

农林牧渔/渔业

(110202)

2006年9月13日

发行上市资料:

基础数据(发行后):

发行价格(元)	25
发行股数(万股)	2830
发行日期	9月13日
发行方式	网下询价 +网上资金申购
主承销商	平安证券
上市日期	-
每股净资产(元)	3.5
总股本/公开发行流 通股(万股)	11310/2830
流通B股/H股(万 股)	-

注:每股净资产以估计发行后股本摊薄

分析师

赵金厚

(8621) 63295888×449

zhaojinhou@sw108.com

联系人

韩威俊

(8621) 63295888×369

hanweijun@sw108.com

地址:上海市南京东路99号

电话:(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

http://www.sw108.com

獐子岛(002069)

拥有63万亩海域资源,业绩优良,上市合理股价为45-52元

公司研究/新股分析

盈利预测:

单位:百万元、元、%

	主营业务 收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业务 利润率
2004	366	24.57	72	104	0.64	43.2
2005	518	41.51	150	108	1.33	47.3
2006E	593	9.86	187	24.5	1.65	52.4
2007E	803	41.03	255	36.6	2.26	52.1
2008E	894	11.33	286	12.0	2.53	51.1

注:每股收益以发行后的总股本计算

投资要点:

● **公司主营海珍产品养殖。**獐子岛系由集体企业—大连獐子岛渔业公司—分立而来,主营虾夷扇贝、海参、鲍鱼等海珍品养殖,2005年养殖业务占主营业务收入和主营业务利润比例分别为86.7%和69%。其中,底播虾夷扇贝是优势业务,2005年底播增殖虾夷扇贝规模达到23.58万亩,收获产量1.1万吨,占全国底播虾夷扇贝产量比例42.28%,底播面积和产量居全国第一。

● **核心优势在于拥有65.63万亩优质海域使用权。**公司现拥有确权的养殖海域面积65.63万亩,仍有40万亩海域可供确权开发(潜在养殖海域105.63万亩)。公司海域地处内、外海交界处,属国家清洁海域,是海洋养殖的宝贵自然资源。2005年公司虾夷扇贝、海参、鲍鱼养殖海域利用率分别为37.26%、23.33%和12.5%,养殖规模扩张潜力较大。

● **募集资金主要投向水产养殖、加工业务。**本次发行2830万股,发行价为25元/股,可融资6.9亿元左右(扣除承销费),募集资金主要投向三个项目:海珍品底播增殖产业化基地、水产品精深加工区和大连国际贝类交易中心三个项目,这些项目大多已完成。预计增加虾夷扇贝20万亩(现23万亩),刺参330吨,水产品原料加工能力2.64万吨(现1.6万吨)。

● **上市合理定价45-52元。**预计公司2006-2008年净利润复合增长率为23%,EPS分别为1.65元、2.26元、2.53元,按20-23倍PE估值,对应2007年预测EPS水平,上市合理股价为45-52元。

● **风险因素:**主要有三:①自然灾害、养殖疫情可能造成损失;②价格波动,养殖规模增加可能使产品市场价格下跌;③加工存货不能及时销售。

投资案件

估值结果

预计公司 2006—2008 年净利润复合增长率为 23%，EPS 分别为 1.65 元、2.26 元、2.53 元，参考好当家（600467）估值水平，按 20—23 倍 PE 估值，对应 2007 年预测 EPS 水平，上市合理股价为 45—52 元。

表 1 獐子岛股票上市估值水平

股票代码	股票简称	股价(9.11)	EPS (元)			PE(倍)		
			2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E
600467	G 好当家	12.6	0.40	0.55	0.67	32	23	19
002069	獐子岛	45-52	1.33	1.65	2.26	33-39	27-31	20-23

资料来源：申银万国证券研究所

公司核心竞争优势

1. **拥有 65.63 万亩优质海域使用权。**公司现拥有确权的养殖海域面积 65.63 万亩，仍有 40 万亩海域可供确权开发（潜在养殖海域 105.63 万亩）。公司海域地处内、外海交界处，属国家清洁海域，是海洋养殖的宝贵自然资源。2005 年公司虾夷扇贝、海参、鲍鱼养殖海域利用率分别为 37.26%、23.33%和 12.5%，养殖规模扩张潜力较大。

表 2 獐子岛现有水域资源利用概况

单位：万亩

	虾夷扇贝	刺参	鲍鱼
可底播增值面积	63.29	1.20	0.40
可年滚动养殖面积	31.65	0.40	0.10
2006 中期实际底播面积	23.58	0.28	0.05
实际底播面积比例	37.26%	23.33%	12.50%

资料来源：公司招股说明书

2. **规模化养殖高档海珍品。**公司现有养殖产品主要为虾夷扇贝、海参、鲍鱼等高档海珍产品，已形成规模化养殖。2005 年底播增殖虾夷扇贝规模达到 23.58 万亩，收获产量 1.1 万吨。同时，公司产品采用底播增殖养殖方式，生长周期长（2—3 年），产品“天然、无污染”，品质较好，市场需求看好（水产品消费升级中的奢侈品）。

表 3 獐子岛主要产品产量

单位：吨

	2003	2004	2005	1H2006
虾夷扇贝	6233	6155	7105	5311
海参	104	163	248	109
鲍鱼	44	94	149	83

资料来源：公司招股说明书、申银万国证券研究所

驱动业绩增长因素

公司业绩增长驱动因素主要有二：一是养殖规模持续增加。因公司水域资源尚未充分利用，养殖规模增长所需海域空间较多。募集资金项目完成，公司可增加虾夷扇贝底播面积 20 万亩，围堰海参池 2000 亩，新增虾夷扇贝 16000 吨，海参 330 吨；二是水产品加工规模的增加，水产品深加工区基本建成，水产品原料加工能力由现有 15000 吨提高到 41410 吨，加工能力提高 1.7 倍。

表 4 獐子岛虾夷扇贝养殖规模和产量增长估计

单位：万亩、万吨

	2003	2004	2005	1H2006	2006E	2007E	2008E
底播面积	13.42	13.42	21.14	2.44	25.00	30.00	30.00
收获面积	9.52	10.12	13.42	7.59	13.42	23.58	25.00
在产品面积	23.54	26.84	34.56	29.41	40.99	47.41	52.41
底播产量	0.82	0.87	1.11	0.63	1.11	1.95	2.07
浮筏产量	0.15	0.19	0.23	0.24	0.28	0.28	0.30
合计	0.97	1.05	1.34	0.87	1.39	2.23	2.37

资料来源：公司招股说明书、申银万国证券研究所

主要风险因素

主要有三：①自然灾害、养殖疫情可能造成损失；②价格波动，养殖规模增加可能使产品市场价格下跌；③加工存货不能及时销售。2006 年上半年加工品存货如果不能在下半年及时销售，则将会影响公司 2006 年业绩水平，同时，也会影响公司水产品深加工规模实际扩张速度，从而使得公司 2006—2008 年业绩达不到预期水平。

表 5 公司存货规模

单位：百万元

	2003	2004	2005	1H2006
在产品	138.92	159.46	207.38	217.03
库存商品	8.07	18.61	56.48	103.42
合计	146.98	178.07	263.86	320.45

资料来源：公司招股说明书

表 6 獐子岛主要产品（鲜活品）价格变化

单位：万元/吨

	2003	2004	2005	1H2006
虾夷扇贝	2.30	2.48	2.82	2.73
海参	12.63	12.87	12.98	14.18
鲍鱼	27.92	28.66	29.29	31.39

资料来源：公司招股说明书

目 录

1. 公司基本概况	5
2. 主营业务特色和竞争优势	6
2.1 主营高档海珍品养殖	6
2.2 核心优势在于其拥有 65.63 万亩水域资源	8
3. 募集资金主要投向水产养殖业	9
4. 业绩具有持续增长潜力	11
4.1 海洋养殖行业前景看好	11
4.2 在产品（存货）增加为业绩增长提供基础	13
4.3 生产能力扩张具有较大潜力	14
4.4 预计 2006-2008 年净利润 CAGR 为 23.71%	15
5. 估值分析	18
6. 风险分析	19

图表目录

图 1	公司主营业务收入结构	6
图 2	公司主营业务利润结构	6
图 3	獐子岛虾夷扇贝养殖成本结构.....	7
图 4	獐子岛海参养殖成本结构	7
图 5	獐子岛海水养殖业务毛利率不断提高.....	7
图 6	中国海水养殖规模持续增加.....	11
图 7	中国贝类产量规模及增长情况.....	12
图 8	好当家主导产品价格走势	20
表 1	獐子岛股票上市估值水平	1
表 2	獐子岛现有水域资源利用概况.....	1
表 3	獐子岛主要产品产量	1
表 4	獐子岛虾夷扇贝养殖规模和产量增长估计.....	2
表 5	公司存货规模	2
表 6	獐子岛主要产品（鲜活品）价格变化.....	2
表 7	獐子岛股权结构	5
表 8	公司主导产品养殖周期和销售价格水平.....	7
表 9	底播养殖与浮筏养殖方式的优缺点分析.....	8
表 10	獐子岛募集资金原计划投资项目.....	9
表 11	海产品底播增殖产业化基地新增产能.....	10
表 12	水产品精深加工区项目新增产能.....	10
表 13	中国水产品总产量及其结构.....	12
表 14	2005 年中国沿海地区贝类养殖产量及结构	12
表 15	獐子岛虾夷扇贝生产规模及占行业总量比重.....	13
表 16	獐子岛存货数量持续增加	13
表 17	獐子岛虾夷扇贝存货量及产量预计.....	14
表 18	獐子岛海参养殖规模估计	14
表 19	獐子岛螺纹鲍鱼养殖面积及产量估计.....	14
表 20	獐子岛现有水域资源利用概况.....	15
表 21	獐子岛现有主要产品生产能力.....	15
表 22	獐子岛虾夷扇贝销售收入估计.....	16
表 23	獐子岛海参、鲍鱼销售收入估计.....	16
表 24	獐子岛主营业务收入及盈利估计.....	16
表 25	獐子岛 2006—2008 年盈利预测	17
表 26	獐子岛与好当家主营业务较.....	18
表 27	獐子岛股票上市估值水平	18
表 28	公司存货规模	19
表 29	獐子岛主要产品（鲜活品）价格变化.....	19

1. 公司基本情况

大连獐子岛渔业集团股份有限公司（以下简称“獐子岛”或“公司”）是由大连獐子岛渔业集团公司分立派生而来，其前身为集体所有制企业一大连獐子岛渔业集团，主要出资人为獐子岛镇政府和褡裢村、大耗村、小耗村等三个村委会。2001年2月，大连獐子岛渔业集团一分为二：将生产经营性资产和业务分立为大连獐子岛渔业集团股份有限公司（存续公司），新设立大连獐子岛海达公用设施服务公司承接非经营性资产和社会公益事业。其中，公司董事长、总经理吴厚刚（原獐子岛镇镇长）持有10%股权（2002年10月向其定向增发）。

公司主营海洋养殖，拥有养殖海域65.63万亩（4.375万公顷）、7个养殖分公司、3个育苗（原良种）厂、2个加工分公司，以及港务处、金贝广场等中转、销售服务场所。控股子公司主要为往来大连—獐子岛的客运服务、近海运输、酒店、信息咨询等业务，业务规模和成长性一般。

主要养殖产品为虾夷扇贝、刺参、皱纹鲍鱼、海胆等海珍产品。其中，底播养殖虾夷扇贝是公司主要优势业务，2005年虾夷扇贝产量13341吨，占全国虾夷扇贝总产量11.14%。

表7 獐子岛股权结构

单位：万股

股份性质及股东名称	发行前		发行后		限售条件
	持股数	比例	持股数	比例	
长海县獐子岛投资中心	5390.48	63.57%	5390.48	47.66%	36个月
长海县褡裢经济中心	854.78	10.08%	854.78	7.56%	12个月
吴厚刚	848	10%	848	7.50%	12个月
长海县大耗经济中心	824.26	9.72%	824.26	7.29%	12个月
长海县小耗经济中心	557.14	6.57%	557.14	4.93%	12个月
周延军	5.34	0.06%	5.34	0.05%	12个月
社会公众股			2830	25.02%	
合计	8480	100%	11310	100%	

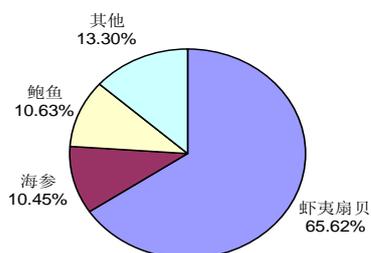
资料来源：公司招股说明书

2. 主营业务特色和竞争优势

2.1 主营高档海珍品养殖

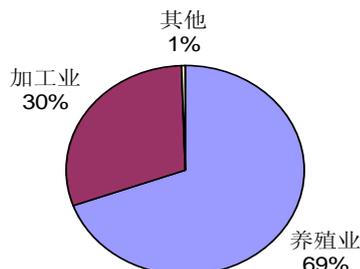
公司主营海珍产品养殖、加工，主导产品有虾夷扇贝、刺参、皱纹鲍鱼、海胆等，其中，虾夷扇贝是公司主要优势产品。2005年虾夷扇贝系列产品销售收入达到3.4亿元，占主营业务收入65.62%。

图1 公司主营业务收入结构（2005）



资料来源：公司招股说明书

图2 公司主营业务利润结构（2005）



资料来源：公司招股说明书

分析公司主营特色，主要有：

①产品以高档海珍品为主，盈利水平较高。目前，公司主要养殖品种有虾夷扇贝、刺参、皱纹鲍鱼等，上述品种均属于高档海珍品，养殖周期长、市场售价高，是消费升级的主要海产品，市场需求日益增加。同时，底播养殖模式中，自然放养，基本不投放饵料，饵料成本较低（一般人工养殖饵料成本是主要养殖成本）。

虾夷扇贝引进于日本，为大型冷水性贝类，生长速度较慢，罕有丰富的不饱和脂肪酸EPA和DHA（“脑黄金”）；海参是营养价值较高的海洋棘皮动物，生长在海底岩石或海藻底层，属于“海八珍”之一（燕窝、海参、鱼翅、鲍鱼、鱼肚、干贝、鱼唇、鱼子）；鲍鱼则一种名贵的单壳贝类，名列“海八珍”之冠。

除虾夷扇贝、海参、鲍鱼已经形成大规模养殖外，海胆、香螺、魁蚶、海鞘、黄条鲫等新品种也已进入规模养殖期和推广期。

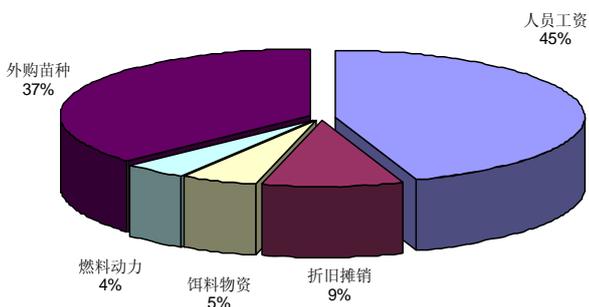
表 8 公司主导产品养殖周期和销售价格水平

	虾夷扇贝	海参	鲍鱼
养殖周期(年)	2	3	4
销售均价(元/公斤)	27.3	141.8	313.9

资料来源：公司资料

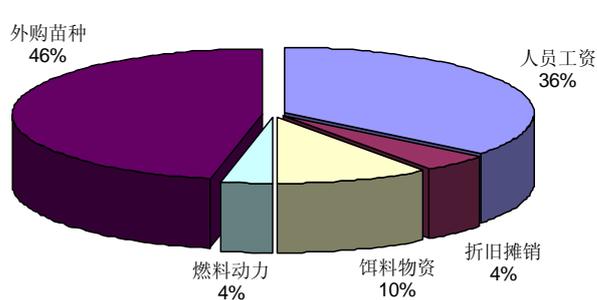
注:价格销售均价为 2006 年上半年数据

图 3 獐子岛虾夷扇贝养殖成本结构



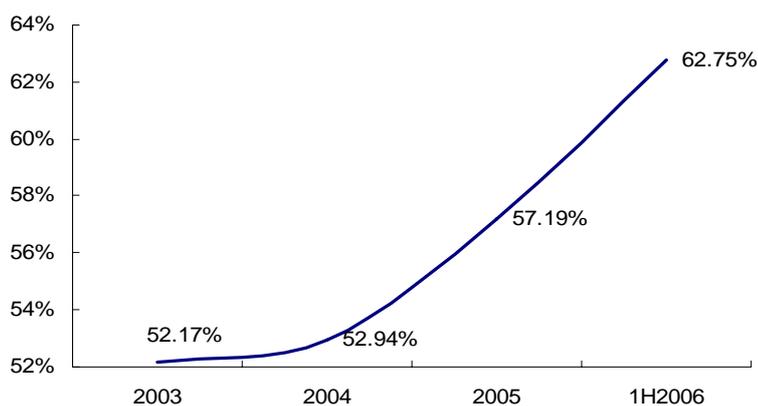
资料来源：公司招股说明书

图 4 獐子岛海参养殖成本结构



资料来源：公司招股说明书

图 5 獐子岛海水养殖业务毛利率不断提高



资料来源：公司招股说明书

②底播增殖养殖方式，产品品质优良。海产品人工养殖方式主要有两种：底播增殖和浮筏养殖（围堰养殖可归为底播增殖）。底播增殖指在适宜养殖的海域按一定密度投放一定规格的海产品苗种，使之在海底自然生长、不断增值的养殖方法；浮筏养殖则在海水表面固定台筏上的吊笼中投放一定规格的海产品苗种，

并通过人工管理的方法使之生长的养殖方法。养殖方式不同，产品品质不同。比较而言，底播增值类似于“自然放养”，生长周期较长，产品“天然、无污染”，品质较好。随着人们对海洋产品“天然、健康”的追求，底播增值更有市场竞争优势。

表 9 底播养殖与浮筏养殖方式的优缺点分析

	优点	缺点
底播增值	①自然生长，低密度，不给饵料； ②适合冷水生物养殖；③受风浪影响小；④养殖生物品质好。	①生长期较长；②需要较大海域。
浮筏养殖	①密度高；②单产高；③生长快； 适合分散经营；④易采捕。	①养殖生物品质稍差；②冷水生物容易受水温影响而死亡；③对风浪的低于能力较差；④投入设施成本高

资料来源：公司资料、申银万国证券研究所

③ 公司化生产模式，抵御市场波动风险能力较强。与部分养殖企业依靠出租水面资源收取租金收入不同，獐子岛采用公司化生产模式，生产人员均为公司员工（也招聘部分季节工），具有育苗、养殖、初加工、中转、销售服务等完整的产业链。这种经营模式，有利于发挥其规模效应，增强抗市场波动风险能力，生产扩张与业绩增长相联。

公司产品销售以“鲜活品”为主，2005 年以前销售模式基本为“坐销”（客户到生产基地提货）。2005 年开始，公司将销售平台前移至大连金贝广场，通过金贝广场实施对鲜活产品对全国一级经销商和市场配送；同时，加大渠道建设，销售人员由 20 人增加到 100 人，一级经销商由 4—7 个增加到 18 个。

2.2 核心优势在于其拥有 65.63 万亩水域资源

拥有一定的水域是水产养殖类企业生产经营必备的基础条件，也是企业可持续发展 and 核心竞争力体现的重要物质基础，并具有天然的垄断性。

獐子岛位于大连长海县长山群岛的南部，距大连 56 海里，由獐子岛、褡裢岛、大耗岛、小耗岛四个岛屿组成。獐子岛海域地处内海和外海交界处，属国家清洁海域，被认定为无公害水产品养殖基地和适宜养殖海域，营养丰富，是海水养殖难得的自然资源。

目前，公司已经确权的养殖海域面积为 65.63 万亩（4.375 万公顷），占全国 2002 年已查明的渔业用海面积 163.5 万公顷的 2.676%。而且，獐子岛海域周边目前已经纳入长海县养殖用海规划而未确权的可营海域面积为 40 万亩水域，公

司只要缴纳 50 元/亩/年的海域使用费,即可成为其养殖海域(因水深 40-50 米,只可适宜底播虾夷扇贝),即公司潜在养殖海域面积可达 100 万亩左右,这在水产养殖类上市公司中绝无仅有!个别品种(如虾夷扇贝)只有在大连长海县(公司养殖基地)和烟台长岛县养殖(不同品种对海洋底质要求不同:扇贝需要砂砾底质;海参需要泥沙底质;鲍鱼需要礁石底质)。公司生产的虾夷扇贝、刺参和皱纹鲍鱼已被国家质检总局认定为“原产地标记产品”,水域资源自然垄断优势明显。

3. 募集资金主要投向水产养殖业

本次发行 2830 万股,发行价为 25 元/股,可融资 6.9 亿元左右(扣除承销费),大大高于公司原定募集资金项目安排计划所需要的 29590 万元(是计划募集资金的 2.39 倍!超出部分将用于补充流动资金或投资海珍品原良种产业化基地及鲍鱼、海胆筏式规模化养殖等项目)。

按照招股说明书,原定募集资金投资项目主要为海珍品底播增殖产业化基地、水产品精深加工区和大连国际贝类交易中心三个项目,这些项目,公司实际已经利用银行贷款开工建设。其中,海珍品底播增殖产业化基地 2005 年已底播虾夷扇贝 8 万亩;水产品精深加工区 2005 年下半年已开始了部分试生产;大连国际贝类交易中心主体工程已经完成并投入使用。因此,募集资金相当部分用于偿还相关银行贷款。

表 10 獐子岛募集资金原计划投资项目

项目名称	投资总额(百万元)	建设期(年)
海珍品底播增殖产业化基地	148	3
水产品精深加工区	95.6	2
大连国际贝类交易中心	52.3	2
合计	295.9	

资料来源:公司招股说明书

■海产品底播增殖产业化基地

如前所述,公司现有海域远未充分利用,本项目旨在扩大虾夷扇贝、海参养殖规模。募集资金主要用于育苗工厂建设、采捕(看护)船只购买及围堰海参池建设等。该项目完成后,将增加虾夷扇贝滚动底播增殖基地 20 万亩,围堰海参池 2000 亩,新增虾夷扇贝 16000 吨,海参 330 吨。该项目实际在 2005 年已底播虾夷扇贝 8 万亩。低播刺参项目实际见效时间较长,围堰建设需要 1 年,海参养殖周期需要 3 年,产生效益至少需要 4 年。

表 11 海产品底播增殖产业化基地新增产能

项目名称	新增年滚动收获面积（万亩）	新增产能（吨）
底播虾夷扇贝	20	16000
其中：销鲜	—	8000
转加工	—	8000
围堰刺参	0.066	330

资料来源：公司招股说明书

■水产品精深加工区

该项目为三个水产品加工厂：冷冻鱼片加工厂、贝类加工厂、精包装旅游水产食品加工厂及一个配套仓储冷库。其中，冷冻鱼片加工厂主要采用“来料加工”经营模式，进口鳕鱼、鲈鱼加工成冷冻鱼片出口或国内销售。贝类加工厂则扩大现有生产规模；休闲旅游食品包装加工厂则主要生产旅游休闲水产食品。

该项目实际已经基本完成，截止 2006 年 6 月 30 日，已经投入 8431 万元，完成建设投资比例 95.22%，并于 2005 年下半年开始部分试生产。预计 2007 年全部投产。届时，公司水产品原料加工能力由现有 15000 吨提高到 41410 吨，加工能力提高 1.7 倍。

总体上，该项目属于劳动密集型产业，同类企业众多，市场竞争颇为激烈，实际效益存在不确定性。对公司而言，属延伸产业链之举。

表 12 水产品精深加工区项目新增产能

产品	新增产能	
	原料加工能力（吨）	成品生产能力（吨）
1、水产来料加工	19000	13300
其中：冷冻鳕鱼片	15000	10500
冷冻鲈鱼片	4000	2800
2、虾夷扇贝	6410	2000
其中：虾夷扇贝柱	3000	600
办壳虾夷贝	1077	700
虾夷柱连籽	2333	700
3、精包装旅游食品	1000	1000
合计	26410	16300

资料来源：公司招股说明书

■国际贝类交易中心

该中心实际是公司在大连市的销售、中转场所（平台），位于大连经济开发区，主体工程已经完成并投入使用。

由于国内海产品消费偏好鲜活品，公司生产基地与大陆（大连）间隔 56 公里海域，而主要客户位于大陆，两者之间的运输和销售主要依赖少数个体经营者（近三年王杰、王军、毕加敏三个鲜活品销售大户合计销售额占总鲜活品销售额比例分别为 66%，57%和 43%）。随着公司生产规模的增加，少数经营者的销售能力及对少数经营者的销售依赖成为公司销售环节的“瓶颈”。此项目主要是解决公司销售环节所面临的难题，提高公司自身鲜活产品的批发和销售的辐射能力。

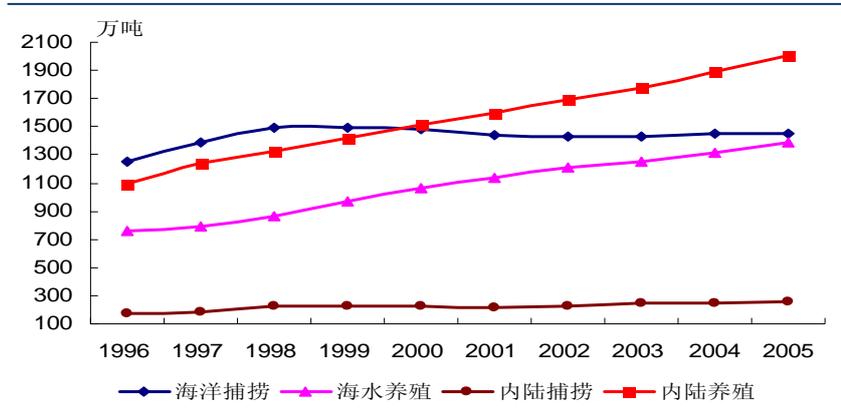
4. 业绩具有持续增长潜力

4.1 海洋养殖行业前景看好

海洋养殖是随着近海渔业资源日渐枯竭而兴起的新兴产业。由于中国近海捕捞资源逐年衰退，以及 200 海里专属经济区的划定，中国传统的海洋捕捞业务面临“无鱼可捕”的资源性难题，而中国经济持续发展使得人们对海洋产品消费需求和消费能力大幅提高，供需矛盾突出，大力发展海水养殖成为中国海洋渔业持续发展的现实选择，海水养殖产业正处于新一轮快速发展的良好时机，海水养殖产量持续增长。2005 年中国海水养殖产量达到 1384 万吨，占海水产品总产量的 48.79%。其中，沿海地区贝类养殖总产量达到 1067.54 万吨，海水养殖总产量的 77.09%，贝类已成为中国海水养殖的主要品种。

近年来，随着中国经济的持续高速增长，人民生活水平不断提高，海产品消费出现新趋势：①消费升级。鲍鱼、海参等传统高档产品消费能力提高、需求增加；②追求安全、天然。绿色、无污染的“野生”海产品受到消费者更多的欢迎。因此，近乎自然放养的底播增殖（海洋养殖而非通常的海水养殖）高档产品市场需求持续增长。

图 6 中国海水养殖规模持续增加



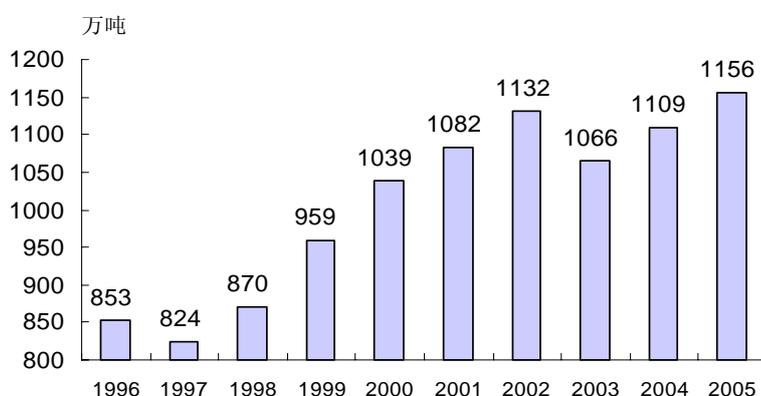
资料来源：中国统计年鉴

表 13 中国水产品总产量及其结构 单位：万吨

	总产量	占比	备注
水产品	5101.7	—	
海水产品	2838.1	55.63%	海水产品/水产品
其中：贝类	1156.1	40.73%	贝类/海水产品
养殖海水产品	1384.8	27.14%	养殖水产品/水产品
养殖贝类	1067.5	77.09%	养殖贝类/养殖海水产品
其中：养殖扇贝	103.6	9.70%	养殖扇贝/养殖贝类

资料来源：中国统计年鉴、中国农业统计资料

图 7 中国贝类产量规模及增长情况



资料来源：中国统计年鉴

表 14 2005 年中国沿海地区贝类养殖产量及结构 单位：万吨

	数量	比重
贝类	1067.54	100.00%
其中：牡蛎	382.64	35.84%
蛤	285.74	26.77%
扇贝	103.58	9.70%
贻贝	77.22	7.23%
蛭	71.38	6.69%
蚶	30.37	2.85%
螺	23.83	2.23%
鲍	1.77	0.17%
江姚	0.92	0.09%
其他	90.09	8.44%

资料来源：中国农业统计资料

表 15 獐子岛虾夷扇贝生产规模及占行业总量比重 单位: 万吨

养殖模式	2003	2004	2005
全国	4.00	10.02	11.98
底播	2.00	2.15	2.60
浮筏	2.00	7.87	9.38
獐子岛	0.97	1.05	1.33
底播	0.82	0.87	1.10
浮筏	0.15	0.19	0.23
比重	24.33%	10.50%	11.14%
底播	41.06%	40.30%	42.28%
浮筏	7.61%	2.37%	2.50%

资料来源: 公司招股说明书、申银万国证券研究所

4.2 在产品（存货）增加为业绩增长提供基础

由于海珍品养殖周期的存在，公司未来 1—2 年的业绩水平主要取决于可捕资源量（不考虑价格波动因素）。因此，现有养殖在产品（存货）数量就显得颇为重要。

截至到 2006 年 6 月 30 日，公司在产品规模达到 2.17 亿元，库存商品（加工品）1.03 亿元。其中，养殖产品是按当初投入成本核算数据，实际已有较大增殖。这些在产品（库存商品）销售将是公司未来 1—2 年主要利润来源。库存商品主要为加工产品，其销售主要集中在下半年。

表 16 獐子岛存货数量持续增加 单位: 百万元

	2003	2004	2005	1H2006
在产品	138.92	159.46	207.38	217.03
库存商品	8.07	18.61	56.48	103.42
合计	146.98	178.07	263.86	320.45

资料来源: 公司招股说明书

2006、2007、2008 年公司收获的虾夷扇贝分别是 2004、2005、2006 年底播的虾夷扇贝，预计可收获面积分别为 13.42 万亩、23.58 万亩和 25 万亩。因此，2006 年公司虾夷扇贝收获量较上年并没有增加多少，2006 年业绩增长主要依赖加工规模的大幅增加（下半年将大量销售），2007 年和 2008 年收获面积将跃上新台阶，分别增长 75.7% 和 6.02%。

2004 年公司海参养殖规模有所减少，因此，2007、2008 年公司海参收获面积较 2006 年有所减少，而公司海参加工能力增加只能依靠外购海参原料。

公司鲍鱼养殖规模较小，主要采用浮筏养殖，2003、2004、2005 年底播面积分别只有 776、802、496 亩，预计可收获鲍鱼产量 46—48 吨，浮筏养殖鲍鱼年产量在 100—120 吨左右。

表 17 獐子岛虾夷扇贝存货量及产量预计

单位：万亩、万吨

	2003	2004	2005	1H2006	2006E	2007E	2008E
底播面积	13.42	13.42	21.14	2.44	25.00	30.00	30.00
收获面积	9.52	10.12	13.42	7.59	13.42	23.58	25.00
在产品面积	23.54	26.84	34.56	29.41	40.99	47.41	52.41
底播产量	0.82	0.87	1.11	0.63	1.11	1.95	2.07
浮筏产量	0.15	0.19	0.23	0.24	0.28	0.28	0.30
合计产量	0.97	1.05	1.34	0.87	1.39	2.23	2.37
销售：鲜活品	0.62	0.62	0.71	0.53	0.84	1.38	1.52
加工原料	0.35	0.44	0.62	0.34	0.55	0.85	0.85

资料来源：公司招股说明书、申万国证券研究所

表 18 獐子岛海参养殖规模估计

单位：万亩、吨

	2003	2004	2005	1H2006	2006E	2007E	2008E
底播面积	0.36	0.27	0.28	0.02	0.27	0.28	0.45
收获面积	0.20	0.22	0.26	0.17	0.36	0.27	0.28
在产品面积	0.83	0.88	0.90	0.75	0.67	0.68	0.85
底播产量	168.50	260.80	323.60	109.30	224.39	167.53	175.14
销售：鲜活品	104.30	162.50	247.90	109.30	224.39	167.53	175.14
加工用海参	64.20	98.30	75.70	0	0	0	0

资料来源：公司招股说明书、申万国证券研究所

表 19 獐子岛螺纹鲍鱼养殖面积及产量估计

单位：亩、吨

	2003	2004	2005	1H2006	2006E	2007E	2008E
底播面积	776	802	496	365	500	500	500
收获面积	270	799	609	381	763	776	802
在产品面积	2974	2950	2837	2821	2558	2282	1980
底播产量	16.20	47.94	36.54	22.86	45.78	46.56	48.12
浮筏产量	28.10	45.96	112.26	59.64	120.00	120.00	120.00
产量合计	44.30	93.90	148.80	82.50	165.78	166.56	168.12

资料来源：公司招股说明书、申万国证券研究所

4.3 生产能力扩张具有较大潜力

前已说明，公司生产能力增长空间较大：①确权养殖海域可从目前的 65.63 万亩扩大至 105.63 万亩（前已说明）。②公司现有海域资源远未充分利用。根据招股说明书，公司虾夷扇贝可年滚动养殖面积达 31.645 万亩（可年滚动养殖面积=可底播增值面积/滚动养殖周期），2005 年公司实际底播 23.58 万亩，尚有 39.71 万亩水域尚未利用，利用率仅有 37.26%。③深加工区全面建成，原料加工能力将由现有的 15000 吨提高到提高到 41410 吨，加工能力提高 1.7 倍。水产品加工将成为公司重要的收入、利润来源。

表 20 獐子岛现有水域资源利用概况

单位：万亩

	虾夷扇贝	刺参	鲍鱼
可底播增值面积	63.29	1.20	0.40
可年滚动养殖面积	31.65	0.40	0.10
2006 中期实际底播面积	23.58	0.28	0.05
实际底播面积比例	37.26%	23.33%	12.50%

资料来源：公司招股说明书

表 21 獐子岛现有主要产品生产能力

主要品种	可底播面积 (万亩)	可年滚动养殖 面积(万亩)	最佳底播增殖能力			最大底播增殖能力		
			底播密度 (枚/亩)	亩产(kg)	年滚动养殖 能力(吨)	底播密度 (枚/亩)	亩产(kg)	年滚动养殖 能力(吨)
虾夷扇贝	63.29	31.65	5500	80	25316	10000	110	34810
刺参	1.20	0.40	6600	100	400	11000	130	520
皱纹盘鲍	0.40	0.10	6000	60	60	11000	80	80
合计	64.89	-	-	-	-	-	-	-

资料来源：公司招股说明书

4.4 预计 2006-2008 年净利润 CAGR 为 23.71%

基于前面分析，我们对公司 2006-2008 年业绩作一估计。基本假设如下：

①到期可收获产品均在当年收获，且单产数量基本不变；

②主要产品价格维持 2006 年上半年平均水平；

③海域使用金按 50 元/亩测算。根据大连市政府大政（2006）62 号文，2006-2010 年公司经大连市政府或长海县政府批准的养殖海域的海域使用金调整为每亩每年 50 元缴纳（较上年增加 40 元/亩）。

④ 养殖业务享受所得税免税优惠。公司是国家农业产业化龙头企业，养殖业务享受所得税暂免优惠，但加工类企业不属于免征范围。

预测结果显示：2006-2008 年公司净利润分别为 186.97 万元、255.42 万元和 286.16 万元，2006-2008 年三年复合增长率为 23.71%。

表 22 獐子岛虾夷扇贝销售收入估计

单位：万吨、万元/吨、百万元

		2003	2004	2005	1H2006	2006E	2007E	2008E
鲜活品	生产量	0.62	0.62	0.71	0.53	0.84	1.38	1.52
	销售量	0.62	0.62	0.70	0.54	0.84	1.38	1.52
	单价	2.30	2.48	2.82	2.73	2.73	2.73	2.73
	销售收入	143.54	152.56	197.12	147.36	229.32	376.82	414.34
加工品	加工量	0.59	0.76	1.23	0.84	1.20	1.55	1.60
	其中：外购原料	0.24	0.33	0.61	0.50	0.65	0.70	0.75
	销售收入	59.45	78.95	142.93	46.27	152.71	197.25	203.61
	销售收入合计	202.99	231.51	340.05	193.63	382.03	574.07	617.95

资料来源：申银万国证券研究所

表 23 獐子岛海参、鲍鱼销售收入估计

单位：吨、万元/吨、百万元

品种	规格	项目	2003	2004	2005	1H2006	2006E	2007E	2008E
海参	鲜活品	生产量	104	163	248	109	224	168	175
		销售量	104	163	247	109	224	168	175
		单价	12.63	12.87	12.98	14.18	12.00	12.00	12.00
		销售收入	13.18	20.91	32.08	15.54	26.93	20.10	21.02
盐渍海参		生产量	8	15	30	11	30	30	30
		销售量	6	14	25	4	10	25	25
		单价	84.73	85.76	89.74	92.13	90	80	85
		销售收入	5.34	11.75	22.08	3.59	9	20	21
		合计	18.52	32.66	54.16	19.14	35.93	40.10	42.27
鲍鱼	鲜活品	生产量	44	94	149	83	166	167	168
		销售量	44	94	147	83	166	167	168
		单价	27.92	28.65	29.29	31.39	32.00	33.00	33.00
		销售收入	12.37	26.91	43.03	25.90	53.05	54.96	55.48

资料来源：申银万国证券研究所

表 24 獐子岛主营业务收入及盈利估计

单位：百万元

	2003	2004	2005	1H2006	2006E	2007E	2008E
主营业务收入							
养殖业	204.72	236.62	298.86	201.43	344.30	486.89	525.83
加工业	73.95	112.34	204.68	70.11	210.00	300.00	350.00
其他	15.31	17.24	14.66	8.48	15.00	16.00	18.00
合计	293.98	366.20	518.20	280.03	569.30	802.89	893.83
主营业务成本							
养殖业	97.92	111.35	127.94	75.03	130.83	189.89	210.33
加工业	54.41	78.99	131.24	41.96	125.79	180.00	210.00
其他	13.00	16.03	13.08	6.85	13.20	14.08	15.84
合计	165.32	206.37	272.27	123.85	269.82	383.97	436.17
主营业务利润							

养殖业	106.80	125.27	170.92	126.40	213.46	489.76	536.30
加工业	19.54	33.35	73.44	28.15	84.21	120	140
其他	2.31	1.21	1.58	1.63	1.8	1.92	2.16
合计	128.66	159.83	245.93	156.18	299.47	611.68	678.46
毛利率							
养殖业	52.17%	52.94%	57.19%	62.75%	62%	61%	60%
加工业	26.43%	29.69%	35.88%	40.15%	40%	40%	40%
其他	15.08%	7.01%	10.75%	19.25%	12%	12%	12%

资料来源：申银万国证券研究所

表 25 獐子岛 2006—2008 年盈利预测 单位：百万元

	2003	2004	2005	1H2006	2006E	2007E	2008E
一、主营业务收入	293.98	366.20	518.20	280.03	569.30	802.89	893.83
减：主营业务成本	165.32	206.37	272.27	123.85	269.82	383.97	436.17
主营业务税金及附加	19.61	1.62	0.78	0.38	1	1	1
二、主营业务利润	109.05	158.21	245.15	155.80	298.47	417.92	456.66
加：其他业务利润	0.64	0.87	1.80	0.36	5	5	2
减：营业费用	6.39	9.61	17.66	16.18	18	20	25
管理费用	27.65	41.40	53.44	39.51	70	80	80
财务费用	11.95	13.34	20.13	12.78	13	13	13
三、营业利润	63.69	94.74	155.73	87.68	202.47	309.92	340.66
加：投资收益	-0.04	-1.00	1.01	1.10	2	2	2
补贴收入	0.11						
营业外收入	0.81	0.32	0.33	0.21	0.50	0.50	0.50
减：营业外支出	1.34	0.29	2.79	4.27	5.00	6.00	6.00
四、利润总额	63.23	93.77	154.29	84.73	199.97	306.42	337.16
减：所得税	27.75	21.40	3.97	3.10	12.00	50.00	50.00
少数股东损益	0.05	0.08	0.08	0.47	1.00	1.00	1.00
五、净利润	35.44	72.28	150.23	81.16	186.97	255.42	286.16
总股本（百万股）	113.1	113.1	113.1	113.1	113.1	113.1	113.1
EPS(元)	0.31	0.64	1.33	0.72	1.65	2.26	2.53

资料来源：申银万国证券研究所

5. 估值分析

獐子岛基本面亮点主要有二：①资源优势：拥有 65.63 万亩养殖海域使用权资源(可增加至 105.63 万亩)，底播虾夷扇贝等海珍产品养殖规模扩大存在海域资源优势；②业绩优良：预计 2007、2008 年公司底播虾夷扇贝收获面积达到 23.58 万亩、25 万亩，分别较 2006 年增长 75%和 86%，2007—2008 年 EPS 分别为 2.26 元和 2.53 元，为农业类上市公司业绩最高者。预计 2006—2008 年獐子岛净利润复合增长率 23.71%。

上市公司中，从事海洋（海水）养殖公司主要有好当家（600467）、*ST 华龙(600242)两家，其中，*ST 华龙海洋养殖业务经营不善、持续亏损，已无参考价值。好当家与獐子岛养殖业务具有较大的可比性（见下表），但在水产品加工方面，二者有所区别：好当家主要从事出口食品加工，主要产品有菜卷、烧烤类、面食等，产品主要出口日本（合资方日本人控制销售渠道）；獐子岛则主要从事海产品加工，加工产品价值较好当家要高。

因此，相对比较法估值，獐子岛估值水平与好当家相当。9 月 11 日，好当家收盘价为 12.6 元/股，PE 约 23 倍（对应 2006 预测 EPS）或 19 倍（对应 2007 预测 EPS）。獐子岛业绩优良，具有较好的成长性预期，按 20—23 倍 PE 估值（对应 2007 年预测 EPS），合理估值区间为 45—52 元。

表 26 獐子岛与好当家主营业务较

公司	海域面积（万亩）	养殖品种	产量规模（吨）	养殖模式
好当家	2.94	海参、鲍鱼、牙鲆鱼	海参：1270 鲍鱼：22	海参：围堰底播 鲍鱼：浮筏养殖
獐子岛	65.63	虾夷扇贝、海参、鲍鱼	虾夷扇贝：13900 海参：224 鲍鱼：165	虾夷扇贝：底播+浮筏； 海参：底播 鲍鱼：底播+浮筏

资料来源：申银万国证券研究所

表 27 獐子岛股票上市估值水平

股票代码	股票简称	股价(9.11)	EPS（元）			PE(倍)		
			2005	2006E	2007E	2005	2006E	2007E
600467	G 好当家	12.6	0.40	0.55	0.67	32	23	19
002069	獐子岛	45-52	1.33	1.65	2.26	33-39	27-31	20-23

资料来源：申银万国证券研究所

6. 风险分析

作为水产养殖业，獐子岛经营业务风险主要有：

①自然风险。由于公司养殖产品周期一般在 2—4 年，期间养殖海域发生赤潮、风暴潮等自然灾害，则可能影响公司养殖产品安全，造成经济损失。此外，疫情病害也是养殖主要风险之一。公司主要采用深海底播模式养殖，虽然公司在养殖之前进行过“清场”，但不排除螃蟹等动物对养殖产品的吞食，以及养殖产品自身发生疫情。

②价格波动风险。随着养殖规模的持续增加（包括公司自身规模），水产品市场供应量将随之增加，市场价格有可能发生较大波动，如海参价格（公司披露价格持续上涨，但好当家海参销售价格则明显波动）。目前，公司主导产品—虾夷扇贝—市场价格相对平稳，但养殖规模的持续增加有可能使其价格下跌。毕竟，浮筏养殖产量较高，虽然品种稍差，但有可能拉低市场价格。

③加工存货偏多。前已说明，公司在产品、存货数量逐年增加。养殖在产品的增长是公司未来业绩增长的保证。但加工产品的增加给公司销售形成压力，2006 年上半年，公司加工产成品达到 1.03 亿元，较 2005 年底增加了 4700 多万元。大量加工品存货如果不能在下半年及时销售，则将会影响公司 2006 年业绩水平，同时，也会影响公司水产品深加工规模实际扩张速度。从而使得公司 2006—2008 年业绩达不到预期水平。

表 28 公司存货规模 单位：百万元

	2003	2004	2005	1H2006
在产品	138.92	159.46	207.38	217.03
库存商品	8.07	18.61	56.48	103.42
合计	146.98	178.07	263.86	320.45

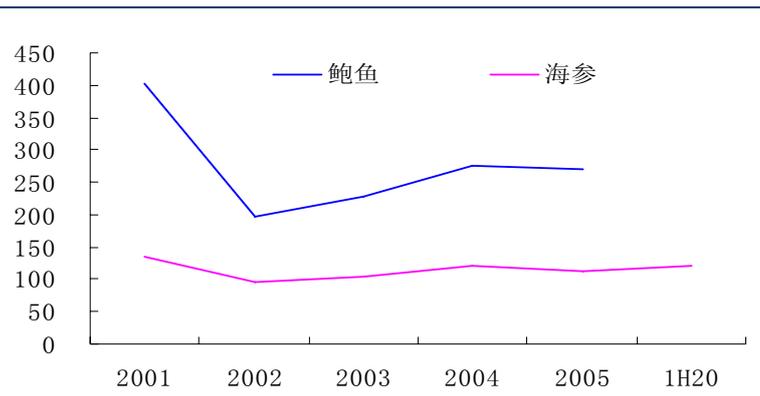
资料来源：公司招股说明书

表 29 獐子岛主要产品（鲜活品）价格变化 单位：万元/吨

	2003	2004	2005	1H2006
虾夷扇贝	2.30	2.48	2.82	2.73
海参	12.63	12.87	12.98	14.18
鲍鱼	27.92	28.66	29.29	31.39

资料来源：公司招股说明书

图 8 好当家主导产品价格走势 单位：元/公斤



资料来源：申银万国证券研究所

投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券的涨跌幅相对同期市场背景指数的涨跌幅为基准，标准定义如下：

买入(Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；

增持(Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；

中性(Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持(Underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业与同期市场背景指数的涨跌幅比较为基准,标准定义如下：

看好(Overweight) : 行业超越整体市场表现；

中性(Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；

看淡(underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用基准指数： 沪深 300 指数

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归上海申银万国证券研究所有限公司所有。未获得上海申银万国证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“上海申银万国证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。