

壹桥苗业 (002447.SZ)

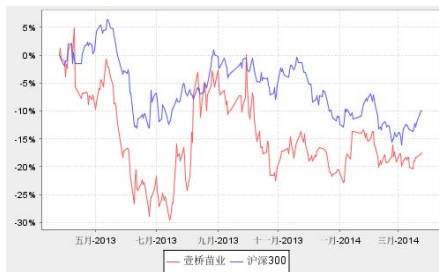
品牌干参销售超预期，静待下半年业绩拐点

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **24.9**
 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
 2014年4月10日

基本状况

总股本(百万股)	312.28
流通股本(百万股)	268.00
市价(元)	19.05
市值(百万元)	5949.01
流通市值(百万元)	5105.40

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	372.16	532.70	579.58	679.08	942.56
营业收入增速	78.62%	43.14%	8.80%	17.17%	38.80%
净利润增长率	60.42%	1.00%	58.54%	18.96%	35.49%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.61	0.83	0.98	1.33
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)	37.31	31.79	23.16	19.47	14.37
PEG	0.62	31.79	0.40	1.03	0.40
每股净资产(元)	3.53	4.07	4.46	5.44	6.77
每股现金流量	0.41	1.22	-0.27	2.24	1.81
净资产收益率	17.03%	14.89%	18.49%	18.03%	19.63%
市净率	6.35	4.73	4.28	3.51	2.82
总股本(百万股)	268.00	268.00	312.28	312.28	312.28

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件:** 壹桥苗业公布 2013 年报, 公司 2013 年实现营业收入 5.32 亿元, 同比增长 43.14%, 实现归属上市公司股东净利润 1.63 亿元, 同比增长 1%, 按增发后股本计算折合 EPS0.52 元, 分红预案为每 10 股派发现金红利 0.60 元(含税), 同时以资本公积向全体股东每 10 股转增股本 5 股。
- 2013 年公司海参捕捞量大幅增长, 但因价格下跌, 成本上升导致公司增收不增利。** 我们测算 2013 年公司捕捞面积达到 1.07 万亩, 单产 260 公斤/亩, 产量达到 2782 吨, 较 2012 年增长 133%。但 2013 年海参均价只有 153 元/公斤, 较 2012 年下跌 27 元/公斤, 且成本由 102 元/公斤上涨至 110 元/公斤, 导致公司鲜参收入增长 31.6%至 2.63 亿元, 但毛利率仅有 28%, 同比下降 15pct, 干参收入 1.62 亿元, 同比增长 382.88%, 毛利率 54.9%, 同比下降 18.19pct。
- 公司干参业务放量是 2013 年公司经营一大亮点, 在大宗鲜参价格需求受限的情况下, 公司干参业务放量保证了盈利能力的稳定性。** 2013 年公司干参业务收入达到 1.62 亿元, 同比增长 382.88%, 干参业务在海参业务中的占比由 2012 年的 14%大幅提升至 38%, 由于终端品牌溢价能力, 公司干参业务毛利率较鲜参业务高 27pct, 大幅抵消了海参酒店需求下滑带来的业绩下降风险。**2013 年公司大力开拓电商渠道, 公司在品牌渠道方面的增长力度远远超出我们以及市场预期, 公司产业链一体化的形成早于我们预期, 这的确是公司 2013 年最大的经营亮点。**
- 尽管 2014 年海参价格依然表现不佳, 但公司 2014 年实现 40%以上的业绩增长是非常确定的。** (1) 公司 2014 年海参苗种基本实现自给, 预计成本较 2013 年下降 9000 万元, 单位成本由 110 元/公斤下降至 79 元/公斤, 在我们下调价格假设的情况下, 毛利率由 28%上升至 47.3%; (2) 增发完成, 财务费用大幅下降, 预计可节省至少 2000 万费用; (3) 电商渠道继续放量带来业绩弹性。

- 从 2014 年福建海参销售价格以及目前的需求形势来看，我们继续对海参价格做保守假设预期。预计公司 2014 年海参均价 150 元/公斤，2015 和 2016 年分别为 155 元/公斤和 150 元/公斤。目前福建海参基本捕捞完毕，价格仅有 85-90 元/公斤，我们预计北方地区春捕海参价格 120 元/公斤，下半年 155-160 元/公斤。
- 尽管我们对海参价格假设比较保守，但我们对公司未来 3 年公司业绩增长持乐观态度，增长主要来自于捕捞量提升、成本下降以及电商渠道放量。预计 2014-2016 年捕捞面积分别为 11500/13000/22000 亩，捕捞量分别为 2875/3120/5280 吨，其中销鲜量分别为 2000/2200/3500 吨，销售干海参 45/60/80 吨，折算鲜参量分别为 675/900/1200 吨。鲜销毛利率分别为 47.3%/47.7%/45.3%，干参毛利率 66%/65.3%/64.9%。捕捞量提升、成本下降以及电商渠道放量基本可以确保未来三年 30% 的业绩年均增速。
- 同时提醒各位投资者的是，公司上半年海参捕捞量仅占全年的 10%-15%，因此业绩分布上看呈现明显的前低后高现象。此外由于福建海参上市可能对上半年北方海参价格形成冲击，但下半年进入消费旺季后，北方海参价格将环比回升，公司经历半年报的低点后，下半年或迎来较好的买入时点。
- 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.83/0.98/1.33 元，对应 30X2014PE，目标价 24.9 元，维持“买入”评级。
- 风险因素：海参需求惨淡，导致价格低于我们的 150 元/公斤假设预期。

图表 1: 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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	208	372	533	580	679	943	货币资金	22	187	87	348	272	365
增长率	6.51%	78.6%	43.1%	8.8%	17.2%	38.8%	应收款项	3	13	51	14	19	32
营业成本	-75	-162	-285	-242	-284	-422	存货	392	422	324	890	732	842
% 销售收入	35.9%	43.6%	53.6%	41.7%	41.8%	44.8%	其他流动资产	18	2	5	242	114	127
毛利	134	210	247	338	395	520	流动资产	435	624	467	1,493	1,137	1,366
% 销售收入	64.1%	56.4%	46.4%	58.3%	58.2%	55.2%	% 总资产	32.5%	35.0%	19.6%	39.8%	30.7%	29.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	2	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	797	967	1,524	1,876	2,185	2,845
营业费用	-1	-2	-5	-9	-10	-14	% 总资产	59.5%	54.3%	63.9%	50.0%	59.1%	62.1%
% 销售收入	0.7%	0.5%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	106	107	137	124	119	115
管理费用	-29	-37	-36	-43	-47	-53	非流动资产	905	1,157	1,919	2,257	2,561	3,217
% 销售收入	13.9%	9.9%	6.8%	7.5%	6.9%	5.6%	% 总资产	67.5%	65.0%	80.4%	60.2%	69.3%	70.2%
息税前利润 (EBIT)	103	171	206	285	338	453	资产总计	1,340	1,780	2,386	3,750	3,698	4,583
% 销售收入	49.6%	46.1%	38.6%	49.2%	49.7%	48.1%	短期借款	0	107	352	1,646	1,353	1,759
财务费用	-9	-9	-45	-24	-25	-26	应付款项	125	21	36	274	201	241
% 销售收入	4.1%	2.5%	8.5%	4.2%	3.7%	2.7%	其他流动负债	15	22	16	46	54	77
资产减值损失	0	-1	-2	0	0	0	流动负债	140	150	404	1,966	1,608	2,077
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	395	400	621	121	121	121
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	12	285	269	269	269	269
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	547	835	1,294	2,356	1,998	2,468
营业利润	95	162	159	261	313	427	普通股股东权益	794	945	1,092	1,393	1,700	2,115
营业利润率	45.5%	43.4%	29.8%	45.1%	46.0%	45.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	21	20	14	10	10	10	负债股东权益合计	1,340	1,780	2,386	3,750	3,698	4,583
税前利润	116	182	173	271	323	437	比率分析						
利润率	55.5%	48.8%	32.4%	46.8%	47.5%	46.4%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-15	-21	-10	-14	-16	-22	每股指标						
所得税率	13.2%	11.4%	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%	每股收益 (元)	0.749	0.600	0.606	0.825	0.982	1.330
净利润	100	161	163	258	307	415	每股净资产 (元)	5.922	3.526	4.073	4.462	5.444	6.774
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	-0.797	0.407	1.224	-0.271	2.238	1.805
归属于母公司的净利润	100	161	163	258	307	415	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	48.1%	43.2%	30.5%	44.5%	45.1%	44.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	12.64%	17.03%	14.89%	18.49%	18.03%	19.63%
净利润	100	161	163	258	307	415	总资产收益率	7.48%	9.04%	6.81%	6.87%	8.29%	9.06%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	7.70%	12.02%	9.80%	9.64%	11.06%	11.86%
非现金支出	37	59	73	128	155	199	增长率						
非经营收益	19	10	43	18	21	22	营业总收入增长率	6.51%	78.62%	43.14%	8.80%	17.17%	38.80%
营运资金变动	-263	-121	50	-489	216	-73	EBIT 增长率	96.60%	65.94%	19.96%	38.73%	18.33%	34.18%
经营活动现金净流	-107	109	328	-85	699	564	净利润增长率	63.55%	60.42%	1.00%	58.54%	18.96%	35.49%
资本开支	424	414	820	456	450	845	总资产增长率	57.07%	32.82%	34.03%	57.16%	-1.37%	23.91%
投资	0	0	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	33	399	0	0	0	0	应收账款周转天数	2.5	7.7	21.8	8.3	10.1	12.0
投资活动现金净流	-390	-15	-820	-456	-450	-845	存货周转天数	1,157.6	915.1	476.7	1,300.0	900.0	700.0
股权募资	0	0	0	44	0	0	应付账款周转天数	423.5	127.7	18.2	400.0	250.0	200.0
债权募资	345	112	466	794	-293	407	固定资产周转天数	786.6	718.7	697.7	759.9	742.7	662.7
其他	-39	-41	-75	-37	-31	-32	偿债能力						
筹资活动现金净流	306	71	392	801	-325	374	净负债/股东权益	47.03%	33.88%	81.21%	101.86%	70.68%	71.63%
现金净流量	-191	165	-100	261	-75	93	EBIT 利息保障倍数	12.0	18.3	4.6	11.8	13.5	17.5
							资产负债率	40.79%	46.91%	54.25%	62.84%	54.04%	53.84%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 2: 键入图表的标题

单位: 人民币百万元

项 目	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
虾夷扇贝苗							
平均售价 (元/万枚)	48.00	59.00	61.50	55.80	55.80	56.00	56.00
增长率 (YOY)	—	22.92%	4.24%	-9.27%	0.00%	0.36%	0.00%
销售数量 (亿枚)	150.00	130.00	128.70	89.10	64.35	59.40	54.45
增长率 (YOY)	—	-13.33%	-1.00%	-30.77%	-27.78%	-7.69%	-8.33%
销售收入 (百万元)	72.00	76.70	79.15	49.72	35.91	33.26	30.49
增长率 (YOY)	—	6.53%	3.19%	-37.19%	-27.78%	-7.36%	-8.33%
毛利率	57.22%	68.36%	78.05%	81.18%	81.18%	80.71%	80.71%
销售成本 (百万元)	30.80	24.27	17.37	9.36	6.76	6.42	5.88
增长率 (YOY)	—	-21.20%	-28.41%	-46.15%	-27.78%	-5.05%	-8.33%
毛利 (百万元)	41.20	52.43	61.78	40.36	29.15	26.85	24.61
增长率 (YOY)	—	27.25%	17.83%	-34.66%	-27.78%	-7.90%	-8.33%
占总销售额比重	36.81%	36.81%	21.27%	9.33%	6.20%	4.90%	3.24%
占主营业务利润比重	43.00%	39.23%	29.42%	16.32%	8.63%	6.80%	4.73%
海湾扇贝苗							
平均售价 (元/万枚)	46.00	52.40	55.94	50.50	56.00	56.00	57.00
增长率 (YOY)	—	13.91%	6.75%	-9.72%	10.89%	0.00%	1.79%
销售数量 (亿枚)	61.37	53.99	54.25	46.50	46.50	46.50	46.50
增长率 (YOY)	—	-12.03%	0.49%	-14.29%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	28.23	28.29	30.34	23.48	26.04	26.04	26.51
增长率 (YOY)	—	0.21%	7.27%	-22.61%	10.89%	0.00%	1.79%
毛利率	31.96%	45.42%	61.56%	70.10%	73.04%	73.04%	73.51%
销售成本 (百万元)	19.21	15.44	11.66	7.02	7.02	7.02	7.02
增长率 (YOY)	—	-19.62%	-24.46%	-39.80%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	9.02	12.85	18.68	16.46	19.02	19.02	19.48
增长率 (YOY)	—	42.43%	45.39%	-11.88%	15.54%	0.00%	2.44%
占总销售额比重	14.43%	13.58%	8.15%	4.41%	4.49%	3.83%	2.81%
占主营业务利润比重	9.42%	9.62%	8.90%	6.66%	5.63%	4.82%	3.74%
栉孔扇贝苗							
平均售价 (元/万枚)	61.00	64.00	63.00	58.00	58.00	58.00	58.00
增长率 (YOY)	—	4.92%	-1.56%	-7.94%	0.00%	0.00%	0.00%
销售数量 (亿枚)	21.30	42.00	42.30	36.00	36.00	34.10	32.00
增长率 (YOY)	—	97.18%	0.72%	-14.90%	0.00%	-5.28%	-6.16%
销售收入 (百万元)	12.99	26.88	26.65	20.88	20.88	19.78	18.56
增长率 (YOY)	—	106.88%	-0.86%	-21.65%	0.00%	-5.28%	-6.16%
毛利率	53.93%	58.13%	64.22%	74.14%	74.14%	74.14%	73.45%
销售成本 (百万元)	5.99	11.26	9.53	5.40	5.40	5.12	4.93
增长率 (YOY)	—	88.06%	-15.29%	-43.36%	0.00%	-5.28%	-3.66%
毛利 (百万元)	7.01	15.62	17.11	15.48	15.48	14.66	13.63
增长率 (YOY)	—	122.95%	9.54%	-9.55%	0.00%	-5.28%	-7.03%
占总销售额比重	6.64%	12.90%	7.16%	3.92%	3.60%	2.91%	1.97%
占主营业务利润比重	7.31%	11.69%	8.15%	6.26%	4.58%	3.71%	2.62%
海参							
平均售价 (元/公斤)	161.64	223.66	179.78	153.33	150.00	155.00	150.00
增长率 (YOY)	—	38.37%	-19.62%	-14.71%	-2.17%	3.33%	-3.23%
销售数量 (万公斤)	13.22	27.89	111.30	171.73	200.00	220.00	350.00
增长率 (YOY)	—	110.97%	299.07%	54.29%	16.46%	10.00%	59.09%
销售收入 (百万元)	21.37	62.38	200.09	263.32	300.00	341.00	525.00
增长率 (YOY)	—	191.91%	220.77%	31.60%	13.93%	13.67%	53.96%
毛利率	86.46%	66.89%	43.00%	28.00%	47.27%	47.74%	45.33%
销售成本 (百万元)	2.89	20.65	114.05	189.58	158.18	178.20	287.00
增长率 (YOY)	—	613.95%	452.25%	66.23%	-16.56%	12.66%	61.05%
毛利 (百万元)	18.48	41.73	86.04	73.74	141.82	162.80	238.00
增长率 (YOY)	—	125.84%	106.20%	-14.30%	92.34%	14.79%	46.19%
占总销售额比重	10.92%	29.94%	53.77%	49.43%	51.76%	50.21%	55.70%
占主营业务利润比重	19.29%	31.23%	40.98%	29.82%	41.99%	41.22%	45.74%
其他							
销售收入 (百万元)	0.88	0.93	2.44	13.68	10.00	10.00	10.00
增长率 (YOY)	—	5.64%	162.82%	460.38%	-26.88%	0.00%	0.00%
毛利率	54.33%	57.03%	76.67%	91.19%	90.00%	90.00%	90.00%
销售成本 (百万元)	0.40	0.40	0.57	1.20	1.00	1.00	1.00
增长率 (YOY)	—	-0.60%	42.71%	111.59%	-17.00%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	0.48	0.53	1.87	12.47	9.00	9.00	9.00
增长率 (YOY)	—	10.89%	253.30%	566.53%	-27.83%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.45%	0.45%	0.66%	2.57%	1.73%	1.47%	1.06%
占主营业务利润比重	0.50%	0.40%	0.89%	5.04%	2.67%	2.28%	1.73%
销售收入小计 (百万元)	195.61	208.36	372.16	532.70	579.58	679.08	942.56
销售成本小计 (百万元)	99.81	74.73	162.20	285.41	241.87	284.15	422.23
销售毛利小计 (百万元)	95.80	133.63	209.96	247.29	337.71	394.93	520.33
平均毛利率	48.98%	64.13%	56.42%	46.42%	58.27%	58.16%	55.20%

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。