

## 壹桥苗业 (002447.SZ)

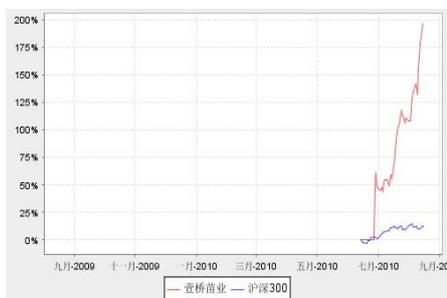
### 2 万亩海域收购将在 2013 年产生盈利贡献

**评级:** 未有评级    **前次:**  
**目标价 (元):** -  
**联系人:** 分析师  
 谢刚                      孙国东  
**消费品小组**                S0740207010008  
 021-58208304                0531-81776391  
 xiegang@qlzq.com.cn        sungd@qlzq.com.cn  
 2010 年 9 月 1 日

#### 基本状况

总股本(百万股)	67.00
流通股本(百万股)	13.60
市价(元)	94.53
市值(百万元)	5385.46
流通市值(百万元)	1093.17

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2009A	2010E	2011E	2012E	—
营业收入 (百万元)	153.20	198.83	278.15	399.29	—
营业收入增速	14.65%	29.79%	39.89%	43.55%	—
净利润增长率	11.12%	33.11%	57.89%	49.66%	—
摊薄每股收益 (元)	0.86	0.86	1.35	2.02	—
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)	0.00	110.32	69.87	46.69	—
PEG	0.00	3.33	1.21	0.94	—
每股净资产 (元)	3.64	12.24	13.59	15.61	—
每股现金流量	1.28	1.12	1.57	2.24	—
净资产收益率	23.73%	7.00%	9.96%	12.97%	—
市净率	0.00	7.73	6.96	6.05	—
总股本 (百万股)	50.00	67.00	67.00	67.00	—

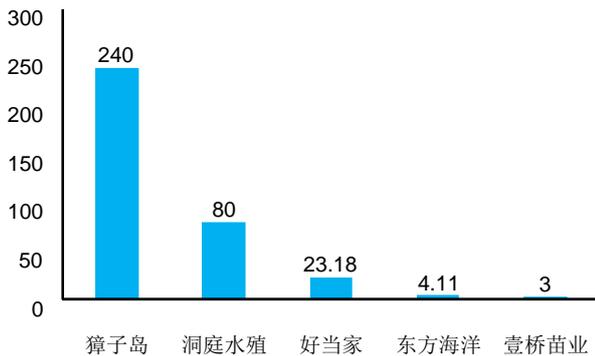
备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

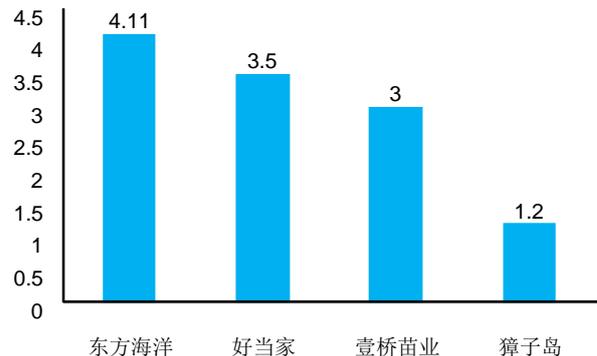
**事件:** 8 月 31 公告将使用不超过 5500 万元超募资金来获得瓦房店市谢屯镇预计约 2 万亩海域使用权。

- 获得 2 万亩清洁水域之后, 壹桥苗业有望成为国内第三大的海参养殖企业, 公司核心竞争力进一步强化。** 目前, 海水养殖“四驾马车”中, 獐子岛的清洁水域资源储备最为丰富, 壹桥苗业排在末位; 但若论海参养殖水域, 则东方海洋以底播海参面积 4.11 万亩而排在首位, 好当家 3.5 万亩居于次席, 壹桥苗业 3 万亩左右的海参养殖水域, 排第三, 高过獐子岛 1.2 万亩的海参面积。
- 随着工业化城镇化进程的加速, 中国海水和淡水养殖资源面临的挑战越来越严峻, 清洁水域资源的日渐稀缺将不断提升水产养殖业的进入壁垒, 目前拥有规模水域的企业将长期享有先期垄断优势。**
- 尽管中长期视角下, 收购水域从事海珍品养殖拥有丰厚的回报, 但由于前期投礁改造、投苗成本巨大, 因此我们认为壹桥苗业对这 2 万亩海域的开发进程不会特别快, 至少从资金需求角度和养殖回报来说, 采取循序渐进式的开发方案将有利于壹桥苗业度过前期的资金紧张期, 另外, 公司自主海参育苗量也不够公司 2 万亩海域的全部开发, 因此, 我们认为实际的盈利预测将比我们测算的低很多。**
- 我们对 2 万亩水域的直接开发成本进行的测算结果表明: 海底投礁改造需要耗资 4 亿元, 同时需要 1 亿元左右的海参投苗, 累计直接开发成本近 5 亿元。** 考虑到壹桥苗业 IPO 净募资 4.62 亿元, 其中可使用不超过 5500 万元来进行 2 万亩海域的取得和开发, 简单测算下来的资金缺口约 4.5 亿元。
- 我们对 2 万亩水域未来可能的收益也进行了量化测算: 若 2011 年初开始投礁, 当年秋冬开始投苗, 则养成后可捕捞海参 2800 吨左右, 预计累计实现销售额 7.5 亿元, 累计净利润 3.74 亿元。**

- 在前期《壹桥苗业新股研究报告——拥有四大竞争优势的海珍品苗种细分领域龙头（谢刚 002499）》中，我们对壹桥苗业的四大竞争优势进行了阐述，本次收购 2 万亩海域之后，壹桥苗业打造海参的纵向一体化产业链战略已经趋于明朗。我们长期看好公司核心竞争力，但提示短期估值承压风险。
- 新海域若全部养殖海参，则增厚 2013~2014 年 EPS 为 2.79 元，长期看好，短期估值承压。初步预计，新海域将增厚壹桥苗业 2013—14 年净利润均为 1.87 亿元，增厚 EPS 近 2.79 元，考虑到 2010-2012 年我们的盈利预测为：0.86、1.35、2.02 元。当前股价 94.53 元对应 2010 年 110×PE、70×11 年 PE、47×12 年 PE、20×2013 年 PE，我们认为短期估值压力不言而喻。

**图表 1：五家水产品公司水域资源储备（万亩）**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 2：水产品四驾马车适养海参的水域（万亩）**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 3：壹桥 2 万亩新海域投资成本测算**

壹桥 2 万亩海域开发成本测算	行业水平
每亩需要投海参苗（小苗，头/亩）	4000
2 万亩海域需投海参苗（万头）	8000
海参苗价格（元/公斤）	500
单位海参苗重量（头/公斤）	400
单位海参苗成本（元/头）	1.25
2 万亩海域累计投苗成本（亿元）	1
单位投礁改造费用（元/亩）	20000
2 万亩海域投礁改造费用（亿元）	4
2 万亩海域累计成本投入（亿元）	5

来源：齐鲁证券研究所

**图表 4：壹桥 2 万亩新海域养殖效益测算**

2 万亩海域养殖效益测算	行业水平
预计投石改造年度	2011年初
预计投苗试养年度	2011年底
小海参苗的养殖周期	至少 2 年
预计海参收获年度	2013 年底~2014 年
2 万亩海域需投海参苗（万头）	8000
假定成活率	40%
可捕海参量（万头）	3200
养殖成参重量（两/头）	1.8
可捕海参产量（吨）	2880
2013 年海参价格（元/公斤）	260
预计 2013 海参产销售额（亿元）	7.49
成参养殖的净利率	50%
2 万亩水域 2013 年海参净利润（亿元）	3.74
预计采捕期 2 年，每年净利润（亿元）	1.87
回收成本周期	1.5 茬
预计 2013—14 年每年贡献 EPS	2.79

来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 壹桥苗业销售收入预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>虾夷扇贝苗</b>						
平均售价 (元/万枚)	50.00	45.00	40.00	49.00	50.00	50.00
增长率 (YOY)	—	-10.00%	-11.11%	22.50%	2.04%	0.00%
销售数量 (亿枚)	131.13	144.15	163.01	166.27	255.52	341.27
增长率 (YOY)	—	9.93%	13.08%	2.00%	53.68%	33.56%
销售收入 (百万元)	65.57	64.87	65.20	81.47	127.76	170.64
增长率 (YOY)	—	-1.06%	0.52%	24.95%	56.81%	33.56%
毛利率	44.48%	52.17%	52.15%	63.91%	63.13%	60.30%
销售成本	36.40	31.03	31.20	29.41	47.10	67.75
增长率 (YOY)	—	-14.77%	0.57%	-5.75%	60.18%	43.83%
毛利	29.16	33.84	34.00	52.07	80.66	102.89
增长率 (YOY)	—	16.05%	0.48%	53.12%	54.91%	27.56%
占总销售额比重	58.69%	48.54%	42.56%	40.98%	45.93%	42.73%
占主营业务利润比重	62.96%	55.98%	49.73%	55.59%	60.07%	51.72%
<b>海湾贝苗</b>						
平均售价 (元/万枚)	51.27	45.00	50.00	40.00	42.50	45.00
增长率 (YOY)	—	-12.23%	11.11%	-20.00%	6.25%	5.88%
销售数量 (亿枚)	50.74	58.24	60.88	61.49	92.09	121.48
增长率 (YOY)	—	14.78%	4.53%	1.00%	49.76%	31.92%
销售收入 (百万元)	26.01	26.21	30.44	24.60	39.14	54.67
增长率 (YOY)	—	0.74%	16.15%	-19.20%	59.12%	39.68%
毛利率	25.14%	36.90%	39.43%	33.90%	34.40%	34.90%
销售成本	19.47	16.54	18.44	16.26	25.67	35.59
增长率 (YOY)	—	-15.07%	11.48%	-11.82%	57.92%	38.62%
毛利	6.54	9.67	12.00	8.34	13.46	19.08
增长率 (YOY)	—	47.84%	24.13%	-30.54%	61.47%	41.71%
占总销售额比重	23.29%	19.61%	19.87%	12.37%	14.07%	13.69%
占主营业务利润比重	14.12%	16.00%	17.56%	8.90%	10.03%	9.59%
<b>海参苗</b>						
平均售价 (元/公斤)	672.62	542.65	528.39	480.00	504.00	544.32
增长率 (YOY)	—	-19.32%	-2.63%	-9.16%	5.00%	8.00%
销售数量 (吨)	14.15	56.79	80.64	150.00	175.50	200.00
增长率 (YOY)	—	301.43%	42.01%	86.01%	17.00%	13.96%
销售收入 (百万元)	9.52	30.82	42.61	72.00	88.45	108.86
增长率 (YOY)	—	223.86%	38.27%	68.97%	22.85%	23.08%
毛利率	25.77%	31.88%	32.30%	29.80%	30.30%	30.80%
销售成本	7.06	20.99	28.85	50.55	61.66	75.34
增长率 (YOY)	—	197.19%	37.44%	75.21%	21.98%	22.19%
毛利	2.45	9.83	13.76	21.45	26.80	33.52
增长率 (YOY)	—	300.70%	40.06%	55.89%	24.91%	25.11%
占总销售额比重	8.52%	23.06%	27.81%	36.21%	31.80%	27.26%
占主营业务利润比重	5.29%	16.25%	20.13%	22.91%	19.96%	16.85%
<b>围堰海参</b>						
平均售价 (元/公斤)	162.64	132.92	135.14	160.14	180.14	200.14
增长率 (YOY)	—	-18.27%	1.67%	18.50%	12.49%	11.10%
销售数量 (吨)	57.12	62.49	76.64	91.64	90.00	290.00
增长率 (YOY)	—	9.40%	22.64%	19.57%	-1.78%	222.22%
销售收入 (百万元)	9.29	8.31	10.36	14.67	16.21	58.04
增长率 (YOY)	—	-10.59%	24.69%	41.69%	10.48%	258.00%
毛利率	84.72%	67.49%	67.78%	66.28%	68.78%	70.78%
销售成本	1.42	2.70	3.34	4.95	5.06	16.96
增长率 (YOY)	—	90.29%	23.56%	48.29%	2.29%	235.06%
毛利	7.87	5.61	7.02	9.73	11.15	41.08
增长率 (YOY)	—	-28.78%	25.23%	38.56%	14.65%	268.41%
占总销售额比重	8.32%	6.22%	6.76%	7.38%	5.83%	14.54%
占主营业务利润比重	16.99%	9.27%	10.27%	10.39%	8.30%	20.65%
<b>其他</b>						
销售收入 (百万元)	1.32	3.43	4.58	6.08	6.58	7.08
增长率 (YOY)	—	159.34%	33.77%	32.72%	8.22%	7.59%
毛利率	22.19%	44.06%	34.58%	34.08%	33.58%	33.08%
销售成本	1.03	1.92	3.00	4.01	4.37	4.74
增长率 (YOY)	—	86.45%	56.44%	33.73%	9.04%	8.40%
毛利	0.29	1.51	1.59	2.07	2.21	2.34
增长率 (YOY)	—	414.87%	4.98%	30.80%	6.63%	5.99%
占总销售额比重	1.18%	2.56%	2.99%	3.06%	2.37%	1.77%
占主营业务利润比重	0.63%	2.50%	2.32%	2.21%	1.65%	1.18%
<b>销售收入小计</b>	<b>111.71</b>	<b>133.62</b>	<b>153.20</b>	<b>198.83</b>	<b>278.15</b>	<b>399.29</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>65.39</b>	<b>73.17</b>	<b>84.82</b>	<b>105.17</b>	<b>143.87</b>	<b>200.37</b>
<b>毛利</b>	<b>46.32</b>	<b>60.45</b>	<b>68.37</b>	<b>93.66</b>	<b>134.28</b>	<b>198.92</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>41.47%</b>	<b>45.24%</b>	<b>44.63%</b>	<b>47.10%</b>	<b>48.28%</b>	<b>49.82%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

**附录2: 财务预测简表 (单位: 万元)**
**损益表 (人民币万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业总收入</b>	11,171	13,362	15,320	19,883	27,815	39,929
增长率	—	19.6%	14.6%	29.8%	39.9%	43.6%
营业成本	-6,539	-7,317	-8,482	-10,517	-14,387	-20,037
%销售收入	58.5%	54.8%	55.4%	52.9%	51.7%	50.2%
毛利	4,632	6,045	6,837	9,366	13,428	19,892
%销售收入	41.5%	45.2%	44.6%	47.1%	48.3%	49.8%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-8	-64	-37	-80	-139	-240
%销售收入	0.1%	0.5%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%
管理费用	-1,069	-1,196	-1,829	-2,386	-2,781	-3,993
%销售收入	9.6%	9.0%	11.9%	12.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	3,555	4,785	4,971	6,900	10,507	15,659
%销售收入	31.8%	35.8%	32.4%	34.7%	37.8%	39.2%
财务费用	-154	-269	-299	-342	-151	-158
%销售收入	1.4%	2.0%	2.0%	1.7%	0.5%	0.4%
资产减值损失	54	-2	19	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-21	0	0	0	0	0
%税前利润	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,434	4,513	4,692	6,558	10,357	15,501
营业利润率	30.7%	33.8%	30.6%	33.0%	37.2%	38.8%
营业外收支	2	-72	250	3	3	3
税前利润	3,436	4,442	4,942	6,561	10,360	15,504
利润率	30.8%	33.2%	32.3%	33.0%	37.2%	38.8%
所得税	-282	-560	-628	-820	-1,295	-1,938
所得税率	8.2%	12.6%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	3,154	3,882	4,313	5,741	9,065	13,566
少数股东损益	2	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,152	3,882	4,313	5,741	9,065	13,566
净利率	28.2%	29.0%	28.2%	28.9%	32.6%	34.0%

**现金流量表 (人民币万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	3,154	3,882	4,313	5,741	9,065	13,566
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	691	1,113	1,404	1,326	1,701	1,907
非经营收益	176	255	303	371	267	267
营运资金变动	520	-3,247	392	91	-510	-761
经营活动现金净流	4,541	2,003	6,413	7,529	10,522	14,979
资本开支	3,524	4,142	7,563	4,997	4,997	497
投资	0	0	0	0	0	0
其他	-9	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-3,532	-4,142	-7,563	-4,997	-4,997	-497
股权募资	0	0	0	58,065	0	0
债权募资	-451	1,308	4,800	-4,300	0	0
其他	-215	-211	-364	-374	-270	-270
筹资活动现金净流	-666	1,096	4,436	53,381	-270	-270
现金净流量	342	-1,043	3,286	55,913	5,255	14,212

**资产负债表 (人民币万元)**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	1,577	534	3,820	59,733	64,988	79,200
应收账款	233	476	109	545	762	1,094
存货	1,365	1,173	1,151	1,441	1,971	2,745
其他流动资产	118	1,568	676	1,052	1,439	2,004
流动资产	3,293	3,750	5,756	62,770	69,160	85,043
%总资产	19.2%	17.5%	20.2%	70.4%	70.0%	75.1%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	13,578	14,632	19,043	22,717	26,016	24,609
%总资产	79.0%	68.3%	67.0%	25.5%	26.3%	21.7%
无形资产	215	3,035	3,617	3,617	3,617	3,617
非流动资产	13,893	17,668	22,673	26,347	29,646	28,239
%总资产	80.8%	82.5%	79.8%	29.6%	30.0%	24.9%
<b>资产总计</b>	<b>17,186</b>	<b>21,435</b>	<b>28,429</b>	<b>89,117</b>	<b>98,806</b>	<b>113,282</b>
短期借款	1,700	4,500	4,300	0	0	0
应付账款	4,490	2,376	244	1,441	1,971	2,745
其他流动负债	697	291	266	316	432	601
流动负债	6,888	7,168	4,810	1,756	2,402	3,346
长期贷款	0	0	5,000	5,000	5,000	5,000
其他长期负债	313	401	439	439	439	439
<b>负债</b>	<b>7,200</b>	<b>7,569</b>	<b>10,249</b>	<b>7,195</b>	<b>7,841</b>	<b>8,785</b>
普通股股东权益	9,985	13,867	18,180	81,976	91,041	104,607
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,186</b>	<b>21,435</b>	<b>28,429</b>	<b>89,171</b>	<b>98,882</b>	<b>113,392</b>

**比率分析**

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>每股指标</b>						
每股收益 (元)	1.024	0.776	0.863	0.857	1.353	2.025
每股净资产 (元)	3.242	2.773	3.636	12.235	13.588	15.613
每股经营现金净流 (元)	1.474	0.401	1.283	1.124	1.571	2.236
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	31.57%	27.99%	23.73%	7.00%	9.96%	12.97%
总资产收益率	18.34%	18.11%	15.17%	6.44%	9.17%	11.96%
投入资本收益率	32.29%	23.45%	18.34%	22.16%	29.61%	45.06%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	—	19.62%	14.65%	29.79%	39.89%	43.55%
EBIT增长率	—	34.60%	3.89%	38.80%	52.28%	49.03%
净利润增长率	—	23.13%	11.12%	33.11%	57.89%	49.66%
总资产增长率	—	24.73%	32.63%	213.66%	10.89%	14.67%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	3.8	9.7	7.0	10.0	10.0	0.0
存货周转天数	38.1	63.3	50.0	50.0	50.0	50.0
应付账款周转天数	68.8	80.8	21.4	50.0	50.0	0.0
固定资产周转天数	178.6	349.2	355.1	312.3	269.0	196.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	1.23%	28.60%	30.14%	-66.77%	-65.89%	-70.93%
EBIT利息保障倍数	23.0	17.8	16.6	20.2	69.7	98.9
资产负债率	41.90%	35.31%	36.05%	8.07%	7.93%	7.75%

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。

上海  
联系人:王莉本  
电话:021-58303470  
手机:13641659577  
传真:021-58318543  
邮编:200122  
地址:上海市浦电路 438 号双  
鸽大厦 19 楼

深圳  
联系人:李霖  
电话:0755-23819303  
手机:15816898448  
传真:0755-82717806  
邮编:518048  
地址:深圳市福田区深南大道  
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京  
联系人:张哲  
电话:021-58206173  
手机:18621368050  
传真:021-58318543  
邮编:200122  
地址:上海市浦电路 438 号双  
鸽大厦 19 楼

济南  
联系人:韩丽萍  
电话:0531-81283786  
手机:15806668226  
传真:0531-81283791  
邮编:250010  
地址:山东济南经十路 17703  
号华特广场 B501