

## 收购海域，增加资源优势

## 买入 维持评级

目标价格：30 元

### 投资要点：

公司 1 月 21 日公告称拟以 2.5 亿元的价格收购 4985 亩围堰海参养殖圈及相应的海域使用权，同时新增 2.5 万立方米育苗水体，租金 210 万元/年。

### 对此我们点评如下：

- **围堰养殖的海域资源稀缺，公司持续收购，资源优势进一步强化。**由于城市化进程带来的基础设施建设增加，近年来可供围堰养殖的海域资源日渐减少，养殖海域成为稀缺资源。公司持续外延式收购海域，此次收购 4985 亩围堰养殖圈和海域使用权，占此前公司水域的 10%，收购后公司合计拥有海域使用权 5.25 万亩，此次收购将增加 2013 年投苗面积，14 年开始为公司贡献业绩。
- **育苗水体与围堰海域同时增长，形成协同效应。**新增租赁 2.5 万立方米育苗水体，占此前公司育苗水体的 20%。育苗水体主要用于培育海参苗，供围堰养殖用。育苗水体与围堰海域同时增长，有助于保持公司海参苗的自给率，提高成活率，形成协同效应。
- **公司在海参养殖方面的一系列扩张行动表明公司对海参养殖长期坚定看好以及公司对未来持续经营的坚定信心。**
- **盈利预测与投资建议：**预计 2012-2014 年公司收入 3.9 亿、7.9 亿、12.6 亿，净利润 1.76 亿、3.95 亿、6.29 亿，同比增长 75%、125%、59%，EPS 0.66、1.48、2.35 元，对应的 PE 38X、17X、10X。维持“买入”评级，未来 6 个月目标价 30 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](mailto:wangfenghua@hysec.com)

#### 资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: [likunyang@hysec.com](mailto:likunyang@hysec.com)

#### 研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: [shiyusen@hysec.com](mailto:shiyusen@hysec.com)

岳苗

电话：010-88085965

Email: [yuemiao@hysec.com](mailto:yuemiao@hysec.com)

### 行情数据

当前股价	25.39
总股本(千股)	268,000
总市值(百万)	6,805
流通市值(百万)	2,700
12月最高价(前复权)	27.00
12月最低价(前复权)	13.46

数据来源：Wind

### 相关研究

壹桥苗业：等待秋季收获，业绩爆发超预期

20120730

壹桥苗业：购买育苗水体，专注海参养殖

20121120

壹桥苗业：购买围堰水域强化海参养殖主业

20121120

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	196	208	391	795	1,269
YoY	28%	7%	88%	103%	60%
净利润(百万)	60	100	176	395	629
YoY	40%	67%	75%	125%	59%
EPS	0.22	0.37	0.66	1.48	2.35
PE	113.0	67.8	38.7	17.2	10.8

**表 1: 公司海域使用权面积**

海域使用权	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
年初海域使用权(亩)		6,435	46,367	47,653	47,534	52,519	52,519
当年新增(亩)		39,932	1,286	1,856	4,985	-	-
当年减少(亩)		-	-	1,975	-	-	-
年末海域使用权(亩)	6,435	46,367	47,653	47,534	52,519	52,519	52,519

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

**表 2: 公司已开发可使用海域**

已开发可使用海域	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
年初已开发海域使用权(亩)		6,435	6,435	12,721	22,602	36,602	45,902
当年新增(亩)			6,286	11,856	14,000	9,300	2000
当年减少(亩)				1,975	-	-	-
年末已开发海域使用权(亩)	6,435	6,435	12,721	22,602	36,602	45,902	47,902
已开发使用权 YoY			98%	78%	62%	25%	4%
已开发占比总海域使用权	100%	14%	27%	48%	70%	87%	91%

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

## 财务报表及附录

表 3: 公司 2012-2014 年财务报表预测

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	195.6	208.4	391.2	794.8	1,268.8
减:营业成本	99.8	74.7	115.0	215.2	359.0
营业税费	-	-	-	-	-
销售费用	1.3	1.4	2.7	5.6	10.2
管理费用	43.2	28.9	46.9	95.4	152.3
财务费用	2.7	8.6	25.4	26.7	28.5
资产减值损失	0.2	-0.1	-	-	-
营业利润	48.4	94.8	201.0	451.9	718.9
加:营业外净收支	20.6	20.8	-	-	-
利润总额	69.0	115.6	201.0	451.9	718.9
减:所得税	8.8	15.3	25.1	56.5	89.9
净利润	60.2	100.3	175.9	395.4	629.0
<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	540.1
应收帐款	4.8	3.1	10.7	21.8	34.8
预付帐款	21.7	18.5	18.6	18.7	18.9
存货	79.3	391.7	252.2	471.8	786.8
长期股权投资	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
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	2,551.3
短期债务	-	-	-	41.7	40.0
应付帐款	70.8	125.2	41.0	76.7	127.9
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	797.5
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	67.0	134.0	268.0	268.0	268.0
留存收益	643.8	659.5	666.2	982.6	1,485.8
股东权益	710.8	793.5	934.2	1,250.6	1,753.8
<b>现金流量表</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
经营活动产生现金流量	98.3	-106.8	364.2	377.1	557.6
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	-56.0

资料来源: Wind, 宏源证券研究所

**表 4: 公司 2012-2014 年财务指标预测**

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%	59.6%
营业利润增长率	3.1%	95.9%	112.1%	124.8%	59.1%
净利润增长率	39.6%	66.6%	75.3%	124.8%	59.1%
EBITDA 增长率	6.4%	102.1%	159.8%	84.1%	47.1%
EBIT 增长率	2.3%	102.5%	119.0%	111.4%	56.1%
NOPLAT 增长率	-3.1%	108.3%	124.9%	111.4%	56.1%
投资资本增长率	145.2%	132.5%	-6.3%	35.3%	24.7%
净资产增长率	291.0%	11.6%	17.7%	33.9%	40.2%
<b>利润率</b>					
毛利率	49.0%	64.1%	70.6%	72.9%	71.7%
营业利润率	24.7%	45.5%	51.4%	56.9%	56.7%
净利润率	30.8%	48.1%	45.0%	49.7%	49.6%
EBITDA/营业收入	33.1%	62.8%	86.9%	78.8%	72.6%
EBIT/营业收入	26.1%	49.6%	57.9%	60.2%	58.9%
<b>投资回报率</b>					
ROE	8.5%	12.6%	18.8%	31.6%	35.9%
ROA	7.1%	7.5%	12.6%	20.9%	24.7%
ROIC	17.1%	14.5%	14.1%	31.7%	36.6%
<b>费用率</b>					
销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.8%
管理费用率	22.1%	13.9%	12.0%	12.0%	12.0%
财务费用率	1.4%	4.1%	6.5%	3.4%	2.2%
三费/营业收入	24.1%	18.7%	19.2%	16.1%	15.0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	16.4%	40.8%	33.2%	34.0%	31.3%
<b>业绩和估值指标</b>					
EPS(元)	0.22	0.37	0.66	1.48	2.35
BVPS(元)	2.65	2.96	3.49	4.67	6.54
PE(X)	113.0	67.8	38.7	17.2	10.8
PB(X)	9.6	8.6	7.3	5.4	3.9
P/FCF	-19.9	-19.0	25.7	95.8	23.9
P/S	34.8	32.7	17.4	8.6	5.4
EV/EBITDA	24.7	30.7	21.2	11.7	7.9

资料来源: Wind, 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、首席分析师,《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名,得分 5051.95 分。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,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、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。主要研究覆盖公司:中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、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、航民股份、报喜鸟等。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jjahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	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。如引用、刊发,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。