

证券研究报告

农林牧渔

推荐 (维持)

证券分析师

王华 CFA

投资咨询资格编号 S1060511010015
电话 0755-22621039
邮箱 wanghua505@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

壹桥苗业 (002447)

收购优质海域资源，确保海参业务持续发展

事项：

1月19日公司公告拟以25,000万元收购杨守军位于瓦房店市谢屯镇的4,985.05亩围堰海参养殖圈及相应的海域使用权。同时公告与秦皇岛冀弘水产养殖观光有限公司签订租赁协议，租赁其2.5万立方米用于海珍品苗繁育，租赁期5年。

平安观点：

■ 整合优质海域资源，做大做强海参产业链

工业化、城镇化带来优质海域资源稀缺，围堰、底播等天然养殖海参存在供给瓶颈。虽然海参价格趋势性上涨行情基本结束，波动周期性增强，但天然养殖海参企业溢价能力较强，有助于其降低价格周期波动给业绩带来的不利影响。

此次收购有利于增强公司的优质海域资源储备，收购完成后，公司优质海域资源上升至5.25万亩，比收购前增加了11%。按2年轮播、亩产200公斤保守估计，公司海参产能有望达到5,250吨，预计公司2012年产量1,000吨左右，2016年前海参业务将持续放量。

■ 收购完成可增厚 EPS0.22 元，但不影响 2013、2014 年业绩

收购海域已完成围堰改造，但未进行海参苗投放，公司预计投苗2年后开始产生收益，平均每年实现销售收入11,216万元，实现利润约7,290万元。根据我们推算，此收益假设前提为亩产265公斤，单价170元/公斤，毛利率65%。按最新股本计算，可增厚EPS0.22元。

■ 发挥育苗优势，提高海参苗自给率

苗的成本占海参养殖成本30%左右，海参苗完全外购时海参养殖毛利率为50%，当海参苗自给率达到100%时，海参养殖毛利率可提高至70%。

公司积极发挥海珍品育苗优势，在海域扩张的同时，通过租赁、购买等方式提高育苗水体规模，确保海参苗较高的自给率，以稳定并提升海参毛利率。此次租赁完成后，公司育苗水体达到14.8万立方米，预计可提供44万公斤海参苗，满足3.5万亩海域海参苗需求，未来2年海参苗自给率有望达到80%以上。

■ 估值与投资建议

海参亩产略超我们预期，小幅上调壹桥苗业2012年-2014年 EPS分别由0.50、0.69、0.82至0.53元、0.72元和0.87元，对应1月16日收盘价25.95元的PE分别为49.0、35.9和29.8倍。公司海参业务发展空间巨大，维持“推荐”评级。

短期可关注两个重要的投资时点：一是2月份春节消费旺季来临之前，持续冰情带来海参价格超预期上涨；二是4月份南方海参供给同比降50%以上，海参价格同比回升将成为短期内海参养殖企业股价上涨的催化剂。

■ 风险提示

海域污染风险、苗种繁育病害风险、自然灾害风险、海参价格大幅下降风险、亩产低于预期风险

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
流动资产	435	557	820	1074	
现金	22	476	723	964	
应收账款	3	4	5	5	
其他应收款	0	6	9	10	
预付账款	18	22	32	38	
存货	392	48	50	54	
其他流动资产	0	2	2	2	
非流动资产	905	936	957	967	
长期投资	2	0	0	0	
固定资产	610	664	700	720	
无形资产	106	106	106	106	
其他非流动资产	187	166	151	141	
资产总计	1340	1493	1777	2041	
流动负债	140	113	153	183	
短期借款	0	16	14	12	
应付账款	105	82	124	156	
其他流动负债	35	15	15	15	
非流动负债	407	454	505	505	
长期借款	395	445	495	495	
其他非流动负债	12	9	10	10	
负债合计	547	567	658	688	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	134	268	268	268	
资本公积	435	301	301	301	
留存收益	225	357	551	784	
归属母公司股东权益	794	926	1120	1353	
负债和股东权益	1340	1493	1777	2041	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
经营活动现金流	-107	505	308	366	
净利润	100	142	194	233	
折旧摊销	37	67	79	90	
财务费用	9	4	9	23	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-263	294	26	19	
其他经营现金流	10	-2	1	1	
投资活动现金流	-390	-98	-100	-100	
资本支出	425	100	100	100	
长期投资	0	-2	0	0	
其他投资现金流	35	0	0	0	
筹资活动现金流	306	47	39	-25	
短期借款	0	16	-2	-2	
长期借款	345	50	50	0	
普通股增加	67	134	0	0	
资本公积增加	-67	-134	0	0	
其他筹资现金流	-39	-19	-9	-23	
现金净增加额	-191	454	247	241	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
营业收入	208	314	448	542	
营业成本	75	119	166	194	
营业税金及附加	0	0	0	0	
营业费用	1	2	3	2	
管理费用	29	41	49	57	
财务费用	9	4	9	23	
资产减值损失	-0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	95	148	221	267	
营业外收入	55	15	0	0	
营业外支出	34	1	0	0	
利润总额	116	162	221	267	
所得税	15	20	28	33	
净利润	100	142	194	233	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	100	142	194	233	
EBITDA	141	219	309	380	
EPS (元)	0.37	0.53	0.72	0.87	

主要财务比率					
会计年度	2011 A	2012E	2013E	2014E	
成长能力					
营业收入	6.5%	50.9%	42.5%	21.1%	
营业利润	90.8%	56.3%	49.3%	20.6%	
归属于母公司净利润	63.5%	41.5%	36.4%	20.6%	
获利能力					
毛利率(%)	64.1%	62.2%	63.0%	64.3%	
净利率(%)	20.4%	20.	48.	45.	
ROE(%)	12.6%	15.3%	17.3%	17.2%	
ROIC(%)	7.6%	14.5%	22.0%	28.0%	
偿债能力					
资产负债率(%)	40.8%	38.0%	37.0%	33.7%	
净负债比率(%)	72.25%	81.26%	77.37%	73.64%	
流动比率	3.11	4.94	5.36	5.87	
速动比率	0.31	4.51	5.03	5.57	
营运能力					
总资产周转率	0.19	0.22	0.27	0.28	
应收账款周转率	138	91	100	101	
应付账款周转率	0.86	1.27	1.61	1.38	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.53	0.72	0.87	
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.40	1.88	1.15	1.37	
每股净资产(最新摊薄)	2.96	3.46	4.18	5.05	
估值比率					
P/E	69.33	49.01	35.93	29.80	
P/B	8.76	7.51	6.21	5.14	
EV/EBITDA	38	24	17	14	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257