

2013年10月14日



壹桥苗业 (002447.SZ)

肉禽鱼产品行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

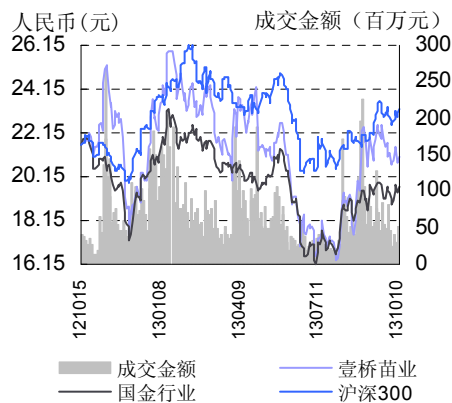
市价(人民币): 21.39元

目标(人民币): 25.38元

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)	146.22
总市值(百万元)	56.47
年内股价最高最低(元)	25.91/16.33
沪深300指数	2472.54
中小板指数	6342.80



## 相关报告

1. 《鲁参减产是催化,需求压制仍难言乐观》, 2013.8.23
2. 《短期略承压,中长期成长逻辑依然清晰》, 2013.4.26
3. 《13年仍是高成长年》, 2013.2.28

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.749	0.600	0.771	0.976	1.309
每股净资产(元)	5.92	3.53	4.24	5.15	6.40
每股经营性现金流(元)	-0.80	0.41	0.89	0.59	1.06
市盈率(倍)	40.39	37.31	27.74	21.92	16.34
行业优化市盈率(倍)	27.87	23.88	27.12	27.12	27.12
净利润增长率(%)	66.64%	60.42%	28.40%	26.55%	34.17%
净资产收益率(%)	12.64%	17.03%	18.19%	18.93%	20.45%
总股本(百万股)	134.00	268.00	268.00	268.00	268.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 壹桥苗业发布业绩预告, 前三季度同比下滑 0%-30%, 相比中报预计增长 0%-30%有所下调, 业绩符合我们预期, 我们倾向于乐观解读前三季度业绩落地后带来的投资机会。

## 经营分析

- 贝苗水体萎缩是下滑的主因: 三季度为海参鲜参捕捞销售的淡季, 在 2012 年以前贝苗是收入的主要来源, 以 2011、2012 年为例, 三季度当中贝苗收入占比约 90%和 70%, 大约在 2500 万左右, 主要由栉孔贝苗来贡献, 今年三季度没有栉孔贝苗收入, 原因在于公司年初就已经对公司的业务结构做出了战略调整, 有限水体资源运用在扶持海参产业链做大做强, 具体的措施为压缩贝苗水体 30%-35%, 提高参苗供应, 因此, 三季度业绩下滑在情理之中。
- 近看: 公司业绩拐点有望在 4 季度到来: 在经过前三季度蛰伏之后, 公司基于战略调整的压力释放了绝大部分, 增速逐季走低的情况有望在四季度迎来拐点。核心原因在于, 海参将取代贝苗重新成为公司业绩的主导, 而公司 4 季度海参业绩贡献仍将保持明显增长, 一方面受益于海参捕捞面积相比 2012 年有明显增长, 预计捕捞面积为 7000 亩左右, 相比 12 年秋捕捞翻番不止, 放量仍有保障, 另一方面受益于鲁参减产, 海参销售价格将有所回升, 公司周边鲜参收购价格在 80 元/斤以上, 我们认为今年 4 季度海参均价同比下降 10%以内。
- 远看: 14 年公司轻装上阵将重拾快速增长。从明年开始, 贝苗收入下降、海参毛利率底谷等问题都有望得到明显的改观, 预计贝苗水体压缩幅度将有所减少, 而明年公司海参苗成本将有所下降将改善毛利率水平(2011 年以后公司外购苗比例持续减少), 公司今年调整的效果将逐步得到显现, 重新走上稳固增长的轨道可期, 公司目前滚动捕捞面积还有很大提升空间, 成长逻辑仍然清晰。

## 投资建议

- 维持公司 2013-15 年 EPS 为 0.77、0.98、1.31 的预测, 维持“增持”评级, 公司重拾快稳增长就在 13Q4, 下跌即为买入良机, 目标价 25.38 元。

### 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	1	1	3
增持	0	0	3	4	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	1.75	1.78	1.74

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	16.75	35.64 ~ 42.23
2 2013-01-07	增持	22.97	23.77 ~ 27.15
3 2013-02-28	增持	23.98	25.45 ~ 28.28
4 2013-04-26	增持	21.83	N/A
5 2013-08-23	增持	21.52	21.00 ~ 21.00

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



### 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。

**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。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4  
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD