

海珍苗业领头羊

壹桥苗业 (002447)

定价区间: 25.2-28.8 元

新股分析报告

2010年6月24日 星期四

农林牧渔小组

张先萍

021-50586660-8633

证书编号: S0630207110042

zxp@longone.com.cn

李臣燕

010-59707122

lcy@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股)	5000
本次发行股数(万股)	1700
发行后总股本(万股)	6700

财务指标

每股收益(元/股)	0.86
每股净资产(元/股)	3.64
净资产收益率(%)	26.92%
资产负债率(%, 母公司)	36.05%

申购要点

□ 企业概况:

公司致力于各类海珍品苗的繁育及科研,先后掌握了虾、蟹、扇贝、海参、鲍鱼、海胆等海珍品苗的工厂化培育技术并积累了丰富的规模化繁育的经验,目前已发展成为一家集水产科研和海珍品苗种繁育及养殖为一体的专业化企业。主要从事虾夷贝苗、海湾贝苗及海参苗等海珍品苗的繁育业务,现有海珍品苗种繁育水体6万立方米,2009年公司虾夷贝苗产量达163亿枚,海湾贝苗产量达61亿枚,海参苗产量达6,200万头,国内市场占有率分别为18.11%、8.71%和0.78%,均列全国第一。

□ 行业前景:

以扇贝、海参、鲍鱼为主的海珍品,由于其营养价值丰富,随着我国经济的发展和人民生活水平的提升,其市场需求持续、高速增长,其养殖规模增长尤为迅速。2004-2008年我国扇贝产量年复合增长率为7.04%,2004-2008年刺参产量年复合增长率为13.67%。2008年我国海珍品苗市场潜在价值达107亿元,当年实际交易额仅为45亿元左右。

□ 核心竞争优势:

公司形成了一整套虾夷扇贝、海湾扇贝、海参等海珍品苗种繁育、暂养技术,其中虾夷贝苗杂交繁育技术、大密度饵料培养技术、贝类大规格中间育成技术等多项核心技术居国内领先水平,虾夷扇贝、海湾扇贝单位水体出苗量连续多年居国内领先水平。

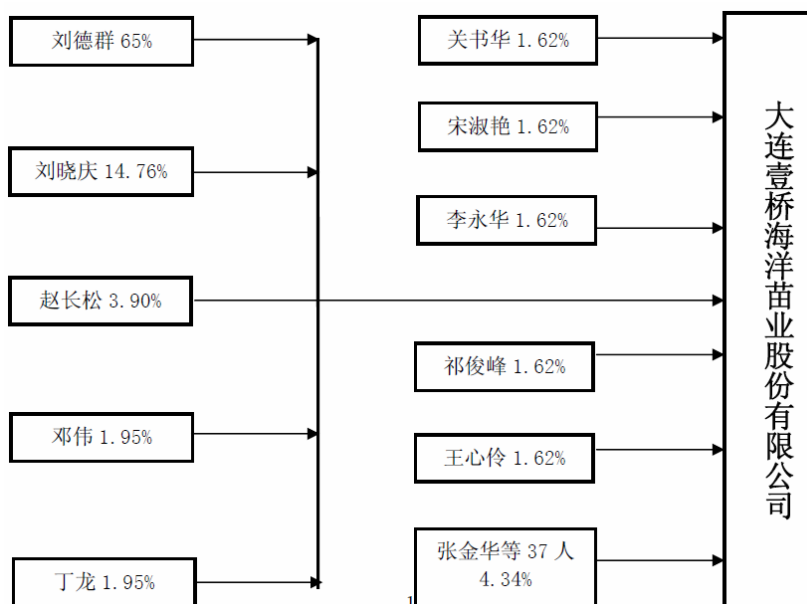
□ 定价区间与申购建议: 我们预测公司2010-2012年净利润分别为4837万、5549万和8815万,其CARG为22.14%,摊薄后2010-2012年EPS分别为0.72、0.83和1.32。综合市场可比公司的整体市盈率水平,我们给与公司2010年EPS市盈率区间为35-40倍,对应的询价区间为25.2-28.8元之间。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

本次发行前，公司共有 47 名股东，均为自然人。具体情况见图 1。

图 1: IPO 前壹桥苗业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

刘德群与刘晓庆为父女关系，则由图 1 可清晰看到，刘德群与刘晓庆父女为公司控股股东和实际控制人，本次发行前，二人合计持有公司股份达 79.76%。

1.2 公司主营业务

公司自 2001 年设立以来，一直致力于各类海珍品苗的繁育及科研，先后掌握了虾、蟹、扇贝、海参、鲍鱼、海胆等海珍品苗的工厂化培育技术并积累了丰富的规模化繁育的经验，目前已发展成为一家集水产科研和海珍品苗种繁育及养殖为一体的专业化企业。公司主要从事虾夷贝苗、海湾贝苗及海参苗等海珍品苗的繁育业务，现有海珍品苗种繁育水体 6 万立方米，2009 年公司虾夷贝苗产量达 163 亿枚，海湾贝苗产量达 61 亿枚，海参苗产量达 6,200 万头，国内市场占有率分别为 18.11%、8.71%和 0.78%，均列全国第一。

公司与中国水产科学院黄海水产研究所等有关科研院所合作，建立了高水平的水产研究所和水质监测中心，目前已成为辽宁省水产（虾夷扇贝、海湾扇贝、刺参）良种场、中国水产科学院黄海水产研究所海珍品育种研究中试基地。已通过 ISO9001 质量体系认证，主要产品虾夷贝苗、海湾

贝苗及海参苗均已获得北京中绿华夏有机食品认证中心颁发的《有机转换产品认证证书》(编号: COFCC-R-0809-0175)。

公司于 2008 年 8 月被评为“农业产业化国家重点龙头企业”; 先后被评为农业部水产健康养殖示范场、国家无公害产品认证企业。

2、行业背景

2.1 我国海珍品苗种需求状况

以扇贝、海参、鲍鱼为主的海珍品，由于其营养价值丰富，随着我国经济的发展和人民生活水平的提升，其市场需求持续、高速增长，其养殖规模增长尤为迅速。根据统计，2004-2008 年我国扇贝产量年复合增长率为 7.04%，2004-2008 年刺参产量年复合增长率为 13.67%。

根据大连市海洋渔业协会的统计，2008 年我国海珍品苗市场潜在价值达 107 亿元，而当年实际交易额仅为 45 亿元左右。

2.2 我国海珍品苗种供给状况

养殖业的持续增长带来了养殖苗种持续强劲的市场需求，扩大了行业的成长空间。根据大连市海洋渔业协会对我国 2008 年主要海珍品苗有关供求情况的统计资料：2008 年我国水产苗种的市场空间超过 600 亿元，而 2008 年苗种产业产值仅为 300 亿元。其中海参苗产值 75 亿元，实际产值 30 亿元。扇贝苗种产值 12 亿元，实际产值 7 亿元。鲍鱼苗产值 8 亿元，实际产值 4 亿元。牡蛎、蛤类及其它贝类苗种产值 12 亿元，实际产值 4 亿元。

2.3 国家对水产苗种业的扶持

水产苗种是我国渔业发展的基础，我国在不断加大对水产原（良）种体系和水产品创新体系研究，国家鼓励和支持水产优良品种的选育、培育和推广。今年国家将生物产业确定为 7 个战略性新兴产业之一，提出要加强对生物技术深度开发，培育一批新的生物产业，对于生物育种要采取五措施促进其发展，引导社会资金投向生物产业。

3、 公司竞争优势分析

3.1 技术优势

公司紧紧依托国内著名水产科研院所，培养了一批具有丰富实战经验的技术骨干，形成了一整套虾夷扇贝、海湾扇贝、海参等海珍品苗种繁育、暂养技术。根据中国水产研究院黄海所、中科院海洋所等 5 大院所有关专家教授对公司技术水平的鉴定结果，公司虾夷贝苗杂交繁育技术、大密度饵料培养技术、贝类大规格中间育成技术等多项核心技术居国内领先水平，虾夷扇贝、海湾扇贝单位水体出苗量连续多年居国内领先水平。公司目前为辽宁省海珍品良种场、中国水产科学院黄海水产研究所海珍品育种研究中试基地。

3.2 产品质量优势

公司历来重视苗种繁育研究和亲本引进工作，所生产的主要苗种采用了杂交、家系育苗新技术，产品质量在同行业居前列，主导产品虾夷贝苗、海湾贝苗和海参苗目前均已通过有机转换产品认证。根据大连长海县海洋与渔业局、河北昌黎水产发展局跟踪调查结果显示，公司生产的虾夷贝苗、海湾贝苗出苗时间早，个体大，对环境的适应能力强，成活率高，性状优良。

4、公司财务分析

4.1 收入、利润结构分析

近三年公司主营业务收入几乎全部来自于公司的两项主营业务：海珍品育苗和海珍品养殖，2009年海珍品育苗收入占比在90.69%，海珍品养殖收入占比在8.98%，主营业务非常突出。

从毛利来看，近三年99%以上的毛利都来自于海珍品育苗和海珍品养殖，主营业务盈利能力强。

4.2 盈利能力分析

公司收入和盈利几乎全部来自于海珍品育苗和海珍品养殖，各不同品种的育苗毛利率各年变化并不是很大，主要影响因素是产品价格和燃料价格。近年来公司主要产品虾夷贝苗、海湾贝苗、海参苗和围堰海参销售价格均呈不同幅度的下滑趋势，但受主要产品单位水体出苗量的提升和销售规模的扩大以及公司成本控制能力的提高，主要产品单位平均成本均呈不同程度的下降趋势，极大抵消了公司主要产品价格下滑带来的负面影响。公司主要产品毛利率与同行业上市公司相比，维持在较高水平，显示出较强的成本费用控制能力。

表 2: 与同行业上市公司毛利率对比表

上市公司	2008 年度	2007 年度
獐子岛 (002069)	30.18%	40.52%
东方海洋 (002086)	20.51%	17.62%
好当家 (600467)	42.52%	33.53%
平均	31.07%	30.56%
大连壹桥	45.24%	41.47%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2009-2007 年末的资产负债率分别为 36.05%、35.31%和 41.90%，资产负债率基本处于 40%左右，比较稳健，总体负债水平适度。考虑到公司较强的盈利能力，公司的偿债能力较有保障。

表 3: 公司其他财务指标

其他财务指标	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	1.2	0.52	0.49
速动比率	0.96	0.36	0.29
应收账款周转率	49.78	35.82	35.36

存货周转率	7.3	5.77	5.65
资产负债率(母公司, %)	36.05	35.31	41.90
	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润(元)	66,656,165.73	58,232,409.95	43,362,733.15
利息保障倍数	17.46	17.38	23.17
每股经营活动的净现金流量(元)	1.28	0.40	1.47
基本每股收益(元/股)	0.86	0.78	0.63
加权平均净资产收益率(%)	26.92	32.55	37.49

资料来源: 公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 依赖核心技术人员的风险

海珍品苗种业位于海水养殖业的最顶端，是最富有技术含量的产业链端。公司设有研发部，现拥有技术人员 12 名，其中高级工程师 3 名，高级技术员 6 名。如果今后核心技术人员出现不稳定，将会对公司生产经营造成不利影响。

5.2 暂养海域发生自然灾害或遭受污染的风险

公司所繁育的虾夷贝苗、海湾贝苗等扇贝苗一般在苗室内培育到 3、4 月份即需转移到海上进行暂养，以提高其繁育速度及整体抗病性，直至扇贝苗出售，时间大约为 2-3 个月。如果公司所利用的暂养海域发生自然灾害或环境污染等事项将会对公司生产经营造成重大不利影响。

5.3 苗种繁育病害发生的风险

海珍品苗种在繁育过程中，会由于近亲繁殖、海水水质污染、苗种车间消毒不到位、繁育密度过大等原因而发生各种病害，甚至会造成苗种的死亡。随着公司繁育规模的不断扩大及繁育品种的不断增多，如果不及时预防、监测、治理，导致病情发生并大范围的扩散、传播，则会给公司生产经营带来重大不利影响。

5.4 市场价格变动的风险

由于公司海珍品苗种和围堰海参养殖业务生产成本和费用具有一定的刚性，产品销售价格的变动影响较难通过转嫁的方式予以转移，因此若主导产品销售价格发生变动将对公司盈利能力的连续性和稳定性产生十分直接的影响。而公司所在的行业是市场充分竞争的行业，竞争者众多。海珍品苗种业巨大的市场需求和较高的投资回报率吸引了众多中小企业及个体养殖户纷纷加入其中，导致市场竞争日益加剧。据统计，目前我国海珍品苗种企业已近 5,000 家。恶性竞争下若市场价格发生持续下跌这将对公司产生极为不利的影响。

6、募集资金投向

项目概览

本次 IPO 计划发行 1,700 万股，募集资金拟投资于表 4 所列的 1 个项目，项目投资总额 24,800 万元，全部使用募集资金。

表 4：募集资金投向

单位：万元

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金	静态投资回收期(年)	达产后预计年新增收入	内部收益率(%)
海珍品苗种规模化繁育基地项目	24,800	24,800	5.41	12,400	20.37%
包括：育苗基地	18,070	18,070	-	-	-
研发中心	1,525	1,525	-	-	-
暂养基地	5,205	5,205	-	-	-

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

募投对公司做大做强影响——提高良种覆盖率，强化行业地位

大力推进良种运用和提升良种覆盖率是我国海水养殖业持续发展的必经路径。随着海珍品养殖良种覆盖率的提升，市场对海珍品优质良种的需求量将会大幅增加，海珍品优良种质增量市场空间短期内将会超过 10 亿元。

从趋势上看，我国海珍品苗种产业的专业化水平将逐步提升，同时，行业内企业走向产业化或规模化将是必由之路。相应的，市场需求将向行业内具有规模、品牌、技术等竞争要素的优势企业集中，由此带来海珍品苗种市场需求的结构性调整和转变。

募投对营销的影响——产能扩张同时调整营销组织架构

随着公司业务规模的扩张，尤其是随着本次募集资金投资项目—海珍品苗种规模化繁育基地项目的实施，公司海珍品苗种产量将会有较大幅度的增长，原有的将销售平台设在生产基地的“坐销”模式已经不能适应业务发展和市场开发的需要，为此，公司在销售部下设了策划、销售管理及客户服务等职能中心，并将在重点市场区域增设办事处，对产品销售进行分类管理和服务，销售人员将由目前的 6 人增加到 30 人以上。同时公司还将聘请专业管理咨询机构对团队成员、各级管理者、销售人员进行市场营销专业培训，以全面提升公司的销售能力。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

1、不考虑募投的增收，公司原有业务在 2010、2011、2012 年同比分别实现 20%、10%和 10%的增长。考虑到公司规模扩大并开始进行营销网络的建设，预测期的三年销售费用率和管理费用率都将维持在高位；

2、募投的增收情况根据公司募投预测，2010 年为建设期，2011 年享有第一年收益的 50%，2012 年享有第一期和第二期收益的各 50%。

3、公司产品价格和原料成本价格没有大幅波动。

4、公司现享有的税收优惠政策不变。

表 6：壹桥苗业盈利预测

单位：元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	111,706,200.00	133,624,248.00	153,195,029.71	183,834,035.65	254,917,439.22	395,109,183.14
其中：营业收入	111,706,200.00	133,624,248.00	153,195,029.71	183,834,035.65	254,917,439.22	395,109,183.14
二、营业总成本	77,159,174.60	88,489,315.14	106,277,036.57	126,426,314.42	189,138,905.02	290,905,249.61
其中：营业成本	65,385,839.26	73,170,954.34	84,822,560.35	101,108,719.61	152,950,463.53	237,065,509.88
营业税金及附加						
销售费用	77,475.00	643,774.40	374,820.55	1,838,340.36	2,549,174.39	1,975,545.92
管理费用	10,694,047.22	11,960,382.42	18,286,036.39	22,060,084.28	30,590,092.71	47,413,101.98
财务费用	1,542,271.09	2,689,479.98	2,988,020.13	919,170.18	2,549,174.39	3,951,091.83
资产减值损失	-540,457.97	24,724.00	-194,400.85	500,000.00	500,000.00	500,000.00
三、其他经营收益	-205,349.88					
四、营业利润	34,341,675.52	45,134,932.86	46,917,993.14	57,407,721.23	65,778,534.20	104,203,933.53
加：营业外收入	150,241.67	810,900.46	2,547,233.99	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
减：营业外支出	132,042.97	1,527,682.28	48,209.14	1,500,000.00	1,500,000.00	1,500,000.00
五、利润总额	34,359,874.22	44,418,151.04	49,417,017.99	56,907,721.23	65,278,534.20	103,703,933.53
减：所得税费用	2,817,100.02	5,601,420.11	6,284,508.22	8,536,158.18	9,791,780.13	15,555,590.03
六、净利润	31,542,774.20	38,816,730.93	43,132,509.77	48,371,563.05	55,486,754.07	88,148,343.50
总股本	50,000,000.00	50,000,000.00	50,000,000.00	67,000,000.00	67,000,000.00	67,000,000.00
每股收益	0.63	0.78	0.86	0.72	0.83	1.32

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司成本控制能力强，毛利率高，市场拓展空间较大。同时募投项目有助于公司扩大规模，加强销售能力。受规模扩张和市场开拓的进度所限，我们认为公司的销售收入将会呈现平稳增长。

基于上述考虑，再综合可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 35-40 倍，对应的询价区间为 25.2-28.8 元之间。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李臣燕，农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，9年证券从业经验，2010年2月加盟东海证券。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数
中性	In-Line:	预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平
回避	Cautious:	预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来6个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来6个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来6个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122