

# 等待秋季收获，业绩爆发超预期

## 买入维持

目标价格：60元

### 投资要点：

- 📖 海参是一种重要的保健食品，具备人体细胞修复功能。公司主营从扇贝等海珍品苗业繁育转为围堰海参养殖为主，苗业为辅的业务格局。
- 📖 公司拥有适于围堰海参养殖的优良海域约4.5万亩。优良海域资源和系统的养殖技术使公司具备天然的优势和高于行业的亩产水平。
- 📖 产能释放，下半年及随后3年公司将迎来海参收获季。

### 报告摘要：

- **公司海参养殖用开发海域和捕捞面积持续高速增长。**公司拥有4.5万亩海域使用权，目前开发比例仅27%，预计2012-2015年新增海域开发面积1万亩、1.4万亩、9000亩、1800亩。可捕捞海域面积分别是3900亩、9500亩、13000亩和17373亩，CAGR4高达74%。
- **公司业绩拐点出现，2012年下半年开始收获，2013年开始迎来持续3年的爆发式增长。**当前存货中3.7亿元的围堰海参将于12年下半年开始贡献收入，13年海参收入将出现爆发式增长。
- **大行业小公司，成长空间广阔。**海参市场份额比较分散。作为海参养殖行业龙头，公司的市场份额还不到2%，发展空间巨大。
- **公司搬迁获得巨额补偿款，但尚未获得补偿水域面积。**我们预期公司未来会获得相应的水域补偿。
- **海参收入利润占比两年内达80%以上，成为最“正宗”的海参股，**估值摆脱单纯的农业股，可参照医疗保健股估值。
- **盈利预测与估值：**2012-2014年归属于母公司的净利润分别是1.7亿、3.9亿、5.9亿，同比增长75%、124%、49%，EPS1.31、2.95、4.40，对应的PE30X、13X、9X。
- **投资建议：**鉴于公司2013-2015年持续50%的高速增长，给予公司“买入”投资评级，未来6个月目标价60元。
- **风险提示：**(1)疫病、自然灾害、水域污染等造成育苗和亩产低于预期；(2)宏观经济下行导致终端消费持续萎靡，海参价不及预期。

单位：百万	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	196	208	391	795	1,174
YoY	28%	7%	88%	103%	48%
净利润	60	100	176	395	590
YoY	40%	67%	75%	125%	49%
EPS	0.45	0.75	1.31	2.95	4.40
PE	89.7	53.8	30.7	13.7	9.1

### 中小市值上市公司研究组

#### 资深分析师：

**王凤华 (S1180511010001)**

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

#### 农林牧渔业分析师

**胡建军 (S1180210010226)**

电话：010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

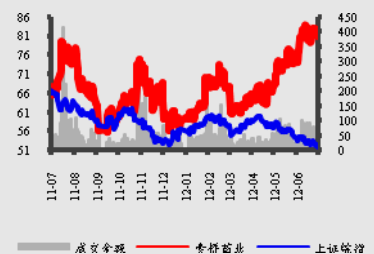
#### 中小市值分析师

**吴洋 (S1180511080005)**

电话：010-88085965

Email: wuyang@hysec.com

### 市场表现



### 行情数据

当前股价	39.88
流通市值(百万)	2,035
总市值(百万)	5,344
十二个月最高价	42.38
十二个月最低价	26.96

### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	3290.14	较分散
20111231	3097.04	较分散
20110930	2956.44	较分散

## 目录

一、公司基本情况 .....	5
(一) 公司上市之初业务以育苗为主，围堰养殖为辅 .....	5
(二) 股权结构——刘德群和刘晓庆父女是实际控制人 .....	6
(三) 产销模式——贝苗、海参苗可以同一水体中轮作 .....	6
(四) 收入结构——海参占比快速提升 .....	7
(五) 成本结构——煤炭、网具占大头 .....	8
(六) 公司核心竞争优势 .....	8
1、资金优势 .....	8
2、技术优势 .....	9
3、地域优势 .....	10
二、海珍品育苗 .....	10
(一) 育苗水体：12-13 年持平，14-15 年水体容量翻番 .....	10
(二) 扇贝苗：12、13 年受限于育苗水体增长有限，14 年产量将有望实现增长 80% .....	10
(三) 海参苗：未来海参苗主要用于围堰养殖，不再直接对外出售 .....	11
三、海参养殖 .....	12
(一) 海域使用权：公司拥有 4.5 万亩海域使用权，目前开发比例仅 27%，充足的海域空间可以保证 2015 年 前的持续开发 .....	12
(二) 海参捕捞面积预测：12-15 年可捕捞海域面积 CAGR4 高达 74% .....	13
(三) 围堰海参亩产预测：预计 12-15 年亩产 300 公斤 .....	13
(四) 存货中 3.7 亿元的围堰海参将于 12 年下半年开始贡献收入，13 年海参收入将出现爆发式增长 .....	15
(五) 公司搬迁获得巨额补偿款，没有补偿的水域未来获得补偿预期较大 .....	15
四、盈利预测与投资建议 .....	16
(一) 未来海珍品价格预测：下半年价格将稳步回升，长期价格相对稳定 .....	16
1、海珍品价格与经济周期同步 .....	16
2、秋冬消费旺季到来，海参价格将环比回升 .....	16
3、长期看水产养殖海域资源供给有限，海参需求强劲，供求缺口较大，价格能够保持相对稳定 .....	17
(二) 盈利预测 .....	18
(三) 盈利敏感性分析 .....	20
1、海参价格：单价每 10 元/公斤对应 12-14 年 EPS 变化 0.09、0.23、0.33 元 .....	20
2、海参亩产：亩产每 10 公斤/亩对应 12-14 年 EPS 变化 0.04、0.09、0.13 元 .....	20
(四) 投资建议 .....	21
(五) 风险提示 .....	23
五、附录及财务报表 .....	23
附件：海参知识简介 .....	28

## 插图

图 1: 公司养殖场及办公楼实景.....	5
图 2: 贝苗生产模式.....	6
图 3: 海参苗生产模式.....	7
图 4: 公司生产周期示意图.....	7
图 5: 公司固定资产和在建工程(单位: 百万).....	9
图 6: 四家可比公司海参养殖业务毛利率——均在 50% 以上.....	12
图 7: 已开发海域使用权.....	13
图 8: 海参捕捞面积.....	13
图 9: 公司存货(单位: 百万).....	15
图 10: 2008-2011 年公司存货(单位: 百万).....	15
图 11: 海参大宗价与 CPI.....	16
图 12: 扇贝大宗价与 CPI.....	16
图 13: 海参价格(单位: 元/公斤).....	17
图 14: 海参养殖区域布局图.....	18
图 15: 山东省海水养殖面积(单位: 万亩).....	18
图 16: 公司收入结构预测.....	20
图 17: 可比公司海参养殖收入占比.....	21
图 18: 可比公司海参养殖利润占比.....	21
图 19: 壹桥苗业海参养殖收入占比 12 年开始大幅上升.....	22
图 20: 壹桥苗业海参养殖利润占比两年内达到 80% 以上.....	22
图 21: 壹桥苗业 PE band.....	22

## 表格

表 1: 公司股权结构.....	6
表 2: 2008-2011 年公司产品结构——淡干海参开始贡献收入.....	7
表 3: 公司育苗主要成本构成.....	8
表 4: 主要成本变化对利润的影响.....	8
表 5: 2010 年至今主要的无形资产和海参养殖项目开支.....	9
表 6: 2012 年 6 月定增预案募集资金投向(单位: 万).....	9
表 7: 公司育苗水体——期待增发.....	10
表 8: 贝苗产量预测.....	11
表 9: 公司海域使用权.....	12
表 10: 公司海域使用权.....	12
表 11: 海参捕捞面积预测.....	13
表 12: 海参亩产敏感性分析.....	14
表 13: 海参亩产预测.....	14
表 14: 存货中的消耗性生物资产(单位: 万元).....	15
表 15: 公司搬迁获得巨额补偿.....	16
表 16: 食用珍品营养价值比较.....	17
表 17: 各品种量、本、价预测.....	19
表 18: 盈利敏感性分析: 海参价格.....	20

---

表 19: 盈利敏感性分析: 海参亩产 .....	21
表 20: 可比公司收入及利润占比表明壹桥苗业海参收入、利润占比在 2011 年还不高 .....	21
表 21: 海参养殖上市公司估值比较 .....	22
表 22: 公司大事件 .....	23
表 23: 财务报表 .....	25
表 24: 财务指标 .....	26

## 一、公司基本情况

### (一) 公司上市之初业务以育苗为主，围堰养殖为辅

壹桥苗业主要从事海珍品苗繁育业务（如虾夷贝苗、海湾贝苗、海参苗等）和海参养殖加工业务。公司目前是国内最大的海珍品苗种繁育企业，先后掌握了虾、蟹、扇贝、海参、鲍鱼、海胆等海珍品苗的工厂化培育技术。公司的虾夷贝苗、海湾贝苗、海参苗国内市场占有率分别为 18.11%、8.71%和 0.78%，均列全国第一。

公司于 2010 年 7 月 IPO 上市，募集资金总额为 49,266 万元，扣除募投项目 24,800 万元，超募资金 21,380.70 万元。

作为国内海珍品育苗细分市场的龙头企业，公司目前拥有确权海域 4.5 万亩左右，育苗水体 8.3 万立方米，在行业内处于领先地位。公司的发展战略是未来将公司打造成“育苗—养殖—加工—销售”纵向一体化的产业链发展模式。

图 1：公司海参养殖场及办公楼、育苗基地实景



资料来源：宏源证券研究所实地拍摄

## (二) 股权结构——刘德群和刘晓庆父女是实际控制人

公司的实际控制人刘德群先生，目前持有公司 6500 万股，持股比例 48.51%。

刘德群先生 2004 年至 2007 年任大连壹桥企业集团有限公司董事长、瓦房店市炮台镇鲍鱼岛村党总支书记；现任大连壹桥海洋苗业股份有限公司董事长、总经理。刘德群先生 2004-2006 年连续三年被评为大连市劳动模范，2005 年被评为辽宁省劳动模范，2008 年被评为“当代中国渔业企业领军人物”，现为中国渔业协会常务理事、辽宁省渔业协会副会长、大连市海洋渔业协会副会长。

表 1：公司股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
刘德群	65,000,000	48.51	限售流通 A 股
刘晓庆	14,760,000	11.01	限售流通 A 股
赵长松	3,400,000	2.54	限售流通 A 股,A 股流通股
丁龙	1,950,000	1.46	A 股流通股
邓伟	1,900,000	1.42	A 股流通股
宋淑艳	1,620,000	1.21	A 股流通股
关书华	1,620,000	1.21	A 股流通股
李永华	1,600,000	1.19	A 股流通股
祁俊逢	1,497,000	1.12	A 股流通股
王心伶	1,012,664	0.76	A 股流通股
合计	94,359,664	70.43	

资料来源：公司 2011 年年报，宏源证券研究所

## (三) 产销模式——贝苗、海参苗可以同一水体中轮作

公司海珍品育苗业务具有明显的季节性，一般在上半年进行贝苗的繁育，下半年进行海参苗的繁育。贝苗一般于 2 月份左右产卵，5 月份即可出售，7 月底之前即可全部出售完毕。海参苗一般于 6 月份产卵，9 月底或 10 月上旬即可开始出售。因此大部分育苗水体可以在贝苗、海参苗之间共用。如不考虑越冬海参苗，公司一般在一个完整会计年度内即可完成完整的生产周期。

图 2：贝苗生产模式



资料来源：公司招股说明书，宏源证券研究所

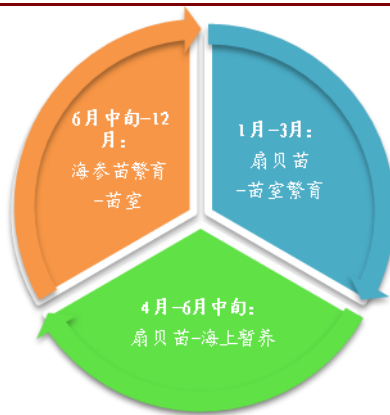


图 3：海参苗生产模式



资料来源：公司招股说明书，宏源证券研究所

图 4：公司生产周期示意图



资料来源：公司招股说明书，宏源证券研究所

公司产品销售也存在明显的季节性，贝苗主要集中在 5-7 月 销售，海参苗主要在 第二季度（越冬海参苗）和 第四季度（秋季海参苗）销售，围堰海参主要在 第四季度 销售。

#### （四）收入结构——海参占比快速提升

2009-2011 年 贝苗部分 的收入占比分别是 62%、58%、63%；海参苗 部分的收入占比分别是 28%、30%、0%；海参（包括围堰海参和加工海参）部分的收入占比分别是 7%、11%、36%。

公司产品的毛利率水平都较高，贝苗部分的毛利率维持在 60% 左右，围堰海参和加工海参的毛利率高达 60%-80%。

海参苗的毛利率较低，仅 30% 左右。随着公司海参养殖技术的成熟和海域使用权的扩大，2010 年开始公司大幅增加围堰海参及越冬海参苗的养殖量，2011 年将所产海参苗全部用于围堰养殖，因此海参苗部分不再贡献收入。未来公司生产的海参苗也将全部用于养殖和加工，不再直接对外出售。

表 2：2008-2011 年公司产品结构——淡干海参开始贡献收入

	2008A			2009A			2010A			2011A		
单位：百万	收入	毛利率	%	收入	毛利率	%	收入	毛利率	%	收入	毛利率	%
贝苗	94	48%	70%	96	48%	62%	113	51%	58%	132	61%	63%

虾夷贝苗	65	52%	49%	65	52%	43%	72	57%	37%	79	66%	38%
栉孔贝苗	3	47%	2%			0%	13	54%	7%	26	65%	12%
海湾贝苗	26	37%	20%	30	39%	20%	28	32%	14%	28	46%	13%
<b>海参苗</b>	<b>31</b>	<b>32%</b>	<b>23%</b>	<b>43</b>	<b>32%</b>	<b>28%</b>	<b>59</b>	<b>34%</b>	<b>30%</b>			<b>0%</b>
秋季海参苗	18	31%	13%	24	32%	16%				0%		0%
越冬海参苗	13	33%	10%	19	32%	12%				0%		0%
<b>围堰海参</b>	<b>8</b>	<b>68%</b>	<b>6%</b>	<b>10</b>	<b>68%</b>	<b>7%</b>	<b>21</b>	<b>86%</b>	<b>11%</b>	<b>62</b>	<b>67%</b>	<b>30%</b>
<b>加工海参</b>			<b>0%</b>			<b>0%</b>			<b>0%</b>	<b>13</b>	<b>79%</b>	<b>6%</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>20%</b>	<b>0%</b>	<b>5</b>	<b>35%</b>	<b>3%</b>	<b>2</b>	<b>11%</b>	<b>1%</b>	<b>1</b>	<b>57%</b>	<b>0%</b>
<b>合计</b>	<b>134</b>	<b>45%</b>	<b>100%</b>	<b>153</b>	<b>45%</b>	<b>100%</b>	<b>196</b>	<b>49%</b>	<b>100%</b>	<b>208</b>	<b>64%</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司年报，宏源证券研究所

## （五）成本结构——煤炭、网具占大头

育苗成本主要包括亲本、煤等直接材料，以及直接人工、折旧、网具、饵料等。

表 3：公司育苗主要成本构成

	2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重
煤炭	2511.06	29.6%	2680.20	36.63%	2506.31	38.33%
网具	1227.41	14.47%	659.77	9.02%	317.20	4.85%
消毒用品	729.21	8.60%	370.55	5.06%	271.68	4.16%
种贝/种参	188.40	2.22%	250.08	3.42%	510.07	7.80%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

苗种自亲本的蓄养直至出池暂养或出售均需通过人工烧煤来控制温度，因此海珍品苗种成本中煤炭成本占有较高比重，大概 30%-40%。由于公司主要产品毛利率较高（50%-70%），原材料价格的变化对公司利润的影响有限。在产品价格不变的情况下，假设煤炭价格上涨 10%，对公司利润的影响也仅有 **-4% ~ -1.7%**。

表 4：主要成本变化对利润的影响

收入	成本	毛利	煤炭占比	煤炭价格变动	成本变化	变化后成本	变化后毛利	利润变化
1	0.3	0.7	40%	10%	0.012	0.312	0.688	-1.70%
1	0.5	0.5	40%	10%	0.02	0.52	0.48	-4.00%

资料来源：宏源证券研究所

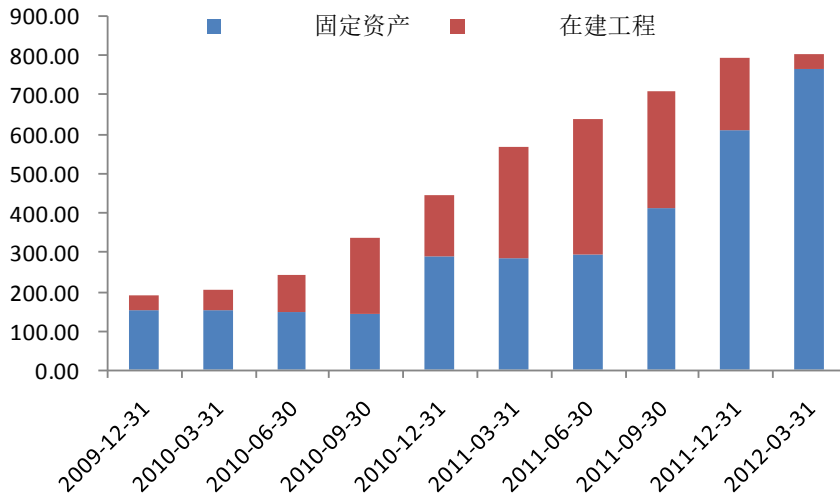
## （六）公司核心竞争优势

### 1、资金优势

公司于 2010 年 7 月 IPO 上市，募集资金总额为 49,266 万元，扣除募投项目 24,800 万元，超募资金 21,380.70 万元。充裕的资金不仅保证了募投项目海珍品苗种规模化繁育基地的顺利进展，还有利于公司利用超募资金积极扩充海域使用权，并向下游围堰海参养殖发展。公司的固定资产和在建工程合计从 2009 年的 1.8 亿增长至 2011 年 1 季度的 7.9 亿，两年内增长 4 倍，通过上市实现了跨越式的发展。



图 5: 公司固定资产和在建工程(单位: 百万)



资料来源: 公司年报、季报, 宏源证券研究所

现代海水养殖业的资本投入较高, 围堰养殖需要对海域进行围堰建设、海底造礁, 还要采购部分设备, 资本开支较高。根据海域的不同, 每万亩海参养殖项目需要投资 2-4 亿元。上市时的超募资金和当前资本市场的融资平台有利于公司发挥资金优势。

表 5: 2010 年至今主要的无形资产和海参养殖项目开支

日期	项目	资金占用
2010-9-30	39932 亩海域使用权十年	5500 万元
2010-10-11	5000 亩海参养殖项目	11500 万元
2011-8-5	10000 亩海参养殖项目	35000 万元
2012-6-13	14000 亩海参养殖项目/配套海参苗繁育基地项目	48600 万元/31200 万元

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

2012 年 6 月, 公司公告非公开增发预案, 预计募集资金不超过 79,800 万元, 将主要用于“围堰海参养殖及配套苗室建设项目”, 项目包括“围堰海参养殖基地项目”及配套“海参苗繁育基地项目”两个子项目。预计发行股票不超过 2,540 万股, 发行价格不低于 31.45 元/股。如果定增顺利, 将有效解决公司发展面临的资金瓶颈问题, 为 2013-2015 年持续高速增长提供有力保障。

表 6: 2012 年 6 月定增预案募集资金投向(单位: 万)

募投项目名称	固定资产投资			流动资金	总投资
	建设投资	设备投资	小计		
围堰海参养殖基地项目	44800	1300	46100	2500	48600
围堰海参养殖及配套苗室建设项目	24000	2200	26200	5000	31200
合计	68800	3500	72300	7500	79800

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

## 2、技术优势

公司作为辽宁省海珍品良种场、中国水产科学院黄海水产研究所海珍品育种研究中试基地, 形成了一整套特有的海珍品育苗、暂养技术, 公司虾夷贝苗杂交繁育技术、大密度饵料培养技术、贝类大规模中间育成技术等多项核心技术居国内领先水平, 虾夷扇贝、海

湾扇贝单位水体优质出苗量多年居国内首位。

同时公司每年投入大量资金从事科研和亲本引进工作，所生产的扇贝苗、海参苗采用了杂交育苗新技术，产品质量在同行业位于前列。

### 3、地域优势

公司育苗基地处于渤海内湾入口，平均水深 4 米，周围海水年平均水温 13.3 摄氏度，海水常年平均盐度 31.6，海水藻类含量丰富，其中含有浮游硅藻、鼠尾藻和裙带菜生物量较多，非常适合刺参、文蛤、魁蚶、海胆等海珍品的生存生长，是不可多得的海珍品天然分布场。

## 二、海珍品育苗

海珍品苗种业位于海水养殖产业链的最顶端，是整个产业链中最活跃、最重要的要素，亦是整个产业科技进步的集中体现。2009 年公司虾夷贝苗、海湾贝苗、海参苗国内市场占有率分别为 **18.11%、8.71%和 0.78%，均列全国第一。**

### (一) 育苗水体：12-13 年持平，14-15 年水体容量翻番

公司当前拥有育苗水体 **8.3 万立方**，较 2010 年增长 **38%**。

2011 年公司新增育苗水体 5.7 万立方，其中 2010 年底收购谢屯镇雨田海产 1.1 万立方；2011 年初租赁 4.6 万立方。2012 年公司新增育苗水体 7.2 万立方，其中 IPO 募投项目 2011 年底完工、2012 年可以投入使用；2011 年 6 月收购杨守军个人资产 1.2 万立方。同年育苗水体减少 10.6 万立方，其中公司原有 6 万立方水体因政府对公司所在地瓦房店市炮台镇鲍鱼岛村的规划调整拆迁停用；2011 年初租赁的 4.6 万立方水体也于 2012 年初到期。

由于公司原有 6 万立方的育苗水体拆迁停用，公司育苗水体的增速低于预期。预计 12-13 年育苗水体持平，2013 年底育苗水体维持在 **8.3 万立方左右**。

根据公司公告的投资计划，预计 2013 年开始将新建育苗水体 **8 万立方**，2014 年投产。2014-2015 年公司拥有育苗水体 **16.3 万立方**，**两年实现翻番**。

表 7：公司育苗水体——期待增发

育苗水体	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
年初育苗水体(万立方米)	6	6	11.7	8.3	8.3	16.3
当年新增育苗水体(万立方米)		5.7	7.2	-	8	-
当年减少育苗水体(万立方米)			10.6	-	-	-
年末育苗水体(万立方米)	6	11.7	8.3	8.3	16.3	16.3

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

### (二) 扇贝苗：12、13 年受限于育苗水体增长有限，14 年产量将有望实现增长 80%

预计 2012-2013 年育苗水体容量不变，2014 年 8 万立方新的育苗水体投产，水体容量接近翻番，贝苗育苗水体将在原有基础上**增长 80%以上**。预计虾夷贝苗、海湾贝苗、栉孔贝苗将在目前 **2.5、2.0、1.4 万立方**的基础上增长至 **4.4、3.6、2.5 万立方**。

2011 年由于原有育苗水体拆迁以及新建厂房尚未投入使用，公司单位水体出苗量较 2010 年有所回落，2012-2013 年随着新建厂房持续投产，单位水体出苗量将逐步回升，2014 年开始单位水体产量将达到稳定状态。预计 2012 年三种贝苗产量增长 **4%、20%、10%**；2013-2015 年贝苗产量增长 **10%、80%、0%**。

**表 8：贝苗产量预测**

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>虾夷贝苗</b>							
繁育水体(万立方米)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	4.4	4.4
单位水体出苗量(万枚/立方米)	66.53	61.22	53.06	55	60.5	60.5	60.5
产量(亿枚)	163	150	130	134.75	148.23	266.81	266.81
产量 YoY				4%	10%	80%	0%
<b>海湾贝苗</b>							
繁育水体(万立方米)	2	2	2	2	2	3.6	3.6
单位水体出苗量(万枚/立方米)	30.5	30.7	25	30	33	33	33
产量(亿枚)	61	61.4	50	60	66	118.8	118.8
产量 YoY				20%	10%	80%	0%
<b>栉孔贝苗</b>							
繁育水体(万立方米)		0.7	1.4	1.4	1.4	2.5	2.5
单位水体出苗量(万枚/立方米)		30.4	30	33	36.3	36.3	36.3
产量(亿枚)		21.3	42	46.2	50.8	91.5	91.5
产量 YoY				10%	10%	80%	0%

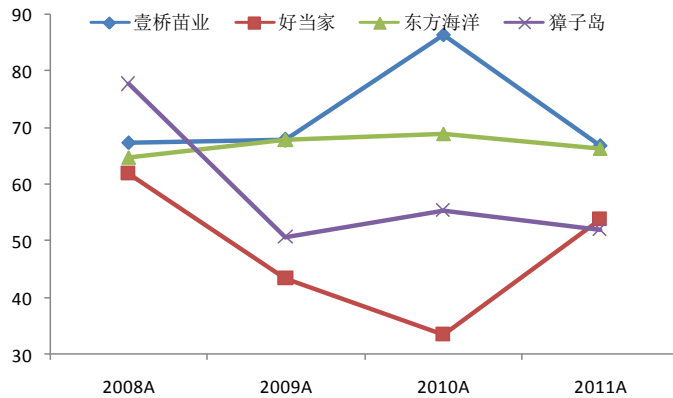
资料来源：公司公告、宏源证券研究所

### (三) 海参苗：未来海参苗主要用于围堰养殖，不再直接对外出售

随着公司海参养殖技术的成熟和海域使用权的扩大，2010 年开始公司大幅增加围堰海参及越冬海参苗的养殖量，2011 年将所产海参苗全部用于围堰养殖，未来公司生产的海参苗也将全部用于养殖和加工。

参考可比四家海参养殖的上市公司，海参养殖业务的毛利率多数在 **50%以上**，公司通过扩大向下游海参养殖的规模，有利于实现“育苗—养殖—加工—销售”纵向一体化的产业链发展模式，实现公司利益最大化。

图 6：四家可比公司海参养殖业务毛利率——均在 50% 以上



资料来源：各公司历年年报，宏源证券研究所

### 三、海参养殖

(一) 海域使用权：公司拥有 4.5 万亩海域使用权，目前开发比例仅 27%，充足的海域空间可以保证 2015 年前的持续开发

公司当前拥有海域使用权 4.5 万亩。其中 2010 年上市之前拥有 6400 亩；2010 年 9 月利用超募资金取得 3.9 万亩海域使用权；2011 年 6 月收购杨守军个人资产增加 1200 亩；2012 年 6 月因厂址搬迁减少 1900 亩。

表 9：公司海域使用权

海域使用权	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
年初海域使用权(亩)	6,435	46,367	47,653	45,678	45,678	45,678
当年新增(亩)	39,932	1,286	-	-	-	-
当年减少(亩)	-	-	1,975	-	-	-
年末海域使用权(亩)	46,367	47,653	45,678	45,678	45,678	45,678

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

截止 2011 年底公司已开发的海域使用权为 1.2 万亩，占公司所拥有海域权的 27%。预计 2012 年 8 月打连岛 1 万亩围堰海域项目建成，公司已开发的海域面积扩大到 2 万亩，开发占比提高至 45%。

充足的海域空间可以保证公司 2015 年前的持续开发，预计 2013-2015 年新增海域开发面积 1.4 万亩、9000 亩、1800 亩。

表 10：公司海域使用权

已开发可使用海域	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
年初已开发海域使用权(亩)	6,435	6,435	12,721	20,746	34,746	43,746
当年新增(亩)		6,286	10,000	14,000	9,000	1800
当年减少(亩)			1,975	-	-	-
年末已开发海域使用权(亩)	6,435	12,721	20,746	34,746	43,746	45,546

已开发使用权 YoY		98%	63%	67%	26%	4%
已开发占比总海域使用权	14%	27%	45%	76%	96%	100%

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

## (二) 海参捕捞面积预测：12-15 年可捕捞海域面积 CAGR4 高达 74%

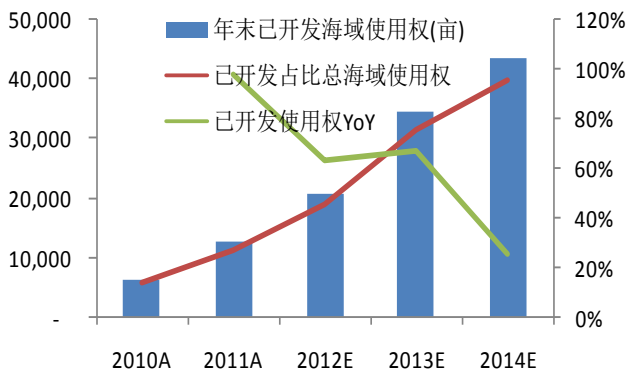
海参从投苗到捕捞的生长周期为两年，公司根据已开发的海域面积分两个年度进行分区轮播，所以第 T 年的捕捞面积与第 T-2 年已开发海域面积有一定的对应关系。预计公司 2012-2015 年可捕捞的海域面积分别是 **3900 亩、9500 亩、13000 亩和 17373 亩**，同比增速分别是 **105%、144%、37%、67%**，CAGR 4 高达 **74%**。

表 11：海参捕捞面积预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
年末已开发海域使用权(亩)	6,435	12,721	20,746	34,746	43,746	45,546
捕捞面积(亩)		1,900	3,900	9,500	13,000	17,373
捕捞面积 YoY			105%	144%	37%	34%

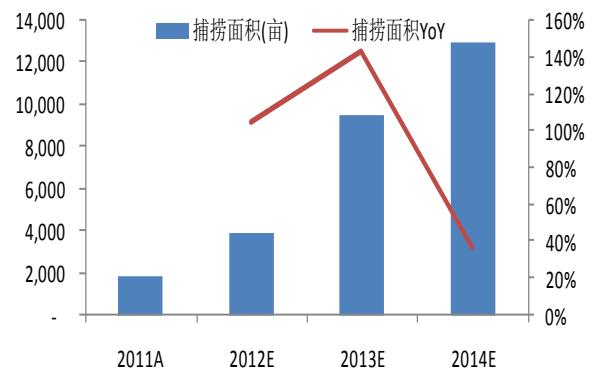
资料来源：公司公告、宏源证券研究所

图 7：已开发海域使用权



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

图 8：海参捕捞面积



资料来源：公司公告、宏源证券研究所

## (三) 围堰海参亩产预测：预计 12-15 年亩产 300 公斤

目前海参养殖主要有底播养殖、围堰养殖、虾池养殖等多种方式。其中底部养殖将苗种直接撒播到海底，任其在海底自然生长 3 年左右，期间不投放任何饵料和药物。底播海参所处水位最深，生长周期最长，品质最好。围堰养殖利用人工设施圈海，利用海水涨落进行海水交流，部分人工光投放饵料促进生长，生长周期 2 年左右。围堰海参所处水位较浅，水温偏高，海参生长较快，品质一般。虾池养殖是在近海滩涂人工挖掘池塘，利用人工方式进行海水交流，人工投放饵料促进生长，生长周期 1-2 年。虾池海参所处水温最高，随时投放饵料，品质较差。三种养殖方式相比，围堰养殖可以兼顾养殖的规模生产和产品品质，壹桥苗业正是采用围堰养殖的方式。与虾池养殖相比，围堰养殖更接近自然海域，依靠自然海区获取天然饵料，该养殖方式下所产出的海参具有更为安全、环保、健康、营

养的特点，但围堰海参养殖由于适养优良海域稀缺，资金投入大，生长周期长，具有较高的进入门槛，因而该方式所养殖的海参产量有限，仅占目前全国海参总产量的20%左右。

壹桥苗业具有实施围堰养殖海参所需的技术条件和优良海域资源。

首先，公司一直从事苗体培育工作，目前是我国最大的海珍品苗繁育基地之一，在参苗培育中积累了丰富的养殖经验。公司培养了一批经验丰富、结构合理的技术人才队伍，形成了一整套海珍品苗繁育及围堰海参养殖的系统技术，特别是“海参苗越冬暂养技术”、“刺参优良种质保存与提纯复壮技术”、“海洋红酵母应用与海参幼体高密度培养技术”、“海参增殖礁体应用与围堰生境改良技术”等一系列海参繁育、养殖及加工技术的突破及推广为公司大规模发展海参繁育、生态养殖与精深加工完整产业链奠定了坚实的技术基础。

其次，公司总计拥有适于围堰海参养殖的优良海域总面积约4.5万亩，目前还有3万余亩有待开发。公司拥有的优良海域资源使公司具备天然的养殖比较优势。从参苗培育到海参养殖需要水体切换，生长环境的变化不利于海参的成活。只有在相似的生长环境中，海参养殖成功率才可以得到最大程度的提高。公司在同一片海域范围内先育苗后养殖，大面积适于围堰养殖的海域可以将育苗和养殖有机的衔接起来，将海参生活环境变化对养殖的影响可以降低到最低，进而保证公司较高的亩产水平。

亩产的高低是公司海参养殖实力的体现，最终的亩产量取决于当初的投苗量和捕捞的回捕率。两者对海参亩产的敏感性分析如下表所示：

**表 12：海参亩产敏感性分析**

回捕率\投苗量	13,000	14,000	15,000	16,000	17,000	18,000
13%	211	228	244	260	276	293
14%	228	245	263	280	298	315
15%	244	263	281	300	319	338
16%	260	280	<b>300</b>	320	340	360
17%	276	298	319	340	361	383
18%	293	315	338	360	383	405

资料来源：宏源证券研究所

由于公司在海参围堰养殖领域的比较优势，亩产将高于同行业其他公司。假设未来投苗量稳定在15000头/亩，回捕率16%，对应的2012-2015年亩产达到**300公斤**。

**表 13：海参亩产预测**

亩产预测	2012E	2013E	2014E	2015E
投苗量(头/亩)	15,000	15,000	15,000	15,000
回捕率	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
单个海参重量(公斤)	0.125	0.125	0.125	0.125
亩产(公斤)	300	300	300	300

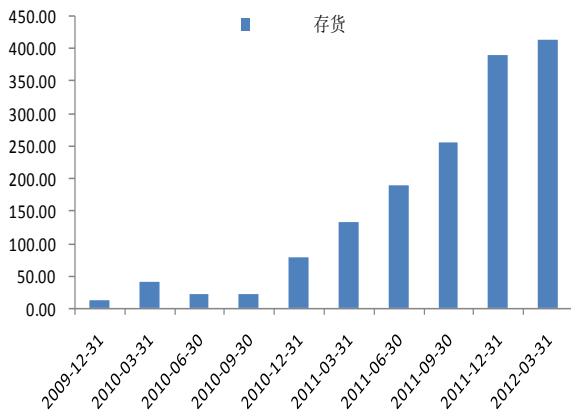
资料来源：宏源证券研究所



## (四) 存货中 3.7 亿元的围堰海参将于 12 年下半年开始贡献收入， 13 年海参收入将出现爆发式增长

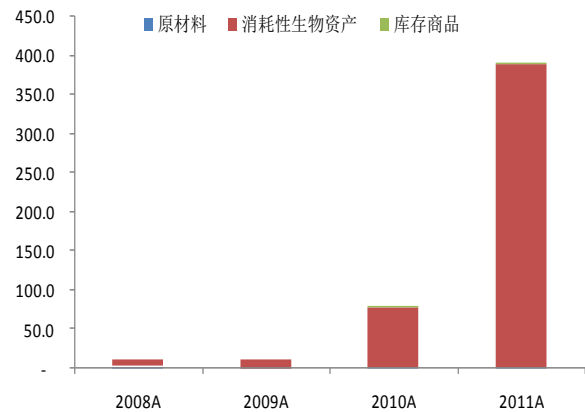
2010 年开始公司大幅增加围堰海参及越冬海参苗的养殖量，2011 年将所产海参苗全部用于围堰养殖。反应在资产负债表中，2010、2011 年公司的存货比期初大幅增加 6700 万和 3.1 亿，尤其是 2011 年公司的围堰海参较期初增加 3 亿。

图 9：公司存货(单位：百万)



资料来源：公司年报、宏源证券研究所

图 10：2008-2011 年公司存货(单位：百万)



资料来源：公司年报、宏源证券研究所

表 14：存货中的消耗性生物资产 (单位：元)

项目	期初数	本期增加	本期减少	期末数
贝苗	-	50,965,815	50,965,815	-
海参苗	8,769,322	69,380,215	69,215,403	8,934,134
围堰海参	71,258,991	333,761,375	27,354,242	377,666,124
其他	-	530,268	530,268	-
合计	80,028,313	454,637,673	148,065,728	386,600,258

资料来源：公司 2011 年年报、宏源证券研究所

简单假设围堰海参毛利率 70%，2012-13 年分别释放存货 1 亿、2 亿，对应的围堰海参收入为 3.3 亿、6.6 亿。

随着 2010 年投放的海参苗进入 2012 年的捕捞期，公司目前的大量存货将于 2012 年下半年开始贡献收入，预计 2013 年围堰海参收入将出现爆发式增长。

## (五) 公司搬迁获得巨额补偿款，没有补偿的水域未来获得补偿预期较大

公司整体动迁事宜曾于 2010 年 10 月 28 日发布关于“整体搬迁提示性公告”、2011 年 11 月 4 日发布“关于获得政府补偿的公告”、2011 年 11 月 9 日发布“关于获得政府补偿的公告”、2012 年 5 月 12 日发布“整体动迁进展提示性公告”，2012 年 6 月 16 日发布“整

体动迁进展公告”，2012年6月30日发布“整体动迁进展公告”，2012年7月5日发布“关于收到动迁补偿款的公告”，2012年7月7日发布“关于收到动迁补偿款的进展公告”。截止目前，公司搬迁获得巨额补偿款4.56亿元，没有补偿的水域未来获得补偿预期较大。

表 15: 公司搬迁获得巨额补偿

时间	补偿金额（元）
2011年11月4日发布“关于获得政府补偿的公告”、	39,623,256
2011年11月9日发布“关于获得政府补偿的公告”	10,696,353
2012年7月5日发布“关于收到动迁补偿款的公告”	227,114,844
2012年7月7日发布“关于收到动迁补偿款的进展公告”	109,011,118
2012年7月28日发布“整体动迁进展公告”	69,586,818
合计	456,032,389

资料来源：宏源证券研究所

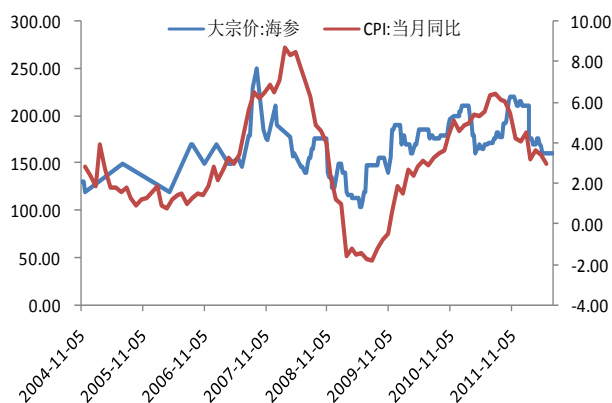
## 四、盈利预测与投资建议

### （一）未来海珍品价格预测：下半年价格将稳步回升，长期价格相对稳定

#### 1、海珍品价格与经济周期同步

海珍品作为高端可选消费品，价格变化与经济周期关联度较大，具体表现为海参、扇贝等价格与CPI变化基本同步。

图 11: 海参大宗价与 CPI



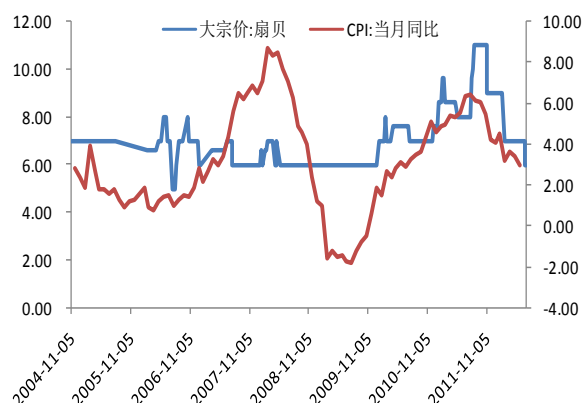
资料来源：Wind

从经济周期的角度看当前仍处于衰退阶段，但上半年经济增长和通胀的已经出现大幅下滑，以及积极财政和货币政策的实施，经济进一步回落的空间相对有限，高端可选消费品的底部存在支撑。

#### 2、秋冬消费旺季到来，海参价格将环比回升

2012年上半年海参价格出现了明显的回落，大宗均价从216元/公斤回落到160元/

图 12: 扇贝大宗价与 CPI



资料来源：Wind

公斤。秋冬是传统的消费旺季，节假日增多带动的礼品需求和秋冬进补的消费习惯有助于需求回暖，促使海参价格下半年出现环比回升。

图 13: 海参价格(单位: 元/公斤)



资料来源: Wind

壹桥苗业所产海参品质优于市场平均水平，销售略有溢价。预计目前公司所产海参单价 190 元/公斤左右，我们预期下半年海参价格将进一步上涨至 220 元/公斤左右，全年海参均价 **200 元/公斤**左右。

### 3、长期看水产养殖海域资源供给有限，海参需求强劲，供求缺口较大，价格能够保持相对稳定

海参作为高端可选消费品，营养价值丰富，需求随着人们生活水平的提高而不断增加。海参肉质细嫩，味道鲜美爽口，是一种高蛋白、低脂肪、低糖、无胆固醇的营养保健品，具有很高的食用价值。此外，海参药性甘温，有“补肾经，益精髓，消痰涎，壮阳疗痿”之功效，自古就是我国名贵的海产品，被列为海产“八珍”之一，有“海中人参”之美誉，具有独特的药用价值。

部分传统食用珍品中如鱼翅、燕窝的食用，或者会极大的破坏生态环境，或者产量极其有限、难以规模化生产，未来市场逐渐萎缩。而海参等海珍品既可以满足人们对营养的需求，又可以实现规模化养殖，在食用珍品这一细分领域中的比例会逐步提高，长期看海参市场将呈现量升价稳的格局。

表 16: 食用珍品营养价值比较

品种	营养成分	食用价值
海参	每百克水发海参含蛋白质 14.9 克, 脂肪 0.9 克, 碳水化合物 0.4 克, 钙 357 毫克, 磷 12 毫克, 铁 2.4 毫克, 并含有维生素 B1、B2、尼克酸等。	含胆固醇极低, 脂肪含量相对少, 是一种典型的高蛋白、低脂肪、低胆固醇食物, 对高血压、高血脂症和冠心病患者尤为适宜; 味甘、咸, 性温, 具有补肾益精、壮阳疗痿、润燥通便的作用; 含有硫酸脂多糖, 能够提高人体的免疫力。
鲍鱼	每百克鲍鱼肉含蛋白质 40 克, 脂肪 0.9 克, 碳水化合物 33.7 克, 还含有多种维生素。	深海生物, 具有滋阴补养功效, 补而不燥, 双向性调节血压, “养阴、平肝、固肾”, 可调整肾上腺分泌; 含有“鲍素”, 能够破坏癌细胞必需的代物质。

鱼翅 每百克鱼翅中含有蛋白质 83.5 克、脂肪 0.3 克、种类繁多，有青翅、明翅、翅绒和翅饼等，其中以翅饼为佳，钙 146 毫克、磷 194 毫克、铁 15.2 毫克。营养价值最高。

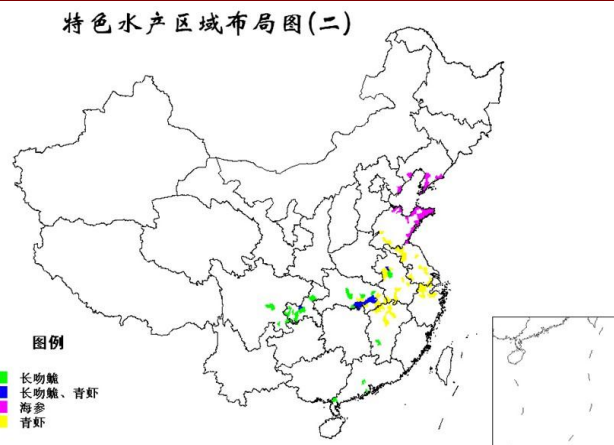
燕窝 含蛋白质 49.9%，有大量的生物活性蛋白分子，含有表皮生长因子和辅促细胞分裂成份，有助于刺激细胞生长及繁殖，对人体组织生长、细胞再生，以及由细胞引发的免疫功能均有促进作用，对吸烟和患有呼吸道疾病者最有效。还有大量脂肪和磷、硫、钙、钾等成分。

资料来源：宏源证券研究所

近年来海参市场需求强劲，总体处于供不应求状态。2010 年我国海参养殖面积仅占全国海水养殖面积的 7.21%，而海参产值为全国海水养殖总产值的 15.79%，价格的强势说明了海参需求的旺盛。

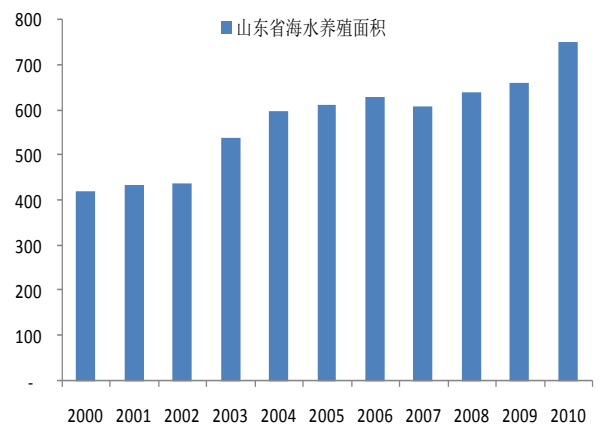
供给方面，国内适于海参养殖的优质海域较为稀缺，基本集中在辽宁、山东沿海海域，供给增长相对有限。以山东省为例，过去十年海水养殖面积从 421 万亩增长至 751 万亩，年复合增速仅 6%。同时，2012 年“北参南养”出现的海参死亡率高、产品品质低、养殖成本高、养殖户大面积亏损等现象证明当前海参养殖海域向南扩张或存在技术性障碍。因此海参供求缺口可能长期存在，价格能够长期保持相对稳定。

图 14：海参养殖区域布局图



资料来源：农业部、宏源证券研究所

图 15：山东省海水养殖面积(单位：万亩)



资料来源：Wind、宏源证券研究所

## (二) 盈利预测

主要假设：

- 虾夷贝苗、海湾贝苗、栉孔贝苗 2012 年价格分别是 55、50、55 元/万枚，2013-2015 年价格分别增长 0%、5%、5%；
- 虾夷贝苗、海湾贝苗、栉孔贝苗 2012 年成本分别是 18.7、27、19.3 元/万枚，2013-2015 年成本每年增长 5%；
- 围堰海参 2012-2015 年可捕捞海域面积分别是 3900 亩、9500 亩、13000 亩和 17373 亩，亩产 300 公斤，单价 200 元/公斤；
- 围堰海参 2012 年单位成本 55 元/公斤，2013-2015 年成本分别增长 0%、5%、5%；
- 2012-2015 年深加工(淡干)海参占围堰海参的比例分别为 20%、25%、30%、35%；

深加工海参的毛利率比围堰海参高 10 个百分点以上；

预计 2012-2014 年营业收入 3.9 亿、7.9 亿、11.7 亿，同比增长 87%、103%、47%，毛利率 70%、72%、71%。

**表 17：各品种量、本、价预测**

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>虾夷贝苗</b>						
产量(亿枚)	150	130	134.75	148.23	266.81	266.81
产量 YoY			4%	10%	80%	0%
单价(元/万枚)	48	61	55	55	57.8	60.6
收入(百万元)	72	79.3	74.1	81.5	154.1	161.8
单位成本(元/万枚)	20.5	20.8	18.7	19.6	20.6	21.6
毛利率	57%	66%	66%	64%	64%	64%
<b>海湾贝苗</b>						
产量(亿枚)	61.4	50	60	66	118.8	118.8
产量 YoY			20%	10%	80%	0%
单价(元/万枚)	46	56	50	50	52.5	55.1
收入(百万元)	28.2	28	30	33	62.4	65.5
单位成本(元/万枚)	31.3	30	27	28.4	29.8	31.3
毛利率	32%	46%	46%	43%	43%	43%
<b>栉孔贝苗</b>						
产量(亿枚)	21.3	42	46.2	50.8	91.5	91.5
产量 YoY			10%	10%	80%	0%
单价(元/万枚)	61	61.9	55	55	57.8	60.6
收入(百万元)	13	26	25.4	28	52.8	55.5
单位成本(元/万枚)	28.1	21.4	19.3	20.3	21.3	22.3
毛利率	54%	65%	65%	63%	63%	63%
<b>海参</b>						
亩产		194.74	300	300	300	300
当年海参捕捞量(万公斤)	13.2	37.0	117.0	285.0	390.0	521.2
单价(元/公斤)	162	204	200	200	200	200
海参收入(百万)	21	76	261	651	904	1,222
其中:围堰海参		62	187	428	546	678
加工海参		13	74	224	358	544
YoY	106%	253%	245%	150%	39%	35%
单位成本(元/公斤)	21.9	63.1	55.0	55.0	57.8	60.6
毛利率	86%	69%	75%	76%	75%	74%
<b>营业收入合计</b>	196	208	391	795	1,174	1,506
<b>营业成本合计</b>	100	75	115	215	335	432
<b>总体毛利率</b>	49.0%	64.1%	70.6%	72.9%	71.4%	71.3%
<b>营业总收入增速</b>	27.6%	6.5%	87.8%	103.2%	47.7%	28.2%

资料来源：宏源证券研究所

不考虑2012年6月公司收到的3.3亿拆迁补偿和2012年增发后对股本和现金的影响，2012-2014年归属于母公司的净利润分别是**1.7亿、3.9亿、5.9亿**，同比增长**75%、124%、49%**，EPS**1.31、2.95、4.40**，对应的PE**30X、13X、9X**。

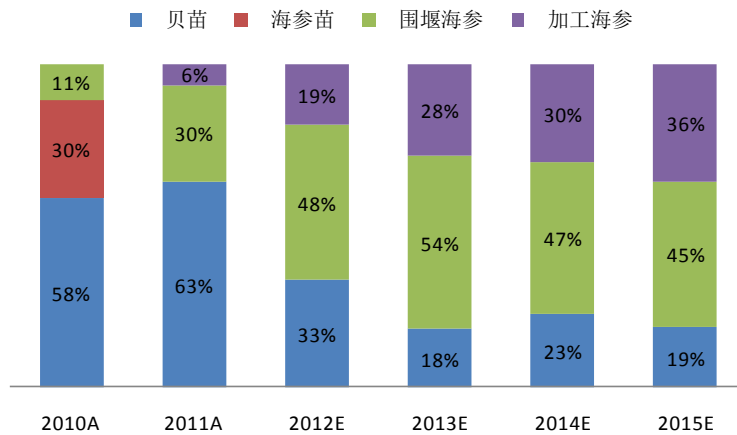
如果将3.3亿拆迁补偿全部计入营业外收入，2012年净利润增长至4.46亿，对应的2012年EPS**3.49元**。

### (三) 盈利敏感性分析

随着围堰海参及其加工产品的爆发式增长，海参业务占公司收入和利润的比重逐渐加大，收入占比预计从2010年的**11%**提高到2015年的**81%**。

**海参价格和海参亩产**将是影响未来公司盈利的重要变量，所以有必要对这两个关键变量进行敏感性分析。

图 16: 公司收入结构预测



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

#### 1、海参价格: 单价每 10 元/公斤对应 12-14 年 EPS 变化 0.09、0.23、0.33 元

假设海参亩产 300 公斤，海参单价增加 10 元/公斤，对应的 EPS 2012-2014 分别增加**0.09 元、0.23 元、0.33 元**，对应的 EPS 增速是**7%、8%、7%**。

表 18: 盈利敏感性分析: 海参价格

	160	170	180	190	200	210	220	230	240	250
EPS 2012E(剔除营业外收入)	0.98	1.06	1.14	1.23	<b>1.31</b>	1.40	1.49	1.58	1.68	1.77
%	-25%	-19%	-13%	-7%	<b>0%</b>	7%	14%	21%	28%	35%
EPS 2013E	2.10	2.30	2.51	2.73	<b>2.95</b>	3.18	3.41	3.65	3.90	4.15
%	-29%	-22%	-15%	-7%	<b>0%</b>	8%	16%	24%	32%	41%
EPS 2014E	3.19	3.48	3.78	4.09	<b>4.40</b>	4.73	5.06	5.40	5.75	6.12
%	-28%	-21%	-14%	-7%	<b>0%</b>	7%	15%	23%	31%	39%

资料来源: 宏源证券研究所

#### 2、海参亩产: 亩产每 10 公斤/亩对应 12-14 年 EPS 变化 0.04、0.09、0.13 元



假设海参单价 200 元/公斤，海参亩产增加 10 公斤/亩，对应的 EPS 2012-2014 分别增加 **0.04 元、0.09 元、0.13 元**，对应的 EPS 增速是 **3%**。

表 19：盈利敏感性分析：海参亩产

	250	260	270	280	290	300	310	320	330	340
EPS 2012E(剔除营业外收入)	1.13	1.17	1.21	1.24	1.28	1.31	1.35	1.38	1.42	1.46
%	-14%	-11%	-8%	-5%	-3%	0%	3%	5%	8%	11%
EPS 2013E	2.50	2.59	2.68	2.77	2.86	2.95	3.04	3.13	3.22	3.31
%	-15%	-12%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%	12%
EPS 2014E	3.77	3.90	4.02	4.15	4.28	4.40	4.53	4.66	4.78	4.91
%	-14%	-11%	-9%	-6%	-3%	0%	3%	6%	9%	11%

资料来源：宏源证券研究所

#### (四) 投资建议

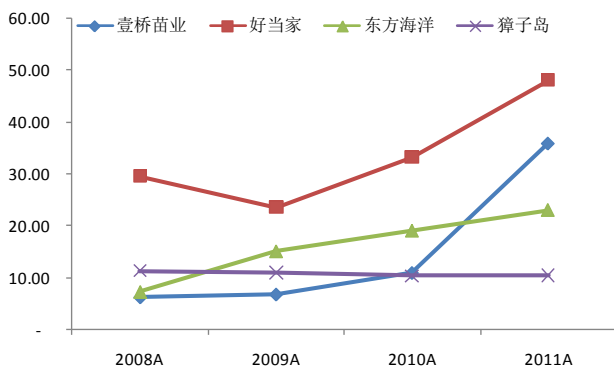
国内目前从事海参养殖相关业务的公司包括：好当家、獐子岛、东方海洋、壹桥苗业四家公司。四家公司的产品结构差别较大，其中海参养殖占比营业收入在 10% 至 50% 之间。虽然各家公司的业务结构差别较大，但是海参养殖业务的毛利率都处于较高水平，2008 年至今的毛利率基本大于 50%。

表 20：可比公司收入及利润占比表明壹桥苗业海参收入、利润占比在 2011 年还不高

代码	名称	总股本 (万股)	收盘价 (7 月 27 日)	总市值 (亿元)	11 年海 参收入(万 元)	海参收 入占比	海参利 润(万元)	海参利 润占比	海参毛利 (%)
002069.SZ	獐子岛	71,111	21.4	152	24,534	8.4	12,781	12.8	52.1
600467.SH	好当家	73,049	8.13	59	42,394	48.1	22,816	76.5	53.8
002086.SZ	东方海洋	24,385	11.87	29	17,324	23.0	11,490	61.7	66.3
002447.SZ	壹桥苗业	13,400	39.95	53	7,554	36.2	5,218	39.0	围堰海参：66.89 加工海参：79.41

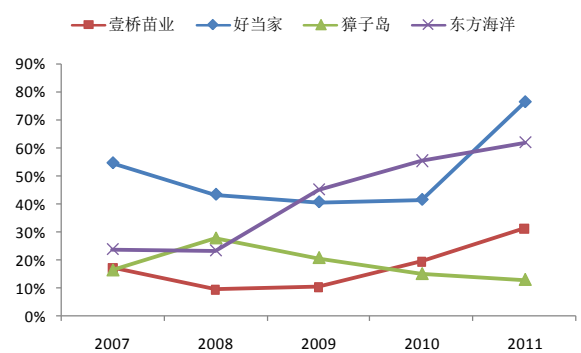
资料来源：宏源证券研究所

图 17：可比上市公司海参养殖收入占比



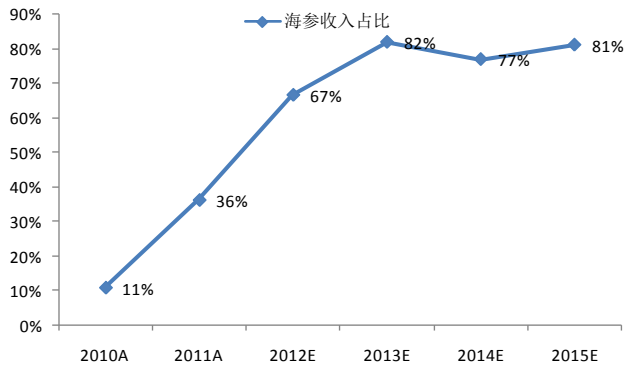
资料来源：公司公告、宏源证券研究所

图 18：可比上市公司海参养殖利润占比



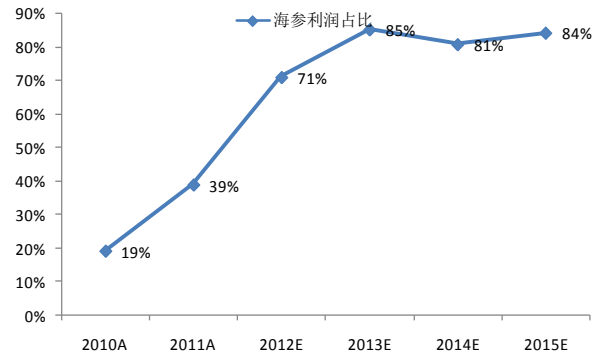
资料来源：公司公告、宏源证券研究所

图 19: 壹桥苗业海参养殖收入占比 12 年开始大幅上升



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

图 20: 壹桥苗业海参养殖利润占比两年内达到 80% 以上



资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

参考 A 股从事海参等水产品养殖的同类可比公司, 壹桥苗业目前的相对估值较高。但鉴于公司 2013-2015 年持续 **50%+** 的高速增长, 远高于同行业其他公司, 所以理应享有更高的估值。给予 2013 年 20X-25X PE, 对应未来 6-12 个月的目标价 **59.0-73.7 元**。我们给予公司“买入”投资评级, 未来 6 个月目标价 60 元。

表 21: 海参养殖上市公司估值比较

	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>壹桥苗业</b>				
EPS(摊薄)	0.75	1.31	2.95	4.40
归属于母公司净利润 YoY	67%	75%	125%	49%
PE	54	31	14	9
<b>獐子岛</b>				
EPS(摊薄)	0.70	1.01	1.46	1.97
归属于母公司净利润 YoY	18%	44%	46%	35%
PE	35	23	16	12
<b>好当家</b>				
EPS(摊薄)	0.28	0.41	0.54	0.68
归属于母公司净利润 YoY	45%	48%	32%	26%
PE	33	21	16	13
<b>东方海洋</b>				
EPS(摊薄)	0.39	0.57	0.75	0.94
归属于母公司净利润 YoY	30%	45%	32%	25%
PE	33	21	16	13

资料来源: Wind(獐子岛、好当家、东方海洋采取市场一致预期数据)、宏源证券研究所

图 21: 壹桥苗业 PE band



资料来源: Wind、宏源证券研究所

## (五) 风险提示

- 疫病、自然灾害、水域污染等造成育苗和亩产低于预期;
- 宏观经济下行导致终端消费持续萎靡, 海参价格不及预期。

## 五、附录及财务报表

表 22: 公司大事件

日期	事件
2010-7-13	IPO 上市, 募集资金总额为 49,266 万元, 扣除发行费用后实际募集资金净额为 46,180.70 万元。扣除募集资金投资项目 24,800 万元, 超募资金 21,380.70 万元。
2010-8-31	使用超募资金中的 1,300 万元偿还银行贷款。
2010-9-30	瓦房店市海洋与渔业局下发相关海域使用权证书, 共计 39,932.7 亩, 使用年限为 2010 年 9 月 30 日至 2020 年 9 月 29 日; 取得海域使用权支付给三级政府的补偿金额为 5,500 万元。
2010-10-11	使用超募资金在瓦房店市谢屯镇沙山村拟建 5000 亩海参良种基地, 项目建设期为 1 年, 项目建成后第二年达产。项目总投资估算为 11,500 万元。本项目达产后每年可产成品海参 125 万公斤, 预计每年新增营业收入 2 亿元, 实现净利润约 1.3 亿元。
2010-10-28	因普湾新区总体规划对公司所在地瓦房店市炮台镇鲍鱼岛村作出规划调整, 新区对公司采取异地重建方式进行安置。
	公司募投项目中育苗基地、研发中心面临重新选址建设, 募投项目建成投产的时间将会较预期延迟, 根据招股说明书此募投项目的建设规模、经济效益不会受到影响。
	列入搬迁范围的公司海域资产包括: 公司位于瓦房店市炮台镇鲍鱼岛村现有约 1975 亩围堰海参养殖圈整体搬迁后将被政府收回, 采取一次性资金补偿方式。未来公司围堰海参养殖面积减少约 1975 亩, 预计每年减少收入约 1000 万元, 减少净利润约 600 万元。
	列入搬迁范围的公司陆地主要资产包括: 6 万立方米水体育苗室、保种楼、办公用房、锅炉房等配套设施; 涉及土地面积合计为 110,298 平方米。根据搬迁通知第 3 条内容, 公司在新址建设完成并具备投产条件后立即进行搬迁, 因此对现有生产经营不构成影响。

- 2010-12-4** 拟以不超过 2,000 万元收购大连雨田海产养殖有限公司拥有的位于瓦房店市谢屯镇沙山村, 建筑面积 8,660.32 平方米的约 11,000 立方米水体的育苗场及育苗室坐落的 11,200 平方米土地使用权(2000 万是自有资金和银行贷款)。按照公司 2009 年海参苗产量及收入情况预测, 未来预计每年将产生 2,112 万元的收入, 预计实现利润约 610 万元。
- 2010-12-4** 拟计划使用超募资金中的 3,000 万元偿还银行贷款。
- 2010-12-31** 收到炮台镇人民政府拨付的哈大铁路客运专线(炮台镇段)一次性补偿资金人民币 2,709.85 万元。其中人民币 1,791.57 万元将作为本年度经营性资金补偿, 计入当期营业外收入, 对本期利润影响金额为人民币 1,791.57 万元(税前); 其余人民币 918.28 万元用于海上暂养设施的补偿, 计入专项应付款。
- 2011-1-11** 分别与大连沙山海珍品养殖有限公司、大连长兴岛临港工业区交流岛西海头村海兴养殖加工厂、大连沙山水产繁育有限公司签订育苗场租赁协议, 租赁水体 1.5 万立方米+2.3 万立方米+0.8 万立方米, 租金: 350 万元+450 万元+180 万元, 租期 1 年。
- 2011-1-24** 育苗基地及研发中心两子项目原选址于大连市瓦房店市炮台镇鲍鱼岛村原公司所在地, 暂养基地子项目原选址于谢屯镇沙山村。育苗基地及研发中心两个子项目由瓦房店市炮台镇鲍鱼岛村变更为瓦房店市谢屯镇沙山村后, 募投项目的三个子项目----育苗基地、研发中心、暂养基地将全部集中于大连瓦房店市谢屯镇沙山村。
- 由于公司募集资金投资项目地点的变更, 项目建成投产时间较预期将延迟, 预计 2011 年底前完工投入使用。
- 2011-6-11** 拟以不超过 11,000 万元收购收购个人资产: 杨守军拥有的位于瓦房店市谢屯镇泉眼村, 建筑面积 13,586 平方米(约 1.2 万立方米水体)的育苗场和相关配套设施; 建筑面积 2875.32 平方米办公房屋一座; 上述建筑坐落的 19,147.2 平方米土地使用权; 1,286 亩围堰海参养殖海域及海域内的养殖物。
- 2011-8-5** 拟建 10,000 亩海参养殖围堰, 通过人工建造围堰、造礁的方式创造适宜海参生长的自然环境, 在该区域内利用自然资源和人工投苗方式进行海参养殖。项目建设期预计为一年, 项目建成后进行人工投苗养殖, 项目总投资估算为 35,000 万元。
- 围堰海参养殖周期约为 2 年, 本项目达产后平均每年可产成品海参 300 万斤。预计平均每年新增营业收入 3 亿元, 实现毛利约 2.55 亿元, 围堰的折旧摊销及海参苗的成本将影响海参养殖的利润率变化。
- 2011-11-4** 收到炮台镇人民政府拨付的海域征用一次性补偿款共计人民币 39,623,256 元, 此次补偿对应的标的为 1015.04 亩围堰海参圈。其中人民币 11,357,270 元将作为本年度经营性资金补偿, 计入当期营业外收入, 对本期利润影响金额为人民币 11,357,270(税前); 其余人民币 28,265,986 元, 计入专项应付款。
- 2011-11-9** 公司租赁炮台镇袁屯村民委员会 171.71 亩海域获得 5,581,075 元补偿。
- 公司租赁自然人徐玉强 65.84 亩海域获得 1,648,317 元补偿。
- 公司自有海域 72.96 亩获得 3,466,961 元补偿。
- 累计收到炮台镇人民政府拨付的海域征用一次性补偿款共计人民币 10,696,353 元。根据补偿项目明细, 养殖物等相关补偿人民币 5,499,600 元将作为本年度经营性资金补偿, 计入当期营业外收入, 对本期利润影响金额为人民币 5,499,600(税前); 养殖圈等相关补偿人民币 5,196,753 元, 计入专项应付款。
- 2012-5-12** 公司位于瓦房店市鲍鱼岛村的陆地经营场所将永久动迁终止使用, 即日起厂区内 6 万立方米育苗车间内的苗种出库后将不再投入生产。公司现有育苗水体共 14.3 万立方米, 动迁后育苗水体降至 8.3 万立方米。此次动迁的 6 万立方米育苗车间产能预计每年可以实现销售收入约 18,800 万元, 毛利约 8,300 万元。
- 2012-6-13** 非公开增发预案: 发行募集资金不超过 79,800 万元, 将主要用于“围堰海参养殖及配套苗室建设项目”, 该项目包括“围堰海参养殖基地项目”及配套“海参苗繁育基地项目”两个子项目。
- 本次发行股票不超过 2,540 万股; 发行价格不低于 31.45 元/股。
- 2012-6-16** 补偿协议涉及的资产主要是公司位于瓦房店市鲍鱼岛村厂区内 110,298 平方米土地及坐落在土地上的约 6 万立方米育苗室、保种楼、办公楼等附属房屋及设备 etc 全部陆地资产。协议签署后政府一次性支付公司补偿款 227,114,844.00 元, 公司将所涉资产权利证书移交给政府, 政府有权随时使用该区域; 动迁海域中 1253.44 亩浮筏设施, 政府一次性支付公司补偿款 11,030,272.00 元; 484.97 亩海域及相关附属设施:

政府一次性支付公司补偿款 11,554,417.00 元。

**2012-6-30** 拆迁补偿: 128.94 亩海域, 4,115,920.00 元; 368.65 亩海域, 16,806,181.00 元; 982.56 亩盐田及相关附属设施, 65,504,328.00 元。

资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

**表 23: 财务报表**

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	195.6	208.4	391.2	794.8	1,174.2
减:营业成本	99.8	74.7	115.0	215.2	335.4
营业税费	-	-	-	-	-
销售费用	1.3	1.4	2.7	5.6	7.0
管理费用	43.2	28.9	46.9	95.4	129.2
财务费用	2.7	8.6	25.4	26.7	28.3
资产减值损失	0.2	-0.1	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	48.4	94.8	201.0	451.9	674.3
加:营业外净收支	20.6	20.8	-	-	-
利润总额	69.0	115.6	201.0	451.9	674.3
减:所得税	8.8	15.3	25.1	56.5	84.3
净利润	60.2	100.3	175.9	395.4	590.0
<b>资产负债表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
货币资金	212.9	21.8	125.4	238.4	554.3
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	4.8	3.1	10.7	21.8	32.2
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	21.7	18.5	18.6	18.7	18.9
存货	79.3	391.7	252.2	471.8	735.2
其他流动资产	-0.0	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	287.9	610.1	776.4	928.4	989.6
在建工程	156.0	186.9	116.1	124.8	97.4
无形资产	85.7	105.9	97.1	89.0	81.6
其他非流动资产	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
资产总额	850.4	1,340.2	1,398.5	1,895.0	2,511.2
短期债务	-	-	-	41.7	39.5
应付帐款	70.8	125.2	41.0	76.7	119.5
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	5.2	9.8	11.6	14.4	18.0
长期借款	50.0	395.0	395.0	495.0	595.0

其他非流动负债	13.6	11.7	11.7	11.7	11.7
负债总额	139.6	546.7	464.3	644.5	788.7
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	67.0	134.0	134.0	134.0	134.0
留存收益	643.8	659.5	800.2	1,116.6	1,588.6
股东权益	710.8	793.5	934.2	1,250.6	1,722.6
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
净利润	60.2	100.3	175.9	395.4	590.0
加:折旧和摊销	19.2	37.1	113.4	147.3	173.6
资产减值准备	0.2	-0.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	3.0	3.2	18.3	25.4	26.7
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	24.7	-260.0	49.4	-192.3	-227.6
经营活动产生现金流量	98.3	-106.8	364.2	377.1	564.2
投资活动产生现金流量	-343.7	-390.3	-200.0	-300.0	-200.0
融资活动产生现金流量	420.0	306.1	-60.6	35.9	-48.4

资料来源:公司公告、宏源证券研究所

**表 24: 财务指标**

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长性</b>					
营业收入增长率	27.7%	6.5%	87.8%	103.2%	47.7%
营业利润增长率	3.1%	95.9%	112.1%	124.8%	49.2%
净利润增长率	39.6%	66.6%	75.3%	124.8%	49.2%
EBITDA 增长率	6.4%	102.1%	159.8%	84.1%	40.0%
EBIT 增长率	2.3%	102.5%	119.0%	111.4%	46.8%
NOPLAT 增长率	-3.1%	108.3%	124.9%	111.4%	46.8%
投资资本增长率	145.2%	132.5%	-6.3%	35.3%	20.6%
净资产增长率	291.0%	11.6%	17.7%	33.9%	37.7%
<b>利润率</b>					
毛利率	49.0%	64.1%	70.6%	72.9%	71.4%
营业利润率	24.7%	45.5%	51.4%	56.9%	57.4%
净利润率	30.8%	48.1%	45.0%	49.7%	50.2%
EBITDA/营业收入	33.1%	62.8%	86.9%	78.8%	74.6%
EBIT/营业收入	26.1%	49.6%	57.9%	60.2%	59.8%
<b>运营效率</b>					
固定资产周转天数	405	776	638	386	294
流动营业资本周转天数	104	523	395	226	253
流动资产周转天数	346	651	387	262	321
应收帐款周转天数	1	2	4	4	4
存货周转天数	84	407	296	164	185



总资产周转天数	1,044	1,892	1,260	746	675
投资资本周转天数	786	1,742	1,257	704	604
投资回报率					
ROE	8.5%	12.6%	18.8%	31.6%	34.3%
ROA	7.1%	7.5%	12.6%	20.9%	23.5%
ROIC	17.1%	14.5%	14.1%	31.7%	34.4%
费用率					
销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
管理费用率	22.1%	13.9%	12.0%	12.0%	11.0%
财务费用率	1.4%	4.1%	6.5%	3.4%	2.4%
三费/营业收入	24.1%	18.7%	19.2%	16.1%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	16.4%	40.8%	33.2%	34.0%	31.4%
负债权益比	19.6%	68.9%	49.7%	51.5%	45.8%
流动比率	4.19	3.11	7.07	5.45	7.37
速动比率	3.15	0.31	2.69	2.02	3.33
利息保障倍数	19.12	11.99	8.90	17.90	24.83
分红指标					
DPS(元)	-	0.15	0.26	0.59	0.88
分红比率	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股息收益率	0.0%	0.4%	0.7%	1.5%	2.2%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
EPS(元)	0.45	0.75	1.31	2.95	4.40
BVPS(元)	5.30	5.92	6.97	9.33	12.85
PE(X)	89.7	53.8	30.7	13.7	9.1
PB(X)	7.6	6.8	5.8	4.3	3.1
P/FCF	-15.8	-15.1	20.4	76.0	16.9
P/S	27.6	25.9	13.8	6.8	4.6
EV/EBITDA	40.1	46.0	17.0	9.5	6.7
CAGR(%)	87.3%	80.5%	64.8%		
PEG	1.0	0.7	0.5		
ROIC/WACC	1.8	1.5	1.4	3.3	3.5
REP	2.4	2.9	3.0	1.0	0.8

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

## 附件：海参知识简介

### 资料来源：百度百科

海参，属海参纲 (Holothurioidea)，是生活在海边至 8000 米的海洋软体动物，据今已有六亿多年的历史，海参以海底藻类和浮游生物为食。海参全身长满肉刺，广布于世界各海洋中。我国南海沿岸种类较多，约有二十余种海参可供食用，**海参同人参、燕窝、鱼翅齐名，是世界八大珍品之一。**海参不仅是珍贵的食品，也是名贵的药材。

据《本草纲目拾遗》中记载：海参，味甘咸，补肾，益精髓，摄小便，壮阳疗痿，其性温补，足敌人参，故名海参。现代研究表明，海参具有提高记忆力、延缓性腺衰老，防止动脉硬化、糖尿病以及抗肿瘤等作用。

### 海参十大养生功效（简述）：

**功效一：补肾益精 滋阴养血 阴阳双补** 海参中的精氨酸是构成男性精子细胞的主要成分，且具有调节性激素的功能，而且海参又恰恰是“精氨酸的大富翁”，对治疗阳痿、肾虚有特殊功效。另外，海参中的磷、锌、锰、硒、镍等元素都对人体多种生理活动，尤其对生殖功能作用突出，对促进性功能的提高很有帮助。海参中的很多元素对改善和调理女性内分泌，促进体内良性循环都有很大的帮助。

**功效二：增强体质 调整机体免疫力** 常食海参的人很少感冒，因为海参中所含有的丰富的蛋白质、精氨酸等是人体免疫功能所必须的物质，能预防疾病感染，调整机体的免疫力，对感冒等传染性疾病有很好的预防功能。

**功效三：延缓衰老** 海参中的胶原蛋白、精氨酸、硫酸软骨素、磷、烟酸、硅等具延年益寿、消除疲劳、防治皮肤衰老、美容等功效。另外，精氨酸还有促成人体细胞再生和机体损伤修复的能力。

**功效四：改善睡眠 提高记忆力** 食用海参对改善睡眠、提高记忆力有很强的促进作用。精氨酸在海参中含量比其它生物体内高，对神经衰弱有特殊疗效，所以食用求仙岛海参对改善睡眠有明显作用。而海参中烟酸、钙、牛磺酸、赖氨酸等元素对恢复大脑疲劳，增强记忆力也有重要功效。

**功效五：抗疲劳** 海参中含有丰富的酸性粘多糖和精氨酸，有明显的机体调节功能和搞疲劳作用。别外，海参中的烟酸、牛磺酸、钾、镍等营养素都具有快速消除疲劳，调节神经系统的功能。

**功效六：调节血脂** 常常食用海参能够预防心血管病、降低血压、激发造血功能、抑制胆固醇的合成、调节血脂等。海参中含有钒、锰、钾、铜、尼克酸、牛磺酸等可以影响体内脂肪的代谢过程，具有防止脂肪肝形成的作用。

**功效七：调节血糖** 糖尿病患者常食用海参。海参中的酸性粘多糖具有在机体中降低血糖活性，抑制糖尿病发生的作用。而它所含有的钾对机体中胰岛素的分泌起着重要作用，含有钒可使糖尿病得到防治。

**功效八：抗肿瘤 抗辐射** 海参中的海参毒素对某些癌细胞有一定的抑制作用。钼元素能防治食道癌，硒化合物对肺癌、乳腺癌及结肠瘤等都有效果，酸性粘多糖有明显的调节机体生理功能，抗癌活性，抑制癌细胞的作用。

**功效九：改善骨质疏松** 经常食用海参可以预防儿童的佝偻病、成人的骨质疏松症和骨质增生症。求仙岛海参中丰富的钙、磷、锰、铜、锗、硅等元素对预防婴儿佝偻病，成人的骨质疏松症以及对骨骼异常、畸形，牙质及釉质发育不良都有特殊作用。

**功效十：促进生长发育** 食用海参有助于促进生长发育。海参中丰富的精氨酸、赖氨酸、牛磺酸、钙、磷、碘、铁、锌，是人体发育成长的重要物质，它们直接参与人体本身的生长发育、免疫调解、伤口愈合、生殖发育等生理活动，在人体能量储备和运转中起着重要作用。

**分析师简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员, 中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学, 15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。主要研究覆盖公司: 壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、积成电子、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、九牧王、七匹狼、首商股份、金亚科技等。

**吴洋:** 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 3 年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	邮箱
华北	牟晓凤	010-88085111	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	zhangyao@hysec.com
华东	张璐	010-88085978	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	sunliqun@hysec.com
	李岚	02151782236	lilan@hysec.com
华南	夏苏云	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	luoyun@hysec.com
	赵越	18930809316	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	qinhan@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。

本报告版权仅为本公司所有, 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。