

壹桥苗业 (002447)

渔业/农林牧渔

发布时间: 2012-06-18

报告类型 / 公司动态报告

推荐

上次评级: 推荐

老厂搬迁影响有限 目标价维持不变

报告摘要:

事件: 2012年6月15日公司收到炮台镇人民政府签署的相关动迁补偿协议:《海水育苗室区域征用补偿协议书》、《浮筏海域征用补偿协议书》和《盐田区域征用补偿协议书》,三者补偿款共计约2.50亿元。

点评:

1、补偿协议涉及的资产和补偿款主要是: A、位于瓦房店市鲍鱼岛村厂区110,298平方米土地及约6万立方米育苗室等资产,一次性补偿款2.27亿元; B、公司动迁海域中1253.44亩浮筏设施,补偿款1103万元; C、公司484.97亩海域及相关附属设施,补偿款1155万元。目前公司尚未收到补偿款,我们预计大部分补偿款将会计入专项应付款,因此对2012年公司业绩不构成重大影响。

2、我们坚定看好海参养殖,对公司未来充满憧憬,主要理由在于: a、“北参南养”不成气候,规模增长有限。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,仅仅是在时空上的腾挪,并不会持续不断增加海参供给。经我们测算,南养海参实际成本约为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,北参南养规模势必萎缩。b、除了季节性因素外,我们认为下半年及明年海参价格将回暖:其一是海参养殖空间扩张有限;其次来年南方海参养殖规模可能会出现萎缩,将来大规模增长可能性也微乎其微;最后是海参消费在不断扩散,除了在山东、辽宁等传统区域外,目前在内陆地区也悄然风行。最近公司鲜活海参售价90元/斤,于去年同期持平,也佐证了我们的判断。

3、盈利预测与投资建议: 公司将业务重心转向海参养殖后,老厂整体搬迁对未来发展影响有限。预计2012-2014年公司捕捞海参940吨、2000吨和3000吨,实现销售收入3.74亿元、6.07亿元和8.48亿元,EPS(未摊薄)分别为1.31元、2.21元和3.20元,相对于未来三年业绩62%的复合增长率,我们认为公司有理由享有2012年35倍PE,维持目标价45.85元不变,给予推荐评级。

4、风险提示: 自然灾害;海参价格低于预期。

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	196	208	374	607	848
(-)/%	28%	7%	79%	62%	40%
净利润	60	100	175	296	429
(+/-)%	40%	67%	75%	69%	45%
每股收益(元)	0.90	0.75	1.31	2.21	3.20
市盈率	42.9	51.5	29.5	17.4	12.1
市净率	3.63	6.51	5.48	4.27	3.20
净资产收益率(%)	8.47%	12.6%	18.6%	24.4%	26.6%
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

股票数据	2012/6/15
收盘价(元)	38.55
12个月股价区间(元)	26.96~64.83
总市值(百万元)	5,166
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(%)	M	3M	12M
绝对收益	23%	12%	45%
相对收益	24%	13%	58%

相关报告

《壹桥苗业非公开发行点评》	2012-6-13
《壹桥苗业深度调研报告》	2012-6-05
《壹桥苗业2011年报点评》	2012-4-27
《壹桥苗业调研报告》	2012-1-30

证券分析师: 郭伟明

执业证书编号: S0550512030002

(021)20361110 guoweiming@nesc.cn

表 1: 公司老厂拆迁补偿

公告日期	补偿金额 (百万元)	对应标的	会计处理
2011/11/4	39.62	1015.04 亩围堰海参圈	计入营业外收入 1136 万元, 专项应付款 2827 万元
2011/11/9	10.70	租赁海域 171.71 亩 (袁屯村) +65.84 亩 (自然人徐玉强); 自有海域 72.96 亩	计入营业外收入 550 万元, 专项应付款 520 万
2012/6/15	249.70	110,298 平方米土地, 约 6 万立方米育苗室及附属; 1253.44 亩浮筏设施; 484.97 亩海域	预计大部分计入专项应付款

资料来源: 公司公告

表 2: 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

表 3: 公司主营业务预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
贝苗合计					
收入 (百万)	113.31	131.88	167.00	177.50	191.00
成本 (百万)	56.00	50.97	56.20	56.20	56.20
毛利(百万)	57.31	80.92	110.80	121.30	134.80
毛利率 (%)	50.58%	61.36%	66.35%	68.34%	70.58%
围堰海参					
收入 (百万)	21.37	62.38	178.98	390.00	600.00
增长率 (%)	106	192	187	118	54
成本 (百万)	2.89	20.65	47.12	92.50	137.50
产量(万公斤)	13	32	94	200	300
销售量 (万公斤)	13	32	94	200	300
单价 (元/公斤)	161.64	194.93	190.00	195.00	200.00
单位成本 (元/公斤)	21.88	64.54	50.02	46.25	45.83
毛利(百万)	18.48	41.73	131.86	297.50	462.50
毛利率 (%)	86.46%	66.89%	73.67%	76.28%	77.08%
加工海参					
收入 (百万)		13.16	23.70	35.55	53.32
增长率					
成本 (百万)		2.71	4.74	7.11	10.66
毛利(百万)		10.45	18.96	28.44	42.65
毛利率 (%)		79.41%	80.00%	80.00%	80.00%

其他产品					
收入（百万）	2.34	0.93	4.00	4.00	4.00
增长率					
成本（百万）	2.09	0.40	2.00	2.00	2.00
毛利(百万)	0.25	0.53	2.00	2.00	2.00
毛利率（%）	10.58	57.03	50.00	50.00	50.00
合计					
收入（百万）	195.55	208.36	373.68	607.05	848.32
成本（百万）	99.81	74.73	110.06	157.81	206.36
毛利(百万)	95.74	133.63	263.62	449.24	641.95
毛利率（%）	48.96	64.13	70.55	74.00	75.67

资料来源：东北证券

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	22	25	25	25	净利润	100	175	296	429
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	8	折旧及摊销	37	57	69	77
存货	392	649	993	1,369	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	30	40	46
流动资产合计	435	714	1,067	1,466	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	-4	-395	-301
长期投资净额	2	2	2	2	其他	0	0	0	0
固定资产	610	860	960	1,060	经营活动净现金流量	-107	238	-10	230
无形资产	106	121	136	148	投资活动净现金流量	-390	-288	-139	-137
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	306	53	149	-93
非流动资产合计	905	1,156	1,247	1,328	企业自由现金流	-546	-52	-152	89
资产总计	1,340	1,870	2,314	2,794					
短期借款	0	99	313	291	财务与估值指标				
应付款项	105	150	216	263		2011A	2012E	2013E	2014E
预收款项	0	0	0	0	每股指标				
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.75	1.31	2.21	3.20
流动负债合计	140	532	705	780	每股净资产 (元)	5.92	7.03	9.04	12.04
长期借款	395	396	398	401	每股经营性现金流量 (元)	-0.80	1.78	-0.08	1.72
其他长期负债	12	0	0	0	成长性指标				
长期负债合计	23	0	0	0	营业收入增长率	6.5%	79.3%	62.5%	39.7%
负债合计	547	928	1,103	1,181	净利润增长率	66.6%	74.5%	69.1%	44.8%
归属于母公司股东权益合计	794	942	1,211	1,613	盈利能力指标				
少数股东权益	0	0	0	0	毛利率	64.1%	70.5%	74.0%	75.7%
负债和股东权益总计	1,340	1,870	2,314	2,794	净利率	48.1%	46.9%	48.8%	50.5%
利润表 (百万元)					运营效率指标				
	2011A	2012E	2013E	2014E	应收账款周转率 (次)	3	4	3	3
营业收入	208	374	607	848	存货周转率 (次)	1150	1726	1898	2088
营业成本	75	110	158	206	偿债能力指标				
营业税金及附加	0	0	0	0	资产负债率	40.8%	49.6%	47.7%	42.3%
资产减值损失	-0.09	0.00	0.00	0.00	流动比率	3.11	1.34	1.51	1.88
销售费用	1	2	4	6	速动比率	0.31	0.12	0.11	0.12
管理费用	29	50	85	117	费用率指标				
财务费用	9	30	40	46	销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
公允价值变动净收益	0	0	0	0	管理费用率	13.9%	13.5%	14.0%	13.8%
投资净收益	0	0	0	0	财务费用率	4.1%	7.9%	6.5%	5.4%
营业利润	95	181	320	473	分红指标				
营业外收支净额	20.84	20.76	20.78	20.77	分红比例				
利润总额	116	202	341	494	股息收益率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
所得税	15	27	45	65	估值指标				
净利润	100	175	296	429	P/E (倍)	51.49	29.51	17.45	12.05
归属于母公司净利润	100	175	296	429	P/B (倍)	6.51	5.48	4.27	3.20
少数股东损益	0	0	0	0	P/S (倍)	24.79	13.82	8.51	6.09
					净资产收益率	12.6%	18.6%	24.4%	26.6%

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涉及到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