

壹桥海参(002447.SZ)

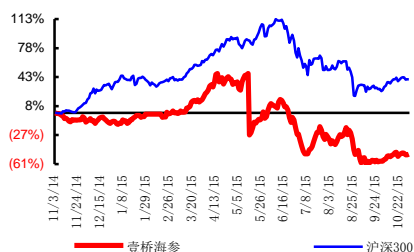
静待四季度放量扭转下滑

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 10.5
 分析师: 谢刚 分析师: 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2015年11月01日

基本状况

总股本(百万股)	952
流通股本(百万股)	952
市价(元)	8.42
市值(百万元)	8,020
流通市值(百万元)	8,020

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	532.70	540.03	692.01	826.47	997.12
营业收入增速	43.14%	1.38%	28.14%	19.43%	20.65%
净利润增长率	1.00%	40.73%	20.86%	20.53%	16.91%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.48	0.29	0.35	0.41
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	31.79	30.58	29.01	24.07	20.59
PEG	31.79	0.75	1.39	1.17	1.22
每股净资产(元)	4.07	4.43	2.46	2.81	3.22
每股现金流量(元)	1.22	0.54	0.08	0.43	0.49
净资产收益率	14.89%	10.84%	11.78%	12.43%	12.69%
市净率	4.73	3.31	3.42	2.99	2.61
总股本(百万元)	268.00	475.78	952.45	952.45	952.45

投资要点

- 事件:** 10月30日公司发布三季报, 1-9月实现营业收入2.06亿元(-27.54%), 归属于上市公司股东的净利润6099.06万元(-42.41%); 其中第三季度实现营业收入3912.1万元(-49.92%), 归属于上市公司股东净利润758.36万元(-70.67%)。公司预计2015年实现归属上市公司股东净利润增速区间为0%-30%。
- 贝苗业务大幅下滑是公司前三季度业绩下滑的主因。**由于公司致力于打造围堰海参“育苗-养殖-加工-销售”产业链一体化, 调整了养殖结构, 大幅缩减了贝苗培育规模。我们预计贝苗收入1-9月份将或减少5000万元以上, 是影响公司收入的主要原因。
- 财务费用虽有所降低但整体期间费用上升, 利润水平因此受到拖累。**1-9月份, 销售费用达到1846.1万元, 同比大幅增长178%, 主要是因为公司拓展销售渠道加大广告宣传所致; 管理费用由于股权激励费用摊销的缘故, 同比增长了25.8%, 达到4485.1万元; 财务费用由于银行贷款减少, 同比减少了13.17%。整体来看, 期间费用增长了18.4%, 这是致使公司净利润水平下滑的一个重要原因。
- 第四季度有望迎来业绩放量, 2015年度净利润同比正增长应该没有问题。**今年7月份, 公司与北京同仁堂健康(大连)海洋食品有限公司签订《采购意向协议》, 后者拟向公司采购鲜海参, 供货期为10月1日-12月10日, 涉及金额2.1亿元, 按照前三季度29.6%的净利润率, 此一项业务就可增厚利润6200余万元。与此同时, 四季度是海参消费的传统旺季, 从过去两年经验来看, 公司第四季度实现的净利润几乎和前三季度相同。因此, 我们认为公司全年净利润达到预期的正增长应该问题不大。
- 虽然海参行情仍然比较低迷, 但我们依然看好壹桥海参的发展前景:** 1) 随着自繁自育海参苗投入占比不

断攀升，公司毛利率水平相应水涨船高，前三季度的72%创历史新高。随着参苗自给率实现100%，公司毛利率会一直保持较高水平，有力保障公司盈利能力。2) 随着海参全产业链战略不断推进，公司海参品牌溢价水平未来有较大的提升空间，同时公司与天猫、京东、一号店等电商平台合作，销售渠道得到不断的拓展。

- 我们预计公司2015、2016年实现营业总收入6.92、8.26亿元，分别增长28%、19%，实现归属于上市公司股东净利润为2.76、3.33亿元，分别增长20.9%、20.5%，折合EPS分别为0.29、0.35元/股，“买入”评级，目标价10.5，对应2016年PE为30倍。
- **风险因素：**恶劣天气可能导致的海参生长受影响；海产品需求仍不起色；战略转型进展慢。

图表1：壹桥海参三张表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	372	533	540	692	826	997	货币资金	187	87	224	33	50	96
增长率	78.62%	43.1%	1.4%	28.1%	19.4%	20.6%	应收款项	13	51	44	95	114	137
营业成本	-162	-285	-192	-254	-303	-369	存货	422	324	454	834	995	1,213
%销售收入	43.6%	53.6%	35.6%	36.7%	36.6%	37.0%	其他流动资产	2	5	6	10	12	14
毛利	210	247	348	438	524	628	流动资产	624	467	729	972	1,171	1,460
%销售收入	56.4%	46.4%	64.4%	63.3%	63.4%	63.0%	%总资产	35.0%	19.6%	22.7%	24.5%	25.5%	26.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	2	2	2	2	2	2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	967	1,524	2,181	2,702	3,146	3,744
营业费用	-2	-5	-13	-42	-37	-45	%总资产	54.3%	63.9%	67.9%	68.2%	68.5%	68.4%
%销售收入	0.5%	1.0%	2.4%	6.0%	4.5%	4.5%	无形资产	107	137	191	174	165	157
管理费用	-37	-36	-55	-76	-83	-100	非流动资产	1,157	1,919	2,484	2,988	3,423	4,014
%销售收入	9.9%	6.8%	10.2%	11.0%	10.0%	10.0%	%总资产	65.0%	80.4%	77.3%	75.5%	74.5%	73.3%
息税前利润 (EBIT)	171	206	280	321	404	484	资产总计	1,780	2,386	3,214	3,960	4,594	5,474
%销售收入	46.1%	38.6%	51.8%	46.3%	48.9%	48.5%	短期借款	107	352	170	608	941	1,409
财务费用	-9	-45	-55	-48	-65	-85	应付款项	21	36	30	68	81	99
%销售收入	2.5%	8.5%	10.2%	7.0%	7.9%	8.5%	其他流动负债	22	16	29	62	18	22
资产减值损失	-1	-2	0	0	0	0	流动负债	150	404	229	738	1,040	1,530
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	400	621	594	594	594	594
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	285	269	281	281	281	281
%税前利润	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	835	1,294	1,104	1,613	1,914	2,405
营业利润	162	159	225	272	339	399	普通股股东权益	945	1,092	2,110	2,347	2,680	3,069
营业利润率	43.4%	29.8%	41.7%	39.3%	41.0%	40.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	20	14	15	16	16	16	负债股东权益合计	1,780	2,386	3,214	3,960	4,594	5,474
税前利润	182	173	240	288	354	414	比率分析						
利润率	48.8%	32.4%	44.4%	41.6%	42.9%	41.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-21	-10	-11	-12	-21	-25	每股指标						
所得税率	11.4%	5.9%	4.5%	4.0%	6.0%	6.0%	每股收益 (元)	0.600	0.606	0.481	0.290	0.350	0.409
净利润	161	163	229	276	333	390	每股净资产 (元)	3.526	4.073	4.435	2.464	2.814	3.223
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.407	1.224	0.543	0.084	0.433	0.490
归属于母公司的净利润	161	163	229	276	333	390	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
净利率	43.2%	30.5%	42.4%	39.9%	40.3%	39.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.03%	14.89%	10.84%	11.78%	12.43%	12.69%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	9.04%	6.81%	7.12%	6.98%	7.25%	7.12%
净利润	161	163	229	276	333	390	投入资本收益率	12.02%	9.80%	9.20%	8.17%	8.60%	8.69%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	59	76	109	160	195	229	营业总收入增长率	78.62%	43.14%	1.38%	28.14%	19.43%	20.65%
非经营收益	10	43	57	35	50	70	EBIT增长率	65.94%	19.96%	35.93%	14.66%	25.97%	19.74%
营运资金变动	-121	46	-136	-392	-166	-222	净利润增长率	60.42%	1.00%	40.73%	20.86%	20.53%	16.91%
经营活动现金净流	109	328	258	80	412	467	总资产增长率	32.82%	34.03%	34.69%	23.22%	16.02%	19.15%
资本开支	414	820	668	648	614	804	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	7.8	21.8	31.9	50.0	50.0	50.0
其他	399	0	4	0	0	0	存货周转天数	915.1	476.7	739.4	1,200.0	1,200.0	1,200.0
投资活动现金净流	-15	-820	-664	-648	-614	-804	应付账款周转天数	127.7	18.2	44.7	90.0	90.0	90.0
股权募资	0	0	819	8	0	0	固定资产周转天数	718.7	697.7	1,028.0	1,105.6	1,125.5	1,085.3
债权募资	112	466	-210	438	333	469	偿债能力						
其他	-41	-75	-67	-69	-113	-86	净负债/股东权益	33.88%	81.21%	25.57%	49.79%	55.37%	62.13%
筹资活动现金净流	71	392	543	376	220	383	EBIT利息保障倍数	18.3	4.6	5.1	6.6	6.2	5.7
现金净流量	165	-100	137	-192	18	46	资产负债率	46.91%	54.25%	34.34%	40.74%	41.67%	43.93%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。