

壹桥苗业 (002447.SZ)

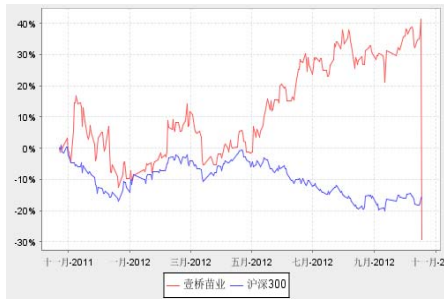
高成长预期保障高估值溢价

评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 30.45-34.80
 分析师: 谢刚 分析师: 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2012年11月7日

基本状况

总股本(百万股)	268.00
流通股本(百万股)	108.48
市价(元)	22.64
市值(百万元)	6067.52
流通市值(百万元)	2455.99

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	195.61	208.36	350.37	529.80	831.75
营业收入增速	27.69%	6.51%	68.16%	51.21%	56.99%
净利润增长率	42.20%	63.55%	50.59%	53.50%	70.20%
摊薄每股收益(元)	0.92	0.75	0.56	0.87	1.47
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)	86.21	40.39	65.53	42.69	25.08
PEG	2.04	0.64	1.30	0.80	0.36
每股净资产(元)	10.65	5.92	3.47	4.34	5.81
每股现金流量	1.47	-0.80	0.18	1.38	1.95
净资产收益率	8.60%	12.64%	16.22%	19.94%	25.34%
市净率	7.41	5.11	10.63	8.51	6.36
总股本(百万股)	67.00	134.00	268.00	268.00	268.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件:** 11月6日沪深两市指数探底回升之际,壹桥苗业、好当家、獐子岛、东方海洋等水产养殖股全线走高,其中壹桥苗业收于**24.48%**并封住涨停。
- 今年10月份海参秋捕以来,威海地区的海参价格从**150元/公斤**大幅反弹,并持稳于**180-200元/公斤**上下,超出市场许多机构预期,甚至超出部分水产品上市公司高管预期,不过壹桥苗业的海参销售价格一直稳定在**170-180元/公斤**上下。事实上,这就是前期我们积极推荐水产品的逻辑之一。
- 站在当前时点展望后市,我们与市场的不同观点在于:**(1)投资者应降低对海参价格进一步上涨的预期。**再次重申我们的观点——今年秋冬海参价格将稳定在**180-200元/公斤**附近,意味着两重含义:一是向上突破**200元**大关的概率不大,需要宏观经济景气回升和消费需求超预期作背景,二是向下跌破**170-180元/公斤**的概率也不大,机构不必过于恐慌海参需求短期萎缩之风险;**(2)市场应对壹桥苗业、好当家、东方海洋等公司海参捕捞量确定性放大有所期待,重点公司盈利对销量弹性的依赖将远高于对涨价的依赖。**横向对比来看,2011年捕捞500亩、2012年3800亩、2013年7800亩的壹桥苗业毫无疑问将成销量弹性和盈利弹性最大的公司。
- 根据和大连地区众多产业人士侧面了解验证,我们在此前的报告中一直坚持预测公司海参单产应稳定在**300公斤/亩**,而市场此前预期一直在**250-260公斤/亩**,单产预期的大幅提升至少意味着——捕捞量上升、单位成本下降、毛利率上升,并最终带来销售额和利润额的大幅超越市场预期。从这个意义上讲,壹桥苗业是四家水产品养殖公司中机构盈利预期最混乱、但超额收益也最明显的公司。

- 基于海参价格上涨超预期、单产超预期带来的销售额与毛利率（预计环比提升 10 个百分点至 60%以上，而且没有考虑自主育苗比例上升的情景）激增，壹桥苗业已经成为短期盈利增长弹性最大的水产品公司，正是这种高成长预期铸就了公司持续领先于行业的溢价估值水平。
- 从时点上讲，我们预计 12 月份壹桥苗业定向增发可能会实质性启动，进而引发市场对公司盈利释放动力增强的预期，以及定增项目打开未来 3-5 年成长空间的预期，而这可能也成为股价短期走强的催化剂。
- 根据历史公告，目前壹桥苗业已累计改造海域近 2 万亩，还有 2.5 万亩将在增发资金到位后迅速进行围堰投礁改造，后续的投苗工程也将陆续展开，以此保障公司未来 3-5 年盈利的持续高成长。
- 我们的模型测算表明，公司未来 4 年业绩成长具有极高的确定性，保守预计 2012-14 年 EPS 分别为 0.56/0.87/1.47 元，同比增长 50.6%/53.5%/70.2%，若考虑增发摊薄，则 2012-14 年 EPS 分别为 0.56/0.71/1.22。
- 在前期报告和路演过程中，我们给出的壹桥苗业 2012 年目标价 25 元（除权前 50 元），短期已经达到，继续快速上张面临一定的估值压力，由于累计涨幅喜人，机构投资者可以从容选择是走还是留；展望 2013 年，我们继续看好壹桥苗业 4.5 万亩的海域资源储备优势及未来 3-5 年可捕捞海域进入批量收获期带来的盈利快速释放，我们继续推荐壹桥苗业，未来 6-12 个月内赋予公司目标价位区间为 30.45-34.80 元，重申公司“买入”评级。

图表 1: 壹桥苗业销售预测表

项目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
真扇贝苗								
价(元/万枚)	45.00	40.00	48.00	61.00	66.00	60.00	65.00	65.00
量(亿枚)	144.15	163.81	159.08	137.58	117.58	102.00	98.00	96.00
收入(百万元)	64.87	65.20	72.00	79.30	77.62	64.68	63.70	63.70
毛利率	52.18%	52.15%	57.22%	61.54%	65.15%	60.00%	61.54%	61.54%
本(百万元)	31.02	31.20	30.80	30.50	27.05	25.87	24.50	24.50
业务利润比重	48.54%	42.56%	36.81%	38.06%	22.15%	12.21%	7.66%	5.47%
薄扇贝苗								
价(元/万枚)	45.00	50.00	46.00	56.00	61.50	62.00	63.00	63.00
量(亿枚)	58.24	60.85	61.37	60.00	49.68	48.00	48.00	48.00
收入(百万元)	26.21	30.44	28.23	28.00	30.50	30.75	31.25	31.25
毛利率	36.91%	39.44%	31.96%	44.64%	46.34%	45.16%	44.44%	44.44%
本(百万元)	16.53	18.43	19.21	15.50	16.37	16.86	17.36	17.36
业务利润比重	19.61%	19.87%	14.43%	13.44%	8.71%	5.80%	3.76%	2.68%
孔扇贝苗								
价(元/万枚)	0.00	0.00	61.00	62.00	63.00	64.00	65.00	65.00
量(亿枚)	0.00	0.00	21.30	97.18%	1.61%	1.59%	1.56%	1.56%
收入(百万元)	0.00	0.00	12.99	26.04	26.46	26.88	27.30	27.30
毛利率	0.00%	0.00%	53.93%	54.84%	52.22%	51.56%	50.77%	50.77%
本(百万元)	0.00	0.00	5.99	11.76	12.64	13.02	13.44	13.44
业务利润比重	0.00%	0.00%	6.64%	12.50%	7.55%	5.07%	3.28%	2.34%
海参								
价(元/公斤)	132.92	135.14	161.64	207.93	185.00	205.00	220.00	220.00
量(万公斤)	6.25	22.56%	72.58%	126.93%	240.20%	81.51%	64.10%	0.00%
收入(百万元)	8.31	10.35	21.37	62.38	188.81	379.76	668.80	668.80
毛利率	67.49%	67.78%	86.46%	66.89%	62.16%	63.41%	64.55%	64.55%
本(百万元)	2.70	3.34	2.89	20.65	71.44	138.94	237.12	237.12
业务利润比重	6.22%	6.76%	10.92%	29.94%	53.89%	71.68%	80.41%	57.43%
其他								
收入(百万元)	0.41	0.51	0.88	0.93	1.00	1.00	1.00	1.00
毛利率	20.76%	40.81%	54.33%	57.33%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
本(百万元)	0.33	0.30	0.40	0.40	0.45	0.45	0.45	0.45
业务利润比重	0.31%	0.33%	0.45%	0.45%	0.29%	0.19%	0.12%	0.09%
小计(百万元)	133.62	153.20	195.61	208.26	350.37	520.30	831.75	1154.45
小计(百万元)	73.17	84.82	99.81	74.73	133.59	201.10	301.66	407.56
小计(百万元)	60.45	68.37	95.80	133.63	216.78	328.70	530.09	756.89
均毛利率	45.24%	44.63%	48.98%	64.13%	61.87%	62.04%	63.73%	65.00%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 壹桥苗业三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	153	196	208	350	530	832	货币资金	38	213	22	209	345	533
增长率	14.65%	27.7%	6.5%	68.2%	51.2%	57.0%	应收账款	1	5	3	5	6	8
营业成本	-85	-102	-75	-134	-201	-302	存货	12	82	392	492	527	608
%销售收入	55.4%	52.4%	35.9%	38.1%	38.0%	36.3%	其他流动资产	7	22	18	134	80	90
毛利	68	93	134	217	329	530	流动资产	58	322	435	840	959	1,240
%销售收入	44.6%	47.6%	64.1%	61.9%	62.0%	63.7%	%总资产	20.2%	37.7%	32.5%	39.1%	36.5%	34.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	2	2	2	2	2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	190	444	797	1,200	1,560	2,271
营业费用	0	-1	-1	-2	-3	-4	%总资产	67.0%	52.0%	59.5%	55.8%	59.4%	62.7%
%销售收入	0.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	无形资产	36	86	106	107	107	108
管理费用	-18	-39	-29	-42	-48	-54	非流动资产	227	532	905	1,309	1,669	2,381
%销售收入	11.9%	20.1%	13.9%	12.0%	9.0%	6.5%	%总资产	79.8%	62.3%	67.5%	60.9%	63.5%	65.8%
息税前利润 (EBIT)	50	53	103	172	278	472	资产总计	284	853	1,340	2,149	2,628	3,621
%销售收入	32.4%	26.9%	49.6%	49.2%	52.5%	56.7%	短期借款	43	0	0	819	1,068	1,614
财务费用	-3	-3	-9	-14	-16	-22	应付款项	2	71	125	152	143	172
%销售收入	2.0%	1.4%	4.1%	4.1%	3.0%	2.6%	其他流动负债	3	6	15	34	41	63
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	48	76	140	1,004	1,252	1,850
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	50	50	395	195	195	195
投资收益	0	0	0	11	0	0	其他长期负债	4	14	12	12	12	12
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	6.5%	0.0%	0.0%	负债	102	140	547	1,211	1,458	2,056
营业利润	47	50	95	169	262	450	普通股股东权益	182	713	794	938	1,170	1,565
营业利润率	30.6%	25.4%	45.5%	48.3%	49.5%	54.1%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	21	21	5	5	5	负债股东权益合计	284	853	1,340	2,149	2,628	3,621
税前利润	49	70	116	174	267	455	比率分析						
利润率	32.3%	35.9%	55.5%	49.7%	50.5%	54.7%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-6	-9	-15	-23	-35	-60	每股指标						
所得税率	12.7%	12.7%	13.2%	13.3%	13.3%	13.3%	每股收益 (元)	0.863	0.915	0.749	1.127	1.731	2.946
净利润	43	61	100	151	232	395	每股净资产 (元)	3.636	10.646	5.922	6.999	8.730	11.676
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	1.283	1.467	-0.797	0.363	2.753	3.894
归属于母公司的净利润	43	61	100	151	232	395	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
净利率	28.2%	31.4%	48.1%	43.1%	43.8%	47.5%	回报率						
							净资产收益率	23.73%	8.60%	12.64%	16.11%	19.82%	25.23%
现金流量表 (人民币百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	15.17%	7.19%	7.48%	7.03%	8.82%	10.90%
净利润	43	61	100	151	232	395	投入资本收益率	18.34%	8.36%	7.70%	8.59%	11.58%	14.42%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	14	19	37	72	99	143	营业总收入增长率	14.65%	27.69%	6.51%	68.16%	51.21%	56.99%
非经营收益	3	3	19	0	16	24	EBIT增长率	3.89%	5.72%	96.60%	66.77%	61.54%	69.51%
营运资金变动	4	14	-263	-174	22	-41	净利润增长率	11.12%	42.20%	63.55%	50.59%	53.50%	70.23%
经营活动现金净流	64	98	-107	49	369	522	总资产增长率	32.63%	200.14%	57.07%	60.31%	22.32%	37.77%
资本开支	76	342	424	470	455	850	资产管理能力						
投资	0	-2	0	0	0	0	应收账款周转天数	7.0	1.0	2.5	5.0	3.9	3.1
其他	0	0	33	11	0	0	存货周转天数	50.0	166.9	1,157.6	1,300.0	900.0	700.0
投资活动现金净流	-76	-344	-390	-459	-455	-850	应付账款周转天数	21.4	125.4	423.5	400.0	250.0	200.0
股权募资	0	471	0	0	0	0	固定资产周转天数	355.1	410.1	786.6	689.1	611.8	556.8
债权募资	48	-43	345	619	250	546	偿债能力						
其他	-4	-8	-39	-21	-27	-29	净负债/股东权益	30.14%	-22.83%	47.03%	85.79%	78.50%	81.56%
筹资活动现金净流	44	420	306	597	222	517	EBIT利息保障倍数	16.6	19.7	12.0	11.9	17.3	21.6
现金净流量	33	175	-191	187	136	188	资产负债率	36.05%	16.40%	40.79%	56.35%	55.49%	56.79%

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。