

壹桥苗业 (002447)

渔业/农林牧渔

发布时间: 2012-06-05

报告类型 / 公司调研报告

推荐

上次评级: 推荐

苗价和海参亩产提升 公司业绩超预期

报告摘要:

IPO 上市之前, 壹桥苗业已是国内最大的海珍品育苗企业。目前公司确权海域 4.57 万亩, 已开发围堰约 1.5 万亩, 海参在养面积约 1 万亩。公司计划每年新开发 1 万亩, 投苗 1 万亩来改造现有海域。**未来 3 年捕捞面积分别约为 3786 亩、8000 亩和 12000 亩。**2012 年可捕捞的面积包括收购自然人杨守军的 1286 亩, 2010 年投入正常苗的 1500 亩和 2011 年投入大苗 1000 亩, 总计 3786 亩; 2013 和 2014 年可捕捞的面积约 8000 亩和 12000 亩。从去年捕捞的实际情况来看, **公司海参亩产水平可达 250 公斤左右。**预计 2012-2014 年公司捕捞海参 940 吨、2000 吨和 2500 吨。此外, 近年来贝苗需求保持旺盛, 单价持续回升, 同比涨幅为 10-20%。

“北参南养”不成气候。未来几年南方海参养殖量不会有大的增长, 短时间甚至可能会出现萎缩。在尚未解决育苗和南方度夏的前提下, 我们认为“北参南养”所造成的海参产量提升, 仅仅是产量在时空上的腾挪, 并不会持续增加供给。此外, 南养海参实际成本为 74 元/斤。而今年每斤收购价在 60 元附近波动, 由于利润空间的消失, 来年南参养殖规模势必萎缩。

春季海参价格下降已是定局, 未来海参价格有望回升。我们认为下半年海参价格将回暖, 除了有季节性因素外 (一般秋参贵于春参), 主要原因在于: 1、海参养殖空间扩张有限; 2、来年南方海参养殖规模可能会出现萎缩, 甚至将来大规模增长可能性也不大; 3、海参消费在不断扩散, 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。

盈利预测与投资建议: 预计公司贝苗产销总体保持稳定, 而海参捕捞量有望爆发性增长, 2012-2014EPS 分别为 1.31 元、2.21 元和 2.80 元, 对应目前股价 PE 分别为 28 倍、16 倍和 13 倍, 再次给予公司**推荐评级**。

风险提示: 自然灾害; 海参价格不达预期

股票数据

2012/6/4

收盘价 (元)	35.94
12 个月股价区间 (元)	26.96 ~ 64.83
总市值 (百万元)	4,816
总股本 (百万股)	134
A 股 (百万股)	134
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	2

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	7%	4%	31%
相对收益	12%	8%	45%

相关报告

证券分析师: 郭伟明

执业证书编号: S0550512030002

(021)20361110 guoweiming@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	196	208	374	607	748
(+/-)%	28%	7%	79%	62%	23%
净利润	60	100	175	296	376
(+/-)%	40%	67%	75%	69%	27%
每股收益 (元)	0.90	0.75	1.31	2.21	2.80
市盈率	40.6	48.8	27.9	16.5	13.0
市净率	3.44	6.16	5.19	4.04	3.14
净资产收益率 (%)	8.5%	64.1%	70.5%	74.0%	75.5%
股息收益率 (%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
总股本 (百万股)	67	134	134	134	134

目 录

1. 公司概况.....	4
2. 海参业务已是公司重中之重	5
2.1. 未来 3 年海参捕捞面积爆发性增长.....	5
2.2. 公司海参亩产可达 250 公斤.....	6
2.3. 中短期海参价格都将触底回升.....	8
3. “北参南养”难成气候	9
3.1. 养殖户普遍亏损 短时间可能会萎缩.....	9
3.2. 南参缺品牌缺市场 限制规模扩张.....	10
4. 贝苗单价上涨 产量稳定	10
5. 盈利预测与投资建议	11
6. 风险提示.....	11

图表目录

图 1: 公司养殖海域位置	4
图 2: 公司营业利润复合增长 30%	5
图 3: 2011 年海参业务营收占比 36%.....	5
图 4: 2011 年海参毛利占比 39%.....	5
图 5 : 公司可捕捞面积合计	6
图 6 : 实验室养殖成活率变化	6
图 7: 不同养殖模式的成活率差异	6
图 8: 未来三年公司海参产量预测	7
图 9: 山东亩产 120-140 公斤	7
图 10: 大连亩产水平低于 40 公斤	7
图 11: 上市公司海参价格.....	8
图 12: 上市公司海参产量预估	8
图 13: 中国海参养殖面积和产量	8
图 14: 威海水产品市场海参价格	8
图 15: 09 年各省海参养殖面积占比	9
图 16: 09 年各省海参养殖产量占比	9
图 17: 09 年各省海参养殖面积占比	10
图 18: 09 年各省海参养殖产量占比	10
图 19: 公司贝苗收入和毛利率预测	11
表 1: 公司海域构成	4

表 2: 公司可捕捞面积拆分	6
表 3: 南养海参成本测算	9
表 4: 同类公司估值对比	11

1. 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，围堰海域面积 0.64 万亩。在打连岛附近获得 4 万亩海域后，公司确权海域已达 4.57 万亩，目前已开发围堰海域约 1.5 万亩，海参在养面积约 1 万亩。在客观条件允许之下，公司计划每年新开发 1 万亩，投苗 1 万亩来改造现有海域，2015 年可改造完毕。此后，公司可将围堰进行精细化耕作，立体化养殖。

公司已初步形成“育苗-养殖-加工-销售”全产业链的经营模式。2011 年下半年，全新淡干海参深加工生产线投产，可加工鲜活海参 10 万斤/日；其次在大连等地有代理加盟为主的 20 余家海参专卖店。

图 1：公司养殖海域位置



资料来源：东北证券

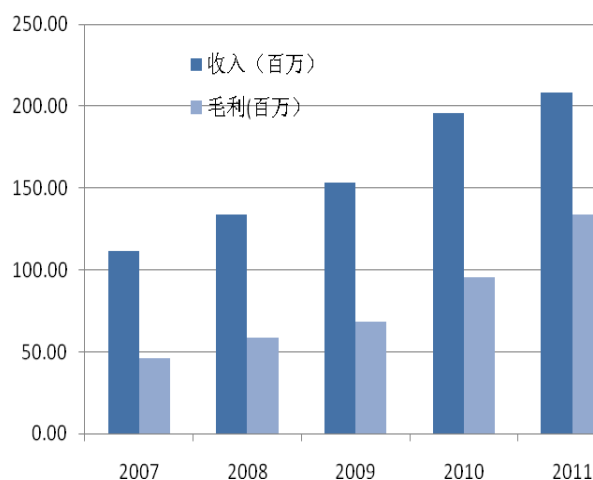
表 1：公司海域构成

海域地点	面积（亩）	取得时间	备注
谢屯镇沙山村	4460	2008.06	已投苗使用
泉眼村海域	1286	2011.06	向自然人杨守军收购，海参在养
谢屯镇沙山村	39932	2010.09	上市后取得，已开始逐步改造
合计	45678		

数据来源：公司公告 东北证券

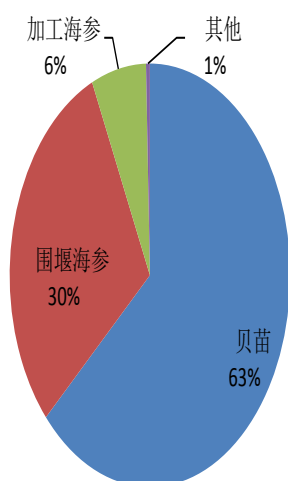
过去 5 年，贝苗繁育虽然是公司的主要收入和利润来源，但海参业务占比不断提升。2011 年贝苗业务占公司主营业务收入和营业利润分别为 63%和 61%，而海参业务占比分别是 36%和 39%。

图 2：公司营业利润复合增长 30%



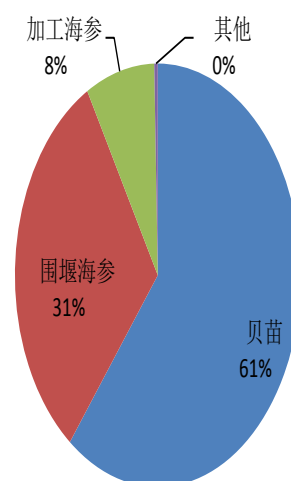
资料来源：公司公告

图 3：2011 年海参业务营收占比 36%



数据来源：公司公告

图 4：2011 年海参毛利占比 39%



数据来源：公司公告

2. 海参业务已是公司重中之重

2.1. 未来 3 年海参捕捞面积爆发性增长

公司对于现有海域采取的是“轮播轮捕”养殖模式，对海域彻底捕捞完毕，然后再投入新的海参苗种。围堰养殖周期视投苗的规格大小，一般为 1-3 年不等。若投苗规格为 100 头以内的大苗，养殖周期只需 1 年即可捕捞；投苗规格为 100-300 头/斤的正常苗，则需 2 年可养殖成成参。

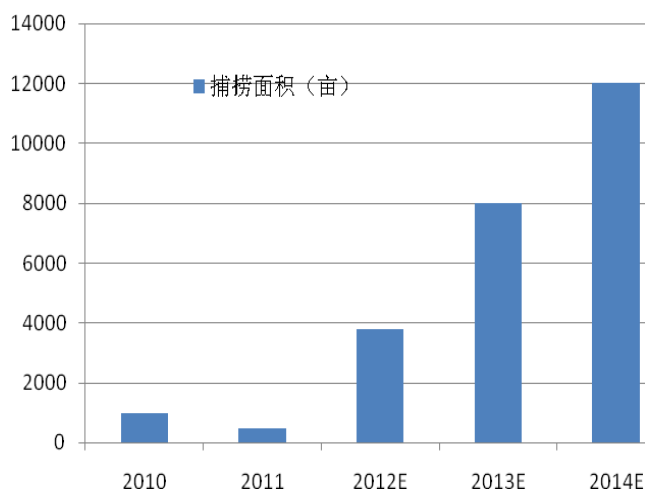
未来 3 年捕捞面积估算。2012 年可捕捞的面积包括收购自然人杨守军的 1286 亩，2010 年投入正常苗的 1500 亩和 2011 年投入大苗 1000 亩，**总计 3786 亩**；2013 年可捕捞的面积约为 2011 年投入正常苗的 8000 亩海域；此外，预计 2014 年可捕捞面积 12000 亩。

表 2：公司可捕捞面积拆分

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
捕捞面积	1000	500	3786	8000	12000
其中：大苗		500	1000		
小苗	1000		2786		
其他		老厂清塘部分			

资料来源：东北证券

图 5：公司可捕捞面积合计

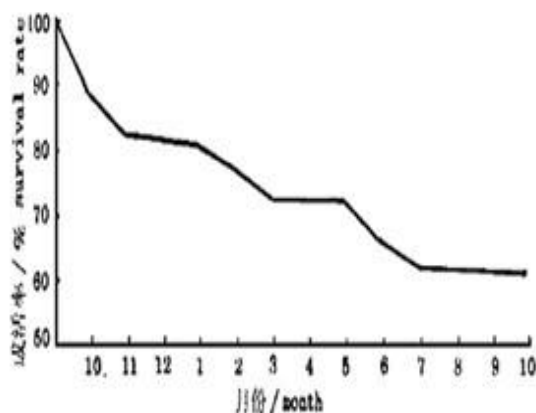


资料来源：东北证券

2.2. 公司海参亩产可达 250 公斤

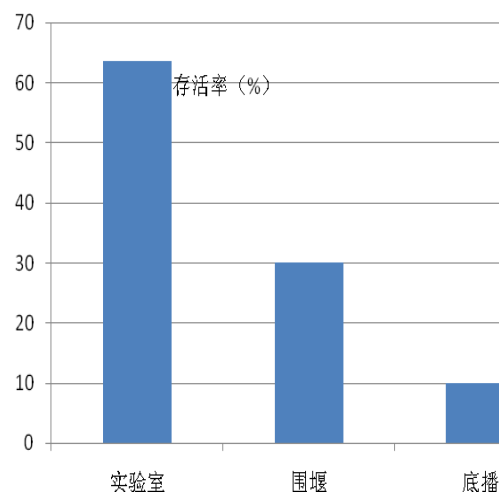
海参亩产水平主要取决于海参存活率和投苗密度。海参存活率高低主要取决于养殖环境条件的优劣，不同养殖环境存活率相差较大。黄海水产所曾做过实验，以体长 1.25cm 的刺参苗种，经人工饲养 14 个月测定成活率为 63.5%。我们曾对山东海参产业和相关上市公司进行调研，围堰养殖海参存活率（回捕率）为 30%左右，底播养殖存活率（回捕率）10%左右。

图 6：实验室养殖成活率变化



数据来源：黄海水产研究所

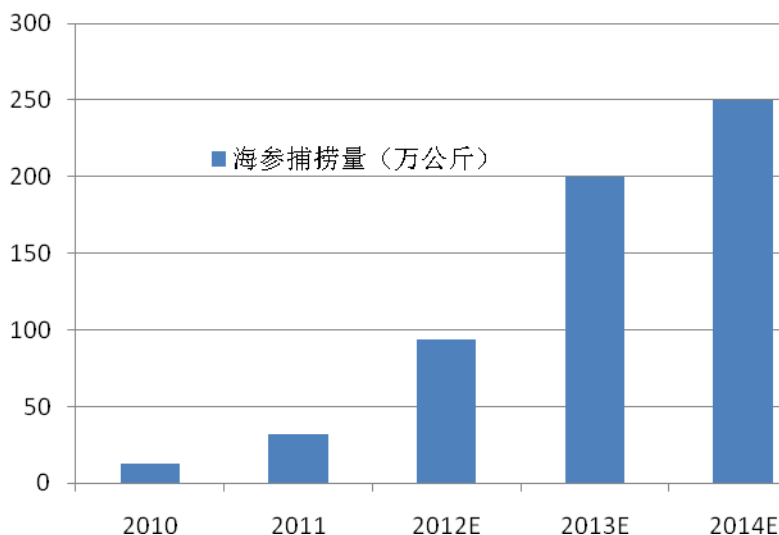
图 7：不同养殖模式的成活率差异



数据来源：东北证券

公司海参亩产可达 250 公斤，存活率超 10%。公司围堰海域水深 3-10 米，投苗密度一般为 2-3 万头/亩，预计正常亩产水平 200-300 公斤。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数据来预测更加可靠。2011 年公司可捕捞的包括 2010 年投的大苗 500 亩，从实际捕捞情况来看，亩产可达 250 公斤。我们认为公司亩产水平还有提升空间，但由于公司海域为全新开发，从审慎角度，在盈利预测中的亩产水平仍为 250 公斤。

图 8：未来三年公司海参产量预测



资料来源：东北证券

根据相关文献，2008 年辽宁海参亩产低于 40 公斤/亩，山东海参亩产 120-140 公斤/亩，而公司亩产 250 公斤显得鹤立鸡群。我们分析了其中原因：辽宁主要是底播为主，而山东围堰海参投苗密度不高（6000-8000 头/亩），公司属于围堰养殖，海域水深 3-9 米，海参按大小垂直分布，可容量空间大，投苗密度较大，故亩产水平较高。

图 9：山东亩产 120-140 公斤

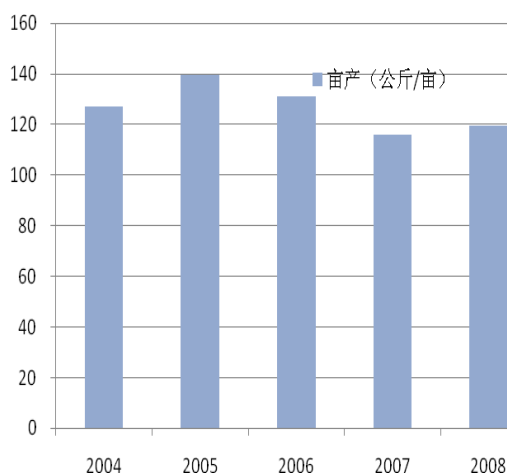
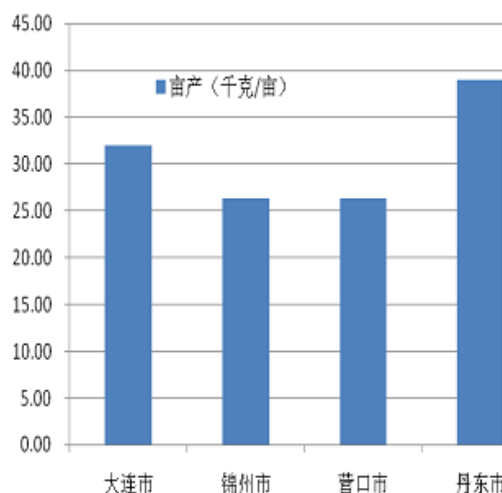


图 10：大连亩产水平低于 40 公斤



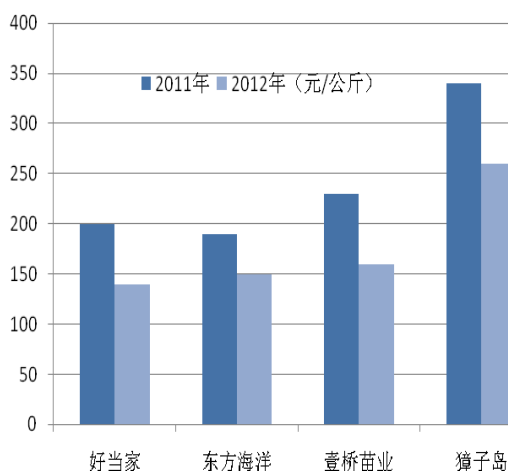
数据来源：《水产科学》 《渔业科学进展》

2.3. 中短期海参价格或将触底回升

根据养殖地域和养殖方式的不同，海参价格差别明显。一般情况下，按照养殖地域，价格从高到低依次为，辽参、鲁参和福建参；按照养殖方式，价格从高到低排序为，野生、底播、围堰、虾池、大棚和福建参。壹桥苗业的海参作为辽参且类底播的围堰养殖模式，较同类产品（围堰鲁参等）享有一定溢价。

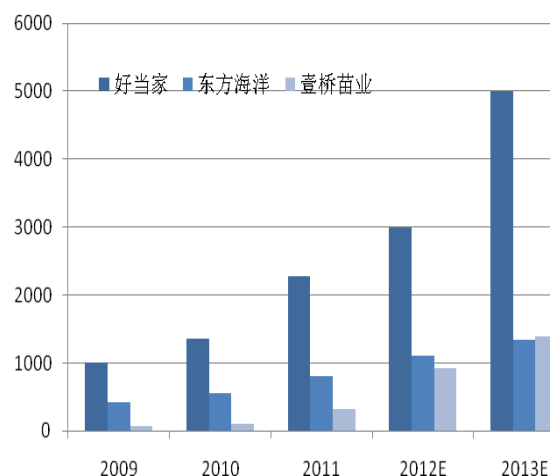
根据统计数据显示，2009年全国海参养殖面积233万亩，产量10.22万吨，产量同比增长10%，较之前20%左右的增速明显减缓。持续几年海参养殖高利润，使得其养殖空间扩张有限，另外城市港口建设使得海参适养海域逐步消减，现在在一亩优质海域的转让费已突破6万，资源紧张可见一斑。

图 11：上市公司海参价格



数据来源：东北证券

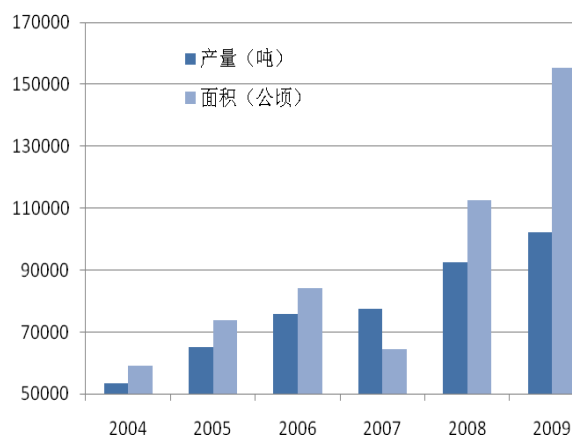
图 12：上市公司海参产量预估



数据来源：东北证券

春季海参价格下降已是定局，未来海参价格有望回升。我们认为下半年海参价格将回暖，除了有季节性因素外（一般秋参贵于春参），主要原因在于：1、海参养殖空间扩张有限；2、来年南方海参养殖规模可能会出现萎缩，甚至将来大规模增长可能性也不大；3、海参消费在不断扩散，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。

图 13：中国海参养殖面积和产量



数据来源：渔业统计年鉴

图 14：威海水产品市场海参价格



数据来源：威海水产品批发市场

3. “北参南养”难成气候

刺参自本世纪初被南方引进，2009 年形成规模化养殖，2011 年养殖规模激增。目前为止，所谓的“北参南养”仅仅是将北方的大海参苗（10-15 头/斤）运到南方过冬，来年春季集中上市，赚取时间差价。

在尚未解决海参育苗和南方度夏的前提下，我们认为“北参南养”所造成的海参产量提升，仅是产量在时空上的腾挪，并不会持续增加供给。参苗在北方的海水池塘约 1 年半的时间才能长成 10-15 头的规格，“北参南养”本质上也只是将此部分海参提前上市，短时期内造成集中供应而已。此外，由于成本的局限性，南养海参规模扩张缺少利益基础。

图 15：09 年各省海参养殖面积占比

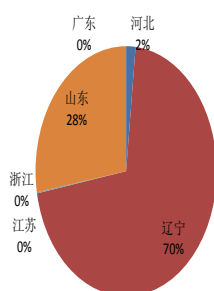
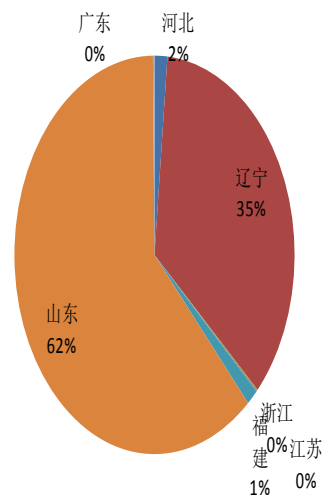


图 16：09 年各省海参养殖产量占比



数据来源：渔业统计年鉴

数据来源：渔业统计年鉴

3.1. 养殖户普遍亏损 短时间可能会萎缩

2011 年冬季由于南方养殖户对参苗需求量大，致使北方参苗价格直线上涨。据公开资料显示，仅福建省霞浦县去年就从北方购买了 1000 多万斤海参苗，折合平均每斤 130 元。假设每斤参苗长成后变成 2-3 斤商品参（2011 年实际情况普遍不到 2 斤），则每斤成参的苗种成本 43-65 元，我们取中位数 52 元；再加上运费 5 元/斤和饲料成本 10 元/斤，海域使用费和设备网具折旧不计，则每斤成参的成本大约 67 元/斤，假定成活率高达 90%，则实际成本为 74 元/斤。而今年，南参每斤收购价却仅在 60 元附近波动，这表明当前南方海参养殖户普遍亏损。若同时发生病害，养殖户将血本无归。由于利润空间的消失，我们预计未来几年南方海参养殖量不会有大的增长，短时间甚至可能会出现萎缩。

表 3：南养海参成本测算

	成本（元/斤）	占比(%)
苗种	52	77.61
运费	5	7.46
饲料成本	10	14.93
理论成本	67	100.00
实际成本（成活率 90%）	74	

数据来源：东北证券

3.2. 南参缺品牌缺市场 限制规模扩张

今年春季，南养海参集中大规模上市（宁德市春季上市海参 1.5 万吨以上），造成了出现海参价格低迷，甚至在南方出现了滞销现象。我们分析其中原因，主要是南养海参品质差，当地缺少海参加工企业和品牌，以及成熟的消费市场。南养海参主要靠北方客商收购，养殖户缺少市场话语权。对于南方海参养殖户来说，需要建立产销体系，创建海参品牌以及培育当地海参消费市场，这些无法在短时期内达到，这也将中长期限制南养海参规模扩张。

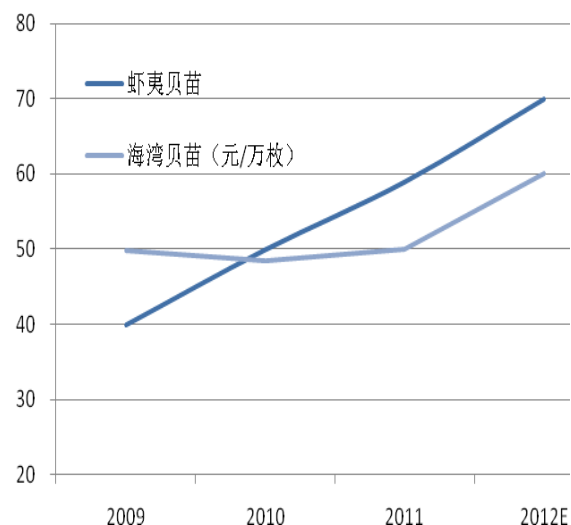
此外，福建海参品质较差，往年基本上用来加工糖干海参。2011 年 3 月 24 日，卫生部明确发函指出：不允许使用除食盐以外的其他食品添加剂，糖干海参已经无法通过正规渠道销售了，这也限制了南参的消费市场。

4. 贝苗单价上涨 产量稳定

公司是海珍品育苗的龙头企业，其中虾夷贝苗、海湾贝苗的繁育能力全国第一，具有一定的议价能力。近年来随着小育苗企业的退出，而下游需求又保持旺盛，贝苗单价持续回升。

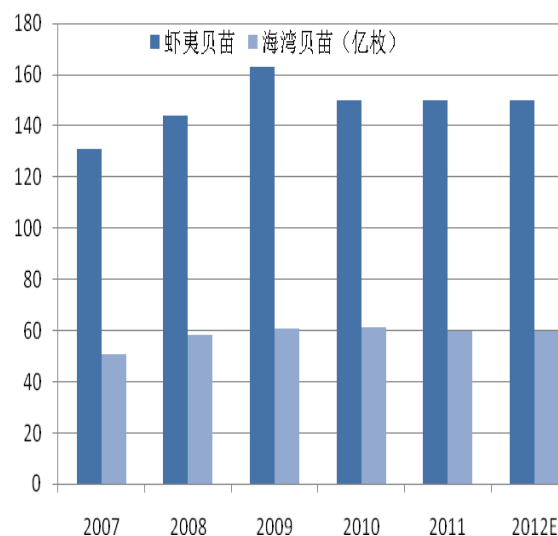
2009-2012 年，虾夷贝苗单价分别为 40 元/万枚、50 元/万枚、59 元/万枚和 70 元/万枚；海湾扇贝苗单价分别是 50 元/万枚、48 元/万枚、50 元/万枚和 60 元/万枚。我们认为公司未来贝苗产量稳定，但价格仍将持续坚挺，预计 2012-2014 年公司贝苗繁育业务收入 1.67 亿元、1.78 亿元和 1.91 亿元。

图 17：09 年各省海参养殖面积占比



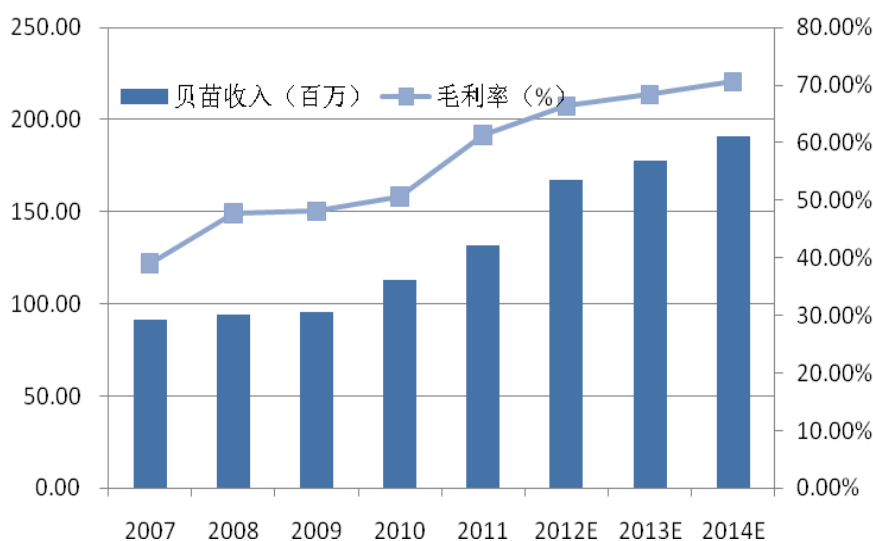
数据来源：公司公告 东北证券

图 18：09 年各省海参养殖产量占比



数据来源：公司公告 东北证券

图 19: 公司贝苗收入和毛利率预测



资料来源: 公司公告 东北证券

5. 盈利预测与投资建议

预计公司贝苗产销总体保持稳定,而海参捕捞量有望爆发性增长。2012-2014 年海参捕捞量可达 940 吨、2000 吨和 2500 吨, EPS 分别为 1.31 元, 2.21 元和 2.80 元, 对应目前股价 PE 分别为 48 倍、27 倍和 16 倍, 考虑到下半年海参价格或将企稳回升和同类公司增速情况, 再次给予公司推荐评级。

由于公司海域改造费用巨大, 公司现有现金无法满足缺口, 可能或有外部融资需求。

表 4: 同类公司估值对比

名称	收盘价 (元)	EPS(元)			PE		
		11A	12E	13E	11A	12E	13E
好当家	8.43	0.28	0.43	0.56	30	20	15
獐子岛	21.36	0.70	1.02	1.50	31	21	14
东方海洋	11.97	0.39	0.59	0.77	31	20	16
壹桥苗业	35.94	0.75	1.31	2.21	48	27	16

资料来源: 东北证券

6. 风险提示

自然灾害: 在海参捕捞和投苗季节, 由于台风、暖冬和寒冬等极端天气, 使得无法捕捞和投苗;

海参价格低于预期: 未来宏观经济继续下滑, 可能会导致海参需求下降, 使得公司海参产量和价格都不及预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	22	25	25	25	净利润	100	175	296	376
交易性金融资产	0	25	25	25	资产减值准备	0	0	0	0
应收款项	3	5	6	6	折旧及摊销	37	47	67	87
存货	392	302	693	464	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	财务费用	9	28	41	44
流动资产合计	435	367	767	551	投资损失	0	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-263	135	-310	224
长期投资净额	2	2	2	2	其他	0	0	0	0
固定资产	610	932	1,255	1,577	经营活动净现金流量	-107	365	73	710
无形资产	106	133	162	189	投资活动净现金流量	-390	-360	-361	-359
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	306	-2	288	-351
非流动资产合计	905	1,239	1,554	1,847	企业自由现金流	-546	3	-291	347
资产总计	1,340	1,605	2,321	2,398					
短期借款	0	42	397	115	财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
应付款项	105	150	216	210	每股指标				
预收款项	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.75	1.31	2.21	2.80
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股净资产 (元)	5.92	7.03	9.04	11.64
流动负债合计	140	267	712	438	每股经营性现金流量 (元)	-0.80	2.73	0.55	5.30
长期借款	395	396	398	401	成长性指标				
其他长期负债	12	0	0	0	营业收入增长率	6.5%	79.3%	62.5%	23.3%
长期负债合计	23	0	0	0	净利润增长率	66.6%	74.7%	68.6%	27.2%
负债合计	547	663	1,110	839	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	794	942	1,211	1,560	毛利率	64.1%	70.5%	74.0%	75.5%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	48.1%	46.9%	48.7%	50.2%
负债和股东权益总计	1,340	1,605	2,321	2,398	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	3	4	3	3
					存货周转率 (次)	1150	1150	1150	1150
					偿债能力指标				
					资产负债率	40.8%	41.3%	47.8%	35.0%
					流动比率	3.11	1.37	1.08	1.26
					速动比率	0.31	0.24	0.10	0.20
					费用率指标				
					销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
					管理费用率	13.9%	13.9%	13.9%	13.9%
					财务费用率	4.1%	7.5%	6.8%	5.8%
					分红指标				
					分红比例				
					股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
					估值指标				
					P/E (倍)	48.76	27.90	16.55	13.01
					P/B (倍)	6.16	5.19	4.04	3.14
					P/S (倍)	23.47	13.09	8.06	6.54
					净资产收益率	12.6%	18.6%	24.4%	24.1%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135

电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760