

## 壹桥苗业 (002447.SZ)

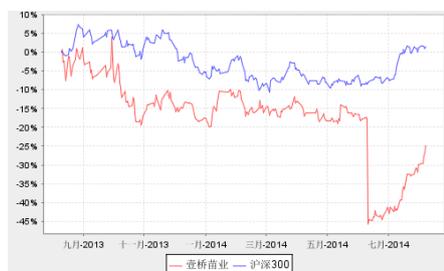
### 海参产业整合王者气息峥嵘显露

**评级: 买入**      **前次: 买入**  
**目标价(元): 19.6-21.0**  
 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8月25日

#### 基本状况

总股本(百万股)	475.78
流通股本(百万股)	402.00
市价(元)	16.73
市值(百万元)	7959.73
流通市值(百万元)	6725.46

#### 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	552.33	720.58	1,019.06
营业收入增速	78.62%	43.14%	3.68%	30.46%	41.42%
净利润增长率	60.42%	1.00%	40.31%	44.10%	42.62%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.61	0.49	0.70	1.00
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	34.37	23.85	16.72
PEG	0.62	31.79	0.85	0.54	0.39
每股净资产(元)	3.53	4.07	3.18	3.89	4.89
每股现金流量	0.41	1.22	-0.29	1.52	1.33
净资产收益率	17.03%	14.89%	15.29%	18.05%	20.47%
市净率	6.35	4.73	5.25	4.30	3.42
总股本(百万股)	268.00	268.00	468.42	468.42	468.42

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 2014 年报半年报, 期内实现营业收入 2.06 亿元, 同比增长 22.58%, 实现归属上市公司股东净利润 8005 万元, 同比增长 5.91%, 完全摊薄后 EPS0.18 元, 符合预期。**
- 上半年公司育苗、海参养殖业务表现符合预期, 海参加工业务继续超预期快速增长。** 期内贝苗业务实现收入 7921 万元, 同比下降 15.75%, 毛利率 75.75%, 同比下滑 1.24pct; 海参养殖业务收入 3523 万元, 同比下降 18.13%, 毛利率 39.25%, 同比提升 0.51pct; 海参加工品收入 8213 万元, 同比增长 241.81%, 毛利率 55.53%, 同比下滑 1.35pct。
- 上半年公司海参均价下滑 15%, 且公司主动减少捕捞量, 导致鲜参业务收入下降, 但下半年“量价利”齐升的趋势非常确定, 由此带来下半年业绩的环比大幅改善。** 公司上半年海参销售均价 120 元/公斤, 同比下降 15%, 但随着下半年消费旺季来临以及秋补海参的出皮率提升, 考虑季节性因素, 下半年海参均价会环比回升至 140 元/公斤; (2) 一般而言, 公司上半年海参捕捞量较少, 仅占全年的 15% 左右, 我们预计下半年海参捕捞量会大幅提升, 全年捕捞量达到 2875 吨。(3) 由于公司 2012 年自育苗种比例提升较为显著, 我们预计今年海参单位成本将由去年的 110 元/公斤下降至 80 元/公斤。
- 公司上半年完成再融资, 海域改造进程将显著提速, 未来 2-3 年捕捞量随着海域逐步达产, 产量将进入快速放量期。** 我们预计公司 2014 年-2016 年, 海参捕捞量分别为 2875 吨、3120 吨和 5280 吨, 年均增速达到 30%。
- 随着经济逐步回暖, 未来海参均价将逐步回升, 由此带来较大的业绩弹性。** 我们预计 2014-2016 年海参销售均价分别为 140 元/公斤, 155 元/公斤和 160 元/公斤。

- 值得注意的是，公司上半年海参加工品业务继续实现快速增长，对公司业绩增长形成显著正面拉动。2013年公司海参加工业务收入达到 1.62 亿元，同比增长 383%，2014 年上半年该项业务收入达到 8213 万元，同比增长 242%。海参加工品业务放量对于公司业绩的影响在于：（1）提升盈利能力水平，干参毛利率水平达到 55%，高于鲜参 15pct；（2）消化产能释放带来的鲜参销售压力。
- 公司对海域资源的整合进程并未放慢脚步，海参产业整合王者气息峥嵘显露。上半年公司利用自有资金 3.5 亿元收购了 7371 亩海域资源，单价不足 5 万元/亩。我们认为公司正在坚定的执行“育苗-养殖-加工-销售”的海参产业链一体化战略，无论在上游资源获取，还是下游渠道建设都取得长足进步，这是我们看好公司成长性的核心要素。
- 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 50/70/90 吨，折算鲜参量分别为 750/1050/1350 吨。鲜销毛利率分别为 43.5%/48.8%/45.3%，干参毛利率 58.8%/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。
- 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.49/0.70/1.00 元，未来 3 年业绩符合增速达到 42%，给予 40X2014PE 和 30X2015PE，目标价 19.6-21.0 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 140 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)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	208	372	533	552	721	1,019
增长率	6.51%	78.6%	43.1%	3.7%	30.5%	41.4%
营业成本	-75	-162	-285	-248	-299	-437
%销售收入	35.9%	43.6%	53.6%	44.9%	41.4%	42.9%
毛利	134	210	247	304	422	582
%销售收入	64.1%	56.4%	46.4%	55.1%	58.6%	57.1%
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	-1	-2	-5	-8	-11	-15
%销售收入	0.7%	0.5%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-29	-37	-36	-41	-50	-57
%销售收入	13.9%	9.9%	6.8%	7.5%	6.9%	5.6%
息税前利润 (EBIT)	103	171	206	254	361	510
%销售收入	49.6%	46.1%	38.6%	46.0%	50.1%	50.0%
财务费用	-9	-9	-45	-24	-25	-26
%销售收入	4.1%	2.5%	8.5%	4.4%	3.5%	2.6%
资产减值损失	0	-1	-2	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	95	162	159	230	336	483
营业利润率	45.5%	43.4%	29.8%	41.7%	46.6%	47.4%
营业外收支	21	20	14	10	10	10
税前利润	116	182	173	240	346	493
利润率	55.5%	48.8%	32.4%	43.5%	48.0%	48.4%
所得税	-15	-21	-10	-12	-17	-25
所得税率	13.2%	11.4%	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	100	161	163	228	329	469
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	100	161	163	228	329	469
净利率	48.1%	43.2%	30.5%	41.3%	45.6%	46.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	100	161	163	228	329	469
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	37	59	73	128	155	199
非经营收益	19	10	43	18	21	22
营运资金变动	-263	-121	50	-511	209	-66
经营活动现金净流	-107	109	328	-136	714	625
资本开支	424	414	820	456	450	845
投资	0	0	0	0	0	0
其他	33	399	0	0	0	0
投资活动现金净流	-390	-15	-820	-456	-450	-845
股权募资	0	0	0	44	0	0
债权募资	345	112	466	794	-293	407
其他	-39	-41	-75	-37	-59	-32
筹资活动现金净流	306	71	392	801	-353	374
现金净流量	-191	165	-100	209	-89	154

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	22	187	87	296	207	361
应收账款	3	13	51	13	21	34
存货	392	422	324	912	767	870
其他流动资产	18	2	5	248	119	131
流动资产	435	624	467	1,470	1,115	1,397
%总资产	32.5%	35.0%	19.6%	37.9%	29.1%	29.3%
长期投资	2	2	2	2	2	2
固定资产	797	967	1,524	1,876	2,185	2,845
%总资产	59.5%	54.3%	63.9%	48.3%	57.0%	59.6%
无形资产	106	107	137	124	119	115
非流动资产	905	1,157	1,919	2,257	2,561	3,217
%总资产	67.5%	65.0%	80.4%	58.1%	66.8%	67.4%
资产总计	1,340	1,780	2,386	3,882	3,832	4,770
短期借款	0	107	352	1,646	1,353	1,759
应付款项	125	21	36	281	212	250
其他流动负债	15	22	16	73	57	82
流动资产	140	150	404	2,000	1,621	2,090
长期贷款	395	400	621	121	121	121
其他长期负债	12	285	269	269	269	269
负债	547	835	1,294	2,390	2,012	2,481
普通股股东权益	794	945	1,092	1,492	1,820	2,289
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	1,340	1,780	2,386	3,882	3,832	4,770

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.749	0.600	0.606	0.487	0.702	1.001
每股净资产 (元)	5.922	3.526	4.073	3.185	3.886	4.887
每股经营现金净流 (元)	-0.797	0.407	1.224	-0.291	1.524	1.333
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.64%	17.03%	14.89%	15.29%	18.05%	20.47%
总资产收益率	7.48%	9.04%	6.81%	5.87%	8.58%	9.83%
投入资本收益率	7.70%	12.02%	9.80%	8.16%	11.12%	12.72%
增长率						
营业总收入增长率	6.51%	78.62%	43.14%	3.68%	30.46%	41.42%
EBIT增长率	96.60%	65.94%	19.96%	23.64%	42.05%	41.06%
净利润增长率	63.55%	60.42%	1.00%	40.31%	44.10%	42.62%
总资产增长率	57.07%	32.82%	34.03%	56.17%	-1.34%	25.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	2.5	7.7	21.8	8.3	10.1	12.0
存货周转天数	1,157.6	915.1	476.7	1,300.0	900.0	700.0
应付账款周转天数	423.5	127.7	18.2	400.0	250.0	200.0
固定资产周转天数	786.6	718.7	697.7	797.4	700.0	612.9
偿债能力						
净负债/股东权益	47.03%	33.88%	81.21%	98.59%	69.56%	66.36%
EBIT利息保障倍数	12.0	18.3	4.6	10.5	14.3	19.5
资产负债率	40.79%	46.91%	54.25%	61.57%	52.50%	52.01%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

**图表 2: 壹桥苗业主营业务收入预测表**

单位: 人民币百万元

项 目	2010	2011	2012	2013	1H14	2014E	2015E	2016E
<b>虾夷扇贝苗</b>								
平均售价 (元/万枚)	48.00	59.00	61.50	55.80	0.00	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	0.00	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	0.00	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%	0.00%	81.18%	80.71%	80.71%
销售成本 (百万元)	30.80	24.27	17.37	9.36	0.00	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	0.00	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%	—	6.50%	4.62%	2.99%
占主营业务利润比重	43.00%	39.23%	29.42%	16.32%	—	9.58%	6.36%	4.23%
<b>海湾扇贝苗</b>								
平均售价 (元/万枚)	46.00	52.40	55.94	50.50	0.00	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	0.00	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	0.00	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%	0.00%	73.04%	73.04%	73.51%
销售成本 (百万元)	19.21	15.44	11.66	7.02	0.00	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	0.00	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%	—	4.71%	3.61%	2.60%
占主营业务利润比重	9.42%	9.62%	8.90%	6.66%	—	6.25%	4.51%	3.35%
<b>栉孔扇贝苗</b>								
平均售价 (元/万枚)	61.00	64.00	63.00	58.00	0.00	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	0.00	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	0.00	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%	0.00%	74.14%	74.14%	73.45%
销售成本 (百万元)	5.99	11.26	9.53	5.40	0.00	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	0.00	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%	—	3.78%	2.74%	1.82%
占主营业务利润比重	7.31%	11.69%	8.15%	6.26%	—	5.09%	3.47%	2.34%
<b>海参</b>								
平均售价 (元/公斤)	161.64	223.66	179.78	153.33	0.00	140.00	155.00	160.00
增长率 (YOY)	—	38.37%	-19.62%	-14.71%	—	-8.69%	10.71%	3.23%
销售数量 (万公斤)	13.22	27.89	111.30	171.73	0.00	180.00	220.00	350.00
增长率 (YOY)	—	110.97%	299.07%	54.29%	—	4.82%	22.22%	59.09%
销售收入 (百万元)	21.37	62.38	200.09	263.32	0.00	252.00	341.00	560.00
增长率 (YOY)	—	191.91%	220.77%	31.60%	—	-4.30%	35.32%	64.22%
毛利率	86.46%	66.89%	43.00%	28.00%	0.00%	43.51%	47.74%	48.75%
销售成本 (百万元)	2.89	20.65	114.05	189.58	0.00	142.36	178.20	287.00
增长率 (YOY)	—	613.95%	452.25%	66.23%	—	-24.91%	25.17%	61.05%
毛利 (百万元)	18.48	41.73	86.04	73.74	0.00	109.64	162.80	273.00
增长率 (YOY)	—	125.84%	106.20%	-14.30%	—	48.69%	48.49%	67.69%
占总销售额比重	10.92%	29.94%	53.77%	49.43%	—	45.63%	47.32%	54.95%
占主营业务利润比重	19.29%	31.23%	40.98%	29.82%	—	36.04%	38.58%	46.88%
<b>其他</b>								
销售收入 (百万元)	0.88	0.93	2.44	13.68	0.00	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%	0.00%	90.00%	90.00%	90.00%
销售成本 (百万元)	0.40	0.40	0.57	1.20	0.00	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	0.00	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%	—	1.81%	1.39%	0.98%
占主营业务利润比重	0.50%	0.40%	0.89%	5.04%	—	2.96%	2.13%	1.55%
销售收入小计 (百万元)	195.61	208.36	372.16	532.70	0.00	552.33	720.58	1019.06
销售成本小计 (百万元)	99.81	74.73	162.20	285.41	0.00	248.11	298.55	436.78
销售毛利小计 (百万元)	95.80	133.63	209.96	247.29	0.00	304.22	422.03	582.28
平均毛利率	48.98%	64.13%	56.42%	46.42%	—	55.08%	58.57%	57.14%

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。