

壹桥苗业 (002447.SZ)

租赁 4.6 万立方水体育苗车间点评

评级: 持有 前次: 持有

目标价(元): 72.55-87.15

分析师

谢刚

S0740210090003

021-20315178

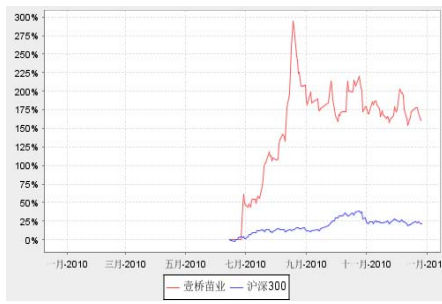
xiegang@qlzq.com.cn

2011年1月11日

基本状况

总股本(百万股)	67.00
流通股本(百万股)	17.00
市价(元)	75.60
市值(百万元)	5065.20
流通市值(百万元)	1285.20

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	242.48	384.77
营业收入增速	19.62%	14.65%	23.58%	28.08%	58.68%
净利润增长率	23.13%	11.12%	58.55%	18.47%	80.17%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.86	1.02	1.21	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	78.56	66.32	36.81
PEG	0.00	0.00	1.34	3.59	0.46
每股净资产(元)	2.77	3.64	10.91	12.12	14.30
每股现金流量	0.40	1.28	1.03	1.77	3.05
净资产收益率	27.99%	23.73%	9.36%	9.98%	15.24%
市净率	0.00	0.00	7.35	6.62	5.61
总股本(百万股)	50.00	50.00	78.92	75.70	75.70

备注: 市场预测取 聚源一致预期

核心观点

- **事件:** 2011年1月11日, 公司公告租赁 4.6 万立方水体的育苗车间, 从事贝苗和参苗养殖繁育。
- 在现有水体已充分利用、IPO 项目尚未建成投产的背景下, 公司以 980 万元租金/年向大连沙山海珍品养殖公司、长兴岛海兴养殖加工厂、沙山水产繁殖公司租赁 4.6 万立方水体育苗场, 从事海珍品苗种养殖。
- 本次租赁的 4.6 万立方水体育苗场与壹桥苗业利用 IPO 和超募资金获得的 3.9 万亩水域同处瓦房店市谢屯镇, 水域自然条件一致性较好, 因此, 在车间内完成虾夷扇贝苗、海湾贝苗和海参苗的繁育后进行海上增养没有过渡磨合期, 养殖成活率较高, 有利于增强公司持续盈利能力。
- 2010 年 12 月 31 日收到哈大铁路专线补贴款 2709 万元, 其中 1,791.57 万元计入当年损益, 其余 918 万元计入专项应付款, 我们据此上调了壹桥苗业 2010 年盈利预测至 6839 万元, 对应 EPS 为 1.02 元。
- 同时, 我们考虑到租赁车间的贡献和底播海参的批量收获期可能提前到 2011 年, 我们也小幅上调了公司 2011-12 年盈利预测至 8102、14597 万元, 对应 EPS 为 1.21、2.18 元, 同比增长 18.47% 和 80.17%。
- 考虑到募集资金项目在 2012 年开始贡献利润, 壹桥苗业中长期合理目标区间 72.55—87.15 元, 对应 11 年和 12 年分别 3.59 倍和 0.46 倍 PEG, 即 60 倍和 30 倍 PE, 短期估值承压, 中长期有一定吸引力, 我们维持“持有”评级, 并建议投资者关注后期的高成长机会。

图表 1: 壹桥苗业育苗水体总计 (万立方米)

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

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 壹桥苗业虾夷扇贝苗育苗水体 (万立方米)

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 3: 壹桥苗业海湾扇贝苗育苗水体 (万立方米)

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 4: 壹桥苗业海参育苗水体 (万立方米)

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

图表 5: 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%	32.65%	21.86%
占主营业务利润比重	62.96%	55.98%	49.73%	46.51%	34.83%	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%	-9.26%	-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%	11.34%	7.19%
占主营业务利润比重	14.12%	16.00%	17.56%	8.65%	5.77%	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%	28.87%	32.62%
占主营业务利润比重	5.29%	16.25%	20.13%	26.59%	21.30%	22.48%
国坛海参						
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	293.26	625.00
增长率 (YOY)	—	9.40%	22.64%	38.00%	177.29%	113.12%
销售收入 (百万元)	9.29	8.31	10.36	19.04	58.65	137.50
增长率 (YOY)	—	-10.59%	24.69%	83.81%	208.10%	134.44%
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	13.41	30.00
增长率 (YOY)	—	90.29%	23.56%	38.00%	191.16%	123.78%
毛利 (百万元)	7.87	5.61	7.02	14.43	45.24	107.50
增长率 (YOY)	—	-28.78%	25.23%	105.58%	213.51%	137.59%
占总销售额比重	8.32%	6.22%	6.76%	10.05%	24.19%	35.74%
占主营业务利润比重	16.99%	9.27%	10.27%	16.18%	36.29%	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%	2.95%	2.60%
占主营业务利润比重	0.63%	2.50%	2.32%	2.07%	1.81%	1.46%
销售额合计 (百万元)	111.71	133.62	153.20	189.32	242.48	384.77
成本合计 (百万元)	65.39	73.17	84.82	100.13	117.79	174.41
毛利合计 (百万元)	46.32	60.45	68.37	89.20	124.68	210.36
平均毛利率	41.47%	45.24%	44.63%	47.11%	51.42%	54.67%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 6: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	112	134	153	189	242	385	货币资金	16	5	38	352	162	149
增长率	—	19.6%	14.6%	23.6%	28.1%	58.7%	应收款项	3	5	1	9	11	18
营业成本	-65	-73	-85	-100	-118	-174	存货	14	12	12	14	16	24
%销售收入	58.5%	54.8%	55.4%	52.9%	48.6%	45.3%	其他流动资产	1	16	7	10	12	17
毛利	46	60	68	89	125	210	流动资产	34	38	58	385	201	209
%销售收入	41.5%	45.2%	44.6%	47.1%	51.4%	54.7%	%总资产	19.7%	17.5%	20.2%	48.3%	18.6%	14.5%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	总资产	136	146	190	375	843	1,193
营业费用	0	-1	0	-1	-1	0	%总资产	79.0%	68.3%	67.0%	47.1%	78.1%	83.0%
%销售收入	0.1%	0.5%	0.2%	0.5%	0.3%	0.1%	无形资产	2	30	36	36	36	36
管理费用	-11	-12	-18	-26	-29	-31	非流动资产	138	177	227	411	880	1,229
%销售收入	9.6%	9.0%	11.9%	13.5%	12.0%	8.0%	%总资产	80.3%	82.5%	79.8%	51.7%	81.4%	85.5%
息税前利润 (EBIT)	36	48	50	63	95	179	资产总计	172	214	284	796	1,080	1,437
%销售收入	31.8%	35.8%	32.4%	33.1%	39.2%	46.5%	短期借款	17	45	43	43	43	43
财务费用	-2	-3	-3	-2	-5	-15	应付款项	45	24	2	7	8	12
%销售收入	1.4%	2.0%	2.0%	1.3%	2.0%	3.8%	其他流动负债	7	3	3	11	13	21
资产减值损失	1	0	0	0	0	0	流动负债	69	72	48	60	64	75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	50	0	200	400
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	4	4	4	4	4
%税前利润	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	72	76	102	65	268	480
营业利润	34	45	47	60	90	164	普通股股东权益	100	139	182	731	812	958
营业利润率	30.7%	33.8%	30.6%	31.8%	37.2%	42.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	-1	2	18	3	3	负债股东权益合计	172	214	284	796	1,080	1,437
税前利润	34	44	49	78	93	167	比率分析						
利润率	30.8%	33.2%	32.3%	41.3%	38.2%	43.4%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-3	-6	-6	-10	-12	-21	每股指标						
所得税率	8.2%	12.6%	12.7%	12.5%	12.5%	12.5%	每股收益(元)	1.024	0.776	0.863	1.021	1.209	2.179
净利润	32	39	43	68	81	146	每股净资产(元)	3.242	2.773	3.636	10.910	12.119	14.298
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金流(元)	1.474	0.401	1.283	1.027	1.773	3.051
归属于母公司的净利润	32	39	43	68	81	146	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	28.2%	29.0%	28.2%	36.1%	33.4%	37.9%	回报率						
							净资产收益率	31.57%	27.99%	23.73%	9.36%	9.98%	15.24%
							总资产收益率	18.34%	18.11%	15.17%	8.60%	7.50%	10.15%
							投入资本收益率	32.29%	23.45%	18.34%	13.00%	9.30%	12.52%
							增长率						
							营业总收入增长率	—	19.62%	14.65%	23.58%	28.08%	58.68%
							EBIT增长率	—	34.60%	3.89%	26.11%	51.51%	88.56%
							净利润增长率	—	23.13%	11.12%	58.55%	18.47%	80.17%
							总资产增长率	—	24.73%	32.63%	179.85%	35.80%	33.05%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	3.8	9.7	7.0	7.0	7.0	7.0
							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	22.0	22.0	22.0
							固定资产周转天数	178.6	349.2	355.1	373.8	557.5	549.5
							偿债能力						
							净负债/股东权益	1.23%	28.60%	30.14%	-42.28%	10.03%	30.65%
							EBIT利息保障倍数	23.0	17.8	16.6	25.6	19.4	12.1
							资产负债率	41.90%	35.31%	36.05%	8.12%	24.85%	33.36%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	32	39	43	68	81	146
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	11	14	16	31	51
非经营收益	2	3	3	-14	9	17
营运资金变动	5	-32	4	-1	-3	-9
经营活动现金净流	45	20	64	69	119	204
资本开支	35	41	76	182	498	398
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-35	-41	-76	-182	-498	-398
股权募资	0	0	0	481	0	0
债权募资	-5	13	48	-50	200	200
其他	-2	-2	-4	-4	-12	-19
筹资活动现金净流	-7	11	44	427	188	181
现金净流量	3	-10	33	314	-190	-12

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: 021-20315181

手机:13641659577

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

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: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308