

公司报告

育苗水体增加带来发展机遇

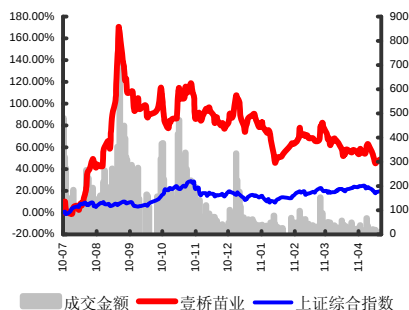
水产养殖

2011年5月03日

评级：谨慎推荐（首次）

合理价格：68.75-76.8元

52周走势：



报告作者：

国联证券研究所食品饮料小组

组长：周纪庚

执业证书编号：S0590210100011

联系人：

杨天明

电话：0510-82832380

Email: yangtm@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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，特此申明。

——壹桥苗业（002447）调研报告

事件：近期我们和壹桥苗业（002447）公司高层进行了沟通，对公司未来发展有了更为深刻的认识。

点评：

● **海参业务：三大逻辑推动其稳步增长。第一个逻辑：**鲍鱼岛村等地的搬迁给公司带来一个机遇：农户的海参养殖池清池剩下的未达商品参规格（15-50头）的部分被公司收购并投入打连岛海域养殖，可在今年秋季及明年春季收获；**第二个逻辑：**打连岛海域10年已有2000亩完成投苗，11年将继续投苗7000亩，并改造7000-10000亩，其后几年每年改造1万亩；**第三个逻辑：**现今公司除了自产海参还外购一部分用于海参加工，短期内公司将继续采取外购的方案来弥补自身产量不足的问题。

● **虾夷、海湾贝苗稳步增长，栉孔贝苗需求增多。**11年公司总育苗水体面积达11.7万立方米。在育苗水体扩张的背景下，公司的虾夷、海湾贝育苗规模将增长，且受益于下游需求增长（獐子岛等底播海域扩大增加了对虾夷扇贝苗种的需求）将呈现平稳上涨（20%-30%左右）的态势。而栉孔扇贝苗作为土著品种，具有存活率及经济价值较高等优点，导致近年来下游需求增长迅猛，今年公司转变思路，将加大栉孔扇贝苗的养殖。

● **海参苗：产量增加、自用增多。**去年公司下半年海参苗育苗水体达6万立方米，全年总共产出13.22万公斤海参苗，外售10.6万公斤。最近几年随着海参养殖兴起及公司自用增加等原因，公司海参苗处于供不应求的状态。在此背景下，公司在下半年将扩张海参苗育苗规模。预计未来几年海参养殖面积每年1万亩的速度扩张，公司海参自用规模亦将增长。

● **给予“谨慎推荐”评级，合理价格68.75-76.8元。**根据预测，2011-2013年，公司EPS分别为1.28、2.11、3.18元。2011年给予公司55-60倍市盈率，合理股价为68.75-76.8元，给予“谨慎推荐”评级。

事件:

近期我们对壹桥苗业(002447)进行了实地调研,和财务总监及董秘沟通后形成以下几个观点:

一、三大逻辑推动海参业务稳步增长。

未来三年,公司海参业务增长逻辑可归结为以下几种模式:

(一)、整体搬迁带来发展契机。

大连鲍鱼村等地的动迁给公司海参业务带来一个可遇不可求的机会:公司驻地附近很多养殖户将在春季清空自己的海参养殖池,在产品中达到商品参规格将被出售,而未达到商品参的部分将被公司收购,公司已下派 5-6 个工作小组进行收购工作,迄今为止已收购 3 万多斤,具体收购数量将在 6 月份得到确定。此批收购苗种规格达 15-50 头/斤,存活率可达 90%以上,将在 11 年秋季及 12 年春季收获。

(二)、养殖面积持续增长。

公司上市前拥有的 1975 亩围堰海参池已被政府回收,打连岛附近 4000 亩海域中,2000 亩已于 2010 年投苗,2012 年底可收获,剩下 2000 亩将在今年完成投苗工作;谢屯附近 3.99 万亩海域中已有 5000 亩改造完成并在今年投苗,另外 3.5 万亩尚未完成改造,今年计划继续改造 7000-10000 亩,未来几年每年改造 10000 亩直至全部改造完成。

(三)、外购海参用于加工增厚收入。

现今公司自产海参不进行鲜销,全部用于加工。海参产品供不应求的大背景下,公司自产部分较少制约了公司海参业务的发展,近年公司外购一部分海参用于海参加工,增厚海参业务收入。

二、虾夷、海湾贝苗稳步增长、栉孔贝苗需求增多。

公司虾夷、海湾贝苗稳步增长基于以下几点考虑:

一方面:会有增长。

公司虾夷扇贝苗销售路径为:一条直接将贝苗出售给獐子岛给公司进行底播养殖,一条是出售给养殖户进行养殖,养殖户将3-5毫米的小贝苗养到3厘米左右在出售给獐子岛等公司进行底播养殖。而对公司利好的是:近年来虾夷扇贝底播面积仍在增长。獐子岛、海洋岛等公司虾夷扇贝底播面积越来越大(11年獐子岛底播总面积300万亩、海洋岛100万亩),对苗种需求越来越多。

另一方面:短期内大幅增长可能性较小。

贝苗产量短期内大幅增长将降低公司产品的议价能力,可能导致以下结果:量上去但价格下降,公司业务收入及利润增长并不明显。另外近几年虾夷扇贝死亡率较高挫伤了养殖户的积极性,下游需求火爆场面仍待观察。两大因素决定公司虾夷扇贝苗业务短期内大幅增长可能性较小。

结论是: 虾夷扇贝苗业务稳步增长。

贝苗业务中一大业务 — 栉孔贝苗值得关注:

栉孔贝苗作为土著品种,具有存活率及经济价值较高等优点,目前重新获得养殖户青睐。去年由于下游养殖户要求,公司养成21.3亿枚栉孔贝苗。今年需求比去年还要高,增长速度将有所加快。

三、海参苗: 产量增加、自用增多。

最近几年,随着海参养殖兴起及公司自用增加等原因,公司的海参苗呈现供不应求的状态,而公司对策是利用自有及租借的水体扩大海参苗养殖规模。

10 年下半年公司海参育苗水体达6万立方米,全年总共产出13.22万公斤海参苗,外售10.6万公斤。11年随着外购水体(大连雨田)及租用水体(4.6万立方米)投入使用,下半年海参育苗产量将会有较大的增长,但同时我们需要注意的是10年已改造好的7000亩将在今年投苗,每亩投苗100斤左右,这意味着公司今年自用苗的量亦将大幅提升。

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11-05-03						
利润表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入		153.20	195.61	229.54	359.43	515.72	现金		38.20	212.85	231.81	200.00	200.00
YOY(%)		14.7%	27.7%	17.3%	56.6%	43.5%	交易性金融资产		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本		84.82	99.82	117.23	174.85	225.66	应收款项净额		1.09	4.85	5.69	8.91	12.79
营业税金及附加		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货		11.51	79.33	73.66	114.28	150.48
销售费用		0.37	1.31	1.93	3.20	4.85	其他流动资产		6.76	21.66	25.42	39.80	57.11
占营业收入比(%)		0.2%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	流动资产总额		57.56	318.69	336.58	362.99	420.37
管理费用		15.01	37.77	19.30	23.47	30.22	固定资产净值		151.57	288.05	555.11	687.15	856.29
占营业收入比(%)		9.8%	19.3%	8.4%	6.5%	5.9%	减: 资产减值准备		0.19	(0.20)	(0.39)	(0.48)	(0.59)
EBIT		49.72	51.25	88.94	155.77	252.85	固定资产净额		151.76	287.85	554.73	686.67	855.69
财务费用		2.99	2.67	5.37	8.58	8.99	工程物资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)		2.0%	1.4%	2.3%	2.4%	1.7%	在建工程		38.67	155.99	51.67	68.84	87.41
资产减值损失		0.19	(0.20)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额		190.43	443.84	606.40	755.51	943.10
营业利润		46.92	48.39	83.57	147.19	243.86	无形资产		36.17	85.71	83.57	81.42	79.28
营业外净收入		2.50	20.58	15.00	15.00	0.00	长期股权投资		0.00	2.00	4.00	6.00	8.00
利润总额		49.42	68.97	98.57	162.19	243.86	其他长期资产		0.13	0.12	0.12	0.12	0.12
所得税		6.28	8.77	12.52	20.60	30.97	资产总额		284.29	850.36	1,030.67	1,206.05	1,450.87
所得税率(%)		12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	循环贷款		43.00	0.00	100.00	100.73	110.64
净利润		43.14	60.20	86.05	141.59	212.89	应付款项		2.18	68.24	63.37	98.30	129.44
占营业收入比(%)		28.2%	30.8%	37.5%	39.4%	41.3%	预提费用		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债		2.92	7.75	6.26	9.33	12.28
归属母公司净利润		43.13	60.20	86.05	141.59	212.89	流动负债		48.10	75.99	169.63	208.36	252.37
YOY(%)		11.1%	39.6%	42.9%	64.5%	50.4%	长期借款		50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
EPS (元)		0.86	0.90	1.28	2.11	3.18	应付债券		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
							其他长期负债		4.39	13.61	22.83	32.05	41.27
主要财务比率		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额		102.49	139.60	242.46	290.41	343.64
成长能力							少数股东权益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入		14.7%	27.7%	17.3%	56.6%	43.5%	股东权益		181.80	710.76	788.21	915.64	1,107.24
营业利润		4.0%	3.1%	72.7%	76.1%	65.7%	负债和股东权益		284.29	850.36	1,030.67	1,206.05	1,450.87
净利润		11.1%	39.6%	42.9%	64.5%	50.4%							
获利能力							现金流量表		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)		44.6%	49.0%	48.9%	51.4%	56.2%	税后利润		43.13	60.20	86.05	141.59	212.89
净利率(%)		28.2%	30.8%	37.5%	39.4%	41.3%	加: 少数股东损益		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)		23.7%	8.5%	10.9%	15.5%	19.2%	公允价值变动		-0.19	0.20	0.00	0.00	0.00
ROA(%)		15.2%	7.1%	8.3%	11.7%	14.7%	折旧和摊销		14.24	19.16	39.40	52.93	64.44
偿债能力							营运资金的变动		-8.56	-5.97	4.11	-10.90	-13.95
流动比率		1.20	4.19	1.98	1.74	1.67	经营活动现金流		48.62	73.59	129.57	183.62	263.38
速动比率		0.96	3.15	1.55	1.19	1.07	短期投资		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%		36.1%	16.4%	23.5%	24.1%	23.7%	长期股权投资		0.00	-2.00	-2.00	-2.00	-2.00
营运能力							固定资产投资		0.00	-267.30	-200.00	-200.00	-250.00
总资产周转率		53.9%	23.0%	22.3%	29.8%	35.5%	投资活动现金流		0.00	-269.30	-202.00	-202.00	-252.00
应收账款周转天数		2.60	9.05	9.05	9.05	9.05	股权融资		0.00	470.66	0.00	0.00	0.00
存货周转天数		56.88	336.22	336.22	336.22	336.22	长期贷款的增加/		50.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)							公司债券发行/(		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益		0.86	0.90	1.28	2.11	3.18	股利分配		-3.64	-5.87	-8.61	-14.16	-21.29
每股净资产		3.64	10.61	11.76	13.67	16.53	计入循环贷款前融		46.36	464.79	-8.61	-14.16	-21.29
估值比率							循环贷款的增加/		-108.48	-88.56	100.00	0.73	9.91
P/E		73.2	70.2	49.1	29.9	19.9	融资活动现金流		-15.76	370.36	91.39	-13.43	-11.38
P/B		17.4	5.9	5.4	4.6	3.8	现金净变动额		32.86	174.65	18.96	-31.81	0.00

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。