

壹桥苗业(002447)调研报告

——海参产量超预期

农林牧渔/渔业

推荐

维持评级

发布时间：2012 年 01 月 20 日

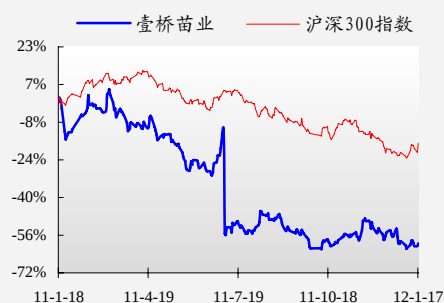
投资要点:

- 目前公司拥有繁育水体 14.3 万立方米,围堰海参养殖面积 45,678 亩,计划每年开发 1 万亩,投苗 1 万亩的速度来改造现有海域。
- 市场有以成活率臆测公司海参的捕捞量,我们认为逻辑上不够严谨:
1、成活率只存在于实验室,而在实业中仅仅是经验值; 2、目前在养海域为全新开发,不存在海参存活率的经验值; 3、海参捕捞量受捕捞季节天气影响极大。以尚未确定的存活率来预测公司产量或者亩产,得出的数据波动较大,可参考性大大降低。从审慎角度,我们仍预计公司正常苗存活率(回捕率)为 10%。
- 2011 海参产量或超 300 吨。2011 年可捕捞的海域包括 2010 年投的大苗 500 亩和老厂附近动迁清塘部分。500 亩大苗海域,捕捞初期日捕捞量约 4000 斤,整个捕捞季节持续 50 余天,保守估计捕捞 100 吨,单产 200kg/亩。若加上原有的老厂附近因动迁清塘约 150 吨,全年捕捞有望达到 300 吨左右。考虑到部分会转加工淡干海参,鲜销量估计不足 300 吨。
- 供给有限,消费扩散,海参价格不可过于悲观。09 年全国海参养殖面积 233 万亩,产量 10.22 万吨,产量同比增长 10%,较之前 20%左右的增速明显减缓。持续几年海参养殖高利润,使得其养殖空间扩张有限。除了在山东、辽宁等主产区有海参消费的传统外,目前在内陆地区也悄然风行。此外,“参鲍燕翅”燕窝和鱼翅进口量萎缩严重,只有海参独善其身,替代效应将会显现。
- 估值与投资建议: 预计未来公司贝苗产销总体稳定,而海参捕捞量会爆发性增长,2011-2013 年海参捕捞量可达 300 吨、800 吨和 1400 吨。公司 EPS 分别为 0.65 元,1.09 元和 1.62 元,考虑到公司业绩的高速增长,维持推荐评级。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)
2010	196	27.7	60	39.6	0.45	8.5	64
2011E	213	8.6	87	44.5	0.65	11.2	44
2012E	331	55.8	146	67.4	1.09	15.8	26
2013E	463	39.9	217	49.0	1.62	19.0	18

走势图



市场数据

2012/1/19

收盘价:	28.65 元
52 周最高价:	44.79 元
52 周最低价:	23.85 元
平均持仓成本:	32.55 元

基本数据

2011Q3

总股本(万股):	13,400
流通 A 股(万股):	13,400
每股收益(元):	0.43
每股净资产(元):	5.59
每股经营现金流(元):	-0.15
市净率:	5.13

分析师: 周思立; 联系人: 郭伟明
执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)2036 1110

FAX: (8621)2036 1138

Email: guowm@nesc.cn

地 址: 上海市源深路 305 号

邮 编: 200135

一、公司概况

IPO 上市之前，壹桥苗业已是国内最大的海珍品育苗企业，共有繁育水体 6 万立方米，围堰海参养殖面积 6,435 亩。目前，公司拥有繁育水体 14.3 万立方米，确权海域面积 45,678 亩。公司计划今后每年新开发 1 万亩，投苗 1 万亩来改造现有海域。2015 年改造完成后，计划对已改造的海域进行精细化耕作、立体养殖。

图 1 公司养殖海域分布



资料来源：东北证券

二、突围成活率怪圈

成活率高低主要取决于养殖环境条件的优劣，不同养殖环境存活率相差较大。黄海水产所曾做过实验，以体长 1.25cm 的刺参苗种，经人工饲养 14 个月测定成活率为 63.5%。我们曾对山东海参产业和相关上市公司进行调研，围堰养殖海参存活率（回捕率）为 30%左右，底播养殖存活率（回捕率）10%左右。

市场有以海参成活率臆测其公司海参的捕捞量，我们认为逻辑上不够严谨：1、海参成活率数据往往只存在于实验室，而在实业中仅仅也是经验值；2、公司目前在养海域为全新开发，更不存在以历年海参养殖情况得出的存活率经验值；3、海参捕捞量受捕捞季节天气影响极大，以存活率假设得出的可捕捞量，并不最终决定公司实际捕捞量和亩产。

以尚未确定的存活率来预测公司产量或者亩产，得出的数据波动较大，可参考性大大降低。我们二度调研公司新开发的养殖海域，目测其水质要优于好当家的海域，养殖模式更接近于“底播”。由于公司海域为全新开发，从审慎角度，我们预计公司正常苗存活率（回捕率）仍然是 10%。

图 2 幼参实验室养殖逐月成活率的变化

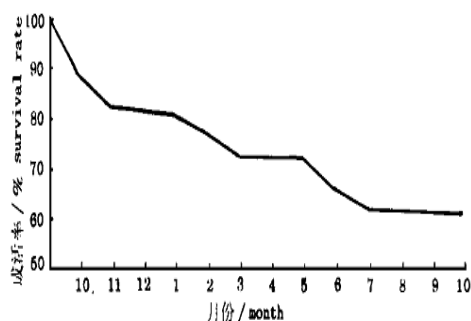
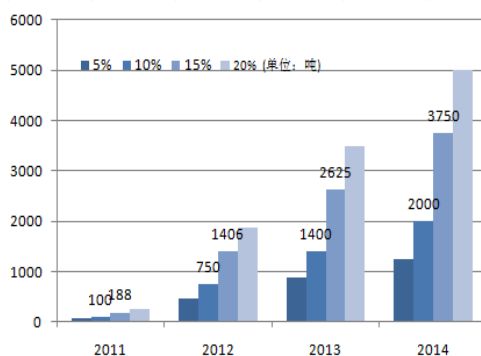


图 3 以存活率测算捕捞量波动较大



资料来源: 黄海水产研究所 东北证券研究所

三、2011 年海参产量或超 300 吨

相比较以存活率来预测公司亩产水平, 我们认为以实际捕捞量来预测更加牢靠。公司可捕捞的包括 2010 年投的大苗 500 亩和老厂附近动迁清塘部分。大苗 500 亩海域, 去年 11 月初开始捕捞海参, 11 月 8 日捕捞量约 4000 斤左右, 随着捕捞旺季的到来, 日捕捞量有所上升, 到了 12 月中旬还有零星捕捞, 整个捕捞时间持续 50 余天。若按每日平均捕捞 5000 斤, 捕捞 40 天计算, 此片海域保守估计捕捞 100 吨, 单产 200kg/亩。若加上原有的老厂附近因动迁清塘约 150 吨 (超之前我们的预期), 全年捕捞有望达到 300 吨左右。不过部分会转加工淡干海参, 鲜销量估计不足 300 吨。

根据相关文献, 2008 年辽宁海参亩产低于 40 千克/亩, 山东海参亩产 120-140 千克/亩, 而公司单产 200kg/亩略显的鹤立鸡群。我们分析了其中原因: 1、辽宁亩产过低可能性是底播多, 2、山东亩产低则可能由于参苗密度低。3、公司养殖海域水深, 海参按大小垂直分布, 可容量空间大。

图 4 辽宁 2008 年海参单产

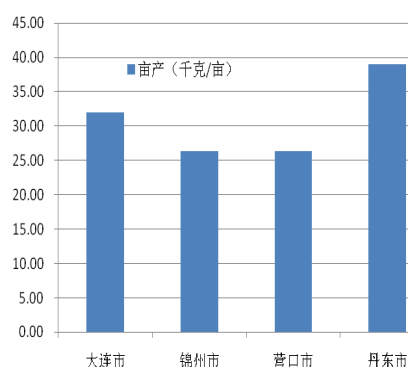
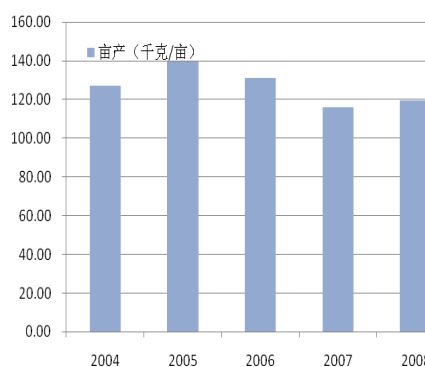


图 5 山东海参单产 110-150kg/亩



资料来源: 《渔业科学进展》 《水产科学》 东北证券研究所整理

四、明年海参价格, 不必过份悲观

1、供给有限, 消费扩散。

根据统计数据显示, 2009 年全国海参养殖面积 233 万亩, 产量 10.22 万吨, 产量同比增长 10%, 较之前 20% 左右的增速明显减缓。持续几年海参养殖高利润, 使得其养殖空间扩张有限。另外城市港口建设使得海参适养海域逐步消减。除了在山东、辽宁等

主产区有海参消费的传统外，目前在内陆地区也悄然风行，虽然近年海参产量复合增长率约 12%，但有由价格高企可见一斑。

图 6 历年国内海参产量和养殖面积

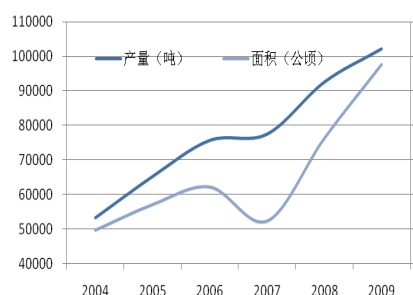
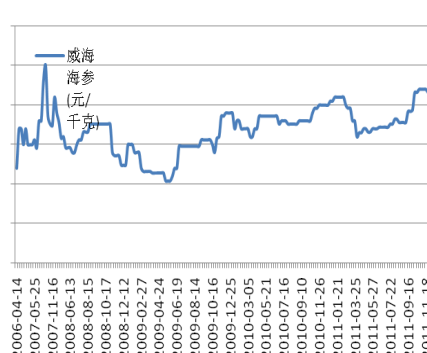


图 7 海参量增价升



资料来源：渔业统计年鉴 威海水产品批发市场

图 8 上市公司海参产量预估

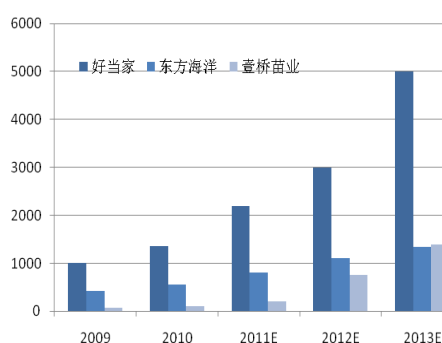
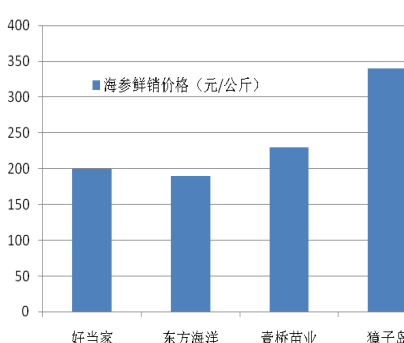


图 9 2011 年下半年上市公司海参价格



资料来源：东北证券研究所

2、“参鲍燕翅”海参独善其身

“参鲍燕翅”是宴席消费的主要高级品种。四者中鲍鱼已过气，燕窝和鱼翅在媒体声势浩大的讨伐和宣传之下消费日减，只有海参消费独善其身。我们观测燕窝和鱼翅进口数据，2011 年燕窝进口数量减少了 20%，进口数额同比减少 80%；而鱼翅进口数额 3 年下滑超过 90%。

图 10 燕窝进口量 2010 年后下降

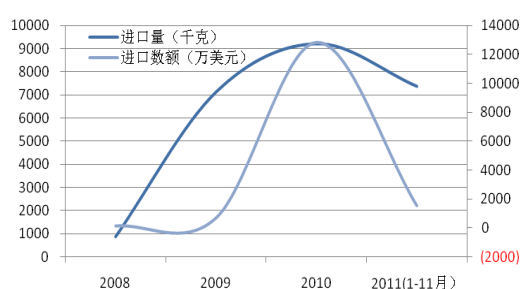
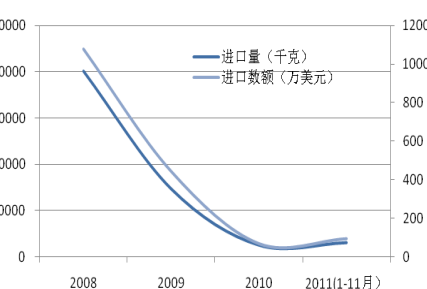


图 11 鱼翅进口量萎缩明显



资料来源：海关信息网

五、繁育水体和海珍品苗

公司具有繁育海珍品苗种水体 14.3 万立方米，贝苗未来繁育规模将保持稳定，其余空余水体都将满足自己海参苗需求。我们测算 2011-2013 年此项业务收入 1.44 亿元、1.51 亿元和 1.51 亿元，毛利分别 7131 万元、7545 万元和 7545 万元。

六、估值与投资建议

预计未来公司贝苗产销总体保持稳定，2011-2013 年海参捕捞量可达 300 吨、800 吨和 1400 吨，EPS 分别为 0.65 元、1.09 元和 1.62 元，考虑到未来海参价格仍将高企，维持推荐评级。

表格 1 利润表预测

利润表	单位:百万元			
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	196	213	331	463
营业成本	100	84	104	124
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	1	2	2	3
管理费用	43	45	61	95
财务费用	3	4	6	2
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	48	79	158	240
营业外收入	23	22	10	10
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	69	100	167	249
所得税	9	13	21	32
净利润	60	87	146	217
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	60	87	146	217
EBITDA	70	99	184	262
EPS (元)	0.90	0.65	1.09	1.62

资料来源：东北证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）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或征价。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。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。