

## 壹桥苗业 (002447.SZ)

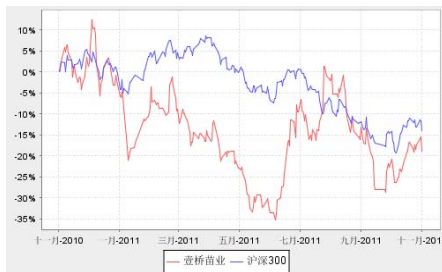
### 业绩爆发式增长的前夜，上调至“买入”

**评级: 买入**      **前次: 持有**  
**目标价(元): 48.4-54.5元**  
 分析师: 谢刚      联系人: 张俊宇  
 S0740510120005      农林牧渔行业小组  
 021-20315178      021-20315191  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      zhangjy@r.qlzq.com.cn  
 2011年11月21日

#### 基本状况

总股本(百万股)	134.00
流通股本(百万股)	54.24
市价(元)	31.65
市值(百万元)	4241.10
流通市值(百万元)	1716.70

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	153.20	195.61	191.37	400.46	669.00
营业收入增速	14.65%	27.69%	-2.17%	109.26%	67.06%
净利润增长率	11.12%	39.57%	31.23%	105.50%	90.44%
摊薄每股收益(元)	0.86	0.90	0.59	1.21	2.31
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/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	35.23	53.68	26.12	13.72
PEG	0.00	0.89	1.72	0.25	0.15
每股净资产(元)	3.64	10.61	5.59	6.81	9.11
每股现金流量	1.28	1.47	-0.72	1.52	3.05
净资产收益率	23.73%	8.47%	10.54%	17.80%	25.32%
市净率	0.00	2.98	5.66	4.65	3.47
总股本(百万股)	50.00	67.00	134.00	134.00	134.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 壹桥苗业致力于打造“苗种-养殖-加工-销售”海参纵向一体化战略已接近成型，依托海域面积优势、水域自然禀赋优势和育苗技术成本优势，未来公司将成为中国海参产销规模领先者之一。
- 根据公司海域改造和投苗进度，我们预计公司 2011-2014 年海参捕捞面积分别为 500 亩、3780 亩、7500 亩和 12780 亩，2015 年可达满产状态 18520 亩，基于投苗密度和单产水平可能是行业平均三倍以上的假定，我们预计 2011-2014 年公司海参的捕捞量分别为 188 吨、1183 吨、2344 吨和 3994 吨。
- 海参产销激增及较高的利润率水平将助推壹桥苗业进入盈利爆发式增长期，目前处于业绩井喷前夜。预计 2012 年公司海参将进入大规模采收期，预计 2012 年业绩同比翻番可期，未来 4 年 CAGR 达到 70%。
- 中长期视角下，基于海参养殖水域资源稀缺造成的供给刚性，以及海参消费快速增长势头未改，我们预计未来 3-5 年海参行业的高景气仍将延续。短期在宏观经济欠佳背景下，基于海参消费理念的普及、消费区域向内陆扩散、海参消费群体层级下沉等，我们预计 2012 年海参价格将同比持平或略有上涨，明年上半年海参均价大约在 180-200 元/公斤，下半年在 200-220 元/公斤，全年均价维持在 200 元上方。
- 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.59 元、1.21 元和 2.31 元。随着海参陆续进入捕捞期，公司业绩高速增长的确性较高，2011-2013 年净利润复合增长率达到 72.5%，显著高于其他三家上市公司；考虑到公司三重核心竞争优势明显，对应 2012 年的 PEG 仅有 0.55-0.62，故上调公司评级至“买入”，目标价 48.4-54.5 元，潜在上涨空间约 53%-72%，作为 2012 年极具潜质的黑马品种积极推荐。
- 投资风险: (1) 回捕率不达预期风险，我们模型假设为 12.5%，存在实际成活率和捕捞率不达预期之风险；(2) 经济下行幅度和持续时间超出预期，海参需求和价格下跌风险；(3) 自然灾害和水域污染风险。

## 内容目录

海参纵向一体化成型，变身为国内海参规模领先者 .....	- 4 -
壹桥苗业华丽转身，拥有三重竞争优势 .....	- 4 -
壹桥苗业有望成为国内规模最大的海参养殖企业 .....	- 4 -
海参养殖业务即将进入爆发式增长期 .....	- 6 -
未来 3-5 年内中国海参行业高景气仍将持续 .....	- 6 -
公司围堰海参养殖将 2012 年开始进入批量收获期 .....	- 7 -
传统的贝苗业务利润率高企，未来育苗水体将以稳定为主 .....	- 8 -
盈利预测与投资建议 .....	- 9 -
盈利假设前提 .....	- 9 -
盈利预测结果 .....	- 10 -
PE 相对估值及投资建议 .....	- 10 -
风险提示 .....	- 11 -

## 图表目录

图表 1: 四大水产上市公司海参养殖海域面积比较 .....	- 5 -
图表 2: 壹桥苗业海参苗销售价格和成本预测 .....	- 5 -
图表 3: “四驾马车”海参养殖业务毛利率比较 .....	- 5 -
图表 4: “四驾马车”海参养殖产量比较(吨) .....	- 5 -
图表 5: 壹桥苗业主营收入结构(百万元) .....	- 5 -
图表 6: 壹桥苗业主营业务利润结构(百万元) .....	- 5 -
图表 7: 2003 年以来国内海参产量持续快速增长 .....	- 6 -
图表 8: 威海水产品批发市场海参价格 220 元/公斤 .....	- 6 -
图表 9: 壹桥苗业海参养殖水域面积预测 .....	- 7 -
图表 10: 壹桥苗业育苗水体面积预测 .....	- 7 -
图表 11: 壹桥苗业累计已投苗面积预测(亩) .....	- 7 -
图表 12: 壹桥苗业海参捕捞面积预测(亩) .....	- 7 -
图表 13: 壹桥苗业海参养殖业务经营预测表 .....	- 8 -
图表 14: 壹桥苗业虾夷扇贝苗释放份额居国内之首 .....	- 8 -
图表 15: 壹桥苗业海湾扇贝苗释放份额居国内之首 .....	- 8 -
图表 16: 中国扇贝养殖面积和产量稳步增长 .....	- 9 -
图表 17: 扇贝苗种需求增长仍有很大空间 .....	- 9 -
图表 18: 壹桥苗业贝苗业务经营预测表 .....	- 9 -
图表 19: 壹桥 2012-2013 年固定资产投资假设 .....	- 10 -
图表 20: 壹桥苗业未来海参单产假定 .....	- 10 -
图表 21: 壹桥苗业期间费用假设 .....	- 10 -

图表 22: 水产“四驾马车”相对估值表 .....	- 11 -
图表 23: 壹桥苗业业务经营预测表.....	- 12 -
图表 24: 壹桥苗业三张报表预测 .....	- 13 -

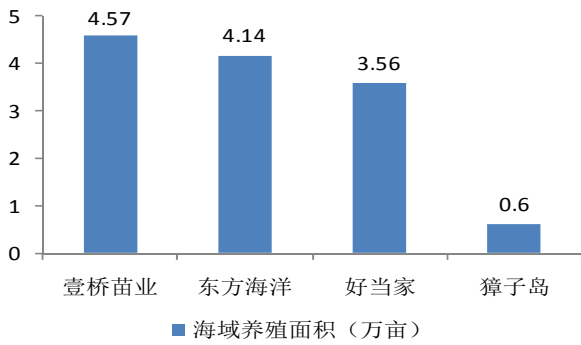
## 海参纵向一体化成型，变身为国内海参规模领先者

### 壹桥苗业华丽转身，拥有三重竞争优势

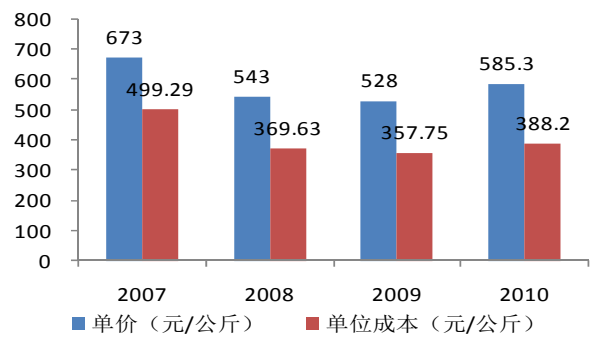
- 根据对公司未来海参捕捞量的预测，我们认为壹桥苗业即将完成从国内领先的海珍品育苗企业向海参养殖加工龙头的华丽变身。届时，公司将一举奠定国内规模领先的海参养殖龙头地位，主要得益于如下三大核心竞争优势：
  - **核心竞争优势之一，海参养殖面积国内居首，未来不排除进一步扩张的可能。**目前，壹桥苗业拥有的清洁海参养殖海域面积达到 4.57 万亩，为国内海参养殖企业之首。
  - **核心竞争优势之二，海参投苗密度和单产或为同行公司的 3 倍，公司有望晋升为国内海参产销规模领先者。**
    - 公司海域坐落在得天独厚的沙山，不仅水质上乘（水肥），而且深度 5-10 米适合大型礁石改造，进而使得公司高密度投苗成为可能，我们预计壹桥苗业的单产水平将达到同类公司的 3 倍之多，进一步提升了公司海参产销规模的增长弹性。
  - **核心竞争优势之三：拥有苗种成本优势，自主供苗有助于提升公司海参业务的利润率水平。**自主供应参苗相较外购苗种，商品成参的成本有望下降 30%，毛利率有望提升 10 个百分点。公司在海珍品苗种行业的领先优势将为未来海参养殖业务盈利增长提供有力保障。
    - 2012 年公司 IPO 募投项目完成后将拥有育苗水体 14.3 万立方米，上市前育苗水体拆迁后，育苗水体达到 8.3 万立方米，是各海参养殖企业拥有育苗水体最大的公司。
    - 根据壹桥苗业过去 4 年海参苗业务情况测算，公司自产苗种可使得海参养殖业务苗种成本支出节约 30%，毛利率提升 10% 左右。
    - 未来，不排除公司在 2013-2014 年海参投苗量逐步达产后，继续扩建育苗水体，降低苗种支出成本的可能性。
- 此外，公司还建成了日最大加工能力 25000 公斤鲜海的淡干海参加工线，未来淡干海参比重提升将进一步提升公司海参业务的盈利空间。

### 壹桥苗业有望成为国内规模最大的海参养殖企业

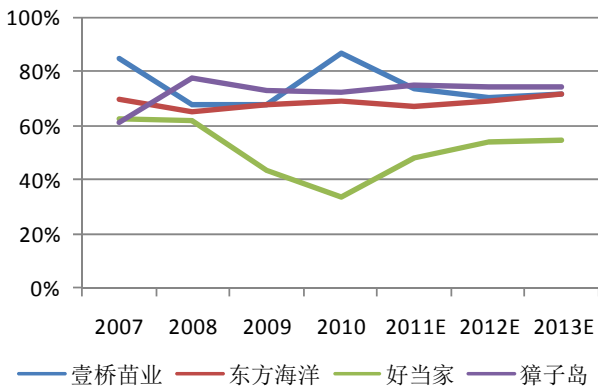
- 通过水产品“四驾马车”的横向比较，我们倾向于认为，在不考虑新增海域的假设前提下，预计到 2013-14 年壹桥苗业的海参产销量将会接近 4000 吨，成为与好当家相当的国内海参养殖规模领先者。
- 由于海参业务的毛利率高达 70%，海参养殖规模激增将助推壹桥苗业 2012-14 年盈利进入爆发式增长阶段。
- 我们预计公司 2010-2014 年公司营业收入和毛利润的复合增长率将达到 51.8% 和 65.7%，其中海参养殖业务的营业收入和毛利率复合增长率分别达到 152% 和 142%，目前公司正处于盈利井喷的前夜。

**图表 1: 四大水产上市公司海参养殖海域面积比较**


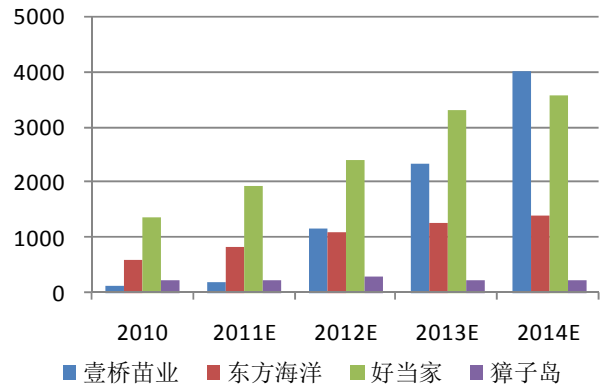
来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

**图表 2: 壹桥苗业海参苗销售价格和成本预测**


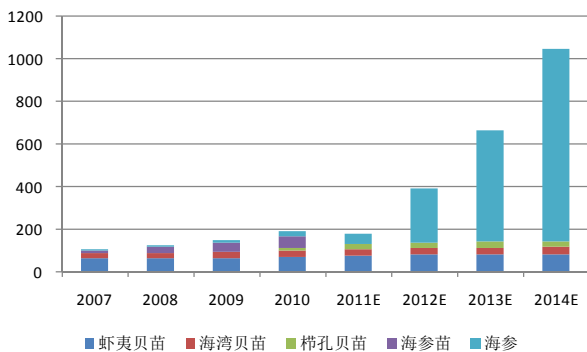
来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

**图表 3: “四驾马车”海参养殖业务毛利率比较**


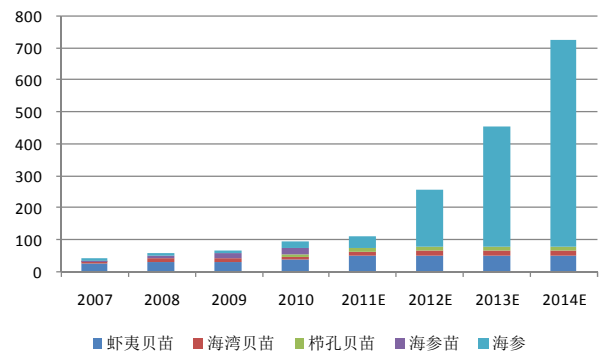
来源: 齐鲁证券研究所

**图表 4: “四驾马车”海参养殖产量比较(吨)**


来源: 齐鲁证券研究所

**图表 5: 壹桥苗业主营收入结构 (百万元)**


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

**图表 6: 壹桥苗业主营业务利润结构 (百万元)**


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

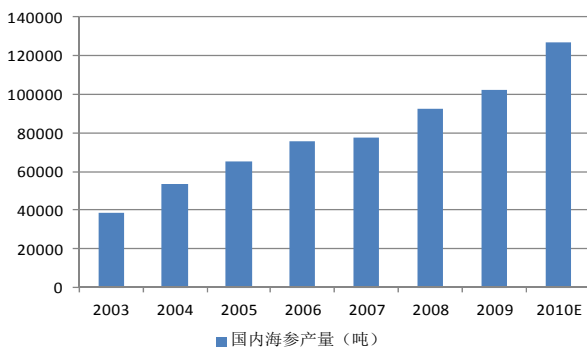


## 海参养殖业务即将进入爆发式增长期

未来 3-5 年内中国海参行业高景气仍将持续

- 目前中国海参年产量约 10-12 万吨之间，根据我们与海参权威养殖专家沟通结果，我们倾向于认为国内海参极限产量大约 20 万吨。
- 国内目前可以较大面积开发的海参养殖基地主要包括：（1）山东东营黄河入海口区域；（2）江苏南通以南和上海以北海域；（3）浙江温州以南福州以北海域；（4）广西以南越南以东海域。
- 其中，山东东营以传统围堰养殖为主，其余三个海域是新型的冬季吊笼养殖技术，上述产能全部释放，预计国内海参产量大约可以达到 20 万吨，但吊笼养殖技术目前并不成熟。当前国内海参产量增长主要以北方地区既有围堰养殖的产能释放为主。
- 基于未来国内海参养殖面积的刚性供给，我们认为未来 3-5 年内中国海参行业的景气程度是由需求决定的，而并非供给。
- 随着海参消费习惯的培育、消费区域向内陆扩散、我国海参消费群体层级下沉，未来我国海参需求仍将保持较快增长。
- 近 2-3 年以来，我国海参消费人群正在快速普及海参的健康、时尚、高端消费理念，消费区域正由东部地区向内陆快速扩散，海参的消费群体层次也在下沉，海参从超高端消费品向中高端消费品的转变，以及消费群体的扩大，使得海参需求将稳步增长，海参价格抵御经济周期的能力也比 08 年金融危机时更强。
- 因此，回到明年海参价格判断这一问题上，我们的观点很明确——明年宏观经济环境肯定会优于 2008 年金融海啸时的硬着陆，海参需求及价格表现也将远好于那时。我们预计 2012 年海参价格的最低点不会击破 2011 年上半年 150-160 元/公斤的价格底线，总体来看，我们预计明年海参价格的平均水平与今年基本持平或有 5% 左右的上涨，预计上半年海参均价大约在 180-200 元/公斤，下半年在 200-220 元/公斤，全年均价维持在 200 元上方。
- 基于一贯的谨慎性原则，我们假设壹桥苗业 2012 年的海参平均售价与 2011 年持平，为 210 元/公斤，2013 年增长 4.5% 至 220 元/公斤。

图表 7：2003 年以来国内海参产量持续快速增长



来源：《中国渔业年鉴》、齐鲁证券研究所

图表 8：威海水产品批发市场海参价格 220 元/公斤



来源：威海水产品批发市场、齐鲁证券研究所

**公司围堰海参养殖将 2012 年开始进入批量收获期**

- 目前公司已完成围堰改造 1 万亩，预计明年中期累计改造 2 万亩，剩余 2.5 万亩未改造，按目前改造进度测算，2015 年初将全部改造完成。
- 按行业规律，围堰海参养殖一般采取边改造、边投苗的做法，根据我们对壹桥苗业投苗进度的预测，我们预期 2011-2014 年捕捞面积分别为可以达到 500 亩、3780 亩、7500 亩和 12780 亩。
- 公司海参养殖水域水深达到 5-10 米，单堆礁石占地 200 平方米，高 2 米，因此投苗密度远大于其他三家上市公司。根据海域深度和苗种大小，每亩投苗密度 20000-30000 个不等，我们按照每亩平均 25000 个，回捕率 10%，5 头/斤测算，单产水平可达 250 公斤/亩；假设回捕率达到 20%，单产水平可达 500 公斤/亩。
- 我们假设 2011 年单产水平达到 375 公斤/亩，主要原因是将原有鲍鱼岛村海域收尾海参产量一并折算到新捕捞海域面积中；假设 2012 年和 2013 年平均单产为 313 公斤/亩，对应 12.5% 的回捕率。

**图表 9：壹桥苗业海参养殖水域面积预测**

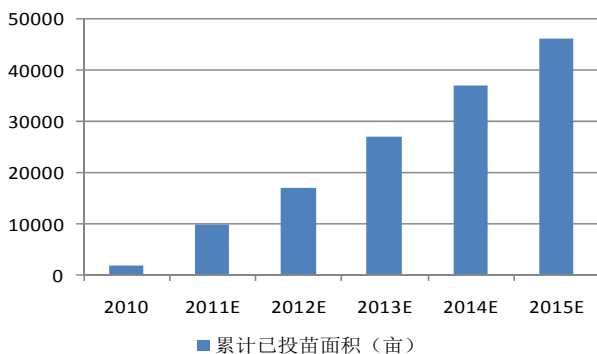
水域面积 (亩)	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
鲍鱼岛村	1975	1975	1975	1975	0	0	0	0
沙山村打连岛海域				4460	4460	4460	4460	4460
谢屯镇泉眼村					1286	1286	1286	1286
沙山村海域				39933	39933	39933	39933	39933
<b>合计</b>	<b>1975</b>	<b>1975</b>	<b>1975</b>	<b>46368</b>	<b>45679</b>	<b>45679</b>	<b>45679</b>	<b>45679</b>

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

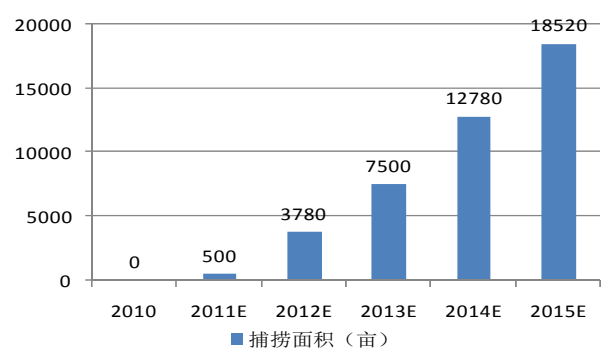
**图表 10：壹桥苗业育苗水体面积预测**

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
繁育水体 (万立方米)	6.00	6.00	6.00	6.00	11.70	14.30	8.30	8.30
其中：虾夷贝苗	3.55	3.00	2.45	2.70	2.60	2.60	2.60	2.60
海湾贝苗	1.85	1.70	2.00	2.00	1.60	1.60	1.60	1.60
海参苗	1.90	4.50	5.62	6.00	8.00	8.00	8.00	8.00

来源：齐鲁证券研究所

**图表 11：壹桥苗业累计已投苗面积预测 (亩)**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 12：壹桥苗业海参捕捞面积预测 (亩)**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 13: 壹桥苗业海参养殖业务经营预测表**

围堰海参	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
养殖面积 (万亩)					0.05	0.38	0.75	1.28
单产水平 (公斤/亩)					375	313	313	313
生产量 (万公斤)	5.71	6.25	7.66	13.22	18.8	118.3	234.4	399.4
销售量 (万公斤)	5.71	6.25	7.66	13.22	18.8	118.3	234.4	399.4
单价 (元/公斤)	163	133	135	161.6	210	210	220	221
销售收入 (百万元)	9.29	8.31	10.35	21.37	48.0	248.5	515.6	882.6
单位成本 (元/公斤)	24.84	43.21	43.54	21.88	62.50	62.50	62.50	62.50
销售成本 (百万元)	1.42	2.70	3.34	2.89	12.79	73.95	146.48	249.61
毛利润 (百万元)	7.87	5.61	7.02	18.48	35.24	174.51	369.14	633.01
毛利率	84.7%	67.5%	67.8%	86.5%	73.4%	70.2%	71.6%	71.7%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

### 传统的贝苗业务利润率高企, 未来育苗水体将以稳定为主

- 从 2011 年开始, 公司业务重心将向海参养殖加工倾斜, 传统的贝苗养殖业务因处于产业链最上游利润率稳定在较高水平, 因此战略上仍举足轻重, 我们预计传统的贝苗繁育水体将保持稳定或有小幅增长。
- 基于下游养殖规模扩大, 虾夷扇贝苗、海湾贝苗、栉孔贝苗需求旺盛, 行业供求缺口较大。2004-2008 年中国扇贝养殖面积年均增长 17.8%, 目前虾夷扇贝苗、海湾扇贝苗和栉孔扇贝苗的年需求量分别为 1500 亿枚、1000 亿枚和 500 亿枚, 理论产需缺口分别为 600 亿枚、300 亿枚和 100 亿枚。
- 以獐子岛为例, 虾夷扇贝目前的产销区域分布来看, 虾夷扇贝等海珍品的销售区域迅速向西安、太原、兰州等内陆城市扩散, 消费半径的扩大将持续改善供求形势, 进而带动扇贝养殖升温以及贝苗需求增长。
- 壹桥苗业是国内贝苗繁育的龙头企业, 公司在贝苗的繁育技术方面具有国内领先地位, 虾夷扇贝苗和海湾贝苗市场占有率均位居行业第一。未来壹桥苗业在贝苗方面的繁育水体不再扩张, 可能导致贝苗行业的产需缺口进一步加剧, 贝苗繁育行业的高景气将得以延续下去。
- 基于行业景气视角的考量, 我们认为公司未来贝苗业务在量上将以稳定为主, 但由于公司产品处在产业链最上游, 供给壁垒和较强的议强能力仍将使得传统的贝苗业务毛利率水平保持高位率, 我们预期未来贝苗业务的盈利贡献与公司上市前相比以稳定为主, 或有小幅增长。

**图表 14: 壹桥苗业虾夷扇贝苗释放份额居国内之首**

虾夷扇贝苗	产量 (亿枚)	市场占有率
壹桥苗业	163	18.11%
大连耶什水产有限公司	32	3.56%
大连沙山水产繁殖有限公司	26	2.89%
大连兴实水产有限公司	22	2.44%
獐子岛	20	2.22%

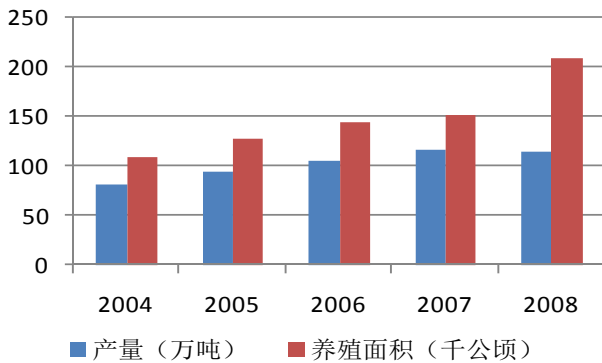
来源: 招股说明书、齐鲁证券研究所

**图表 15: 壹桥苗业海湾扇贝苗释放份额居国内之首**

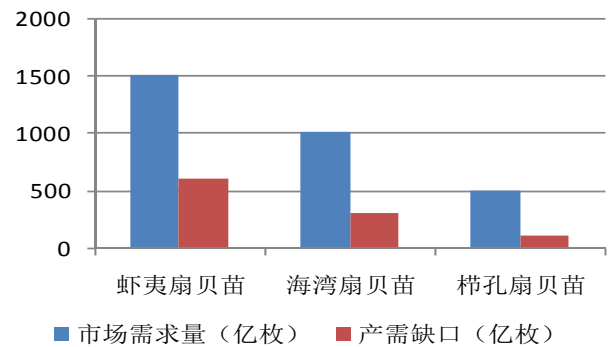
海湾贝苗	产量 (亿枚)	市场占有率
壹桥苗业	61	8.71%
大连耶什水产有限公司	15	2.14%
大连沙山水产繁殖有限公司	14	2%
大连金尊水产公司	10	1.43%
大连碧海水产有限公司	9	1.29%

来源: 招股说明书、齐鲁证券研究所



**图表 16: 中国扇贝养殖面积和产量稳步增长**


来源: 招股说明书、齐鲁证券研究所

**图表 17: 扇贝苗种需求增长仍有很大空间**


来源: 招股说明书、齐鲁证券研究所

**图表 18: 壹桥苗业贝苗业务经营预测表**

虾夷扇贝苗	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
繁育水体 (万立方米)	3.55	3.00	2.45	2.70	2.60	2.60	2.60	2.60
单位出苗量 (万枚/立方米)	36.94	48.05	66.53	55.56	50.0	53.0	53.0	53.0
销售量 (亿枚)	131.13	144.15	163.01	150.00	130.0	137.8	137.8	137.8
单价 (元/万枚)	50.0	45.0	40.0	48.0	61.0	61.0	61.5	62.5
销售收入 (百万元)	65.57	64.87	65.20	72.00	79.30	84.06	84.75	86.13
单位成本 (元/万枚)	27.76	21.52	19.14	20.2	21.2	22.0	23.0	24.0
销售成本 (百万元)	36.40	31.02	31.20	30.80	27.56	30.32	31.69	33.07
毛利率	44.5%	52.2%	52.2%	57.2%	65.2%	63.9%	62.6%	61.6%
海湾扇贝苗	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
繁育水体 (万立方米)	1.85	1.70	2.00	2.00	1.60	1.60	1.60	1.60
单位出苗量 (万枚/立方米)	27.43	34.26	30.44	30.69	31.3	32.0	32.0	32.0
销售量 (亿枚)	50.74	58.24	60.88	61.37	50.0	51.2	51.2	51.2
单价 (元/万枚)	51.3	45.0	50.0	46.0	56.0	61.5	62.0	63.0
销售收入 (百万元)	26.01	26.21	30.44	28.23	28.00	31.49	31.74	32.26
单位成本 (元/万枚)	38.38	28.39	30.28	31.30	32.24	33.00	34.00	35.00
销售成本 (百万元)	19.47	16.53	18.43	19.21	16.12	16.90	17.41	17.92
毛利率	25.1%	36.9%	39.4%	32.0%	42.4%	46.3%	45.2%	44.4%
栉孔扇贝苗	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
繁育水体 (万立方米)				0.70	1.40	1.40	1.40	1.40
单位出苗量 (万枚/立方米)				30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
销售量 (亿枚)				21.3	42.0	42.0	42.0	42.0
单价 (元/万枚)				61.0	62.0	63.0	64.0	65.0
销售收入 (百万元)				13.0	26.0	26.5	26.9	27.3
单位成本 (元/万枚)				28.1	29.1	30.1	31.0	32.0
销售成本 (百万元)				6.0	12.2	12.6	13.0	13.4
毛利率				53.9%	53.1%	52.2%	51.6%	50.8%
贝苗	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
销售收入 (百万元)			95.64	113.31	133.34	142.01	143.37	145.68
销售成本 (百万元)			42.61	56.00	55.90	59.85	62.12	64.43
毛利率			55.4%	50.6%	58.1%	57.9%	56.7%	55.8%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

## 盈利预测与投资建议

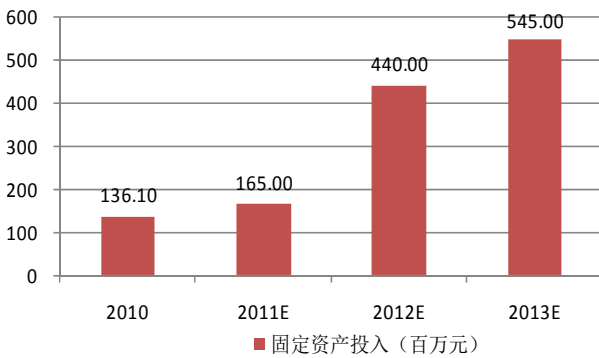
### 盈利假设前提

- 海参养殖和贝苗繁育业务预测情况详见上文所示。
- 公司 2012-2013 年仍处于海域改造期, 将产生大量固定资产投入, 我们对固定资产投入做了较为严苛的假定, 假设 2012 年和 2013 年分别为

4.4 亿元和 5.45 亿元。

- 不考虑再融资的情况下,我们预计上述资金将主要来自于银行信贷融资,因此提醒投资者注意,公司 2012 年和 2013 年财务费用支出将大幅增加,我们模型中预测 2012 年和 2013 年财务费用为 2665 万元和 3108 万元。
- 海参的单产直接取决于成活率和捕捞率的假定。我们直接采取回捕率预测法,当乐观假定回捕率为 20% 时,对应海参单产在 500 公斤/亩;当保守假定回捕率为 10% 时,对应海参单产为 250 公斤/亩;若采取中性预测(回捕率 15%),则海参单产可达 375 公斤/亩;出于谨慎性原则,本报告中采用的回捕率为 12.5%,测算海参单产为 313 公斤/亩。

图表 19: 壹桥 2012-2013 年固定资产投入假设



来源: 齐鲁证券研究所

图表 20: 壹桥苗业未来海参单产假定

关键指标	核心假设
投苗密度(个/亩)	25000
养殖周期(年)	2.5
成参重量(两/个)	2
回捕率(乐观)	20%
海参亩产(公斤/亩)	500
回捕率(保守)	10%
海参亩产(公斤/亩)	250
回捕率(中性)	15%
海参亩产(公斤/亩)	375
本报告预测的成活率	12.5%
本报告预测的单产(公斤/亩)	313

来源: 齐鲁证券研究所

图表 21: 壹桥苗业期间费用假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售费用	0.08	0.64	0.37	1.31	1.91	2.40	3.68
占营业收入比重	0.07%	0.48%	0.24%	0.67%	1.00%	0.60%	0.55%
管理费用	10.69	11.96	18.29	43.23	45.93	60.07	80.28
占营业收入比重	9.57%	8.95%	11.94%	22.10%	24.00%	15.00%	12.00%
财务费用	1.54	2.69	2.99	2.67	4.95	26.65	31.08
占营业收入比重	1.38%	2.01%	1.95%	1.36%	2.59%	6.65%	4.65%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

### 盈利预测结果

- 预计 2011-2014 年壹桥苗业实现营业收入 1.91 亿元、4.00 亿元、6.69 亿元和 10.38 亿元,同比增长-2.17%、109.26%、67.06%和 55.20%;实现归属于母公司净利润 0.79 亿元、1.62 亿元、3.09 亿元和 5.07 亿元,同比增长 31.2%、105.5%、90.4%和 64.1%,对应 2011-2014 年 EPS 分别为 0.59 元、1.21 元、2.31 元和 3.79 元,未来 4 年复合增长率 70%。

### PE 相对估值及投资建议

- 壹桥苗业作为传统的海珍品育苗行业龙头,未来有望成功拓展海参等高景气行业并一举奠定其行业领先地位,核心竞争优势有助于公司获得一定估值溢价。
- 壹桥苗业目前股价对应 2011-2013 年 PE 为 53.7X、26.1X 和 13.7X,2011 年估值水平高于行业平均,但伴随着 2012 年公司业绩高速增长,估值显著回落至行业偏低水平。

- 随着海参可捕捞面积的增加，公司业绩呈现井喷且确定性较高，2011-2013年业绩复合增长率达到72.5%，显著高于其他三家上市公司，按2012年40X-45XPE计算，对应PEG仅有0.55-0.62。
- 通过相对估值比较，赋予公司目标价**48.4-54.5元**，潜在上涨空间有**53%-72%**，我们将公司评级由“持有”上调至“买入”，并作为2012年的潜在黑马积极推荐。

**图表 22：水产“四驾马车”相对估值表**

名称	代码	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	最新 股价(元)	EPS(元)				PE				EPS CAGR(3)
					2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
獐子岛	002069.SZ	7.11	200.53	28.20	0.59	0.72	1.15	1.68	47.61	39.33	24.56	16.79	41.6%
东方海洋	002086.SZ	2.44	38.06	15.61	0.31	0.41	0.65	0.90	50.35	38.07	24.02	17.34	42.7%
好当家	600467.SH	6.34	77.36	12.21	0.23	0.33	0.54	0.77	53.09	37.00	22.61	15.86	49.6%
壹桥苗业	002447.SZ	1.34	42.41	31.65	0.45	0.59	1.21	2.31	70.33	53.64	26.16	13.70	72.5%
平均									55.35	42.01	24.34	15.92	

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

### 风险提示

- **回捕率不达预期的风险。**我们模型中假设12.5%，若遇天气病害影响海参生产或捕捞，将会导致2012-14年盈利预测大幅低于预期；
- 2012年宏观经济下行幅度和低迷的时间若超出市场预期，则可能导致海参需求下降，进而引发海参销量和价格可能不达预期的风险；
- 可能的自然灾害及人为污染事件或将对海珍品公司估值水平构成压制。

**图表 23: 壹桥苗业业务经营预测表**

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
<b>虾夷扇贝苗</b>								
平均售价 (元/万枚)	50.00	45.00	40.00	48.00	61.00	61.00	61.50	62.50
增长率 (YOY)	—	-10.00%	-11.11%	20.00%	27.08%	0.00%	0.82%	1.63%
销售数量 (亿枚)	131.13	144.15	163.01	150.00	130.00	137.80	137.80	137.80
增长率 (YOY)	—	9.93%	13.08%	-7.98%	-13.33%	6.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	65.57	64.87	65.20	72.00	79.30	84.06	84.75	86.13
增长率 (YOY)	—	-1.06%	0.52%	10.42%	10.14%	6.00%	0.82%	1.63%
毛利率	44.48%	52.18%	52.15%	57.22%	65.25%	63.93%	62.60%	61.60%
销售成本 (百万元)	36.40	31.02	31.20	30.80	27.56	30.32	31.69	33.07
增长率 (YOY)	—	-14.78%	0.58%	-1.28%	-10.52%	10.00%	4.55%	4.35%
毛利 (百万元)	29.16	33.85	34.00	41.20	51.74	53.74	53.05	53.05
增长率 (YOY)	—	16.06%	0.47%	21.16%	25.58%	3.87%	-1.28%	0.00%
占总销售额比重	58.69%	48.54%	42.56%	36.81%	41.44%	20.99%	12.67%	8.29%
占主营业务利润比重	62.96%	55.99%	49.73%	43.00%	42.73%	20.31%	11.57%	7.35%
<b>海湾扇贝苗</b>								
平均售价 (元/万枚)	51.27	45.00	50.00	46.00	56.00	61.50	62.00	63.00
增长率 (YOY)	—	-12.23%	11.11%	-8.00%	21.74%	9.82%	0.81%	1.61%
销售数量 (亿枚)	50.74	58.24	60.88	61.37	50.00	51.20	51.20	51.20
增长率 (YOY)	—	14.78%	4.53%	0.80%	-18.53%	2.40%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	26.01	26.21	30.44	28.23	28.00	31.49	31.74	32.26
增长率 (YOY)	—	0.74%	16.15%	-7.26%	-0.82%	12.46%	0.81%	1.61%
毛利率	25.14%	36.91%	39.44%	31.96%	42.43%	46.34%	45.16%	44.44%
销售成本 (百万元)	19.47	16.53	18.43	19.21	16.12	16.90	17.41	17.92
增长率 (YOY)	—	-15.10%	11.49%	4.20%	-16.08%	4.81%	3.03%	2.94%
毛利 (百万元)	6.54	9.67	12.01	9.02	11.88	14.59	14.34	14.34
增长率 (YOY)	—	47.91%	24.11%	-24.86%	31.69%	22.83%	-1.75%	0.00%
占总销售额比重	23.29%	19.61%	19.87%	14.43%	14.63%	7.86%	4.75%	3.11%
占主营业务利润比重	14.12%	16.00%	17.56%	9.42%	9.81%	5.51%	3.13%	1.98%
<b>栉孔扇贝苗</b>								
平均售价 (元/万枚)	0.00	0.00	0.00	61.00	62.00	63.00	64.00	65.00
增长率 (YOY)	—	—	—	—	1.64%	1.61%	1.59%	1.56%
销售数量 (亿枚)	0.00	0.00	0.00	21.30	42.00	42.00	42.00	42.00
增长率 (YOY)	—	—	—	—	97.18%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	12.99	26.04	26.46	26.88	27.30
增长率 (YOY)	—	—	—	—	100.42%	1.61%	1.59%	1.56%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	53.93%	53.06%	52.22%	51.56%	50.77%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	5.99	12.22	12.64	13.02	13.44
增长率 (YOY)	—	—	—	—	104.20%	3.44%	2.99%	3.23%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	7.01	13.82	13.82	13.86	13.86
增长率 (YOY)	—	—	—	—	97.18%	0.00%	0.30%	0.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	6.64%	13.61%	6.61%	4.02%	2.63%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	7.31%	11.41%	5.22%	3.02%	1.92%
<b>海参</b>								
平均售价 (元/公斤)	162.64	132.92	135.14	161.64	210.00	210.00	220.00	221.00
增长率 (YOY)	—	-18.27%	1.67%	19.61%	29.92%	0.00%	4.76%	0.45%
销售数量 (万公斤)	5.71	6.25	7.66	13.22	18.75	118.31	234.38	399.38
增长率 (YOY)	—	9.46%	22.56%	72.58%	41.83%	531.00%	98.10%	70.40%
销售收入 (百万元)	9.29	8.31	10.35	21.37	48.03	248.46	515.63	882.62
增长率 (YOY)	—	-10.54%	24.61%	106.43%	124.76%	417.30%	107.53%	71.17%
毛利率	84.73%	67.49%	67.78%	86.46%	73.37%	70.24%	71.59%	71.72%
销售成本 (百万元)	1.42	2.70	3.34	2.89	12.79	73.95	146.48	249.61
增长率 (YOY)	—	90.40%	23.50%	-13.27%	342.16%	478.15%	98.10%	70.40%
毛利 (百万元)	7.87	5.61	7.02	18.48	35.24	174.51	369.14	633.01
增长率 (YOY)	—	-28.74%	25.14%	163.33%	90.73%	395.21%	111.53%	71.48%
占总销售额比重	8.31%	6.22%	6.76%	10.92%	25.10%	62.04%	77.07%	85.01%
占主营业务利润比重	16.99%	9.27%	10.26%	19.29%	29.11%	65.94%	80.53%	87.64%
<b>其他</b>								
销售收入 (百万元)	0.56	0.41	0.51	0.88	10.00	10.00	10.00	10.00
增长率 (YOY)	—	-26.54%	24.21%	72.02%	1037.66%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	6.52%	20.76%	40.61%	54.33%	84.00%	80.00%	80.00%	80.00%
销售成本 (百万元)	0.52	0.33	0.30	0.40	1.60	2.00	2.00	2.00
增长率 (YOY)	—	-37.73%	-6.90%	32.26%	298.60%	25.00%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	0.04	0.09	0.21	0.48	8.40	8.00	8.00	8.00
增长率 (YOY)	—	133.97%	142.97%	130.17%	1658.79%	-4.76%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.50%	0.31%	0.33%	0.45%	5.23%	2.50%	1.49%	0.96%
占主营业务利润比重	0.08%	0.14%	0.30%	0.50%	6.94%	3.02%	1.75%	1.11%
销售收入小计 (百万元)	111.71	133.62	153.20	195.61	191.37	400.46	669.00	1038.30
销售成本小计 (百万元)	65.39	73.17	84.82	99.81	70.29	135.80	210.61	316.04
销售毛利小计 (百万元)	46.32	60.45	68.37	95.80	121.08	264.66	458.39	722.26
平均毛利率	41.47%	45.24%	44.63%	48.98%	63.27%	66.09%	68.52%	69.56%

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 24: 壹桥苗业三张报表预测**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业总收入</b>	<b>134</b>	<b>153</b>	<b>196</b>	<b>191</b>	<b>400</b>	<b>669</b>	货币资金	5	38	213	96	256	305
增长率	19.62%	14.6%	27.7%	-2.2%	109.3%	67.1%	应收款项	5	1	5	3	7	9
营业成本	-73	-85	-100	-70	-136	-211	存货	12	12	79	252	342	413
% 销售收入	54.8%	55.4%	51.0%	36.7%	33.9%	31.5%	其他流动资产	16	7	22	70	54	63
毛利	60	68	96	121	265	458	流动资产	38	58	319	421	660	791
% 销售收入	45.2%	44.6%	49.0%	63.3%	66.1%	68.5%	% 总资产	17.5%	20.2%	37.5%	30.3%	32.7%	27.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	2	2	2	2
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	146	190	444	876	1,265	2,005
营业费用	-1	0	-1	-2	-2	-4	% 总资产	68.3%	67.0%	52.2%	63.1%	62.6%	69.3%
% 销售收入	0.5%	0.2%	0.7%	1.0%	0.6%	0.6%	无形资产	30	36	86	89	92	95
管理费用	-12	-18	-43	-46	-60	-80	非流动资产	177	227	532	967	1,360	2,103
% 销售收入	9.0%	11.9%	22.1%	24.0%	15.0%	12.0%	% 总资产	82.5%	79.8%	62.5%	69.7%	67.3%	72.7%
息税前利润 (EBIT)	48	50	51	73	202	374	<b>资产总计</b>	<b>214</b>	<b>284</b>	<b>850</b>	<b>1,388</b>	<b>2,019</b>	<b>2,893</b>
% 销售收入	35.8%	32.4%	26.2%	38.3%	50.5%	56.0%	短期借款	45	43	0	440	917	1,439
财务费用	-3	-3	-3	-5	-27	-31	应付款项	24	2	71	81	97	121
% 销售收入	2.0%	2.0%	1.4%	2.6%	6.7%	4.6%	其他流动负债	3	3	5	55	30	48
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	72	48	76	575	1,044	1,608
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	50	50	50	50	50
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	4	14	14	14	14
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>76</b>	<b>102</b>	<b>140</b>	<b>639</b>	<b>1,107</b>	<b>1,672</b>
营业利润	45	47	48	68	176	343	<b>普通股股东权益</b>	139	182	711	750	912	1,221
营业利润率	33.8%	30.6%	24.7%	35.7%	43.8%	51.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-1	2	21	22	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>214</b>	<b>284</b>	<b>850</b>	<b>1,388</b>	<b>2,019</b>	<b>2,893</b>
税前利润	44	49	69	90	186	353	<b>比率分析</b>						
利润率	33.2%	32.3%	35.3%	47.2%	46.3%	52.8%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-6	-6	-9	-11	-23	-44	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.6%	12.7%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%	每股收益(元)	0.776	0.863	0.899	0.590	1.212	2.307
净利润	39	43	60	79	162	309	每股净资产(元)	2.773	3.636	10.608	5.594	6.805	9.113
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	0.401	1.283	1.467	-0.717	1.520	3.050
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>39</b>	<b>43</b>	<b>60</b>	<b>79</b>	<b>162</b>	<b>309</b>	每股股利(元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
净利率	29.0%	28.2%	30.8%	41.3%	40.5%	46.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	27.99%	23.73%	8.47%	10.54%	17.80%	25.32%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	18.11%	15.17%	7.08%	5.69%	8.04%	10.69%
净利润	39	43	60	79	162	309	投入资本收益率	23.45%	18.34%	8.19%	5.61%	10.92%	13.63%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	11	14	19	40	67	112	营业总收入增长率	19.62%	14.65%	27.69%	-2.17%	109.26%	67.06%
非经营收益	3	3	3	-14	20	27	EBIT增长率	34.60%	3.89%	3.11%	42.88%	176.08%	85.19%
营运资金变动	-32	4	16	-201	-46	-39	净利润增长率	23.13%	11.12%	39.57%	31.23%	105.50%	90.44%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>20</b>	<b>64</b>	<b>98</b>	<b>-96</b>	<b>204</b>	<b>409</b>	总资产增长率	24.73%	32.63%	199.12%	63.26%	45.45%	43.27%
资本开支	41	76	342	453	450	845	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	-2	0	0	0	应收账款周转天数	9.7	7.0	1.0	5.4	5.8	4.8
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	63.3	50.0	166.1	1,300.0	900.0	700.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-41</b>	<b>-76</b>	<b>-344</b>	<b>-453</b>	<b>-450</b>	<b>-845</b>	应付账款周转天数	80.8	21.4	128.8	400.0	250.0	200.0
股权募资	13	48	-43	440	477	522	固定资产周转天数	349.2	355.1	410.1	674.6	555.3	556.0
其他	-2	-4	-8	-8	-70	-37	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>11</b>	<b>44</b>	<b>420</b>	<b>432</b>	<b>407</b>	<b>485</b>	净负债/股东权益	28.60%	30.14%	-22.91%	52.59%	77.95%	96.95%
<b>现金净流量</b>	<b>-10</b>	<b>33</b>	<b>175</b>	<b>-117</b>	<b>161</b>	<b>49</b>	EBIT利息保障倍数	17.8	16.6	19.2	14.8	7.6	12.0
							资产负债率	35.31%	36.05%	16.42%	46.01%	54.84%	57.79%

来源: 齐鲁证券研究所



**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:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海  
联系人:王莉本  
电话: 021-20315181  
手机: 18616512309  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话: 021-20315112  
手机:18621368050  
传真: 021-20315125  
邮编: 200120  
地址: 上海市花园石桥路 66  
号东亚银行金融大厦 18 层

济南  
联系人:阴红星  
电话:0531-68889520  
手机:13969199716  
传真:0531-68889536  
邮编:250001  
地址:山东济南经七路 86 号  
证券大厦 2308