国都证券 GUODU SECURITIES

公司研究 | 调研简报 | 首次评级：短期_中性，长期_A

行业高景气度延续，产能增长决定业绩弹性

——壹桥苗业(002447)调研简报

核心观点

1、浮筏虾夷扇贝养殖高死亡率不影响苗种需求。大连地区浮筏养殖虾夷扇贝因为养殖密度过高造成死亡率高，虾夷扇贝价格持续上涨。浮筏养殖密度过高的问题未来 3 至 4 年内难以缓解，虾夷扇贝价格、虾夷扇贝苗价格会维持高位。大连长海县扇贝苗的供求缺口就在 300 亿枚/年，加之扇贝养殖企业在扩张底播养殖海域，当地扇贝苗供给不足的状况会延续。贝苗需求旺盛。

2、虾夷扇贝苗价格稳定，新增产能可能延期释放。公司考虑到下游浮筏养殖户的短期困难，没有大幅对贝苗提价，长期看是有利的：1）不大幅提价可稳定客户；2）一旦浮筏养殖好转，再提价会很顺利。IPO 募投的贝苗产能建设进展较慢，如果不能在 12 月底完全达产，则会错过 11 年 1 月贝苗培育的关键时点，业绩释放也将延至 12 年。

3、11 年海参苗产能释放确定。11 年海参苗育苗从 6 月开始，新增产能可以达产，参苗业绩 11 年释放确定。公司共有海参苗培育水体约 10 万立方米，产能规模属业内第一，但市场份额极低，产能消耗无虑。海参养殖周期为 2 至 3 年，造成海参苗价格上涨滞后于海参价格上涨。这一季的海参价格维持历史高位，预计下一季养殖投苗量会继续增长，参苗价格也会上涨。

4、2 万亩养殖海域业绩仍需等待。公司目前围堰养殖海参产能规模较小，公司利用超募资金获取 2 万亩海域，继续用于海参围堰养殖。2 万亩海域水深 8 米左右，水体条件优越，预期单产水平较高。2 万亩海域需要围堰建设、海底牧场建设等固定资产投资约 4 亿元，首期投苗成本也需要 2-3 亿元，资金缺口是新增海域业绩释放的瓶颈。

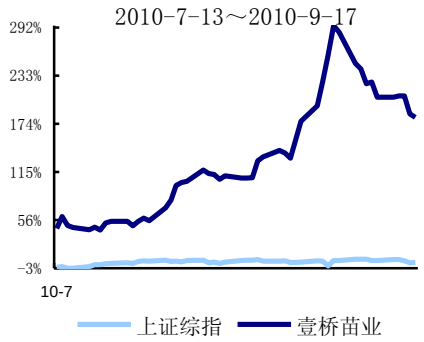
5、公司的投资逻辑：行业高景气度延续，产能增长决定业绩弹性。海参行业目前处于景气高点，需求增长受益收入增长而持续，供给增长则受养殖海域扩张限制，海参养殖将处于长期景气周期中。目前状况下，产能增长决定公司业绩增长潜力，公司未来 2 年海参苗和海参养殖均有产能释放，业绩弹性较大。同时，虾夷扇贝苗产能也有扩张。

6、预计 10 年 EPS0.83 元。预计公司 10 年 EPS0.83 元，11 年 EPS1.21 元，对应 10 年 PE99.9 倍，11 年 PE68.5 倍，短期估值偏高，12 年业绩高增长可以期待，给予公司“短期_中性，长期_A”的投资评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	153.20	184.51	263.40	404.87
同比增速(%)	14.65%	20.44%	42.76%	53.71%
净利润(百万)	43.13	55.40	80.79	140.36
同比增速(%)	11.12%	28.44%	45.84%	73.73%
EPS(元)	0.64	0.83	1.21	2.09
P/E	128.29	99.88	68.49	39.42

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	6700.00
流通A股(万股)	1360.00
52周内股价区间(元)	38.01-125.82
总市值(亿元)	54.81
总资产(亿元)	2.84
每股净资产(元)	3.64
目标价 6个月	
目标价 12个月	

相关报告

1.《国都证券-公司研究-新股研究-壹桥苗业(002447):海珍品苗种第一供应商》2010-06-24

研究员：徐昊

电 话： 010-84183293

Email： xuhao@guodu.com

执业证书编号： S0940210060003

联系人：周红军

电 话： 010- 84183380

Email： zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、业绩预测

1.1 基本假设

1、假设 10 年海珍品苗收入增长 15%，11 年收入增长 42%，12 年收入增长 37%；假设 10 年海参养殖收入增长 103%，11 年海参养殖收入增长 57%，12 年收入增长 172%。

2、假设 10 年至 12 年海珍品苗毛利率 43%;假设 10 年至 12 年海参养殖毛利率 68%。

3、假设 10 年期间费用占比 12.2%；11 年期间费用占比 11.8%；12 年期间费用占比 11.2%。

4、假设 10 年至 12 年公司所得税实际税率 12%-13%。

1.2 壹桥苗业盈利预测

表 1 壹桥苗业收入预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
海珍品育苗收入(万元)	12490.69	13892.85	15943.34	22579.85	31016.57
海珍品育苗收入增速（%）	22.63%	11.23%	14.76%	41.63%	37.36%
海珍品育苗成本(万元)	7014.46	7894.44	9006.07	12840.24	16909.30
海珍品育苗毛利率（%）	43.84%	43.18%	43.51%	43.13%	45.48%
海参养殖收入（万元）	830.60	1035.64	2097.60	3300.00	8960.00
海参养殖收入增速（%）	-10.59%	24.69%	102.54%	57.32%	171.52%
海参养殖成本（万元）	270.04	333.67	671.23	1056.00	2867.20
海参养殖毛利率（%）	67.49%	67.78%	68.00%	68.00%	68.00%
梭子蟹养殖收入(万元)	-	339.90	350.00	400.00	450.00
梭子蟹养殖收入增速（%）	-	-	2.97%	14.29%	12.50%
梭子蟹养殖成本（万元）	-	223.79	227.50	260.00	292.50
梭子蟹养殖毛利率（%）	-	34.16%	35.00%	35.00%	35.00%
其他业务收入（万元）	41.14	51.10	60.00	60.00	60.00
其他业务成本（万元）	32.59	30.35	42.00	42.00	42.00
其他业务毛利率（%）	20.78%	40.61%	30.00%	30.00%	30.00%
营业收入（万元）	13362.43	15319.49	18450.94	26339.85	40486.57
营业成本（万元）	7317.09	8482.25	9946.80	14198.24	20111.00

数据来源：国都证券研究所

表 2 壹桥苗业盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(万元)	15,319.50	18,450.94	26,339.85	40,486.57
营业收入(万元)	15,319.50	18,450.94	26,339.85	40,486.57
营业总成本(万元)	10,627.70	12,197.82	17,306.34	24,645.50
营业成本(万元)	8,482.26	9,946.80	14,198.24	20,111.00
营业税金及附加(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用(万元)	37.48	55.35	79.02	121.46
管理费用(万元)	1,828.60	1,937.35	2,660.32	3,846.22

财务费用(万元)	298.80	258.31	368.76	566.81
资产减值损失(万元)	-19.44	0.00	0.00	0.00
其他经营收益(万元)				
公允价值变动净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润(万元)	4,691.80	6,253.13	9,033.51	15,841.07
营业外收入(万元)	254.72	200.00	300.00	300.00
营业外支出(万元)	4.82	100.00	100.00	100.00
利润总额(万元)	4,941.70	6,353.13	9,233.51	16,041.07
所得税(万元)	628.45	813.20	1,154.19	2,005.13
净利润(万元)	4,313.25	5,539.93	8,079.32	14,035.93
少数股东损益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润(万元)	4,313.25	5,539.93	8,079.32	14,035.93
全面摊薄每股收益（元）	**0.64**	**0.83**	**1.21**	**2.09**

数据来源：国都证券研究所

2、投资建议

海参行业目前处于景气高点，海参需求增长受益收入增长而持续，供给则受养殖海域扩张限制，海参养殖将处于长期景气周期中。产能增长决定公司业绩增长潜力，公司未来 2 年海参苗和海参养殖均有产能释放，业绩弹性较大。同时，虾夷扇贝苗产能也有扩张。

预计公司 10 年 EPS0.83 元，11 年 EPS1.21 元，对应 10 年 PE99.9 倍，11 年 PE68.5 倍，短期估值偏高，12 年业绩高增长可以期待，给予公司“短期-中性，长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表					
研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaibing@guodu.com
姚小军	产品设计	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com