

壹桥苗业 (002447.SZ)

海域资源扩张再下一城，王者登基

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **28**
 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9月5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)	16.97
市值(百万元)	8073.92
流通市值(百万元)	6821.94

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	34.90	24.22	16.98
PEG	0.62	31.79	0.87	0.55	0.40
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	5.33	4.37	3.48
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:** 壹桥苗业公告签署海域承包合同, 公司与瓦房店市谢屯镇政府签署《海域承包合同书》, 就瓦房店市谢屯镇南部海域开发利用达成协议, 承包该镇所属海域 30 万亩, 用于底播海参及其他海珍品养殖。
- 目前公司拥有海域面积 5.2 万亩围堰海参面积, 此次承包合同签署后, 海域面积将达到 35 万亩以上, 预计未来全部达产后, 海参年采捕量至少达到 20000 吨, 2013 年公司海参捕捞量为 2700 吨, 未来公司海参采捕量至少还有 6-7 倍增长空间。公司目前 5.2 万亩海域将于今年三季度全部改造完毕, 2016-2017 年将达到满产水平, 预计年采捕量可达 8000 吨。此次承包海域主要用于底播海参养殖, 单产将低于现有围堰海域, 但即使参照东方海洋底播海参的单产水平, 未来 30 万亩海域达产后年采捕量至少 1.2 万吨。此次海域面积增加后, 将大幅提升公司海参的产能空间。
- 公司自上市后致力于打造“育苗-养殖-加工-销售”的海参产业链一体化企业, 我们认为从近两年公司海参产量以及终端销售情况来看, 公司从育苗企业向海参全产业链企业的转型已相当成功。(1) 公司通过 IPO 和定增募投资金增加海参育苗水体用于海参养殖, 带来 2014-2016 年单位成本显著下降; (2) 海参养殖业务进展顺利, 2011 年以来海参产量放量大幅增长; (3) 2013 年开始海参加工品业务放量增长 383%, 今年上半年继续保持 242% 的高速增长态势。
- 聚焦海参产业链, 公司上下坚定不移地执行“海域扩张和终端渠道打造”战略, 海参产业整合王者气息峥嵘显露。自壹桥苗业上市以后, 我们齐鲁农业团队即在持续跟踪和推荐壹桥苗业的产业链整合机会, 我们亲历了 2010 年公司第一次获取 4.5 万亩海域对资本市场带来的震动, 以及公司近来两年稳步实现海域改造以及产量大幅增长带来的业绩成长。在和董事长及高管团队不断交流过程中, 我们深刻感受到壹桥苗业“坚定发展海参产业链, 力争海参产业整合者”的气质和决心。

- 我们认为海参产业正在发生转变，在政务需求被挤出后，海参价格下跌，大众消费需求将逐步兴起，壹桥苗业已经成为海参产业链成长股的代表性企业。过去海参养殖企业普遍以销售鲜参为主，海参价格受终端酒店及礼品市场需求影响较大，二级市场投资者普遍用周期品的认知去投资海参养殖上市公司。但我们认为，从中长期来看，海参消费群体仍有较大拓展空间，大众化消费逐步兴起，成为海参消费需求的主力军。因此我们坚定看好壹桥苗业抢占上游优质海域资源，通过低成本优势，利用“品质优异、价格适中”的海参产品拓展大众消费渠道的发展思路。无论是上市以来的业绩表现，还是我们对公司未来的预期，其已经呈现出成长股的特性。
- 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，其中销售量分别为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。
- 中长期来看，公司理论市值空间至少在200亿元以上。（1）保守测算方法：当前公司5.2万亩海域，产能全部释放后产量8000吨，当前市值80亿左右，未来30万亩海域资源达产后，公司海参产量可达到20000吨，对应市值200亿元。（2）乐观测算方面：2014年海参产量2875吨，对应市值80亿元，若未来达到20000吨，则市值可达500亿元。当然随着30万海域进入成熟期后，估值将出现一定程度下降，但就目前海域资源储备来看，公司市值达到200亿元应该是较为合理的，对应价格42元/股。
- 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%，考虑到此次海域承包合同将进一步打开公司业绩的增长空间，我们给予公司一定的估值溢价，按40X2015PE，6个月目标价28元，待公司30万亩海域进入开发期后，公司中长期目标价可达42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)							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	552	721	1,019	货币资金	22	187	87	296	207	361
增长率	6.51%	78.6%	43.1%	3.7%	30.5%	41.4%	应收账款	3	13	51	13	21	34
营业成本	-75	-162	-285	-248	-299	-437	存货	392	422	324	912	767	870
%销售收入	35.9%	43.6%	53.6%	44.9%	41.4%	42.9%	其他流动资产	18	2	5	248	119	131
毛利	134	210	247	304	422	582	流动资产	435	624	467	1,470	1,115	1,397
%销售收入	64.1%	56.4%	46.4%	55.1%	58.6%	57.1%	%总资产	32.5%	35.0%	19.6%	37.9%	29.1%	29.3%
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	-8	-11	-15	%总资产	59.5%	54.3%	63.9%	48.3%	57.0%	59.6%
%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	-41	-50	-57	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%	58.1%	66.8%	67.4%
息税前利润 (EBIT)	103	171	206	254	361	510	资产总计	1,340	1,780	2,386	3,882	3,832	4,770
%销售收入	49.6%	46.1%	38.6%	46.0%	50.1%	50.0%	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	281	212	250
%销售收入	4.1%	2.5%	8.5%	4.4%	3.5%	2.6%	其他流动负债	15	22	16	73	57	82
资产减值损失	0	-1	-2	0	0	0	流动负债	140	150	404	2,000	1,621	2,090
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	2,390	2,012	2,481
营业利润	95	162	159	230	336	483	普通股股东权益	794	945	1,092	1,492	1,820	2,289
营业利润率	45.5%	43.4%	29.8%	41.7%	46.6%	47.4%	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	3,882	3,832	4,770
税前利润	116	182	173	240	346	493	比率分析						
利润率	55.5%	48.8%	32.4%	43.5%	48.0%	48.4%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-15	-21	-10	-12	-17	-25	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	0.487	0.702	1.001
净利润	100	161	163	228	329	469	每股净资产 (元)	5.922	3.526	4.073	3.185	3.886	4.887
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	-0.291	1.524	1.333
归属于母公司的净利润	100	161	163	228	329	469	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
净利率	48.1%	43.2%	30.5%	41.3%	45.6%	46.0%	回报率						
							净资产收益率	12.64%	17.03%	14.89%	15.29%	18.05%	20.47%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.48%	9.04%	6.81%	5.87%	8.58%	9.83%
净利润	100	161	163	228	329	469	投入资本收益率	7.70%	12.02%	9.80%	8.16%	11.12%	12.72%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	37	59	73	128	155	199	营业总收入增长率	6.51%	78.62%	43.14%	3.68%	30.46%	41.42%
非经营收益	19	10	43	18	21	22	EBIT增长率	96.60%	65.94%	19.96%	23.64%	42.05%	41.06%
营运资金变动	-263	-121	50	-511	209	-66	净利润增长率	63.55%	60.42%	1.00%	40.31%	44.10%	42.62%
经营活动现金净流	-107	109	328	-136	714	625	总资产增长率	57.07%	32.82%	34.03%	56.17%	-1.34%	25.51%
资本开支	424	414	820	456	450	845	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	2.5	7.7	21.8	8.3	10.1	12.0
其他	33	399	0	0	0	0	存货周转天数	1,157.6	915.1	476.7	1,300.0	900.0	700.0
投资活动现金净流	-390	-15	-820	-456	-450	-845	应付账款周转天数	423.5	127.7	18.2	400.0	250.0	200.0
股权募资	0	0	0	44	0	0	固定资产周转天数	786.6	718.7	697.7	797.4	700.0	612.9
债权募资	345	112	466	794	-293	407	偿债能力						
其他	-39	-41	-75	-37	-59	-32	净负债/股东权益	47.03%	33.88%	81.21%	98.59%	69.56%	66.36%
筹资活动现金净流	306	71	392	801	-353	374	EBIT利息保障倍数	12.0	18.3	4.6	10.5	14.3	19.5
现金净流量	-191	165	-100	209	-89	154	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
虾夷扇贝苗								
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%
海湾扇贝苗								
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%
栉孔扇贝苗								
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%
海参								
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%
其他								
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。