

行业进入壁垒渐高 今年船、鱼皆增长

——开创国际（600097）调研快报

2011年2月24日

推荐/首次

农林牧渔

调研快报

银国宏	策略分析师 执业证书编号：S1480207120048		
联系人：王昕	农林牧渔行业分析师 wangxin@dxzq.net.cn	010-66507312	wangxin200810@hotmail.com

事件：

近期我们拜访了位于上海的开创国际，与公司领导就各项业务发展与方向等问题进行了交流。

观点

1. 资金密集、技术密集和劳动力密集相结合，大洋捕捞行业进入门槛高

海洋捕捞主要分为过洋性捕捞和大洋性捕捞，过洋捕捞多为近海，大洋性捕捞多为国际公海、专属经济区等，公司从事的主要是大洋性捕捞。由于大洋捕捞船舶的专业性与特殊性，决定了其建造成本远高于同等吨位普通商船（1000吨级金枪鱼围网船的单船造价在1700万美元以上），因此进入大洋捕捞行业对资本的要求非常高。

大洋性捕捞作业海域远离大陆且环境恶劣，对船舶、网具设备、软件信息系统都有很高的要求；同时船上专业技术人员和工人的能力水平、素质品格以及工人的管理水平都影响着船队竞争力，所以大洋捕捞也是一个集工具与人员高度专业化、技术化的行业。

虽然新型船舶以及现代技术手段大大降低了船员的工作强度，改善了工作环境，但是捕捞仍然是劳动密集型行业，公司拖网渔船的单船人员配备约120人/船，金枪鱼围网船单船人员配备约30人/船，公司作为国内远洋渔业龙头在与外国企业竞争时具有明显的劳动力成本优势。

表 1：大洋性渔业与过洋性渔业

	大洋性渔业	过洋性渔业
捕捞对象	竹荚鱼、金枪鱼（以鲣鱼、黄鳍金枪鱼为主）	鱿鱼、乌贼等软体鱼类
作业区域	智利外海、中西太平洋水域的国际公海或其他国家200海里专属经济区，也可凭许可证进入他国近海海域进行捕捞作业	毛里塔尼亚、摩洛哥、乌拉圭、阿根廷等国家，凭入渔许可证或中外渔业合作协议在他国近海或经济区进行捕捞作业
目标市场	竹荚鱼市场分布在非洲、南亚及东欧。金枪鱼市场在欧洲、美国等发达国家	市场主要在沿岸国，部分产品运回国内销售
捕捞设备	大型船舶，续航力高，抗风浪能力强，仓储量大，船舶马力大，航速高各种设备配备齐全。使用大型中层拖网、大型上层围网等捕捞网具，网具科技含量高，目前国内无法生产	小型船舶，不具备远离陆地作业能力，设备配备简易。使用延绳钓、曳绳钓、小型拖网等捕捞工具，网具简单，设备价格低
捕捞技术含量	现代化网具、通导设备、助渔助航设备，产品生产流程规范化、程序化	网具、通讯导航设备技术含量比较落后，产品生产流程简单

资料来源：公司公告，东兴证券

2. 远洋捕捞许可不再颁发新证，公司先发优势愈加明显

近年来为实现可持续发展，国际远洋组织开始对外海实施捕捞许可证管理，通过控制捕捞船数量、时间、捕捞量等方式对特定区域捕捞作业进行管理，这种准入许可+配额制的管理制度成为进入远洋捕捞业的最大障碍。目前公司竹荚鱼捕捞海域东南太平洋组织已不再发新证，公司的许可证弥足珍贵也占据主导地位，作为具有几十年远洋捕捞历史的企业，公司许可证和技术管理水平都处于领先地位，未来先先进入优势将更加明显。

3. 公司未来扩张两条路：扩渔船，扩产业链

公司目前贡献利润的主要是竹荚鱼和金枪鱼，竹荚鱼在智利外海捕捞，金枪鱼在中西太平洋 8 个岛国所属经济区捕捞。竹荚鱼主要销售给尼日利亚直接食用，金枪鱼主要做成罐头（A 股另一家远洋渔业公司中水渔业主要是金枪鱼钓，面向中高端；公司主要是金枪鱼围网，面向中低端），未来公司还将主攻这两大主业。我们认为远洋渔业公司未来的成长有两条路径，一是增加船只同时也增加许可证，但由于许可证获得较难，所以公司扩张需要选择合适的时点，通过收购兼并等形式完成。08 年公司重组后有竹荚鱼拖网船 5 艘，金枪鱼围网船 7 艘，现在金枪鱼围网船增加到 11 艘，新增的 4 艘中 2 艘已投入使用，还有 2 艘在大连建造（金枪鱼围网船国内共有 20 艘，其中公司占一半以上），预计今年金枪鱼的产能产量同比将有显著增加。

二是完善产业链，向下游进军。公司目前已与新加坡 TRI MARINE INTERNATIONAL(PTE) LTD 就合作组建金枪鱼进出口加工合资公司签署了合作备忘录，合资公司成立后将进口金枪鱼原料至中国大陆进行加工，产品将销往国内和国际市场，公司也将从捕捞销售为主向下游逐步完善金枪鱼加工产业链。

表 2：竹荚鱼和金枪鱼船只及捕捞区域

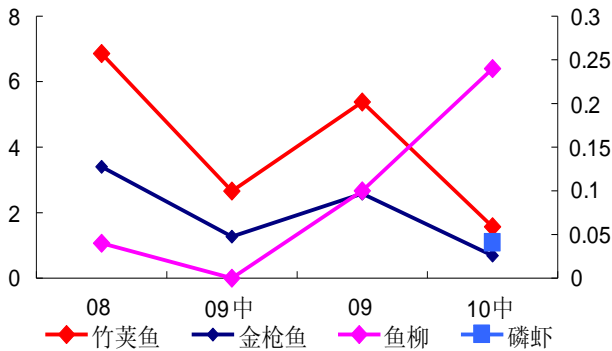
船只名称	捕捞区域
竹荚鱼 开富号、开裕号、开顺号、开利号、开欣号	主要出自东南太平洋、东北太平洋）、西北太平洋、东南大西洋、中东大西洋等 5 个海区，其中以东南太平洋海域产量最大。尤其是在南纬 5—60 度，东西在秘鲁、智利 200 海里经济区外线沿经度 40 度一直延伸到新西兰海域，宽度越 8 个经度的广大海域，形成一条“竹荚鱼带”
鲣鱼、黄鳍金枪鱼、少量的大目金枪鱼 金汇 1 号、金汇 2 号、金汇 3 号、金汇 6 号、金汇 7 号、金汇 8 号、波纳佩 1 号、LOMETO 轮、LOMALO 轮	金枪鱼是大洋暖水性洄游鱼类，在太平洋、大西洋、印度洋的低中纬度海区广泛分布。开创远洋金枪鱼围网船队作业的中西部太平洋渔场是指北纬 20°到南纬 25°、西经 175°线以西一侧的太平洋海域

资料来源：公司公告，东兴证券

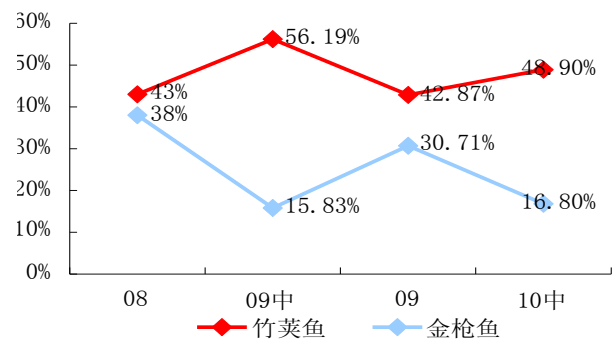
表 3：竹荚鱼与金枪鱼消费市场及群体

产品	终端消费市场	主要消费群体	经销商	销售产品形态
竹荚鱼	非洲等	中等及以下收入人群，覆盖面较广	德国 CRYSTAL FROZEN、英国 J. MARR、荷兰的 PARLEVLIE 公司等	原条鱼
金枪鱼	欧洲、北美、日本等东南亚国家，中国	中等及以上收入人群，覆盖面较广	台湾 FCF、日本 ITOCHU、新加坡 TRI-MARIN 等	罐头用原条鱼

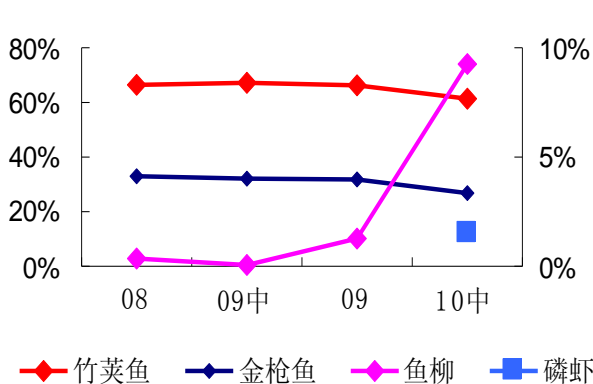
资料来源：公司公告，东兴证券

图 1：08 年-10 年中公司主要产品营业收入


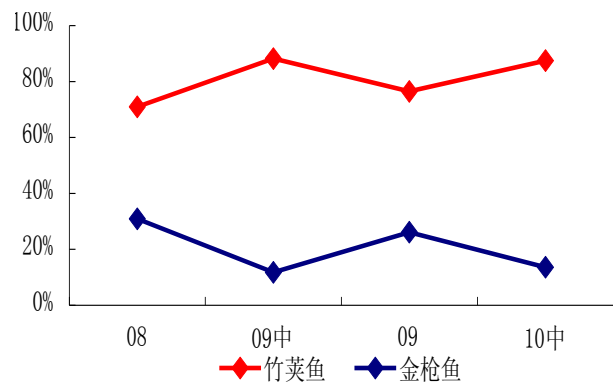
资料来源: wind 东兴证券 单位:亿元 竹荚鱼、金枪鱼左边在左侧

图 2：08 年-10 年中公司主要产品毛利率


资料来源: wind, 东兴证券 鱼柳和磷虾利润为负

图 3：08 年-10 年中公司主要产品营业收入占比


资料来源: wind 东兴证券

图 4：08 年-10 年中公司主要产品毛利润占比


资料来源: wind, 东兴证券 鱼柳和磷虾利润为负

4. 竹荚鱼定价与销售有一定话语权，金枪鱼价格趋势全球同步

公司目前所在的竹荚鱼捕捞区主要有三家经销商：英国的 JAMAR 公司、德国的 CRYSTAL FROZEN 公司、荷兰的 PARLEVLIE 公司，该三家经销商销售的竹荚鱼产品全部销往尼日利亚。其中德国 CRYSTAL FROZEN 公司的关联公司希腊 LAVINA 公司、荷兰 PARLEVLIE 公司在该捕捞区域从事捕捞作业。希腊、荷兰和公司三家年捕捞能力各占该区域捕捞量的 25% 左右，其中公司年捕捞能力在 10 万吨左右。根据近几年贸易状况，尼日利亚年消费竹荚鱼约 60 万吨，开创年捕捞能力占 1/6，所参加的销售共同对每年对尼日利亚的供应量约 30 万吨，占其国内一般份额。

我们认为公司在竹荚鱼市场上除了捕捞量占比大的优势外，在定价结算与销售方面也处于领先地位，公司销售与结算主要由 CRYSTAL FROZEN 负责，它成为公司与 LAVINA 竹荚鱼销售的“销售共同体”（销售联盟），由于“销售共同体”捕捞量占了该区域总产量的 50% 份额，因此在商务谈判中占据十分有利地位，公司在竹荚鱼定价方面的话语权，也降低了单独谈判的价格波动风险。

金枪鱼是全球捕获量最大以及主要国际贸易鱼种之一，国际金枪鱼市场是一个活跃的竞价交易市场，历史上看价格形成受到供需关系的影响，我们认为公司金枪鱼价格主要与国际市场并行，损益同步。在销售模式方面采取直接销给贸易商和直接卖给加工厂相结合。

5. 南极磷虾蛋白质含量极高，公司首先探捕既表明技术领先又为商业开发提供先遣

南极是世界的蛋白库，开发南极海域资源是我国及全人类的重大探索，09年开始我国相继派出大型船只赴南极探捕，2010/2011年磷虾探捕项目期间，在南极磷虾探捕区域同时作业的有来自挪威、韩国、日本、美国等国家的10余艘渔船，中国共派遣5艘，其中开创占3艘，是中国的主要力量。09年公司南极探捕船1只，磷虾产量约800吨左右，10年公司派出南极船只增加，未来捕捞量预计将有稳步提升。南极磷虾具有丰富的营养价值，未来在开发鱼油、化妆品、食品等方面极具探索意义，公司此次赴南极探捕不仅表明其行业技术龙头地位，也为未来首先进行磷虾商业开发和综合利用提供先发准备和经验储备，而且为公司又好又快发展远洋渔业形成后备渔场和技术储备奠定了基础。

（附南极磷虾简介：南极磷虾栖息在南极辐合区以南的南极海域里，它是一种甲壳类浮游动物，个体不大，体长一般3~5厘米。磷虾是人们今天已经发现的含蛋白质最高的生物，蛋白质含量达百分之五十以上，而且还富含人体组织所必需的氨基酸和维生素A。每十只磷虾所含的蛋白质就可以同两百克烤肉的营养价值相当。磷虾虾皮很薄，肉却很丰富，肉既细嫩又鲜美，可以同对虾相媲美。磷虾还有药用价值，可以用来治疗胃溃疡、动脉硬化等病症。因此磷虾已经成为世界捕渔业者捕捞的对象。据估计，南极海域的磷虾蕴藏量达五十亿吨以上。每年12月到第二年5月，磷虾密集于南极海域产卵繁殖，这是捕捞的大好时机。近几年来，世界的捕鱼量约为七千万吨左右，如果人们每年在南极海域捕磷虾一千五百万吨，那就将等于世界捕鱼总量的一倍，因此人们把南极海域称为世界未来的食品库。）

图 5：我国第 24 次南极大洋考察队长张永山在观察南极磷虾



资料来源：百度百科，东兴证券 单位：吨

图 6：南极磷虾



资料来源：百度，东兴证券

6. 主要成本中燃油有补贴、大修多年一次、劳动力成本有优势、

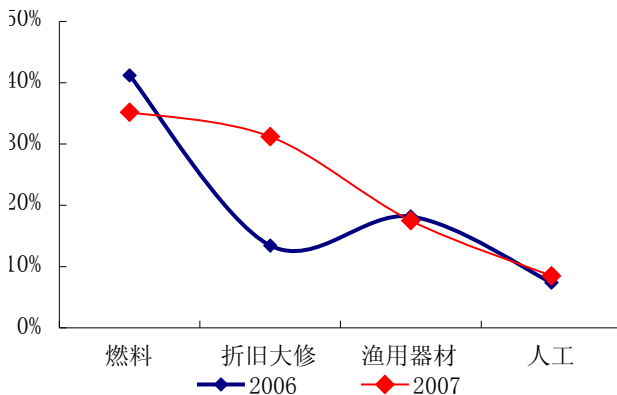
在大洋捕捞中燃料占生产成本的比重约38%左右，其次为渔用器材、折旧大修与人工，除生产成本外销售费用是另外一项重要成本，销售费用中运输费占比约77%，而燃料价格是影响运输费用的关键因素，因此燃料价格的变化对公司的利润影响较大。根据国家对渔业和远洋捕捞的柴油补贴规定，公司每年能够得到的补贴与油价上涨幅度相关，上涨越多补贴越多，近年来补贴政策很大程度上缓解了燃料价格上涨对生产成本的压力，07-09年补贴占收入的比重分别达到1.9%、9%和5.9%。公司拖网加工船每年进行一次大修，金枪鱼围网船大修一般3年一次，船舶大修使其质量得到提高，延长了使用寿命，公司一般船舶的使用年限可在行业基础上延长3-5年。发达国家的大型拖网船队人工成本约占生产成本的35%-40%，金枪鱼围网船队的人

工成本约占总成本的 30%，公司人工成本占比在 10%以下，拥有发达国家无可比拟的优势，我们认为未来大洋性捕捞产业从发达国家向发展中国家转移将是必然趋势。

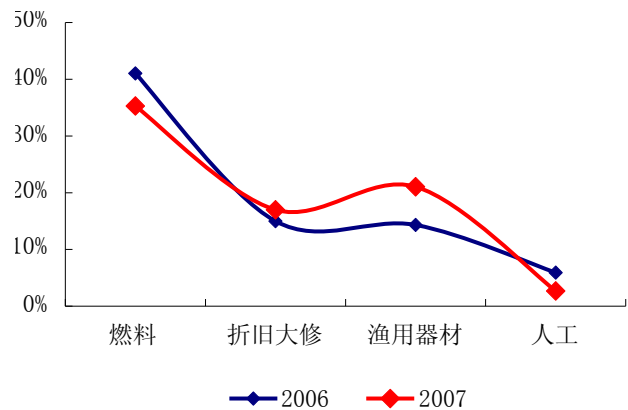
表 4: 燃油补贴方式

时间	补贴方式
2006 年	根据实际耗油量*油价上涨幅度* 50%
2007 年	根据理论耗油量（船舶功率*公海、200 海里内专属经济区不同系数测算）*油价上涨幅度* 50 %
2008 年	根据理论耗油量（船舶功率*公海、200 海里内专属经济区不同系数测算）*1100 元/吨（约油价上涨幅度的 50%）

资料来源：公司公告，东兴证券

图 7: 06-07 年竹荚鱼主要成本占比


资料来源 公司公告 东兴证券

图 8: 06-07 年金枪鱼主要成本占比


资料来源：公司公告，东兴证券

结论：

远洋捕捞许可证是行业进入的最大壁垒，在目前不再颁发新证的情况下，公司先发优势将体现得越来越显著，已有许可证资源将得到最大利用，巩固“国内领先、世界一流”战略。

扩张方式有二；一是购买其他公司已有的许可证；二是完善自身产业链，加工成品如罐头等利润率高于捕捞。获得更多捕捞许可证的方式将主要是兼并、收购其他公司，公司作为具有几十年远洋捕捞历史的企业具有明显的资源和技术优势。公司与新加坡企业合资建厂后将加工销售金枪鱼罐头，国内外市场都将有覆盖。

公司竹荚鱼捕捞量占智利外海域的 25%，负责公司销售的多国“销售联盟”占该区捕捞量的 50%，因此公司与销售联盟成员在竹荚鱼定价方面很有话语权，近年来价格波动不大；公司竹荚鱼捕捞能力约 10 万吨，未来增幅取决于捕捞天气及扩张速度，基于去年智利地震导致的竹荚鱼产量低基数，我们认为今年产量同比将有翻番以上增长。金枪鱼市场充分竞争，价格主要由全球供求决定；今年公司新增两艘金枪围网船，1 月份捕捞量同比增长 85%，同时今年大修船只减少，也将一定幅度增加捕捞量，全年预计增长 30%以上。

2010 年因智利地震影响，竹荚鱼产量降幅达到 50%多，全年净利润下滑 80%以上，我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.14 元、0.59 元和 0.79 元，对应的 PE 为 95 倍、23 倍和 17 倍，首次给予“推荐”评级。虽然 2010 年业绩有较大下滑，但公司所处行业进入壁垒高，公司作为行业技术和规模领先者，我们认为未来其船只扩张和产业链完善是值得期待的，基于 2010 年低基数，预计 2011 年利润将有较大幅度增长。

表 5：2010-2012 年公司盈利预测

万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	811.34	464.71	1000.03	1311.52
(+/-)%	-21.4%	-42.72%	115.20%	31.15%
净利润	152.10	28.51	118.46	159.96
(+/-)%	-3.1%	-81.26%	315.56%	35.04%
每股净收益（元）	0.75	0.141	0.585	0.790

资料来源：东兴证券

风险提示：

天气和海洋环境变化多端，由此造成的竹荚鱼和金枪鱼产量下降及价格波动不可预知。汇率出现较大变化。

分析师简介

王昕

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

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，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。

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。