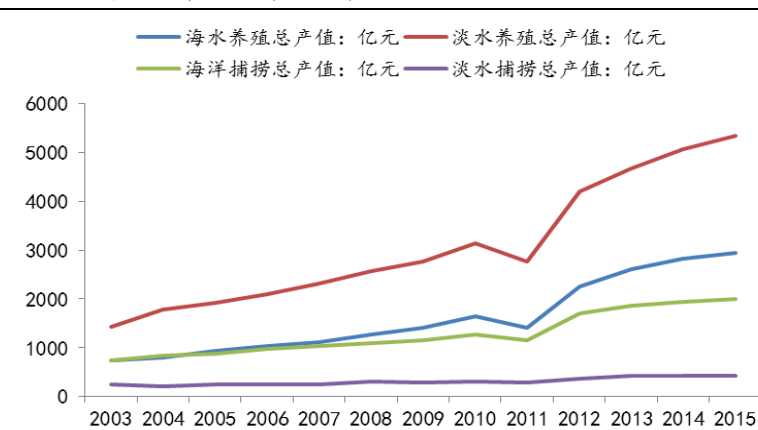
我国渔业包括捕捞和养殖两大类，其中捕捞可分为海洋捕捞和内陆捕捞，养殖可分为淡水养殖和海水养殖。近些年我国渔业养殖行业发展保持较高增速，在我国渔业中占比日益提升，具有举足轻重的地位，2015年淡水养殖和海水养殖总产值分别为5337、2938亿元，分别占我国渔业总产值的50%、27%，合计占比77%，此外，产量构成与产值构成情况基本一致，养殖产量占渔业总产量的绝大部分。海产品行业产业链与我国渔业产业架构大致相同，上游为提供海产品原材料的苗种生产企业以及海洋捕捞企业，下游为海产品加工及销售企业。

图 25：海水养殖行业产业链



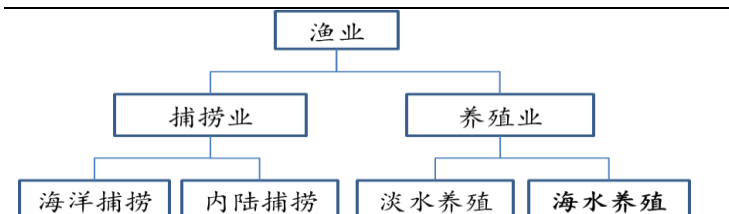
资料来源：信达证券研发中心

图 27：我国渔业产值历年变化情况



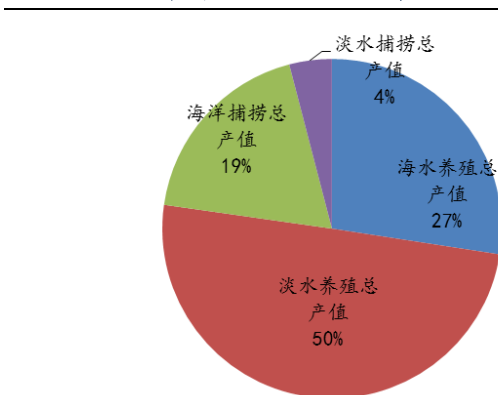
资料来源：万得，中国渔业统计年鉴，信达证券研发中心

图 26：我国渔业细分行业构成



资料来源：信达证券研发中心

图 28：2015 年我国渔业各细分行业产值占比情况

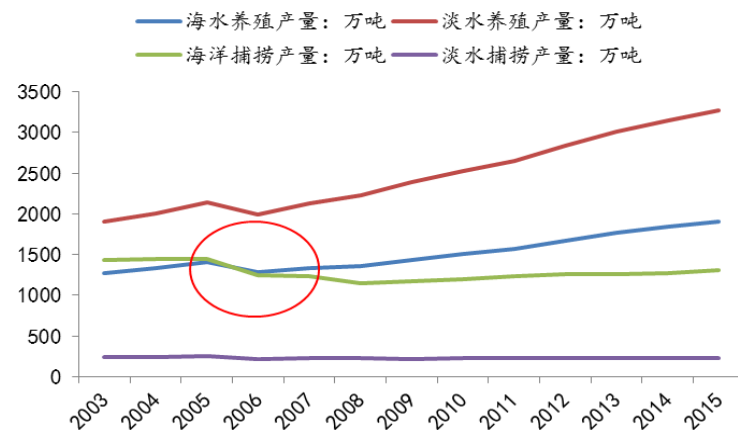


资料来源：万得，中国渔业统计年鉴，信达证券研发中心

根据我国渔业各细分行业产量来看，淡水养殖产量依然占主要部分，养殖产量近年来增长较快，2006 年以前海洋捕捞产量高

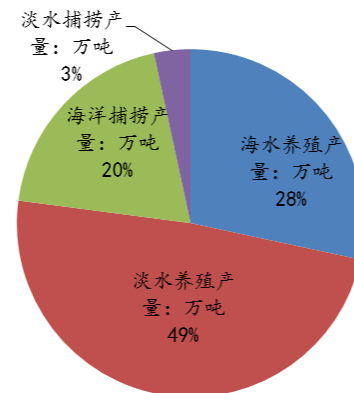
于养殖产量，之后海水养殖产量保持持续稳步增长，与海洋捕捞产量逐渐拉开差距。2015 年，我国渔业养殖产量占总产量比重为 77%，捕捞产量占比 23%，其中，淡水养殖产量占比 49%，海水养殖产量占比 28%，有所提高。未来随着国内养殖技术的提高和养殖规模的增加，以及持续大规模的捕捞导致野生资源的枯竭，海水养殖行业仍将保持稳定的发展，人工养殖海产品总量及其占海产品总量的比重均将保持上升趋势。

图 29：我国渔业产量历年变化情况



资料来源：万得，中国渔业统计年鉴，信达证券研发中心

图 30：2015 年我国渔业各细分行业产量占比情况



资料来源：万得，中国渔业统计年鉴，信达证券研发中心

海水养殖行业发展历程及趋势

我国海水养殖业随着新中国的成立从零开始快速发展，1992 年我国一跃成为全球最大的海水养殖生产国，并一直稳居世界首位。同时海水养殖业在我国大农业体系中也发挥着越来越重要的作用，在一些沿海地区，海水养殖已经发展为当地农村的支柱产业，成为经济发展和渔民生活水平提高的重要动力。整体来看，我国海水养殖业高速发展过程中共经历五次浪潮，主要是指以“鱼虾贝藻参”为代表的产业突破所带来的整个海水养殖产业的发展浪潮。

第一次浪潮：60-80 年代以海带养殖为代表的海洋藻类养殖浪潮

天然海带只适应冷水生长，而中国海域因水温太高不适宜海带生长。以中国科学院海洋研究所的曾呈奎院士等为代表的科技工作者对此进行了人工移植的科学研究，先后创造海带夏苗培育法、筏式养殖技术、“陶罐施肥”技术，成功地把这一亚寒带生长的海藻移植到江苏、浙江、福建和广东省沿海，使我国海带的总产量大幅度提升，目前我国已成为世界上最大的海带生产国。

第二次浪潮：80-90 年代以对虾养殖为代表的海洋虾类养殖浪潮

80 年代初，以农业部黄海水产研究所赵法箴院士为代表的科研人员突破了“对虾工厂化全人工苗种技术”，从而在根本上改变了我国长期主要依靠捕捞天然虾苗养殖的局面，推动我国对虾养殖业发展，使我国迅速成为世界上最大的对虾养殖生产国。

第三次浪潮：90 年代-20 世纪末以扇贝养殖为代表的海洋贝类养殖浪潮

自 70 年代末，我国开始人工养殖扇贝，主要品种为栉孔扇贝，80 年代初步实现养殖产业化。1982 年，中科院海洋研究所张福绥院士首次从美国大西洋沿岸引进海湾扇贝，并成功突破了一整套工厂化苗种与养成关键技术，实现了产业化生产，在我国北方海域形成了海湾扇贝这一新品种养殖产业，掀起了我国海水养殖业的第三次浪潮。“海湾扇贝工厂化苗种及养殖技术”研究成果获 1990 年度国家科技进步一等奖。80 年代中后期，辽宁省海洋水产科学研究院从日本引进虾夷扇贝，突破了苗种培育和底播、浮筏养殖技术，使虾夷扇贝养殖在我国北方大连、山东等地迅速推广，产值已达 30 亿元。到目前为止，贝类养殖仍然是我国海水养殖业的主要品种。扇贝、蛤蜊、牡蛎、贻贝、蛸蛎等在全国海岸带广泛养殖，2008 年我国海水贝类养殖产量约 1,008.1 万吨，稳居世界第一位。

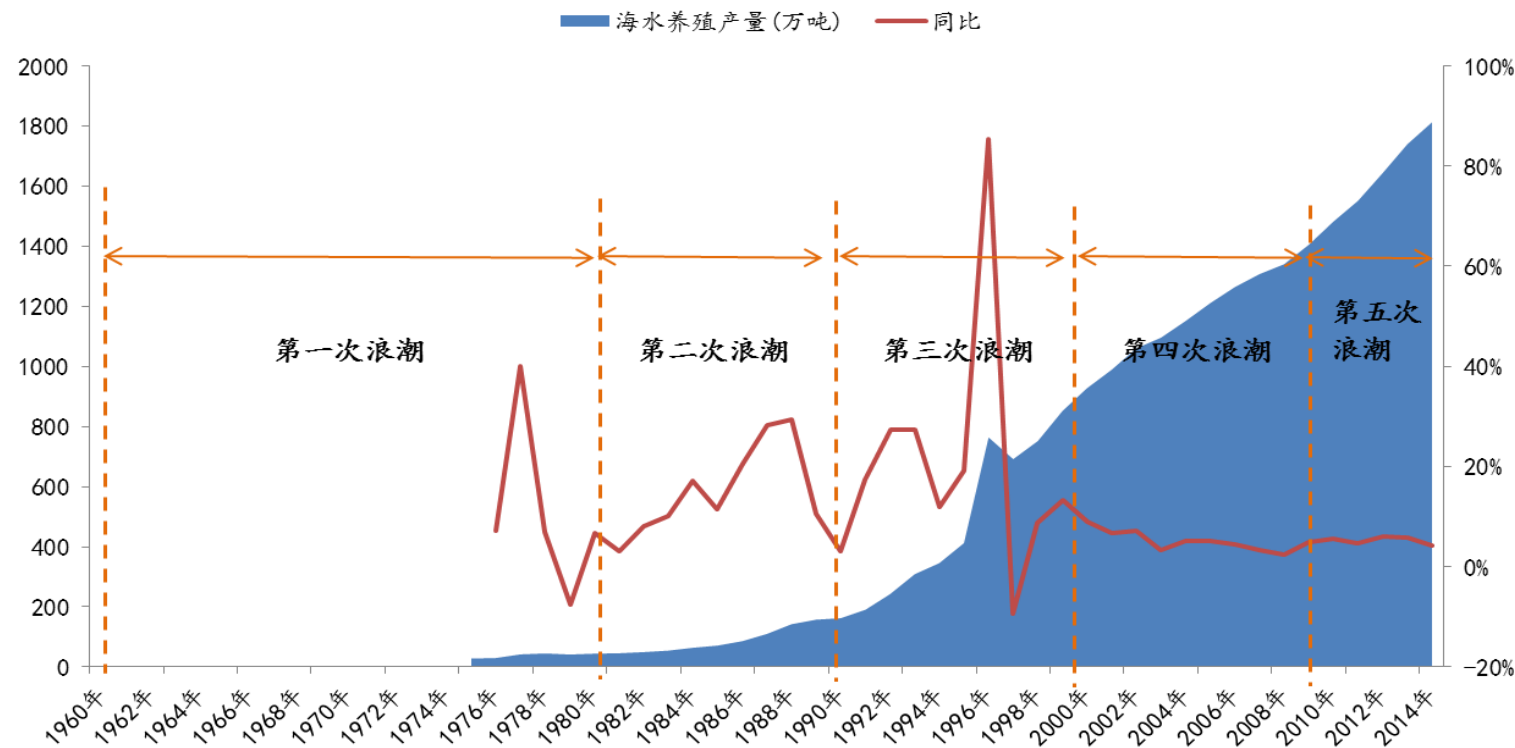
第四次浪潮：20 世纪末以来以鲆鲽养殖为代表的海洋鱼类养殖浪潮

海洋鱼类养殖起步较晚，与淡水养殖相比规模较小。主要养殖品种有鲈鱼、梭鱼、六线鱼、鲷类、鲉类及鲆鲽类等，主要方式有港堰养殖、池塘养殖、网箱养殖和室内工厂化养殖。农业部黄海水产所雷霖院士 1992 年首先从英国引进冷温性鱼类良种——大菱鲆，突破了工厂化育苗关键技术，构建起“温室大棚+深井海水”工厂化养殖模式，开创了大菱鲆工厂化养殖大产业。近几年来，特别是以大菱鲆、牙鲆、半滑舌鲷为代表的鲆鲽类名贵鱼种工厂化养殖发展迅速，昔日国际市场上的“贵族”鱼类在中国迅速推向市场，变成中国老百姓餐桌的普通菜。这标志着海水名贵鱼种养殖的技术突破，也标志着一个新的海水鱼类养殖浪潮的到来。

第五次浪潮：近年来以参鲍养殖为代表的海珍品养殖浪潮

上世纪 70 年代，由于对海参、鲍鱼等海珍品的捕捞强度过大，致使资源趋于枯竭。自 80 年代开始，我国首次突破刺参产业化苗种，接着又完成一系列养殖技术的研究。近年又开展了刺参病害防治、刺参苗种复壮、良种培育等研究，建立了刺参育种技术平台。我国海参养殖近年来发展迅速，2015 年产量已达 20.6 万吨，近五年复合增长率达到 12.38%。从上个世纪 80 年代开始，我国科学家就开始进行鲍鱼的人工育苗和养殖。大连水产研究所所长赵洪恩、中国科学院海洋研究所张国范研究员领导的课题组，从解决皱纹盘鲍的种质问题入手，采用遗传育种技术和现代生物技术相结合的方法，在国际上首次将皱纹盘鲍种内杂交和杂种优势应用于大规模皱纹盘鲍育苗生产，进而推动了鲍鱼养殖产业的发展。2015 年，我国鲍鱼养殖产量达 12.8 万吨，近五年复合增长率达到 17.76%。

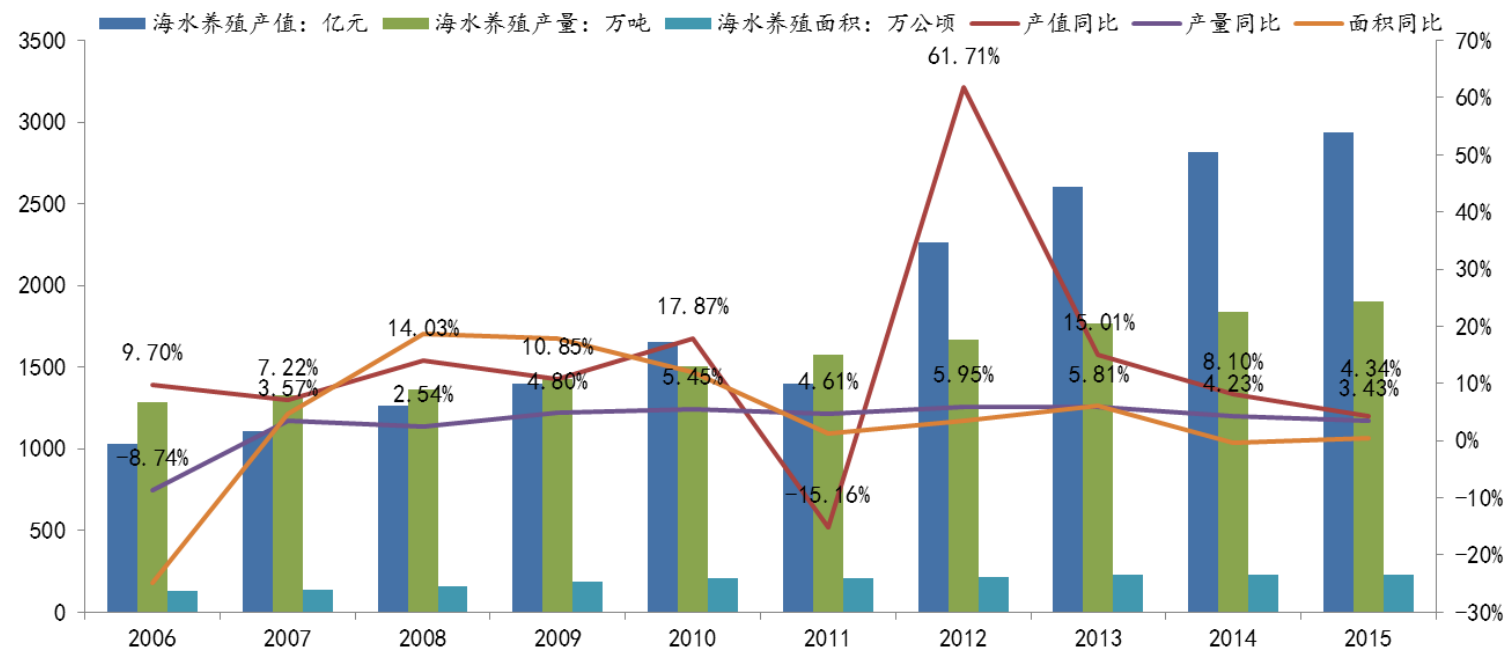
图 31：我国海水养殖业共经历五次浪潮



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

我国海水养殖业近年来发展较快，同时增速基本平稳。具体来看，2008 年受需求拉动的影响我国海水养殖面积快速提升，2008-2011 年保持年均 15% 以上的同比增长率，增长较快，2011 年以后海水养殖面积基本保持稳定，2015 年我国海水养殖面积已达 231.8 万公顷。此外，我国海水养殖产量近些年基本保持 5% 左右的增速，2015 年实现 1903 万吨，同比增长 3.43%，增速略微放缓。产值方面由于海产品价格逐年攀升，产值增长快于产量增长，2012 年受大连海鲜供应量大幅缩减的影响，海产品价格大幅攀升，2012 年海水养殖产值同比增长 61.71%，随后在产值总量较大的情况下，继续保持较高增速，2013-2015 年同比增长分别为 15.01%、8.10%、4.34%，其中 2015 年实现总产值 2938 亿元。

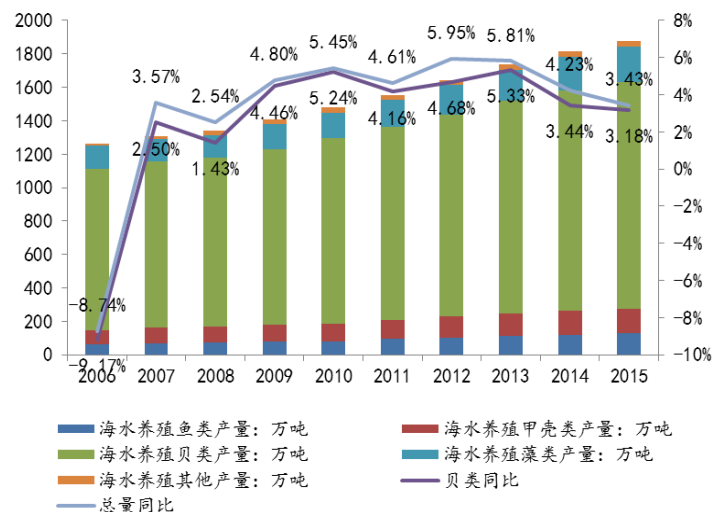
图 32：近年来我国海水养殖业产量、产值及养殖面积变化情况



资料来源：万得，中国渔业统计年鉴，信达证券研发中心

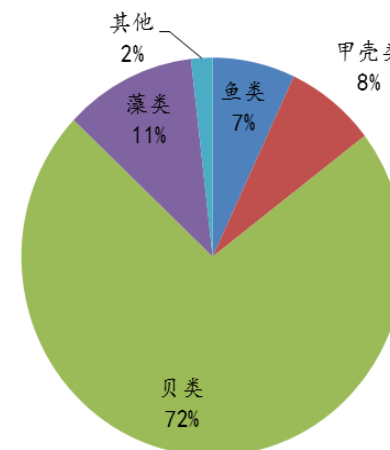
分类别来看，贝类养殖在我国海水养殖中占主要部分。2007 年以来贝类养殖产量增速平稳，基本保持 3%-5% 的同比增长率，同时由于贝类占养殖总量的比重较大，同时其他海水养殖品种的产量基本都呈现逐年攀升的趋势，因此我国海水养殖总产量的增长与贝类产量增长基本一致，但增速略高于贝类产量增速。我国贝类产品种类丰富，其中牡蛎、蛤、扇贝产量占比较高，三者合计占比 76%。从三个主要贝类产品增长情况来看，增长波动较大，具有一定的周期性，部分年份有超过 10% 的增长率，部分年份负增长，近几年受养殖规模化进程的影响，产品增长与过去相比相对稳定，同时扇贝和牡蛎增长率基本稳定在 5%-10% 的区间。从贝类主要品种的养殖区域分布来看，主要牡蛎养殖省份为福建、广东、山东和广西，主要蛤养殖省份为山东、辽宁、福建、广西、江苏和广东，而扇贝养殖省份主要集中在辽宁、山东和河北。

图 33：我国海水养殖分类别产量及变化情况



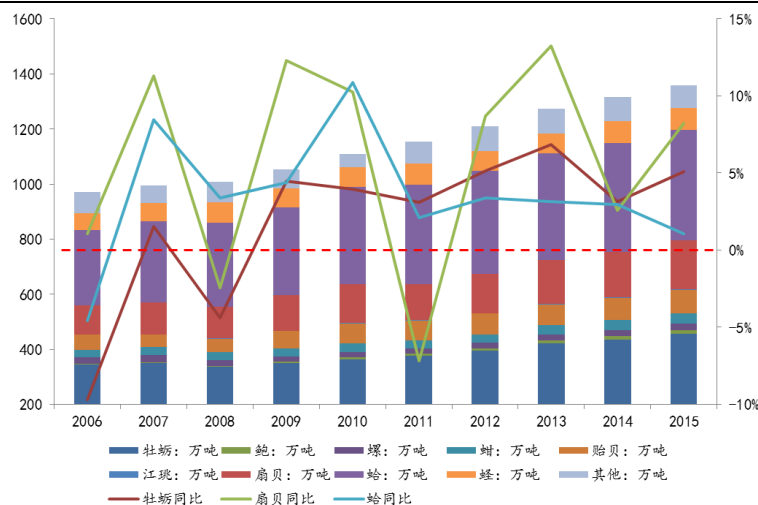
资料来源：万得，中国渔业统计年鉴，信达证券研发中心

图 34：2015 年我国海水养殖各类别产品产量占比情况



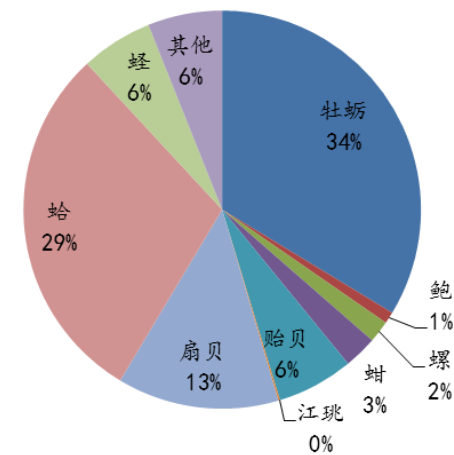
资料来源：万得，中国渔业统计年鉴，信达证券研发中心

图 35：我国贝类养殖分类别产量及变化情况



资料来源：万得，中国渔业统计年鉴，信达证券研发中心

图 36：2015 年我国贝类养殖各类别产品产量占比情况

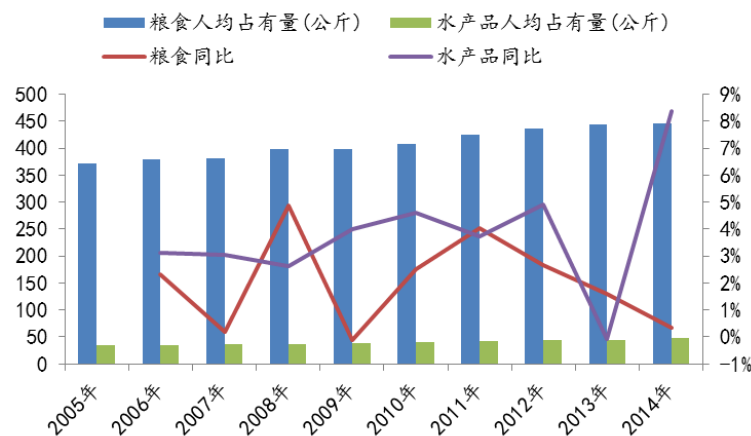


资料来源：万得，中国渔业统计年鉴，信达证券研发中心

水产品需求仍具较大增长空间

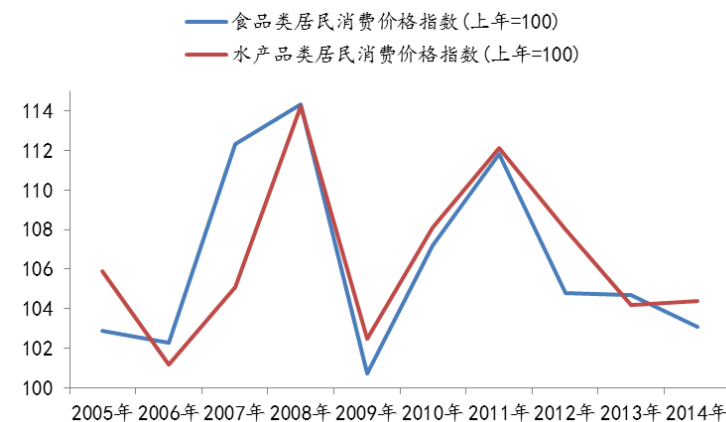
随着城乡居民收入水平的提高，其饮食结构也逐步得到改善，“健康消费”的理念迅速蔓延至全国各地以及各阶层收入水平人群。水产品营养高，不仅提供了高价值的蛋白，而且是广泛的必需微量元素、矿物质和脂肪酸的重要来源，因此日益受到消费者的青睐，同时多数海珍品的消费也开始从“高端消费”回归至“大众消费”。2014 年国内人均水产品占有量为 47.25 千克，较 2009 年增长 22.95%，而同期人均粮食占有量增长 11.61%，并且从两者历年同比变化情况来看，排除两种产品的周期性干扰，可以得出水产品需求增长快于粮食需求增长的结论。另一方面，近年来水产品消费价格指数除部分年份外基本高于食品类平均消费价格指数，由此也可以反向推断出水产品价格的提升主要是受水产品需求提振的影响。随着人们健康理念的不断增强，消费结构的升级，海洋食品尤其是海珍品等低碳环保的绿色食品的需求量仍然有较大的增长空间。

图 37：我国水产品人均占有量增长快于粮食平均占有量



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

图 38：我国水产品人均占有量增长快于粮食平均占有量



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

耕种模式改革带动亩产回升，养殖业务各产品盈利齐转好

收入篇：亩产与价格双双提升

长海县底播增殖海域近些年增长较快，由 2006 年的 100 余万亩增至目前的超过 600 万亩，在这一过程中，自 2012 年开始出现了底播海域面积增长，但单位产出率与总体产量大幅下降的情况。2014 年 12 月以来，獐子岛海洋牧场研究中心与中国科学院海洋研究所、中国水产科学院黄海水产研究所、挪威海洋研究所等机构合作对海洋牧场进行了会诊，根据獐子岛海洋牧场现状结合先进的生产理念，依据底播扇贝的生活习性、各区域的环境特点、历年来的生产效果等提出了“3+1”模式：即生产和休耕有机结合的可持续发展新模式，实行放弃一部分养殖条件差的海域，根据养殖容量休耕一部分海域，正常生产一部分海域；确权海域实行扇贝 3 年的养殖周期结束后休耕 1 年再底播，以利于生态恢复及产业可持续发展。

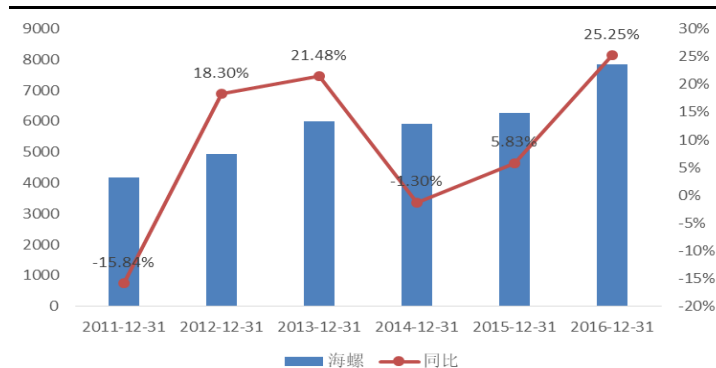
2016 年 5 月 10 日，公司发布公告称已完成海洋牧场“3+1”可持续耕作规划，决定从 2016 年开始实施，自此耕种模式改革正式落地。具体来看，公司决定放弃不适宜虾夷扇贝底播的确权海域 79 万亩，降低海域使用金成本约 3600 万元/年，海域调整完成后公司确权的虾夷扇贝底播规划面积约 231 万亩，逐步实现年滚动收获 58 万亩左右、产量 3-4 万吨。

表 1：公司海洋牧场“3+1”耕种模式图示

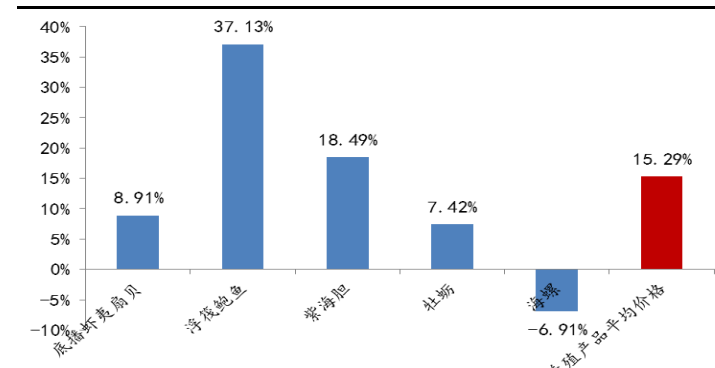
时间/状态	播种	播种 1 年后	播种两年后	收获但当年不播种、休耕 1 年
第一年	A	B	C	D
第二年	D	A	B	C
第三年	C	D	A	B
第四年	B	C	D	A
...

资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：放弃 79 万亩风险海域后剩余 231 万亩虾夷扇贝底播海域，A、B、C、D 为轮作的四部分海域，每部分约 58 万亩

公司 2012 年之前底播虾夷扇贝亩产在 100 公斤以上，但由于 2009 年至 2012 年期间公司新确权海域面积快速增长，且新获得海域海水深度较高，海水阳光、温度、饵料等资源较原海域有一定差距，同时公司采用同样传统的播苗方法，导致公司虾夷扇贝从 2012 年开始亩产急速下滑至 40 公斤左右，2014 年遭受冷水团灾害后亩产进一步下滑至 30 公斤出头。随着近些年播苗方式改良、优质自育苗种投放比例加大、“3+1”播种模式改良的不断推进，公司 2016 年虾夷扇贝亩产 36 公斤，较上年同期 33 公斤/亩增长约 10%，我们预计未来增速仍将乐观。通过公司“3+1”播种模式的实施，海洋牧场生态环境不断改善，作为野生品种，海螺的产量变化可以从一定程度上反映海域生态环境的变化，公司 2016 年海螺销售价格同比下降 6.91%，但海螺收入同比提升，公司 2016 年海螺产品收入 7854.57 万元，同比增长 25.25%，增速较上年大幅提升，表明公司播种模式改良已显成效，生态环境正在好转，有利于公司海洋牧场资源的可持续发展。

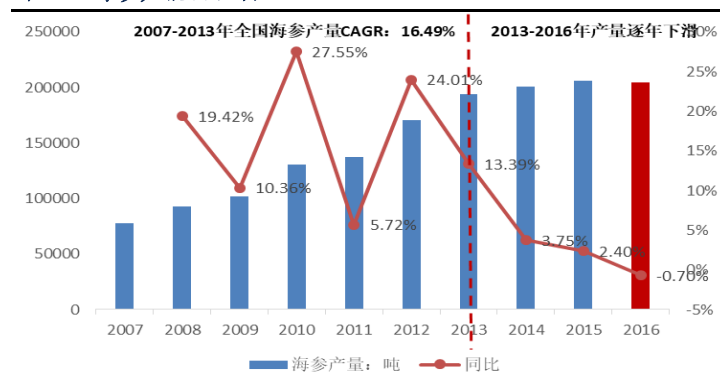
图 39：公司近年海螺营收（万元）及同比变化情况


料来源：公司公告，信达证券研发中心

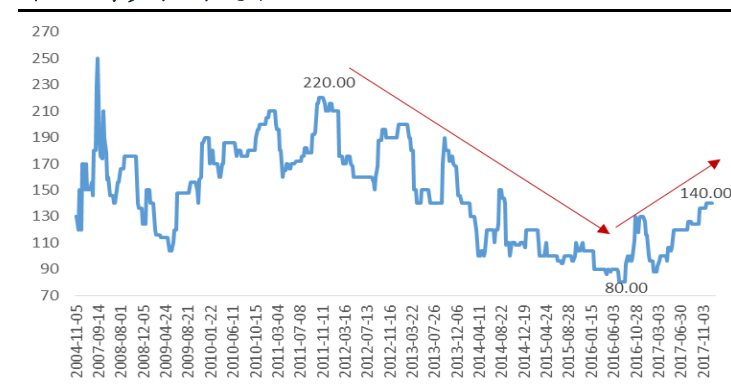
图 40：公司 2016 年各类养殖产品价格同比变化情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

随着“绿色消费、健康消费”时代的到来，多数海珍品正逐步走向百姓餐桌，需求稳步提升。从 2016 年下半年开始，公司主营的五种海产品市场价格均有较大幅度的提升。作为公司第二大品种，海参自 2017 年初以来持续上涨，目前 140 元/公斤。海参价格上涨主要受产能收缩和需求回暖的影响，我们预计未来两年内海参市场受此影响将延续高景气。2011 年之前，海参产品主打“奢食”概念，在高端消费市场掀起热潮，各大海参养殖加工企业的毛利润和增速较高，2007-2013 年全国海参产量的年复合增速高达 16.49%。随着厂商不断加入导致行业产能过剩以及消费限制政策的推出，海参价格开始急转直下。受价格降低影响，海参散养户开始加速退出，从 2013 年开始海参产量增速逐年下滑，并在 2016 年出现 10 年内的首次负增长，2016 年全国海参产量 20.44 万吨，同比下降 0.70%。海参大宗价从 2011 年 220 元/公斤的高位一路下滑至 2016 年初的 80 元/公斤，5 年内降幅达 70% 左右。目前海参市场仍处于产能调整期，我们预计未来将延续高景气。受海产品市场整体需求旺盛的影响，公司海产品价格整体上涨，2016 年公司水产养殖业产品平均销售价格 20.13 元/公斤，同比增长 15.29%。其中，除海螺产品外，其余产品均有较大幅度上涨。

图 41：海参产能去化明显


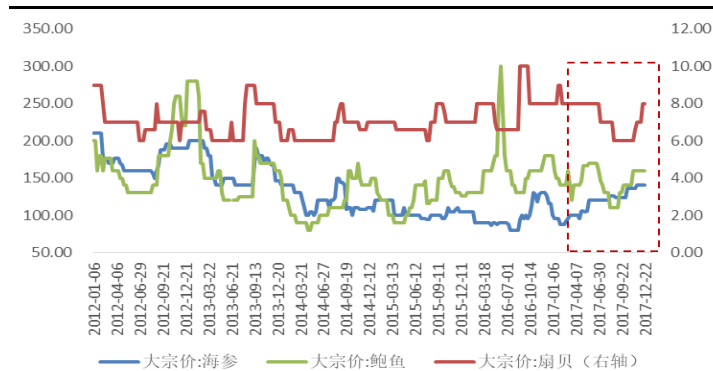
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 42：海参行业景气向上


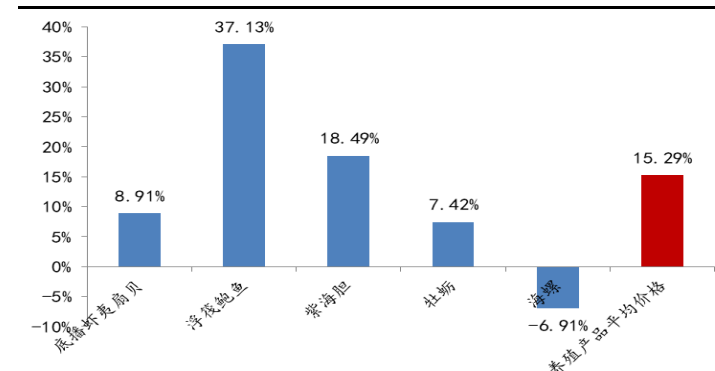
资料来源：万得，信达证券研发中心

公司扇贝方面，除受亩产回升以及市场需求旺盛对价格起到一定推动作用的利好外，公司成为双壳贝类欧盟复关的唯一受检企业，同时 2016 年日本虾夷扇贝预计大幅减产，共同为公司虾夷扇贝产品收益水平的提升、国内以及国际市场份额的不断扩大创造了有利条件。

公司海参方面，公司为保护獐子岛原产地海参的优质种源和海洋生态平衡，近几年獐子岛海域已不对海参进行底播增殖，通过养护保持海参自然繁育、自然生长。因优质资源珍贵及稀缺性，獐子岛产地海参价格基本保持稳步增长的态势，自 2016 年 9 月 1 日起再次按规格分别提价 10%-30%，现价 180 元/斤，此次涨价是公司为了更好的保持物种稳定繁衍，维护海洋生态环境，保证产品优秀质量，使獐子岛原产地海参能够实现按需采捕，定制定量。预计未来海参市场行业高景气以及公司海参产品的质量将带动公司海参产品盈利能力逐步增长，营收占比进一步提升。此外，公司每年举办的原产地海参大雪采捕的营销活动取得较好成效，公司品牌知名度不断提升，北纬 39 度野生海参的品质开始受到消费者的关注，我们认为该活动作为每年獐子岛的习俗活动将不断助力公司品牌形象的提升，对下游市场的拓展产生深远影响。

图 43: 我国海产品价格（元/公斤）上涨明显


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 44: 公司 2016 年主要海产品价格同比增长情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

成本篇：优质自育贝苗投放比例逐年提升

作为公司最大主营业务，底播虾夷扇贝的成本主要由苗种费用、海域使用金、采捕费以及看护费等构成，其中苗种成本平均占到总成本的 50%以上。公司使用的苗种主要包括自育苗、自然采苗、外购组合业户的苗种，由于公司自育苗存活率较高同时价格较低，近些年公司一直加大自育苗种的研发力度及投放比例。目前公司在苗种繁育技术、现代育种技术应用、新品种开发等方面保持行业领先，积累了扇贝、海参、鲍鱼、牡蛎、巨藻等优质种质资源，2015 年公司“獐子岛红”获批国家水产新品种。公司逐年提高自育苗种投放比例，现自育苗占投苗总量的半数以上。综合收入和成本两方面考虑，受养殖产品销售价格上涨及资源恢复带来的单位成本下降影响，公司水产养殖业务盈利能力恢复。

公司在逐年增加自育苗种投放比例以降低海水养殖营业成本的同时，通过加大研发投入力度，致力于成为中国海洋种业的服务商，以海水种业平台的研发成果作为核心竞争力，输出种子、技术与服务，打造种业成为公司海洋牧场新的利润点。

图 45：公司从上、中、下游三个层面实现相应功能以推动公司海洋种业发展



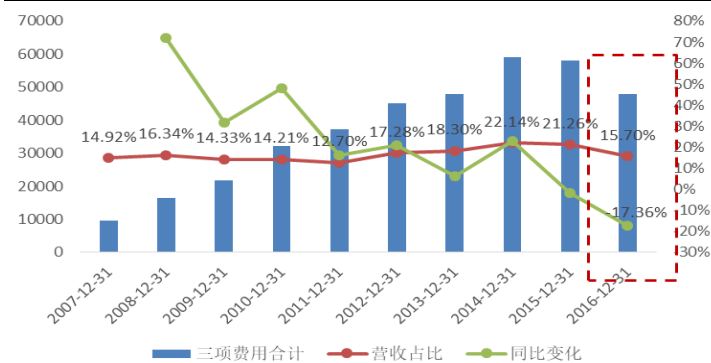
资料来源：信达证券研发中心

公司费用管控成效显著

公司通过优化组织架构、精减辅助人员、减少总部办公面积、降低物资采购成本、严格控制投资、盘活闲置资产、关停与退租运营低效资产等措施，近年来管理、销售、财务三项期间费用大幅降低。具体来看，在资源端，重点加强苗种费、海域使用金、人工成本的管控；在加工环节，重点加强产销衔接、产品创新、多种经营，实现订单前置释放产能，加快库存周转率；在市场端，按产业进行一体化优化调整，架构扁平，突出以价值和结果导向的绩效机制，薪酬成本显著降低。集团员工数量同比下降超过 15%，人力资源成本同比下降近 10%。公司 2016 年期间费用同比下降 17.36%，期间费用的营收占比 15.70%，较上年下降 5.56 个百分点，为近五年来的新低。

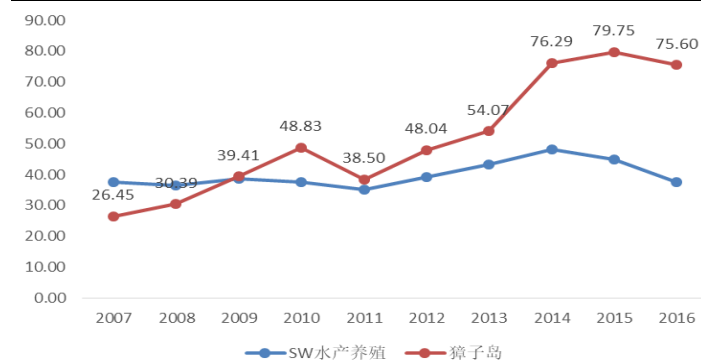
尽管公司在费用管控力度加大的情况下，三项费用持续回落，但公司资产负债率居高不下，仍然远高于行业平均水平，从而导致公司财务费用一直偏高。2014 年公司资产负债率突然走高，主要原因是，自 2014 年开始，公司为优化经营业务周期和银行贷款周期的匹配度，结合业务情况对债务结构进行了调整，增大了中长期贷款的比重。公司目前经营业绩稳步回升、财务状况持续改善，我们认为公司将日益重视资产负债率偏高的问题，费用管控也已初显成效，2016 年公司负债率较上年同期下降 4 个百分点，未来公司财务费用占比有望继续下降。

图 46: 公司三大期间费用（万元）变化情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 47: 公司近 10 年资产负债率%变化情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

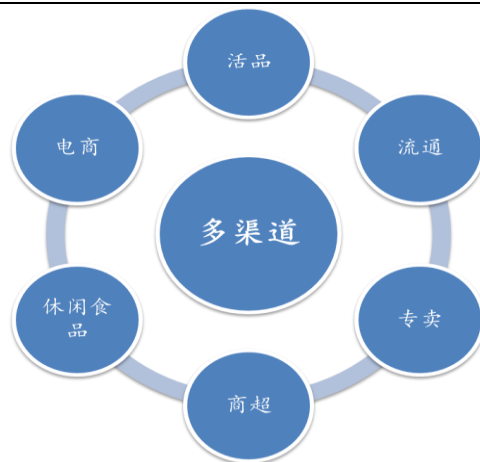
市场与品牌能力稳步提升，引入股东助力转型

全渠道布局逐步完善，市场能力进一步提高

在市场方面，公司重点提升销售力、产品力，营销系统围绕战略品种、渠道、客户初步完成了在多国市场和国内市场的多品系、多渠道布局，同时也提高了公司品牌化水平，实现了订单前置和精准生产。目前公司已逐步形成了活品、流通与餐饮、专卖、商超、休闲食品及电商 6 个渠道中心产销一体化运营，全渠道布局日趋完善，各渠道得到不断强化，总体上国内渠道运营网络已基本完成布局，通过线上与线下融合、直营与分销融合，不断打开新的市场局面。

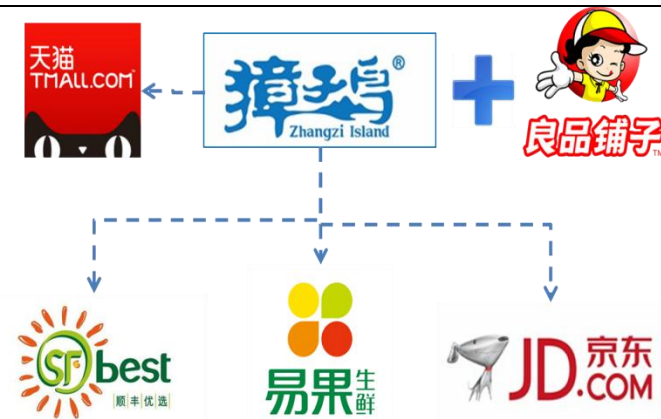
具体分渠道来看，活品分销以客户为中心、服务全国水产品批发市场，预计将继续保持市场领先份额；冻品流通实现较快扩张，产品向集约化、高值化转变；海参产品营销系统优化自营及加盟店面结构，关闭亏损或利润贡献差的店面，培植海参客户群体，以高值产品、高值服务和差异化销售策略，逐步摆脱海参市场无序竞争局面；商超领域入驻多家大型连锁超市系统旗下门店，包括麦德龙、山姆等知名商超系统，逐步推出海洋食品体验消费模式，预计通过该模式未来可以有效提升客户粘性和品牌影响力；组建休闲食品营销体系，开启品系大众化、年轻化、规模化进程，公司与休闲食品领先品牌“良品铺子”建立双品牌合作，公司休闲食品已进入 1000 余家店铺，占店铺总数的 90%以上，未来将继续推出各类新品，同时积极推进生鲜和冻品业务；电商业务主打生鲜营销，2014-2016 年连续三年获得“双十一”水产生鲜类目第一名。2016 年公司借助双十一活动，建立全网会员数据库，并赋能线下经销商，提高公司整体大盘销售额，预计未来公司将通过多渠道互动，形成协同效应，推动业绩全面增长。

图 48：公司多渠道布局已基本完成



资料来源：信达证券研发中心

图 49：公司电商业务入驻多家主流平台并与良品铺子双品牌合作



资料来源：信达证券研发中心

品牌逐步修复，市场影响力有望扩大

公司于 2015 年 4 月收到 MSC 认证证书，成为中国区唯一一家 MSC 渔场，对塑造獐子岛国际化品牌素质、吸引全球资源合作具有重要价值，同时，集团各加工单位对接国际标准，相继拥有 HACCP、MSC、BRC、CSR 等系列国际市场“通行证”。公司借助波士顿、布鲁塞尔、东京、青岛等国际博览会，拓展国际化合作半径。另一方面，作为国内主流线上生鲜频道的主要生鲜商家，品牌曝光率不断攀升，率先在国内电商领域引领海参类目诚信规范。预计公司未来品牌逐步修复的同时，市场影响力也将持续扩大，对公司由食材企业向食品企业转型起到积极作用。

引入战略投资者助力公司加速转型

2016 年 6 月，公司控股股东投资发展中心与上海和襄投资管理有限公司签署了《股份转让协议》及补充协议，将其持有的獐子岛股份 5916.12 万股（占獐子岛总股本的 8.32%）以 7.89 元/股的价格转让给上海和襄的全资子公司北京吉融元通资产管理有限公司。和君咨询是上海和襄的大股东，引入咨询行业背景的股东对公司战略规划和长远发展有积极影响。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

养殖业务主要产品假设

1、虾夷扇贝：公司通过积极调整耕种模式带动海洋牧场环境大幅改善，资源容量在逐渐扩大，主营产品虾夷扇贝亩产正在恢复，考虑到“3+1”耕种模式实施效果显著，我们预计未来两年内虾夷扇贝亩产将持续稳步提升、收获面积维持平稳。此外考虑到海产品供需格局改善、价格恢复向上，公司虾夷扇贝吨值维持小幅增长。另外，公司虾夷扇贝收入一部分来自养殖产品销鲜，这部分计入公司养殖业务收入，占比 95%，毛利率估计在 25%左右；一部分来自加工品收入，计入公司加工业务收入，占比 5%，毛利率约为 11%。经过拆分之后的假设我们预计公司虾夷扇贝未来三年毛利率分别为 24.3%、24.8%、25.3%。

表 2：公司虾夷扇贝经营假设

虾夷扇贝	2017E	2018E	2019E
亩产：公斤/亩	37.0	37.5	38.0
收获面积：万亩	58.0	58.0	58.0
产量：万吨	2.1	2.2	2.2
吨值：万元/吨	3.8	3.9	4.0
养殖业务吨值占比	95.0%	95.0%	95.0%
养殖收入：万元	77470.6	80583.8	83752.0
养殖毛利率	25.0%	25.5%	26.0%
养殖毛利：万元	19367.7	20548.9	21775.5
加工业务吨值占比	5%	5%	5%
加工业务收入：万元	4077.4	4241.3	4408.0
加工毛利率	11.0%	11.5%	12.0%
加工毛利：万元	448.5	487.7	529.0
扇贝总收入	81548.0	84825.0	88160.0
扇贝总毛利	19816.2	21036.6	22304.5
毛利率	24.3%	24.8%	25.3%

资料来源：信达证券研发中心

2、海参：2016 年公司海参销售价格上调，我们预计在海参行业供需格局持续改善、行业景气向上期间有继续提价的可能，且成本端自育苗种投放占比不断提高以及海域使用金管控的不断优化，盈利能力有望继续提升。产能方面由于海洋牧场环境

容量有限，给予较低的产量增速预期。我们预计未来三年内公司海参产量分别为 1150 吨、1200 吨、1250 吨，毛利率分别为 50%、51%、52%。

表 3：公司海参经营假设

海参	2017E	2018E	2019E
产量：吨	1150	1200	1250
销售单价：元/公斤	180	182	184
收入：万元	20700	21840	23000
毛利率	50.0%	51.0%	52.0%
毛利：万元	10350	11138.4	11960

资料来源：信达证券研发中心

3、海螺：公司对海洋牧场养殖结构不断优化调整，海螺作为毛利率最高的养殖品种未来投苗量和产量将有较快增长，未来三年的产量预期分别为 1400 吨、1500 吨、1600 吨，考虑到公司海螺毛利率年增速有所放缓，我们假设未来三年海螺吨值和毛利率维持相对稳定。我们预计未来三年内公司海螺产品贡献营收分别为 8400 万元、9150 万元、9920 万元，毛利率均为 70%。

表 4：公司海螺经营假设

海螺	2017E	2018E	2019E
产量：吨	1400	1500	1600
产量同比		7.1%	6.7%
吨值：万元/吨	6.0	6.1	6.2
收入：万元	8400	9150	9920
毛利率	70%	70%	70%
毛利：万元	5880	6405	6944

资料来源：信达证券研发中心

贸易业务和加工业务假设

我们将公司按产品口径披露的业务数据中其他主营业务进行拆分，拆分后公司其他主营业务包括贸易业务、加工业务和其他业务，其中贸易业务和加工业务占绝大比重。贸易业务参考 2016 年的增速给予未来两年 10% 的营收增长率预期，在国内市场逐渐打开的背景下公司贸易业务体量或被逐渐压缩，两年后增速或将放缓。其他主营业务中包含的加工业务不是公司全部的加工业务，而是公司总加工业务中除去养殖产品虾夷扇贝用于加工的部分以及海参产品业务后剩余的部分，该部分包括各类进料原料加工制成的海产品或即食休闲食品，考虑到公司下游渠道布局日渐完善、品牌营销收效明显，未来市场空间较大，我们预计其他主营业务中的加工业务未来三年的营收增长率分别为 3%、5%、7%。由于贸易品和消费品售价偏稳定，我们预

计公司其他主营业务中贸易业务和加工业务未来三年的毛利率维持相对稳定，分别为 6.5%和 6%。经过拆分假设，我们预计未来三年公司其他主营业务总收入的同比增长率分别为 6.82%、8.03%、5.71%，毛利率为 6.28%。

表 5：公司其他主营业务假设

其他主营业务	2017E	2018E	2019E
其他主营总收入：万元	202538.90	218804.32	231308.94
同比	6.82%	8.03%	5.71%
其中：贸易业务收入	122769.50	135046.45	141798.77
收入同比	10.00%	10.00%	5.00%
贸易毛利率	6.50%	6.50%	6.50%
贸易毛利	7980.02	8778.02	9216.92
加工业务收入	74495.34	78220.11	83695.52
收入同比	3.00%	5.00%	7.00%
加工毛利率	6.00%	6.00%	6.00%
加工毛利	4469.72	4693.21	5021.73
其他收入	5274.05	5537.76	5814.64
收入同比	5.00%	5.00%	5.00%
其他收入毛利率	5.00%	5.00%	5.00%
其他收入毛利	263.70	276.89	290.73
总成本	189825.46	205056.20	216779.55
总毛利	12713.44	13748.11	14529.38
整体毛利率(%)	6.28%	6.28%	6.28%

综合上述分析,我们预计公司营业总收入 2017- 2019 年分别为 32.85 亿元、35.01 亿元、36.82 亿元,同比增速分别为 7.62%、6.60%、5.16%。我们预计公司 2017 年、2018 年、2019 年归属母公司净利润分别为 1.19 亿元、1.63 亿元和 2.02 亿元, EPS 分别为 0.17 元、0.23 元、0.28 元。

估值与投资评级

我们采用相对估值法对公司进行估值，参考 A 股海水养殖上市公司 2017 年市场一致预期 PE 的平均值 70.5X，根据当前股本我们预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.17 元、0.23 元，对应 PE 分别为 48.7X、35.6X，远低于行业平均水平。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 6: A 股可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价	市值	EPS			PE		
				16A	17E	18E	16A	17E	18E
002086.SZ	东方海洋	12.64	86.93	0.11	0.18	0.18	113.46	69.07	68.53
600467.SH	好当家	3.18	46.46	0.03	0.04	0.04	106.00	85.48	70.67
平均值		7.91	66.70	0.07	0.11	0.11	109.73	77.27	69.60
002069.SZ	獐子岛	8.18	58.17	0.11	0.17	0.23	73.10	48.74	35.60

资料来源: 万得, 信达证券研发中心 注: 股价、市值以 2018 年 1 月 8 日收盘价为基准, PE、EPS 为信达预测值。

风险因素

1. 海洋牧场资源恢复不及预期。公司预计在改变耕种模式后海洋牧场环境有所恢复并将持续改善，其中主营产品虾夷扇贝亩产回到 37 公斤/亩，较上年同期相比提高 10%左右，存在未来亩产恢复速度不及预期风险。对公司主要产品虾夷扇贝亩产和吨值进行敏感性分析发现，虾夷扇贝亩产和吨值的变动对公司业绩有较大影响，虾夷扇贝亩产或吨值每分别变动 3 公斤/亩或 0.3 万元/吨，影响公司 2017 年营收增长率变动约 2 个百分点，影响每股收益变动 0.01 元。

表 7：主要产品虾夷扇贝亩产和吨值对公司营收增长率的边际影响

营收增长率		亩产（公斤/亩）				
		31.00	34.00	37.00	40.00	43.00
吨值（万元/吨）	3.20	-0.25%	1.58%	3.40%	5.23%	7.05%
	3.50	1.52%	3.52%	5.51%	7.51%	9.50%
	3.80	3.29%	5.46%	7.62%	9.79%	11.95%
	4.10	5.06%	7.39%	9.73%	12.07%	14.41%
	4.40	6.82%	9.33%	11.84%	14.35%	16.86%

来源：信达证券研发中心

表 8：主要产品虾夷扇贝亩产和吨值对公司每股价值的边际影响

每股收益		亩产（公斤/亩）				
		31	34	37	40	43
吨值（万元/吨）	3.2	0.13	0.14	0.15	0.16	0.16
	3.5	0.14	0.15	0.16	0.17	0.18
	3.8	0.15	0.16	0.17	0.18	0.19
	4.1	0.16	0.17	0.18	0.19	0.20
	4.4	0.17	0.18	0.19	0.20	0.21

来源：信达证券研发中心

2. 海产品价格下跌。目前海参等海珍品价格触底反弹，未来或迎来景气向上期，不排除其他干扰因素造成海产品价格走低的情况。

3. 新产品推出不及预期。公司转型需要新产品研发能力的支撑，目前各产品销量及新产品推出量比较可观，未来随着产品类别的饱和，新产品推出有可能放缓，从而对公司业绩增长造成一定影响。

4. 债务压力高企。公司具有远超行业平均水平的资产负债率，财务费用负担短期内得不到有效缓解。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,621.12	2,881.63	3,003.83	3,170.04	3,369.24
货币资金	579.53	581.45	548.15	561.97	636.91
应收票据	15.08	5.84	6.28	6.70	7.04
应收账款	254.95	348.77	375.36	400.11	420.76
预付账款	177.76	112.77	120.54	128.24	134.49
存货	1,543.40	1,751.35	1,872.05	1,991.57	2,088.59
其他	50.40	81.45	81.45	81.45	81.45
非流动资产	1,864.26	1,592.60	1,612.46	1,633.50	1,656.04
长期投资	134.13	180.11	180.11	180.11	180.11
固定资产	1,247.18	1,091.53	1,117.36	1,166.37	1,204.04
无形资产	319.45	268.00	247.78	227.55	207.33
其他	163.51	52.96	67.21	59.47	64.56
资产总计	4,485.39	4,474.23	4,616.29	4,803.53	5,025.28
流动负债	2,329.66	2,626.87	2,650.29	2,673.33	2,692.08
短期借款	1,725.51	1,172.42	1,172.42	1,172.42	1,172.42
应付账款	211.78	301.39	322.16	342.73	359.43
其他	392.37	1,153.05	1,155.70	1,158.17	1,160.23
非流动负债	1,247.54	755.64	755.64	755.64	755.64
长期借款	1,191.54	705.24	705.24	705.24	705.24
其他	56.00	50.40	50.40	50.40	50.40
负债合计	3,577.20	3,382.51	3,405.93	3,428.97	3,447.72
少数股东权益	22.57	18.88	18.17	18.99	20.00
归属母公司股东权益	885.61	1,072.84	1,192.18	1,355.57	1,557.55
负债和股东权益	4485.39	4474.23	4616.29	4803.53	5025.28

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,726.78	3,052.10	3,284.72	3,501.38	3,682.10
同比(%)	2.43%	11.93%	7.62%	6.60%	5.16%
归属母公司净利润	-242.94	79.59	119.34	163.39	201.98
同比(%)	-79.57%	-132.76%	49.94%	36.90%	23.62%
毛利率(%)	11.76%	15.13%	15.70%	15.87%	16.10%
ROE(%)	-	8.13%	10.54%	12.83%	13.87%
每股收益(元)	-0.34	0.11	0.17	0.23	0.28
P/E	-	73	49	36	29
P/B	6.57	5.42	4.88	4.29	3.73
EV/EBITDA	26.58	21.78	24.87	21.60	19.40

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,726.78	3,052.10	3,284.72	3,501.38	3,682.10
营业成本	2,406.08	2,590.37	2,768.89	2,945.67	3,089.17
营业税金及附加	2.45	9.67	15.44	16.46	17.31
营业费用	201.03	177.15	177.37	182.07	184.10
管理费用	210.12	162.93	151.10	150.56	147.28
财务费用	168.69	139.12	147.68	147.92	148.18
资产减值损失	48.88	5.00	27.05	28.79	22.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.52	52.57	18.74	24.61	31.98
营业利润	-307.96	20.44	15.94	54.52	105.88
营业外收入	222.08	79.20	126.76	126.76	126.76
营业外支出	-25.21	16.72	12.76	1.42	10.30
利润总额	-60.67	82.93	129.94	179.86	222.34
所得税	184.77	7.21	11.30	15.65	19.34
净利润	-245.44	75.71	118.63	164.21	202.99
少数股东损益	-2.50	-3.88	-0.71	0.82	1.01
归属母公司净利润	-242.94	79.59	119.34	163.39	201.98
EBITDA	339.46	400.38	350.70	403.69	449.50
EPS (摊薄)	-0.34	0.11	0.17	0.23	0.28

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	317.71	307.58	181.58	225.86	285.75
净利润	-245.44	75.71	118.63	164.21	202.99
折旧摊销	204.18	178.90	74.30	77.38	80.70
财务费用	195.95	138.55	146.46	146.46	146.46
投资损失	-2.52	-52.57	-18.74	-24.61	-31.98
营运资金变动	-41.05	-40.28	-159.13	-158.15	-127.66
其它	206.59	7.27	20.06	20.57	15.23
投资活动现金流	-53.41	83.68	-68.42	-65.58	-64.35
资本支出	-45.96	7.63	-87.17	-90.20	-96.32
长期投资	-4.20	2.88	18.74	24.61	31.98
其他	-3.25	73.17	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-141.33	-507.96	-146.46	-146.46	-146.46
吸收投资	0.22	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	54.40	-326.18	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	195.95	164.18	146.46	146.46	146.46
现金净增加额	132.84	-95.68	-33.30	13.82	74.94

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

刘卓，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。