

壹桥苗业 (002447.SZ)

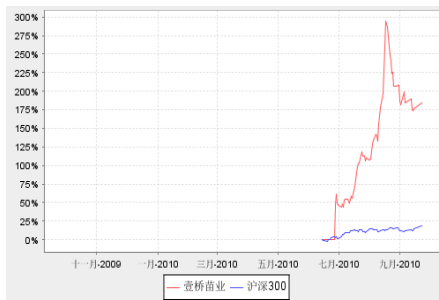
依托育苗优势，切入海参纵向一体化领域

评级：**持有** 前次：
 目标价(元)：**62.73-87.16**
 联系人：
谢刚 分析师
 消费品小组 周涛
 021-58208304 S0740210070008
 xiegang@qlzq.com.cn
 2010年10月11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)	82.48
市值(百万元)	5526.16
流通市值(百万元)	1121.73

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	133.62	153.20	189.32	212.38	384.77
营业收入增速	19.62%	14.65%	23.58%	12.18%	81.17%
净利润增长率	23.13%	11.12%	27.44%	14.05%	132.87%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.86	0.82	0.94	2.18
前次预测每股收益(元)	0.78	0.86	0.86	1.35	2.02
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	97.74	85.70	36.80
PEG	0.00	0.00	3.56	6.10	0.28
每股净资产(元)	2.77	3.64	10.71	11.65	13.82
每股现金流量	0.40	1.28	1.05	1.50	3.00
净资产收益率	27.99%	23.73%	7.66%	8.03%	15.76%
市净率	0.00	0.00	7.49	6.89	5.80
总股本(百万股)	50.00	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

- 全国水产品的良种化率只有 20%，未来仍有较大提升空间。**根据初步测算，全国虾夷扇贝苗的理论市场需求量约 1500 亿枚，2009 年全国产量仅 900 亿枚，还有近 600 亿枚的供应缺口，海湾贝苗也有近 300 亿枚的缺口，中长期视角下我国海珍品苗种行业未来成长空间广阔。
- 壹桥苗业系国内领先的虾夷扇贝苗、海湾贝苗、海参苗种龙头，依托育苗优势，公司切入海参“苗种-养殖-加工-销售”纵向一体化领域，海参将成为公司未来盈利增长的主要引擎。**
- 目前，壹桥苗业已经拥有 3.9 万亩清洁海域，超过獐子岛和好当家，成为仅次于东方海洋的海参养殖水域第二丰富的公司。壹桥苗业的海参养殖业务相对东方海洋、好当家、獐子岛拥有明显的低成本优势。**
- 我们预计壹桥苗业的围堰海参将在 2012 年底开始进入批量收获期，预计 2012 年公司海参产量 625 吨，2013 年海参产量 1250 吨，名列国内海参养殖企业前列。**
- 未来产品结构侧重于苗种和海参，而这两块业务的利润率名列海珍品之首，因此，壹桥苗业未来几年的业绩弹性极大。预计 2010-2012 年公司净利润分别为 54.97、62.69、145.99 百万元，同比增长 27.4%、14.0%、132.9%，对应 EPS 分别为 0.82、0.94、2.18 元。**
- 经过和獐子岛、东方海洋、好当家等同业公司的估值比较，壹桥苗业估值中枢为：62.73 元—87.16 元，短期估值依然缺乏吸引力，首次给予“持有”评级，建议关注公司海域超预期扩张带来的交易型机会。**

内容目录

壹桥苗业——中国海珍品苗种行业的领先者.....	- 4 -
虾夷扇贝苗、海湾贝苗、海参苗规模列全国第一.....	- 4 -
壹桥苗业业绩增长点：海参苗、成参养殖将是最大利润增量来源.....	- 5 -
中国海珍品苗种需求增长空间广阔.....	- 6 -
全国水产品的良种化率只有 20%，未来仍有较大提升空间.....	- 6 -
中长期视角下，中国海珍品苗种需求增长空间广阔.....	- 6 -
依托育苗领域的优势，切入海参“苗种-养殖-加工-销售”纵向一体化领域.....	- 7 -
拥有近 4 万亩海参养殖水域，壹桥的核心竞争优势将向海参产业倾斜.....	- 7 -
相较东方海洋、好当家等公司，壹桥苗业海参养殖更具成本优势.....	- 8 -
预计壹桥苗业的围堰海参将在 2012 年底开始进入批量收获期.....	- 9 -
盈利预测、估值、投资建议.....	- 10 -
假设前提.....	- 10 -
盈利预测.....	- 10 -
估值区间 62.73 - 87.16 元，“持有”评级，建议关注公司交易型机会.....	- 11 -
风险提示.....	- 11 -

图表目录

图表 1：壹桥虾夷扇贝苗市场份额居国内之首.....	- 4 -
图表 2：壹桥虾夷扇贝育苗水体、产量、收入.....	- 4 -
图表 3：壹桥海湾贝苗市场份额居国内之首.....	- 4 -
图表 4：壹桥海湾贝育苗水体、产量、收入.....	- 4 -
图表 5：壹桥海参苗市场份额居国内之首.....	- 4 -
图表 6：壹桥海参育苗水体、产量、收入.....	- 4 -
图表 7：壹桥苗业未来育苗水体将保持快速扩张势头.....	- 5 -
图表 8：IPO 后，壹桥苗业育苗水体将保持快速增长势头.....	- 5 -
图表 9：壹桥苗业主营业务收入结构（百万元）.....	- 5 -
图表 10：壹桥苗业主营业务利润结构（百万元）.....	- 5 -
图表 11：中国近几年海参产销快速增长（吨）.....	- 6 -
图表 12：中国历年虾夷扇贝产量统计（万吨）.....	- 6 -
图表 13：中国扇贝养殖面积及产量持续稳定增长.....	- 7 -
图表 14：中国海珍品苗种需求仍有较大增长空间.....	- 7 -
图表 15：2008 年中国海珍品养殖产值（亿元）.....	- 7 -
图表 16：水产养殖企业水域资源储备（万亩）.....	- 8 -
图表 17：适养海参水域资源储备比较（万亩）.....	- 8 -
图表 18：壹桥苗业的海参苗繁育能力高于东方海洋、好当家等企业.....	- 8 -

图表 19: 壹桥苗业海参养殖业务的毛利率水平可能高于同行公司	- 8 -
图表 20: 壹桥苗业海参养殖水域构成 (万亩)	- 9 -
图表 21: 预计壹桥苗业围堰海参产量及销售额预测.....	- 9 -
图表 22: 壹桥苗业海参投苗时点及收获时点预测	- 9 -
图表 23: 壹桥苗业虾夷扇贝苗产销量预测.....	- 10 -
图表 24: 壹桥苗业海湾贝苗产销量预测	- 10 -
图表 25: 壹桥苗业海参苗产销量预测	- 10 -
图表 26: 壹桥苗业期间费用率、所得税率假定.....	- 10 -
图表 27: 壹桥苗业 PE 估值结果: 62.73 - 87.16 元	- 11 -
图表 28: 壹桥苗业销售收入预测表.....	- 12 -

我们对壹桥苗业的核心观点

- 我们认为，壹桥苗业的核心竞争力将体现在如下四个方面：
 - (1) 公司系国内领先的虾夷扇贝苗、海湾贝苗、海参苗种龙头，水域资源的稀缺性使得公司在育苗行业的规模优势短期内很难被模仿和超越；
 - (2) 依托多年育苗的技术储备和成本优势，切入海参“苗种-养殖-加工-销售”纵向一体化领域，而海参的高景气将促成壹桥苗业未来业绩的高速增长；
 - (3) 壹桥苗业拥有近 4 万亩海参规模化养殖水域，与东方海洋、好当家等龙头企业相当；
 - (4) 未来产品结构侧重于苗种和海参，而这两块业务的利润率名列海珍品之首，因此，壹桥苗业未来几年的业绩弹性极大。

壹桥苗业——中国海珍品苗种行业的领先者

虾夷扇贝苗、海湾贝苗、海参苗规模列全国第一

- 壹桥苗业是中国海珍品苗种行业的领先者。公司主要从事虾夷扇贝苗、海湾贝苗、海参苗的生产和销售，09 年国内市场份额分别为 18.11%、8.71%和 0.78%，列全国第一。
- 目前，壹桥苗业共拥有 42 个育苗车间，共 6 万立方育苗水体，其中 4 万多水体上半年主要从事虾夷扇贝、海湾贝苗的繁育，下半年则进行海参育苗，还有另外 1-2 万亩常年从事海参育苗。

图表 1: 壹桥虾夷扇贝苗市场份额居国内之首

虾夷扇贝苗	产量(亿枚)	市场占有率
大连壹桥	163	18.11%
大连耶什水产有限公司	32	3.56%
大连沙山水产繁殖有限公司	26	2.89%
大连兴实水产有限公司	22	2.44%
獐子岛	20	2.22%

来源：招股书，齐鲁证券研究所

图表 2: 壹桥虾夷扇贝育苗水体、产量、收入

壹桥虾夷扇贝苗	2007	2008	2009
繁育水体(万立方米)	3.55	3	2.45
产量(亿枚)	131	144	163
销售收入(万元)	6,556.57	6,486.66	6,520.41

来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 壹桥海湾贝苗市场份额居国内之首

海湾贝苗	产量(亿枚)	市场占有率
大连壹桥	61	8.71%
大连耶什水产有限公司	15	2.14%
大连沙山水产繁殖有限公司	14	2%
大连金尊水产公司	10	1.43%
大连碧海水产有限公司	9	1.29%

来源：招股书，齐鲁证券研究所

图表 4: 壹桥海湾贝育苗水体、产量、收入

壹桥海湾贝苗	2007	2008	2009
繁育水体(万立方米)	1.85	1.7	2
产量(亿枚)	51	58	61
销售收入(万元)	2,601.40	2,620.97	3,043.94

来源：齐鲁证券研究所

图表 5: 壹桥海参苗市场份额居国内之首

海参苗	产量(万头)	市场占有率
大连壹桥	6200	0.78%
山东好当家海洋发展股份有限公司	2500	0.31%
大连沙山水产繁殖有限公司	2500	0.31%
大连棒棰岛海产企业集团有限公司	1000	0.13%

来源：招股书，齐鲁证券研究所

图表 6: 壹桥海参育苗水体、产量、收入

壹桥海参苗	2007	2008	2009
繁育水体(万立方米)	1.9	4.5	5.62
产量(亿枚)	2.46	7.07	10.26
销售收入(万元)	951.50	3,081.55	4,261.00

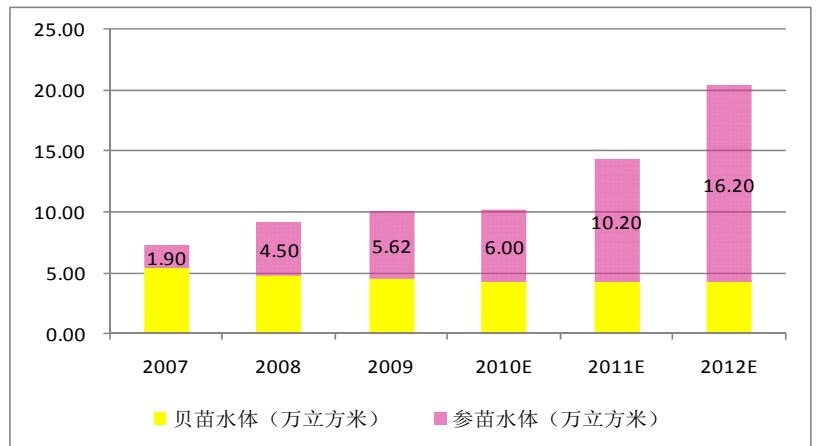
来源：齐鲁证券研究所

- IPO 后，我们预计公司将通过新建和处延式收购再增加 10-12 万立方水

体，届时，壹桥苗业的育苗水体将达到 16-18 万立方米水体，行业规模优势将进一步提升。

- 考虑到海参养殖景气度名列各海珍品之首，因此，我们预计未来新增的育苗水体中，绝大多数用于海参育苗，虾夷扇贝苗和海湾贝苗将保持既定规模，除非虾夷扇贝和海湾贝的价格继续大幅上涨引起养殖面积持续扩大，贝苗需求量快速增长。

图表 7: 壹桥苗业未来育苗水体将保持快速扩张势头



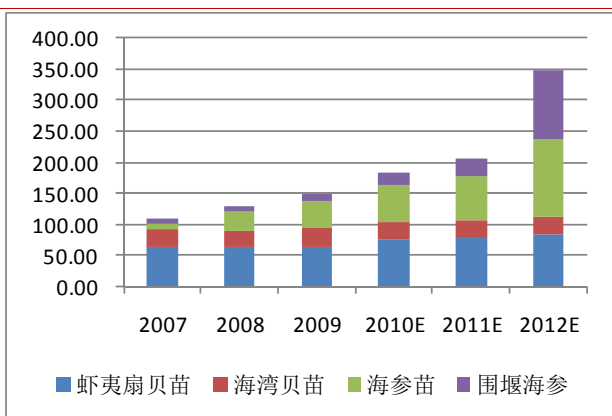
图表 8: IPO 后，壹桥苗业育苗水体将保持快速增长势头

育苗水体	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
贝苗水体 (万立方米)	5.40	4.70	4.45	4.20	4.20	4.20
参苗水体 (万立方米)	1.90	4.50	5.62	6.00	10.20	16.20

壹桥苗业业绩增长点：海参苗、成参养殖将是最大利润增量来源

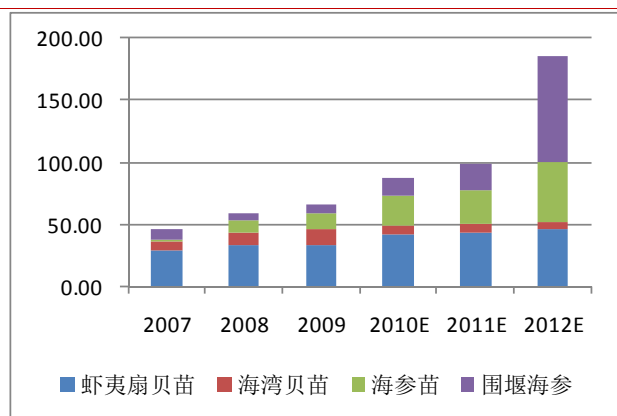
- 根据公告，大连市瓦房店政府正式发文公告，确权给公司 2.8 万亩水域从事围堰海参养殖，确权 7000 亩从事底播海参养殖，加上原来拥有的近 4000 亩海域，壹桥苗业将拥有近 4 万亩海参规模化养殖水域，跻身国内海参养殖龙头之列。
- 随着公司海参育苗水体的持续扩大，公司每年所育的海参苗除了满足自有海域的投苗需求外，还适当对外销售部分海参苗，因此，外销海参苗和围堰海参构成壹桥苗业未来业绩增长的主要引擎。

图表 9: 壹桥苗业主营业务收入结构 (百万元)



来源：齐鲁证券研究所

图表 10: 壹桥苗业主营业务利润结构 (百万元)



来源：齐鲁证券研究所

中国海珍品苗种需求增长空间广阔

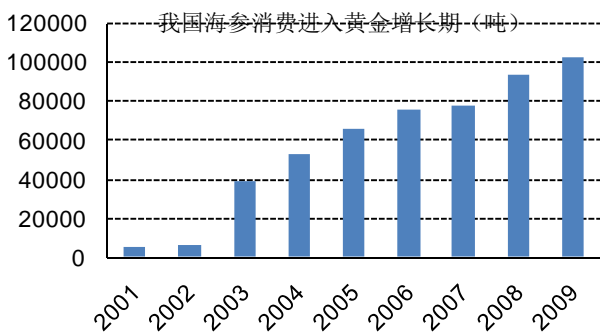
全国水产品的良种化率只有 20%，未来仍有较大提升空间

- 据 FDA 统计，良种对水产养殖单产增加的贡献率已达 25%。中国海珍品苗业起步于 20 世纪 70 年代，随着海水养殖业的逐波发展，目前已经形成贝类苗种为主，海参、鲍鱼、海胆等多种海珍品苗种为辅的格局。
- 目前，中国水产行业的优良品种覆盖率不足 20%，远低于种植业、畜牧业等产业 100% 的覆盖率，全国水稻、玉米的良种化率也接近 100%。
- 在中国苗种商品化率提升的大背景下，随着中国扇贝养殖面积和产量的持续稳定增长，我们预计对虾夷扇贝苗种、海湾贝苗、海参苗等海珍品苗种需求量也将与日俱增，壹桥苗业将是良种化率提升的最大受益者。
- **2010 年 4 月份壹桥苗业获得国家级原良种场称号。**2010 年 4 月 28 日，大连壹桥苗业和大连海洋岛集团双双获得国家级水产原良种场称号。其中海洋岛获得栉孔扇贝国家良种场立项，而壹桥苗业则获得日本对虾国家良种场立项。

中长期视角下，中国海珍品苗种需求增长空间广阔

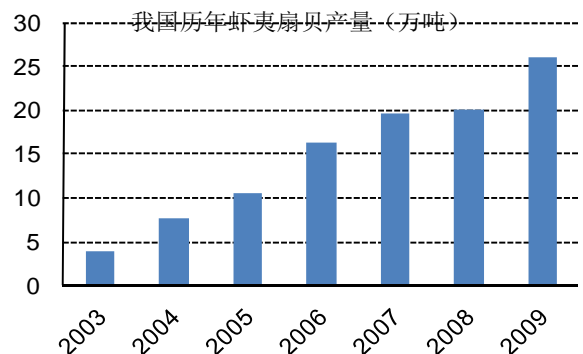
- 根据大连市海洋渔业协会的统计，2008 年我国海珍品苗种市场潜在价值达 107 亿元，而目前中国海珍品苗种企业接近 5000 家，总育苗水体 1500 万立方米，总产值约 45 亿元。从竞争格局看，育苗行业产能非常分散，壹桥苗业作为海珍品育苗业最大的企业，也仅占 3% 的市场份额，未来增长空间较为广阔。
- 2004~2008 年中国扇贝产量年复合增长率为 7.04%，2004~2008 年刺参产量年复合增长率为 13.67%，养殖产量快速增长对虾夷扇贝苗种需求量也越来越大。据测算，虾夷扇贝苗的全国市场需求量约 1500 亿枚，2009 年全国产量仅 900 亿枚，还有近 600 亿枚的供应缺口；海湾贝苗也有近 300 亿枚的缺口。

图表 11：中国近几年海参产销快速增长（吨）



来源：齐鲁证券研究所

图表 12：中国历年虾夷扇贝产量统计（万吨）



来源：齐鲁证券研究所

图表 13: 中国扇贝养殖面积及产量持续稳定增长

扇贝	2004	2005	2006	2007	2008
产量(万吨)	80.9	93.4	104.7	116.5	113.7
养殖面积(千公顷)	107.9	126.9	144.2	151.1	208.2
产值(亿元)					大于60亿元

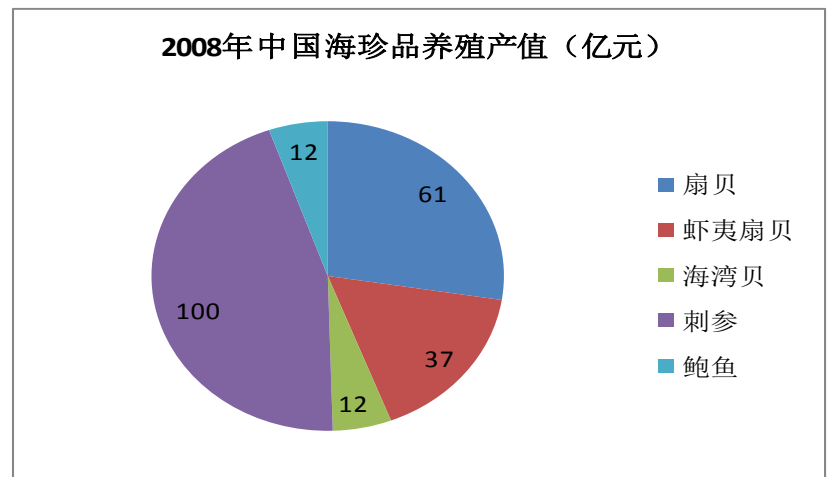
来源: 齐鲁证券研究所

- 海珍品苗种的需求与下游养殖产品的产业景气度高度正相关。海参是所有海珍品中景气度最高的品种,因此,海参苗的需求量非常大。据初步预测,中国海参苗理论市场需求量达到 150 亿头,而 2009 年全国产量仅 80 亿头,理论上还有近 50% 的缺口。
- 中长期视角下,受益于中国消费升级,兼具保健消费和时尚消费双重特征的海珍品消费正在由辽鲁市场向北京、深圳、上海等外埠市场快速辐射,海珍品苗种的中长期需求仍将获得长足的增长空间。

图表 14: 中国海珍品苗种需求仍有较大增长空间

(亿元)	市场需求量(亿头、枚)	08年产量(亿头、枚)	2009产量(亿枚)	理论产需缺口	市场需求额(亿元)	2008年产值(亿元)	静态增长空间
水产苗种					600	300	300
海参苗	150	60	80	70	75	30	45
扇贝苗	3000	1840		1160	12	7	5
其中: 虾夷扇贝	1500	840	900	600			0
海湾贝	1000	600	700	300			0
栉孔贝	500	400		100			0
鲍鱼苗	4	2		2	8	4	4
牡蛎、蛤等其他	2000	800		1200	12	4	8
2008年全国海珍品苗种					107	45	62

来源: 招股书, 齐鲁证券研究所

图表 15: 2008 年中国海珍品养殖产值(亿元)


来源: 齐鲁证券研究所

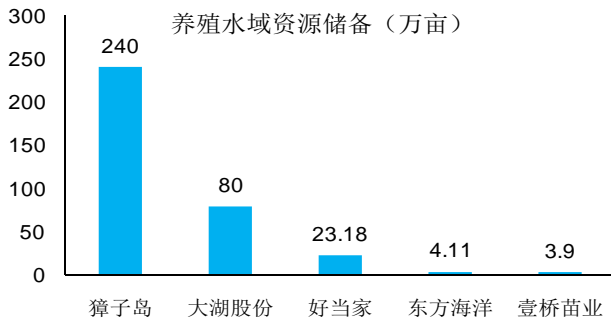
依托育苗领域的优势,切入海参“苗种-养殖-加工-销售”纵向一体化领域

拥有近 4 万亩海参养殖水域,壹桥的核心竞争优势将向海参产业倾斜

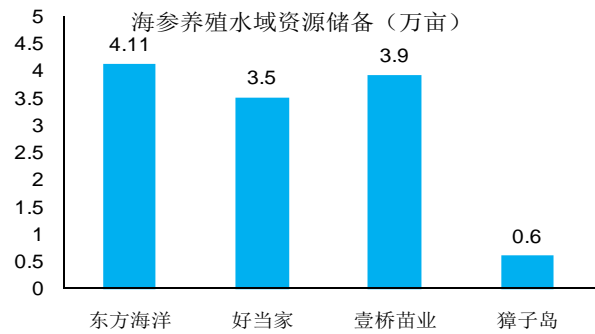
- 在此前的新股研究报告中,我们重点阐述了壹桥在苗种业的四大核心竞争优势:(1)公司育苗水域优良的天然禀赋提升其稀缺性;(2)稳定的

育苗技术专家团队保障公司持续盈利；（3）处于海珍品产业链最顶端，拥有更强的定价能力和较高的盈利水平；（4）品种结构单一，决定了业绩高弹性。

- 随着 IPO 之后，公司陆续发布的公告内容来看，壹桥苗业已经拥有 3.9 万亩清洁海域，超过獐子岛和好当家，成为仅次于东方海洋的海参养殖水域第二丰富的公司，至此，壹桥苗业聚焦海参养殖的战略已然清晰。

图表 16: 水产养殖企业水域资源储备 (万亩)


来源：齐鲁证券研究所

图表 17: 适养海参水域资源储备比较 (万亩)


来源：齐鲁证券研究所

相较东方海洋、好当家等公司，壹桥苗业海参养殖更具成本优势

- 基于公司在海参苗种行业的领先优势，壹桥从事海参养殖业务，将比东方海洋、好当家拥有更明确的优势——海参苗种供应更有保障。
- 相比而言，东方海洋外购苗占比 50%，自主苗只能满足 50% 的苗种需求量；好当家约 66.7% 的参苗需要外购来解决，自主繁育只能满足 33.3% 的苗种需求；壹桥苗业 2009 年共育苗 10 万公斤左右，其中自有 21%，还有 79% 对外销售。因此壹桥苗业进军围堰海参养殖后，其参苗繁育保障能力将显著高于东方海洋和好当家。
- 不考虑折旧等固定成本，海参养殖的成本结构里约 70% 为海参苗成本，因此，我们预计壹桥苗业围堰海参养殖业务的成本将显著低于东方海洋、好当家，其利润率水平将有可能优于同行公司。

图表 18: 壹桥苗业的海参苗繁育能力高于东方海洋、好当家等企业

海参苗	育苗水体 (立方米)	参苗使用量 (万公斤)	自主苗比例	外购苗比例
壹桥苗业	56200	09年育苗10万公斤	自用苗占21%	外销苗占78.6%
东方海洋	5000	10	50%	50%
好当家	10000	7.5	33.33%	66.67%
大连天伦水产	12000	5.5	90.91%	9.09%
烟台长岛和利丰海洋	0	4	0%	100%
棒棰岛海产集团	10000	1	100%	0%

来源：齐鲁证券研究所

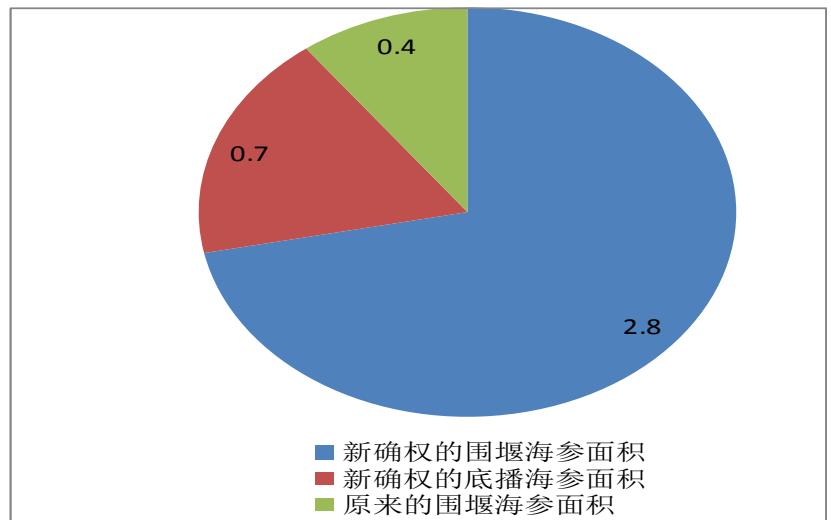
图表 19: 壹桥苗业海参养殖业务的毛利率水平可能高于同行公司

海参毛利率	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
壹桥苗业	84.72%	67.49%	67.78%	75.81%	77.14%	78.18%
东方海洋	69.20%	64.86%	67.97%	68.89%	71.72%	75.41%
好当家	62.71%	61.96%	43.58%	43.13%	58.82%	62.26%
獐子岛	61.45%	77.72%	51.00%	59.17%	62.50%	65.33%

来源：齐鲁证券研究所

预计壹桥苗业的围堰海参将在 2012 年底开始进入批量收获期

- 由于公司有充足的海参苗种作保障，因此围堰海参的投苗密度可能远高于行业平均水平，我们假定公司按每亩投苗 50 斤的密度来进行，预计壹桥苗业在 2010 年底、2011 年初可投礁改造并投苗 5000 亩，2012 年初再投礁改造 5000 亩，公司围堰海参的养殖周期为 2 年。
- 我们预计 2012 年底公司围堰海参进入批量收获期，收获面积约 5000 亩，2013 年收获面积约 10000 亩，此后每年滚动播种面积 1 万亩，当年收获面积也稳定在 1 万亩。
- 我们预测壹桥苗业可能在 2013 年之前充分开发利用 4 万亩海域中的 2 万亩，还有 2 万亩海域留待以后择机开发。

图表 20: 壹桥苗业海参养殖水域构成 (万亩)


来源：齐鲁证券研究所

图表 21: 预计壹桥苗业围堰海参产量及销售预测

壹桥自有海域海参投苗	标准	2011E	2012E	2013E
投苗面积 (亩)	10000	5000	5000	5000
投苗密度 (斤/亩)	50	50	50	50
所需海参苗 (万斤)	50	25	25	25
海参苗规格 (个/斤)	200	200	200	200
所需海参苗数量 (亿个)	1	0.5	0.5	0.5
回捕率	25%	25%	25%	25%
可捕捞成参 (万个)	2500	1250	1250	1250
单位成参重量 (两/个)	2	2	2	2
可捕捞海参产量 (吨)	2500	1250	1250	1250
养殖年限 (年/茬)	2	2	2	2
年均海参捕捞量 (吨)	1250	625	625	625
海参价格 (元/公斤)	200	200	200	200
海参年销售额 (亿元)	2.5	1.25	1.25	1.25

来源：齐鲁证券研究所

图表 22: 壹桥苗业海参投苗时点及收获时点预测

海参投苗时点	2011年春	2012年春	2013年春	2014年春
当年新增底播面积 (亩)	5000	5000	5000	5000
海参采捕时点	2012年春、秋	2013年春、秋	2014年春、秋	2015年春、秋
当年采捕海参面积 (亩)	5000	10000	10000	10000
海参捕捞产量 (吨)	500.00	1000.00	1000.00	1000.00

来源：齐鲁证券研究所

盈利预测、估值、投资建议

假设前提

- 我们假定公司 2010-12 年虾夷扇贝苗、海湾贝苗、海参苗产销量如下：

图表 23：壹桥苗业虾夷扇贝苗产销量预测

虾夷扇贝苗	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
水体（万立方米）	3.55	3.00	2.45	2.20	2.20	2.20
单产（万枚/立方米）	36.94	48.05	66.53	69.65	72.00	75.00
虾夷扇贝苗产量（亿枚）	131.13	144.15	163.01	153.23	158.40	165.00
虾夷扇贝苗销量（亿枚）	131.13	144.15	163.01	153.23	158.40	165.00

来源：齐鲁证券研究所

图表 24：壹桥苗业海湾贝苗产销量预测

海湾扇贝苗	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
水体（万立方米）	1.85	1.70	2.00	2.00	2.00	2.00
单产（万枚/立方米）	27.57	34.12	30.50	30.29	30.00	30.00
海湾贝苗产量（亿枚）	51.00	58.00	61.00	60.58	60.00	60.00
海湾贝苗销量（亿枚）	51.00	58.00	61.00	60.58	60.00	60.00

来源：齐鲁证券研究所

图表 25：壹桥苗业海参苗产销量预测

海参苗	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
水体（万立方米）	1.90	4.50	5.62	6.00	10.20	16.20
单产（公斤/立方米）	1.29	1.57	1.83	2.75	2.29	2.29
海参苗产量（吨）	24.60	70.70	102.60	164.74	233.13	370.27
外销海参苗（吨）	14.15	56.79	80.64	102.24	108.13	182.77
自用海参苗（吨）	10.45	13.91	21.96	62.50	125.00	187.50

来源：齐鲁证券研究所

- 我们对壹桥苗业未来三年期间费用率、所得税率假定如下：

图表 26：壹桥苗业期间费用率、所得税率假定

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
管理费用	10.69	11.96	18.29	25.56	25.49	30.78
管理费用/销售额	9.57%	8.95%	11.94%	13.50%	12.00%	8.00%
营业费用	0.08	0.64	0.37	0.95	0.53	0.48
营业费用/销售额	0.07%	0.48%	0.24%	0.50%	0.25%	0.13%
财务费用	1.54	2.69	2.99	2.37	6.31	14.75
财务费用/销售额	1.38%	2.01%	1.95%	1.25%	2.97%	3.83%
所得税	2.82	5.60	6.28	7.85	8.96	20.86
所得税率	8.20%	12.61%	12.72%	12.50%	12.50%	12.50%

来源：齐鲁证券研究所

盈利预测

- 根据以上假设，壹桥苗业 2010-12 年分别实现销售额 189.32、212.38、384.77 百万元，同比增长 23.58%、12.18%、81.17%；分别实现净利润 54.97、62.69、145.99 百万元，同比增长 27.4%、14.0%、132.9%，对应 2010-12 年 EPS 分别为 0.82、0.94、2.18 元。

估值区间 **62.73 - 87.16 元**，“持有”评级，建议关注公司交易型机会

- 我们选择獐子岛、东方海洋、好当家作为估值对象，采用 PE 相对估值法赋予壹桥苗业 40 倍的动态 PE，测算合理估值为 38.29 - 87.16 元。
- 考虑到壹桥苗业 2012 年以后业绩才迅猛增长，因此短期估值承压是预期之中的结果，我们取以上估值区间中位数 62.73 元—87.16 元，作为短期可比估值区间。
- 壹桥苗业现有股价离估值区间上限仅有 5%左右的上涨空间，考虑到公司核心竞争优势明显，但短期估值缺乏吸引力，我们给予壹桥苗业“持有”评级，建议关注公司的交易型机会。

图表 27: 壹桥苗业 PE 估值结果: 62.73 - 87.16 元

公司名称	股价	2010E	2011E	2012E	10PE	11PE	12PE
獐子岛	46.56	0.828	1.196	1.709	56.26	38.92	27.24
好当家	14.29	0.199	0.343	0.488	71.93	41.66	29.26
东方海洋	19.6	0.332	0.465	0.508	59.07	42.19	38.61
平均					62.42	40.93	31.70
壹桥苗业		0.820	0.936	2.179	62.42	40.93	40.00
目标估值			38.29	87.16			
调整后估值			62.73	87.16			

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- **盈利分布季节性不均的风险。**公司上半年销售主要靠虾夷扇贝苗和海湾贝苗，主要在 2 季度的 5-6 月份集中销售，4 季度则销售海参，除此之外的 1 季度和 3 季度为销售淡季，盈利的季节性波动风险较大；
- **海参量价波动风险。**公司未来海参所占利润比重越来越高，海参量价波动将直接影响公司盈利增长的质量和持续性。
- **育苗行业高风险使得盈利波动较大。**育苗行业具有“三年不开张，开张吃三年”特征，因此，能否成功繁育出苗种关系到壹桥苗业的盈利水平，而不同年份间的波动还是比较大。

图表 28: 壹桥苗业销售收入预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
虾夷扇贝苗						
平均售价 (元/万枚)	50.00	45.00	40.00	48.97	49.97	50.97
增长率 (YOY)	—	-10.00%	-11.11%	22.44%	2.04%	2.00%
销售数量 (亿枚)	131.13	144.15	163.01	153.23	158.40	165.00
增长率 (YOY)	—	9.93%	13.08%	-6.00%	3.37%	4.17%
销售收入 (百万元)	65.57	64.87	65.20	75.04	79.16	84.11
增长率 (YOY)	—	-1.06%	0.52%	15.09%	5.48%	6.25%
毛利率	44.48%	52.17%	52.15%	55.28%	54.86%	54.41%
销售成本 (百万元)	36.40	31.03	31.20	33.56	35.74	38.34
增长率 (YOY)	—	-14.77%	0.57%	7.57%	6.48%	7.29%
毛利 (百万元)	29.16	33.84	34.00	41.48	43.42	45.77
增长率 (YOY)	—	16.05%	0.48%	21.99%	4.68%	5.39%
占总销售额比重	58.69%	48.54%	42.56%	39.64%	37.27%	21.86%
占主营业务利润比重	62.96%	55.98%	49.73%	46.51%	42.80%	21.76%
海湾贝苗						
平均售价 (元/万枚)	51.27	45.00	50.00	45.59	45.84	46.09
增长率 (YOY)	—	-12.23%	11.11%	-8.83%	0.55%	0.55%
销售数量 (亿枚)	50.74	58.24	60.88	60.58	60.00	60.00
增长率 (YOY)	—	14.78%	4.53%	-0.49%	-0.96%	0.00%
销售收入 (百万元)	26.01	26.21	30.44	27.62	27.50	27.65
增长率 (YOY)	—	0.74%	16.15%	-9.28%	-0.41%	0.55%
毛利率	25.14%	36.90%	39.43%	27.93%	26.17%	24.37%
销售成本 (百万元)	19.47	16.54	18.44	19.90	20.30	20.91
增长率 (YOY)	—	-15.07%	11.48%	7.95%	2.01%	3.00%
毛利 (百万元)	6.54	9.67	12.00	7.71	7.20	6.74
增长率 (YOY)	—	47.84%	24.13%	-35.74%	-6.68%	-6.38%
占总销售额比重	23.29%	19.61%	19.87%	14.59%	12.95%	7.19%
占主营业务利润比重	14.12%	16.00%	17.56%	8.65%	7.09%	3.20%
海参苗						
平均售价 (元/公斤)	672.62	542.65	528.39	607.65	647.45	686.62
增长率 (YOY)	—	-19.32%	-2.63%	15.00%	6.55%	6.05%
销售数量 (吨)	14.15	56.79	80.64	102.24	108.13	182.77
增长率 (YOY)	—	301.43%	42.01%	26.78%	5.77%	69.02%
销售收入 (百万元)	9.52	30.82	42.61	62.12	70.01	125.49
增长率 (YOY)	—	223.86%	38.27%	45.80%	12.69%	79.25%
毛利率	25.77%	31.88%	32.30%	38.18%	37.93%	37.68%
销售成本 (百万元)	7.06	20.99	28.85	38.40	43.45	78.20
增长率 (YOY)	—	197.19%	37.44%	33.12%	13.15%	79.97%
毛利 (百万元)	2.45	9.83	13.76	23.72	26.56	47.29
增长率 (YOY)	—	300.70%	40.06%	72.38%	11.96%	78.07%
占总销售额比重	8.52%	23.06%	27.81%	32.81%	32.97%	32.62%
占主营业务利润比重	5.29%	16.25%	20.13%	26.59%	26.17%	22.48%
围堰海参						
平均售价 (元/公斤)	162.64	132.92	135.14	180.00	200.00	220.00
增长率 (YOY)	—	-18.27%	1.67%	33.20%	11.11%	10.00%
销售数量 (吨)	57.12	62.49	76.64	105.76	142.77	625.00
增长率 (YOY)	—	9.40%	22.64%	38.00%	35.00%	337.76%
销售收入 (百万元)	9.29	8.31	10.36	19.04	28.55	137.50
增长率 (YOY)	—	-10.59%	24.69%	83.81%	50.00%	381.54%
毛利率	84.72%	67.49%	67.78%	75.81%	77.14%	78.18%
销售成本 (百万元)	1.42	2.70	3.34	4.60	6.53	30.00
增长率 (YOY)	—	90.29%	23.56%	38.00%	41.75%	359.65%
毛利 (百万元)	7.87	5.61	7.02	14.43	22.03	107.50
增长率 (YOY)	—	-28.78%	25.23%	105.58%	52.63%	388.02%
占总销售额比重	8.32%	6.22%	6.76%	10.05%	13.45%	35.74%
占主营业务利润比重	16.99%	9.27%	10.27%	16.18%	21.71%	51.10%
其他						
销售收入 (百万元)	1.32	3.43	4.58	5.50	7.15	10.01
增长率 (YOY)	—	159.34%	33.77%	20.00%	30.00%	40.00%
毛利率	22.19%	44.06%	34.58%	33.61%	31.61%	30.61%
销售成本 (百万元)	1.03	1.92	3.00	3.65	4.89	6.95
增长率 (YOY)	—	86.45%	56.44%	21.77%	33.92%	42.05%
毛利 (百万元)	0.29	1.51	1.59	1.85	2.26	3.07
增长率 (YOY)	—	414.87%	4.98%	16.64%	22.26%	35.57%
占总销售额比重	1.18%	2.56%	2.99%	2.91%	3.37%	2.60%
占主营业务利润比重	0.63%	2.50%	2.32%	2.07%	2.23%	1.46%
销售额合计 (百万元)	111.71	133.62	153.20	189.32	212.38	384.77
成本合计 (百万元)	65.39	73.17	84.82	100.13	110.91	174.41
毛利合计 (百万元)	46.32	60.45	68.37	89.20	101.47	210.36
平均毛利率	41.47%	45.24%	44.63%	47.11%	47.78%	54.67%

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