

海参放量推高 13 年业绩

买入 维持

目标价格：30.00 元

事件：

公司于4月25日发布12年年报和13年一季度，12年实现收入3.72亿元，同比增长78.6%，净利润1.6亿元，同比增长60%，EPS为0.6元；13年一季度实现收入2500万，同比增长85%，净利润为479万，同比增长145%；预计上半年利润增长位于0-50%区间内。

报告摘要：

- 海参养殖和加工刺激业绩上涨。**2012年公司鲜活海参共计实现销售收入2亿元，较去年同期增长220.77%；海参加工品实现销售收入3348万元，较去年同期增长154.35%。海参相关业务共计实现收入2.33亿元，为12年的收入贡献62%的比例。12年是海参放量的初始年，由于很多海参苗需要外购，加大了鲜活海参养殖的成本，从而拉底了公司的综合毛利。但预计13年海参养殖的产销量增长加快，业绩将进入加速释放期，随着外购参苗的逐步减少，综合毛利逐渐恢复至超过原来水平，海参加工等高毛利业务占比加大将拉升毛利。
- 双向战略确定公司发展方向，不断加大投资显示发展决心。**2012年公司明确纵向和横向共同发展战略：纵向是形成“育苗—养殖—加工—销售”的全产业链；横向是通过并购等方式，不断对周围海域资源进行整合，扩大育苗水体和围堰海参养殖规模，保证规模增长。公司在几个月内不断并购周边水域，加大投入围堰海参养殖，显示出公司发展海参全产业链的决心。随着海参产业链的不断完善，预计公司将会加大下游销售渠道建设力度，主要为加工海参进行增值服务，如果能培养自有的终端渠道，将大大提高中间利润。
- 盈利预测和估值。**根据我们的盈利预测模型，公司13-15年的收入为7.94亿、12.68亿和16.25亿，净利润为3.76亿、6.17亿和8.08亿。对应的EPS分别为1.4、2.3和3.01元，按照4月25日收盘价24.29元计算，对应的PE为17、10和8倍。

主要经营指标	2010	2012	2013E	2013E	2014E
营业收入(百万)	208.36	372.2	794.8	1268.8	1625.0
增长率(%)	6.51	78.6	113.6	59.6	28.1
归母净利润(百万)	100.32	160.9	375.9	617.7	807.9
增长率(%)	63.55	60.4	133.6	64.3	30.8
每股收益	0.75	0.75	1.4	2.3	3.01
市盈率	56.50	56.50	17.35	10.56	8.07

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

首席分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

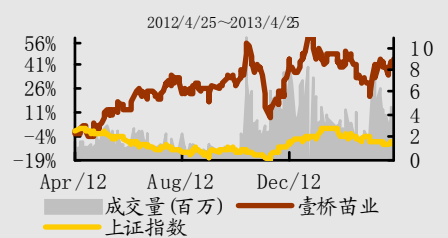
Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

《壹桥苗业：收购海域，增加资源优势》

2013/1/23

《壹桥苗业：新增租赁育苗水体助力海参养殖》

2012/10/08

《壹桥苗业：等待秋季收获，业绩爆发超预期》

2012/7/30

单位:百万元

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	372	795	1269	1625	经营活动现金流				
YoY	79%	114%	60%	28%	净利润	161	376	618	808
营业成本	162	294	457	569	折旧与摊销	59	100	106	113
营业税金及附加	0	0	0	0	财务费用	10	15	4	-4
销售费用	2	4	6	8	非经常性/非经营性损益	1	-20	-20	-20
管理费用	37	76	121	154	营运资金的减少	-121	-32	-163	-40
EBITDA	230	522	792	1007	长期经营性负债的增加	0	15	0	20
YoY	64%	126%	52%	27%	经营活动现金流净额	109	453	545	877
EBIT	171	422	686	894	投资活动现金流				
财务费用	9	15	4	(4)	固定资产购建	-414	-80	-70	-90
非经营性/经常性损益	20	20	20	20	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	182	427	702	918	非经常性或非经营性损益	1	20	20	20
所得税费用	21	51	84	110	非核心资产的减少	399	34	0	0
净利润	161	376	618	808	投资活动现金流量净额	-15	-36	-60	-80
YoY	60%	134%	64%	31%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	112	0	0	0
归属母公司所有者净利润	161	376	618	808	长期借款增加	0	-219	-124	-48
YoY	60%	134%	64%	31%	股本及资本公积增加	0	30	0	0
					财务费用及红利等	-41	-15	-4	4
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	筹资活动现金流量净额	71	-203	-128	-44
资产					现金及现金等价物净增加额	165	214	357	753
货币资金	187	401	758	1511	现金及现金等价物期末余额	187	401	758	1511
应收款项	13	32	51	65	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
预付款项	1	5	8	11	盈利能力				
存货	422	447	631	684	ROE	17.0%	27.8%	31.4%	29.1%
其他流动资产	0	0	0	0	净利率	43.2%	47.3%	48.7%	49.7%
流动资产合计	624	884	1448	2270	毛利率	56.4%	63.0%	64.0%	65.0%
固定资产	855	852	829	818	营业费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	112	106	103	101	管理费用率	9.9%	9.5%	9.5%	9.5%
无形资产	105	105	104	104	财务费用率	2.5%	1.8%	0.3%	-0.2%
非核心资产	84	50	50	50	资本结构				
非流动资产合计	1157	1112	1086	1073	资产负债率	46.9%	32.3%	22.3%	16.9%
资产总计	1780	1996	2533	3343	权益乘数	1.88	1.48	1.29	1.20
负债					流动资产/总资产	35.0%	44.3%	57.1%	67.9%
短期借款	0	0	0	0	流动负债/总负债	18.0%	25.5%	36.8%	41.9%
应付款项	24	54	98	128	偿债能力				
预收款项	0	0	0	0	流动比率	4.16	5.38	6.96	9.55
其他应付款	12	10	10	10	速动比率	1.35	2.66	3.93	6.68
其他流动负债	113	100	100	100	产权比率	0.88	0.48	0.29	0.20
流动负债合计	150	164	208	238	归属母公司股东权益/负债	1.13	2.09	3.49	4.90
长期借款	400	181	57	9	营运能力				
长期经营性负债	0	0	0	0	存货周转率	0.40	0.68	0.85	0.87
其他非流动负债	285	300	300	320	应收账款周转率	45.49	35.28	30.74	28.08
非流动负债合计	685	481	357	329	流动资产周转率	0.70	1.05	1.09	0.87
负债合计	835	646	565	567	固定资产周转率	0.51	0.93	1.51	1.97
股本	268	268	268	268	总资产周转率	0.24	0.42	0.56	0.55
资本公积金	301	331	331	331	每股和估值指标				
留存收益	376	752	1370	2178	EPS(元)	0.60	1.40	2.30	3.01
归属母公司股东权益	945	1351	1969	2777	BPS(元)	3.53	5.04	7.35	10.36
少数股东权益	0	0	0	0	P/E(x)	40.45	17.32	10.54	8.06
股东权益合计	945	1351	1969	2777	P/B(x)	6.89	4.82	3.31	2.34
负债和股东权益合计	1780	1996	2533	3343					

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。16 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: 广安爱众、尚荣医疗、金宇集团、中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中国医药、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、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	张璐	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	lilian@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@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	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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。