

短期估值高 长期盈利强

中性首次评级

投资要点:

- 搬迁减少海参养殖面积, 募投项目的进程略受影响
- 4 万亩新确权海域将分期开发, 计划每年开发 1 万亩
- 毛利率稳定在 45% 左右, 单位水体育苗量仍有提升空间

报告摘要:

- 搬迁对生产的影响。**公司 10 月 28 号公告列入搬迁的陆地厂区, 目前正在选址, 预计完全搬迁完毕需要 18-20 个月的时间。公司在新厂区完全建成后才实施搬迁, 不会造成生产损失, 但搬迁将影响募投项目的进程。公司对新厂区的要求是没有污染的清洁区域, 除厂区原 6 万水体外, 新厂区的育苗水体将达 12 万立方米。此外, 此次搬迁将减少公司围堰海参养殖面积 1975 亩, 根据公司公告, 将每年减少净利润 600 万元, 政府将对该部分损失予以补偿, 具体数额难以确定。
- 4 万亩海域分期开发。**公司在谢屯镇新确权的近 4 万亩海域, 其中的 5000 亩已经开始围堰用于良种基地建设, 计划利用冬季水位低的时期进行改造。此海域比较深, 平均水深落潮 3 米、上潮 9 米。公司预计围堰、造礁等改造成本 7-8 亿元, 投苗资金也需要 7 亿元左右, 累计投资将达 15 亿元左右。造礁方面, 计划一亩造三堆礁, 每堆 170-180 平方米; 造礁高度 2 米, 每亩投海参苗 3 万个。由于水深、礁高等差异, 壹桥的每亩投苗量较好当家等高出数倍。公司计划每年改造 1 万亩, 采取合适海域上面浮筏养苗, 下面养参的方式。考虑改造及 2 年左右的参苗生产期, 2013 年开始贡献利润。按 6% 的成活率及 7 头每公斤的采捕规格, 公司海参亩产有望达到 260 公斤。
- 单位水体的育苗量仍有提升空间。**公司的育苗亲本, 虾夷贝由日本进口, 海湾贝由加拿大进口, 海参亲本通过公司自己选择野生驯化来培育。公司认为, 通过不断的试验摸索, 单位水体的育苗量未来两年仍每年能提高 20% 以上。
- 种苗的毛利率未来保持稳定。**公司前 3 季度的销售毛利率达到 49%, 为保持和客户良好的合作关系及着眼于行业的健康发展, 公司的毛利率未来将回归一个较为正常的水平, 我们判断将维持在 45% 左右。
- 给予公司短期中性评级。**由于募投项目的延期及 4 万亩海域的改造投苗时间限制, 公司的净利润释放将在 2013 年后, 中性预测公司 2013 年后的每股收益将超过 4 元, 2015 年达到 6 元。由于 2011 年后公司投苗量较大, 现有参苗产能有较大缺口, 建议重视未来可能面临的参苗短缺问题。我们预期现股本 (6700 万股) 公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.92/1.11/1.45 元, 现 80 元左右的股价基本反映了公司海珍育苗的竞争力、4.4 万亩海域资源价值及未来净利润的成长性, 短期股价上涨缺少催化剂, 给予中性评级, 但提示股价下跌带来的投资机会。

分析员

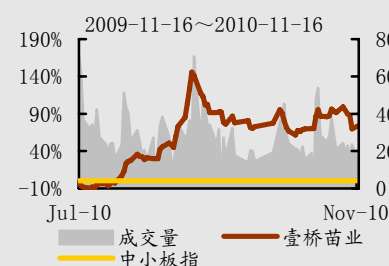
胡建军

执业证书编号: S1180210010226

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100930	1088	
20100712	621	
20100630	361702	

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

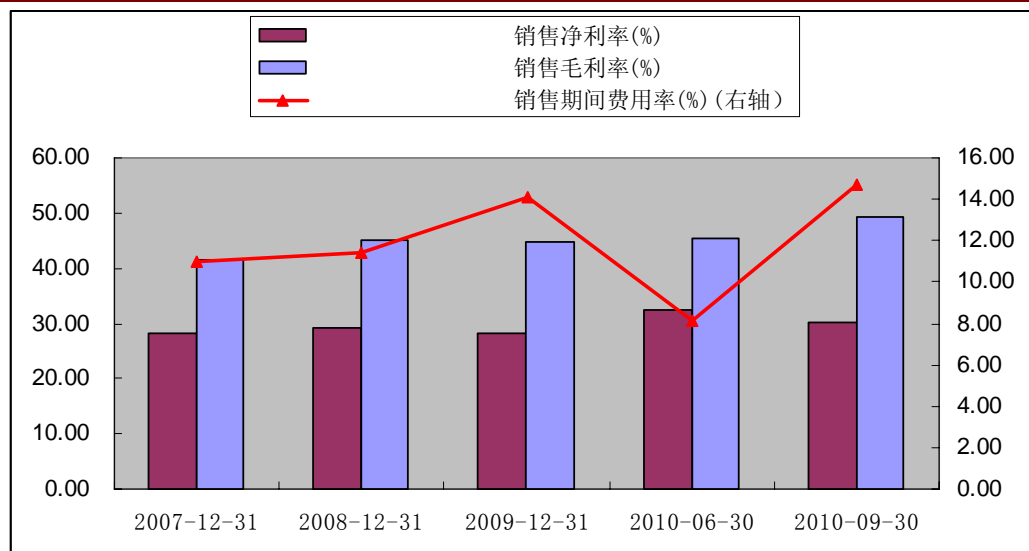
报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

数据来源: 港澳资讯

表：4 万亩海域开发利润估算

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
围堰投礁投入（万元）	20000	20000	20000	20000		
投苗数量（个/每亩）	30000	30000	30000	30000	30000	30000
参苗长成率			6 %	6 %	5 %	5 %
采捕规格（头/每公斤）			7	7	7	7
采捕海参（公斤）			2571429	2571429	4285714	4285714
海参价格（元/公斤）			200	210	220	230
收入（万元）			51429	54000	94286	98571
折旧摊销（万元）			6800	7000	9500	9500
投苗成本（万元）			20000	20000	40000	40000
期间费用率			12 %	12 %	12 %	12 %
利润总额（万元）			18457	20520	33471	37243
销售净利率			31.40 %	33.25 %	31.06 %	33.06 %
净利润（万元）			16150	17955	29288	32588
总股本（万股）			6700	6700	6700	6700
EPS 贡献（元/股）			2.41	2.68	4.37	4.86

资料来源 宏源证券

图： 公司销售净利率及期间费用率走势


资料来源：公司报表 宏源证券

机构销售团队

华北区域

牟晓凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

华东区域

曾利洁

010-88085790

zenglijie@hysec.com

刘爽

010-88085798

liushuang@hysec.com

孙利群

010-88085096

sunliqun@hysec.com

华南区域

雷增明

010-88085989

leizengming@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。