



需求供给双重刺激价格回升

买入 维持

目标价格: 30.00 元

投资要点:

公司 2013 年上半年实现营业总收入 1.68 亿元, 同比增长 11.06%; 营业成本 5931.89 万元, 同比增长 25.94%; 归属于上市公司股东的净利润为 7558.21 万元, 同比增长 3.91%; EPS 0.28 元

报告摘要:

- 上半年营业成本较高, 导致净利润增长微弱。公司营业收入 1.68 亿元, 同比增长 11.06%。净利润 7558 万元, 同比增长 3.91%。营业成本同比增长 25.94%, 主要由于本年所产围堰海参大部分系 2011 年外购海参苗投入养殖, 成本较高。同时由于上半年海参价格低迷, 围堰海参养殖毛利下降 12 个百分点, 海参加工毛利下降 24 个百分点。上半年表现低于预期较多, 下半年供给及价格刺激有望改善盈利。
- 山东部分地区海参减产甚至绝产, 带来下半年海参价格上涨预期。山东莱州地区海参受连续暴雨和高温影响出现大面积死亡甚至绝产, 受影响的主要是水深较浅、海水循环条件较差的虾池, 全国海参产量大半在山东, 虾池养殖又是主流模式, 此次对全国总产量影响较大, 当前需求已经见底, 供给减少带来涨价预期, 对上市公司形成利好。
- 纵向策略初见成效, 横向并购效应也将逐渐释放。公司自 2012 年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, 公司海参产品已于今年 6 月份先后进驻 1 号店和天猫商城, 对海参全产业链的销售终端实现网络平台的初步搭建; 横向是通过并购等方式, 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。公司于 13 年 1 月份继续收购海域使用权, 公司海参培养期为 2 年, 因此将于 13 年下半年规模增长开始逐渐显现。
- 盈利预测和估值。预测公司 13-15 年净利润为 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, 对应的 PE 为 13.97、8.5 和 6.5 倍, 维持“买入”评级, 目标价 30 元。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	208.36	372.16	794.8	1268.8	1625.0
增长率 (%)	6.51	78.62	113.6	59.6	28.1
归母净利润(百万)	100.32	160.92	375.9	617.7	807.9
增长率 (%)	63.55	60.42	133.6	64.3	30.8
每股收益	0.75	0.60	1.4	2.3	3.1
市盈率	56.98	71.05	17.35	10.56	8.07

中小市值研究组

首席分析师:

王凤华(S1180511010001)

新财富中小市值最佳分析师

电话: 010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

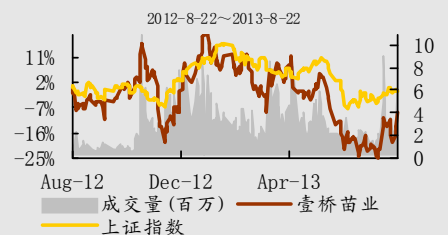
研究助理:

岳苗

电话: 010-88013564

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	19.56
总股本(千股)	268,000
总市值(百万)	52,420
流通市值(百万)	52,420
12个月最高价	45.70
12个月最低价	16.01

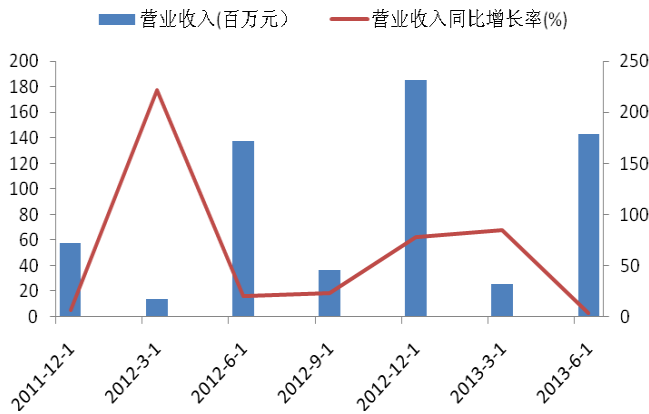
相关研究

《壹桥苗业: 海参放量推高 13 年业绩》
2013-4-25

《壹桥苗业: 收购海域, 增加资源优势》
2013/1/23

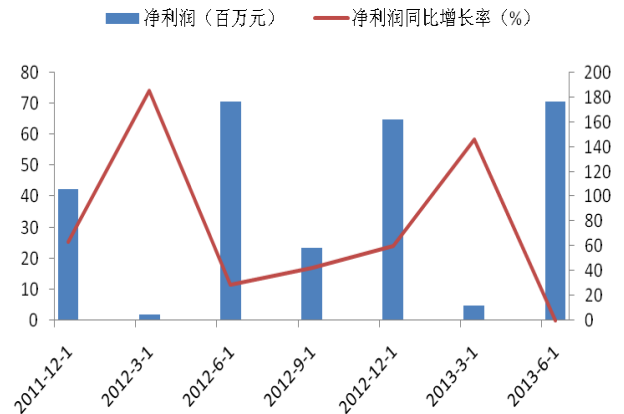
《壹桥苗业: 新增租赁育苗水体助力海参养殖》
2012/10/08

图 1: 营业收入季度分析



资料来源: 宏源证券

图 2: 净利润季度分析

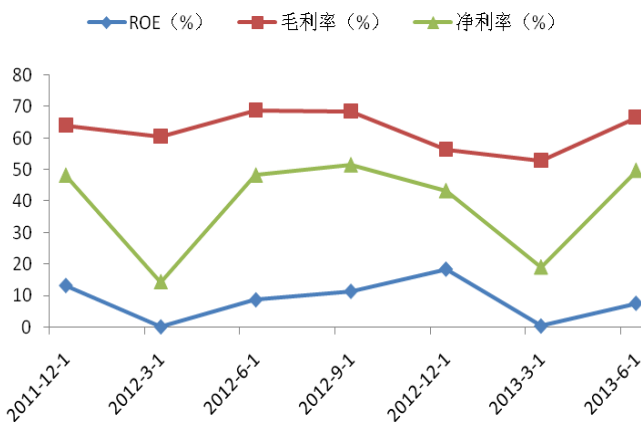


资料来源: 宏源证券

公司营业收入为 1.68 亿元, 同比增长 11.06%。净利润 7558.21 万元, 同比增长 3.91%。主要是由于营业成本为 5931.89 万元, 同比增长 25.94%, 营业成本较高更多的是由于本年所产围堰海参大部分系 2011 年外购海参苗投入养殖, 因而成本较高。

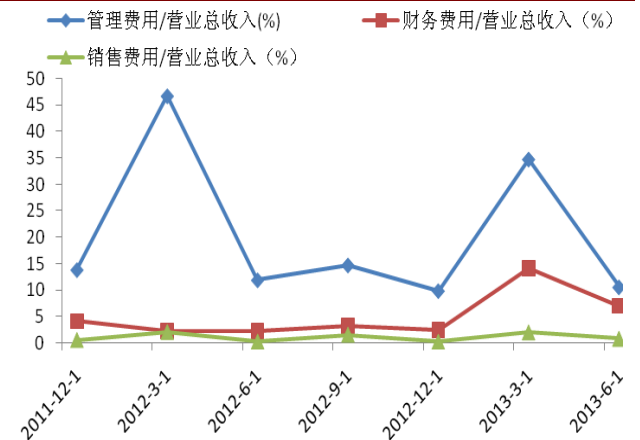
公司营业收入呈现一定周期性变化, 第一、三季度收入较低而第二、四季度收入较高, 由于产量和价格预期的增长, 下半年收入预期大幅增长, 同时利润率上升。

图 3: 盈利能力季度分析



资料来源: 宏源证券

图 4: 三大费用率季度分析

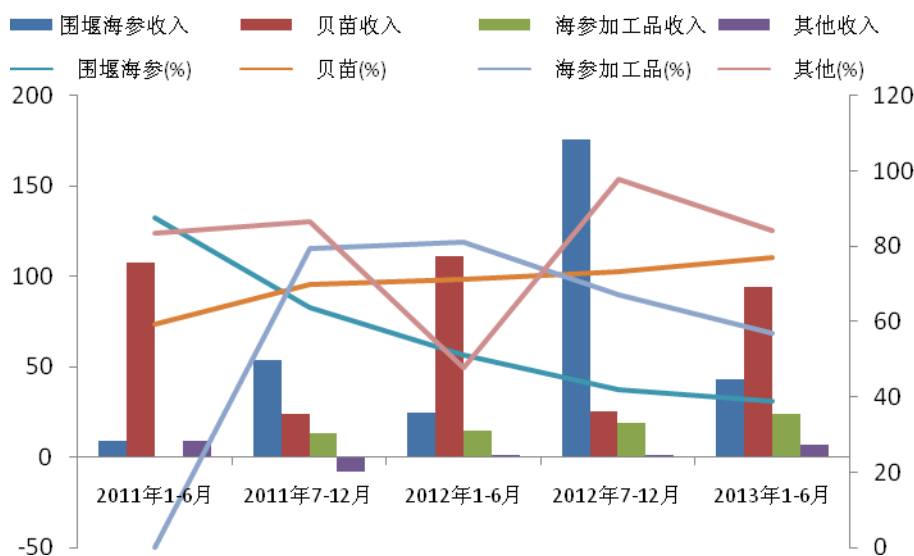


资料来源: 宏源证券

按季度分析公司的盈利能力发现, 公司上半年毛利率和净利率增长幅度较小, 主要是由于第一季度毛利率和净利率相对较低造成。

报告期内销售费用 134.13 万元, 同比增加 97.35%, 由于加大宣传力度, 公司宣传费用及广告费用增加所致。财务费用 1172.86 万元, 较上期增加 236.28%, 主要由本期短期借款增加带来。

图 5: 主要产品营业收入(百万元)和毛利率分析



资料来源: 宏源证券

主营业务构成情况: 贝苗收入 9401.84 万元, 同比减少 15.37%; 围堰海参收入 4302.53 万元, 同比增长 76.5%; 海参加工品收入 2376.34 万元, 同比增长 64.15%; 其他业务收入 685.56 万元, 同比增长 586.58%。

表 1: 收购资产情况

时间	名称	收购价格(万元)	数量	所在地	用途
2013 年 1 月 19 日	海域使用权	25000	4985.05 亩	瓦房店市谢屯镇	围堰养殖海域
2012 年 11 月 23 日	海域使用权	10000	1856.55 亩	瓦房店市谢屯镇沙山村	围堰养殖海域
2012 年 11 月 20 日	房屋建筑物 土地使用权	3000	15201.24 平方米 19957 平方米	瓦房店市谢屯镇沙山村	育苗场
2011 年 6 月 11 日	土地使用权	10000	19,147.2 平方米	瓦房店市谢屯镇泉眼村	围堰养殖海域 育苗场 办公房屋
	海域使用权		1,286 亩		
	固定资产		13,586 平方米		
2011 年 5 月 5 日	土地使用权	1519.13	11,200 平方米	瓦房店市谢屯镇沙山村	育苗室
	建筑面积		8,660.32 平方米		

资料来源: 宏源证券

公司自 2012 年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。公司于 13 年一月份继续收购海域使用权, 公司海参加工培养期为 2 年, 因此将于 13 年下半年规模增长开始逐渐显现。

单位:百万元

报表	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
					筹资活动现金流量净额	71	-203	-128	-44
					现金及现金等价物净增加额	165	214	357	753
					现金及现金等价物期末余额	187	401	758	1511
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
资产					盈利能力				
货币资金	187	401	758	1511	ROE	17.0%	27.8%	31.4%	29.1%
应收款项	13	32	51	65	净利率	43.2%	47.3%	48.7%	49.7%
预付款项	1	5	8	11	毛利率	56.4%	63.0%	64.0%	65.0%
存货	422	447	631	684	营业费用率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
其他流动资产	0	0	0	0	管理费用率	9.9%	9.5%	9.5%	9.5%
流动资产合计	624	884	1448	2270	财务费用率	2.5%	1.8%	0.3%	-0.2%
固定资产	855	852	829	818	资本结构				
在建工程	112	106	103	101	资产负债率	46.9%	32.3%	22.3%	16.9%
无形资产	105	105	104	104	权益乘数	1.88	1.48	1.29	1.20
非核心资产	84	50	50	50	流动资产/总资产	35.0%	44.3%	57.1%	67.9%
非流动资产合计	1157	1112	1086	1073	流动负债/总负债	18.0%	25.5%	36.8%	41.9%
资产总计	1780	1996	2533	3343	偿债能力				
负债					流动比率	4.16	5.38	6.96	9.55
短期借款	0	0	0	0	速动比率	1.35	2.66	3.93	6.68
应付款项	24	54	98	128	产权比率	0.88	0.48	0.29	0.20
预收款项	0	0	0	0	归属母公司股东权益/负债	1.13	2.09	3.49	4.90
其他应付款	12	10	10	10	营运能力				
其他流动负债	113	100	100	100	存货周转率	0.40	0.68	0.85	0.87
流动负债合计	150	164	208	238	应收账款周转率	45.49	35.28	30.74	28.08
长期借款	400	181	57	9	流动资产周转率	0.70	1.05	1.09	0.87
长期经营性负债	0	0	0	0	固定资产周转率	0.51	0.93	1.51	1.97
其他非流动负债	285	300	300	320	总资产周转率	0.24	0.42	0.56	0.55
非流动负债合计	685	481	357	329	每股和估值指标				
负债合计	835	646	565	567	EPS(元)	0.60	1.40	2.30	3.01
股本	268	268	268	268	BPS(元)	3.53	5.04	7.35	10.36
资本公积金	301	331	331	331	P/E(x)	40.45	17.32	10.54	8.06
留存收益	376	752	1370	2178	P/B(x)	6.89	4.82	3.31	2.34
归属母公司股东权益	945	1351	1969	2777					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	945	1351	1969	2777					
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, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组, 《新财富》2012年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, 10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: 科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技、探路者、滨江集团、永新股份、山大华特等。

机构销售团队

机构销售团队					
公 募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com	
机 构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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。