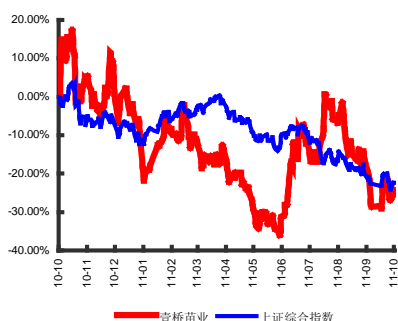


2011年10月25日

**—壹桥苗业（002447）三季度点评**
**评级：谨慎推荐（维持）**
**52周走势：**

**报告作者：**

国联证券研究所食品饮料小组

组长：周纪庚

执业证书编号：S0590510120016

**联系人：**

杨天明

电话：0510-82832380

Email: yangtm@glsc.com.cn

**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。  
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

**事件：**公司发布2011年三季度报，前三季度公司实现销售收入1.51亿元，同比上涨-6.24%；归属于上市公司股东的净利润为0.58亿元，同比增长18.89%；前三季度每股收益为0.43元。

**点评：**

- **海参苗自用致收入下滑。**我们认为公司是业绩推迟释放的“牛”公司，主要原因就是由于公司越冬海参苗全部投围堰，形成存货而不形成收入，由此导致公司收入下滑-6.24%，但用10年海参苗收入数据计入的话，公司EPS将超过0.6元，公司增长无忧。另外公司具有较好的成本控制能力，通过加强管理，实行分厂分包制，用复合饵料代替消毒用品等手段，公司将毛利率从去年同期的49.32%提升至当期的64.71%。

- **管理费用增长较快。**公司由于行业属性的原因，之前更多采取的是“坐销”的模式，销售费用较少。但随着海参养殖逐渐增加，公司营销网络建设逐步提上日程，小搜费用和其他几家相比仍然较小，但已经呈现大幅提升的态势；而由于公司增加贷款顾问费和无形资产摊销及折旧费增加等因素导致公司管理费用增长较快；而由于公司围堰改造等项目资金产生的利息费导致公司财务费用同比提升70.55%。

- **12年公司业绩将爆发。**之前公司一直在投入，而成果将于12年开始逐步显现。在大密度投苗的背景下，捕捞面积的提升将使公司海参捕捞量大幅提升，加之海珍品保持高景气、价格提升的刺激下，公司业绩将呈现爆发之势。

- **维持“谨慎推荐”评级。**我们将公司11-13年EPS调整为0.54元、1.21元、1.71元。当前的估值相对较高，维持公司“谨慎推荐”评级，需要提示的是：公司12年一季度末季节性低迷后绝佳的介入机会。

- **风险提示：**海参价格大幅下跌

养殖海域出现污染

财务报表预测与财务指标						更新日期: 11-10-25					
单位: 百万											
利润表						资产负债表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	153.20	195.61	175.82	323.53	449.08	现金	38.20	212.85	232.35	217.27	227.24
YOY(%)	14.7%	27.7%	-10.1%	84.0%	38.8%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	84.82	99.82	58.22	91.68	117.23	应收款项净额	1.09	4.85	4.36	8.02	11.13
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货	11.51	79.33	19.30	37.67	50.60
销售费用	0.37	1.31	1.48	2.88	4.22	其他流动资产	6.76	21.66	19.47	35.82	49.73
占营业收入比(%)	0.2%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	<b>流动资产总额</b>	<b>57.56</b>	<b>318.69</b>	<b>275.49</b>	<b>298.78</b>	<b>338.71</b>
管理费用	15.01	37.77	40.26	48.21	55.24	固定资产净值	151.57	288.05	555.11	687.15	856.29
占营业收入比(%)	9.8%	19.3%	22.9%	14.9%	12.3%	减: 资产减值准备	0.19	(0.20)	(0.39)	(0.48)	(0.59)
<b>EBIT</b>	<b>49.72</b>	<b>51.25</b>	<b>73.72</b>	<b>178.62</b>	<b>270.25</b>	固定资产净额	151.76	287.85	554.73	686.67	855.69
财务费用	2.99	2.67	5.37	8.51	8.52	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.0%	1.4%	3.1%	2.6%	1.9%	在建工程	38.67	155.99	51.67	68.84	87.41
资产减值损失	0.19	(0.20)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>固定资产总额</b>	<b>190.43</b>	<b>443.84</b>	<b>606.40</b>	<b>755.51</b>	<b>943.10</b>
<b>营业利润</b>	<b>46.92</b>	<b>48.39</b>	<b>68.36</b>	<b>170.11</b>	<b>261.72</b>	无形资产	36.17	85.71	83.57	81.42	79.28
营业外净收入	2.50	20.58	15.00	15.00	0.00	长期股权投资	0.00	2.00	4.00	6.00	8.00
<b>利润总额</b>	<b>49.42</b>	<b>68.97</b>	<b>83.36</b>	<b>185.11</b>	<b>261.72</b>	其他长期资产	0.13	0.12	0.12	0.12	0.12
所得税	6.28	8.77	10.59	23.51	33.24	<b>资产总额</b>	<b>284.29</b>	<b>850.36</b>	<b>969.57</b>	<b>1,141.84</b>	<b>1,369.21</b>
所得税率(%)	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	循环贷款	43.00	0.00	100.00	100.00	100.00
<b>净利润</b>	<b>43.14</b>	<b>60.20</b>	<b>72.77</b>	<b>161.60</b>	<b>228.48</b>	应付款项	2.18	68.24	16.61	32.40	43.53
占营业收入比(%)	28.2%	30.8%	41.4%	49.9%	50.9%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	2.92	7.75	3.88	5.69	7.08
归属母公司净利润	43.13	60.20	72.77	161.60	228.48	<b>流动负债</b>	<b>48.10</b>	<b>75.99</b>	<b>120.49</b>	<b>138.09</b>	<b>150.61</b>
YOY(%)	11.1%	39.6%	20.9%	122.1%	41.4%	长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
<b>EPS (元)</b>	<b>0.32</b>	<b>0.45</b>	<b>0.54</b>	<b>1.21</b>	<b>1.71</b>	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	4.39	13.61	22.83	32.05	41.27
<b>主要财务比率</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>负债总额</b>	<b>102.49</b>	<b>139.60</b>	<b>193.32</b>	<b>220.14</b>	<b>241.88</b>
<b>成长能力</b>						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	14.7%	27.7%	-10.1%	84.0%	38.8%	股东权益	181.80	710.76	776.25	921.69	1,127.33
营业利润	4.0%	3.1%	41.3%	148.9%	53.9%	<b>负债和股东权益</b>	<b>284.29</b>	<b>850.36</b>	<b>969.57</b>	<b>1,141.84</b>	<b>1,369.21</b>
净利润	11.1%	39.6%	20.9%	122.1%	41.4%						
<b>获利能力</b>						<b>现金流量表</b>	<b>2009A</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
毛利率(%)	44.6%	49.0%	66.9%	71.7%	73.9%	税后利润	43.13	60.20	72.77	161.60	228.48
净利率(%)	28.2%	30.8%	41.4%	49.9%	50.9%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	23.7%	8.5%	9.4%	17.5%	20.3%	公允价值变动	-0.19	0.20	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	15.2%	7.1%	7.5%	14.2%	16.7%	折旧和摊销	14.24	19.16	39.40	52.93	64.44
<b>偿债能力</b>						营运资金的变动	-8.56	-5.97	16.61	-11.46	-8.10
流动比率	1.20	4.19	2.29	2.16	2.25	<b>经营活动现金流</b>	<b>48.62</b>	<b>73.59</b>	<b>128.78</b>	<b>203.07</b>	<b>284.83</b>
速动比率	0.96	3.15	2.13	1.89	1.91	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	36.1%	16.4%	19.9%	19.3%	17.7%	长期股权投资	0.00	-2.00	-2.00	-2.00	-2.00
<b>营运能力</b>						固定资产投资	0.00	-267.30	-200.00	-200.00	-250.00
总资产周转率	53.9%	23.0%	18.1%	28.3%	32.8%	<b>投资活动现金流</b>	<b>0.00</b>	<b>-269.30</b>	<b>-202.00</b>	<b>-202.00</b>	<b>-252.00</b>
应收账款周转天数	2.60	9.05	9.05	9.05	9.05	股权融资	0.00	470.66	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	56.88	336.22	336.22	336.22	336.22	长期贷款的增加/	50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>每股指标 (元)</b>						公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.32	0.45	0.54	1.21	1.71	股利分配	-3.64	-5.87	-7.28	-16.16	-22.85
每股净资产	1.36	5.30	5.79	6.88	8.41	计入循环贷款前融	46.36	464.79	-7.28	-16.16	-22.85
<b>估值比率</b>						循环贷款的增加/	-108.48	-88.56	100.00	0.00	0.00
P/E	91.2	65.3	54.0	24.3	17.2	<b>融资活动现金流</b>	<b>-15.76</b>	<b>370.36</b>	<b>92.72</b>	<b>-16.16</b>	<b>-22.85</b>
P/B	21.6	5.5	5.1	4.3	3.5	<b>现金净变动额</b>	<b>32.86</b>	<b>174.65</b>	<b>19.50</b>	<b>-15.09</b>	<b>9.98</b>

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资 评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资 评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

**免责条款:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。