

强烈推荐-A (维持)

国联水产 300094.SZ

目标估值：12.8-12.8 元
 当前股价：8.8 元
 2017 年 04 月 11 日

内外兼修，业绩大增

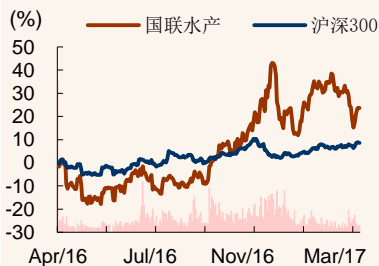
4 月 10 日，公司发布一季度业绩预告，预计实现归母净利润 1500-2000 万，同增 608.99%-778.66%，业绩大增主要源于海外业务和工厂化养殖。

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	77838
已上市流通股(万股)	74567
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	66
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	4.6
资产负债率	37.3%
主要股东	新余国通投资管理有
主要股东持股比例	32.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	36	18
相对表现	-12	27	9



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《国联水产(300094)——对虾千亿蓝海，国联攻守兼备》2017-02-22
- 2、《国联水产(300094)——牵手良之隆，微冻留鲜味》2016-12-01
- 3、《国联水产(300094)——出口大幅改善，业绩拐点确立》2016-10-18

周莎

0755-82960734
 zhousha@cmschina.com.cn
 S1090516020002

研究助理

雷轶
 075583218146
 lei yi@cmschina.com.cn

海外销售团队发力，国内渠道布局显威

随着美国营销团队加入和国内市场精耕深耕，公司的客户、产品和渠道布局明显优化。2017 年一季度，公司水产品销售收入大幅增长约 62%，水产品销售业务净利润同比增加约 1000 万-1500 万。

国际：公司国际业务主要分为 **SSC(桑尼威)公司和加工出口**两部分。**①SSC：**2016 年底公司引入了 Jeff 对虾销售团队，该团队对国际对虾价格把控能力非常强，已成功开拓多个北美大型食品分销商及超市客户。Jeff 团队的引入强化了 SSC 公司在全美连锁餐厅和超市领域的优势，使公司北美业务向美国主流白人市场延伸，利润空间更大。预计 2017 年 SSC 公司将贡献约 18 亿的收入、3000-4500 万的净利。**②加工出口：**公司是国内仅有的两家全球水产养殖联盟 BAP 全四星(种苗、饲料、养殖、加工)认证的企业之一(BAP 四星是水产企业进驻沃尔玛等大型商超的必要条件)，常年持有美国 FDA 的免检绿卡。预计 2017 年加工出口业务将贡献收入约 12 亿元，净利 6000-6500 万。

国内：公司加强与下游餐饮配送企业的合作，大力开拓百胜、外婆家等大型连锁餐饮企业渠道，借力 B 端客户打开内销市场，依靠 C 端电商渠道提升产品知名度。预计 2017 年内销业务约贡献 10 亿收入和 3000-4000 万净利。

技术升级，上游业绩稳步提升

在产业上游，公司持续加大养殖业务技术自主研发及合作力度，推行封闭式工厂化养殖，并将工厂化养殖的思路应用到大塘，提升养殖成功率，引领产业升级并初显成效。2017 年一季度公司养殖业务收入大幅增长约 5345%，养殖业务净利润同比增加约 600 万元。

盈利预测与估值：我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 1.0、2.1、5.0 亿元，对应 EPS 为 0.13/0.26/0.64 元，给予 2018 年 20 倍 PE 得出两年内目标价 12.8 元，较现价具有 45%的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：工厂化养殖效果不达预期，重大食品安全事件，环保政策限制。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	2129	2070	2638	4218	5006
同比增长	-4%	-3%	27%	60%	19%
营业利润(百万元)	249	13	117	222	549
同比增长	484%	-95%	832%	90%	147%
净利润(百万元)	225	23	102	206	501
同比增长	298%	-90%	347%	102%	143%
每股收益(元)	0.64	0.06	0.13	0.26	0.64
PE	13.8	136.8	67.3	33.2	13.7
PB	1.8	1.8	3.8	3.5	2.8

资料来源：公司数据、招商证券注：2014-2016 的股本分别为 3.53, 3.54, 7.78 亿股。

盈利预测与估值

1、盈利预测

基于以下几点预判,我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 1.0、2.1、5.0 亿元,对应 EPS 为 0.13/0.26/0.64 元,给予 2018 年 20 倍 PE 得出两年内目标价 12.8 元,较现价具有 45%的空间,维持“强烈推荐-A”评级。

(1) 饲料: 2017 年 2000 万净利

公司饲料厂产能 11 万吨(设计最大产能 25 万吨),2016 年生产饲料 6 万吨(其中虾料两万吨),营业收入 3 亿以上,毛利贡献 5000 万左右,毛利率 15%左右。2017 年,饲料目标产量为 8 万吨,将贡献营收 4 亿以上,贡献 2000 万净利,约 5 个点的净利率。

(2) 虾苗: 质量导向, 不求盈利

目前公司虾苗每年收入 4000 万左右,公司目标不在于盈利而在于高质量的虾种。

(3) 海外收入: 2017 年外销 1 亿净利

2017 年,国外收入约 30 亿元,共 1 个亿净利。(2015、2016 营业收入各为 20、26 亿)

1) SSC 将贡献收入约 18 亿,净利率大于 2%-2.5,贡献 3500-4500 净利;(JEFF 团队带来 1.5 亿美元的营收增长)

2) 加工出口将贡献收入约 12-13 亿元,2016 年净利率大于 4.7%。2017 年,加工出口 6000-6500 亿净利。

(4) 内销: 内销 3000-4000 万净利

2016 年内销 5 个亿收入,贡献 1000 万净利左右。主要由于研发、建设等等建设费用多。例如电商虽然亏损两百万,但是没投入太多资源,2015 年电商营收 1000 万,2016 年 4000 万,2017 年 1 亿营收。

2017 年内销约 10 个亿收入,贡献 3000-4000 万的净利。

(5) 养殖: 2017 年 5500 万净利

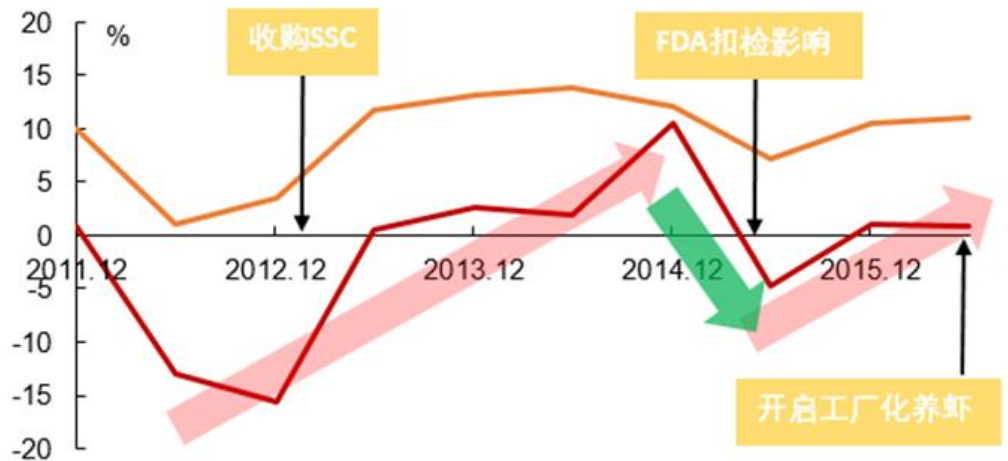
1)工厂化养殖: 2017 年 4000 万

2017 年二月底三月初,公司建设的 56 亩工厂化车间第一造虾养成,还有 500 亩地待下半年建成,可产 1 造。

2)普通养殖: 2017 年 1500 万

2016 年,普通高位塘或普通塘养殖较往年相比有所恢复,困扰行业的 EMS 病毒稍微有所好转,预计 2017 年延续此势头,净利贡献增长至 1500 万。

图 1：公司近年来大事与毛利率、净利率走势



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
营业收入	444	589	650	499	499	855
营业毛利	29	61	97	62	49	117
营业费用	25	24	34	23	27	30
管理费用	17	16	23	16	17	18
财务费用	8	-10	-3	12	-7	5
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	-19	42	15	-4	6	59
归属母公司净利润	-18	43	20	-3	12	54
EPS (元)	-0.02	0.06	0.03	0.00	0.02	0.07
主要比率	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
毛利率	6.4%	10.4%	15.0%	12.4%	9.8%	13.7%
营业费用率	5.6%	4.1%	5.2%	4.7%	5.4%	3.5%
管理费用率	3.9%	2.6%	3.5%	3.3%	3.5%	2.1%
营业利润率	-4.3%	7.1%	2.2%	-0.8%	1.2%	6.9%
有效税率	-1.1%	0.0%	-19.4%	-1.9%	6.4%	13.4%
净利率	-4.1%	7.3%	3.0%	-0.6%	2.4%	6.3%
YoY	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3
收入	-16.7%	-4.3%	37.3%	29.0%	12.3%	45.2%
归属母公司净利润	-584.8%	337.4%	-89.9%	-86.6%	-164.7%	25.3%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2069	2636	4215	5002
水产品	1768	2280	3762	4515
饲料	263	316	411	443
种苗	38	40	42	44
收入增长率	-2.7%	44.1%	36.4%	37.2%
水产品	-2.4%	50.0%	40.0%	40.0%
饲料	2.4%	10.0%	8.0%	8.0%
种苗	-34.5%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	10.5%	12.3%	12.5%	12.6%
水产品	10.3%	12.3%	12.5%	12.7%
饲料	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%
种苗	6.1%	6.0%	6.0%	6.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2129	2070	2638	4218	5006
营业成本	1870	1853	2294	3565	3925
营业税金及附加	6	3	3	5	6
营业费用	89	104	132	212	251
管理费用	76	69	88	136	169
财务费用	34	1	4	79	106
资产减值损失	36	29	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	232	0	0	0	0
营业利润	249	13	117	222	549
营业外收入	24	16	3	20	40
营业外支出	4	8	0	0	0
利润总额	269	20	120	242	589
所得税	44	(3)	18	36	88
净利润	225	23	102	206	501
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	225	23	102	206	501
EPS (元)	0.64	0.06	0.13	0.26	0.64

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

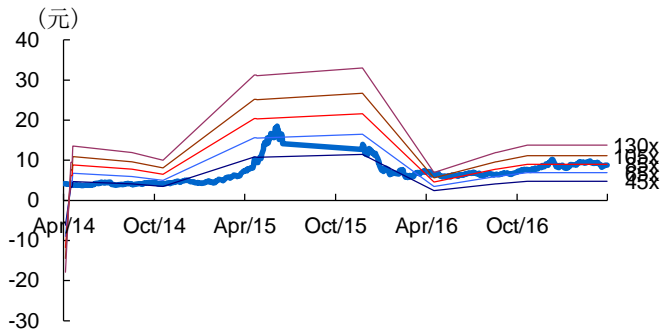
表 4：估值对比表

公司	最新	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB	ROE	市值
		14	15	16E	14	15	16E	14	15	16E			
国联水产	8.80	0.04	0.17	0.29	39%	423%	67%	214	51	31	3.64	4.65%	68
壹桥股份	10.44	0.26	0.26	0.35	9%	-1%	34%	40	40	30	3.79	12.86%	99
好当家	4.12	0.05	0.06	0.11	117%	153%	85%	82	68	36	2.23	1.35%	60
獐子岛	11.25	-0.34	0.11	0.29	79%	131%	158%	-33	101	39	7.36	7.42%	80
百洋股份	22.98	0.32	0.34	0.52	2%	10%	77%	71	68	44	3.94	5.79%	40
平均					52%	73%	89%	40	69	37	4.33	6.86%	

资料来源：公司数据、招商证券

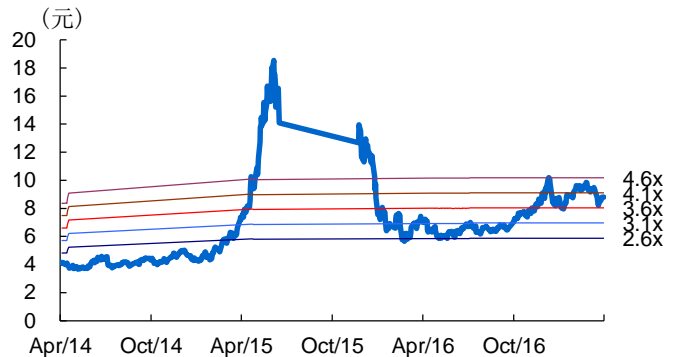
3、PE-PB Band

图 2：国联水产历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：国联水产历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

工厂化养殖效果不达预期，重大食品安全事件，环保政策限制。

参考报告：

- 1、《国联水产（300094）深度报告-对虾千亿蓝海，国联攻守兼备》2017-02-23，对虾龙头国联水产积极引领行业变革，工厂化养殖的成功将宣告我国对虾养殖走向集约的开始。我们认为未来三年内，公司的高净利率、高成长可以持续，2017-2019 年的市值目标分别为 100、150、200 亿。<http://t.cn/Riu6j54>
- 2、《虾！虾！虾！对虾系列报告之二-虾业临拐点，工业化兴起》2017-02-13，我国渔业取得巨大成就的同时，资源、环境、产品质量、效率等问题日益突出，倒逼产业必须转型。国内对虾养殖自 2013 年以来疫病不断，产量急剧下降，全行业陷入低谷，转型升级成为必然。与此同时，以国联水产为代表的工厂化养殖已经达到技术临界点，将引领行业走向资源集约式、环境友好式的新生产模式。<http://t.cn/RJWUXPx>
- 3、《国联水产-牵手良之隆，微冻留鲜味》2016-11-29，国联水产战略牵手良之隆，将 SSC 的成功经验复制至国内；以独有的专业微冻技术大力开拓冻鲜领域，迎合消费升级背景下对轻奢型进口海鲜的需求。近期人民币汇率大幅下跌，为公司出口业务锦上添花，四季度业绩将再超预期。<http://t.cn/Rf8YT0>
- 4、《国联水产-出口大幅改善，业绩拐点确立》2016-10-19，10 月 15 日，公司发布前三季度业绩预告，实现归母净利润 6000-6500 万元，同增 1893%-2059%。三季度单季实现归母净利润 5120-5620 万元，同增 19%-30%。<http://t.cn/RVSnd8N>
- 5、《国联水产-渠道突破，业绩拐点》2016-08-29，8 月 27 日，公司发布中报，上半年实现营收 9.98 亿，同增 20.07%；归母净利润 879.6 万，同增 121.9%；毛利率达到 11.05%，比上年同期增加 3.97 个百分点。<http://t.cn/RcPf6uC>
- 6、《虾！虾！虾！对虾龙头，王者归来！-国联水产深度报告》2016-08-11，经营、业绩、诉求三拐点：加工出口业务反转，内销市场获得突破，工厂化养虾新模式，业绩全面爆发。预计 2016-2018 年净利润为 1.0、1.5 和 2.3 亿，给予 2018 年 30-40 倍 PE 得出一年目标价 8.9-11.8 元，有 33-67% 的上涨空间。<http://t.cn/RtlKYuo>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2149	2002	2396	3349	3379
现金	127	105	252	333	371
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	592	633	658	842	749
其它应收款	184	104	132	211	251
存货	1191	1087	1262	1818	1845
其他	54	74	92	145	163
非流动资产	600	594	662	845	1369
长期股权投资	132	132	132	132	132
固定资产	332	321	340	544	1087
无形资产	42	42	42	42	43
其他	95	99	149	127	108
资产总计	2749	2596	3058	4194	4748
流动负债	974	805	1209	2169	2284
短期借款	586	539	900	1736	1817
应付账款	219	123	152	237	261
预收账款	30	22	28	43	48
其他	139	121	129	152	159
长期负债	60	58	58	58	58
长期借款	30	30	30	30	30
其他	30	27	27	27	27
负债合计	1034	863	1267	2226	2342
股本	353	354	778	778	778
资本公积金	997	999	575	575	575
留存收益	364	381	439	615	1054
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1715	1733	1792	1967	2406
负债及权益合计	2749	2596	3058	4194	4748

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	9	18	(55)	(420)	712
净利润	225	23	102	206	501
折旧摊销	49	42	43	43	62
财务费用	34	15	4	79	106
投资收益	(232)	(0)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	(90)	(46)	(204)	(748)	43
其它	23	(16)	0	1	1
投资活动现金流	85	33	(112)	(226)	(587)
资本支出	(55)	(18)	(117)	(232)	(593)
其他投资	140	51	6	6	6
筹资活动现金流	(90)	(93)	314	727	(87)
借款变动	(234)	(80)	361	836	80
普通股增加	1	0	424	0	0
资本公积增加	(57)	2	(424)	0	0
股利分配	0	(11)	(43)	(31)	(62)
其他	200	(4)	(4)	(79)	(106)
现金净增加额	4	(42)	147	81	38

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2129	2070	2638	4218	5006
营业成本	1870	1853	2294	3565	3925
营业税金及附加	6	3	3	5	6
营业费用	89	104	132	212	251
管理费用	76	69	88	136	169
财务费用	34	1	4	79	106
资产减值损失	36	29	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	232	0	0	0	0
营业利润	249	13	117	222	549
营业外收入	24	16	3	20	40
营业外支出	4	8	0	0	0
利润总额	269	20	120	242	589
所得税	44	(3)	18	36	88
净利润	225	23	102	206	501
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	225	23	102	206	501
EPS (元)	0.64	0.06	0.13	0.26	0.64

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	-4%	-3%	27%	60%	19%
营业利润	484%	-95%	832%	90%	147%
净利润	298%	-90%	347%	102%	143%
获利能力					
毛利率	12.2%	10.5%	13.0%	15.5%	21.6%
净利率	10.6%	1.1%	3.9%	4.9%	10.0%
ROE	13.1%	1.3%	5.7%	10.5%	20.8%
ROIC	-2.3%	0.7%	3.8%	6.8%	13.1%
偿债能力					
资产负债率	37.6%	33.2%	41.4%	53.1%	49.3%
净负债比率	22.4%	21.9%	30.4%	42.1%	38.9%
流动比率	2.2	2.5	2.0	1.5	1.5
速动比率	1.0	1.1	0.9	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
存货周转率	1.7	1.6	2.0	2.3	2.1
应收帐款周转率	3.7	3.4	4.1	5.6	6.3
应付帐款周转率	9.7	10.8	16.6	18.3	15.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.64	0.06	0.13	0.26	0.64
每股经营现金	0.02	0.05	-0.07	-0.54	0.92
每股净资产	4.85	4.90	2.30	2.53	3.09
每股股利	0.00	0.09	0.04	0.08	0.19
估值比率					
PE	13.8	136.8	67.3	33.2	13.7
PB	1.8	1.8	3.8	3.5	2.8
EV/EBITDA	28.7	179.1	56.5	26.9	12.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周莎: FRM, 南开大学应用数学系硕士, 四年消费行业研究经历, 曾先后任职于红塔红土基金、国海证券, 2016年1月加盟招商证券研发中心, 担任农林牧渔分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内, 公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

- 强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A: 公司长期竞争力高于行业平均水平
- B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内, 行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

- 推荐: 行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
- 中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
- 回避: 行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息, 但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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, 在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外, 本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载, 否则, 本公司将保留随时追究其法律责任的权利。