

## 壹桥苗业 (002447.SZ)

### 2012 年业绩略超预期, 2013 年继续高增长

**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 2 月 28 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)	22.99
市值(百万元)	6161.32
流通市值(百万元)	2493.96

#### 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	372.19	610.17	852.74
营业收入增速	27.69%	6.51%	78.63%	63.94%	39.75%
净利润增长率	42.20%	63.55%	58.70%	71.27%	50.67%
摊薄每股收益 (元)	0.92	0.75	0.59	1.02	1.53
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	39.06	22.80	15.13
PEG	2.04	0.64	0.67	0.32	0.30
每股净资产 (元)	10.65	5.92	4.00	5.02	6.56
每股现金流量	1.47	-0.80	-0.08	1.58	2.21
净资产收益率	8.60%	12.64%	14.83%	20.26%	23.39%
市净率	7.41	5.11	5.79	4.62	3.54
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

- 壹桥苗业公布 2012 年业绩快报, 公司 2012 年实现营业收入 3.72 亿元, 同比增长 78.62%, 实现归属上市公司股东净利润 1.59 亿元, 同比增长 58.70%, 折合 EPS0.59 元, 公司 2012 年营业收入较我们此前预期高 3000 万元, EPS 高 0.02 元, 业绩略超预期。**
- 业绩超预期的主要原因在于四季度单产水平较我们此前预期更好。**公司四季度单季实现营业收入 1.85 亿元, 净利润 6303 万元, 净利润率 34.1%。由于四季度公司业绩全部来自于海参养殖业务, 按照 184 元/公斤的销售均价测算, 公司四季度销售 1005 吨, 单产应该在 340-350 公斤/亩, 高于我们此前预期 330 公斤/亩。不过由于下半年捕捞海域 70% 投苗来自于外购, 毛利率水平在 60% 以下, 因此净利润超预期水平没有收入高, 但随着未来公司自育苗种占比提升, 公司海参养殖业务利润率水平有望逐步提升。
- 公司未来 4 年海参捕捞量仍将保持较快增速, 保证公司业绩实现快速增长。**我们预计 2012-2014 年捕捞面积分别为 3900/9000/12800 亩, 单产 340/275/275 公斤/亩, 产量分别为 1193/2475/3520 吨。目前公司拥有海域面积 5.25 万亩, 预计 2016 年满产后产量可达 7219 吨, 较 2012 年产量仍有 505% 增长空间。
- 公司做大做强海参养殖战略意图明显。**公司 1 月份新收购海域面积 4985 亩, 增加养殖海域面积, 租赁水体 2.5 万方, 提升自育苗种比例, 提升盈利能力, 根据公司对海参养殖产业链的战略定位, 不排除未来进一步收购周边成熟海域的可能性。
- 2012-2014 年 EPS 分别为 0.59/1.02/1.53 元, 若考虑增发摊薄, 则 2012-14 年 EPS 分别为 0.52/0.89/1.33 元。**未来 4 年公司业绩仍将保持确定性高速增长, 年均增速 55%, 重申“买入”评级, 目标价 30.6 元, 对应 30 倍 2013 年 PE, 对应摊薄后 34 倍 2013 年 PE。

**图表 1: 壹桥药业三张报表**

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业总收入</b>	<b>153</b>	<b>196</b>	<b>208</b>	<b>372</b>	<b>610</b>	<b>853</b>
增长率	14.65%	27.7%	6.5%	78.6%	63.9%	39.8%
营业成本	-85	-102	-75	-154	-226	-291
% 销售收入	55.4%	52.4%	35.9%	41.4%	37.0%	34.2%
毛利	68	93	134	218	384	562
% 销售收入	44.6%	47.6%	64.1%	58.6%	63.0%	65.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	0	-1	-1	-3	-3	-4
% 销售收入	0.2%	0.7%	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%
管理费用	-18	-39	-29	-45	-61	-77
% 销售收入	11.9%	20.1%	13.9%	12.0%	10.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	50	53	103	171	320	481
% 销售收入	32.4%	26.9%	49.6%	45.9%	52.5%	56.3%
财务费用	-3	-3	-9	-9	-11	-12
% 销售收入	2.0%	1.4%	4.1%	2.6%	1.8%	1.4%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	47	50	95	161	309	469
营业利润率	30.6%	25.4%	45.5%	43.3%	50.7%	55.0%
营业外收支	2	21	21	17	5	5
税前利润	49	70	116	178	314	474
利润率	32.3%	35.9%	55.5%	47.8%	51.5%	55.5%
所得税	-6	-9	-15	-19	-42	-63
所得税率	12.7%	12.7%	13.2%	10.6%	13.3%	13.3%
净利润	43	61	100	159	273	411
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>43</b>	<b>61</b>	<b>100</b>	<b>159</b>	<b>273</b>	<b>411</b>
净利率	28.2%	31.4%	48.1%	42.8%	44.7%	48.2%

  

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	38	213	22	154	292	384
应收款项	1	5	3	5	7	8
存货	12	82	392	570	593	594
其他流动资产	7	22	18	154	90	87
流动资产	58	322	435	883	982	1,073
% 总资产	20.2%	37.7%	32.5%	40.3%	37.0%	31.1%
长期投资	0	2	2	2	2	2
固定资产	190	444	797	1,200	1,560	2,271
% 总资产	67.0%	52.0%	59.5%	54.7%	58.8%	65.7%
无形资产	36	86	106	107	107	108
非流动资产	227	532	905	1,309	1,669	2,381
% 总资产	79.8%	62.3%	67.5%	59.7%	63.0%	68.9%
<b>资产总计</b>	<b>284</b>	<b>853</b>	<b>1,340</b>	<b>2,192</b>	<b>2,652</b>	<b>3,454</b>
短期借款	43	0	0	828	1,026	1,395
应付款项	2	71	125	175	161	167
其他流动负债	3	6	15	43	46	63
流动负债	48	76	140	1,046	1,233	1,625
长期贷款	50	50	395	195	195	195
其他长期负债	4	14	12	12	12	12
<b>负债</b>	<b>102</b>	<b>140</b>	<b>547</b>	<b>1,253</b>	<b>1,440</b>	<b>1,832</b>
普通股股东权益	182	713	794	1,073	1,346	1,757
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>284</b>	<b>853</b>	<b>1,340</b>	<b>2,326</b>	<b>2,786</b>	<b>3,588</b>

  

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	0.863	0.915	0.749	0.594	1.017	1.533
每股净资产 (元)	3.636	10.646	5.922	4.005	5.022	6.555
每股经营现金净流 (元)	1.283	1.467	-0.797	-0.080	1.581	2.211
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.050	0.050	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	23.73%	8.60%	12.64%	14.83%	20.26%	23.39%
总资产收益率	15.17%	7.19%	7.48%	6.84%	9.79%	11.45%
投入资本收益率	18.34%	8.36%	7.70%	7.87%	12.22%	14.08%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	14.65%	27.69%	6.51%	78.63%	63.94%	39.75%
EBIT增长率	3.89%	5.72%	96.60%	65.27%	87.47%	50.10%
净利润增长率	11.12%	42.20%	63.55%	58.70%	71.27%	50.67%
总资产增长率	32.63%	200.14%	57.07%	63.54%	20.98%	30.27%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	7.0	1.0	2.5	5.0	3.9	3.1
存货周转天数	50.0	166.9	1,157.6	1,300.0	900.0	700.0
应付账款周转天数	21.4	125.4	423.5	400.0	250.0	200.0
固定资产周转天数	355.1	410.1	786.6	648.7	531.2	543.1
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	30.14%	-22.83%	47.03%	80.99%	69.05%	68.64%
EBIT利息保障倍数	16.6	19.7	12.0	18.0	29.6	40.3
资产负债率	36.05%	16.40%	40.79%	53.85%	51.68%	51.04%

  

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	43	61	100	159	273	411
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	19	37	72	99	143
非经营收益	3	3	19	-5	10	14
营运资金变动	4	14	-263	-247	42	24
<b>经营活动现金净流</b>	<b>64</b>	<b>98</b>	<b>-107</b>	<b>-21</b>	<b>424</b>	<b>593</b>
资本开支	76	342	424	458	455	850
投资	0	-2	0	0	0	0
其他	0	0	33	0	0	0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-76</b>	<b>-344</b>	<b>-390</b>	<b>-458</b>	<b>-455</b>	<b>-850</b>
股权募资	0	471	0	0	0	0
债权募资	48	-43	345	628	198	369
其他	-4	-8	-39	-17	-29	-19
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>44</b>	<b>420</b>	<b>306</b>	<b>612</b>	<b>169</b>	<b>350</b>
<b>现金净流量</b>	<b>33</b>	<b>175</b>	<b>-191</b>	<b>132</b>	<b>138</b>	<b>92</b>

来源: 公司公告、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。