

壹桥苗业(002447)

公司研究/调研简报

谨慎推荐 首次评级

合理估值: 81.2—92.8 元

静待 2012-2013 年业绩爆发

民生精品---调研简报/农林牧渔行业

2011 年 01 月 18 日

一、事件概述

近日我对壹桥苗业(002447)展开了实地调研,就募投项目进展、超募资金使用、整体搬迁、收购大连雨田海产养殖有限公司及租赁育苗厂等问题与公司董秘兼财务总监及证代进行了交流。

二、分析与判断

上市前 6 万立方水体和 1975 亩海域将被政府收回

公司上市前拥有 6 万立方水体和 6436 亩海域。6 万立方水体主要用于繁育虾夷贝苗、海湾贝苗、海参苗等;6436 亩海域主要用于扇贝苗和海参苗暂养,其中 1975 亩海域用于养殖围堰海参。

然而,因大连普新区总体规划对公司所在地瓦房店市炮台镇鲍鱼岛村作出规划调整,公司上市前拥有的 6 万立方水体需要整体搬迁,用于养殖围堰海参的 1975 亩海域也将被政府收回。由于上市前的 6 万立方水体是在新址建设完成并具备投产条件后才需要搬迁,因此对现有生产经营无任何影响;1975 亩围堰海参养殖圈目前已不再投放新苗,2011 年春季在剩余海参捕捞完毕后,将被整体收回。

募投项目因整体搬迁需重新选址

公司原计划使用 2.48 亿元募投资金建设海珍品苗种规模化繁育基地项目,该项目合计约 6 万立方水体。同样受大连普新区总体规划调整,该项目需重新选址,现已停工。

超募资金已基本使用完毕,公司积极开发新增海域

公司上市后共获得超募资金 21380.7 万元,截至目前已合计使用 21300 万元,基本使用完毕。超募资金使用的最大亮点是,近 4 万亩海域使用权的获得,及海参良种基地的建设。

海参良种基地项目中的 5000 亩海域是新增 4 万亩海域中的一部分,现已基本开发完毕,大约有 2500 亩已投苗,每亩投苗量在 1-3 万头,投苗量多少取决于海参苗大小;现假设每亩投苗量平均为 2 万头,回捕率 15%,成参 2 两/头,则 5000 亩海域共可产成参 1500 吨,新增收入 2.7 亿元。考虑到围堰海参养殖期为 2 年,本项目的捕捞期将主要在 2012 年第四季度和 2013 年。

此外,剩余 3.5 万亩海域也在积极改造中,其中 5000 亩有望于 2011 年第 1 季度完成改造,考虑之前未投苗的 2500 亩,今年总计投苗量将超过 7500 亩。

民生证券研究所

分析师: 王莺

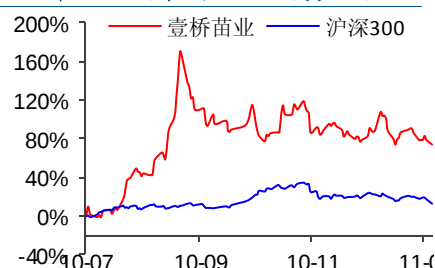
执业证书编号: S0100510120001

电话: 13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2011-1-18)

收盘价(元)	73.65
近 12 个月最高/最低	125.82/39.88
总股本(百万股)	67
流通股本(百万股)	17
流通股比例%	25.37%
总市值(亿元)	50.65
流通市值(亿元)	12.85

相关研究

表 1: 超募资金使用情况

金额	内容
1300 万元	用于偿还中国农业银行 2010 年 9 月 17 日到期的银行贷款, 预计可节约利息支出 80 万元
5500 万元	获得瓦房店市谢屯镇 39932.7 亩的海域使用权, 使用期限为 2010 年 9 月 30 日至 2020 年 9 月 29 日
11500 万元	项目拟建 5000 亩海参良种基地, 项目建设期 1 年, 项目建成后第二年达产
3000 万元	用于偿还中国农业银行大连瓦房店支行和中国农业银行大连瓦房店支行合计 3000 万元的银行贷款

资料来源: 民生证券研究所

➤ 收购和租赁项目基本弥补募投项目空缺

随着新增 4 万亩海域的逐步开发, 公司对于海参苗的需求量迅速提升, 近期拟收购项目和租赁项目都是为了增加海参苗供给, 支持公司围堰海参养殖规模扩张。

首先, 公司拟用不超过 2000 万元收购大连雨田海产养殖有限公司拥有的位于瓦房店市谢屯镇沙山村, 建筑面积 8860.32 平方米的约 11000 立方米水体的育苗场及育苗室坐落的 11200 平方米的土地使用权。该项目主要用于养殖海参苗, 公司也会顺带养殖一部分贝苗。按照大连雨田 2009 年海参苗产量及收入情况, 今后每年可产生 2112 万元收入, 实现利润 610 万元。

此外, 公司于 2011 年 1 月 7 日分别与大连沙山海珍品养殖有限公司、大连长兴岛临港工业区交流岛西海头村海兴养殖加工厂、大连沙山水产繁殖有限公司签订育苗场租赁协议, 合计 4.7 万立方水体, 主要用于养殖海参苗, 也会养殖一部分贝苗。三家公司租赁期限均为一年, 是否续约取决于 2011 年养殖情况。

表 2: 租赁协议内容

公司名称	租赁协议内容
大连沙山海珍品养殖有限公司	水体 1.5 万立方米, 租金 350 万元, 租赁期限一年
大连沙山水产养殖有限公司	水体 2.4 万立方米, 租金 450 万元, 租赁期限一年
大连长兴岛临港工业区交流岛西海头村海兴养殖加工厂	水体 0.8 万立方米, 租金 180 万元, 租赁期限一年

资料来源: 民生证券研究所

三、盈利预测与投资建议

公司最大看点在于围堰海参养殖规模的迅速扩大。公司上市后获得近 4 万亩海域使用权, 其中 5000 亩海域已基本开发完毕, 约有 2500 亩已投苗, 投苗量为 1-3 万头/亩, 另有 5000 亩有望于今年第 1 季度完成改造。现假设每亩投苗量平均 2 万头, 回捕率 15%, 成参 2 两/头, 则 1 万亩海域共可产成参 3000 吨, 新增收入 5.4 亿元, 考虑到围堰海参养殖期 2 年, 本项目的捕捞期将主要在 2012 年第四季度和 2013 年, 2012-2013 年公司业绩有望出现爆发式增长。

因大连普新区总体规划调整, 公司原募投项目--6 万立方水体海珍品苗种规模化繁育基地现已停工, 新址待定, 料 2011-2012 年该项目难为公司贡献收益。所幸公司已于今年 1 月初与三家公司签订 4.7 万立方水体育苗场租赁协议, 另外, 公司拟收购大连雨田 1.1 万立方水体育苗室, 两个项目合计 5.8 万立方水体, 基本可弥补原有募投项目空缺。两大项目初衷是为增加海参苗供给以支持公司围堰海参养殖规模的快速增长, 但考虑到贝苗的育苗室繁育期为 1-3 月, 海参苗为 4-10 月, 公司也会顺带繁育贝苗, 2011-2012 年贝苗繁育水体年增速有望超过 50%。

我们预计公司 2011-2013 年营业收入复合增长率 51%，净利润复合增长率 65%，2010-2013 年 EPS 分别为 0.94 元、0.93 元和 2.32 元和 4.19 元，首次给予公司“谨慎推荐”评级。

四、风险提示：

新开发海域所养殖的围堰海参回捕率低于预期；自然灾害。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	153	171	168	389
增长率（%）	14.65%	11.38%	-1.76%	132.19%
归属母公司股东净利润（百万元）	43	63	62	156
增长率（%）	11.10	46.13	-1.27	150.02
每股收益（元）	0.86	0.94	0.93	2.32
毛利率（%）	44.6%	45.8%	50.8%	54.5%
净资产收益率 ROE(%)	26.9%	13.7%	8.1%	17.7%
每股净资产（元）	3.64	11.01	11.94	14.26
PE	85.64	78.29	79.30	31.72
PB	20.26	6.69	6.17	5.17
EV/EBITDA	0	67.08	60.92	22.90

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	153	171	168	389
减：营业成本	85	93	82	177
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	1
管理费用	18	20	22	31
财务费用	3	3	2	2
资产减值损失	(0)	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	47	54	61	178
加：营业外收支净额	3	18	10	0
三、利润总额	49	72	71	178
减：所得税费用	6	9	9	23
四、净利润	43	63	62	156
归属于母公司的利润	43	63	62	156
五、基本每股收益(元)	0.86	0.94	0.93	2.32
主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	0	67.08	60.92	22.90
成长能力:				
营业收入同比	14.7%	11.4%	-1.8%	132.2%
营业利润同比	4.0%	15.7%	12.9%	190.8%
净利润同比	11.1%	46.1%	-1.3%	150.0%
营运能力:				
应收账款周转率	52.38	122.04	99.11	139.79
存货周转率	13.18	14.18	14.12	22.09
总资产周转率	0.61	0.32	0.20	0.41
盈利能力与收益质量:				
毛利率	44.6%	45.8%	50.8%	54.5%
净利率	28.2%	36.9%	37.1%	40.0%
总资产净利率 ROA	17.3%	11.7%	7.5%	16.6%
净资产收益率 ROE	26.9%	13.7%	8.1%	17.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.20	133.68	171.17	124.56
资产负债率	36.1%	7.2%	6.7%	5.9%
长期借款/总负债	48.8%	86.9%	87.3%	83.7%
每股指标(元)				
每股收益	0.86	0.94	0.93	2.32
每股经营现金流量	1.28	1.12	1.14	2.18
每股净资产	3.64	11.01	11.94	14.26

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	38	398	473	617
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1	2	2	4
预付账款	7	8	7	17
其他应收款	0	0	0	0
存货	12	13	11	24
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	58	420	493	662
长期股权投资	0	2	2	2
固定资产	152	144	137	129
在建工程	39	199	199	199
无形资产	36	33	29	25
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	227	377	366	355
资产总计	284	797	859	1,017
短期借款	43	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2	2	2	5
预收账款	0	0	0	0
其他应付款	0	0	0	0
应交税费	1	1	1	1
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	48	3	3	5
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	4	4	4	4
非流动负债合计	54	54	54	54
负债合计	102	58	57	60
股本	50	67	67	67
资本公积	50	526	526	526
留存收益	82	145	207	363
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	182	737	800	955
负债和股东权益合计	284	795	857	1,015
现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	64	75	76	146
投资活动现金流量	(76)	(162)	0	0
筹资活动现金流量	44	447	(2)	(2)
现金及等价物净增加	33	360	75	144

分析师简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	李北铎
电话	010-85127762	010-85127667	021-64274383
手机	18601357268	13811008335	18621639595
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	Libeiduo@mszq.com

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。