



农林牧渔

Farming & forestry & animal
husbandry & fishery

2010 年 08 月 02 日

壹桥苗业 (002447) 深度研究报告

—海珍品苗种行业翘楚 目标价 55 元

市场数据

日期	2010-7-30
当前价格 (元)	45.1
52 周价格区间 (元)	38.01 -47.17
总市值 (百万)	3021.70
流通市值 (百万)	613.36
总股本 (万股)	6700
流通股 (万股)	1360
日均成交额 (百万)	40
近一月换手 (%)	411.33
Beta (2 年)	0.00
第一大股东	刘德群
公司网址	www.dlyqiqiao.com

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入 (百万元)	134	153	240	317	489
增长率 (%)	19.62	14.65	57.23	31.15	54.34
归属于母公司所有者的净 利润 (百万元)	39	43	74	94	142
增长率 (%)	23.13	11.12	70.76	26.98	51.33
全面摊薄每股收益 (元)	0.58	0.64	1.10	1.40	2.11

- **海珍品苗种行业空间广阔：市场需求缺口巨大**，2008 年我国海参苗、扇贝苗、鲍鱼苗和牡蛎等苗种市场缺口达到 **60%、39%、50% 和 60%**；**行业整合已渐露端倪**，多数苗种企业规模较小且专业化程度不高。随着行业整合步伐加快，苗种企业数目将进一步减少，而产业集中度将进一步加强。
- **海珍品苗种是公司主要收入和利润来源**。近三年，公司主营业务收入分别为 11,171 万元、13,362 万元和 15,320 万元，年复合增长率 17.11%，实现净利润 3,154 万元、3,881 万元和 4,314 万元，年复合增长率 16.95%。其中海珍品苗种（虾夷扇贝苗、海湾贝苗和海参苗）占营业收入的 **90%**，贡献将近 **88%** 的毛利。随着公司海参苗繁育水体规模的进一步扩大及培育技术的进一步提高，公司苗种仍将保持较高水平增长。
- **围堰海参未来业绩可期**。07-09 年海参产量 5.7 万公斤、6.3 万公斤和 7.7 万公斤。公司计划未来两年预计海参销售规模增长到 15 万公斤。此外，公司实施打连岛底播海参养殖项目。该项目计划投资 6,500 万元。该项目完工投产后，预计将年产底播海参 90 万公斤，将大大提高公司海参养殖规模。
- **估值与投资建议**：我们预估公司 10-12 年全面摊薄 EPS 为 1.10 元、1.40 元和 2.11 元。参考好当家、獐子岛和东方海洋等同类上市公司，同时考虑到公司未来的高成长性，我们给予 11 年 35-40 倍 PE，公司合理价格区间为 49-59 元，目标价 **55 元**。
- **风险提示**：1、苗种繁育病害的风险；2、自然灾害或遭受污染的风险。

魏芳 郭伟明 (协助)
+86 755 21517994
guowm@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

1、海珍品苗种行业空间广阔

1.1、市场需求缺口巨大

我国目前已成为世界最大的海水养殖生产国，海水养殖量约占全球海水养殖总产量的70%。其中以扇贝、海参、鲍鱼为主的海珍品，随着经济的发展和国民生活水平的提高，市场需求将高速增长。2008年我国扇贝养殖面积达208.2千公顷，总产量113.7万吨，产值突破60亿元；刺参11.2千公顷，产量9.3万吨，产值100亿元。海珍品规模化养殖的不断扩大必然为其苗种提供了广阔的市场空间，并刺激苗种行业的迅速发展。

根据大连市海洋渔业协会的统计资料显示，2008年我国水产苗种的市场空间超过600亿元，而当年苗种产业产值仅为300亿元。其中海参苗、扇贝苗、鲍鱼苗和牡蛎等苗种市场缺口达到60%、39%、50%和60%。

图表1 我国海珍苗种远不能满足市场需求

	市场需求量	实际产量	缺口占比(%)
海参苗(亿头)	150	60	60.00
扇贝苗(亿枚)	3,000	1,840	38.67
其中: 虾夷扇贝(亿枚)	1,500	840	44.00
海湾贝苗(亿枚)	1,000	600	40.00
栉孔贝苗(亿枚)	500	400	20.00
鲍鱼苗(亿头)	4	2	50.00
牡蛎、蛤类等(亿枚)	2,000	800	60.00

资料来源: 大连海洋渔业协会 金元证券研究所

1.2、行业整合已渐露端倪

多数苗种企业规模较小。目前全国海珍品苗种企业已接近5000家，总繁育水体达1500万立方米，多数苗种企业繁育水体不到2,000立方米。根据大连市海洋渔业协会的统计，辽宁、山东、河北三地的原有的贝苗繁育企业由于规模较小、经济效益较差的原因已有近20%~30%已经全部或部分转产。随着行业整合步伐加快，苗种企业数目将进一步减少，而产业集中度将进一步加强。

育苗专业化程度仍然不高。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产业内资源浪费严重，也不利于苗种产业整体技术的改进和苗种质量的提升。

图表2 公司育苗市场主要竞争对手

苗种	企业名称	产量	市场占有率
	大连壹桥	163亿枚	18.11%
虾夷贝苗	耶什水产	32亿枚	3.56%
	沙山水产	26亿枚	2.89%
	大连壹桥	61亿枚	8.71%

海湾贝苗	耶什水产	15亿枚	2.14%
	沙山水产	14亿枚	2.00%
	大连壹桥	6200万头	0.78%
海参苗	好当家	2500万头	0.31%
	沙山水产	2500万头	0.31%

资料来源：金元证券研究所

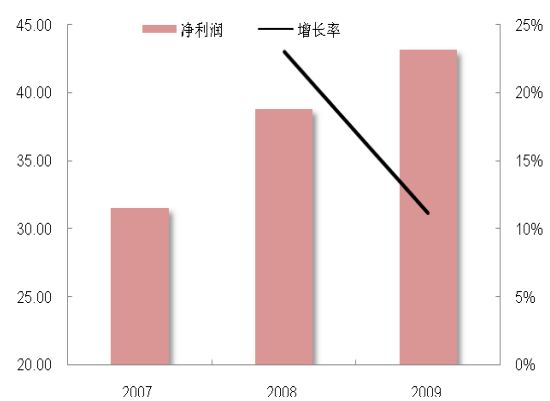
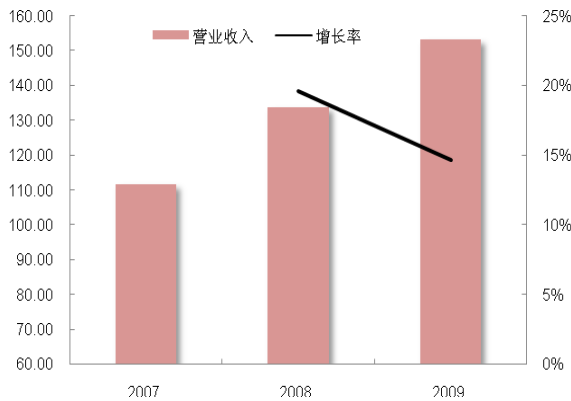
2、海珍品苗种是公司主要的收入和利润来源

公司现有海珍品苗种繁育水体 6 万 m³，具有使用权海域面积 6,400 余亩，租赁海域面积 1,741 亩等其他海洋资源储备。

近三年，公司主营业务收入分别为 11,171 万元、13,362 万元和 15,320 万元，年复合增长率 17.11%，实现净利润 3,154 万元、3,881 万元和 4,314 万元，年复合增长率 16.95%。其中海珍品苗种（虾夷扇贝苗、海湾贝苗和海参苗）占营业收入的 90%，贡献将近 88% 的毛利。

图表 3 公司近三年营收复合增长率 17.11%

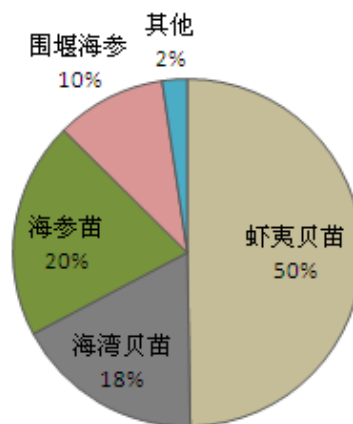
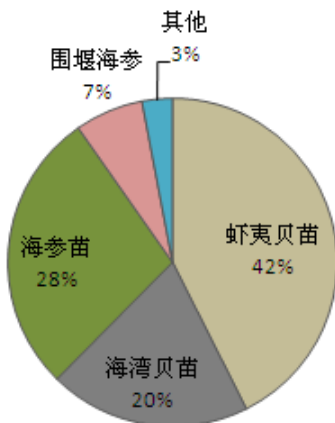
图表 4 公司近三年净利润复合增长率 16.95%



资料来源：公司公告

图表 5 09 年公司苗种营收占比 90%

图表 6 09 年公司苗种占毛利 87%



资料来源：公司公告

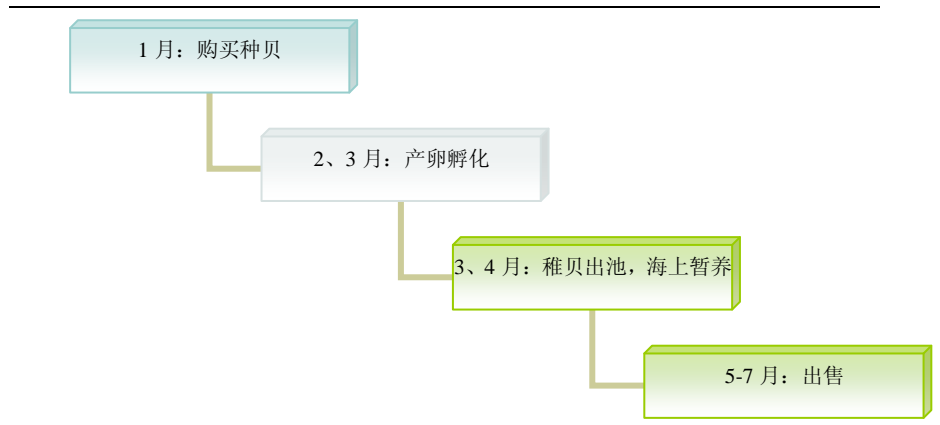
2.1 扇贝苗产能扩张 降价抢占市场

目前公司已掌握了扇贝、海参、鲍鱼、海胆、虾蟹等苗种的工厂化培育技术，但在公司繁育水体有限的情况下，只能合理选择几个品种苗种进行规模化繁育，而虾夷扇贝和海湾扇贝是公司主营产品。

每年年初，公司买入种贝苗后，其产出的贝苗在育苗室中繁育，至3、4月后移至海中暂养，5、6月份贝苗的销售旺季，一般至7月末贝苗全部销售完毕。07-09 虾夷扇贝实现销售收入 6557/ 6487 /6520 万元，海湾扇贝实现销售收入 2601/621/3044 万元。近年由于苗种规模效应和水体利用率的提升，刺激了公司的苗种单位成本下降和苗种毛利提高。

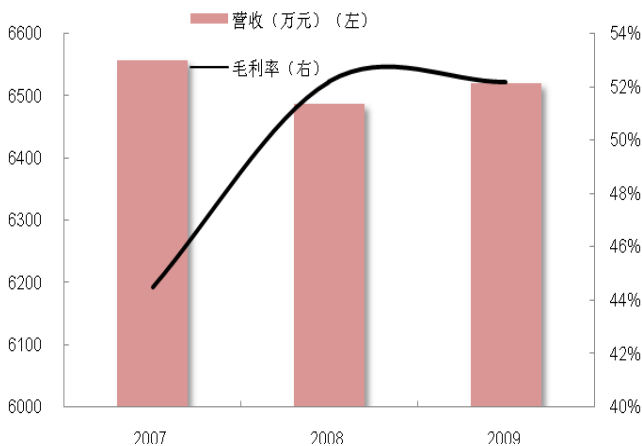
07-09 年，公司虾夷贝苗平均价格逐年下滑，分别为每万枚 50 元、45 元和 40 元，而海湾贝苗平均售价则有一定的波动。主要原因是由于规模持续扩大，为了扩大市场影响抢占客户，公司主动调低产品售价。不过是随着规模的扩大，规模效应得到体现，单位产品成本逐渐下降，为公司降价提供充足的空间。

图表 7 公司贝苗生产模式

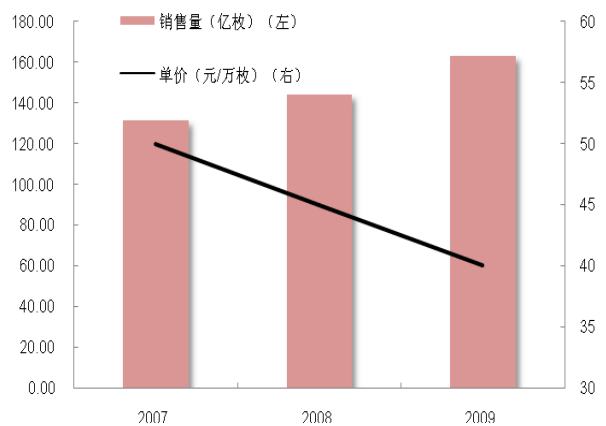


资料来源: 金元证券研究所

图表 8 虾夷扇贝营收和毛利情况



图表 9 虾夷扇贝单价逐年下滑



资料来源: 公司公告

图表 10 海湾扇贝营收和毛利情况

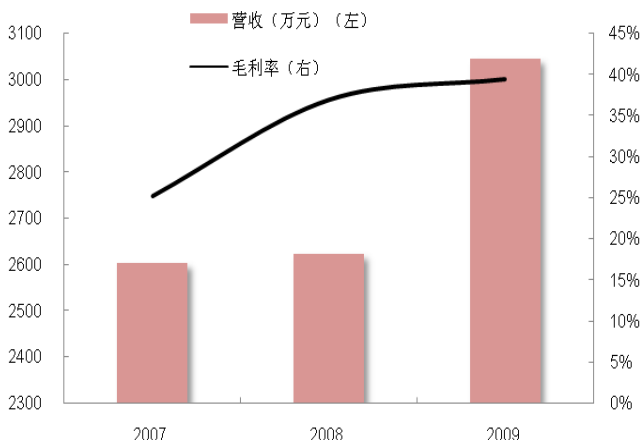
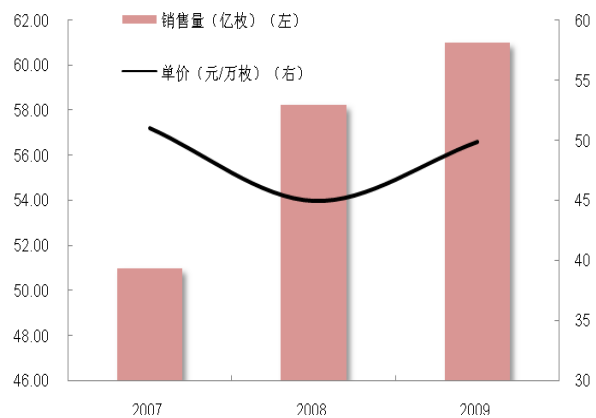
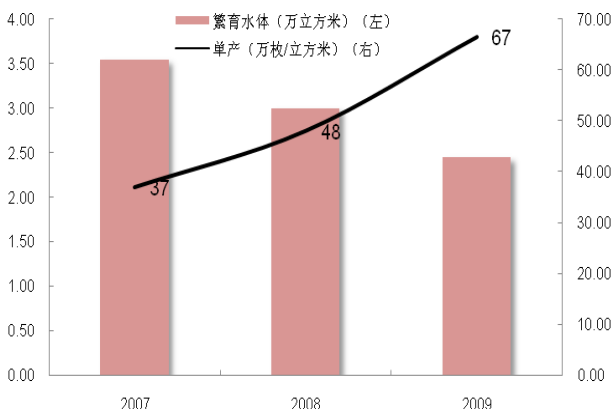


图 11 海湾扇贝单价波动

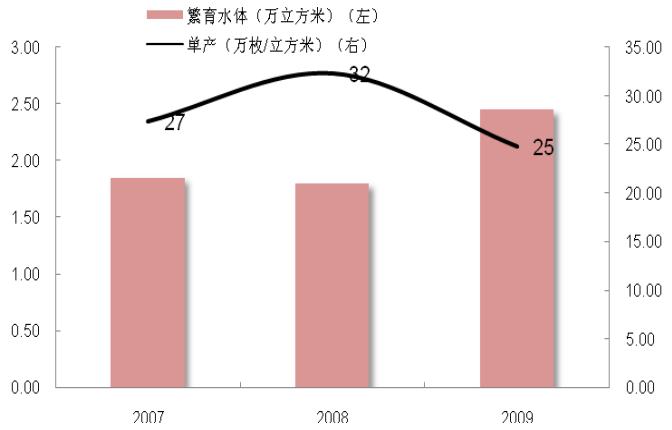


资料来源: 公司公告

图表 12 虾夷贝苗单产增长快速



图表 13 海湾扇贝单产波动



资料来源: 公司公告

2.2、提高水体利用率 海参苗后来居上

近年来, 海参的市场价格稳步走高, 市场需求持续增长且呈明显的供不应求的局面。2008 年我国海参养殖总产量 9.3 万吨, 养殖面积达 11.2 千公顷, 产值超过 100 亿元。海参苗除了东方海洋、大连天伦等个别养殖企业外, 其他海参养殖企业大都无海参苗繁育或繁育规模很小, 其自身所需海参苗大都依靠外购解决。除獐子岛、好当家等部分特大型海珍品养殖企业具备较完整的育苗、养殖的产业链外, 其余大部分企业自行繁育所需苗种的实力较弱。公司利用海参苗与扇贝苗繁育在时间上的差异, 在下半年进行海参苗的规模化养殖。

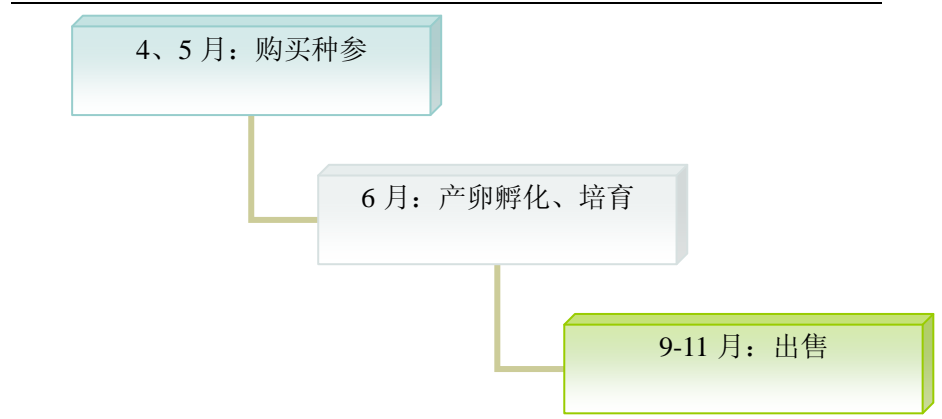
近三年, 公司海参苗业务快速增长, 实现销售收入 1.41 吨、5.68 吨和 8.06 吨, 实现销售收入 952 万元、3082 万元和 4261 万元。未来随着公司海参苗繁育水体规模的进一步扩大及培育技术的进一步提高, 公司海参苗仍将保持在较高水平增长。

图表 14 各大海参养殖企业苗种自给情况

产品	企业名称	育苗水体 (m3)	自产苗	外购苗	使用量	外购/使用量
海参苗	山东东方海洋科	5,000	5	10	15	66.67%
	山东好当家	10,000	2.5	7.5	10	75.00%
	大连天伦水产	12,000	5	5.5	10.5	52.38%
	烟台长岛和利丰司	0	0	4	4	100.00%
	大连棒棰岛海产	10,000	1	1	2	50.00%

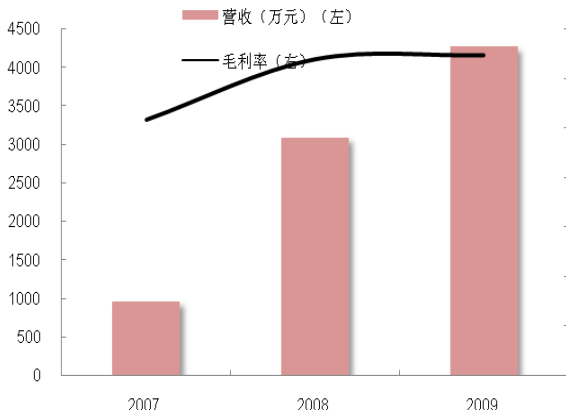
资料来源: 大连市海洋渔业协会

图表 15 公司海参苗生产模式

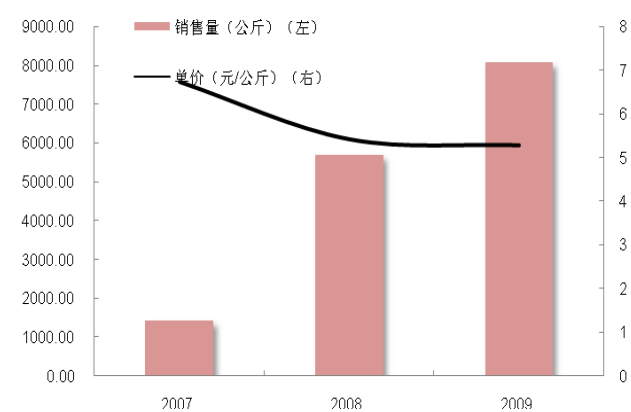


资料来源: 金元证券研究所

图表 16 海湾扇贝营收和毛利



图表 17 虾夷贝苗水体面积和单产



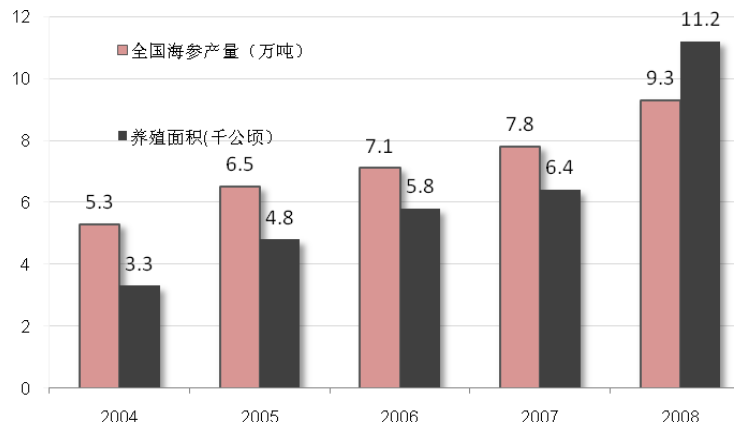
资料来源: 公司公告

3、围堰海参养殖是公司未来业绩增长点

我国有可食用海参 20 余种, 以黄渤海地区的刺参品质最优。海参是一种高蛋白、低脂肪、无胆固醇的营养保健品, 具有很高的食用价值。此外, 海参有“补肾经, 益精髓, 消痰涎, 壮阳疗痿”之功效, 有“海中人参”之美誉, 是海产“八珍”之一。近年来海参消费保持稳定增长, 04 年全国海参产量只有 5.3 万吨, 到了 08 年达到了 9.3 万吨, 年复合增长率 15%。预计未来在人们生活水平提高和消费观念升级的作用下,

海参消费将保持稳定增长。

图表 18 全国海参产量复合增长率 15%



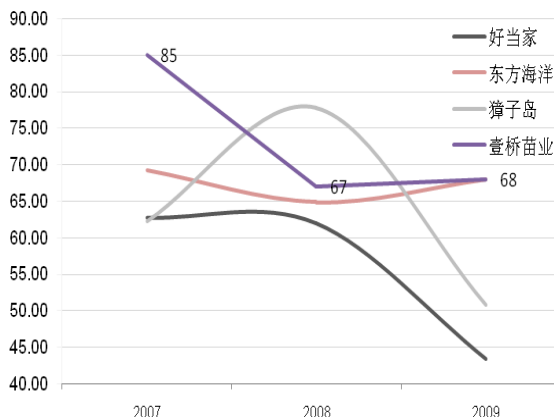
资料来源：渔业统计年鉴

公司利用自身的海参苗种优势，积极开展围堰海参养殖业务。海参苗的优劣将直接影响最终海参产量和成活率，公司海参苗品质出众且海参苗完全可以自给，具有其它企业不可比拟的先天优势。公司海参苗种自给率达 100%，这也保证了公司较高的毛利率。

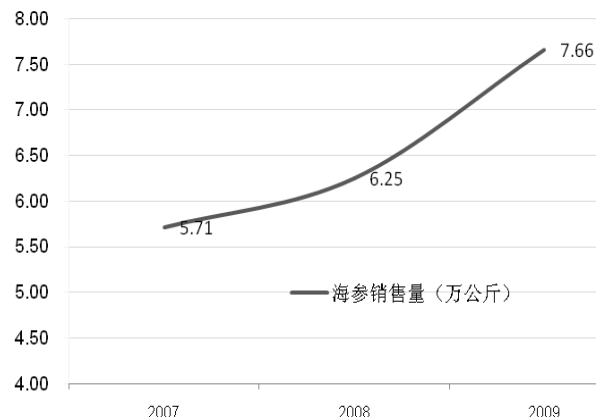
07-09 年海参产量 5.7 万公斤、6.3 万公斤和 7.7 万公斤。09 年实现围堰海参销售收入 1036 万元，毛利率 68%，贡献公司将近 10% 的毛利。公司计划未来两年预计海参销售规模增长到 15 万公斤，海参养殖业务对公司利润贡献将进一步体现。

此外，为了充分利用海域资源，公司实施打连岛底播海参养殖项目。该项目计划投资 6,500 万元。该项目完工投产后，预计将年产底播海参 90 万公斤，将大大提高公司海参养殖规模。

图表 19 壹桥海参毛利率高于同类上市公司



图表 20 公司围堰海参产销逐年提升



资料来源：公司公告 金元证券研究所

4、募投项目使公司产能翻倍

4.1、募投项目建成后产能翻倍

公司首次向社会公众公开发行普通 1,700 万股，占发行后总股本 25%，股募集资金净额为 45,616 万元。预计项目建成后新增 6 万 m³ 繁育水体，主要用于虾夷贝苗、海湾贝苗、海参苗和及其他海珍品苗种的繁育。该项目总投资 24,800 万元，其中育苗基地投资 18,070 万元，研发中心投资 1,525 万元，暂养基地投资 5,205 万元。

图表 21 募集资金项目情况

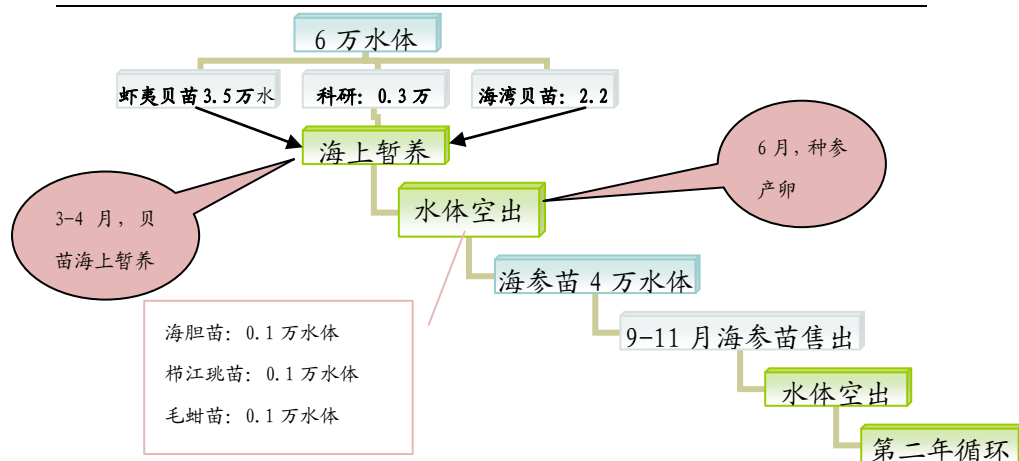
项目名称	总投资 (万元)			
	铺底流动资金	固定资产投资	无形资产投资	合计
海珍品苗种规模化繁育基地项目	3,200	8,050	3,500	24,800
包括: 育苗基地	3,000	14,520	550	18,070
研发中心	200	1,325	-	1,525
暂养基地	-	2,205	3,000	5,205

资料来源: 公司公告

虾夷贝苗和海湾贝苗的繁育周期大致相同，在育苗室繁育时间均为 1-3 月，海胆苗、栉江珧苗、毛蚶苗的繁育均在每年 6-12 月进行，海参苗的繁育时间为每年 4-10 月。为了充分利用闲置的水体，公司下半年进行海参苗的繁育。此外，为了进一步优化公司的产品结构，本项目产品中除虾夷贝苗、海湾贝苗及海参苗等公司原有的核心产品外，增加了栉江珧苗、毛蚶苗、海胆苗三个新品种。

我们以公司近三年的数据作为参考，预计本项目新增虾夷扇贝苗种生产能力 235 亿枚，海湾贝苗 60 亿枚，秋季海参苗 50 吨。本项目建设期 1 年，建成后第二年达产，第一年营业收入 13,380 万元，毛利 6,372 万元，第二年以后新增营业收入 16,220 万元，实现毛利 7,422 万元。

图表 22 新增 6 万水体繁育计划



资料来源: 金元证券研究所

图表 23 项目的产出情况

产品	育苗占用水体 (M ³)	出苗总数(万枚、kg)		销售收入(万元)		毛利率 (按09年预计)	毛利(万元)	
		第一年	正常年份	第一年	正常年份		第一年	正常年份
虾夷贝苗	35,000	2,030,000	2,345,000	8,120	9,380	0.52	4,235	4891.67
海湾贝苗	22,000	517,000	594,000	2,585	2,970	0.39	1,019	1171.071
海参苗	40,000	40,000	50,000	1,920	2,400	0.32	617	770.88
海胆苗	1,000	1,500	1,750	600	700	0.40	240	280
毛蚶苗	1,000	4,250	5,000	425	500	0.40	170	200
栉江珧	1,000	22,950	27,000	230	270	0.40	92	108
合计				13,880	16,220		6,372	7,422

资料来源: 金元证券研究所

4.2、布局黄渤海 消化产能压力

公司拥有良好的产品品质和具有竞争力的价格确立了竞争优势。近三年来主导产品一直处于供不应求的态势，主导产品产销率均为100%。但是面对产能扩张而带来的销售压力，公司还是积极布局，招聘专业的销售人员，组建黄渤海营销网络。公司于08年底率先在长海县专设了销售处。除了加强大连地区销售建设外，09年先后在河北昌黎县、辽宁葫芦岛市、山东青岛市设立办事处。

此外，公司与当地的300多家养殖企业建立了长期稳定的合作关系，并且公司已与獐子岛等知名海珍品养殖企业签订了长期的供货合同，为其提供扇贝苗和海参苗。

图表 24 公司营销网络布局黄渤海



资料来源: 金元证券研究所

五、估值和投资建议

我们预估公司10-12年全面摊薄EPS为1.10元、1.40元和2.11元。参考好当家、獐子岛和东方海洋等同类上市公司，同时考虑到公司未来的高成长性，我们给予11年35-40倍PE，公司合理价格区间为49-59元，目标价55元。

图表 25 利润表预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	133.62	153.20	234.20	316.91	489.10
其中：营业收入	133.62	153.20	234.20	316.91	489.10
二、营业总成本	88.50	105.83	150.82	209.82	327.19
其中：营业成本	73.17	84.36	125.05	174.61	271.82
营业税金及附加	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
销售费用	0.64	0.37	0.62	1.05	1.37
管理费用	11.96	18.29	23.78	32.79	52.88
财务费用	2.69	2.99	1.56	1.57	1.33
资产减值损失	0.02	(0.19)	(0.20)	(0.21)	(0.23)
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	45.13	47.36	83.38	107.09	161.91
加：营业外收入	0.81	2.55	1.17	1.51	1.74
减：营业外支出	1.53	0.48	0.71	0.91	0.70
四、利润总额	44.41	49.43	82.92	106.48	160.87
减：所得税费用	5.60	6.28	9.27	12.96	19.33
五、净利润	38.81	43.14	73.65	93.53	141.53
归属于母公司所有者的净利润	38.82	43.13	73.65	93.53	141.53
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、每股收益：					
（一）基本每股收益	0.58	0.64	1.10	1.40	2.11
（二）全面摊薄每股收益	0.58	0.64	1.10	1.40	2.11

资料来源：金元证券研究所

七、风险提示

1、苗种繁育病害的风险：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。

2、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。

金元证券行业投资评级标准:

- 增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;
- 中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;
- 减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票 投资评级标准:

- 买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;
- 增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;
- 中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;
- 减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.