

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490210080002
联系人： 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

看好海参养殖行业，未来增长点在募投项目投产

事件描述

近期我们调研了壹桥苗业（600467，SH），与董秘进行了交流。我们的主要观点是：公司虾夷贝苗业务竞争优势明显；看好海参苗和海参养殖行业；公司 2011-2012 年增长点为募投项目投产，贝苗和海参产能分别增加 140 亿株和 3200 吨。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.81, 1.2 和 1.6 元，给予“谨慎推荐”评级。

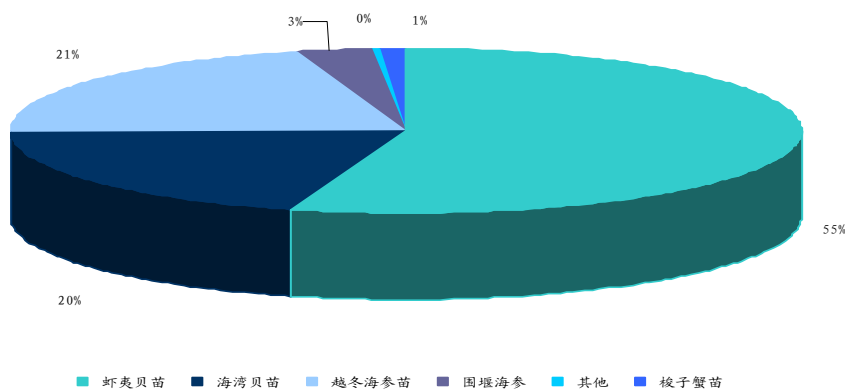
事件评论

第一， 虾夷贝苗业务竞争优势明显，2011-2012 年增长点在募投项目投产

虾夷贝苗业务是公司主营业务之一，2010 年上半年，虾夷贝苗收入占公司营业收入的 54.6%。

公司是虾夷贝苗行业内规模最大的育苗企业，2009 年市场占有率 18.11%。

图 1：2010 年上半年公司营业收入产品结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 1: 2009 年国内主要虾夷贝苗生产企业市场份额

序号	公司名称	产量	市场占有率
1	大连壹桥	163 亿枚	18.11%
2	大连耶什水产有限公司	32 亿枚	3.56%
3	大连沙山水产繁殖有限公司	26 亿枚	2.89%
4	大连兴实水产有限公司	22 亿枚	2.44%
5	獐子岛	20 亿枚	2.22%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

相较于其他育苗企业，公司的竞争优势主要体现在：规模效应带来的成本优势、较高的单位水体出苗量和定价权优势。公司虾夷贝苗业务 2010-2012 年可能的增长点是：募投项目建成投产、单位水体出苗量提高和苗种价格上涨。

今年募投项目新增的 6 万立方米育苗水体将于 2011 年 6-7 月建成，2012 年将新增产能 140 亿株，贡献净利润约 3000 万元。由于虾夷贝苗行业进入壁垒较高，总体呈现供不应求的态势，据 2008 年大连市海洋渔业协会统计数据显示，供给缺口在 660 亿枚左右。因此，虾夷贝苗市场还有较大空间。

公司一直在进行亲本苗品种改良试验，试图通过本地品种与异地品种杂交、改良养殖环境等方式提高亲本苗的单位水体出苗量。公司现在进口的虾夷贝亲本苗单位水体出苗量在 50-60 万株左右，而个别管理较好的水体出苗量可以达到 100 万个。根据测算，假如，单位水体出苗量提升至 80 万株，将增厚 EPS0.32 元。

表 2: 测算 EPS 对单位水体出苗量(万株)和水体体积(万立方米)的敏感程度

		单位水体出苗量				
		60	65	70	75	80
水 体 体 积	2.45	0.66	0.74	0.82	0.90	0.98
	6	1.24	1.44	1.64	1.83	2.03
	8.45	1.64	1.92	2.20	2.47	2.75
	10	1.90	2.22	2.55	2.88	3.20

资料来源：长江证券研究部

由于公司在行业内处于龙头地位，有一定的定价权。但是考虑同行业主体成本和下游养殖主体利润情况，我们认为公司一般根据行业的价格区间定价，未来贝苗价格上涨空间较小。

表 3: 测算 EPS 对虾夷贝苗售价(元/万株)和水体体积(万立方米)的敏感程度

		虾夷贝苗单价				
		0.004	0.0045	0.005	0.0055	0.006
水 体 体 积	2.45	0.60	0.71	0.82	0.94	1.05
	6	1.09	1.36	1.64	1.91	2.18
	8.45	1.42	1.81	2.20	2.58	2.97
	10	1.64	2.09	2.55	3.01	3.46

资料来源：长江证券研究部

第二， 海参苗行业整合空间较大，2011-2012 年增长点在募集项目投产

公司海参苗业务竞争优势主要是：规模优势和技术优势。规模化养殖使得公司养殖成本较低，苗种成活率较高；杂交育苗技术使得公司生产的苗种成活率较其他非杂交品种高 10% 左右。

国内海参苗市场呈现供不应求的态势，长期看来，海参苗价格将呈上升趋势。主要原因是海参育苗业壁垒较高，主要体现在养殖技术壁垒较高和所需育苗水域属较清水域。一般适宜养殖海参的水域不适宜繁育海参苗，因此海参养殖企

业一般较少繁育海参苗。国内适宜繁育海参苗的较清水域整体面积有限，而海参养殖量逐年提升，因此我们认为未来海参苗供给量将继续呈现趋紧的态势。

我们认为海参苗行业整合空间较大，未来整合过程中公司是较大受益者。海参苗行业集中度低，行业主体多为散布在海边的农户，表现出技术含量低，规模小的特点。同时，由于海参养殖行业发展时间较短，海参养殖者对良种的辨识能力较差，需求较小，海参良种覆盖率低。我们认为，未来消费者积极选择良种是一个趋势，同时，国家将逐渐关注到海参苗行业的问题，逐步落实相关政策以规范行业和提高良种覆盖率，而公司属行业内规模较大（市场占有率 1%），以较高标准控制海参苗质量的企业，未来将受益于行业整合。

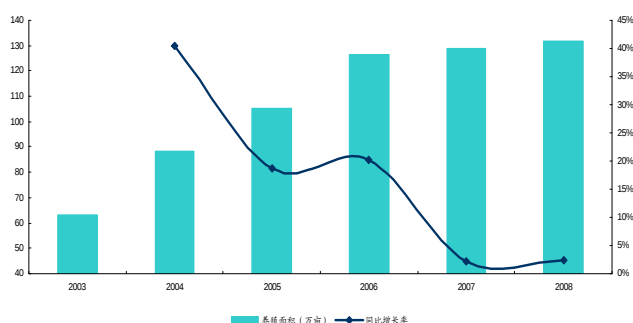
2011-2012 年，公司海参苗业务增长点在于募投项目建成投产。假设新增 6 万立方米水体将于 2011 年 6-7 月顺利建成，可于 6-7 月间投苗，10-11 月销售。考虑到新建水体实际使用情况，预计销售量可以达到 4.25 万公斤，贡献收入 2040 万元。

第三，看好海参养殖行业，预计 2011-2012 年公司海参业务量价齐升

近年来，全国海参需求量逐年提高。济南市场是海参消费大市，其消费量占全国海参消费量的 40%。2003 年以前，济南市场海参专卖店仅有不到 10 家，现在扩大到 400 多家。2006 年以前，仅有 10% 的消费者购买海参用于自己消费，现在 40%-50% 的消费者购买海参用于自己消费。目前，国内主要海参消费市场集中在辽宁、山东、吉林、黑龙江、北京、广东和香港等沿海地区和较发达城市。随着海参的营养价值不断得到内陆消费者的认可，以及冷链物流的广泛适用，我们预计未来内陆地区鲜海参消费量将逐年增大。

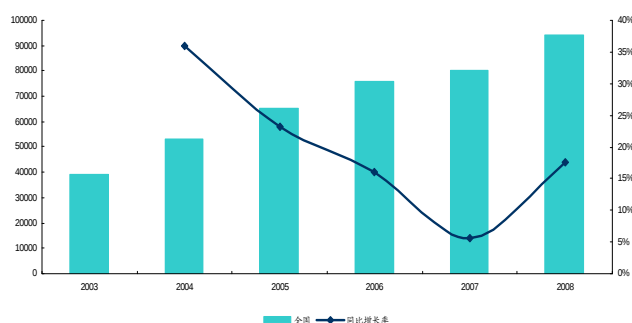
近 5 年，全国海参养殖面积快速扩大。2008 年，全国海参养殖面积达到 132 万亩，较 2003 年增长 109.5%；海参产量达到 9.4 万吨，较 2003 年增长 141.0%。我国沿海适宜规模化海参养殖的浅海海域总面积有限，而 40-60 米海域底播养殖成本过高，难以规模化养殖海参，因此我们预计未来海参养殖量的增长将逐年趋缓。

图 2：2003-2008 年全国海参养殖面积及同比增长率



资料来源：长江证券研究部

图 3：2003-2008 年全国海参养殖量及同比增长率



资料来源：长江证券研究部

目前，国内海参市场已经形成供不应求的态势，海参价格逐年提升。今年 8 月鲜海参售价高达 210 元/公斤，较去年上涨 10% 左右。由于海参需求逐年提升，海参供给趋紧，我们认为未来海参价格有较大提升空间。

公司长期规划是，立足于传统业务虾夷贝苗和海参苗的基础上，充分利用自身资源发展海参业务。公司上半年新增海域 2 万亩，加上已有滩涂养殖海域 2000 亩，共计 2.2 万亩。新增海域水深 7-8 米，我们预计底部可用于海参养殖。根据一般规律测算，新增海域需要约 4 亿元底部投礁费用，目前公司的超募资金 5500 万加上部分自有资金可用于改造 5000 亩海域，预计 2011 年改造完毕。假设边改造边投苗，2012-2013 年开始销售，每年滚动投苗，2012 年可新增海参产能约 400 吨，预计 2012 年可贡献 EPS0.46 元。假如 2 万亩海域全部改造完毕，可新增海参产能 3200 吨/年，可贡献收入 7.04 亿元，净利润 3.52 亿元，EPS3.68 元。

表 4: 新增 2 万亩海域利润测算

	2012 年	2013 年	全部改造完毕
单位面积可收获海参（头）	1600	1600	1600
总计可收获海参（吨）	400	800	3200
海参售价	220	200	220
收入（亿元）	0.88	1.76	7.04
净利润（亿元）	0.31	0.62	2.46
EPS（元/股）	0.46	0.92	3.68

资料来源：长江证券研究部

第四， 盈利预测

我们预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.81,1.2 和 1.6 元，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	153	182	262	336	货币资金	38	511	579	676
营业成本	85	95	138	173	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	68	86	124	163	应收账款	1	1	2	2
% 营业收入	44.6%	47.6%	47.4%	48.6%	存货	12	13	19	23
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	7	8	11	14
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	0	0	1	1	流动资产合计	58	532	610	715
% 营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	18	22	31	40	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	11.9%	11.9%	11.9%	11.9%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	2	0	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.0%	1.4%	0.1%	0.0%	固定资产合计	190	229	237	243
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	36	34	33	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	47	62	92	123	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	30.6%	34.1%	35.1%	36.5%	资产总计	284	796	879	989
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	43	0	0	0
利润总额	49	62	92	123	应付款项	2	2	4	4
% 营业收入	32.3%	34.1%	35.1%	36.5%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	6	8	12	15	应付职工薪酬	2	2	4	4
净利润	43	54	81	107	应交税费	1	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	43.1	54.2	80.7	107.2	其他流动负债	0	0	0	1
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	48	6	8	11
EPS (元/股)	0.64	0.81	1.20	1.60	长期借款	50	40	40	40
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	64	70	91	120	其他非流动负债	4	4	4	4
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	102	50	53	55
收回现金					归属于母公司	182	746	827	934
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-76	-52	-23	-23	股东权益	182	746	827	934
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	284	796	879	989
投资活动现金流净额	-76	-52	-23	-23	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	510	0	0	EPS	0.644	0.808	1.204	1.600
银行贷款增加 (减少)	48	-53	0	0	BVPS	3.64	14.92	12.34	13.94
筹资成本	4	-2	0	0	PE	94.74	75.44	50.65	38.11
其他	-7	0	0	0	PEG	2.67	2.13	1.43	1.07
筹资活动现金流净额	44	455	0	0	PB	16.77	4.09	4.94	4.38
现金净流量	33	472	68	97	EV/EBITDA	64.56	45.81	32.33	24.40
					ROE	23.7%	7.3%	9.8%	11.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。