

## 壹桥苗业 (002447.SZ)

## 肉禽鱼产品行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

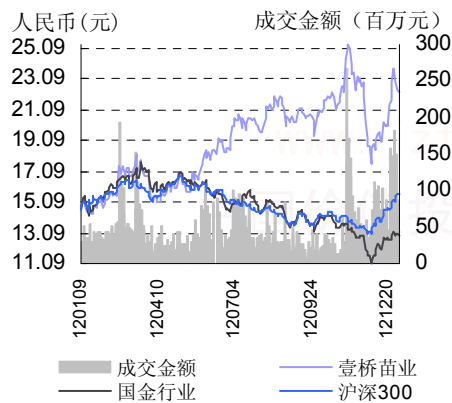
市价(人民币): 22.28元  
目标(人民币): 23.77-27.15元

## 捕捞面积增加, 高增长仍将持续;

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	106.34
总市值(百万元)	59.71
年内股价最高最低(元)	25.36/14.31
沪深300指数	2524.41
中小板指数	4797.57



## 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.899	0.749	0.495	0.679	0.907
每股净资产(元)	10.61	5.92	6.86	8.17	9.93
每股经营性现金流(元)	1.47	-0.80	-0.32	-0.56	-0.38
市盈率(倍)	87.84	40.39	45.04	32.82	24.56
行业优化市盈率(倍)	74.19	27.87	24.82	24.82	24.82
净利润增长率(%)	39.57%	66.64%	32.15%	37.22%	33.67%
净资产收益率(%)	8.47%	12.64%	14.42%	16.62%	18.27%
总股本(百万股)	67.00	134.00	268.00	268.00	268.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 捕捞面积处于快速增长时期: 公司 2012-14 年捕捞面积预计能达到 3786 亩、7500 亩、12786 亩, 同比分别增长 657.20%、98.01%、70.48%。至 2016 年开始预计能实现滚动收获面积约 22500 亩, 较 2012 年增长 6 倍左右。水产四驾马车当中, 除好当家仍然有相当的海域可利用空间(在养约 2.6 万亩, 适养约 14.59 万亩), 东方海洋已接近满产, 獐子岛用于海参的海域面积也较为稳定在 1.2 万亩(韩国珍岛贡献预计要 14 年以后), 壹桥的成长性显得非常突出。
- 我们认为公司亩产水平仍能处于较高水平。公司亩产水平显著高于其它三家海参相关上市公司, 上半年达到 266kg/亩, 我们认为其中主要包括以下几个原因: 一是公司采取“轮播”模式进行投苗, 这区别于东方海洋、好当家的“复播”模式, 第二是公司采取的是围堰养殖, 区别于东方海洋、獐子岛的底播模式, 三是公司采取的自产苗比例较高, 与养殖环境兼容性较好。四是公司围堰条件与围堰质量较好, 利于存活率的提升。
- 参苗自给提升盈利能力空间。预计 2012-2014 收获年对应投苗年的参苗自给率约为 50%、90%、59%, 不考虑新增租赁、收购水体, 随着增发项目顺利推进, 参苗自给率有望在 2016 收获年稳定在 80%以上, 进而提升毛利率约 3%左右。
- 围堰面积折旧预计影响 2012-2014 年盈利分别为 1523.8、2744.2、3155.8 万元左右。2010-2012 年分别为 4000 亩、5000 亩、10000 亩, 随着水深由 4 米逐渐到 10 米左右的水平, 围堰造价将由 2 万元/亩升至 4 万元/亩, 折旧会一定程度影响公司的盈利情况。预计 2012 年-2014 年新增折旧 1523.8、2744.2、3155.8 万元(按每年围 1 万亩计算, 实际围堰进度预计在 13、14 年将完成 2.5 万亩围堰改造)。

## 投资建议

- 我们预计公司 2012-14 年 EPS 分别为 0.495、0.679、0.907 元, 综合考虑公司的成长性, 我们给予公司 13 年 35-40 倍的估值, 对应 6-12 个月的目标价 23.77-27.15 元, 给予“增持”评级。

## 风险

- 亩产低于预期, 经济持续下行影响下游需求

钟凯锋 联系人  
(8621)60870959  
zhongkf@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 内容目录

投资逻辑：海参捕捞面积快速增长是未来 3-5 年高速成长的核心逻辑 .....	4
公司概况：成功向下游延伸，转型海参养殖 .....	4
由贝苗龙头到海参新贵 .....	5
捕捞面积处在高速成长期，2016 年捕捞面积有望达到 2012 年的 6 倍 .....	7
公司的高成长性核心来自于海域面积利用率逐步上升 .....	7
海参价格：2013H1 供给面将有改善，向下风险主要来自于经济持续下行 .....	14
2013 年南参冲击预计将减弱，供给面改善 .....	14
大连海参养殖面积收缩，支撑大连海参价格 .....	15
如果经济不进一步下行，2013H1 海参价格会有正的同比表现 .....	16
盈利能力扰动因素：苗种自给率将逐步提升，围堰折旧造成短期冲击 .....	16
参苗自给率 13 年起逐步提升 .....	16
围堰折旧对利润构成一定影响 .....	17
其它海珍品苗业务：未来 2-3 年将以稳定为主 .....	18
增发有望成为公司业绩催化剂 .....	18
盈利预测与投资建议： .....	19
盈利预测 .....	19
估值与投资建议 .....	21
风险提示 .....	21
附录：三张报表预测摘要 .....	22

## 图表目录

图表 1：10-11 年，海参收入占比由 10.92% 上升至 29.94% .....	5
图表 2：10-11 年，海参利润占比由 19.30% 上升到 31.23% .....	5
图表 3：上市前公司的主业轴心为贝苗 .....	6
图表 4：海参战略倾斜后，公司海参收入快速增长 .....	6
图表 5：公司的养殖海域（产能）分布 .....	6
图表 6：公司业务开展还主要集中在辽宁省 .....	6
图表 7：刘德群为实质控制人 .....	7
图表 8：公司海域面积分布 .....	7
图表 9：四家水产上市公司海参适养面积比较 .....	7

图表 10: 打连岛海域改造进度 .....	8
图表 11: 打连岛海域改造完成面积 .....	8
图表 12: 壹桥苗业 2010 - 14 年投苗面积 .....	9
图表 13: 壹桥苗业 2012 - 2016 年收获面积 .....	9
图表 14: 10 - 16 年公司投苗、收获面积示意图 .....	10
图表 15: 四家水产上市公司的海参亩产水平比较 .....	10
图表 16: 折算成轮播轮捕方式后的理论亩产比较 .....	10
图表 17: 壹桥采取轮播轮捕的方式进行养殖, 2 年一捞, 相比其它公司 1 年一捞, 牺牲时间提高亩产 .....	11
图表 18: 不同养殖模式下亩产水平不同 .....	12
图表 19: 折算成轮播轮捕方式后, 公司的亩产水平与好当家较为相似 .....	13
图表 20: 具体产量模型测算 .....	14
图表 21: 福建产量占上半年产量比重很高 .....	15
图表 22: 四家公司海参收入上半年占全年比例均比较低 .....	15
图表 23: 大苗成本高, 南参抵御价格风险要低于北参 .....	15
图表 24: 大连海参养殖面积近年来有收缩的迹象 .....	16
图表 25: 公司育苗水体情况 .....	17
图表 26: 公司当年可用水体情况 .....	17
图表 27: 参苗自给率每提升 10%, 毛利率约提升 0.84% .....	17
图表 28: 围堰折旧计算 .....	18
图表 29: 围堰折旧计算 .....	18
图表 30: 海参业务分拆预测 .....	19
图表 31: 海参业务分拆预测 .....	19
图表 32: 海珍品苗预测 .....	20
图表 33: 海参业务毛利率测算 .....	21
图表 34: 可比上市公司估值 .....	21

## 投资逻辑：海参捕捞面积快速增长是未来 3-5 年高速成长的核心逻辑

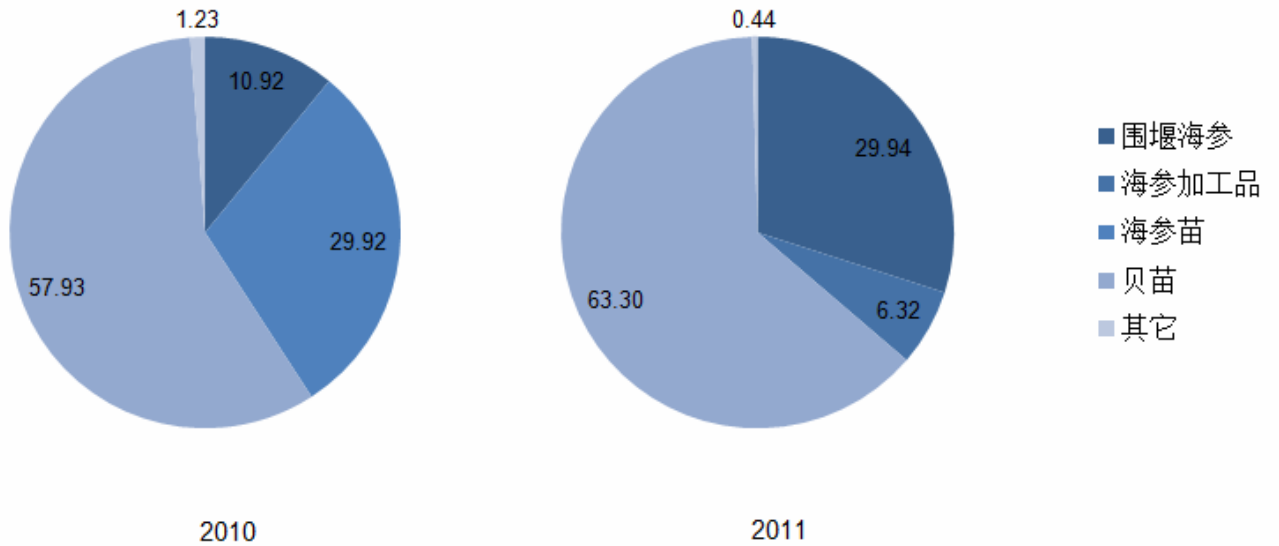
- **捕捞面积：**公司 2012-14 年捕捞面积预计能达到 3786 亩、7500 亩、12786 亩，同比分别增长 657.20%、98.01%、70.48%。至 2016 年开始预计能够实现滚动收获面积约 22500 万亩，较 2012 年增长 6 倍左右。水产四驾马车当中，除好当家仍然有相当的海域可利用空间（在养约 2.6 万亩，适养约 14.59 万亩），东方海洋已接近满产，獐子岛用于海参的海域面积也较为稳定在 1.2 万亩（韩国珍岛贡献预计要 14 年以后），壹桥的成长性显得非常突出。
- **海参亩产：**公司亩产水平较高，出于谨慎性的考虑，我们假设公司在 2012-2014 年的亩产水平能达到 260、240、200 公斤/亩，但我们认为超过我们的假设水平的可能性较大。公司亩产水平显著高于其它三家海参相关上市公司，上半年达到 266kg/亩，我们认为其中主要包括以下几个原因：一是公司采取“轮播”模式进行投苗，这区别于东方海洋、好当家的“复播”模式，第二是公司采取的是围堰养殖，区别于东方海洋、獐子岛的底播模式，三是公司采取的自产苗比例较高，与养殖环境兼容性较好，类似于獐子岛虾夷扇贝苗种在投苗前要在将投海域内将二级苗繁育成三级苗，提高对环境适应性，壹桥“自产海参苗种就近投播”对存活率的贡献是公司敢于高密度投苗的一个主要原因。四是公司围堰条件与围堰质量较好，围堰区域的水深在 4-10 米，深度适合大型礁石改造，而且公司的围堰礁石底部通透性较好，较阀门换水的形式更有利于海水之间的自然及时交换，且围堰面积较大，冬天不易结冰。由于目前公司的投苗密度已降到 15000 头/亩，较之前小苗达到 20000-30000 头/亩水平有一定的下降，15000 这个数字主要是公司基于实验得出的最经济投苗密度，但不排除可能会对亩产产生一定的影响，出于谨慎性的考虑，我们假设公司在 2012-2014 年的亩产水平能达到 260、240、200 公斤/亩。
- **盈利能力变化因素 1：参苗自给提升盈利能力空间，2012-2014 收获年对应投苗年的参苗自给率约为 50%、90%、59%，不考虑新增租赁、收购水体，随着增发项目顺利推进，参苗自给率有望在 2016 收获年稳定在 80%以上。**2012 年收获部分对应的参苗自给率预计约在 50%左右，主要是因为 2011 外购大苗所致（2011 年大苗投苗约 2286 亩）；2013 年开始收购的部分将以小苗投苗海域为主，参苗自给率预计在 90%左右；2014 收获年对应的参苗自给率预计在 59%左右，主要是因为今年投苗基本都是小苗，而公司目前拥有 12.3 万立方米育苗水体，每立方米水体出 4-7 斤苗不等，其中今年产生贡献的为 8.3 万立方米（9 月 28 日收购+租赁的郭莲 4 万立方米水体将在 2013 年产生贡献），计算下来预计能满足 7000-8000 亩的投苗需求，对应参苗自给率大约在 59%左右；到 2016 年，公司增发项目将新增 8 万立方米水体，如若在 2014 年顺利投产，将有总计 20.3 万立方米水体（不考虑新增租赁、收购水体），将满足公司届时 80%左右的苗种需求，进而提升毛利率约 3%左右。
- **盈利能力变化因素 2：围堰面积折旧预计影响 2012-2014 年盈利分别为 1523.8、2744.2、3155.8 万元左右。**2010-2012 年分别为 4000 亩、5000 亩、10000 亩，随着水深由 4 米逐渐到 10 米左右的水平，围堰造价将由 2 万元/亩升至 4 万元/亩，折旧会一定程度影响公司的盈利情况。预计 2012 年-2014 年新增折旧 1523.8、2744.2、3155.8 万元（按每年围 1 万亩计算，实际围堰进度预计在 13、14 年将完成 2.5 万亩围堰改造）。
- **其它海珍品育苗业务将以稳为主：**随着公司海参养殖规模的扩张，对海参苗的需求逐渐增加，而贝苗水体由于对越冬海参苗会产生一定的冲突，因此，为了保障海参苗的供应，公司进一步扩大其它海珍品育苗水体的可能性不大，我们预计这一部仍然会以稳定为主。

## 公司概况：成功向下游延伸，转型海参养殖

由贝苗龙头到海参新贵

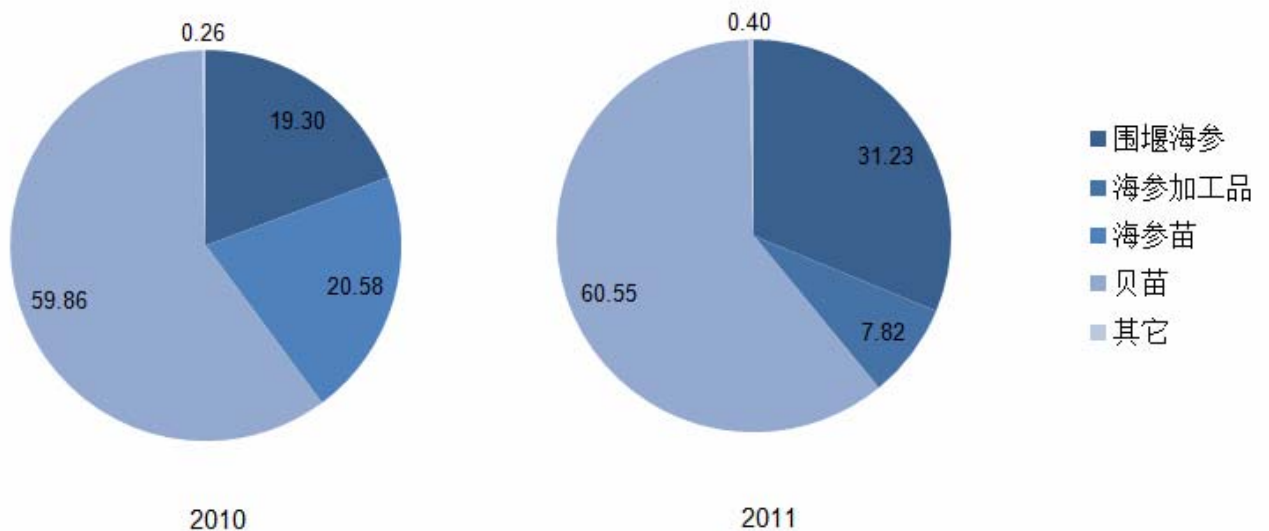
- 壹桥苗业成立于 2001 年 8 月，原本为国内海珍品育苗细分市场的行业龙头，公司地处大连，2010 年 7 月，借超募获得 4 万亩海域 10 年使用权之机，公司加快进度涉足下游海参养殖业务，加上 2011 年三季度投产的深加工生产线，公司完成了由“海珍品苗供应商”向“育苗-养殖-加工-销售”一体化的海参供应商转变。

图表1: 10-11 年, 海参收入占比由 10.92% 上升至 29.94%



来源: 国金证券研究所, wind

图表2: 10-11 年, 海参利润占比由 19.30% 上升到 31.23%



来源: 国金证券研究所, wind

- 公司在上市前是国内最大的扇贝苗、海珍品苗种繁育企业。上市拥有 6 万立方米贝苗养殖水体，其中扇贝养殖水体约 5 万立方米，以 2010 的数据来看，公司的虾夷贝苗、海湾贝苗的占有率分别达到 18.1%、8.7%，均排在第一位，公司是名符其实的贝苗繁育龙头，公司的贝苗业务贡献收入占比也是达到了 60% 左右。

- **海参倾斜战略效果逐步显现。**公司围堰海参已经由 2008 年的 831 万元快速提升至 2011 年的 6238 万元，但海参养殖规模扩张步伐还远未结束。公司持续将海参苗由外销转为自用，新增的水体也多数用于海参苗的繁育，对于其它海珍品苗的繁育水体的扩张则有所控制，最为关键的是公司积极通过超募资金获得大连岛 4 万亩海域 10 年使用权，目前仍处在积极开发的过程当中，投苗工作稳步推进当中，随着海域利用率的提升，海参放量仍将持续。

图表3: 上市前公司的主业轴心为贝苗

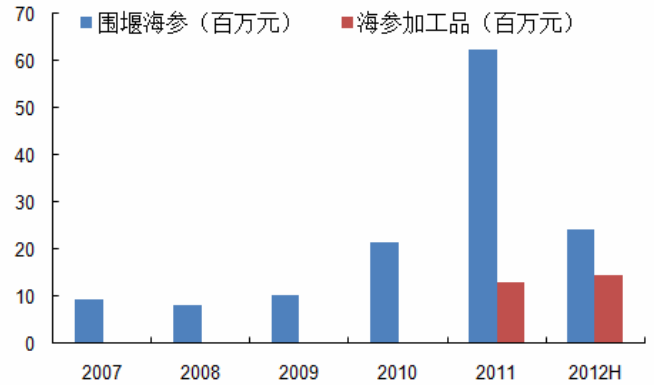
2010年虾夷扇贝苗市占率(%)			
序号	公司名称	产量	市场占有率
1	大连壹桥	163亿枚	18.11%
2	大连耶什水产有限公司	32亿枚	3.56%
3	大连沙山水产繁殖有限公司	26亿枚	2.89%
4	大连兴实水产有限公司	22亿枚	2.44%
5	獐子岛	20亿枚	2.22%

2010年海湾扇贝苗市占率(%)			
序号	公司名称	产量	市场占有率
1	大连壹桥	61亿枚	8.71%
2	大连耶什水产有限公司	15亿枚	2.14%
3	大连沙山水产繁殖有限公司	14亿枚	2.00%
4	大连金尊水产公司	10亿枚	1.43%
5	大连碧海水产有限公司	9亿枚	1.29%

来源: 国金证券研究所, 公司公告

图表4: 海参战略倾斜后, 公司海参收入快速增长



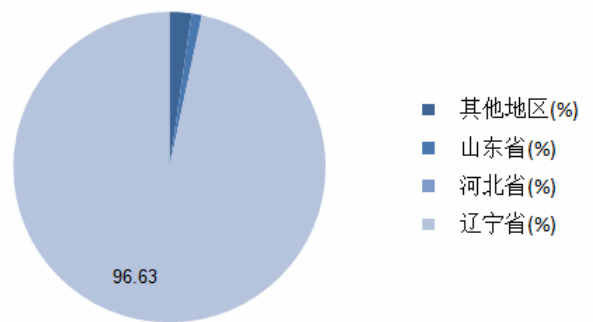
- **业务分布:**公司业务分布还比较集中在本地, 收入当中的 96.63%、以及利润当中的 98%都来自于辽宁本省。2011 年公司建立起了日加工能力 5 万斤的产能, 随着加工能力的明显增长, 公司的干参业务于 2011 年逐步开始贡献收入, 随着产量的快速增加, 公司的业务将依托干参产能将逐渐走出辽宁, 目前公司拥有的 20 家左右的专卖店 (包括直营+加盟)。

图表5: 公司的养殖海域 (产能) 分布



来源: 国金证券研究所, 百度地图, 公司公告

图表6: 公司业务开展还主要集中在辽宁省



- **股权结构:**董事长刘德群为实质控制人, 刘德群、其女刘晓庆以及女婿赵长松共持有公司股份达 62.06% (三人已签署《一致行动协议》), 为公司的实际控制人, 除此之外, 公司其它管理层持股的情况比较少。

图表7: 刘德群为实质控制人

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
刘德群	65,000,000	48.51	受限流通股
刘晓庆(刘德群之女)	14,760,000	11.01	受限流通股
赵长松(刘德群之女婿)	3,400,000	2.54	流通A股,受限流通股
丁龙	1,950,000	1.46	流通A股
邓伟	1,720,000	1.28	流通A股
李永华	1,580,000	1.18	流通A股
祁俊逢	1,410,000	1.05	流通A股
宋淑艳	1,074,920	0.80	流通A股
全国社保基金一一六组合	1,000,682	0.75	流通A股
张金华	970,000	0.72	流通A股
合计	92,865,602	69.30	

来源: 国金证券研究所, wind

捕捞面积处在高速成长期, 2016 年捕捞面积有望达到 2012 年的 6 倍

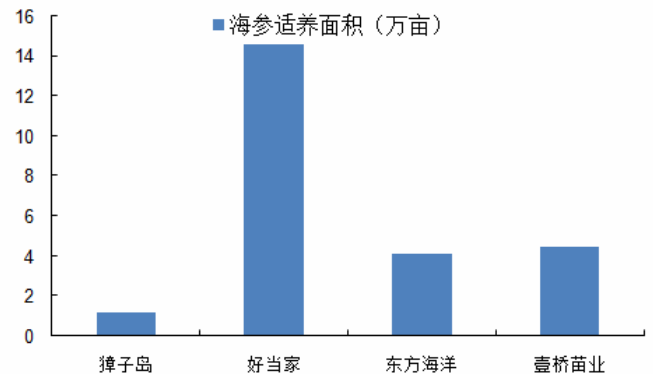
公司的高成长性核心来自于海域面积利用率逐步上升

- 公司的高成长逻辑非常清晰: 4.5 万亩海域面积逐步开发- - 可投苗海域面积快速增长- - 投苗量快速增长- - 可捕捞面积快速增长- - 产量快速增长。具体细化拆分如下:
  - 捕捞面积: 公司 2012-14 年捕捞面积预计能达到 3786 亩、7500 亩、12786 亩, 同比分别增长 657.20%、98.01%、70.48%。至 2016 年开始预计能实现滚动收获面积约 22500 万亩, 较 2012 年增长 6 倍左右。水产四驾马车当中, 除好当家仍然有相当的海域可利用空间(在养约 2.6 万亩, 适养约 14.59 万亩), 东方海洋已接近满产, 獐子岛用于海参的海域面积也较为稳定在 1.2 万亩(韩国珍岛贡献预计要 14 年以后), 壹桥的成长性显得非常突出。
  - 海域面积: 公司拥有 4.5 万亩海域面积, 海域资源丰富。
    - 公司于 2010 年 9 月通过超募资金获得打连岛海域 4 万亩的海域 10 年使用权, 此外还拥有沙山村打连岛老海域的 4460 亩, 以及 2011 年 6 月向自然人杨守军收购的 1286 亩(鲍鱼岛村 1973 亩由于拆迁, 已于 2011 年全部清底), 目前公司总计拥有约 4.5 万亩的海域面积。

图表8: 公司海域面积分布

	2010	2011	2012E
海域面积			
鲍鱼岛村	1973	0	0
沙山村打连岛海域	4460	4460	4460
谢屯镇泉眼村		1286	1286
沙山村海域	39933	39933	39933

图表9: 四家水产上市公司海参适养面积比较



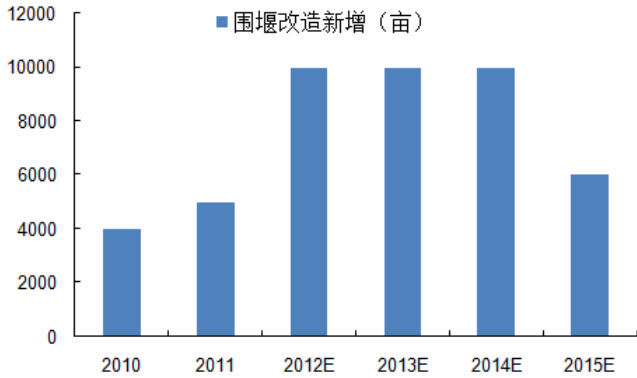
来源: 国金证券研究所, 公司公告

- 投苗面积快速增长: 公司 2013-2014 年预计仍将至少以 1 万亩/年的改造速度向前推进围堰改造, 而从 2010-2014 年的投苗面积预计分别为 2000

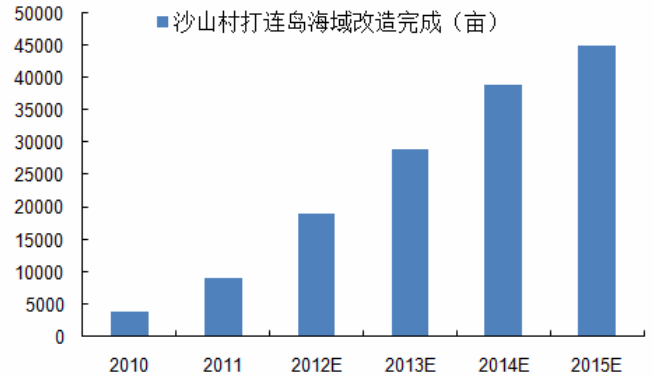
亩、9786 亩、12786 亩、17500 亩、22786 亩。投苗面积的快速增长是公司业绩增长的基石与先导。

- **4.5 万亩围堰进展，预计将于 14、15 年完成改造：**2010 年围堰完成 4000 亩，2011 年围堰完成 5000 亩，2012 年围堰 1 万亩基本完成。预计公司将于 2014、15 完成全部围堰面积改造，将剩余 2.5 万亩围堰完成。

图表10: 打连岛海域改造进度



图表11: 打连岛海域改造完成面积



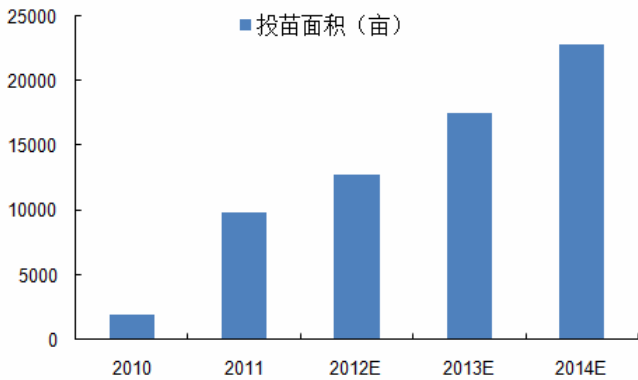
来源：国金证券研究所，公司公告

- **2010 年投苗面积：**2010 年完成围堰 4000 亩，使用其中的一半即 2000 亩用于当年投苗；即可投苗面积 2000 亩，其中有 500 亩用于投大苗，1500 亩用于投小苗。
- **2011 年投苗面积：**2011 年完成围堰 5000 亩，2010 年围堰延至 2011 年投苗部分 2000 亩，2010 年投大苗部分于 2011 年捕捞后可继续投苗，这部分约 500 亩，另外于 2012 年围堰改造的 1 万亩当中，预计有 1000 亩在 2011 年边围堰，边投苗，此外，2011 年 6 月收购杨守军 1286 亩于 2011 年投苗，因此，**总共拥有 9786 亩可投苗，其中 2286 亩用于投大苗，7500 亩用于投小苗。**
- **2012 年投苗面积：**2012 年基本可以完成围堰 10000 亩（其中 1000 亩左右 2011 年边改造已经投完，可投苗面积 9000 亩），此外，2011 年投大苗部分 2012 年收获腾出可用面积 2286 亩，2010 年小苗部分收获 1500 亩总共有 **12786 亩可投苗面积，全部用于投小苗。**
- **2013 年预计投苗面积：**2013 预计将完成围堰 10000 亩，加上收获面积 7500 亩，总共有 **17500 亩可投苗面积，预计仍将以小苗为主。**
- **2014 年预计投苗面积：**2014 预计将完成围堰 10000 亩，加上收获面积 12786 亩，总共有 **22786 亩可投苗面积，预计仍将以小苗为主。**

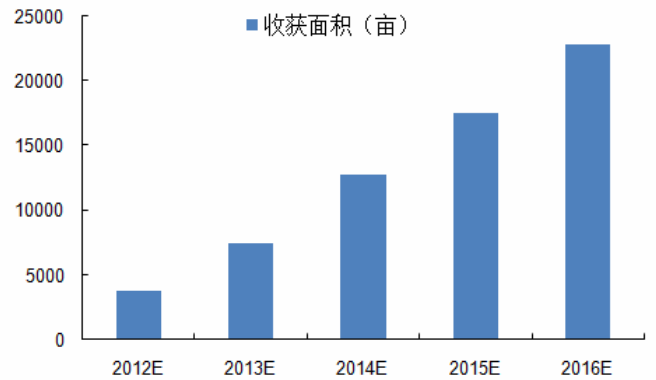
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



图表12: 壹桥苗业 2010 - 14 年投苗面积



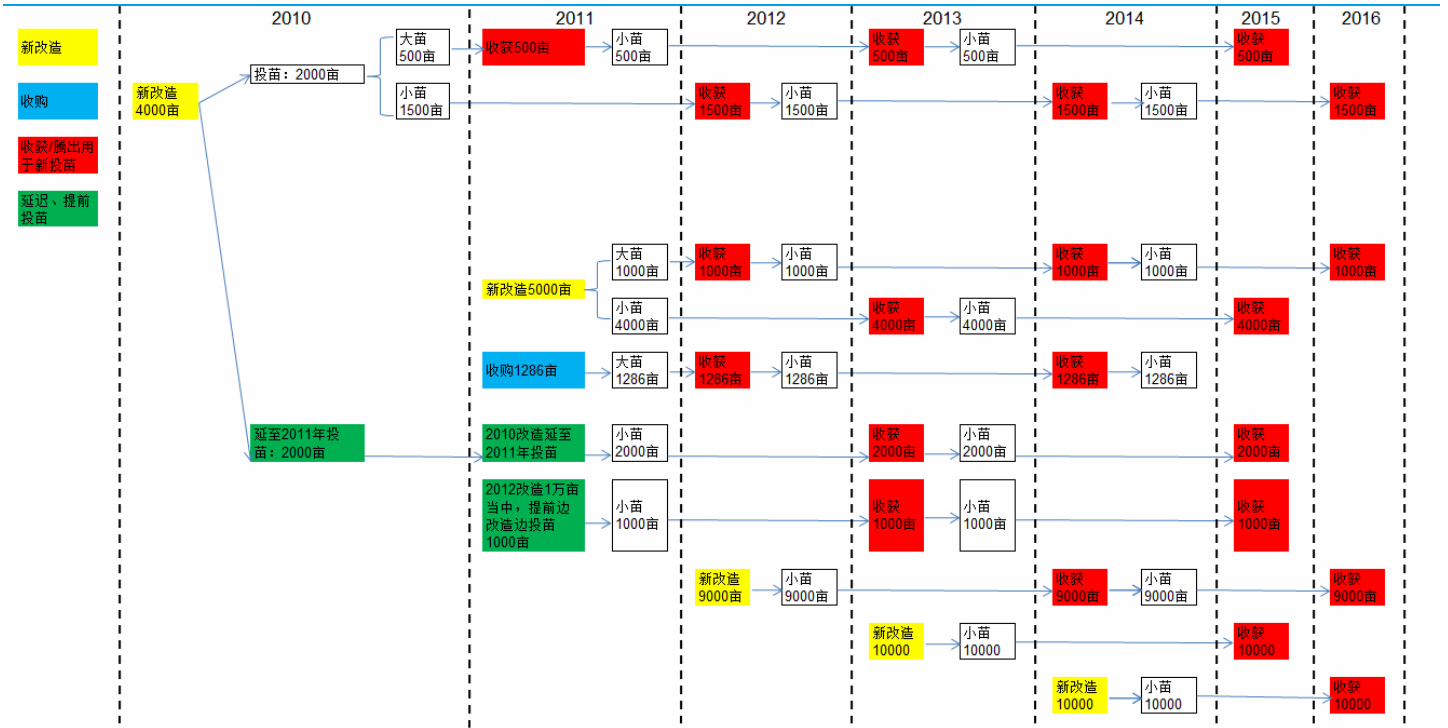
图表13: 壹桥苗业 2012 - 2016 年收获面积



来源: 国金证券研究所, 公司公告

- **捕捞面积:** 根据我们的模型测算, 我们预计公司 2012 - 2016 年的捕捞面积将分别达到 3786、7500、12786、17500、22786 亩, 从 2013 年 - 2016 年同比分别增长 98.1%、70.5%、36.9%、30.21%。
  - **捕捞面积主要由投苗面积, 投苗苗种的大、小苗比例结构、公司的捕捞意愿等决定。** 一般来说, 公司的大苗 (200 头左右) 一年即可捕捞, 小苗 (300 头以上) 则要两年, 按这个生长规律来看, 公司的捕捞面积主要取决于前一年的大苗投苗面积、前两年小苗投苗面积, 当然, 如果有些海域海参长势较好, 在公司有捕捞意愿的情况下, 可能会有一些调节, 包括提前捕捞和推后捕捞。
  - **2012 年捕捞面积:** 参照投苗面积, 我们预计, 2012 年的捕捞面积约为 3786 亩, 包括 1500 亩 2010 年投的小苗, 1286 亩 2011 年收购杨守军海域投的大苗, 1000 亩 2011 年投的打连岛部分海域的大苗。
  - **2013 年捕捞面积:** 我们预计, 2013 年的捕捞面积为 7500 亩, 为 2011 年投的 7500 亩小苗, 因为 2012 年基本没有大苗, 因此, 大苗对 2013 年几乎没有贡献。
  - **2014 - 2016 年捕捞面积:** 同样基于投苗面积, 在公司倾向小苗投苗的情况下 (即我们假设小苗占比为 100%假设下), 收获面积分别为 2012 - 2014 年的小苗投苗面积, 对应捕捞面积为 12786 亩、17500 亩、22786 亩。

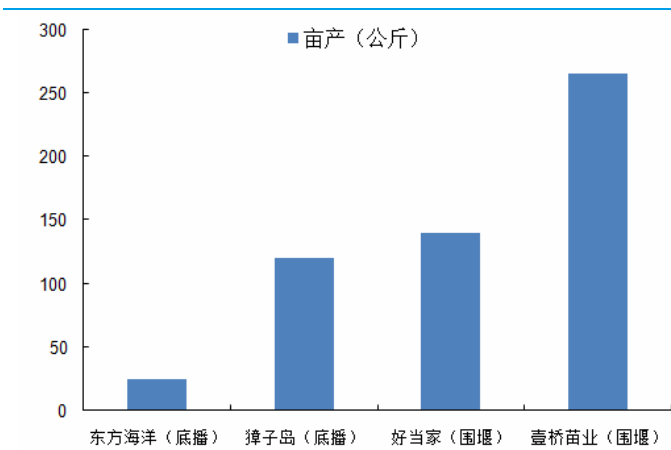
图表14: 10-16年公司投苗、收获面积示意图



来源: 国金证券研究所, 公司公告, 公开资料;

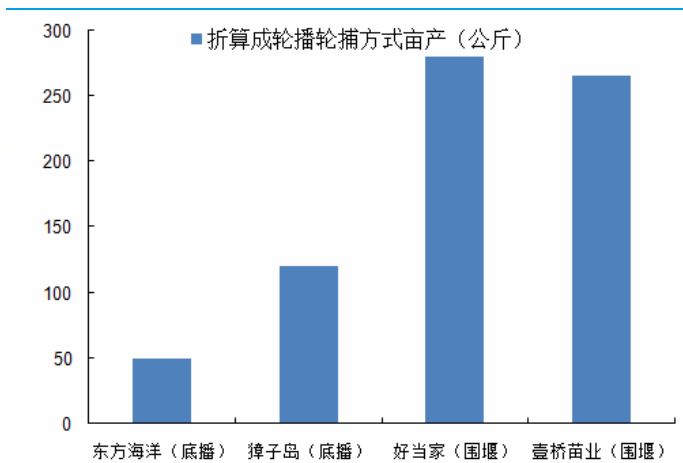
- **亩产水平:** 我们倾向于认为公司的高亩产可以持续。对于公司的亩产水平, 一直是市场的担心所在, 我们倾向于认为公司的亩产水平能够持续, 主要原因包括以下几个方面:

图表15: 四家水产上市公司的海参亩产水平比较



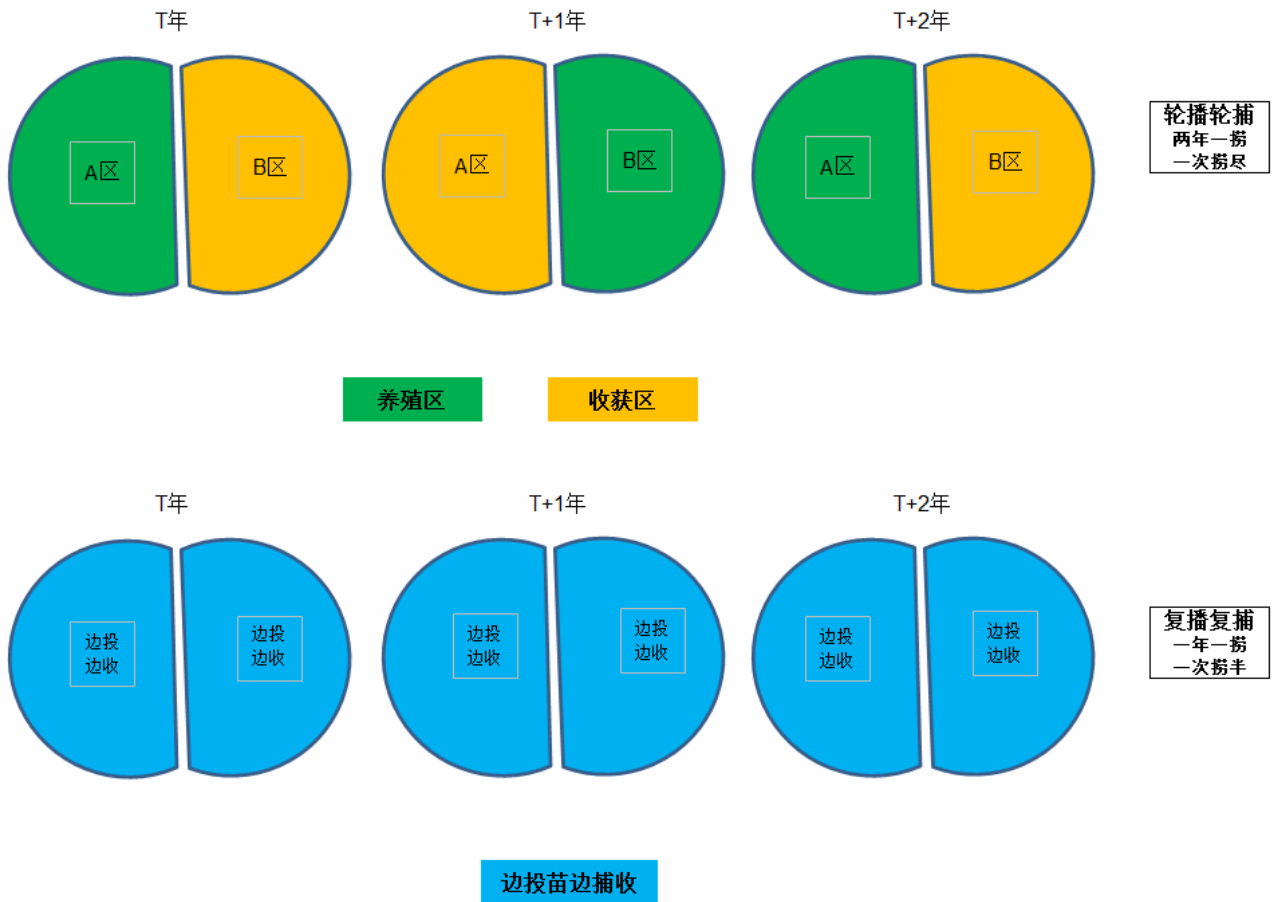
来源: 国金证券研究所, 公司公告, 公开资料

图表16: 折算成轮播轮捕方式后的理论亩产比较



- 公司采用的“轮播”而不是“复播”, 牺牲捕捞面积换亩产水平, 以时间换空间导致公司亩产水平比较高。公司采取类似于獐子岛虾夷扇贝投苗方式, 即“分片轮播, 分片轮捕”, 核心在于将海域一分为二, 即 A 片收获, B 片养殖, 次年 A 片养殖、B 片收获, 周而复始, 这样做的效果是每片海域两年一捞, 一次捞尽, 拉长了捕捞周期, 减少了捕捞面积, 但亩产提升; 另一种方式为“重复投苗, 重复捕捞”, 核心在于, 公司不分海域, 针对海域每年投苗, 同时每年捕捞其中生长规格达标的海参, 这样做的效果是每片海域一年一捞, 一次捞半, 缩短了捕捞周期, 增加了捕捞面积, 但亩产下降。

图表17: 壹桥采取轮播轮捕的方式进行养殖, 2年一捞, 相比其它公司1年一捞, 牺牲时间提高亩产

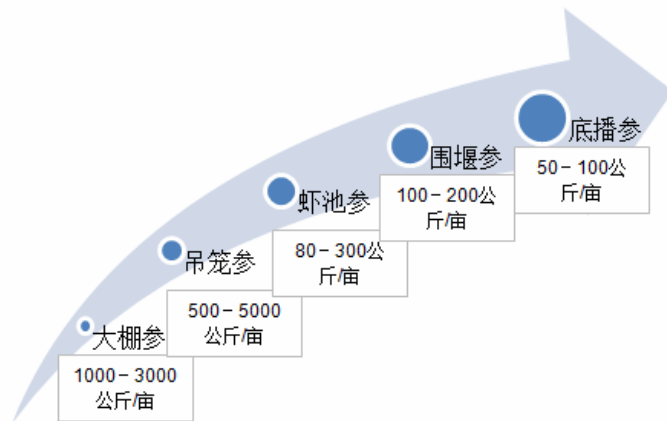


来源: 国金证券研究所, 公开资料;

- 公司采取的是围堰养殖的方式, 亩产水平不同于其它几种养殖方式。目前海参养殖方式包括底播增殖、围堰养殖、虾池养殖、浮筏吊笼养殖、深水大棚养殖。不同养殖方式下对应的亩产水平, 壹桥苗业与好当家类似, 采取的是围堰养殖方式, 而獐子岛与东方海洋较为类似, 采取的是底播增殖的方式, 因此, 从四家上市公司对比来看, 公司的亩产水平较其它两家高是正常的表现。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表18: 不同养殖模式下亩产水平不同



来源: 国金证券研究所

- 公司多年海参育苗背景为保持较高亩产提供了可能。首先，多年来，公司一直从事海参苗繁育，有着较强的育苗技术支撑；其次，海产品养殖讲究环境的协调性，例如獐子岛的虾夷扇贝收购苗种基本都在附近海域投苗，或者收购的扇贝苗在其育成三级苗的过程中都会放在即将投苗的海域养殖，以提高适应性，壹桥苗业的海参苗室与投苗海域一致性较高，协调性好，我们认为，这是其保证成活率的一个重要原因。
- 质量较高的围堰为高亩产提供保障。公司围堰底部主要是大小礁石，与海水交换这个过程并不是通过阀门，而是通过底部石头缝隙间隔实现自然换水，海水自然交换性较好，此外公司围堰基本以 5000 亩一个单位，围堰面积较大，基本不结冰，较高的围堰质量为高亩产提供了可能。
- 随着围堰深度增加，投苗密度、存活率有进一步上升的可能。公司围堰逐渐由 4 米向 10 米左右的深度推进，在围堰面积不变的情况下，体积逐渐翻番，我们认为这将为公司进一步提高投苗密度提供可能，如投苗密度不变的则由于降低苗种之间争夺性也将有利于提高亩产水平。
- 对于公司亩产水平的讨论有很多，但由于选取的调研样本养殖方式差异、养殖技术差异、养殖环境差异较大，得出的结论差异较大，而我们倾向于认为公司的亩产水平还是可以维持和达到的，并且认为未来仍然存在进一步提升的可能，而我们的敏感性分析显示，即使在悲观假设，即亩产大幅降低到 200 公斤/亩的情况下（对应降幅为 -24.81%），公司的 13-16 年的产量仍能实现 48.95%、70.48%、36.87%、30.21% 的高增长，因此，公司的高增长确定性是非常高的。

图表19: 折算成轮播轮捕方式后, 公司的亩产水平与好当家较为相似

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
捕捞面积 (亩)	3786	7500	12786	17500	22786
<b>乐观情景</b>	<b>围堰深度由4米推至9米, 投苗密度有进一步增长的空间</b>				
亩产 (公斤)	266.00	279.30	293.27	307.93	323.32
增幅 (%)		5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
产量 (吨)	1007.08	2094.75	3749.69	5388.74	7367.28
增幅 (%)		108.00%	79.00%	43.71%	36.72%
<b>悲观情景</b>	<b>公司开始涉及大规模养殖, 养殖经验不足</b>				
亩产 (公斤)	266.00	200.00	200.00	200.00	200.00
增幅 (%)		-24.81%	0.00%	0.00%	0.00%
产量 (吨)	1007.08	1500.00	2557.20	3500.00	4557.20
增幅 (%)		48.95%	70.48%	36.87%	30.21%
<b>中性情景</b>	<b>公司亩产水平保持相对稳定</b>				
亩产 (公斤)	266.00	250.00	250.00	250.00	250.00
增幅 (%)		-6.02%	0.00%	0.00%	0.00%
产量 (吨)	1007.08	1875.00	3196.50	4375.00	5696.50
增幅 (%)		86.18%	70.48%	36.87%	30.21%

来源: 国金证券研究所, 公司公告, 公开资料;

- 我们的模型对亩产水平的详细测算如下表所示, 根据我们的模型测算, 我们预计公司 2012-2014 年的产量分别能达到 944、2048、3191 吨, 同比增长 191.52% (2011 年因鲍鱼岛村海域拆迁全部清底拉高基数)、116.95%、55.87%。

图表20: 具体产量模型测算

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>海域面积</b>											
鲍鱼岛村	1973	1973	1973	1973	0	0	0	0	0	0	0
沙山村打连岛海域				4460	4460	4460	4460	4460	4460	4460	4460
谢屯镇泉眼村					1286	1286	1286	1286	1286	1286	1286
沙山村海域				39933	39933	39933	39933	39933	39933	39933	39933
<b>可投苗面积</b>											
沙山村打连岛海域				2000	2000						
新改造面积: 沙山村海域					5000	10000	10000	10000	4933	0	0
可投苗面积 (亩)					9786.00	12786.00	17500.00	22786.00	22433.00	22786.00	22433.00
实际使用率 (%)					100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
实际投苗面积 (亩)					9786.00	12786.00	17500.00	22786.00	22433.00	22786.00	22433.00
<b>大苗 (200头左右)</b>											
大苗投苗面积 (亩)				500	2286	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
大苗占比 (%)						0%	0%	0%	0%	0%	0%
投苗密度 (头/亩)				15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000	15000
投苗量 (万头)				750	3429	0	0	0	0	0	0
成活率 (%)				35%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
成参规格 (两/头)				2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
理论可捞产量 (吨)					262.50	1028.70	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
捕捞率 (%)				60%	70%	55%	53%	52%	51%	51%	51%
产量 (吨)					323.75	565.79	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>小苗 (300头以上)</b>											
小苗投苗面积 (亩)				1500.00	7500.00	12786.00	17500.00	22786.00	22433.00	22786.00	22433.00
小苗占比 (%)						100%	100%	100%	100%	100%	100%
投苗密度 (头/亩)				20000	20000	16000	16800	17640	18522	19448	20421
投苗量 (万头)				3000	15000	20458	29400	40195	41550	44314	45809
成活率 (%)				21%	21%	26%	26%	26%	26%	26%	26%
成参规格 (两/头)				2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
理论可捞产量 (吨)					0.00	630.00	3150.00	5318.98	7644.00	10450.57	10803.10
捕捞率 (%)				60%	60%	60%	65%	60%	60%	60%	60%
产量 (吨)					0.00	378.00	2047.50	3191.39	4586.40	6270.34	6481.86
<b>海参总捕捞</b>											
<b>总捕捞面积 (亩)</b>					500	3786	7500	12786	17500	22786	22433
<b>增长 (%)</b>						657.20%	98.10%	70.48%	36.87%	30.21%	-1.55%
大苗面积 (亩)				500	2286	0	0	0	0	0	0
小苗面积 (亩)				0	1500	7500	12786	17500	22786	22433	
亩产 (公斤/亩)					648	249	273	250	262	275	289
大苗 (公斤/亩)				648	248						
小苗 (公斤/亩)						252	273	250	262	275	289
<b>产量 (吨)</b>					324	944	2048	3191	4586	6270	6482
<b>增长 (%)</b>						191.52%	116.95%	55.87%	43.71%	36.72%	3.37%
大苗贡献 (吨)				324	566	0	0	0	0	0	0
小苗贡献 (吨)				0	378	2048	3191	4586	6270	6482	

来源: 国金证券研究所, 公司公告;

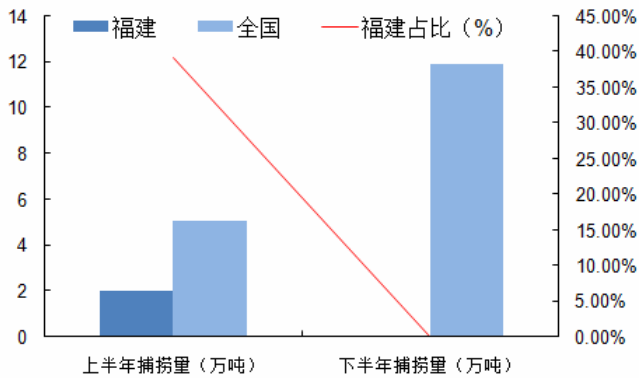
海参价格: 2013H1 供给面将有改善, 向下风险主要来自于经济持续下行

2013 年南参冲击预计将减弱, 供给面改善

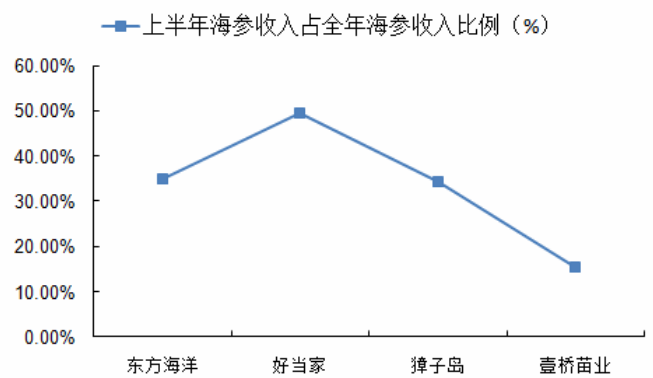
中国价值投资网  
www.jztz.com

■ 2012H1 福建海参贡献上半年 18.12% 的同比增长, 南参冲击很明显。南参主要产区福建霞浦放出 1.5 万吨左右的量, 加上连江、莆田的量预计在 2 万吨左右, 占全国全年产量 12% 左右, 但由于南参且集中在 3-4 月份供应, 而上半年不是消费旺季, 因此, 往往北参捕捞量主要集中在下半年捕捞, 预计产量中 60% 左右在下半年捕捞, 因此, 2011 年上半年捕捞量预计在 5.52 万吨左右, 因此, 福建增量部分 (比 2011 年增加约 1 万吨) 预计贡献上半年同比增长 18.12%。所以南参的冲击对价格影响非常明显。

图表21: 福建产量占上半年产量比重很高



图表22: 四家公司海参收入上半年占全年比例均比较低



来源: 国金证券研究所, 公司公告, 公开信息

- 2013H1 南参供给冲击将减弱。**目前正值福建来北方抓大苗的时节, 但我们了解, 目前福建养殖户近期来北方抓苗的很少, 许多育苗厂乏人问津。原因主要是上半年参价低迷导致大面积亏损, 不少养殖户不得不自己加工海参, 而由于海参的质地不好, 往往只能做糖干海参, 而且要加大糖, 而这在国家大力打击糖干参的背景下进一步打击了南参养殖户的积极性, 有不少养殖户甚至变卖了养殖设施, 目前 8-15 头的大苗价格已由 2011 年的 140 元/斤左右下滑到了 90 元/斤左右, 因此, 我们认为南参 13 年上半年的冲击将会明显减弱, 从供给面来看, 今年上半年参价的第一冲击因素 13 年上半年基本会消失。

图表23: 大苗成本高, 南参抵御价格风险要低于北参

福建网箱养殖		福建虾池养殖	
网箱密度 (笼/亩)	40	关键变量	
网箱吊笼数 (个/笼)	30	参苗价格 (元/斤)	90
参苗密度 (头/笼)	20	海参售价 (元/斤)	85
参苗成本 (元/笼)	200	运输存活率 (%)	90%
参苗运输成活率 (%)	90%	养殖存活率 (%)	90%
参苗规格 (头/斤)	10	成参规格 (头/斤)	5
参苗价格 (元/斤)	90	参苗成本 (元/亩)	20000
成活率 (%)	90%	参苗运输成活率 (%)	90%
饵料成本 (元/笼)	25	投苗密度 (头/亩)	2000
海带价格 (元/斤)	4	参苗价格 (元/斤)	90
每斤海参所需 (斤)	2	参苗规格 (头/斤)	10
其它 (元/笼)	9	虾池租金 (元/亩)	1500
网箱成本 (元/笼)	8	捕捞费 (元/亩)	432
网箱价格 (元/笼)	40	捕捞价格 (元/斤)	1.2
折旧年限 (年)	5	其它费用 (元/亩)	350
其它 (元/笼)	30	每斤海参成本 (元/斤)	61.89
成参规格 (头/斤)	5	成活率 (%)	90%
每笼海参产量 (斤)	3.6	亩产 (公斤/亩)	180
海参成本 (元/斤)	292.22	成参规格 (头/斤)	5
每斤海参成本 (元/斤)	81.17	海参价格 (元/斤)	85
海参价格 (元/斤)	85	亩均利润 (万元/亩)	0.83
亩产 (公斤)	2160		
亩均利润 (万元/亩)	1.65		

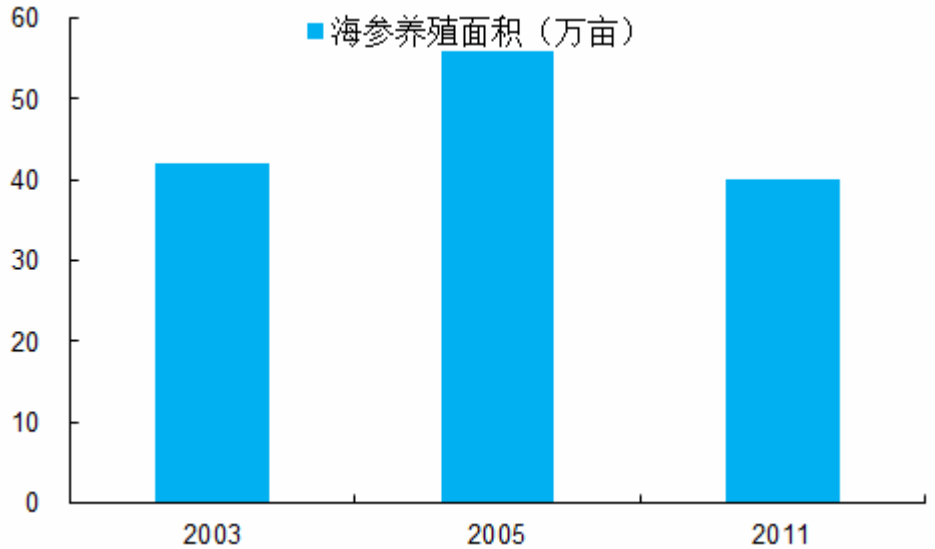
来源: 国金证券研究所, 公开信息;

大连海参养殖面积收缩, 支撑大连海参价格

- 公司海参属于辽参, 而辽参以大连海参最具盛名, 而大连海参养殖面积呈收缩态势。**根据我们的了解, 大连这些年的养殖面积呈现下降的态势, 如

公司所在的瓦房店市就有不少海参圈被征用，与渤海湾西部、南方海域海参产能大跃进不同，大连海参的养殖面积扩张脚步并不明显，甚至呈收缩的迹象，因此，我们认为，公司的价格支撑力较强，在辽参、鲁参、南方吊笼参、大棚参品牌分化逐渐清晰的情况下，细分市场的区隔会更加明显，如今年上半年，参价大幅走低的情况下，高品质的辽参、底播参价格受的影响并不明显，在这种背景下，公司作为大连参将受益于大连海参供给面较为乐观的态势，价格的支撑力将强于其它地区的海参。

图表24: 大连海参养殖面积近年来有收缩的迹象



来源：国金证券研究所

如果经济不进一步下行，2013H1 海参价格会有正的同比表现

- 综合来看，我们认为，如果经济不进一步下行，需求面不进一步恶化的情况下，2013 年上半年，供给面的改善还是比较明显的（排除一些自然性偶发性因素），考虑到今年上半年的低基数，我们认为 13 年上半年会有比较好的同比表现。

盈利能力扰动因素：苗种自给率将逐步提升，围堰折旧造成短期冲击

参苗自给率 13 年起逐步提升

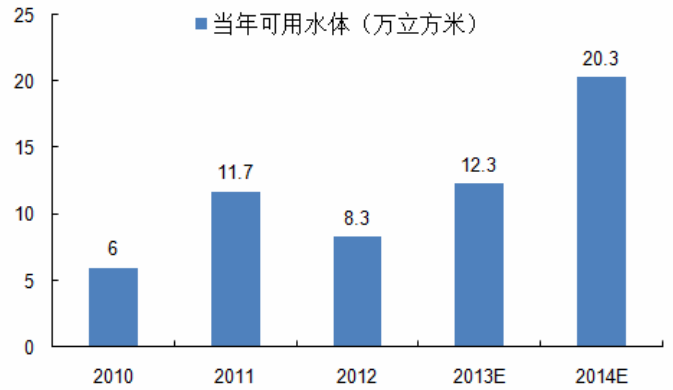
- 预计公司 2010 - 2014 当年可用育苗水体分别达 6 万立方米、11.7 万立方米、8.3 万立方米、12.3 万立方米、20.3 万立方米。其中 2010 年公司自有鲍鱼岛村育苗水体 6 万立方米，年底收购雨田海产 1.1 万立方米（2011 年可产生贡献），当年可用育苗水体 6 万立方米；2011 年新增 4.6 万立方米租赁水体，收购杨守军 1.2 万立方米水体（预计 2012 年可产生贡献），总共新增 5.7 万立方米当年可用育苗水体；2012 年公司租赁 4.6 万立方米水体到期，不再续租，但于 2012 年 9 月 28 日收购+租赁郭莲女士 4 万立方米水体（预计 2013 年可用），总共减少 3.4 万立方米当年可用育苗水体；不考虑其它收购、租赁水体，2013 年预计公司将新增 2 万立方米当年可用育苗水体，2014 年如增发项目能够达产的话，预计将新增 8 万立方米当年可用育苗水体。



图表25: 公司育苗水体情况

所在地	体积	使用时期	变动原因
鲍鱼岛村	6	2012年以前	2012拆迁停用
沙山海珍品养殖公司	1.5	2011年	租赁一年, 未续租
沙山水产繁殖有限公司	2.3	2011年	租赁一年, 未续租
交流岛西海头村海兴养殖厂	0.8	2011年	租赁一年, 未续租
泉眼村杨守军育苗厂	1.2	2011年以后	收购
雨田海产	1.1	2010年底	收购
谢屯镇沙山村	6	2011年底	IPO项目达产
谢屯镇沙山村	4	2012年9月	收购+租赁
-	8	2014	增发项目, 筹备中

图表26: 公司当年可用水体情况



来源: 国金证券研究所, 公司公告

- 参苗自给提升盈利能力空间, 2012-2016 收获年对应投苗年的参苗自给率约为 50%、90%、59%、64%、81%、82%, 不考虑新增租赁、收购水体, 随着增发项目顺利推进, 参苗自给率有望在 2016 年稳定在 80%以上。2012 年收获部分对应的参苗自给率预计约在 50%左右, 主要是因为 2011 外购大苗所致 (2011 年大苗投苗约 2286 亩); 2013 年开始收购的部分将以小苗投苗海域为主, 参苗自给率预计在 90%左右; 2014 收获年对应的参苗自给率预计在 59%, 主要是因为今年投苗基本都是小苗, 而公司目前拥有 12.3 万立方育苗水体, 每立方水体出 4-7 斤苗不等, 其中今年产生贡献的为 8.3 万立方 (9 月 28 日收购郭莲 4 万立方米水体将在 13 年产生贡献), 计算下来预计能满足 7000-8000 亩的投苗需求, 对应参苗自给率大约在 59%左右; 到 2016 年, 公司增发项目将新增 8 万立方水体, 如若在 2014 年顺利投产, 将有总计 20.3 万立方米水体 (不考虑新增租赁、收购水体), 将满足公司届时 80%以上的苗种需求, 进而提升毛利率约 3%左右。

图表27: 参苗自给率每提升 10%, 毛利率约提升 0.84%

价值分配项	分配比例 (%)	备注
售价	100%	
毛利	60%	海参毛利率60%左右
成本	40%	
其中: 苗种购买	28%	苗种成本占70%左右
其中: 苗种生产成本	19.60%	海参苗毛利率30%左右
其中: 苗种生产毛利	8.40%	
其中: 其它成本	12%	
外购参苗毛利率	60%	
自产参苗毛利率	68.40%	
自产参苗率提升毛利率 (每10%)	0.84%	

来源: 国金证券研究所, 公开资料;

围堰折旧对利润构成一定影响

- 由于公司刚开始涉及围堰养殖, 折旧成本与之前的池参有较大区别, 围堰面积折旧预计影响 2012-2014 年盈利分别为 1523.8、2744.2、3155.8 万元左右。2010-2012 年分别为 4000 亩、5000 亩、10000 亩, 随着水深由 4 米逐渐到 10 米左右的水平, 围堰造价将由 2 万元/亩升至 4 万元/亩, 折旧会一定程度影响公司的盈利情况。预计 2012 年-2014 年新增折旧 1523.8、2744.2、3155.8 万元 (按每年围 1 万亩计算, 实际围堰进度预计在 13、14 年将完成 2.5 万亩围堰改造)。

图表28: 围堰折旧计算

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
围堰面积 (亩)	4000	5000	10000	10000	10000	6000
围堰造价 (万元/亩)	2.00	2.30	2.65	3.04	3.50	4.02
增幅 (%)		15%	15%	15%	15%	15%
造价费 (万元)	8000.0	11500.0	26450.0	30417.5	34980.1	24136.3
转固月份假设	9	9	9	9	9	9
折旧年限 (年)	10	10	10	10	10	10
新增围堰当年计提 (万元)	200.0	287.5	661.3	760.4	874.5	603.4
当年计提折旧总计 (万元)	200.0	1087.5	2611.3	5355.4	8511.3	11738.2
当年计提折旧总计新增 (万元)		887.5	1523.8	2744.2	3155.8	3226.9

来源: 国金证券研究所, 公开资料, 公司公告;

### 其它海珍品苗业务: 未来 2-3 年将以稳定为主

- 随着公司的重心向海参养殖、加工、销售倾斜, 公司在其它海珍品育苗方面的投入将逐步降低, 但由于贝苗类产品毛利率相对较高, 能达到 60% 左右, 公司暂不会轻易放弃这块业务, 因此, 在此阶段, 预计公司仍将以稳为主。
- 据我们了解, 公司的新增育苗水体都将以海参苗生产自给为主, 二者具有一定冲突性, 因此其它海珍品苗种水体仍将以稳定为主, 甚至不排除有一定萎缩的可能。其中虾夷扇贝苗、海湾扇贝苗的水体分别达到 2.6 万、1.7 万立方米。
- **贝苗繁育与海参苗繁育有一定的冲突性。**海参苗秋苗与贝苗水体没有冲突, 因为贝苗繁育到 3 月份后要拿到海上暂养, 因此会腾出水体, 而 4 月份正好是购买种参的时候, 因此, 在时间上没有冲突, 但是随着公司越冬苗养殖的增加, 参苗在 12 月份以后并不能及时腾出水体, 因此会占用贝苗繁育的水体, 因此, 主要是这一部分会有一些的冲突, 正是因为这个原因, 我们预计公司还是有收缩海珍品育苗水体的可能。

图表29: 围堰折旧计算

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
贝苗繁育	购买种贝	产卵孵化	稚贝出池	出售								
	种贝蕃养	幼体培育	海上暂养									
	亲贝催熟	稚贝培育										
参苗繁育	部分越冬苗			购买种参	产卵孵化	幼体培育	出售					
				种参蕃养		稚参前期培育	部分越冬					
				亲参催熟		稚参剥离						
						稚参后期培育						

来源: 国金证券研究所, 公开资料, 公司公告;

### 增发有望成为公司业绩催化剂

- 公司于 2012 年 6 月 13 日公布了增发预案, 最新调整后, 增发底价为 15.69 元, 拟发行不超过 5086 万股。预计 13 年中期将施行增发。
- 增发有望成为公司业绩释放的催化剂, 13H1 高增长可期。预计 13 年上半年的捕捞面积会有较大幅度的增长, 我们据此做的测算显示, 在 13H1 海参价格持平、其它业务贡献持平的假设下, 单从毛利的角度, 公司如若捕捞 4000 亩, 将使得 13 年上半毛利增长幅度将达到 93.07%。我们认为, 增发的强烈预期下, 13H1 高增长的概率很高。

图表30: 海参业务分拆预测

	2012H1	2013H1						
<b>海参部分</b>								
捕捞面积 (亩)	779.0	4000	3500	3000	2500	2000	1500	1000
亩产 (kg)	265.9	250	250	250	250	250	250	250
产里 (kg)	207171.0	1000000	875000	750000	625000	500000	375000	250000
鲜销里 (kg)	147214.0	700000	612500	525000	437500	350000	262500	175000
鲜销比例 (%)	71.06%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
价格 (元/kg)	165.6	165.6	165.6	165.6	165.6	165.6	165.6	165.6
鲜销收入 (万元)	2437.7	11591.25	10142.34	8693.44	7244.53	5795.62	4346.72	2897.81
毛利率 (%)	51.04%	53%	53%	53%	53%	53%	53%	53%
毛利 (万元)	1244.1	6143.36	5375.44	4607.52	3839.60	3071.68	2303.76	1535.84
加工里 (kg)	59957.0	300000	262500	225000	187500	150000	112500	75000
加工比例 (%)	28.94%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
价格 (元/kg)	241.5	241.5	241.5	241.5	241.5	241.5	241.5	241.5
加工品收入 (万元)	1447.7	7243.68	6338.22	5432.76	4527.30	3621.84	2716.38	1810.92
毛利率 (%)	80.97%	82%	82%	82%	82%	82%	82%	82%
毛利 (万元)	1172.1	5939.82	5197.34	4454.86	3712.39	2969.91	2227.43	1484.95
毛利总额 (万元)	2416.3	12083.2	10572.8	9062.4	7552.0	6041.6	4531.2	3020.8
毛利占比 (%)	23.26%	60.25%	57.02%	53.21%	48.65%	43.12%	36.24%	27.48%
<b>其它业务部分</b>								
毛利总额 (万元)								
贝苗业务	7921.07	7921.07	7921.07	7921.07	7921.07	7921.07	7921.07	7921.07
其它	49.42	49.42	49.42	49.42	49.42	49.42	49.42	49.42
<b>全部业务加总</b>								
毛利总额 (万元)	10386.76	20053.67	18543.28	17032.88	15522.48	14012.08	12501.69	10991.29
同比增长 (%)		93.07%	78.53%	63.99%	49.44%	34.90%	20.36%	5.82%
备注	毛利率提升原因: 2012H1为大苗, 主要外购, 2013H1大苗较少, 自给率提升							

来源: 国金证券研究所, 公司资料, 公司公告;

### 盈利预测与投资建议:

#### 盈利预测

- 业务分拆: 公司的核心业务为海参业务、海珍品苗业务, 我们对两块业务的预测如下表所示。

图表31: 海参业务分拆预测

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
<b>收入 (亿元)</b>							
鲜销比 (%)	65.00%	80.00%	70.00%	60.00%	50.00%	40.00%	30.00%
收入: 其中鲜销							
鲜销里 (吨)	210.44	755.03	1433.25	1914.83	2293.20	2508.14	1944.56
鲜销价 (元/公斤)	226	180	190	190	190	191	192
鲜销收入 (亿元)	0.48	1.36	2.72	3.64	4.36	4.79	3.73
上年结转 (亿元)	0.15	0.18	0	0	0	0	0
合计报表收入 (亿元)	0.63	1.54	2.72	3.64	4.36	4.79	3.73
收入: 其中淡干							
用于加工里 (吨)	113.31	188.76	614.25	1276.55	2293.20	3762.21	4537.30
加工比例 (%)	33.00	33.00	33.00	33.00	33.00	33.00	33.00
加工产品 (公斤)	3434	5720	18614	38683	69491	114006	137494
单价 (元/公斤)	6534.00	6831.00	7210.50	7210.50	7210.50	7571.03	7949.58
增长 (%)		4.55%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
加工品收入 (亿元)	0.22	0.39	1.34	2.79	5.01	8.63	10.93
本年销售 (亿元)	0.13	0.23	0.81	1.67	3.01	5.18	6.56
次年销售结转 (亿元)	0	0.09	0.16	0.54	1.12	2.00	3.45
合计报表收入 (亿元)	0.13	0.32	0.96	2.21	4.12	7.18	10.01
<b>总收入 (亿元)</b>	<b>0.76</b>	<b>1.87</b>	<b>3.68</b>	<b>5.85</b>	<b>8.48</b>	<b>11.97</b>	<b>13.74</b>
增长 (%)		145.49%	97.44%	58.72%	44.98%	41.21%	14.79%

来源: 国金证券研究所, 公司资料;

图表32：海珍品苗预测

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>虾夷扇贝苗</b>						
繁育水体(万立方米)	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
单位水体产量(万头/立方米)	59	53	55	55	55	55
产量(亿头)	147.5	137.8	143	143	143	143
增长率(%)		-6.58%	3.77%	0.00%	0.00%	0.00%
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
单价(元/万头)	51	58	60	60	60	60
收入(百万元)	75.2	79.9	85.8	85.8	85.8	85.8
增长率(%)		6.25%	7.35%	0.00%	0.00%	0.00%
成本(百万元)	33.63	28.61	25.74	30.80	31.06	31.40
毛利率	55.30%	64.20%	70.00%	64.10%	63.80%	63.40%
<b>海湾贝苗</b>						
繁育水体(万立方米)	2	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
单位水体产量(万头/立方米)	30.7	30	30.8	31	31.4	31.6
产量(亿头)	61.4	51	52.36	52.7	53.38	53.72
增长率(%)		-16.94%	2.67%	0.65%	1.29%	0.64%
产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
单价(元/万头)	45	55	58	60	60	60
收入	27.6	28.1	30.4	31.6	32.0	32.2
增长率(%)		1.52%	8.27%	4.12%	1.29%	0.64%
成本	20.11	15.60	12.15	16.60	17.84	18.24
毛利率	27.20%	44.40%	60.00%	47.50%	44.30%	43.40%
<b>其他苗种(栉孔贝苗等)</b>						
收入	6.5	22	25	28	30	30
成本	3.77	9.9	10	14	15	15
毛利	2.73	12.1	12.5	14	15	15
毛利率	42.00%	55.00%	60.00%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>苗种合计</b>						
收入(亿元)	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5	1.5
增长率(%)		18.86%	8.61%	3.01%	1.66%	0.14%
成本(亿元)	0.58	0.54	0.48	0.61	0.64	0.65
毛利(亿元)	0.52	0.76	0.93	0.84	0.84	0.83
毛利率	47.41%	58.37%	66.08%	57.78%	56.77%	56.33%

来源：国金证券研究所，公司资料，公司公告；

- 预计公司核心业务海参毛利率 12-15 年毛利率分别达到 53.57%、57.34%、55.72%、55.67%。具体计算过程分拆如下表。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表33: 海参业务毛利率测算

	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
外购价格(元/头)	1.4	1.00	1.05	1.10	1.16
增长(%)		5%	5%	5%	5%
自产成本(元/头)	0.70	0.70	0.74	0.77	0.81
增长(%)	0%	0%	5%	5%	5%
外购比例(%)	10%	41%	36%	19%	18%
育苗水体(万立方米)	11.70	8.30	12.30	20.30	20.30
育苗单产(斤/立方米)		6.00	6.00	6.00	6.00
可供投苗面积(亩)		7545.45	11181.82	18454.55	18454.55
均价(元/头)	0.77	0.82	0.85	0.83	0.87
<b>投苗成本(亿元)</b>	<b>0.06</b>	<b>0.61</b>	<b>1.05</b>	<b>1.68</b>	<b>2.50</b>
<b>增长(%)</b>		<b>851.54%</b>	<b>72.82%</b>	<b>60.34%</b>	<b>48.21%</b>
其它成本(亿元)	0.17	0.26	0.52	0.91	1.26
人工捕捞(元/亩)	3700	3700	3700	3700	3700
折旧(元/亩)	1500	2000	2100	2205	2315
<b>总成本(亿元)</b>	<b>0.24</b>	<b>0.87</b>	<b>1.57</b>	<b>2.59</b>	<b>3.76</b>
<b>毛利率</b>	<b>69.03%</b>	<b>53.57%</b>	<b>57.34%</b>	<b>55.72%</b>	<b>55.67%</b>

来源: 国金证券研究所, 公司资料, 公司公告;

- 预测结果: 我们预计公司 2012 - 14 收入增长 57.3%、56.8%、42.6%, 达到 3.28、5.14、7.33 亿元, 归属母公司净利润增长 32.15%、37.22%、33.67%, 达到 1.33 亿、1.82 亿、2.43 亿元, 对应 EPS 分别为 0.495、0.679、0.907 元。

#### 估值与投资建议

- A 股中与壹桥苗业比较类似的公司包括好当家、獐子岛、东方海洋, 四者均有海参养殖业务, 四家公司当中, 除了好当家还有相当数量的海参养殖潜在可用海域, 獐子岛、东方海洋的海参养殖面积都处于相对稳定的状态; 除此之外, 公司的业务集中在海珍品育苗与海参两块, 而其它三家公司拥有相当比例的加工贸易业务, 总体来说, 壹桥的成长性, 业务盈利能力都要优于其它三家公司。
- 上述三家公司 12 年的 PE 平均值达到 24.23 倍, 13 年 PE 平均值达到 18.01 倍。其中獐子岛对应公司 2012、2013 年 PE 分别为 30.65 倍, 21.12 倍, 好当家分别为 19.37 倍和 14.20 倍, 东方海洋分别为 22.68 倍和 18.70 倍。
- 壹桥苗业由于海域资源仍然处于高增长阶段, 成长的速度与幅度都明显优于其它三家上市公司, 因此, 我们认为理应给予一定的估值溢价。
- 综合考虑到公司的成长性, 我们给予公司 13 年 35-40 倍的估值, 对应 6-12 个月的目标价 23.77-27.15 元, 给予“增持”评级。

图表34: 可比上市公司估值

证券代码	证券名称	收盘价	总股本	总市值	EPS-2012E	EPS-2013E	PE-2012E	PE-2013E
002069.SZ	獐子岛	15.63	711.11	121.88	0.51	0.74	30.65	21.12
600467.SH	好当家	7.07	730.50	57.34	0.37	0.50	19.37	14.20
002086.SZ	东方海洋	10.66	243.85	28.51	0.47	0.57	22.68	18.70
平均值							24.23	18.01

来源: 国金证券研究所, 同花顺

#### 风险提示

- 亩产低于预期。

■ 受不可抗力影响，如石油污染等影响公司产品的生产与销售。

附录：三张报表预测摘要

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
主营业务收入	153	196	208	328	514	733	货币资金	38	213	22	10	10	10
增长率		27.7%	6.5%	57.3%	56.8%	42.6%	应收款项	1	5	3	8	13	18
主营业务成本	-85	-100	-75	-131	-219	-323	存货	12	79	392	539	898	1,327
%销售收入	55.4%	51.0%	35.9%	40.0%	42.5%	44.1%	其他流动资产	7	22	18	15	24	34
毛利	68	96	134	197	295	410	流动资产	58	319	435	572	945	1,389
%销售收入	44.6%	49.0%	64.1%	60.0%	57.5%	55.9%	%总资产	20.2%	37.5%	32.5%	34.2%	42.1%	48.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	2	2	3	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	988	1,184	1,383
营业费用	0	-1	-1	-2	-4	-5	%总资产	67.0%	52.2%	59.5%	59.0%	52.7%	47.8%
%销售收入	0.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	36	86	106	109	112	115
管理费用	-18	-43	-29	-46	-75	-106	非流动资产	227	532	905	1,103	1,300	1,503
%销售收入	11.9%	22.1%	13.9%	14.0%	14.5%	14.5%	%总资产	79.8%	62.5%	67.5%	65.8%	57.9%	52.0%
息税前利润 (EBIT)	50	51	103	148	217	298	<b>资产总计</b>	<b>284</b>	<b>850</b>	<b>1,340</b>	<b>1,675</b>	<b>2,245</b>	<b>2,892</b>
%销售收入	32.4%	26.2%	49.6%	45.3%	42.3%	40.7%	短期借款	43	0	0	298	657	1,023
财务费用	-3	-3	-9	-8	-18	-29	应付款项	2	71	125	42	71	104
%销售收入	2.0%	1.4%	4.1%	2.5%	3.5%	4.0%	其他流动负债	3	5	15	20	28	37
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	48	76	140	360	756	1,165
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	50	50	395	395	395	396
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	4	14	12	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>102</b>	<b>140</b>	<b>547</b>	<b>755</b>	<b>1,151</b>	<b>1,561</b>
营业利润	47	48	95	140	199	269	<b>普通股股东权益</b>	<b>182</b>	<b>711</b>	<b>794</b>	<b>919</b>	<b>1,095</b>	<b>1,331</b>
营业利润率	30.6%	24.7%	45.5%	42.8%	38.7%	36.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	21	21	12	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>284</b>	<b>850</b>	<b>1,340</b>	<b>1,675</b>	<b>2,245</b>	<b>2,892</b>
税前利润	49	69	116	152	209	279	<b>比率分析</b>						
利润率	32.3%	35.3%	55.5%	46.5%	40.7%	38.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-6	-9	-15	-20	-27	-36	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.7%	12.7%	13.2%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.863	0.899	0.749	0.495	0.679	0.907
净利润	43	60	100	133	182	243	每股净资产	3.636	10.608	5.922	6.861	8.169	9.933
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.283	1.467	-0.797	-0.319	-0.561	-0.383
归属于母公司的净利润	43	60	100	133	182	243	每股股利	0.000	0.300	0.050	0.050	0.050	0.050
净利率	28.2%	30.8%	48.1%	40.4%	35.4%	33.2%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	23.73%	8.47%	12.64%	14.42%	16.62%	18.27%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	15.17%	7.08%	7.48%	7.92%	8.10%	8.41%
净利润	43	60	100	133	182	243	投入资本收益率	15.79%	5.88%	7.54%	8.01%	8.80%	9.44%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	14	19	37	56	71	88	主营业务收入增长率	14.65%	27.69%	6.51%	57.32%	56.77%	42.58%
非经营收益	3	3	19	-4	8	19	EBIT增长率	3.89%	3.11%	101.58%	43.72%	46.25%	37.43%
营运资金变动	4	16	-263	-227	-337	-401	净利润增长率	11.12%	39.57%	66.64%	32.15%	37.22%	33.67%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>64</b>	<b>98</b>	<b>-107</b>	<b>-43</b>	<b>-75</b>	<b>-51</b>	总资产增长率	32.63%	199.12%	57.61%	24.95%	34.08%	28.80%
资本开支	-76	-342	-424	-241	-259	-280	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-2	0	-1	0	0	应收账款周转天数	7.0	1.0	2.5	3.0	3.0	3.0
其他	0	0	33	0	0	0	存货周转天数	50.0	166.1	1,150.5	1,500.0	1,500.0	1,500.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-76</b>	<b>-344</b>	<b>-390</b>	<b>-242</b>	<b>-259</b>	<b>-280</b>	应付账款周转天数	21.4	128.8	423.5	102.0	102.0	102.0
股权募资	0	471	0	0	0	0	固定资产周转天数	361.6	537.1	1,068.9	846.8	650.6	535.8
债权募资	48	-43	345	286	359	367	<b>偿债能力</b>						
其他	-4	-8	-39	-13	-25	-36	净负债/股东权益	30.14%	-22.91%	47.03%	74.29%	95.21%	105.88%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>44</b>	<b>420</b>	<b>306</b>	<b>273</b>	<b>334</b>	<b>331</b>	EBIT利息保障倍数	16.6	19.2	12.0	18.4	12.0	10.3
<b>现金净流量</b>	<b>33</b>	<b>175</b>	<b>-191</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	资产负债率	36.05%	16.42%	40.79%	45.10%	51.25%	53.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	6	13	20
增持	0	0	7	9	17
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.54	1.46	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-12-20	增持	16.77	35.64 ~ 42.23

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



www.jztzw.net  
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

www.jztzw.net  
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net