

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: 7.79 元
 2017 年 04 月 26 日

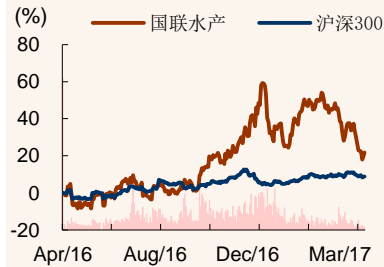
养殖崭露头角，业绩爆发可期

基础数据

上证综指	3141
总股本(万股)	78385
已上市流通股(万股)	74567
总市值(亿元)	61
流通市值(亿元)	58
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	6.3
资产负债率	42.4%
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	-18	1	19
相对表现	-17	-1	10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《国联水产(300094)——内外兼修，业绩大增》2017-04-11
- 2、《国联水产(300094)——对虾千亿蓝海，国联攻守兼备》2017-02-22
- 3、《国联水产(300094)——牵手良之隆，微冻留鲜味》2016-12-01

周莎

0755-82960734
 zhousha@cmschina.com.cn
 S1090516020002

研究助理

雷轶
 075583218146
 leiyi@cmschina.com.cn

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。得益于工厂化养殖的顺利推进和加工出口、内销业务的发展，预计 2017H1 将实现净利 0.6-0.8 亿，同增 581%-809%。

□ **技术升级，工厂化养殖初显锋芒**

国内对虾养殖的现代化程度低，产业急需转型。公司作为行业龙头，拥有从种苗、饲料、养殖科研到对虾加工、食品研发、销售的完整产业链条，推行封闭式工厂化养殖，环环把控。公司把对虾养殖分为种苗标粗和成虾养殖两个阶段，用最好的种苗(亲虾进口自美国 SIS)、饲料(采用优质进口鱼粉)，采用菌类、藻类等调水物质和循环水处理系统严控水质，降低疫病风险。目前公司已成功完成前两造实验性冬棚养殖，第一造工厂化养殖的对虾也已成功销售。2016 年养殖板块实现收入 0.24 亿，同增 67%，2017Q1 养殖业务收入更是同增 5 倍多，贡献净利同比增加约 600 万。

□ **海外发力，国内渠道布局显威**

2016 年公司水产品板块实现收入 23.28 亿，同增 31.7%，贡献毛利 2.96 亿，同增 63.4%。业绩大涨的原因是海外营销团队的加入以及国内市场精耕深耕。

国际: 2016 年 10 月公司引入 Jeff 销售团队，该团队成功将公司从亚裔餐饮批发为主的渠道拓展至美国主流水产市场，使公司北美业务向白人市场延伸。目前公司已与沃尔玛、等大型商超类，以及 Carnival 等优质主流餐饮客户进行实际合作或达成合作意向，带来长期稳定订单同时也提升了产品毛利。2016 年公司海外业务实现收入 18.16 亿元，同增 30%。

国内: 2016 年公司深耕国内市场，实现收入 5.11 亿，同增 37%。**①产品结构。**公司加大厄瓜多尔白虾，阿根廷红虾等高端产品的引进力度，进口类产品累计销售 2355 吨，同增 45%。**②客户结构。**公司逐步减少对批发市场等渠道的依赖。餐饮及商超渠道收入分别增长 45%和 68%;同时，公司电商业务规模有了突破性进展，销售额同比增长 130%。

□ **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 2.1/5.0/5.8 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.64/0.74 元，给予 2018 年 20 倍 PE 得出两年内目标价 12.8 元，较现价具有 64%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，美国贸易壁垒，环保政策限制。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2070	2621	4650	5681	6477
同比增长	-3%	27%	77%	22%	14%
营业利润(百万元)	13	94	209	520	602
同比增长	-95%	650%	123%	149%	16%
净利润(百万元)	23	94	206	504	578
同比增长	-90%	313%	119%	144%	15%
每股收益(元)	0.06	0.12	0.26	0.64	0.74
PE	121.1	64.5	29.6	12.1	10.6
PB	1.6	3.3	3.0	2.5	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券注: 2015-2017 的股本分别为 3.54、7.78、7.84 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 2017-2019 年归母净利润分别为 2.1/5.0/5.8 亿元，对应 EPS 为 0.26/0.64/0.74 元，给予 2018 年 20 倍 PE 得出两年内目标价 12.8 元，较现价具有 64% 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

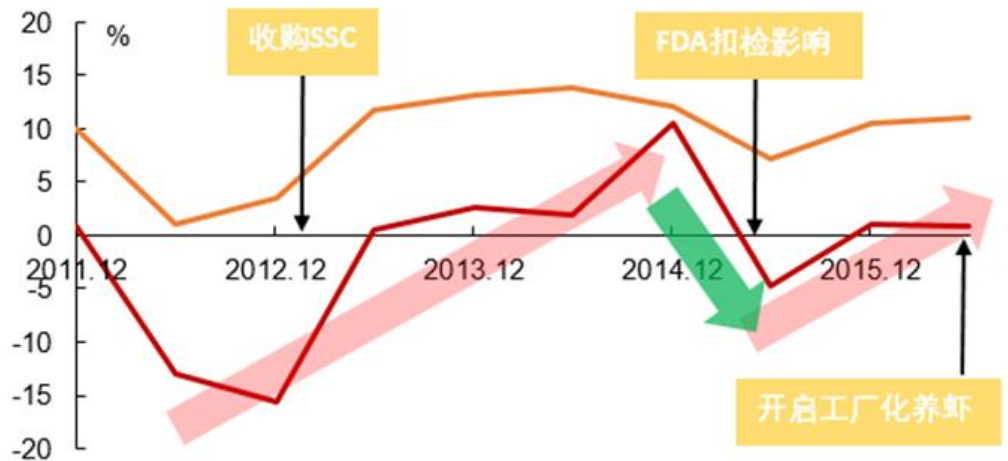
1) 工厂化养殖：2017 年 4000 万

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)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	650	499	499	855	768	840
营业毛利	97	62	49	117	107	103
营业费用	34	23	27	30	38	38
管理费用	23	16	17	18	25	20
财务费用	-3	12	-7	5	-15	18
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	15	-4	6	59	33	19
归属母公司净利润	20	-3	12	54	31	18
EPS (元)	0.03	0.00	0.02	0.07	0.04	0.02
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	15.0%	12.4%	9.8%	13.7%	13.9%	12.3%
营业费用率	5.2%	4.7%	5.4%	3.5%	5.0%	4.5%
管理费用率	3.5%	3.3%	3.5%	2.1%	3.2%	2.3%
营业利润率	2.2%	-0.8%	1.2%	6.9%	4.3%	2.3%
有效税率	-19.4%	-1.9%	6.4%	13.4%	3.9%	5.6%
净利率	3.0%	-0.6%	2.4%	6.3%	4.0%	2.2%
YoY	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	37.3%	29.0%	12.3%	45.2%	18.2%	68.3%
归属母公司净利润	-89.9%	-86.6%	-164.7%	25.3%	57.2%	-722.3%
收入结构	14H1	14H2	15H1	15H2	16H1	16H2
收入	788	1474	-	1395	-	1816
成本	695	1294	-	1250	-	1573
毛利	92	180	-	145	-	244
毛利率	11.7%	12.2%	-	10.4%	-	13.4%
收入	251	652	-	674	-	788
成本	201	574	-	602	-	699
毛利	51	78	-	72	-	89
毛利率	20.2%	11.9%	-	10.6%	-	11.3%

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	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2604	4619	5643	6435
水产品	2304	4031	4354	4702
饲料	236	400	432	467
种苗	40	43	45	47
养殖	24	145	813	1219
收入增长率	25.9%	77.4%	22.2%	14.0%
水产品	31.4%	75.0%	8.0%	8.0%
饲料	-10.3%	69.5%	8.0%	8.0%
种苗	5.8%	5.8%	5.0%	5.0%
养殖	66.9%	500.0%	460.0%	50.0%
毛利率	12.8%	14.3%	19.1%	20.6%
水产品	12.5%	13.0%	14.0%	14.0%
饲料	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
种苗	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
养殖	38.9%	45.0%	48.0%	48.0%

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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2070	2621	4650	5681	6477
营业成本	1853	2287	3988	4568	5207
营业税金及附加	3	6	10	12	14
营业费用	104	119	215	285	332
管理费用	69	77	144	182	208
财务费用	1	(5)	82	113	114
资产减值损失	29	45	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	13	94	209	520	602
营业外收入	16	14	20	40	40
营业外支出	8	3	0	0	0
利润总额	20	104	229	560	642
所得税	(3)	10	23	56	64
净利润	23	94	206	504	578
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	23	94	206	504	578
EPS (元)	0.06	0.12	0.26	0.64	0.74

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

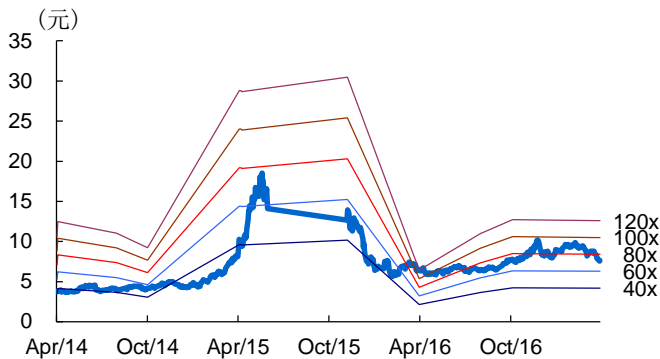
表 4：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
国联水产	7.79	0.06	0.12	0.26	-90%	313%	119%	121	65	30	3.57	5.18%	61
壹桥股份	8.45	0.26	0.28	0.36	9%	8%	26%	33	30	24	3.79	12.86%	80
好当家	3.62	0.05	0.03	0.06	117%	45%	153%	72	121	59	2.22	1.46%	53
獐子岛	9.82	-0.34	0.11	0.29	79%	131%	158%	-29	88	34	7.36	7.42%	70
百洋股份	18.68	0.32	0.34	0.52	2%	10%	77%	58	55	36	3.94	5.79%	33
平均					52%	48%	104%	33	73	38	4.33	6.88%	

资料来源：公司数据、招商证券

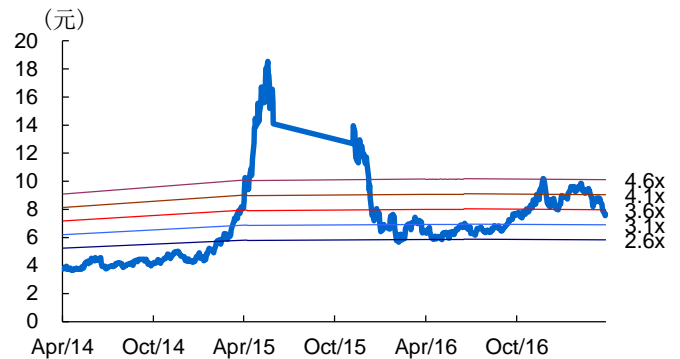
3、PE-PB Band

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，美国贸易壁垒，环保政策限制。

参考报告：

- 1、《国联水产（300094.SZ）-内外兼修，业绩大增》2017-04-11，4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。<http://t.cn/RXZKwit>
- 2、《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>
- 3、《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>
- 4、《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/Rf8YTW0>
- 5、《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>

6、《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>

7、《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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2002	2482	3797	3998	4330
现金	105	122	370	430	588
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	633	781	858	786	777
其它应收款	104	102	180	220	251
存货	1087	1350	2166	2301	2417
其他	74	127	222	260	297
非流动资产	594	607	728	1058	1253
长期股权投资	132	133	133	133	133
固定资产	321	308	419	774	990
无形资产	42	41	36	31	27
其他	99	125	140	120	102
资产总计	2596	3088	4524	5056	5582
流动负债	805	1067	2282	2372	2472
短期借款	539	706	1741	1769	1800
应付账款	123	203	355	406	463
预收账款	22	29	51	58	66
其他	121	129	136	139	142
长期负债	58	207	207	207	207
长期借款	30	181	181	181	181
其他	27	26	26	26	26
负债合计	863	1274	2489	2579	2678
股本	354	778	784	784	784
资本公积金	999	583	600	600	600
留存收益	381	453	651	1093	1520
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1733	1814	2036	2478	2904
负债及权益合计	2596	3088	4524	5056	5582

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	18	(213)	(554)	590	674
净利润	23	94	206	504	578
折旧摊销	42	39	43	52	89
财务费用	15	7	82	113	114
投资收益	(0)	0	0	0	0
营运资金变动	(131)	(355)	(903)	(75)	(107)
其它	69	2	17	(4)	1
投资活动现金流	33	(45)	(164)	(383)	(283)
资本支出	(18)	(44)	(168)	(387)	(287)
其他投资	51	(1)	4	4	4
筹资活动现金流	(93)	257	966	(147)	(234)
借款变动	(80)	276	1034	28	32
普通股增加	0	425	5	0	0
资本公积增加	2	(416)	17	0	0
股利分配	(11)	(30)	(8)	(62)	(151)
其他	(4)	3	(83)	(113)	(114)
现金净增加额	(42)	(1)	248	60	157

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2070	2621	4650	5681	6477
营业成本	1853	2287	3988	4568	5207
营业税金及附加	3	6	10	12	14
营业费用	104	119	215	285	332
管理费用	69	77	144	182	208
财务费用	1	(5)	82	113	114
资产减值损失	29	45	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
营业利润	13	94	209	520	602
营业外收入	16	14	20	40	40
营业外支出	8	3	0	0	0
利润总额	20	104	229	560	642
所得税	(3)	10	23	56	64
净利润	23	94	206	504	578
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	23	94	206	504	578
EPS (元)	0.06	0.12	0.26	0.64	0.74

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-3%	27%	77%	22%	14%
营业利润	-95%	650%	123%	149%	16%
净利润	-90%	313%	119%	144%	15%
获利能力					
毛利率	10.5%	12.8%	14.2%	19.6%	19.6%
净利率	1.1%	3.6%	4.4%	8.9%	8.9%
ROE	1.3%	5.2%	10.1%	20.3%	19.9%
ROIC	0.7%	3.0%	6.6%	12.9%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	33.2%	41.2%	55.0%	51.0%	48.0%
净负债比率	21.9%	28.8%	42.5%	38.6%	35.5%
流动比率	2.5	2.3	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.1	1.1	0.7	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	1.0	1.1	1.2
存货周转率	1.6	1.9	2.3	2.0	2.2
应收帐款周转率	3.4	3.7	5.7	6.9	8.3
应付帐款周转率	10.8	14.0	14.3	12.0	12.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.06	0.12	0.26	0.64	0.74
每股经营现金	0.05	-0.27	-0.71	0.75	0.86
每股净资产	4.90	2.33	2.60	3.16	3.70
每股股利	0.09	0.01	0.08	0.19	0.22
估值比率					
PE	121.1	64.5	29.6	12.1	10.6
PB	1.6	3.3	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	214.7	85.9	33.1	16.2	13.8

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，担任农林牧渔首席分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。

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。