

下半年爆发式增长预期不变

买入维持

目标价格：60 元

投资要点：

- 公司收入和利润增长略微低于预期，全年增速有望提高。
- 围堰海参成本核算方法变更对存货有重要影响。
- 逐步推进海参“育苗—养殖—加工—销售”的全产业链模式。

报告摘要：

- 公司收入和利润增长略微低于预期，全年增速有望提高。上半年，公司实现营业总收入 1.51 亿元，较上年同期增长 20.57%；营业利润 8100 万元，较上年同期增长 30.73%；净利润为 7274 万元，较上年同期增长 28.69%。上半年公司受到“北参南养”对海参价格影响，以及捕捞量的影响，业绩增长略微低于我们的预期，但随着秋冬海参市场需求的旺盛带动价格的上涨，以及由此带动公司加大捕捞力度的可能，我们对公司全年利润增长 75% 的预期保持不变。
- 围堰海参成本核算方法变更对存货有重要影响。随着公司围堰养殖面积的增加，为了更加精确计算公司围堰海参的养殖成本，公司将原来的会计政策进行了变更，将海参苗作为直接成本，其他海域使用金、海域使用权摊销、海底改造固定资产折旧等按照面积计入间接成本，核算方法的改变对提高 10 年存货 200 万，11 年存货 1 个亿，截止到 2012 年上半年，公司的存货总计 4.6 亿元，比期初增加 7200 万元，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。
- 盈利预测与估值：公司拟进行 10 转 10，摊薄后股本 268 百万股，尚需股东大会通过，不考虑转增，我们预计 2012-2014 年净利润分别是 1.75 亿、3.95 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。鉴于公司 2012-2014 年持续 50% 的高速增长，维持“买入”投资评级，未来 6 个月目标价 60 元。

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

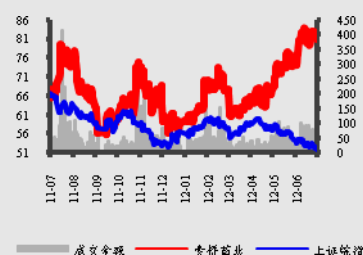
Email：wangfenghua@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085965

Email：wuyang@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	42.5
流通市值(百万)	2,079
总市值(百万)	5,460
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	非常散

围堰海参成本核算方法变更，对往年存货产生重要影响

公司以往年度围堰海参养殖规模较小，随着公司已确权海域面积的不断增长，公司围堰海参养殖面积逐年扩大，为进一步规范公司的会计信息，公司对以往与围堰海参养殖相关的围堰、海底造礁折旧等间接成本当期费用化的做法予以变更，以提高存货中消耗性生物资产计价的准确性。

原核算方法：围堰海参的生长期为两年，围堰海参的成本只包括前期结转海参苗的成本，以后发生的成本当期费用化。根据两年前投入海参苗的亩数及抽查盘点情况预估总产量（公斤），每季末根据成本和数量计算出单位成本，按销售数量乘以单位成本结转当期围堰海参的销售成本，围堰海参的单位成本=围堰海参两年前发生的全部生产成本÷预估总产量（公斤）。围堰海参每年销售完成后将剩余的两年前全年发生的围堰海参成本全部结转。

变更后的核算方法：围堰海参的主要成本包括海参苗、海域使用金、海域使用权摊销、围堰和海底造礁及其他固定设施折旧等，其中海参苗为直接成本，其他支出作为间接成本按在养面积分配计入围堰海参的成本。公司围堰海参成本核算具体到每个养殖圈。某养殖圈单位面积围堰海参成本=该养殖圈围堰海参成本÷该养殖圈在养面积（亩），围堰海参销售时按采摘面积（亩）占该养殖圈在养面积的比例结转相应成本。与围堰海参养殖相关的人工费用及其他支出直接计入当期损益。

表 1：围堰海参成本核算方法改变追溯对 2010 和 2011 年会计科目的影响（单位：百万）

	2010 年度	2011 年度
营业成本	2.67	5.54
管理费用	-3.96	-13.27
所得税费用	0.16	0.97
存货	2.91	10.63
应交税费	0.36	1.34
盈余公积	0.25	0.93
未分配利润	2.29	8.37

资料来源：公司公告，宏源证券

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。变更围堰海参的成本核算方法之后，公司 2010 年的存货将增加 200 万，2011 年的存货增加 1 个亿。2012 年上半年，公司的存货达到 4.63 亿元，比期初的 3.91 亿元增加 7200 万。

我们预计随着 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。

逐步推进海参“育苗—养殖—加工—销售”的全产业链模式

公司主要产品贝苗实现销售收入 1.11 亿元，较去年同期增长 3.05%，实现了年初制定的目标。海参苗培育业务顺利进行，技术水平和产量在同行业内保持领先地位。其中不包含海参苗的收入，公司将海参苗全部自用。

2012 上半年, 围堰海参共捕捞 **779 亩**, **鲜活海参**产量 207171 公斤, 平均亩产为 265.95 公斤。其中部分鲜活海参实现销售收入 2437.71 万元, 收入较去年同期增长 181.66%, 海参成本增加了 881.25%, 公司前期投入的海参养殖初见成果。

上半年在“北参南养”海参普遍降价, 每公斤海参价格由原来的 216 元降为 160 元, 但公司的海参仍以优良的品质得到了市场的认可, 上半年鲜活海参平均售价 167.13 元/公斤。随着秋冬海参消费旺季的到来, 预计海参价格下半年将环比回升。

2012 年上半年, 公司加工鲜活海参 59957 公斤, 收入为 1400 万, 仅上半年的收入就超过去年全年的海参加工品收入总额。成品海参以优良品质赢得了市场消费者的认可, 截止报告期末公司经销商及经销网点 20 多家。餐饮机构上海小南国餐饮有限公司、安徽同庆楼餐饮有限公司也成为公司成品海参采购商。

盈利预测和估值

公司 2012 年半年度利润分配预案为: 拟以 2012 年 6 月 30 日总股本 13400 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利 0.20 元 (含税), 同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增股份 10 股。经上述分配后, 公司的总股本增加至为 26800 万股。目前转增方案还需经过股东大会的通过。

我们预计, 2012-2014 年归属于母公司的净利润分别是 1.75 亿 (上半年已经实现净利润为 7274 万元)、3.95 亿、5.9 亿, 同比增长 75%、124%、49%, EPS 1.31、2.95、4.40, 按照摊薄后的股本 268 万股计算, 对应的 EPS 为 0.67、1.48、2.2 元, 按照 8 月 24 日的收盘价 42.5 元计算, 对应的 PE 为 63.43 倍、28.72 倍、19.32 倍。鉴于公司 2012-2014 年持续 50% 的高速增长, 维持公司“买入”投资评级, 未来 6 个月目标价 60 元。

图 1: 壹桥苗业 PE band



资料来源: Wind、宏源证券

表 1: 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
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
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

现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
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

表 2: 财务指标

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
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%
利润率					
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%
运营效率					
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%
业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
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

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, 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

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