

消费品及服务 - 农业

2010年6月30日

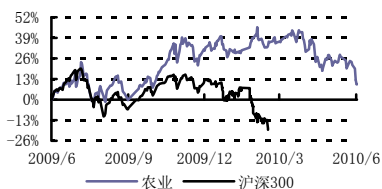
重要资料

总股本(百万股)	67.00
流通股(百万股)	17.00
募集资金总额	492.66
行业 PE (X)	34.97
定价区间 PE (X)	28.6-34.3
第一大股东	刘德群
公司网址	http://www.dlyiqiao.com

财务数据

	2007	2008	2009
营业收入(百万)	111.71	133.62	153.20
增长率%	0.0%	19.6%	14.6%
净利润(百万)	31.54	38.82	43.13
增长率%	0.0%	23.1%	11.1%
毛利率%	41.5%	45.2%	44.6%
净利率%	28.2%	29.0%	28.2%
ROE	31.6%	28.0%	23.7%
ROA	18.3%	18.1%	15.2%
资产负债率	41.9%	35.3%	36.1%

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
农业	-14.34%	-19.58%	9.81%
沪深 300	-10.08%	-23.87%	-19.06%

执业证书编号
S1030209090564

梁希民

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师申明

本人, 梁希民, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

主要海珍品育苗的市场占有率第一

—壹桥苗业(002447)新股定价分析

发行价: 28.98元 定价区间: 28.6-34.3元

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	153.20	189	255	333
净利润(百万元)	43.13	52	68	92
每股收益(元)	0.64	0.78	1.01	1.38
净利润增长率%	11.12%	20.9%	30.4%	35.6%
每股净资产(元)	2.71	10.06	10.87	11.97
市盈率	48.75	40.09	30.74	22.67
市净率	11.5	3.10	2.87	2.61
PEG	4.38	1.92	1.01	0.64

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司主要从事海珍品苗种的繁育及养殖, 拥有 42 个育苗室, 总计水体达到 6 万立方米, 虾夷扇贝苗、海湾贝苗、海参苗的市场占有率分别为 18.1%、8.7%、0.78%, 均列国内第一位。
- 海珍品养殖规模的不断扩大为海珍品苗种业提供了广阔的市场空间。随着经济的发展和居民消费的升级, 以扇贝、海参、鲍鱼为主的海珍品的市场需求将持续、高速增长。苗种行业目前产业集中度、专业化程度不高, 良种覆盖率很低, 难以提供高质量的优质苗种。市场需求将向具有规模、品牌、技术等竞争要素的优势企业集中。
- 公司近两年的综合毛利率维持在 45%左右。公司 2009 年和 2008 年的主营收入同比增长 14.65%和 19.62%;净利润同比增长 11.12%和 23.13%。公司通过固定资产投资、种质改良、推进育苗过程标准建设等, 使得生产规模及单位水体的出苗量不断提升, 弥补了因销售价格下降带来的负面影响。
- 募集资金主要投向海珍品苗种规模化繁育基地项目。公司的繁育水体将达到 12 万立方米, 生产规模有望提高一倍。预计募投项目 2012 年可以达产。
- 盈利预测与估值。预计 2010 年-2012 年公司实现每股收益为 0.78 元、1.01 元和 1.38 元。可比公司 10 年和 11 年的平均估值水平为 34.97 倍和 27.39 倍。由于公司与獐子岛同处于海水养殖优良的大连海域, 可比性更强, 同时考虑到公司作为上市新股, 成长性较好, 因此给予其 2010 年 40 倍的市盈率水平。其合理估值区间应为 28.6 元-34.3 元, 对应 2010 年 PE 水平为 36.7-44 倍。

风险提示: (1) 海珍品苗养殖的自然风险;
(2) 市场集中风险。

公司概况

壹桥苗业成立于2007年12月，是由大连壹桥企业集团有限公司整体变更设立的股份有限公司。截止2009年12月31日，公司的总资产为2.84亿元，净资产为1.81亿元，资产负债率为36.1%。

本次IPO拟发行股数1700万股，发行后总股本6700万股，新发行股份约占总股本的25.4%。公司股权相对集中，刘德群及其女刘晓庆为实际控制人，第一大股东刘德群发行前持股占比65%，发行后持股占比48.51%。

Figure 1 发行前后股本情况

股东	发行前持股 数量(万股)	持股占比	发行后持股 数量(万股)	持股占比
刘德群	3,250	65.00%	3,250	48.51%
刘晓庆	738	14.76%	738	11.01%
赵长松	195	3.90%	195	2.91%
邓伟	97.5	1.95%	98	1.46%
丁龙	97.5	1.95%	98	1.46%
王心伶	81	1.62%	81	1.21%
宋淑艳	81	1.62%	81	1.21%
李永华	81	1.62%	81	1.21%
关书华	81	1.62%	81	1.21%
祁俊逢	81	1.62%	81	1.21%
其他自然人股东	217	4.34%	217	3.24%
社会公众股	-	-	1700	25.37%
合计	5,000	95.66	6700	100.00%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

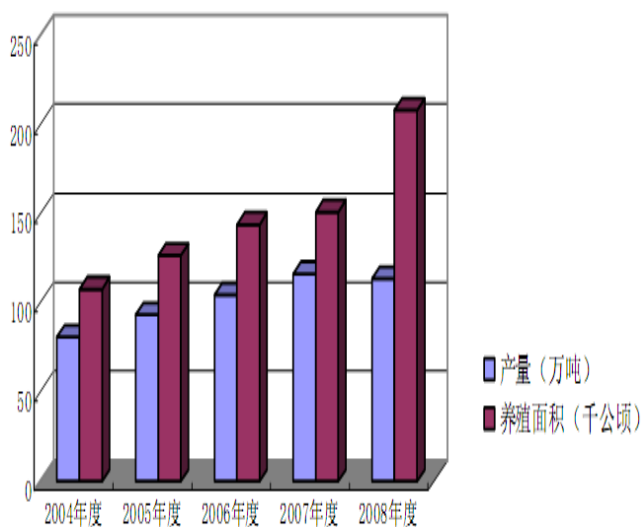
公司系我国海珍品育苗行业的龙头企业，主要从事海珍品苗种的繁育及养殖，拥有42个育苗室，总计水体达到6万立方米，是我国最大的海珍品苗种生产企业之一。2009年销售虾夷扇贝苗163亿枚、海湾贝苗61亿枚、海参苗6200万头，市场占有率分别为18.1%、8.7%、0.78%，均列国内第一位。

公司所处行业背景

国内海水养殖产量约占全球海水养殖总产量的70%。20世纪80年代以来，我国海水养殖连续20多年保持高速发展态势，目前已成为世界上最大的海水养殖生产国。在辽宁、山东等沿海地区，海水养殖业已成为当地的支柱产业。

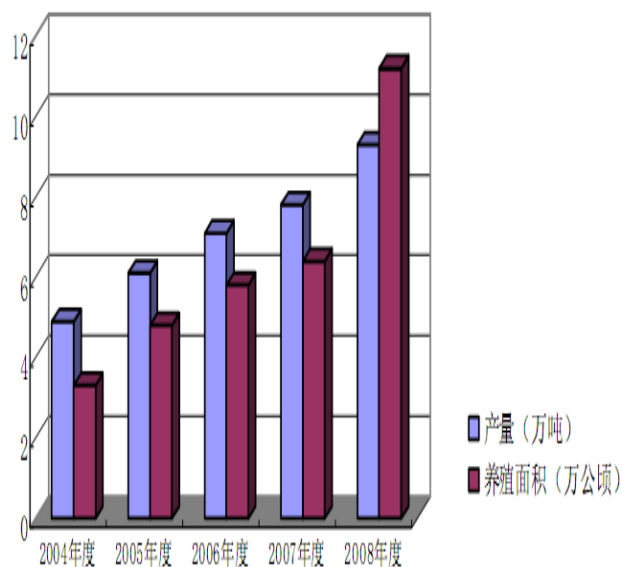
海珍品养殖规模的不断扩大为海珍品苗种业提供了广阔的市场空间。以扇贝、海参、鲍鱼为主的海珍品，由于其营养价值丰富，随着我国经济的发展和人民生活水平的提升，其市场需求持续、高速增长，养殖规模增长尤为迅速。据统计，2008年我国扇贝养殖面积达208.2千公顷，总产量达113.7万吨，产值突破60亿元；刺参养殖面积达11.2千公顷，总产量达9.3万吨，产值达100亿元；鲍鱼产量达5,500吨，产值达12亿元。海珍品的快速发展刺激了苗种行业的迅猛发展。

Figure 2 我国扇贝养殖面积及产量增长情况



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 3 我国海参养殖面积和产量情况



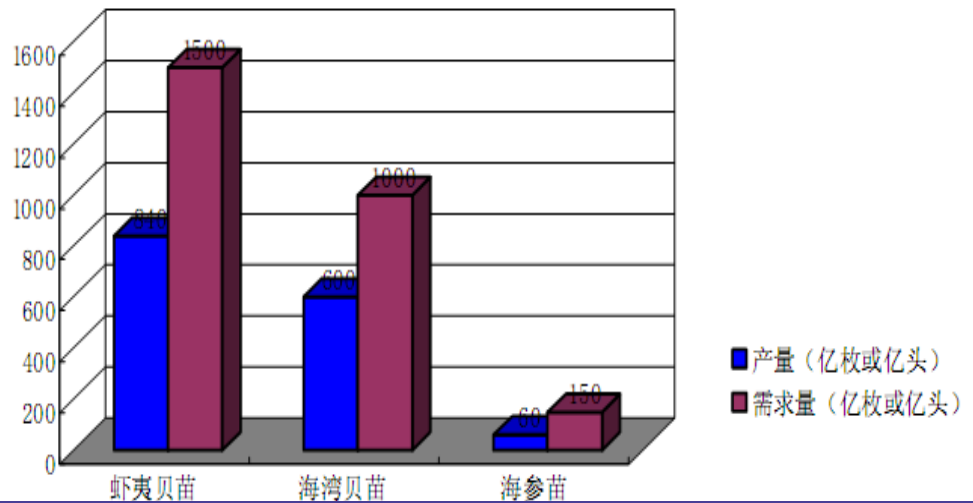
资料来源：公司招股意向书、世纪证券

苗种产业的集中度、专业化程度不高，良种覆盖率很低。众多养殖企业的养殖苗种部分甚至全部自行繁育、供应。较低的专业化程度导致了行业内资源浪费严重，也不利于苗种产业整体技术的改进和苗种质量的提升。根据农业部统计数据显示，目前我国水产养殖良种覆盖率仅为20%，与农业中畜禽养殖业50%、水稻玉米种植业100%的良种覆盖率相比差距巨大。根据FDA（世界粮农组织）统计，良种对养殖产品单产增加的贡献率已经达到25%，美国等发达国家甚至达到40%。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须路径。

苗种产业将由分散走向集中。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，占渔业总产值的5%，市场空间巨大。其中海珍品苗种企业接近5000家，总育苗水体1500万立方米，总产值约45亿元，但大多数水产苗种企业繁育水体在2,000立方米以下，且设备陈旧、技术落后、管理不规范，难以提供高质量的优质苗种。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。

Figure 4 我国2008年主要海珍品苗种供给与需求情况对比



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司主营业务分析

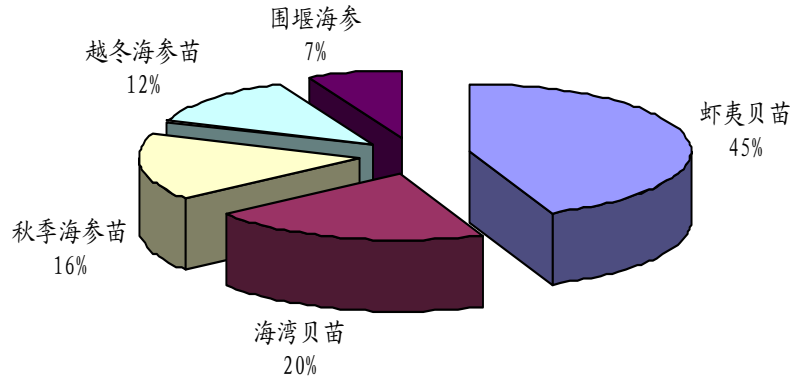
公司主营业务为海珍品苗种的繁育、科研与销售，主要产品种类包括：

1、虾夷贝苗、海湾贝苗及海参苗，上述海珍品苗产量均列全国第一，主要为我国海珍品养殖企业及养殖户提供优质苗种来源。

2、围堰海参：海参肉质细嫩，味道鲜美爽口，是一种高蛋白、低脂肪、低糖、无胆固醇的营养品，具有很高的食用和药用价值，自古就是我国名贵的海产品，被列为海产“八珍”之一，有“海中人参”之美誉。公司围堰海参养殖业务近年来得到了一定的发展，主要是基于适度延伸产业链及综合利用海域资源方面的考虑，该业务2009年占营业收入的比

重7%左右，已成为公司海珍品育苗业核心业务很好的补充。

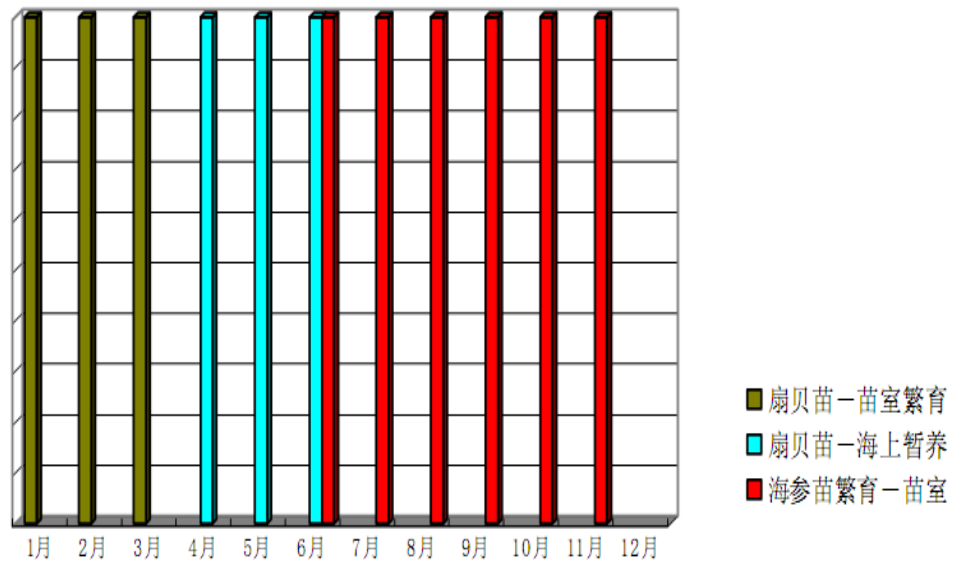
Figure 5 主要产品收入结构



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司海珍品育苗业务具有明显的季节性。一般在上半年进行虾夷贝苗和海湾贝苗的繁育，而下半年则进行海参苗的繁育。如不考虑越冬海参苗（低于1克/头需越冬），公司一般在一个完整会计年度内即可完成完整的生产周期。虾夷贝苗和海湾贝苗主要在第二季度销售；秋季海参苗主要在第四季度销售，越冬海参苗则主要在第二季度销售；围堰海参主要在第四季度销售。由于贝苗收入占比较大，因此公司二季度的销售收入占全年的75-80%。

Figure 6 公司生产周期示意图



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

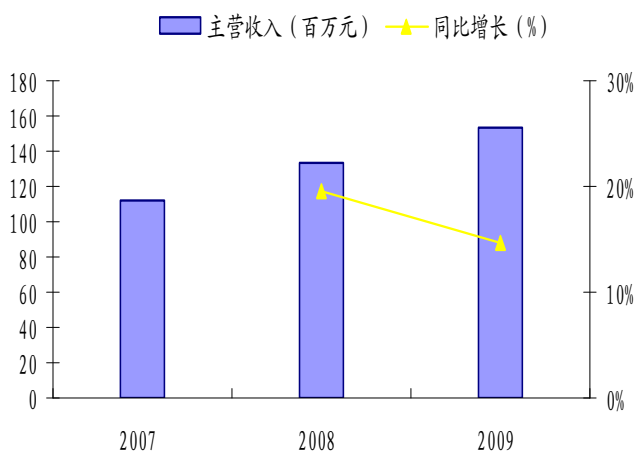
Figure 7 第二季度的销售占比较大

季度	2009年度		2008年度		2007年度	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
第一季度	16.56	0.11%	26.71	0.20%	21.10	0.19%
第二季度	11,756.48	76.74%	10,635.39	79.59%	6,833.99	61.18%
第三季度	465.25	3.04%	301.50	2.26%	2,848.54	25.50%
第四季度	3,081.21	20.11%	2,398.83	17.95%	1,466.99	13.13%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

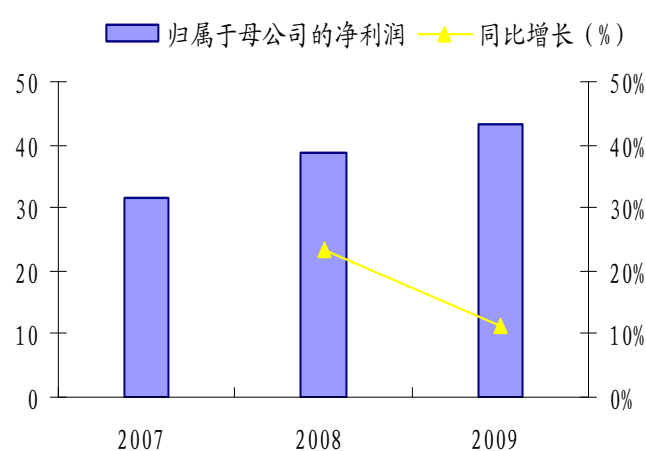
近年销售量稳步上升，毛利率维持稳定。公司 2009 年和 2008 年的主营收入同比增长 14.65% 和 19.62%；净利润同比增长 11.12% 和 23.13%。公司加大育苗室等固定资产投资，生产规模和生产能力逐步扩大。同时通过推进种质改良工作，加强育苗生产的现场管理，推进育苗过程标准建设，使得苗种繁育的产出水平不断提升，单位水体的出苗量除海湾贝苗 2009 年略有下降外均保持了不断增加的趋势，因而也有力地促进了主导产品产销量的持续增长。尽管 2008 年受市场竞争加剧的影响，销售价格有一定的回落，平均售价下降幅度为 10%，但由于虾夷贝苗和海湾贝苗销售数量有一定幅度的增长，弥补了因销售价格下降带来的负面影响。公司近两年的综合毛利率维持在 45% 左右。

Figure 8 公司销售收入增长



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 9 公司净利润增长



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

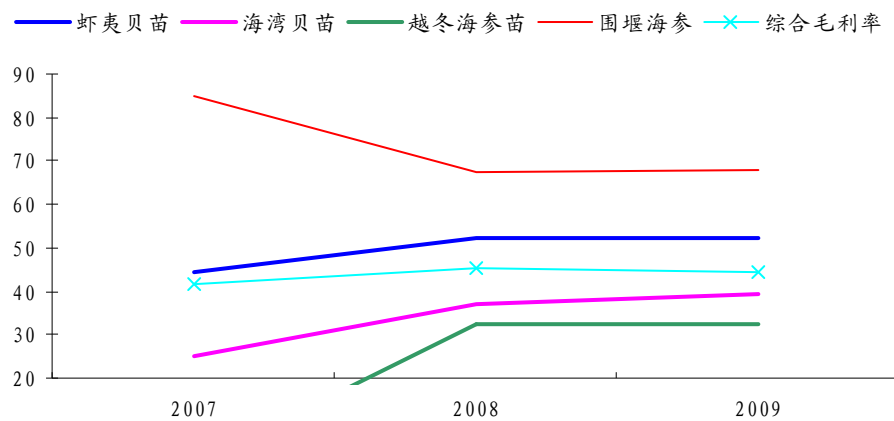
Figure 10 育苗室生产能力提升

项目	2009年度	2008年度	2007年度
苗室账面原值(万元)	6,972.53	6,972.53	6,972.53
苗室面积(万平方米)	5.10	5.10	5.10
繁育水体(万立方米)	6.00	6.00	6.00
其中:用于虾夷贝苗	2.45	3.00	3.55
用于海湾贝苗	2.00	1.70	1.85
用于海参苗	5.62	4.50	1.90

Figure 11 单位水体出苗量提高

项目	2009年度	2008年度	2007年度
虾夷贝苗	66.53	48.05	36.94
海湾贝苗	30.44	34.26	27.43

Figure 12 公司主要产品毛利率



资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

公司竞争力分析

区位优势

大连以其独特的地理位置优势和独特高质的海域环境目前已成为我国最重要的海珍品苗种繁育及养殖基地之一,这不仅为公司提供了天然优质的海域环境,同时亦为公司开拓市场提供了极为便利的条件。

技术优势

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,多年来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。

规模优势

公司目前公司拥有 42 个育苗室，总计水体达 6 万立方米，为我国最大的海珍品苗种生产企业之一，虾夷贝苗、海湾贝苗及海参苗产量均居国内第一，公司生产经营方针及销售策略的制定等都可能对市场造成一定影响，从而为公司参与市场竞争赢得了主动。

Figure 13 主要产品市场占有率居第一位

序号	公司名称	产量	市场占有率
1	大连壹桥	163 亿枚	18.11%
2	大连耶什水产有限公司	32 亿枚	3.56%
3	大连沙山水产繁殖有限公司	26 亿枚	2.89%
4	大连兴实水产有限公司	22 亿枚	2.44%
5	獐子岛	20 亿枚	2.22%

序号	公司名称	产量	市场占有率
1	大连壹桥	61 亿枚	8.71%
2	大连耶什水产有限公司	15 亿枚	2.14%
3	大连沙山水产繁殖有限公司	14 亿枚	2.00%
4	大连金尊水产公司	10 亿枚	1.43%
5	大连碧海水产有限公司	9 亿枚	1.29%

序号	公司名称	产量	市场占有率
1	大连壹桥	6,200 万头	0.78%
2	山东好当家海洋发展股份有限公司	2,500 万头	0.31%
3	大连沙山水产繁殖有限公司	2,500 万头	0.31%
4	大连棒棰岛海产企业集团有限公司	1,000 万头	0.13%

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

科学掌握育种季节性 充分利用海域资源

海珍品育苗具有很强的季节性。公司繁育的虾夷贝苗、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，一般于 5 月份开始出售，7 月底之前可全部出售完毕；海参苗，一般于每年 6 月份产卵，9 月底或 10 月上旬开始出售。公司在上半年进行虾夷贝苗和海湾贝苗的繁育，下半年则进行海参苗的繁育，有利于提高育苗室利用率。

募集资金投向分析

募集资金主要投向海珍品苗种规模化繁育基地项目，拟投资 24,800 万元，包含育苗基地、研发中心和暂养基地建设三个子项目。募投项目实施后，新增繁育水体 6 万立方米，主要用于虾夷扇贝、海湾扇贝、海参及其他海珍品苗种的繁育。

募投项目建设期 1 年，项目建成后，公司的繁育水体将提高到 12 万立方米，生产规模有望提高一倍，预计新增虾夷扇贝苗种生产能力 130 亿枚，海湾贝苗 60 亿枚，秋季海参苗 5 万公斤。建成后，第一年可望达到设计产能的 85%，第二年达产。

Figure 14 募集资金项目

项目	项目总投资(万元)			
	铺底流动资金	固定资产投资	无形资产投资	合计
海珍品苗种规模化繁育基地项目	3,200	18,050	3,550	24,800
包括: 育苗基地	3,000	14,520	550	18,070
研发中心	200	1,325	-	1,525
暂养基地	-	2,205	3,000	5,205

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

Figure 15 募投项目新增产能情况

项目	育苗用固定资产 账面原值(万元)	繁育水体 (万 M ³)	产量	销售收入 (万元)	单位水体占用 固定资产	单位水体 销售收入
本项目新增	18,050	6	虾夷贝苗: 130 亿枚	12,400	3,008.33 元	2,066.67 元
			海湾贝苗: 60 亿枚			
			秋季海参苗: 5 万公斤			
			其他苗: 0.3 亿枚			
公司现状 (2009 年度)	14,857	6	虾夷贝苗: 163 亿枚	13,825	2,476.17 元	2,304.23 元
			海湾贝苗: 61 亿枚			
			秋季海参苗: 6.06 万公斤			

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

盈利预测

基本假设:

- 1、公司募投项目在 2011 年投入使用下半年，2012 年达产。
- 2、海珍品苗价格持续小幅上升。

3、主要产品毛利率维持稳定。

Figure 16 主要产品预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入					
虾夷贝苗	66	65	65	81	99
海湾贝苗	26	26	30	36	54
秋季海参苗	10	18	24	62	85
越冬海参苗	0	13	19	0	0
围堰海参	9	8	10	11	17
合计	110	130	149	189	255
毛利率					
虾夷贝苗	44.5	52.2	52.2	53.0	53.0
海湾贝苗	25.1	36.9	39.4	40.0	40.0
秋季海参苗	25.8	31.4	32.1	33.0	33.0
越冬海参苗	0.0	32.6	32.5	47.0	47.0
围堰海参	84.7	67.5	67.8	68.0	69.0
合计	41.5	45.2	44.6	44.9	44.7

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 17 盈利预测

项目(单位:百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润					
营业收入	134	153	189	255	333
减: 营业成本	73	85	104	141	182
减: 营业税金及附加	0	0	0	0	0
减: 营业费用	1	0	1	1	1
减: 管理费用	12	18	21	29	37
减: 财务费用	3	3	5	8	9
加: 投资净收益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	45	47	59	77	104
二、利润总额					
加: 营业外收入	1	3	2	2	2
减: 营业外支出	2	0	1	1	0
加: 其他	0	0	0	0	0
利润总额	44	49	60	78	106
三、净利润					
减: 所得税	6	6	8	10	13
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
净利润	39	43	52	68	92
四、归属于母公司所有者净利					

润					
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
加：其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	43	52	68	92
五、股利分配					
总股本	50	50	67	67	67
EPS(摊薄、元)	0.58	0.64	0.78	1.01	1.38

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

预计2010年-2012年公司实现每股收益为0.78元、1.01元和1.38元。

估值及投资评级

合理估值区间为28.6元-34.3元，对应10年的PE水平为36.7-44倍。同行业可比公司10年和11年的平均估值水平为34.97倍和27.39倍。由于公司与獐子岛同处于海水养殖优良的大连海域，可比性更强，同时考虑到公司作为上市新股，成长性较好，因此给予其2010年40倍的市盈率水平。其合理估值区间应为28.6元-34.3元，对应2010年PE水平为36.7-44倍。

Figure 18 估值比较

代码	公司	EPS		PE		股价
		2010	2011	2010	2011	
002069	獐子岛	0.69	0.82	39.93	33.60	27.55
600467	好当家	0.24	0.31	32.42	25.10	7.78
002086	东方海洋	0.31	0.43	32.58	23.49	10.10
平均		0.41	0.52	34.97	27.39	
002447	壹桥苗业	0.78	1.01			

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

风险因素分析

(1) 海珍品苗养殖的自然风险。

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。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。此外，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。

(2) 市场销售区域较为集中的风险

从目前我国海珍品养殖分布来看呈现明显的区域性，主要分布在辽宁、山东和河北等北方省份沿海，海珍品苗种繁育企业主要分布在海珍品养殖区域周边地区。公司目前销售区域包括辽宁、山东和河北，其中辽宁为公司的核心市场，销售收入占比在 90%以上。如果该区域的养殖产业出现问题将使公司的经营受到影响。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.