

新增租赁育苗水体助力海参养殖

买入维持

目标价格：60元

事件：

公司今日公告称根据生产经营需要，决定租赁育苗场开展育苗业务。公司于2012年9月28日与郭莲女士签订了育苗场租赁协议，育苗场位于瓦房店市谢屯镇沙山村，水体容积**4万立方米**，年租金210万元，租赁期限二年。

对此我们点评如下：

- **新增租赁4万立方米育苗水体后，育苗水体容量达到12.3万立方。**截止今日公告前，公司原有育苗水体8.3万立方米。IPO募投项目中6万立方育苗水体于2012年投入使用，2011年6月收购的1.2万立方水体也为公司育苗做出贡献。但由于瓦房店市炮台镇鲍鱼岛村原有厂房拆迁，2012年公司原有的6万立方米育苗水体停止使用；2011年初租期一年的4.6万立方米育苗水体租期已满。公司此次新增租赁的4万立方水体，可以为育苗提供充足的水体保证。
- **公司新增的育苗水体有效服务于海参养殖。**新租赁的育苗水体年底即可投入使用，4万立方水体贡献的海参苗可以满足4000亩左右海域海参养殖的投苗需要。由于公司2012-2014年海参养殖业务持续高速增长，新增海域开发面积1万亩、1.4万亩、9000亩；目前12.3万立方的育苗水体可以有效支撑公司近两年海参养殖业务的快速发展。
- **育苗水体与海参养殖同步增长，增强公司经营稳定性。**新的育苗水体位于瓦房店市谢屯镇沙山村，与公司围堰海参的养殖处于同一区域。育苗与养殖协同发展，海参苗自给率的提高有利于提高海参养殖成功率，保证公司高于行业的亩产水平。
- **盈利预测与投资建议：**公司股东大会通过10转10分配预案，摊薄后股本2.68亿股，预计11月中旬前实施转增方案。不考虑转增，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。维持“买入”投资评级，未来6个月目标价60元。

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

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

 Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88085965

 Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	41.48
流通市值(百万)	2,117
总市值(百万)	5,550
十二个月最高价	44.55
十二个月最低价	26.96

相关研究

宏源证券-壹桥苗业-002447-个股深度研究报告：等待秋季收获，业绩爆发超预期-中小市值组-王凤华

宏源证券-壹桥苗业-002447-中报简评：下半年爆发式增长预期不变-中小市值组-王凤华

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

表 1: 公司育苗水体容量 (含自有和租赁)

育苗水体 (含自有和租赁)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
年初育苗水体(万立方米)	6.0	6.0	11.7	12.3	12.3	20.3
当年新增育苗水体(万立方米)		5.7	11.2	-	8.0	-
当年减少育苗水体(万立方米)			10.6	-	-	-
年末育苗水体(万立方米)	6.0	11.7	12.3	12.3	20.3	20.3

资料来源: 公司公告、宏源证券研究所

表 2: 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由政府收回, 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、大连沙山水产繁殖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

日期	事件
	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	<p>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。</p> <p>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。</p>
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	<p>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。</p> <p>公司租赁自然人徐玉强65.84亩海域获得1,648,317元补偿。</p> <p>公司自有海域72.96亩获得3,466,961元补偿。</p> <p>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。</p>
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	<p>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。</p> <p>本次发行股票不超过2,540万股;发行价格不低于31.45元/股。</p>
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,公司将所涉及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。
2012/9/11	临时股东大会审议通过《关于公司<前次募集资金使用情况报告>的议案》、《关于公司2012年半年度利润分配及资本公积金转增股本的预案》(十送十)、《关于公司非公开发行股票发行方案的议案》、《关于<公司非公开发行股票预案(修订稿)>的议案》等议案。
2012/10/8	公司于2012年9月28日与郭莲女士签订了育苗场租赁协议,育苗场位置:瓦房店市谢屯镇沙山村;水体:4万立方米;年租金:210万元;租赁期限:二年

资料来源:公司公告、宏源证券研究所

表 3: 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、宏源证券研究所

表 4: 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、宏源证券研究所

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: 煌上煌、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、德力股份、围海股份、金陵药业、积成电子、三元达、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、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。

机构销售团队

区域	牟晓凤	李倩	王燕妮	张瑶	
华北	010-88085111	010-88083561	010-88085993	010-88013560	
区域	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com	zhangyao@hysec.com	
华东	张璐	赵佳	奚曦	孙利群	李岚
区域	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756	02151782236
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com	lilan@hysec.com
华南	夏苏云	贾浩森	罗云	赵越	孙婉莹
区域	13631505872	010-88085279	010-88085760	18930809316	0755-82934785
	xiasuyun@hysec.com	jiahaosen@hysec.com	luoyun@hysec.com	zhaoyue@hysec.com	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	胡玉峰			
	010-88085842	010-88085843			
	qinhan@hysec.com	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。