

壹桥苗业 (002447)

公司研究/调研报告

海参秋季捕捞量成第一参考值

民生精品---调研报告/农林牧渔行业

2011年5月23日

一、事件概述

近日我们对壹桥苗业 (002447) 展开了实地调研, 就募投项目进展、海域改造进度、整体搬迁等问题与公司管理人员进行了交流。

二、分析与判断

公司积极改造海域

上市前公司在炮台镇拥有 1950 亩海域, 在谢屯镇沙山村拥有 4000 亩海域; 上市后公司又收购了 4 万亩海域。2010 年公司改造了谢屯镇的 4000 亩海域, 今年上半年改造了新增 4 万亩海域中的 5000 亩, 并于 5 月 1 日前后完工, 公司还将改造剩余 3.5 万亩海域中的 8,000-10,000 亩, 有望于今年年内完工。公司拥有所有海域开发完成后都将用于养殖海参。

2011 年将投海参苗 7000 亩

公司去年改造完 4000 亩海域, 投苗 2000 亩, 其中 500 亩是大苗, 今年秋天有望产出一部分; 今年 5 月 1 日前后新改造的 5000 亩海域已开始投苗, 再考虑去年 4000 亩海域中未投苗的 2000 亩, 今年将投苗 7000 亩, 投苗量 2-3 万头/亩, 规格在 200-300 头/斤; 今年继续改造的 8,000-10,000 亩海域将于明年投苗。公司投苗方式是, 当年投苗后, 次年不再投苗。当 4 万亩全部改造完成后, 公司每年可捞 2 万亩, 即单年投入单年产出, 双年投入双年产出。

2011 年贝苗育苗水体小幅增加, 海参苗则接近翻倍

公司上市前在炮台镇拥有 6 万立方育苗水体, 上市后共租赁和并购 5.7 万立方水体; 募投项目的 6 万立方水体已重新选址, 预计今年 9 月投产, 可赶上越冬海参苗。去年共有虾夷扇贝育苗水体 2.6 万立方, 预计今年上升至 2.8 万, 海湾贝育苗水体较去年增加 1000-2000 立方; 海参苗育苗水体较去年增加 5.7 万立方, 接近翻倍。

投苗量大增导致自产海参苗不足

今年公司计划投苗 7000 亩, 若每亩投苗量 100 斤, 则需求量在 70 万斤。我们预计公司今年自产海参苗 38.5 万斤, 缺口约 31.5 万斤。由于炮台镇小养殖户面临拆迁, 公司今年计划收购部分海参苗, 目前看, 规格在 15-50 头/斤, 由于这批海参苗规格偏大, 有望于今年秋季和明年春季贡献收益。

动迁补偿待定

公司在瓦房店市炮台镇的 6 万立方水体和 1950 亩海域均面临动迁, 但政府截至目前未公布补偿方案, 公司将在获得补偿款后搬迁。

海域改造费 2-4 万元/亩

公司拥有海域的深度在 4-9 米, 改造的海域越深, 成本则越大。深度在 4 米的海域改造成本约 2 万元/亩, 深度 9 米的改造成本则上升至 4 万元/亩。目前公司改造的海域深度在 4 米, 按照每亩 2 万元投入, 改造 1 万亩海域需要资金 2 亿元, 这还不包括购买海参苗的费用; 若深度在 9 米, 则 1 万亩海域改造费上升至 4 亿元。

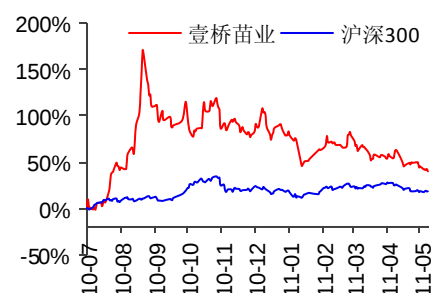
谨慎推荐 维持评级

合理估值: 62-75 元

交易数据 (2011-5-23)

收盘价 (元)	59.25
近 12 个月最高/最低	125.82/38.01
总股本 (百万股)	67
流通股本 (百万股)	17
流通股比例%	25.4%
总市值 (亿元)	40.41
流通市值 (亿元)	10.25

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 王莺

执业证书编号: S0100510120001

电话: (8621) 68885571

手机: 13816716806

Email: wangying_vjs@mszq.com

相关研究

- 1、《壹桥苗业 (002447) 调研简报: 静待 2012-2013 年业绩爆发》2011.01.18
- 2、《壹桥苗业 (002447) 年报简评: 围堰海参账面值 6835 万元, 同比增长 724%》2011.04.20

三、盈利预测与投资建议

公司新增 4 万亩海域暂缺乏海参养殖的历史数据，两个时点数据成关键。去年 500 亩大苗将在今年秋季捕捞，实际产出将成为第一参考值；2012 年春季海参捕捞量将成为第二参考值。我们预计 2011-2012 年公司分别实现营业收入 1.52 亿元和 4.38 亿元，归属于母公司股东净利润分别为 7100 万元和 1.65 亿元；实现每股收益分别为 1.06 元和 2.46 元，维持谨慎推荐的评级。

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	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	196	152	438	516
增长率 (%)	27.68%	-22.12%	187.45%	17.87%
归属母公司股东净利润 (百万元)	60	71	165	255
增长率 (%)	39.58	18.38	131.57	54.79
每股收益 (元)	1.05	1.06	2.46	3.81
毛利率 (%)	49.0%	58.6%	54.6%	67.2%
净资产收益率 ROE (%)	13.1%	9.3%	18.6%	23.3%
每股净资产 (元)	10.96	12.03	14.49	18.30
PE	56.43	55.71	24.06	15.54
PB	5.40	4.93	4.09	3.24
EV/EBITDA	58.37	58.57	16.57	10.15

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)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	196	152	438	516
减：营业成本	100	63	199	169
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	1	2	3	3
管理费用	43	38	42	46
财务费用	3	18	5	5
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	48	32	189	293
加：营业外收支净额	21	50	0	0
三、利润总额	69	82	189	293
减：所得税费用	9	10	24	37
四、净利润	60	71	165	255
归属于母公司的利润	60	71	165	255
五、基本每股收益 (元)	1.05	1.06	2.46	3.81
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	62.63	62.95	18.28	10.78
成长能力:				
营业收入同比	27.7%	-22.1%	181.9%	20.8%
营业利润同比	3.1%	-34.6%	483.3%	62.0%
净利润同比	39.6%	18.4%	126.1%	62.0%
营运能力:				
应收账款周转率	128.43	87.57	147.63	109.42
存货周转率	15.61	13.79	24.54	21.22
总资产周转率	0.36	0.18	0.45	0.44
盈利能力与收益质量:				
毛利率	49.0%	58.6%	54.6%	68.1%
净利率	30.8%	46.8%	37.5%	50.3%
总资产净利率 ROA	11.2%	8.6%	17.0%	22.4%
净资产收益率 ROE	13.1%	9.3%	18.2%	23.8%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	125.46	209.56	116.90	191.54
资产负债率	7.3%	6.6%	5.8%	5.6%
长期借款/总负债	86.6%	88.1%	83.1%	68.1%
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	1.06	2.40	3.90
每股经营现金流量	1.04	1.59	2.21	4.11
每股净资产	10.96	12.03	14.43	18.33

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	393	482	628	907
应收票据	0	0	0	0
应收账款	2	2	4	5
预付账款	9	7	19	23
其他应收款	0	0	0	0
存货	14	9	27	23
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	417	499	678	958
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	144	137	129	121
在建工程	199	199	199	199
无形资产	33	29	25	22
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	377	366	355	344
资产总计	795	865	1,033	1,302
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	3	2	5	4
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	3	2	6	5
长期借款	50	50	50	50
其他非流动负债	4	4	4	18
非流动负债合计	54	54	54	68
负债合计	58	57	60	73
股本	67	67	67	67
资本公积	526	526	526	526
留存收益	142	213	378	634
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	735	806	971	1,226
负债和股东权益合计	792	863	1,031	1,300
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	70	107	151	271
投资活动现金流量	(162)	0	0	0
筹资活动现金流量	447	(18)	(5)	9
现金及等价物净增加	355	89	146	280

资料来源：民生证券研究所

分析师与行业专家简介

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。

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。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%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

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：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

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

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。