

贝苗量平价增 海参放量在即 买入

投资要点:

- 📖 2015年前后公司有望实现1.5万亩的海参轮播
- 📖 贝苗趋势量平价增
- 📖 海参苗自投是公司高毛利的保障

报告摘要:

- **业绩简述。**公司2011年实现营收2.08亿元,同比增长6.5%;净利润1亿元,同比增长64%,每股收益0.75元。综合毛利率64%,同比提升16.5个百分点。分析毛利率提升的原因:1、成本挖潜使贝苗毛利率提升10个百分点,达到61%;2、毛利率为67%的围堰海参同比增长2.9倍,占营业收入的比重达到30%。
- **沙山湾海域实现规模效益在2015年前后。**公司10Q4用超募资金1.15亿元改造4万亩海域中5千亩,2011上半年完成改造并部分投苗,下半年继续投苗。11年开始改造另外1万亩,预计开发周期12个月,12年中期完工,下半年开始投苗。考虑到沙山湾另外5746亩(上市前打连岛4460亩+1286亩11年收购,未考虑鲍鱼岛1975亩待搬迁围堰)成熟海域,我们预期2015年前后能完成1.5万亩的轮播。
- **贝苗量平价增。**报告期虾夷贝苗产量135亿枚,同比减少15亿枚,但单价达到万枚59元,同比提升9元。海湾贝苗50亿枚,同比减少11亿枚,但单价达到万枚55元,同比提升20%。近年公司虾夷贝苗的市占率维持在18%左右,11年贝苗毛利率提升9个百分点达到61%。未来贝苗的整体趋势是量平价增,毛利率60%左右。
- **报告期海参苗全部自投。**公司海参苗产能约42万公斤,以公司目前4万亩海域开发进度,全部自投仍有缺口,未来海参苗自用难以改变。
- **维持买入评级。**虽然公司11年海参超高单产难以复制和持续,但足以打消市场对于公司高单产的怀疑。预测公司12-13年的收获海域3500/7000亩,海参产量770/1540吨;虾夷贝和海湾贝苗单价60/55元万枚,毛利率60%。我们对海参的价格并不悲观,维持买入评级。

主要经营指标	2009	2010	2011A	2012E	2013E
营业收入(万元)	15,320	19,561	20,835	31,836	48,169
净利润(万元)	4,313	6,020	10,031	14,929	22,408
总股本(万股)	5,000	6,700	13,400	13,400	13,400
每股收益(元)	0.86	1.05	0.75	1.11	1.67

农林牧渔业

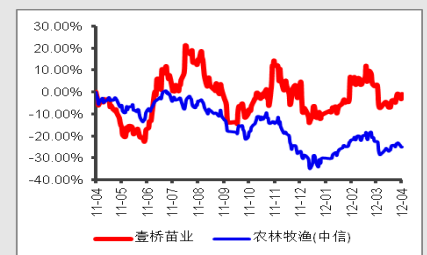
分析师:

胡建军 (S1180210010226)

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本(亿股)	1.34
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	15.36
公司第一大股东	刘德群

相关研究

公司研究*壹桥苗业:沙山海域爆发在后 2011.9

公司研究*雏鹰农牧:模式和规模护航 确定增长可期 2012.3

公司研究*亚盛集团:多元化农业 战略性资源 2012.1

公司研究*隆平高科:稻种优势扩大 隆平206发力 2012.4

公司研究*西王食品:小包装扛起大旗 2012.1

公司研究*升达林业:柬埔寨项目颇具亮点 2011.12

表：分项业务盈利预测表

	2009	2010	2011A	2012E	2013E
虾夷扇贝苗					
水体 (万立方米)	2.45	2.50	2.7	3	3
单产 (万枚/立方米)	66.53	60.00	50	50	50
虾夷贝产量 (亿枚)	163	150.00	135.00	150.00	150.00
单价 (元/万枚)	40.00	50.03	59	60	61
销售收入 (万元)	6520.41	7504.5	7965	9000	9150
毛利率	52.15%	52.00%	59.60%	58.00%	58.00%
海湾贝苗					
水体 (万立方米)	2	2.00	1.80	2.00	2.00
单产 (万枚/立方米)	30.44	30.69	28.00	30.69	30.69
海湾贝产量 (亿枚)	60.88	61.37	50.40	61.37	61.37
单价 (元/万枚)	50.00	45	55	50	50
销售收入 (万元)	3044	2762	2772	3069	3069
毛利率	39.43%	42%	65%	60%	60%
海参苗					
单产 (公斤/立方米)	1.83	2.20	3.5	3.5	3.5
海参苗产量(万公斤)	10.26	13.22	38.5	42	42
售价 (元/公斤)	528.39	600.00	620.00	650.00	650.00
收入 (万元)	4261.00	5853.07	0	1950	3250
毛利率	32.29%	33.67%	0	38%	38%
围堰海参					
海域 (亩)	6435.69	46,367	45,678	45,678	45,678
收获 (亩)	511	750	1066	3500	7000
单产 (公斤/亩)	150	150	300	220	220
海参产量 (万公斤)	7.66	11.25	31.98	77	154
单价 (元/公斤)	135.14	190	195	190	190
收入 (万元)	1035.64	2136.90	6236.1	10241	20482
毛利率	67.78%	86.46%	67%	67%	67%
海珍品加工					
收入 (万元)		42	1,316	4,620	9,240
毛利率		83%	79.40%	78%	78%
梭子蟹等其他 (万元)	459	240	0	200	200
收入 (万元)	15,320	19,561	20,835	31,836	48,169
毛利率	44.63%	48.97%	64%	62%	64%

数据来源：公司资料 宏源证券

分析师简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业研究员。

主要研究覆盖公司: 亚盛集团、雏鹰农牧、登海种业、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、獐子岛、国联水产、华英农业、天宝股份、西王食品、好当家、益生股份。

机构销售团队

	郭振举	牟晚凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。