

壹桥海参 (002447)

行业触底有望回升，海参龙头弹性巨大

投资评级：买入（首次）

投资要点

■ **海参行业有望触底回升：**最近两年海参价格一路下跌，在 2015 年 7 月海参大宗价格达到历史新低 94 元/公斤。但是海参价格在 7 月份之后逐步回升。海参行业经历了两年低谷，价格低迷倒逼低效率、高成本散养户退出，已推动行业产能去化至少 30%。目前“三公消费”因素逐步衰退，海参从高端奢侈品回归大众消费品，需求逐步企稳。海参供需格局整体改善，行业有望触底回升。

■ **参苗 100% 自己自足，毛利率不断提升：**公司采取“育种—养殖—加工—销售”全产业链运营模式，自育苗占比从 2013 年的 60% 左右提升至 2014 年的 90%，2015 年参苗有望实现 100% 自给自足。自育苗单位成本约为外购苗单位成本的 50%，参苗成本占总养殖成本的 70% 左右，因而产品单位成本显著下降。2015 三季度公司毛利率攀升至 72.01%，创历史新高。

■ **秋季捕捞提量，重大订单在手，4Q 业绩有望释放：**大连海参 1 年分春季和秋季两次捕捞。2015 年春季海参价格低迷，公司随行就市放缓捕捞节奏。去年春季捕捞面积占全年捕捞面积的 26%，今年仅为 15%，捕捞节奏放缓导致上半年业绩低于同期。而四季度通常是海参消费旺季，按往年经验，四季度实现的净利润可达前面三个季度净利润之和。2015 年 7 月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》，供货期为 10 月-12 月，涉及金额 2.1 亿元，按上半年 32.09% 的净利率计算，单就这一项业务可贡献利润 6739 万。公司秋季捕捞量将有所加大，同时海参价格回暖，大订单在手，4Q 业绩有望大幅释放。

■ **养殖海域资源储备丰富，品牌价值逐步提升，中长期业绩爆发增长潜力巨大。**此前通过围堰改造和外延收购，公司的海参养殖海域面积为 54000 多亩，在 A 股海参养殖公司中居首。2014 年公司与瓦房店市谢屯镇人民政府签署了《海域承包合同书》，获得约 30 万亩的海域开发使用权，承包年限至 2043 年。在捕捞面积比率不变的情况下，公司捕捞量有 5 倍以上的增长空间。另一方面，公司提升成品加工海参比例，重点面向消费终端环节，大幅投入营销资源，逐步从“资源”向“品牌”转化。随着海参自有品牌的逐步推广，品牌溢价能力仍有大幅提升空间。在量价齐升下，公司中长期业绩增长潜力巨大。

■ **盈利预测：**海参价格低迷倒逼行业去产能，当前供需格局改善，有望触底反弹。2015 年公司逐步实现海参苗 100% 自给自足，毛利率不断提高。同时秋季捕捞量放大，4Q 重大订单在手，全年业绩增长无虞。中长期看，公司养殖海域储备资源丰富，随着行情回暖公司将逐步扩大养殖面积，业绩增长潜力巨大。预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.27/0.41/0.8 元，对应 2016 年 PE 仅为 27.55 X，低于历史估值水平，给予买入评级。

■ **风险提示：**恶劣气候导致海参生长受影响；需求回暖不及预期

2015 年 11 月 26 日

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

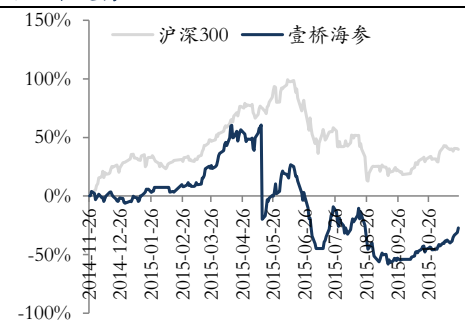
mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

18502518602

yanq@dwzq.com.cn

股价走势



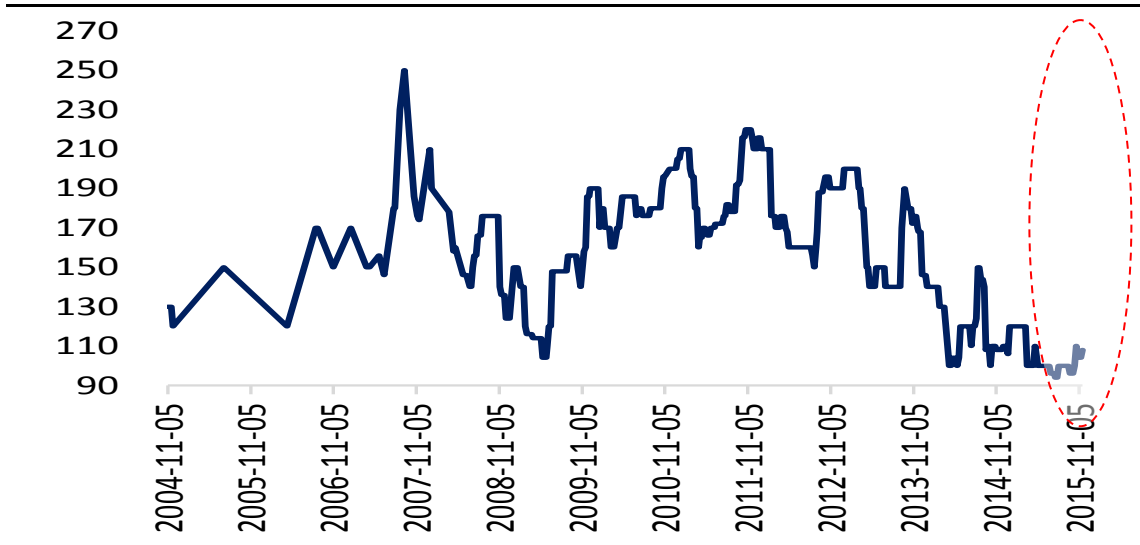
市场数据

收盘价（元）	11.16
一年最低价/最高价	12.32/24.72
市净率	4.92
流通市值（亿）	55.7

基础数据

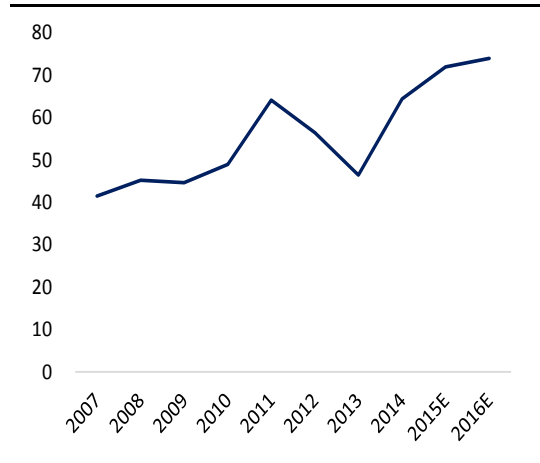
每股净资产	2.27
资产负债率	34.47
总股本（百万股）	952.45
流通股 A 股（百万股）	576.97

图表 1: 海参大宗批发价有望触底反弹 (元/公斤)



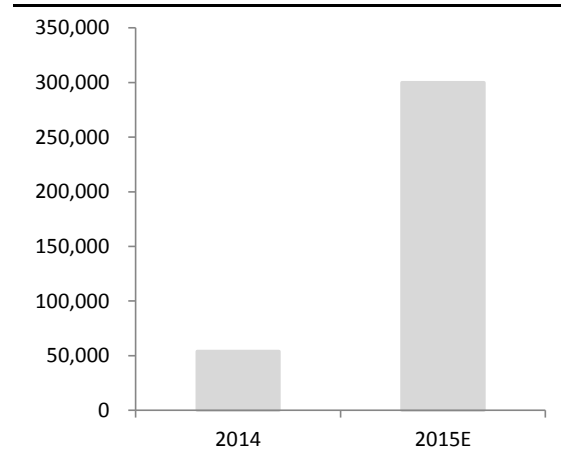
资料来源: wind, 东吴证券研究所

图表 2: 公司毛利率不断创新高 (%)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 养殖海域面积储备丰富 (亩)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 4: 三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	729.2	942.1	1004.4	1426.4	营业收入	540.0	537.4	732.6	1362.0
现金	224.3	561.9	518.4	539.7	营业成本	192.1	150.4	190.3	346.0
应收款项	44.2	44.2	60.2	111.9	营业税金及附加	0.0	0.1	0.1	0.3
存货	454.4	329.6	417.0	758.5	销售费用	13.0	24.2	29.3	54.5
其他	6.1	6.4	8.8	16.3	管理费用	55.3	61.8	76.9	136.2
非流动资产	2484.4	2558.7	2683.9	2844.6	财务费用	55.1	46.2	45.4	42.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	2181.3	2274.2	2417.8	2597.0	其他	0.4	2.1	2.1	2.3
无形资产	184.7	166.2	147.7	129.3	营业利润	225.0	256.9	392.8	785.1
其他	118.3	118.3	118.3	118.3	营业外净收支	14.6	14.0	14.0	14.0
资产总计	3213.5	3500.8	3688.3	4271.1	利润总额	239.6	270.9	406.8	799.1
流动负债	229.0	336.1	253.1	304.5	所得税费用	10.9	13.5	20.3	40.0
短期借款	170.0	286.0	190.0	190.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	26.9	20.6	26.1	47.4	归属母公司净利润	228.7	257.3	386.4	759.1
其他	32.1	29.5	37.1	67.1	EBIT	279.6	301.0	436.2	825.3
非流动负债	879.0	879.0	879.0	879.0	EBITDA	385.5	457.8	618.8	1031.6
长期借款	593.8	593.8	593.8	593.8	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
其他	285.2	285.2	285.2	285.2	每股收益(元)	0.48	0.27	0.41	0.80
负债总计	1108.0	1215.1	1132.1	1183.5	每股净资产(元)	4.43	2.40	2.69	3.24
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	发行在外股份(百万股)	475.8	951.6	951.6	951.6
归属母公司股东权益	2105.5	2285.7	2556.2	3087.6	ROIC(%)	10.8%	10.0%	14.3%	24.3%
负债和股东权益总计	3213.5	3500.8	3688.3	4271.1	ROE(%)	10.9%	11.3%	15.1%	24.6%
现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	64.4%	72.0%	74.0%	74.6%
经营活动现金流	258.2	549.7	476.1	615.9	EBIT Margin(%)	51.8%	56.0%	59.5%	60.6%
投资活动现金流	-663.7	-251.0	-307.6	-366.9	销售净利率(%)	42.4%	47.9%	52.7%	55.7%
筹资活动现金流	542.9	38.8	-211.9	-227.7	资产负债率(%)	34.5%	34.7%	30.7%	27.7%
现金净增加额	137.4	337.5	-43.4	21.3	收入增长率(%)	1.4%	-0.5%	36.3%	85.9%
折旧和摊销	105.9	156.8	182.6	206.4	净利润增长率(%)	40.7%	12.5%	50.2%	96.5%
资本开支	-737.0	-251.0	-307.6	-366.9	P/E	23.28	41.38	27.55	14.03
营运资本变动	44.1	137.7	-91.0	-347.6	P/B	2.53	2.33	2.08	1.72
企业自由现金流	-307.5	329.4	198.4	275.9	EV/EBITDA	16.69	14.28	10.43	6.31

资料来源: 东吴证券研究所

免責聲明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

