

2011年8月12日

——壹桥苗业（002447）2011年中报点评

评级：谨慎推荐

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：S0590210100011

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。

事件： 公司发布2011年半年报，上半年公司实现销售收入1.25亿元，同比下降8.93%；归属于上市公司股东的净利润为5013.06万元，同比增长11.94%；上半年每股收益为0.374元。

点评：

● **海参苗自用，未形成收入。** 上半年，苗种下游需求旺盛，公司主要产品一虾夷扇贝苗、栉孔扇贝苗价格有所回升，加之育苗水体增长致使产品产量的提升，公司贝苗收入和利润有所增长；但同时，由于公司本期越冬海参苗全部投围堰，形成存货，没有销售收入，导致公司营业收入同比小幅下跌。从全年的角度看，公司海参养殖业务由于生长周期较长尚不能贡献太多业绩，海参苗自用将使公司业绩丧失大幅上涨可能性。

● **海参苗自用将成常态。** 公司现拥有4万余亩海域计划用于海参养殖。去年改造4000余亩，今年计划改造1万亩（上半年又改造5000亩），以后几年将以每年1万亩的速度改造直至完成。加之公司尝试高密度投苗（每亩100斤），导致公司对海参苗的需求暴增（全部自用尚有缺口），未来公司海参苗将全部自用投入围堰并尝试继续收购育苗设施。

● **成长性上佳。** 从产品分项看（并不考虑未来继续收购）。1、贝苗：育苗水体增长（总育苗水体已达14.7万立方米）、价格上涨（下游需求旺盛）；2、海参：4万亩海域逐步改造投苗、苗种投入逐步加大、亩产高企、未来加工量逐步提升；**结论是：公司将逐步形成海珍品育苗—养殖—加工—销售全产业链。以现有的资源，从12年开始公司业绩可至少维持3-5年的高速增长。**

给予“谨慎推荐”评级。根据预测，2011-2013年，公司EPS分别为0.46、1.06、1.57元。现今公司市盈率已较高，故给予谨慎推荐评级。需要提醒的是：鉴于公司2012年业绩爆发并结合公司产品生产特性，推荐在明年一季度强烈关注。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 11-08-11					
单位: 百万											
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	153.20	195.61	206.60	404.83	585.75	现金	38.20	212.85	212.35	200.00	200.00
YOY(%)	14.7%	27.7%	5.6%	95.9%	44.7%	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	124.31	215.98	291.31	应收款项净额	1.09	4.85	5.12	10.04	14.52
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货	11.51	79.33	80.19	152.17	210.96
销售费用	0.37	1.31	1.74	3.60	5.51	其他流动资产	6.76	21.66	22.88	44.83	64.86
占营业收入比(%)	0.2%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	流动资产总额	57.56	318.69	320.54	407.03	490.34
管理费用	15.01	37.77	17.38	26.44	34.32	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%	8.4%	6.5%	5.9%	减: 资产减值准备	0.19	(0.20)	(0.39)	(0.48)	(0.59)
EBIT	49.72	51.25	61.04	156.67	252.46	固定资产净额	151.76	287.85	554.73	686.67	855.69
财务费用	2.99	2.67	5.42	9.60	11.15	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.0%	1.4%	2.6%	2.4%	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	固定资产总额	190.43	443.84	606.40	755.51	943.10
营业利润	46.92	48.39	55.62	147.07	241.31	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
利润总额	49.42	68.97	70.62	162.07	241.31	其他长期资产	0.13	0.12	0.12	0.12	0.12
所得税	6.28	8.77	8.97	20.58	30.65	资产总额	284.29	850.36	1,014.63	1,250.09	1,520.84
所得税率(%)	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	循环贷款	43.00	0.00	100.00	131.48	148.28
净利润	43.14	60.20	61.65	141.49	210.67	应付款项	2.18	68.24	68.98	130.90	181.47
占营业收入比(%)	28.2%	30.8%	29.8%	34.9%	36.0%	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	6.57	12.08	16.64
归属母公司净利润	43.13	60.20	61.65	141.49	210.67	流动负债	48.10	75.99	175.55	274.46	346.39
YOY(%)	11.1%	39.6%	2.4%	129.5%	48.9%	长期借款	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
EPS (元)	0.32	0.45	0.46	1.06	1.57	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
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	102.49	139.60	248.38	356.51	437.66
成长能力						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入	14.7%	27.7%	5.6%	95.9%	44.7%	股东权益	181.80	710.76	766.25	893.58	1,083.18
营业利润	4.0%	3.1%	14.9%	164.4%	64.1%	负债和股东权益	284.29	850.36	1,014.63	1,250.09	1,520.84
净利润	11.1%	39.6%	2.4%	129.5%	48.9%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	44.6%	49.0%	39.8%	46.6%	50.3%	税后利润	43.13	60.20	61.65	141.49	210.67
净利率(%)	28.2%	30.8%	29.8%	34.9%	36.0%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	23.7%	8.5%	8.0%	15.8%	19.4%	公允价值变动	-0.19	0.20	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	15.2%	7.1%	6.1%	11.3%	13.9%	折旧和摊销	14.24	19.16	39.40	52.93	64.44
偿债能力						营运资金的变动	-8.56	-5.97	6.62	-22.10	-18.84
流动比率	1.20	4.19	1.83	1.48	1.42	经营活动现金流	48.62	73.59	107.67	172.32	256.26
速动比率	0.96	3.15	1.37	0.93	0.81	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	36.1%	16.4%	24.5%	28.5%	28.8%	长期股权投资	0.00	-2.00	-2.00	-2.00	-2.00
营运能力						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%	20.4%	32.4%	38.5%	投资活动现金流	0.00	-269.30	-202.00	-202.00	-252.00
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
每股指标 (元)						公司债券发行/ (0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.32	0.45	0.46	1.06	1.57	股利分配	-3.64	-5.87	-6.17	-14.15	-21.07
每股净资产	1.36	5.30	5.72	6.67	8.08	计入循环贷款前融	46.36	464.79	-6.17	-14.15	-21.07
估值比率						循环贷款的增加/ (-108.48	-88.56	100.00	31.48	16.80
P/E	122.7	87.9	85.9	37.4	25.1	融资活动现金流	-15.76	370.36	93.83	17.33	-4.26
P/B	29.1	7.4	6.9	5.9	4.9	现金净变动额	32.86	174.65	-0.50	-12.35	0.00

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

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

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。