



挪威资源税议案调整，或助推2023年三文鱼价高涨

事件

根据 Fish Farming Expert 报道，挪威财政部部长近日对“40%资源税”向议会提议，资源税将从2023年1月1日起征收，且征税起点将根据生产商的“内部价格”进行计算，而不是三文鱼现货交易价格。

点评

挪威“资源税”议案调整，有望进一步推动明年三文鱼价格上涨。此前，挪威资源税议案提议应税收入根据三文鱼的“现货价格”计算，该提议对长期固定价格合同的市场造成极大影响，生产厂商为规避被超额征税，主动减少长期固定价格合同数量，转向现货交易市场。此次资源税议案的调整或导致三文鱼生产商的避税空间进一步降低。为应对资源税的征收，挪威三文鱼生产厂商多提前捕捞，导致三文鱼收获体重下降。同时 Mowi、SalMar、Leroy 等多家三文鱼养殖巨头退出2022年挪威三文鱼养殖许可证拍卖活动，根据 UCN 国际海产资讯，此次拍卖的 MAB 数量共 32,887 吨，未售 MAB 8,243 吨，成交率仅为 74.94%，成交价创下2018年以来的新低。三文鱼企业在挪威投资计划的缩减造成的供给缺口将在未来逐步显现。根据 Kontali 预测，2022年全球三文鱼供给增长率低于-1%，2021-2026年供给复合年增速仅为4%。而海产品分析机构 ABGSC 指出，当供给增速小于8.8%时，三文鱼价格将维持上涨趋势。三文鱼供需紧平衡态势延续，叠加资源税征收催化，供给有望进一步缩窄，在需求景气度上行背景下，2023年三文鱼价格有望大涨。

智利三文鱼牌照利用率或提升，佳沃有望充分受益迎来产能增长。2022年11月10日，智利政府透露将在1年内修改三文鱼养殖法，新的养殖法将于2022Q4提交国会。近些年智利三文鱼产量下降主要系智利1300多个三文鱼养殖许可证中大部分未被使用。为恢复智利三文鱼产量，政府已与 Aquachile 达成协议，将其许可证从受保护的海洋水域转移。佳沃食品子公司 Australis 在智利拥有96张养殖牌照，三文鱼养殖主要在位于智利十一区和十二区等南部地区，其中十二区自然禀赋优异，Australis 已成为十二区实际产量最大的三文鱼企业。若此次三文鱼养殖法修订能够助力三文鱼牌照利用率提升，Australis 有望成为智利此次增产最多的公司。

投资建议

考虑到2023年三文鱼价格有望大涨叠加公司产能或释放，公司2023年业绩有望高增。预计2022/2023/2024年公司归母净利润分别为2.07/4.18/6.67亿元，对应EPS1.19/2.40/3.83元，维持“推荐”评级。

风险提示

三文鱼病害风险；食品安全风险。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4597.22	5744.62	6748.72	8035.41
增长率 (%)	1.60	24.96	17.48	19.07
归母净利润	-288.68	206.86	418.27	666.88
增长率 (%)	59.52	171.66	102.20	59.44
EPS (元/股)	-1.66	1.19	2.40	3.83

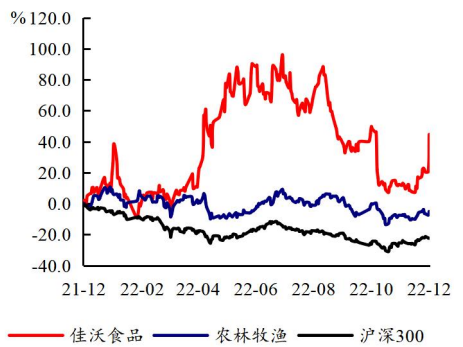
请仔细阅读报告尾页的免责声明

评级 推荐 (维持)

报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	赵雅斐
电子邮箱	zhaoyf707@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	174.20
流通A股/B股(百万股)	174.20/0.00
资产负债率(%)	89.08
每股净资产(元)	-2.21
市净率(倍)	-10.98
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	32.97/15.28

相关研究

《佳沃食品(300268.SZ):盈利能力显著改善,国内业务有望不断兑现_20220830》2022.08.30

《佳沃食品(300268.SZ):资本结构有望优化,关注债转股进程_20220728》2022.07.28

《供需紧旺态势持续,核心资产稀缺性再次确认——智利政府限制三文鱼养殖扩张事件点评》2022.05.13

《核心资产价值凸显,公司成长空间广阔》2022.04.20

《大股东定增彰显信心,未来成长确定性》2022.04.14

市盈率 (P/E)	—	20.48	10.13	6.35
市净率 (P/B)	5.12	5.06	3.37	2.20

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所基于12月13日股价24.32元测算

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4597.22	5744.62	6748.72	8035.41
%同比增速	1.60%	24.96%	17.48%	19.07%
营业成本	4317.94	4739.69	5351.24	6219.82
毛利	279.28	1004.93	1397.48	1815.59
%营业收入	6.08%	17.49%	20.71%	22.59%
税金及附加	9.77	6.32	8.35	11.95
%营业收入	0.21%	0.11%	0.12%	0.15%
销售费用	176.70	264.25	290.19	337.49
%营业收入	3.84%	4.60%	4.30%	4.20%
管理费用	148.37	195.32	215.96	263.22
%营业收入	3.23%	3.40%	3.20%	3.28%
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
%营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	264.27	283.31	292.31	303.74
%营业收入	5.75%	4.93%	4.33%	3.78%
资产减值损失	-142.74	-8.46	2.18	2.90
信用减值损失	0.54	0.00	0.00	0.00
其他收益	2.43	2.30	3.52	3.88
投资收益	0.83	1.72	0.67	1.56
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	18.87	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-0.90	-0.57	0.00	0.00
营业利润	-440.79	250.72	597.04	907.53
%营业收入	-9.59%	4.36%	8.85%	11.29%
营业外收支	28.48	11.00	0.00	0.00
利润总额	-412.31	261.72	597.04	907.53
%营业收入	-8.97%	4.56%	8.85%	11.29%
所得税费用	-82.61	-10.47	74.19	86.11
净利润	-329.70	272.19	522.84	821.42
%营业收入	-7.17%	4.74%	7.75%	10.22%
归属于母公司的净利润	-288.68	206.86	418.27	666.88
%同比增速	59.52%	171.66%	102.20%	59.44%
少数股东损益	-41.02	65.32	104.57	154.54
EPS (元/股)	-1.66	1.19	2.40	3.83

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	-1.66	1.19	2.40	3.83
BVPS	3.62	4.81	7.21	11.04
PE	—	20.48	10.13	6.35
PEG	—	0.12	0.10	0.11
PB	5.12	5.06	3.37	2.20
EV/EBITDA	26.54	9.46	6.94	5.39
ROE	-46%	25%	33%	35%
ROIC	-0%	9%	11%	14%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	184	334	430	586
交易性金融资产	15	30	30	30
应收账款及应收票据	385	668	457	838
存货	2476	3302	3224	3860
预付账款	130	284	321	373
其他流动资产	143	176	162	254
流动资产合计	3334	4794	4624	5941
长期股权投资	1	1	1	1
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1527	1549	1360	1123
无形资产	3584	4076	4174	4347
商誉	1154	1154	1154	1154
递延所得税资产	733	733	733	733
其他非流动资产	967	1138	1333	1659
资产总计	11300	13445	13379	14958
短期借款	632	582	632	682
应付票据及应付账款	1839	2505	2400	2092
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	62	95	89	106
应交税费	6	17	12	17
其他流动负债	2723	3716	3074	3948
流动负债合计	5263	6916	6207	6844
长期借款	2598	2498	2598	2698
应付债券	852	1152	1152	1152
递延所得税负债	1191	1191	1191	1191
其他非流动负债	348	368	388	408
负债合计	10252	12124	11535	12293
归属于母公司的所有者权益	631	838	1256	1923
少数股东权益	417	483	587	742
股东权益	1049	1321	1844	2665
负债及股东权益	11300	13445	13379	14958

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	304	1346	731	1012
投资	0	-15	-0	-0
资本性支出	-466	-1068	-510	-720
其他	0	2	1	2
投资活动现金流净额	-466	-1081	-510	-718
债权融资	-1456	320	20	20
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	776	-150	150	150
筹资成本	-144	-285	-295	-307
其他	1003	0	0	0
筹资活动现金流净额	180	-115	-125	-137
现金净流量	11	150	96	156

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>