金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO.,LTD.

农林牧渔
Farming&forestry&animal husbandy & fishery

2010 年 8 月 23 日

壹桥苗业（002447）调研报告

—公司产能提高 但无销售之忧

评级：增持

市场数据	2010 年 8 月 21 日
当前价格（元）	67.79
52 周价格区间（元）	38.01-71.7
总市值（百万）	4541.93
流通市值（百万）	921.94
总股本（万股）	6700
流通股（万股）	1360
日均成交额（百万）	81
近一月换手（%）	433.08
Beta（2 年）	0.00
第一大股东	刘德群
公司网址	www.dlyiqiao.com

市场表现			
表现%	1m	3m	12m
壹桥苗业	62.2	-	-
沪深 300	7.8	6.7	-6.0

相关报告

《壹桥苗业新股定价报告》，2010.7
《壹桥苗业深度分析报告》，2010.8

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

执业证书编号
魏 芳：S0370207120041

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入（百万元）	134	153	194	288	521
增长率(%)	19.62	14.65	26.63	48.32	80.93
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	39	43	62	93	165
增长率(%)	23.13	11.12	43.84	49.16	78.81
全面摊薄每股收益（元）	0.58	0.64	0.93	1.38	2.47

资料来源：金元证券研究所

- 近年来，面对需求日益旺盛的海产苗市场，**公司产能不足**的问题逐渐显现。由于公司的贝苗产量远不能满足客户需求，销售期往往提早一个月就结束。**公司 IPO 募投项目**新增 6 万 m^3 繁育水体、**打连岛底播海参养殖项目**以及未来**虾夷贝苗单产的提高**，有望解决公司产能不足的问题。
- 随着经济的发展和国民生活水平的提高，海珍品市场需求将高速增长，下游规模的不断扩大必然为其苗种行业提供了广阔的市场空间。根据大连市海洋渔业协会的统计资料显示，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%。**
- **下游需求旺盛。**以大连獐子岛渔业集团为例，獐子岛作为公司最大的客户近三年獐子岛养殖规模不断扩大，其总海域面积年底有望达到 300 万亩，虾夷扇贝产量有望突破 3.5 万吨。公司对獐子岛销售额保持稳定增长，07-09 年分别为 719/902/948 万元。
- **估值和投资建议：**预计公司募投项目 11 年下半年建成投产。我们预估公司 10-12 年全面摊薄 EPS 为 0.93 元、1.38 元和 2.47 元。考虑到公司未来的高成长性，我们给予增持评级。
- **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。

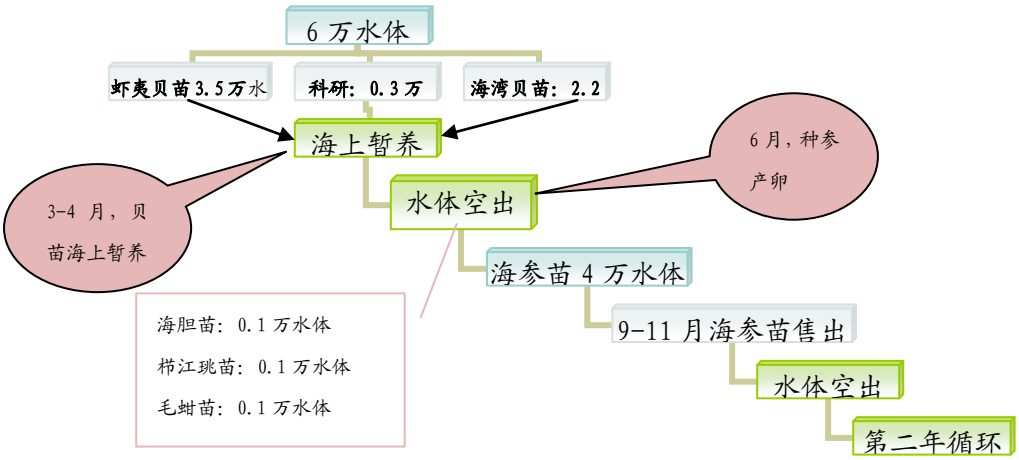
1、公司苗种、海参产能提升

近年来，面对需求日益旺盛的海产苗市场，公司产能不足的问题逐渐显现。每年 5-7 月是虾夷贝苗和海湾贝苗的销售期，由于公司的贝苗产量远不能满足客户需求，销售期往往提早一个月就结束。

1.1、募投项目使苗种产能翻倍

公司 IPO 募投项目的投产，解决了公司产能不足的问题。项目建成后新增 6 万 m^3 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。为了进一步优化公司的产品结构，本项目产品中除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 1　新增 6 万水体繁育计划



资料来源：金元证券研究所

图表 2　项目的产出情况

产品	育苗占用水体	出苗总数(万枚、kg)		销售收入（万元）		毛利率	毛利（万元）	
	(M^3)	第一年	正常年份	第一年	正常年份	（按 09 年预计）	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

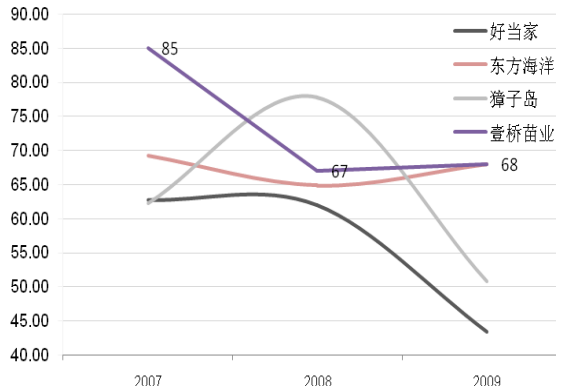
资料来源：金元证券研究所

1.2 打连岛项目提升海参养殖规模

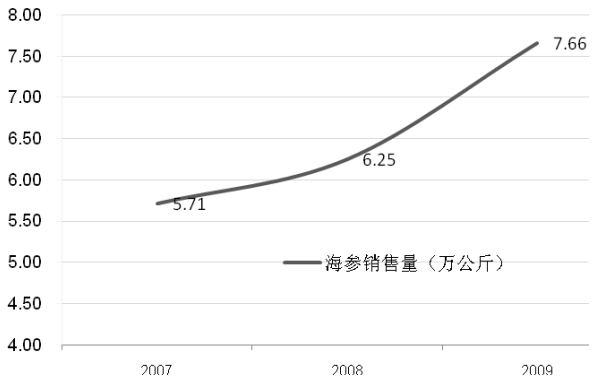
公司利用自身的海参苗种优势，积极开展围堰海参养殖业务。海参苗的优劣将直接影响最终海参产量和成活率，公司海参苗品质出众且海参苗完全可以自给，具有其它企业不可比拟的先天优势。公司海参苗种自给率达 100%，这也保证了**较高的毛利率。**

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，但因最终取得的养殖面积扩大至 **4,500 亩**，目前公司已投入 9,000 余万元，该项目完工投产后，将大大提高公司海参养殖规模。

图表 3 壹桥海参毛利率高于同类上市公司



图表 4 公司围堰海参产销逐年提升

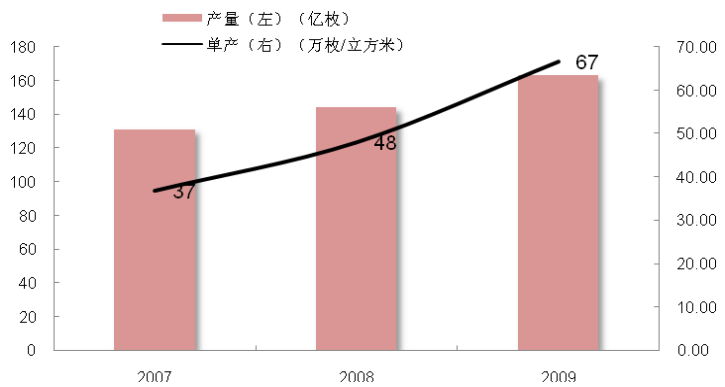


资料来源:公司公告 金元证券研究所

1.3 虾夷贝苗单产有望提升

作为公司核心产品的虾夷贝苗，07-09 年销售量为 131/141/163 亿枚，单产（M^3）为 37/48/67 万枚。公司苗室的核心技术人员自主参与育苗全过程，个别苗室的单产可达到 80 万枚/立方米以上。随着育苗技术的提高和成熟，单产水平有望再上一个台阶。

图表 5 公司虾夷扇贝产量、销售量逐年提高



资料来源：公司公告

2、下游需求旺盛 无销售之忧

2.1 行业缺口巨大

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 6 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**

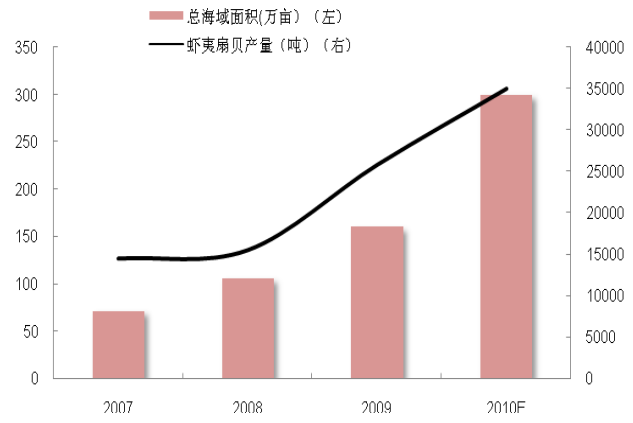
资料来源：大连海洋渔业协会 金元证券研究所

2.2 下游需求旺盛

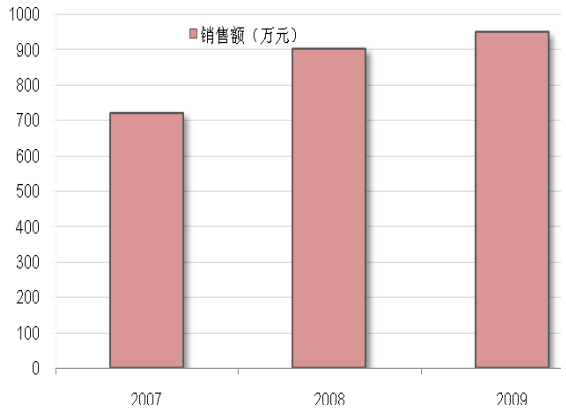
我国目前已成为世界最大的海水养殖生产国，海水养殖量约占全球海水养殖总产量的 70%。2008 年我国扇贝养殖面积达 208.2 千公顷，总产量 113.7 万吨；刺参 11.2 千公顷，产量 9.3 万吨。随着经济的发展和国民生活水平的提高，海珍品市场需求将高速增长，下游规模的不断扩大必然为其苗种行业提供了广阔的市场空间。

以大连獐子岛渔业集团为例，獐子岛是公司最大的客户，其总海域面积年底有望达到 300 万亩，虾夷扇贝产量有望突破 3.5 万吨。近三年獐子岛养殖规模不断扩大，且公司对獐子岛销售额保持稳定增长，分别为 719/902/948 万元。

图表 7 獐子岛养殖规模不断扩大



图表 8 公司对獐子岛销售保持稳定增长



资料来源：公司公告 金元证券研究所

3、估值和投资建议

关键假设：预计公司募投项目 11 年下半年建成投产。10-11 虾夷贝苗繁育水体达到 2.5/3.0/6.0 万立方米，单产（M^3）60/65/70 万枚；海湾贝苗繁育水体达到 2.1/2.5/4.3 万立方米，单产（M^3）27/30/30 万枚；海参苗繁育水体达到 6.0/9.0/10.0 万立方米。

我们预估公司 10-12 年全面摊薄 EPS 为 0.93 元、1.38 元和 2.47 元。考虑到公司未来的高成长性，我们给予增持评级。

图表 9　损益表预测

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	133.62	153.20	193.99	287.72	520.57
其中：营业收入	133.62	153.20	193.99	287.72	520.57
二、营业总成本	88.50	105.83	123.68	181.75	331.45
其中：营业成本	73.17	84.36	102.10	149.66	272.59
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	0.51	0.95	1.46
管理费用	11.96	18.29	19.70	29.77	56.29
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	70.30	105.96	189.12
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	69.85	105.36	188.08
减：所得税费用	5.60	6.28	7.81	12.82	22.60
五、净利润	38.81	43.14	62.04	92.54	165.47
归属于母公司所有者的净利润	38.82	43.13	62.04	92.54	165.47
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	0.93	1.38	2.47
（二）全面摊薄每股收益	0.58	0.64	0.93	1.38	2.47

资料来源：金元证券研究所

4、风险因素分析

1、苗种繁育病害的风险：海珍品苗种在繁育过程中可能会发生各种病害，甚至会造成苗种的死亡。如果防治不及时会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：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.