

围堰海参养殖规模逐步扩大，海参全产业链建设逐步延伸

——壹桥苗业（002447）2013年年度财报点评

2014年04月10日

推荐/首次

壹桥苗业

财报点评

吴桢培	分析师	执业证书编号: S0070513090002
	wuzp@dxzq.net.cn	010-66554063

事件:

2014年4月10日公司公布2013年年度报告,报告期公司实现营业收入532.70百万元,比上年同期增长43.14%;归属于上市公司股东的净利润162.53百万元,比上年同期增长1.00%;基本每股收益0.61元,比上年同期增长1.67%。

公司2013年利润分配和公积金转增股本预案为:以2014年04月09日的公司总股本为基数,向全体股东每10股派发现金红利0.60元(含税),送红股0股(含税),以资本公积金向全体股东每10股转增5股。

通过对年报的研读,我们认为公司的主要投资亮点有:

公司分季度财务指标

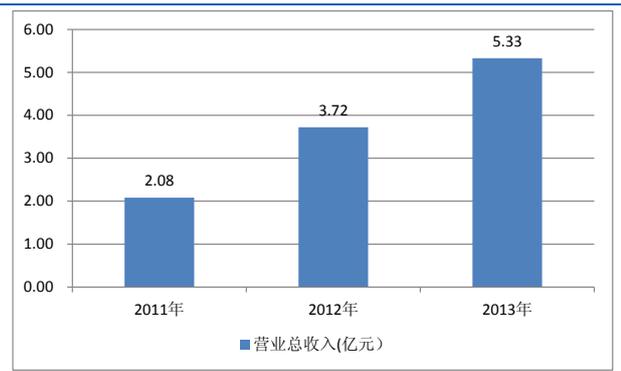
指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入(百万元)	137.38	35.91	185.27	25.18	142.48	43.82	321.22
增长率(%)	13.54%	37.02%	225.41%	85.35%	3.71%	22.00%	73.38%
毛利率(%)	69.62%	67.45%	44.19%	52.92%	66.69%	62.68%	34.71%
期间费用率(%)	11.09%	35.51%	6.98%	50.98%	12.62%	48.71%	10.71%
营业利润率(%)	58.15%	33.25%	36.86%	1.58%	52.34%	17.64%	23.61%
净利润(百万元)	70.79	23.43	64.75	4.79	70.79	11.24	75.71
增长率(%)	20.37%	112.71%	97.55%	145.61%	00.01%	-52.03%	16.92%
每股盈利(季度,元)	0.53	0.17	0.24	0.02	0.26	0.04	0.28
资产负债率(%)	43.30%	49.38%	46.91%	56.16%	55.11%	54.92%	54.25%
净资产收益率(%)	8.24%	2.66%	6.85%	0.50%	7.05%	1.11%	6.94%
总资产收益率(%)	4.67%	1.35%	3.64%	0.22%	3.16%	0.50%	3.17%

观点:

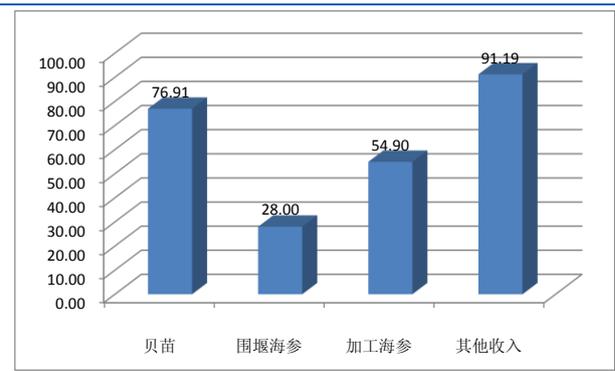
➤ 2013年公司主营业务收入大幅增长43.14%，归属于上市公司股东的净利润实现小幅增长

2013年公司营业收入53,270.17万元,较上期增加43.14%,主要因为围堰海参及初加工海参销售收入增加所致。营业成本发生额28,541.45万元,较上期增加75.97%,成本增长幅度大于收入增长幅度,主要是因为围堰海参销售价格降低所致。2013年公司根据现有业务结构对所培育海参苗和贝苗规模进行了配比性调整,海参苗和贝苗的一增一减不但对公司围堰海参养殖自用海参苗的供给量起到了有

效保证, 而且减少或避免了以往年度对外采购海参苗导致的海参养殖成本加大的情况, 为未来海参养殖业务的毛利水平回升奠定基础。

图 1: 公司营业总收入变化趋势


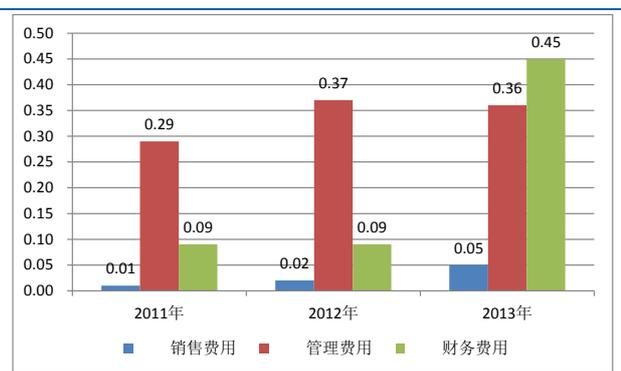
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 2: 2013 年公司主要产品销售毛利率


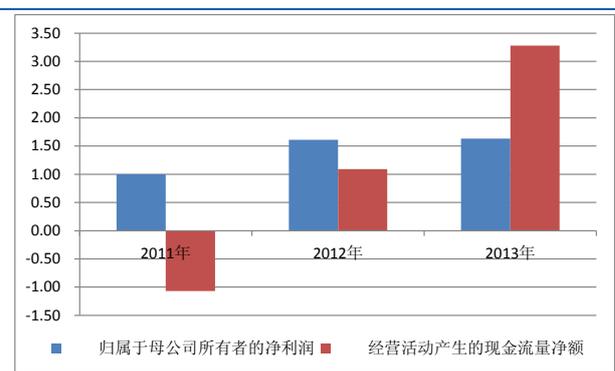
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ **2013年期间费用大幅上涨, 经营活动产生的现金流量净额同比增加201.00%**

2013年公司销售费用发生额539.13万元, 较上期增加208.40%, 主要因为本期广告宣传费及职工薪酬增加所致。管理费用本期发生额3,601.79万元, 较上期减少2.02%。财务费用本期发生额4,514.10万元, 较上期增加382.78%, 主要系银行贷款增加, 相应利息支出增加所致。所得税费用本期发生额1,011.05万元, 较上期减少51.34%, 主要系本期免税收入增加所致。2013年公司经营活动产生的现金流量净额为3.28亿元, 较去年同期增长201.00%, 公司主营业务获取现金的能力较强, 销售回款情况总体良好。现金及现金等价物净增加额较去年同期减少160.50%, 主要系本期持续投入围堰海参养殖项目资金所致。

图 3: 公司期间费用变动情况


数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 公司净利润与经营活动产生的现金流量净额比较


数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

➤ **公司成功募集资金7.70亿元, 将大幅提升公司海参产品供应能力**

公司非公开发行股票的申请于2013年12月11日获得发审委审核通过, 非公开发行新增4,428.40万股股份已于2014年3月10日在深交所上市, 其发行价格为每股18.02元, 募集资金总额为797,997,680.00元, 扣除本次发行费用27,350,000.00元, 实际募集资金净额为人民币770,647,680.00元。本次募集资金将主要用于“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，项目建成后将大幅提升公司海参产品供应能力，进一步巩固和增强公司在海参繁育和养殖环节的竞争优势。

结论：

公司一方面公司在海珍品育苗技术上有优势，可控制养殖的上游环节；另一方面公司已经拥有丰富的海域资源并力图扩张海域面积，形成海参“育-繁-养-加工”纵向一体化的专业经营体系。考虑到公司海珍品育苗龙头地位以及海域改造进度，我们看好公司的长期发展。根据我们的盈利预测，根据我们的盈利预测，公司2014年、2015年营业收入分别为698.00百万元、839.00百万元，分别同比增长30.99%、20.21%。公司净利润分别为232.00百万元、268.00百万元，分别同比增长42.45%、15.68%，基本每股收益分别为0.74元和0.86元，对应2014年、2015年的市盈率为25.78倍、22.28倍，给予“推荐”评级。

风险提示：

苗种繁育病害风险；新开发海域所养殖的围堰海参存活率低于预期；自然灾害和生物灾害可能加大的风险；公司生产经营的风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	624	467	1720	2093	2507	营业收入	372	533	698	839	996
货币资金	187	87	1183	1449	1805	营业成本	162	285	388	461	525
应收账款	13	51	48	55	25	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	1	营业费用	2	5	5	6	8
预付款项	1	5	12	21	31	管理费用	37	36	45	54	64
存货	422	324	477	567	646	财务费用	9	45	25	45	48
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.55	1.97	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	1157	1919	1470	1276	1081	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	2	2	2	2	2	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	855.43	1181.0	1343.0	1161.5	980.10	营业利润	162	159	230	267	345
无形资产	105	128	115	102	90	营业外收入	139.77	16.34	18.24	20.64	23.45
其他非流动资产	80	255	0	0	0	营业外支出	119.63	2.25	3.34	4.52	50.00
资产总计	1780	2386	3189	3369	3588	利润总额	182	173	245	283	318
流动负债合计	150	404	296	335	353	所得税	21	10	13	15	18
短期借款	0	120	0	0	0	净利润	161	163	232	268	300
应付账款	8	20	25	31	36	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	8	17	28	归属母公司净利润	161	163	232	268	300
一年内到期的非流	107	232	232	232	232	EBITDA	322	389	449	507	588
非流动负债合计	685	890	724	686	686	BPS (元)	0.60	0.61	0.74	0.86	0.96
长期借款	400	621	455	416	416	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	835	1294	1021	1020	1039	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	78.62%	43.14%	30.99%	20.21%	18.71%
实收资本(或股本)	268	268	312	312	312	营业利润增长	70.44%	-1.86%	45.10%	16.09%	29.17%
资本公积	301	301	1178	1178	1178	归属于母公司净利润	42.45%	15.68%	42.45%	15.68%	12.01%
未分配利润	336	466	548	646	753	获利能力					
归属母公司股东权	945	1092	2169	2348	2549	毛利率(%)	56.42%	46.42%	44.46%	45.03%	47.23%
负债和所有者权	1780	2386	3189	3369	3588	净利率(%)	43.24%	30.51%	33.18%	31.93%	30.13%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
经营活动现金流	109	328	311	444	508	偿债能力					
净利润	161	163	232	268	300	资产负债率(%)	47%	54%	32%	30%	
折旧摊销	151.54	184.87	0.00	194.26	194.26	流动比率	4.16	1.15	5.80	6.25	7.10
财务费用	9	45	25	45	48	速动比率	1.35	0.35	4.20	4.56	5.27
应收账款减少	0	0	3	-8	31	营运能力					
预收帐款增加	0	0	8	9	11	总资产周转率	0.24	0.26	0.25	0.26	0.29
投资活动现金流	-15	-820	250	-5	-5	应收账款周转率	47	17	14	16	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	6.56	37.41	31.16	29.98	29.73
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.60	0.61	0.74	0.86	0.96
筹资活动现金流	71	392	535	-173	-147	每股净现金流(最新)	0.62	-0.37	3.51	0.85	1.14
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.53	4.07	6.94	7.52	8.16
长期借款增加	0	0	-166	-39	0	估值比率					
普通股增加	134	0	44	0	0	P/E	31.85	31.33	25.78	22.28	19.89
资本公积增加	-134	0	878	0	0	P/B	5.42	4.69	2.75	2.54	2.34
现金净增加额	165	-100	1096	267	355	EV/EBITDA	16.88	15.46	12.18	10.20	8.19

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

吴桢培

中央财经大学金融学硕士、中国农业科学院农业经济学博士、中国注册会计师，6年会计师事务所审计、7年央企财务管理、3年证券研究从业经验。具有很强的财务会计报表阅读能力，善于从公司会计报表中挖掘公司的投资价值；具有较高的农业经济政策理论水平，能准确把握行业的发展趋势。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。