

壹桥苗业 (002447.SZ)

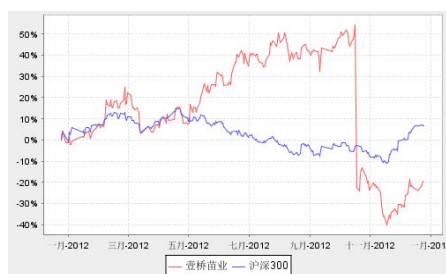
上调盈利预测和目标价位，重申买入评级

评级: **买入** **前次:** 买入
目标价(元): **30.6**
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
 2013年1月9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)	23.60
市值(百万元)	6324.80
流通市值(百万元)	2560.13

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	343.21	613.64	852.74
营业收入增速	27.69%	6.51%	64.72%	78.79%	38.96%
净利润增长率	42.20%	63.55%	53.07%	78.75%	49.46%
摊薄每股收益(元)	0.92	0.75	0.57	1.02	1.53
前次预测每股收益(元)	0.92	0.75	0.56	0.87	1.47
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	39.10	21.87	14.63
PEG	2.04	0.64	0.74	0.28	0.30
每股净资产(元)	10.65	5.92	3.98	5.01	6.54
每股现金流量	1.47	-0.80	0.04	1.40	2.22
净资产收益率	8.60%	12.64%	14.38%	20.45%	23.41%
市净率	7.41	5.11	5.62	4.47	3.43
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:** 2012年捕捞季结束, 公司海参单产预计略超预期, 基于2013年海参供求格局好于2012年且海参价格高位持稳判断, 我们将2012-2014年EPS上调至0.57/1.02/1.52元, 分别上修0.01/0.15/0.05元。
- 从行业层面来看, 与市场观点的最大区别在于——我们继续看好2013年海参价格走势。在供给端改善、需求端弱复苏的带动下, 我们预计2013年上半年海参行业均价为160-170元/公斤, 下半年180-200元/公斤, 全年均价较2012年上涨5%-10%, 而目前市场部分投研人士对2013年海参供求关系缺乏明确的量化前瞻, 却对海参价格有较为悲观的预期, 我们认为, 这种预期差有可能成为好当家、壹桥苗业等海参养殖股超额收益主要来源。
- 2013年元旦以来, 威海水产品批发市场海参价格走势正在逐步验证我们对海参行业的看法。我们看好海参价格走势的核心逻辑是: (1) 2012年海参福建地区海参养殖大面积亏损, 2012年底投苗量减少50%, 我们从福建霞浦了解到的最新数据, 2011年底霞浦地区在北方买苗量大约3000车, 2012年底不足1500车。(2) 环渤海地区, 如河北的昌黎、乐亭和山东的东营、滨州和潍坊等地预计受海冰影响, 2013年将会出现一定幅度减产。(3) 以固定资产投资、人均可支配收入增速和餐饮企业收入增速三个维度刻画的需求增速指标出现好转迹象, 暗示2012年上半年海参需求面临最困难时点已经逐步过去, 2013年需求弱复苏将是大概率事件。(详见1月8日《水产品研究简报: 海参价格超预期上涨, 2013年有绝对收益》)。
- 2012年壹桥苗业在市场对海参价格一片悲观声中走出一枝独秀的慢牛行情。壹桥先前海参捕捞量较小, 未来产量增长弹性空间巨大, 预计2012-14年捕捞面积为3800亩、9000亩和12800亩, 壹桥未来3-4年业绩高速增长完全可以通过以量补价来实现, 因此市场对其核心关注点聚焦在海参单产上, 而非价格走势。2012年春捕和秋捕海参单产均超市场预期, 驱动业绩超预期高速增长, 故股价向好也在情理之中。

- 尽管 2012 年公司单产超预期,但我们相信目前市场中部分投资者依然担忧壹桥苗业未来的单产可能会向下波动,因此,我们需要把我们的预测依据及判断结论和投资者进行分享。我们预计 2012 年壹桥苗业的海参单产约为 330 公斤/亩,越过 2011 年 11 月底我们积极推荐壹桥苗业时 313 公斤/亩的预测,单产超预期的主要原因在于下半年捕捞海域中有 1500 亩是 2010 年投的大苗,预计单产能够达到 400 公斤/亩。从中长期来看,我们认为壹桥苗业海参单产中枢依然能够达到 250-300 公斤/亩,以好当家做类比,好当家 2012 年养殖面积 2.6 万亩,产量 3100 吨,单产约 120 公斤/亩,预计 2013 年产量达到 3900 吨,单产 150 公斤/亩,好当家采取随捕随播的养殖方式,而壹桥苗业采用 2 年一个周期的轮播养殖模式,理论上壹桥苗业单产应该是好当家的 2 倍,即 240-300 公斤/亩,这与我们预测的未来壹桥苗业单产中枢基本相符合。
- 基于自主育苗比例提升,我们预计 2013 年和 2014 年壹桥苗业的海参养殖毛利率将显著提升,这将使得壹桥苗业的盈利增长弹性更大。我们预计 2012 年壹桥苗业海参养殖毛利率略低于 60%,2012 年 3800 亩捕捞面积中,70%捕捞面积对应的投苗是外购苗,且其中 1500 亩为大苗,养成翻倍率较低,两因素叠加导致外购苗养成的成参毛利率仅有 50%,而 30%自有投苗养成的成参毛利率在 70%以上,综合计算 2012 年壹桥苗业海参养殖毛利率略低于 60%。2013 年和 2014 年对应的投苗面积中,50%为自有苗种,且主要以小苗为主,因此 2013 年和 2014 年海参毛利率将提升至 65%左右,这进一步提升公司的业绩增长弹性。
- 我们预计公司 2012-2014 年捕捞面积分别为 3800/9000/12800 亩,单产 330/275/275 公斤/亩,较前次预期分别提升 30/25/25 公斤/亩,预计销售价格分别为 180/195/205 元/公斤,预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.57/1.02/1.53 元,同比增长 53.07%/78.75%/49.46%,较前次盈利预测分别上调 0.01/0.15/0.05 元,若考虑增发摊薄,则 2012-14 年 EPS 分别为 0.57/0.87/1.31 元。
- 公司最近三年净利润高速增长,2011-14 年净利润复合增长率保持在 55%上下,若按 2013 年摊薄前 30 倍 PE,则壹桥苗业目标价 30.6 元,对应 2013 年摊薄后 PE 近 35 倍,重申公司“买入”评级。
- 目前公司完成改造海域 2 万亩,未来仍有 2.5 万需要改造,随着增发再融资的临近,公司未来 3-4 年业绩仍保持快速增长。尽管公司目前 PE 估值水平相对好当家等公司偏高,但这是没有考虑到增发项目盈利贡献的,并且公司未来盈利快速增长不仅速度快而且质量高,换言之,公司盈利增长的确性非常高,因此理应获得相应的估值溢价。在 2013 年行业景气度提升和公司单产仍有超预期可能性的情况下,我们继续看好公司 2013 年的股价表现。

图表 1: 壹桥苗业收入和利润结构预测表

主营业务收入	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
虾夷贝苗	65.57	64.87	65.20	72.00	79.30	77.62	64.68	63.70
海湾贝苗	26.01	26.21	30.44	28.23	28.00	30.50	30.75	31.25
栉孔贝苗	0.00	0.00	0.00	12.99	26.04	26.46	26.88	27.30
海参苗	9.48	30.82	42.59	58.53	0.00	0.00	0.00	0.00
海参	9.29	8.31	10.35	21.37	62.38	181.87	458.49	684.68
毛利润	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
虾夷贝苗	29.16	33.85	34.00	41.20	53.04	50.57	38.81	39.20
海湾贝苗	6.54	9.67	12.01	9.02	12.50	14.14	13.89	13.89
栉孔贝苗	0.00	0.00	0.00	7.01	14.28	13.82	13.86	13.86
海参苗	2.44	9.83	13.75	19.71	0.00	0.00	0.00	0.00
海参	7.87	5.61	7.02	18.48	41.73	105.08	293.91	457.29

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 壹桥苗业主营业务销售预测表

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
虾夷扇贝苗								
平均售价 (元/万枚)	45.00	40.00	48.00	61.00	66.00	60.00	65.00	65.00
增长率 (YOY)	—	-11.11%	20.00%	27.08%	8.20%	-9.09%	8.33%	0.00%
销售数量 (亿枚)	144.15	163.01	150.00	130.00	117.60	107.80	98.00	98.00
增长率 (YOY)	—	13.08%	-7.98%	-13.33%	-9.54%	-8.33%	-9.09%	0.00%
销售收入 (百万元)	64.87	65.20	72.00	79.30	77.62	64.68	63.70	63.70
增长率 (YOY)	—	0.52%	10.42%	10.14%	-2.12%	-16.67%	-1.52%	0.00%
毛利率	52.18%	52.15%	57.22%	61.54%	65.15%	60.00%	61.54%	61.54%
销售成本 (百万元)	31.02	31.20	30.80	30.50	27.05	25.87	24.50	24.50
增长率 (YOY)	—	0.58%	-1.28%	-0.97%	-11.32%	-4.35%	-5.30%	0.00%
毛利 (百万元)	33.85	34.00	41.20	48.80	50.57	38.81	39.20	39.20
增长率 (YOY)	—	0.47%	21.16%	18.45%	3.62%	-23.26%	1.01%	0.00%
占总销售额比重	48.54%	42.56%	36.81%	38.06%	22.61%	10.54%	7.47%	5.34%
占主营业务利润比重	55.99%	49.73%	43.00%	36.52%	24.80%	10.05%	6.99%	5.05%
海湾扇贝苗								
平均售价 (元/万枚)	45.00	50.00	46.00	56.00	61.50	62.00	63.00	63.00
增长率 (YOY)	—	11.11%	-8.00%	21.74%	9.82%	0.81%	1.61%	0.00%
销售数量 (亿枚)	58.24	60.88	61.37	50.00	49.60	49.60	49.60	49.60
增长率 (YOY)	—	4.53%	0.80%	-18.53%	-0.80%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	26.21	30.44	28.23	28.00	30.50	30.75	31.25	31.25
增长率 (YOY)	—	16.15%	-7.26%	-0.82%	8.94%	0.81%	1.61%	0.00%
毛利率	36.91%	39.44%	31.96%	44.64%	46.34%	45.16%	44.44%	44.44%
销售成本 (百万元)	16.53	18.43	19.21	15.50	16.37	16.86	17.36	17.36
增长率 (YOY)	—	11.49%	4.20%	-19.31%	5.60%	3.03%	2.94%	0.00%
毛利 (百万元)	9.67	12.01	9.02	12.50	14.14	13.89	13.89	13.89
增长率 (YOY)	—	24.11%	-24.86%	38.56%	13.09%	-1.75%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	19.61%	19.87%	14.43%	13.44%	8.89%	5.01%	3.66%	2.62%
占主营业务利润比重	16.00%	17.56%	9.42%	9.35%	6.93%	3.60%	2.48%	1.79%
栉孔扇贝苗								
平均售价 (元/万枚)	0.00	0.00	61.00	62.00	63.00	64.00	65.00	65.00
增长率 (YOY)	—	—	—	1.64%	1.61%	1.59%	1.56%	0.00%
销售数量 (亿枚)	0.00	0.00	21.30	42.00	42.00	42.00	42.00	42.00
增长率 (YOY)	—	—	—	97.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	12.99	26.04	26.46	26.88	27.30	27.30
增长率 (YOY)	—	—	—	100.42%	1.61%	1.59%	1.56%	0.00%
毛利率	0.00%	0.00%	53.93%	54.84%	52.22%	51.56%	50.77%	50.77%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	5.99	11.76	12.64	13.02	13.44	13.44
增长率 (YOY)	—	—	—	96.48%	7.50%	2.99%	3.23%	0.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	7.01	14.28	13.82	13.86	13.86	13.86
增长率 (YOY)	—	—	—	103.78%	-3.24%	0.30%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	6.64%	12.50%	7.71%	4.38%	3.20%	2.29%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	7.31%	10.69%	6.78%	3.59%	2.47%	1.79%
海参								
平均售价 (元/公斤)	132.92	135.14	161.64	207.93	180.00	195.00	204.75	204.75
增长率 (YOY)	—	1.67%	19.61%	28.64%	-13.43%	8.33%	5.00%	0.00%
销售数量 (万公斤)	6.25	7.66	13.22	30.00	101.04	235.13	334.40	334.40
增长率 (YOY)	—	22.56%	72.58%	126.93%	236.80%	132.71%	42.22%	0.00%
销售收入 (百万元)	8.31	10.35	21.37	62.38	181.87	458.49	684.68	684.68
增长率 (YOY)	—	24.61%	106.43%	191.91%	191.56%	152.10%	49.33%	0.00%
毛利率	67.49%	67.78%	86.46%	66.89%	57.78%	64.10%	66.79%	66.79%
销售成本 (百万元)	2.70	3.34	2.89	20.65	76.79	164.59	227.39	227.39
增长率 (YOY)	—	23.50%	-13.27%	613.95%	271.84%	114.33%	38.16%	0.00%
毛利 (百万元)	5.61	7.02	18.48	41.73	105.08	293.91	457.29	457.29
增长率 (YOY)	—	25.14%	163.33%	125.84%	151.83%	179.70%	55.59%	0.00%
占总销售额比重	6.22%	6.76%	10.92%	29.94%	52.99%	74.72%	80.29%	57.35%
占主营业务利润比重	9.27%	10.26%	19.29%	31.23%	51.54%	76.10%	81.53%	58.93%
其他								
销售收入 (百万元)	0.41	0.51	0.88	0.93	1.00	1.00	1.00	1.00
增长率 (YOY)	—	24.21%	72.02%	5.64%	7.69%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.76%	40.61%	54.33%	57.03%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本 (百万元)	0.33	0.30	0.40	0.40	0.45	0.45	0.45	0.45
增长率 (YOY)	—	-6.90%	32.26%	-0.60%	12.78%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	0.09	0.21	0.48	0.53	0.55	0.55	0.55	0.55
增长率 (YOY)	—	142.97%	130.17%	10.89%	3.85%	0.00%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.31%	0.33%	0.45%	0.45%	0.29%	0.16%	0.12%	0.08%
占主营业务利润比重	0.14%	0.30%	0.50%	0.40%	0.27%	0.14%	0.10%	0.07%
销售收入小计 (百万元)	133.62	153.20	195.61	208.36	343.21	613.64	852.74	1193.84
销售成本小计 (百万元)	73.17	84.82	99.81	74.73	139.34	227.44	291.86	417.84
销售毛利小计 (百万元)	60.45	68.37	95.80	133.63	203.88	386.20	560.88	775.99
平均毛利率	45.24%	44.63%	48.98%	64.13%	59.40%	62.94%	65.77%	65.00%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 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	343	614	853	货币资金	38	213	22	196	285	379
增长率	14.65%	27.7%	6.5%	64.7%	78.8%	39.0%	应收款项	1	5	3	5	7	8
营业成本	-85	-102	-75	-139	-227	-292	存货	12	82	392	518	597	595
%销售成本	55.4%	52.4%	35.9%	40.6%	37.1%	34.2%	其他流动资产	7	22	18	139	91	88
毛利	68	93	134	204	386	561	流动资产	58	322	435	859	980	1,069
%销售收入	44.6%	47.6%	64.1%	59.4%	62.9%	65.8%	%总资产	20.2%	37.7%	32.5%	39.6%	37.0%	31.0%
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%	55.4%	58.9%	65.8%
%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	-41	-61	-77	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%	10.0%	9.0%	%总资产	79.8%	62.3%	67.5%	60.4%	63.0%	69.0%
息税前利润 (EBIT)	50	53	103	160	322	480	资产总计	284	853	1,340	2,167	2,649	3,450
%销售收入	32.4%	26.9%	49.6%	46.7%	52.4%	56.3%	短期借款	43	0	0	828	1,026	1,395
财务费用	-3	-3	-9	-10	-10	-12	应付款项	2	71	125	158	162	167
%销售收入	2.0%	1.4%	4.1%	2.8%	1.7%	1.4%	其他流动负债	3	6	15	40	47	63
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	48	76	140	1,027	1,234	1,625
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%	6.4%	0.0%	0.0%	负债	102	140	547	1,233	1,441	1,832
营业利润	47	50	95	162	311	468	普通股股东权益	182	713	794	1,068	1,342	1,752
营业利润率	30.6%	25.4%	45.5%	47.2%	50.7%	54.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	21	21	15	5	5	负债股东权益合计	284	853	1,340	2,301	2,783	3,584
税前利润	49	70	116	177	316	473	比率分析						
利润率	32.3%	35.9%	55.5%	51.6%	51.6%	55.5%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-6	-9	-15	-23	-42	-63	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	0.573	1.024	1.531
净利润	43	61	100	154	274	410	每股净资产 (元)	3.636	10.646	5.922	3.984	5.008	6.539
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	0.043	1.397	2.216
归属于母公司的净利润	43	61	100	154	274	410	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%	44.7%	44.7%	48.1%	回报率						
							净资产收益率	23.73%	8.60%	12.64%	14.38%	20.45%	23.41%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	15.17%	7.19%	7.48%	6.67%	9.86%	11.44%
净利润	43	61	100	154	274	410	投入资本收益率	18.34%	8.36%	7.70%	7.35%	12.26%	14.06%
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%	64.72%	78.79%	38.96%
非经营收益	3	3	19	-15	10	14	EBIT增长率	3.89%	5.72%	96.60%	55.16%	100.70%	49.14%
营运资金变动	4	14	-263	-199	-10	26	净利润增长率	11.12%	42.20%	63.55%	53.07%	78.75%	49.46%
经营活动现金净流	64	98	-107	12	374	594	总资产增长率	32.63%	200.14%	57.07%	61.70%	22.25%	30.24%
资本开支	76	342	424	460	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	-449	-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	703.5	528.2	543.1
债权募资	48	-43	345	628	198	369	偿债能力						
其他	-4	-8	-39	-17	-29	-19	净负债/股东权益	30.14%	-22.83%	47.03%	77.44%	69.76%	69.13%
筹资活动现金净流	44	420	306	612	169	350	EBIT利息保障倍数	16.6	19.7	12.0	16.6	31.0	40.0
现金净流量	33	175	-191	175	89	94	资产负债率	36.05%	16.40%	40.79%	53.60%	51.78%	51.11%

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。