

壹桥苗业 (002447.SZ)

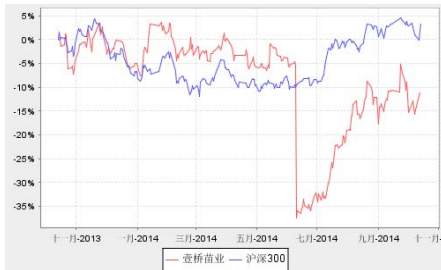
加工海参销售持续放量，业绩稳增长可期

评级: 买入 前次: 买入
目标价(元): 26.8
 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10月30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)	17.18
市值(百万元)	8173.83
流通市值(百万元)	6906.36

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	581.83	724.33	990.56
营业收入增速	78.62%	43.14%	9.22%	24.49%	36.75%
净利润增长率	60.42%	1.00%	35.89%	41.48%	43.98%
摊薄每股收益(元)	0.60	0.61	0.47	0.67	0.96
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	36.52	25.81	17.93
PEG	0.62	31.79	1.02	0.62	0.41
每股净资产(元)	3.53	4.07	3.17	3.84	4.80
每股现金流量	0.41	1.22	-0.26	1.64	1.44
净资产收益率	17.03%	14.89%	14.88%	17.39%	20.02%
市净率	6.35	4.73	5.43	4.49	3.59
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 年三季报, 期内实现营业收入 2.84 亿元, 同比增长 34.12%, 实现归属上市公司股东净利润 1.06 万元, 同比增长 21.98%, 完全摊薄后 EPS0.23 元, 符合预期。其中, Q3 单季实现收入 7811 万元, 同比增长 78.27%, 归属上市公司股东净利润 2585 万元, 同比增长 130%, 折合 EPS0.06 元。
- Q3 单季收入略超预期, 主要原因在于公司加工海参销售的持续销售所致。**由于三季度公司贝苗和鲜参收入基本可以忽略不计, 因此三季度单季收入 7811 万元, 主要来自于加工海参销售, 按此计算, 公司前三季度加工海参销售收入已经达到 1.6 亿元, 与 2013 年全年水平持平。公司加工海参的持续放量大幅增长, 一定程度上平滑了鲜参价格下降带来的负面影响, 对公司业绩的稳定增长起到关键作用。
- 10 月份公司海参秋捕开始, 目前鲜参价格售价约为 120 元/公斤, 但由于下半年采捕量增加以及成本显著下降, Q4 单季度业绩达到 1 亿元概率较大, 全年完成股权激励 20% 增长的解锁条件问题不大。**由于 2014 年开始公司自育苗种比重提升, 成本较 2013 年下滑显著, 尽管海参价格较去年同期下降约 30 元/公斤, 但成本较去年下降超过 30 元/公斤, 因此全年捕捞量增长基本能够保证业绩的增长。
- 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 3000 吨、3360 吨和 5280 吨, 年均增速达到 30%, 预计价格分别为 120 元/公斤, 135 元/公斤和 140 元/公斤, 由于成本下降带来综合毛利率保持稳步向上态势, 预计分别为 41.7%、46.7%和 48.6%。

- 我们认为壹桥苗业专注于海参业务，全产业链运营模式逐步成型，抵御鲜参价格向下波动风险的能力大幅提升。自2010年公司上市后转型海参养殖后，公司积极打造“育苗—养殖—加工—销售”的全产业链运营模式，2012年随着公司海参养殖放量，公司积极向下游加工和销售转型，2013年加工海参销售突破1.6亿元，预计2014年突破2亿元继续实现较快增长。在全产业链运营模式下，公司成本端显著下降，首先在养殖环节能够抵御鲜参价格下降的风险，其次随着加工海参放量，能够进一步提升海参业务的综合毛利率水平。公司始终致力于海参业务的全产业链运营模式，基本抵抗住了2013年和2014年行业景气度下行的风险，使得公司业绩实现了较为稳定的增长。壹桥苗业成为水产养殖领域不多的能够实现每年业绩稳定增长的公司，这也是公司估值水平能够保持在稳定水平的关键所在。
- 预计2014-2016年EPS分别为0.47/0.67/0.96元，未来3年业绩符合增速达到40%，给予40X2014PE，目标价26.8元，维持“买入”评级。风险因素：海参需求惨淡，海参价格持续下跌。

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
营业收入	208	372	533	582	724	991	货币资金	22	187	87	326	300	421
增长率	6.51%	78.6%	43.1%	9.2%	24.5%	36.8%	应收款项	3	13	51	14	21	33
营业成本	-75	-162	-285	-255	-290	-401	存货	392	422	324	922	732	786
%销售收入	35.9%	43.6%	53.6%	43.8%	40.1%	40.5%	其他流动资产	18	2	5	255	116	120
毛利	134	210	247	327	434	589	流动资产	435	624	467	1,517	1,169	1,361
%销售收入	64.1%	56.4%	46.4%	56.2%	59.9%	59.5%	%总资产	32.5%	35.0%	19.6%	38.6%	30.1%	28.7%
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	-11	-15	%总资产	59.5%	54.3%	63.9%	47.7%	56.2%	60.1%
%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	-44	-50	-55	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%	57.4%	65.9%	68.0%
息税前利润 (EBIT)	103	171	206	275	373	519	资产总计	1,340	1,780	2,386	3,930	3,886	4,734
%销售收入	49.6%	46.1%	38.6%	47.2%	51.5%	52.3%	短期借款	0	107	352	1,191	936	1,290
财务费用	-9	-9	-45	-57	-59	-60	应付款项	125	21	36	288	206	229
%销售收入	4.1%	2.5%	8.5%	9.8%	8.2%	6.0%	其他流动负债	15	22	16	75	57	78
资产减值损失	0	-1	-2	0	0	0	流动负债	140	150	404	1,555	1,199	1,597
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	395	400	621	621	621	621
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	2,445	2,089	2,487
营业利润	95	162	159	217	314	459	普通股股东权益	794	945	1,092	1,485	1,797	2,247
营业利润率	45.5%	43.4%	29.8%	37.4%	43.3%	46.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	21	20	14	15	15	15	负债股东权益合计	1,340	1,780	2,386	3,930	3,886	4,734
税前利润	116	182	173	232	329	474	比率分析						
利润率	55.5%	48.8%	32.4%	40.0%	45.4%	47.8%	每股指标						
所得税	-15	-21	-10	-12	-16	-24	每股收益(元)	0.749	0.600	0.606	0.472	0.667	0.961
所得税率	13.2%	11.4%	5.9%	5.0%	5.0%	5.0%	每股净资产(元)	5.922	3.526	4.073	3.170	3.837	4.797
净利润	100	161	163	221	312	450	每股经营现金流(元)	-0.797	0.407	1.224	-0.264	1.638	1.439
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股股利(元)	0.000	0.000	0.060	0.060	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	100	161	163	221	312	450	回报率						
净利率	48.1%	43.2%	30.5%	38.0%	43.1%	45.4%	净资产收益率	12.64%	17.03%	14.89%	14.88%	17.39%	20.02%
							总资产收益率	7.48%	9.04%	6.81%	5.62%	8.04%	9.50%
现金流量表 (人民币百万元)							投入资本收益率	7.70%	12.02%	9.80%	8.79%	11.61%	13.19%
净利润	100	161	163	221	312	450	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	6.51%	78.62%	43.14%	9.22%	24.49%	36.75%
非现金支出	37	59	73	128	155	199	EBIT增长率	96.60%	65.94%	19.96%	33.49%	35.85%	39.02%
非经营收益	19	10	43	46	50	52	净利润增长率	63.58%	60.42%	1.00%	35.89%	41.48%	43.98%
营运资金变动	-263	-121	50	-519	249	-27	总资产增长率	57.07%	32.82%	34.03%	58.15%	-1.15%	22.73%
经营活动现金流	-107	109	328	-124	767	674	资产管理能力						
资本开支	424	414	820	451	445	840	应收账款周转天数	2.5	7.7	21.8	8.3	10.1	12.0
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	1,157.6	915.1	476.7	1,300.0	900.0	700.0
其他	33	399	0	0	0	0	应付账款周转天数	423.5	127.7	18.2	400.0	250.0	200.0
投资活动现金流	-390	-15	-820	-451	-445	-840	固定资产周转天数	786.6	718.7	697.7	757.0	696.3	630.6
股权募资	0	0	0	44	0	0	偿债能力						
债权募资	345	112	466	839	-255	353	净负债/股东权益	47.03%	33.88%	81.21%	100.10%	69.96%	66.31%
其他	-39	-41	-75	-70	-93	-67	EBIT利息保障倍数	12.0	18.3	4.6	4.8	6.3	8.7
筹资活动现金流	306	71	392	813	-348	287	资产负债率	40.79%	46.91%	54.25%	62.22%	53.76%	52.54%
现金净流量	-191	165	-100	239	-26	121							

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	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%	6.17%	4.59%	3.08%
占主营业务利润比重	43.00%	39.23%	29.42%	16.32%	8.91%	6.18%	4.18%
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%	4.48%	3.60%	2.68%
占主营业务利润比重	9.42%	9.62%	8.90%	6.66%	5.81%	4.38%	3.31%
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%	3.59%	2.73%	1.87%
占主营业务利润比重	7.31%	11.69%	8.15%	6.26%	4.73%	3.38%	2.31%
海参							
平均售价 (元/公斤)	161.64	223.66	179.78	153.33	120.00	135.00	140.00
增长率 (YOY)	—	38.37%	-19.62%	-14.71%	-21.74%	12.50%	3.70%
销售数量 (万公斤)	13.22	27.89	111.30	171.73	200.00	240.00	350.00
增长率 (YOY)	—	110.97%	299.07%	54.29%	16.46%	20.00%	45.83%
销售收入 (百万元)	21.37	62.38	200.09	263.32	240.00	324.00	490.00
增长率 (YOY)	—	191.91%	220.77%	31.60%	-8.85%	35.00%	51.23%
毛利率	86.46%	66.89%	43.00%	28.00%	41.67%	46.67%	48.57%
销售成本 (百万元)	2.89	20.65	114.05	189.58	140.00	172.80	252.00
增长率 (YOY)	—	613.95%	452.25%	66.23%	-26.15%	23.43%	45.83%
毛利 (百万元)	18.48	41.73	86.04	73.74	100.00	151.20	238.00
增长率 (YOY)	—	125.84%	106.20%	-14.30%	35.62%	51.20%	57.41%
占总销售额比重	10.92%	29.94%	53.77%	49.43%	41.25%	44.73%	49.47%
占主营业务利润比重	19.29%	31.23%	40.98%	29.82%	30.57%	34.83%	40.39%
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%	1.72%	1.38%	1.01%
占主营业务利润比重	0.50%	0.40%	0.89%	5.04%	2.75%	2.07%	1.53%
销售收入小计 (百万元)	195.61	208.36	372.16	532.70	581.83	724.33	990.56
销售成本小计 (百万元)	99.81	74.73	162.20	285.41	254.68	290.23	401.33
销售毛利小计 (百万元)	95.80	133.63	209.96	247.29	327.15	434.11	589.23
平均毛利率	48.98%	64.13%	56.42%	46.42%	56.23%	59.93%	59.48%

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。