

利好不断释放彰显信心，“大健康”事业插上腾飞的翅膀

公司动态

◆员工持股+22亿定增，利好不断释放彰显信心

1、22亿非公开发行加码大健康事业，彰显信心和决心。公司拟非公开发行募集资金不超过22亿，募集资金将用于精准医疗科技园项目（11亿）、北儿医院项目（11亿）两个项目。这是公司在成功收购Avioq 100%股权、北儿医院60%股权后的又一重大举措。在前期布局的基础上，将推动公司“大健康”事业朝更加高端、专业和规模化的方向发展。

2、2017年3月8日公司发布员工持股草案，总规模不超过5亿，按不超过2:1的比例设立优先级和劣后级份额，锁定期一年，参与对象包括董监高在内的不超过300名的员工。完善公司激励机制，绑定核心员工利益。

◆“海洋事业”发展稳定，奠定“大健康事业”推进的基石

公司传统主业为：（1）海参养殖，公司海域面积达4.85万亩，将受益于海参价格回升。（2）水产加工，公司水产品加工能力达5.8万吨/年，现代化冷藏加工能力达8万吨/次。2016年海洋事业贡献了公司90%的收入，创造稳定现金流，为其发展大健康事业提供坚实基础。

◆“大健康事业”快速推进谋求突破，子公司Avioq和儿童医院已起航

（1）2016年公司成功收购美国Avioq公司，其主要产品HIV试剂和HTLV血筛试剂，技术处于世界领先水平。Avioq是公司大健康事业的核心，还将延伸到质谱检测、基因检测等领域，打造综合性体外诊断产品和服务平台。Avioq已超额完成2016年业绩承诺；（2）2016年7月11日，公司收购北儿医院60%股权，其背靠北京儿童医院，资源丰富，将被打造成烟台地区首家专业三甲儿童医院，是公司未来发展的又一巨大潜在力量。

◆盈利预测及估值：

公司将从两方面享受估值溢价：1）公司海参主要为底播式养殖，享受价格溢价；2）进军大健康，布局体外诊断和精准医疗；全资子公司Avioq竞争力雄厚，北儿医院将是烟台首家儿童医院，成长前景广阔。

暂不考虑定增影响，我们预计公司17-19年的EPS分别为0.15、0.25和0.37元。公司海洋事业发展稳定，转型大健康推进顺利，成长空间广阔。

◆风险提示：自然灾害风险、募投项目推进不及预期风险等

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	675	707	811	998	1289
营业收入增长率	11.60%	4.76%	14.71%	23.14%	29.11%
净利润（百万元）	50	77	106	174	254
净利润增长率	20.10%	53.36%	38.52%	63.94%	46.09%
EPS（元）	0.07	0.11	0.15	0.25	0.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.78%	2.68%	3.58%	5.60%	7.68%
P/E	139	91	65	40	27

当前价：11.33元

分析师

刘 晓波（执业证书编号：S0930512080003）
021-22169177
liuxb@ebscn.com

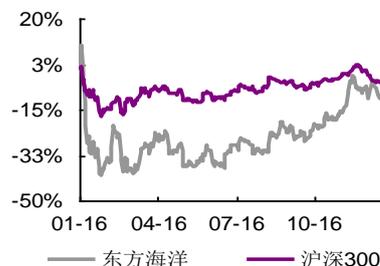
联系人

王琦
021-22169076
wangqi16@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：6.88
总市值(亿元)：77.92
一年最低/最高(元)：7.65/28.00
近3月换手率：95.67%

股价表现(一年)



1、“海洋事业”与“大健康事业”双轮驱动

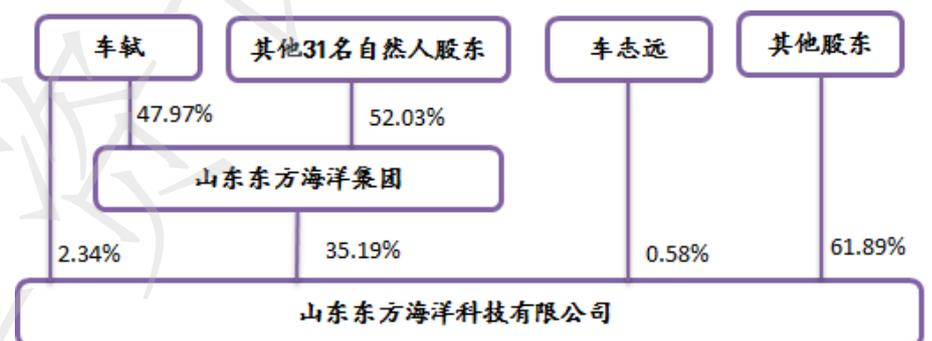
1.1、公司背景介绍

东方海洋成立于2001年，前身是“烟台东方海洋开发有限公司”，东方海洋于2006年在深圳证券交易所中小企业板成功上市。2015年之前公司业务主要有两项：1) 水产品加工及出口业务；2) 海水养殖，主要包括海带苗、大菱鲆、牙鲆鱼和海参等产品。

车轶先生为东方海洋控股股东和实际控制人。车轶先生直接持有上市公司2.34%的股权，并通过其控股的东方海洋集团持有上市公司35.19%股权，另外其子车志远先生持有上市公司股权0.58%，三者为一致行动人。车轶先生及其一致行动人合计持有上市公司38.11%的股份。

车轶先生水产养殖经验丰富，主持了多项重大课题，并担任中国渔业协会副会长、中国水产流通与加工协会副会长、山东省渔业协会副会长等众多重要职位。自任职以来，车轶将东方海洋从一个产业单一、资产不足千万元的水产企业发展成为集生产、科研、技术推广为一体、资产达20亿多元的集团公司。

图 1：东方海洋实际控制人是车轶



资料来源：公司公告

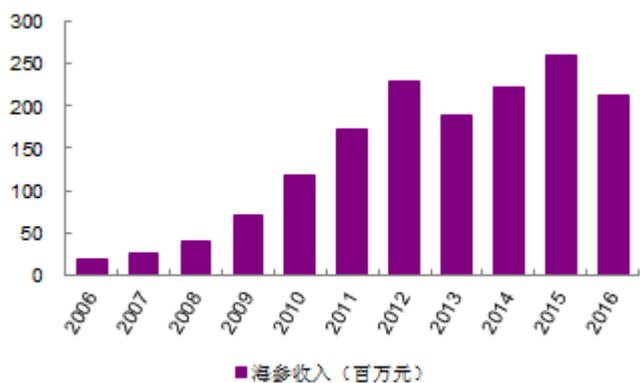
1.2、历史上两次重要转型

东方海洋凭借着创新精神，引入新业务，实现了一次又一次突破。2006年到2012年海水养殖及加工行业经历了由好到坏再慢慢复苏的过程，但公司利润连续6年持续增长。其中两次重大转变，对公司发展影响至关重要：

第一次转型：由水产品加工型企业，向海参养殖进军。公司在2006年上市之初，传统的主业为红鱼、鳕鱼等海洋水产品加工以及海带、大菱鱼等海水养殖，后来由于原料进口受限，价格上涨，加工业务利润日益下降。但当时正处于我国消费升级的初期，人们对海参等保健品需求巨大，公司抓住机遇，积极拓展新业务，为公司迎来了新的发展机遇。2008年公司通过定增募集5.56亿，用于大力发展海参养殖，2009年起公司海参业务开始放量，公司迎来连续四年的黄金发展期。截止2016年，海参业务贡献了公司30%的收入。

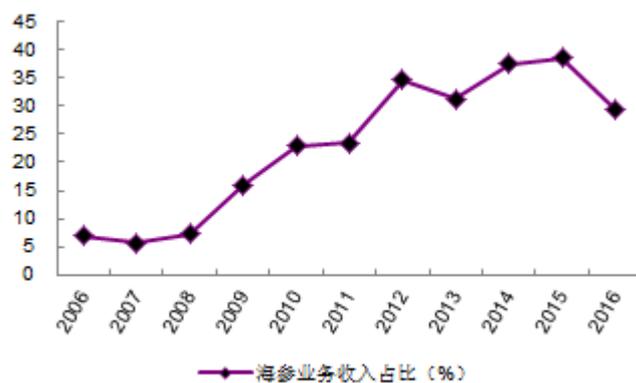
第二次转型，横向拓展，引入三文鱼业务。公司10年上半年从挪威引进40万粒三文鱼鱼卵，并利用挪威技术开始三文鱼试养殖。2012年公司海参业务增长逐渐接近上限，三文鱼接力海参，成为新的增长点。

图 2：2009 年起海参业务开始放量



资料来源：公司公告

图 3：海参收入占比大幅提高



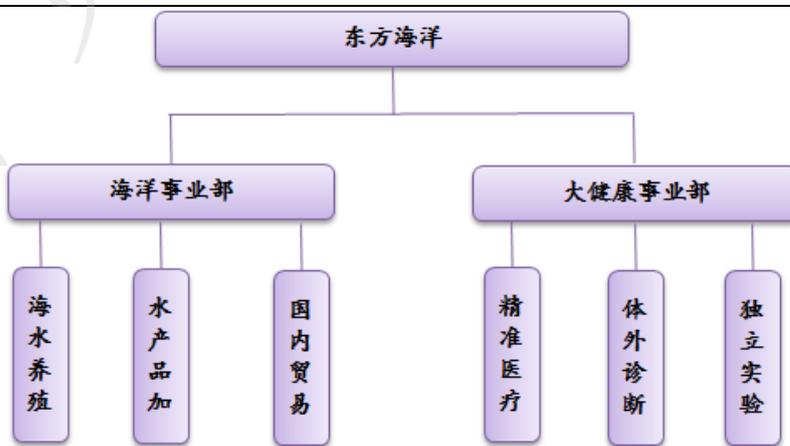
资料来源：公司公告

但 2013 年后由于经济结构调整，以及三公消费的限制，公司生产的产品属于中、高端层级，因而公司业绩 2013 年前开始下滑。为适应新的形式，发掘新的利润增长点，公司再度开启转型之路，定位“大健康”，着重发展“精准医疗”和“体外诊断”，2015 年公司第三次转型已拉开序幕，开启新的成长篇章。

1.3、再度起航，“海洋事业”和“大健康”共同发展

2015 年是至关重要的一年，公司制定了新的发展战略，确定了双轮驱动的发展模式。一是以海洋牧场生态养殖业和水产品进出口精深加工业为主业的海洋产业；二是以精准医学为主业的大健康产业。2016 年公司大健康产业开始逐渐展开。

图 4：东方海洋组织结构

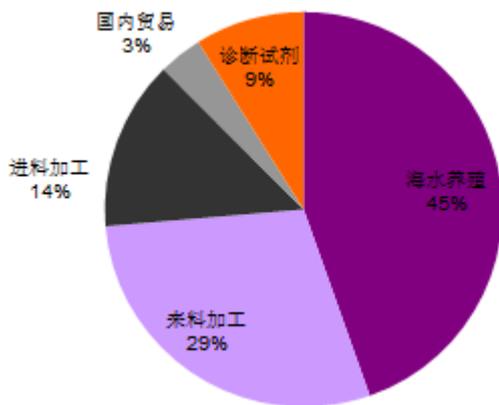


资料来源：公司公告，光大证券研究所

2、扎根“海洋事业”，奠定稳固基石

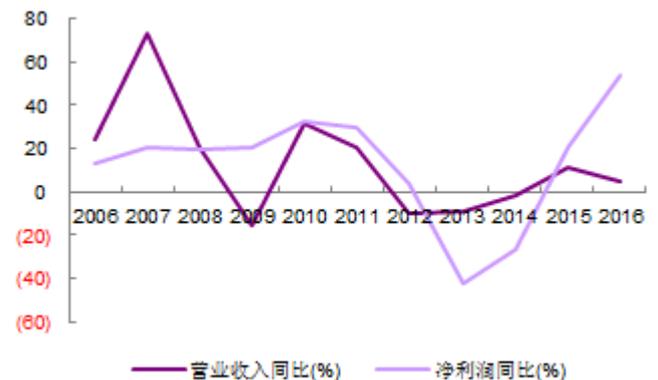
东方海洋是集科研、技术咨询和推广服务、生产加工和国际贸易于一体的农业产业化国家重点龙头企业。公司海水养殖产品全部供应国内市场，加工水产品则主要销往欧盟、日本和美国等发达国家和地区，与二十多家国际公司形成了长期密切的合作关系。公司三项传统业务：海水养殖、水产品加工和国内贸易，2016 年营业收入占比分别为：44.6%、42.9%和 3.5%。

图 5：2016 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告

图 6：2015 年公司成功实现扭亏为盈



资料来源：公司公告

规模优势和研发优势是公司在传统业务不断发展的基石：

1) 海参养殖

主要包括海带、海参、鱼类苗种繁育，以及工厂化养鱼、海参养殖等，其中海带、海参保种育种和养殖技术已居全国同行业领先水平。海参的生长环境对水温、水质、水深等要求很高，适宜养殖海参的海域已经非常有限，公司目前已拥有适合海参养殖国家一类水质标准的海域面积 4.85 万亩。且公司海参以底播养殖为主，相对于池塘养殖等其他方式享有溢价。目前除广阔海域外，公司还拥有海参精养池 4,000 多亩、海参育苗、养成车间 6 万平方米，海参产出稳定可观。

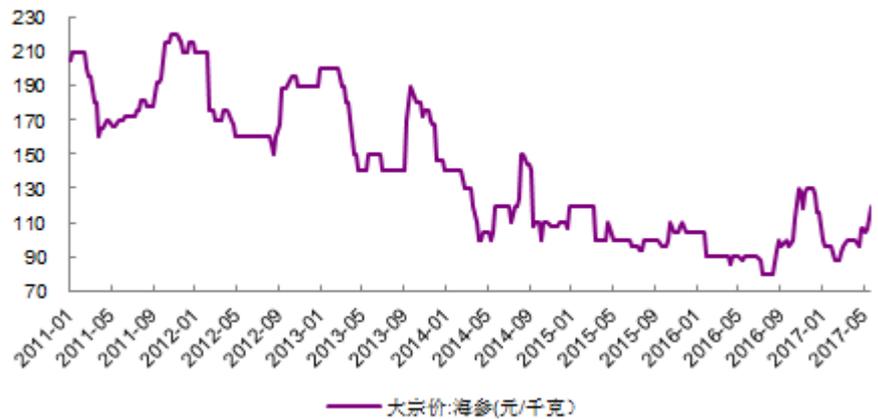
表 1：东方海洋海域情况

分公司	占地面 积 (亩)	海域 (亩)	养殖方 式	产能状况
莱州分公司	108	17000	底播	年产优质扇贝 40 万粒，海参大规格苗种 50 吨，商品参 700 吨
烟台开发区分公司	56	9995	底播	年可产优质海参苗 70 吨
烟台得洋海珍品有限公司	100		底播	年可产优质鱼苗 300 万余尾，商品鱼 60 多万尾，商品参 50 吨
牟平分公司	350	10000	底播	年可产优质海带苗种 11 亿株，海参苗种 5 万斤，商品参 400 吨
海阳分公司		10410	底播	年可产优质海参苗种 20 吨，商品参 600 多吨
		837	围堰	

资料来源：公司官网，光大证券研究所

公司海参主要为底播式养殖，将受益于海参价格回升。海参价格从 2013 年起进入下降周期，经过连续几年的调整现已基本到位，2017 年海参价格回升：1) 供给方面：2016 年夏季北方高温，海参苗较 2015 年大幅减少，造成 2017 年成年海参供应减少；2) 需求方面：随着人们养生热情的增长，对海参的关注度不断追加，尤其是人们普遍认为底播海参相对虾池养殖的海参营养价值更高，因而底播海参更受追捧，其价格往往比虾池养殖的海参高出不少；3) 价格方面：今年海参价格上涨已在春节捕捞行情中得到部分验证，今年 2 月起海参价格已开始触底回升，从最低的 88 元/KG 涨至现阶段的 120 元/KG，环比上涨 36%，相对于去年同期也增长了 36%。

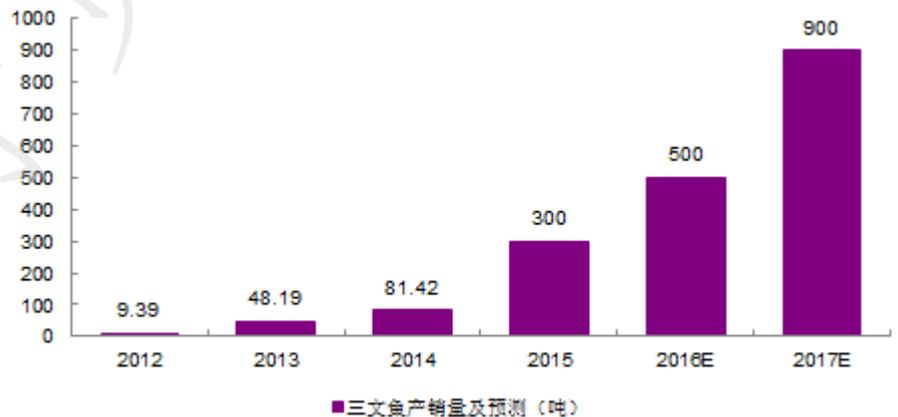
图 7：海参价格企稳回升



资料来源：Wind

另外公司以三文鱼为主的多品种名贵鱼工厂化生态养殖体系已趋成熟。2010 年公司从挪威引进 40 万粒三文鱼鱼卵，2011 年公司联合中科院海洋研究所有关专家首创封闭水循环系统养殖成功三文鱼，2015 年由公司自主培养的技术团队独立承担的大西洋鲑系统产能提升改造项目取得重大突破，目前三文鱼养殖问题得到基本解决，养殖产能大幅提高。2015 年公司三文鱼养殖车间的海水水体为 36,000 立方米，三文鱼养殖产能在 700-900 吨/年之间。随着技术的成熟，公司三文鱼项目将放量，成为新的利润增长点。另外公司还有，工厂化鱼类育苗养成车间 3.8 万平米、海带育苗车间 1 万平米，年产海带 13 亿株，增厚公司业绩。

图 8：东方海洋三文鱼项目产销量及预测



资料来源：公司公告，光大证券研究所

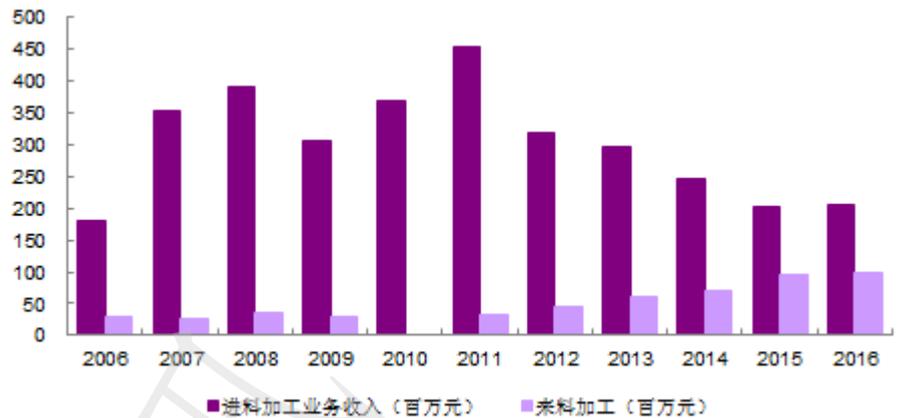
2) 水产品加工

公司水产食品精深加工及进出口业务主要包括调理食品系列、冷冻鱼片系列、海参系列加工产品、胶原蛋白系列产品等。公司现有 24 个加工车间，总面积 66,400 平米，其中 GMP 车间 500 平米，水产品加工能力达 58,000 吨/年，现代化冷藏加工能力达 80,000 吨/次。

近年来由于欧美国家水产品需求下降，公司进料加工业务收入也明显下降。公司积极进行业务转型，定位为全产业链的优质海洋食品供应商，将会增加进料加工业务比例，将更多的深海水产品加工品向国内销售，将导致进料加工水产品的加工业务的收入上升。

另外公司还有部分水产品加工副产品的精深再加工品，如胶原蛋白等。公司销售的胶原蛋白相关产品质量上乘，市场认可度高，公司组建专门的销售团队负责胶原蛋白等各类精深加工品的市场营销工作，胶原蛋白也将为公司业绩贡献力量。

图 9：公司进料加工业务收入下滑



资料来源：公司公告

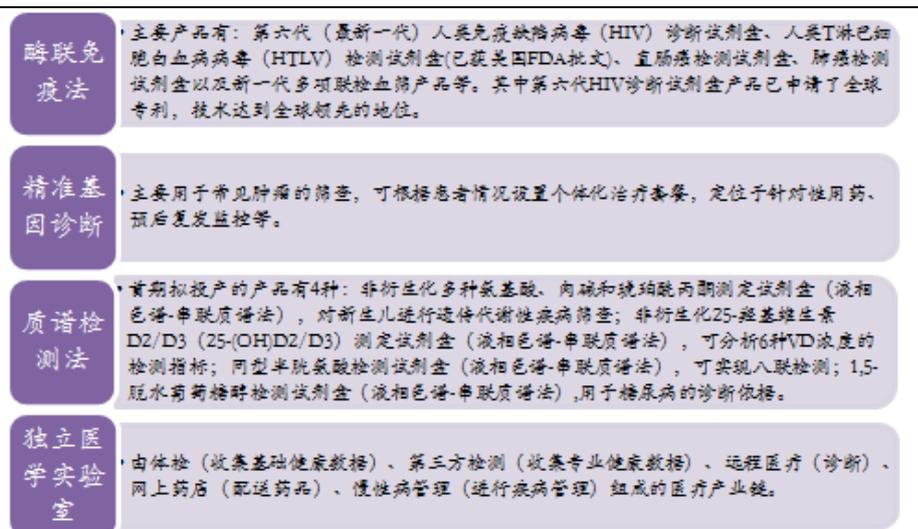
研发方面，目前公司一方面打造产品业务升级转型，丰富产品层次；另一方面拓展销售渠道，完善销售体系，加大产品“农超对接”力度，加大电商销售力度，积极策划产品营销活动。海洋业务的稳定为公司谋求转型奠定了坚实基础。

3、进军“大健康”，开启新篇章

3.1、精准定位，捷报频传

2015 年公司确定了朝“大健康”方向发展的战略目标，2016 年是公司大健康事业的元年，根据规划，公司大健康战略布局包括酶联免疫法、精准基因诊断、质谱检测法和独立医学实验室四个方面：

图 10：东方海洋大健康业务规划及进展



资料来源：公司公告，光大证券研究所

目前公司已完成“大健康”事业的初步布局：

1) 通过并购、设立新公司等完成产业链布局。2016年初,公司完成了对 Avioq 公司的收购,正式切入体外诊断领域。随后,为加快推进公司在大健康产业的布局进展,公司先后出资设立了艾维可生物科技有限公司、质谱生物科技有限公司、精准基因科技有限公司、天仁医学检验实验室有限公司和东方海洋(北京)医学研究院有限公司五家子公司,其中艾维可生物科技有限公司、质谱生物科技有限公司、精准基因科技有限公司已取得《三类医疗器械经营许可证》。

2) 利用已有资源,拓展国内市场。公司依托 Avioq 公司现有科研、技术、人才、资源等平台优势,积极拓展国内市场,实现协同发展。公司拟将自主研发的 HIV(艾滋病)诊断试剂、HTLV(白血病毒)检测试剂推广至国内,同时,拟将首期研究及拟投产的四种质谱产品:琥珀酰丙酮和多种氨基酸、肉碱测定试剂盒(串联质谱法);25-羟基维生素 D2/D3 测定试剂盒(液相色谱-串联质谱法);衍生化甲基丙二酸、乙基丙二酸、甲基枸橼酸和总同型半胱氨酸测定试剂盒(液相色谱-串联质谱法);1,5-脱水葡萄糖醇测定试剂盒(液相色谱-串联质谱法)进行全面推广。

3.2、大额定增 22 亿,“大健康”事业如虎添翼

2017年5月11日,公司公告拟非公开发行股票募集资金 22 亿,本次非公开发行股票采取询价发行方式,发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。募集资金的主要用于进一步发展公司的大健康事业。

表 2: 募投项目介绍

项目名称	总投资(万元)	拟投入募集资金(万元)	项目介绍
1 东方海洋精准医疗科技园一期项目	115,461	110,000	用于建设体外诊断医疗器械(包括酶联免疫法、匀相生化发光法、质谱检测法及基因精准诊断等)研发及生产车间、第三方检测实验室等,项目建设期为三年。
2 北儿医院(烟台)项目	115,643	110,000	拟建成一所以儿科与妇产为特色的中高端国际化医,东方海洋将与北京儿童医院集团联合打造烟台首家三级甲等儿童专科医院。
合计	231,104	220,000	

资料来源:公司公告

本次募集资金部分用于东方海洋精准医疗科技园项目,能充分利用公司现有资源优势,有利于公司进一步做大做强体外诊断相关业务,进一步发展双主营业务,提升公司的盈利能力和抗风险能力。

再次,北儿医院(烟台)项目精准卡位烟台地区儿童医院资源,同时能够有效提高东方海洋的医疗实践能力,积攒医疗服务业务经验,未来在提升公司盈利能力的同时也可对体外诊断业务实现有力补充,完善公司在大健康产业的产业链布局,保持较强的综合竞争力。

募投项目将大幅增厚公司业绩,项目全部建成并投产后将每年为公司带来 30 亿的收入、5.9 亿的净利润。大健康业务将成为公司的主要盈利来源。

表 3：募投项目预期收益状况

序号	项目名称	建设期 (年)	投产后收入 (万元/年)	投产后净利润 (万元/年)	回收期 (年)
1	东方海洋精准 医疗科技园项 目	三年	252,700	45,432	5.64
2	北儿医院(烟 台)项目	-----	53,874	13,822	7.86
合计			304,547	59,254	

资料来源：公司公告

3.3、收购 Avioq，迈出关键一步

2016年1月，公司以现金4.3亿人民币收购了美国 Avioq, Inc. 公司 100% 股权（包括研发团队），并同时承担 Avioq 公司购买土地、厂房等所产生的负债 2000 万元。公司首批支付 2.2 亿元，余款 2.3 亿元作为对 Avioq 公司未来三年业绩承诺的保证金。2016年2月东方海洋已完成对 Avioq 收购，Avioq 所有及未来形成的技术、专利、商标等无形资产均归东方海洋所有。

Avioq 成立于 2007 年，研发实力雄厚。公司研发团队拥有从事医药、生物研发领域 10-25 年以上的博士及博士后 45 人，2012 年诺贝尔化学奖得主罗伯特·莱夫科维茨担任团队科学顾问，华盛顿州立大学博士、斯坦福大学和哈佛大学博士李兴祥担任领衔科学家。Avioq 研发团队曾研发出全球第一批 FDA 批准的 HIV 诊断试剂和全球第一个 HIV 抗原检测试剂。

Avioq 研发的产品在生物、诊断、抗原抗体领域处于全球领先地位，其核心产品有两个：

1) HIV 试剂，包括干血检测和唾液检测产品。其中，HIV-I 试剂于 2009 年获得美国 FDA 三类医疗器械/诊断试剂批文（PMA）。Avioq 研发的第六代 HIV 诊断试剂，正在申请 FDA 认证。第六代 HIV 诊断试剂可同时检测确诊 HIV-I、II 型，分型和测定感染时间，试剂测试技术达到全球领先的地位。公司 HIV 试剂主要客户为公共卫生事业组织、独立实验室等。

2) HTLV 诊断试剂，HTLV-I/II 试剂 2012 年通过 FDA 认证及 CE Mark 认证，于 2013 年取得了加拿大卫生部销售批准

Avioq 在行业内具有很高认可度。公司的主要客户为公共卫生事业组织、实验室等。且公司与强生、美国 CDC(疾控中心)、CRL(美国第三大独立检测实验室)、美国国家卫生部等企业和机构均保持长期良好合作关系。

Avioq 是东方海洋大健康事业的核心，一方面东方海洋将为 avioq 提供资金支持，推动 Avioq 发展基因精准诊断、第三方检测实验室、质谱中心等，另一方面，东方海洋将结合 avioq 的优势，积极拓展国内市场，东方海洋将为其配备专业的销售团队，推动其产品在国内的放量。

公司目前已完成了质谱检测试剂 GMP 生产车间的改造工作，部分自主研发的诊断产品已进入试生产阶段，其中非衍生生化多种氨基酸、肉碱和琥珀酰丙酮测定试剂盒（液相色谱-串联质谱法）已经进入临床试验阶段，将申请注册报批。

收购 Avioq 大幅改善公司业绩。根据业绩承诺，Avioq 2016 年至 2018 年利润分别不低于 400 万美元、600 万美元和 1200 万美元，并以收购资金

中的 2.3 亿作为利润承诺保证金,体现对其发展的决心和信心。2016 年 avioq 净利润 2900 万,超额完成业绩承诺,预计完成 2017-2018 年的业绩承诺基本无忧。

图 11: 2016 年 Avioq 超额完成业绩承诺, 预计完成后续承诺问题不大



资料来源: 公司公告

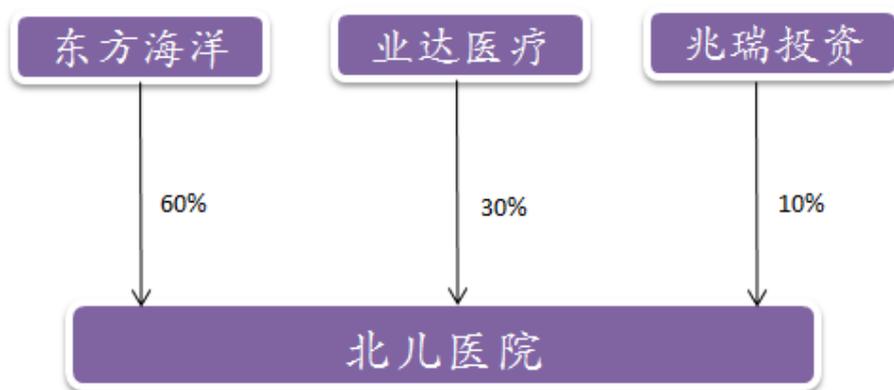
收购 Avioq 公司后,东方海洋正式切入体外诊断领域,为加快推进公司在大健康产业的布局进展,公司先后出资设立了三家公司和一家独立实验室:艾维可生物科技有限公司(投资 5000 万元,持股比例 100%)、精准基因科技有限公司(投资 5000 万元,持股比例 100%),质谱生物科技有限公司(公司投资 2250 万元,持股比例 51%),并于 2016 年 5 月先后分别取得了三类医疗器械经营许可证。

公司募投项目项目“东方海洋精准医疗科技园一期项目”是进一步做强做大大健康事业的又一重大举措,将充分结合现有资源和技术优势,逐步打开国内市场,深化公司在体外诊断的布局。

3.4、收购儿童医院,再下一城

2016 年 7 月 11 日,公司以 1200 万元收购烟台燕京国际医院有限公司 60% 股权;9 月 18 日,公司完成烟台燕京国际医院有限公司的股权变更,更名为“北儿国际医院(烟台)有限公司”;12 月 16 日,北京儿童烟台医院正式开业运营。2017 年 1 月 13 日,“北儿国际医院(烟台)有限公司”更名为“北儿医院(烟台)有限公司”。

图 12: 北儿医院当前股权结构



资料来源: 公司公告

本次非公开发行募集的资金中的 11 亿将用于增资北儿医院，项目资金主要用于医院扩建，建成后，北儿医院医院用房总建筑面积将达到 180,000 平方米，病床达到 600 张，将大大缓解目前烟台及胶东半岛区域儿童就医困难问题，并为儿童提供专业的，适合儿童生理心理需求的就医环境，改善烟台市儿童医疗条件，推动公共医疗事业的发展。

北儿医院与北京儿童医院集团签订指导医院合作协议，采用与北京儿童医院集团托管的方式，由北京儿童医院集团进行业务管理。医院还与韩国首尔儿童医院签定了合作协议，韩国首尔医院会派专家就诊。

目前烟台没有儿童专科医院，三级甲等医院有毓璜顶医院、烟台山医院、中医医院、解放军 107 医院四家，儿科力量相对较为薄弱，儿科挂号难亦是常态。北京儿童烟台医院将是烟台首家专业三甲儿童医院，是公司进入大健康领域的又一里程碑，其将大大缓解目前烟台及胶东半岛区域儿童就医困难问题，并为儿童提供专业的，适合儿童生理心理需求的就医环境，改善烟台市儿童医疗条件，推动公共医疗事业的发展。公司与北京医院集团合作经营，建立良好的合作关系，为公司医疗产品推广打下基础，在丰厚业绩的同时为大健康事业的发展积累相关经验。

4、员工持股，彰显信心

2017 年 3 月 8 日，公司公布拟实施员工持股计划，公司部分董事、监事、高级管理人员及公司及下属子公司中层干部、核心及骨干员工（共不超过 300 人）共拟筹集不超过 1.7 亿，并按照不超过 2:1 的比例设立优先级份额和劣后级份额，共募集资金不超过 5 亿。其中，参加本计划的上市公司董监高级共 14 人，认购总份额不超过 5522 万份，占比 32.48%。员工持股计划绑定核心员工利益，完善激励机制，有利于提高公司综合实力，体现对公司发展的信心。

5、盈利预测与估值

5.1、关键假设及盈利预测

1) 海参养殖

海参养殖增长平稳。虽然宏观环境影响对海参养殖有一定不利影响，但公司持续加大海参育苗投放力度，海参产量逐渐提升，且公司海参养殖采取底播式，将享受价格溢价，预计海参养殖业增长稳定，2017-2019 年销售收入每年维持 15%-20% 的增速。

表 4：海参及三文鱼销售及盈利预测

		2015	2016	2017E	2018E	2019E
海参	销售收入(百万元)	260.7	216.7	254.0	304.8	350.5
	销售成本(百万元)	130.0	109.5	121.9	152.4	175.3
	毛利率 (%)	50	48	52	50	50

资料来源：公司公告，光大证券研究所

3) 加工业务

近年来国内的人工成本增长较快，且进料加工主要出口欧美，由于欧美市场不景气，毛利率水平下降。去年以来欧美地区需求缓慢恢复，预计公司

进料加工业务毛利率将在低位缓慢爬升。来料加工订单主要来自日本，多为附加值较高的产品，收益情况较好，有望继续维持。

表 5：公司水产品加工业务盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
进料加工	销售收入(百万元)	201.7	205.2	205.2	205.2
	销售成本(百万元)	229.9	215.8	205.2	201.1
	毛利率 (%)	-14	-5.2	0.0	2.0
来料加工	销售收入(百万元)	93.9	98.3	106.1	114.6
	销售成本(百万元)	56.2	69.7	74.3	77.9
	毛利率 (%)	40.2	29.1	30.0	32.0

资料来源：公司公告，光大证券研究所

4) Avioq

Avioq 在体外诊断方面拥有绝对优势，且该行业进入壁垒高，完成收购后，东方海洋全力开拓 avioq 在国内市场，根据利润承诺 2017-2018 年 avioq 的利润分别为 600 万美元和 1200 万美元，完成业绩承诺的概率极高。

暂不考虑非公开发行的影响，预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 8.11 亿、9.98 亿和 12.89 亿元，净利润分别为 1.06 亿、1.74 亿和 2.54 亿，对应每股 EPS 分别为 0.15 元和 0.25 和 0.37 元。

5.2、估值及投资评级

公司将享受估值溢价：1) 公司海参主要为底播式养殖，将享受价格溢价；2) 进军大健康，布局体外诊断和精准医疗；全资子公司 Avioq 竞争力雄厚，北儿医院将是烟台首家儿童医院，成长前景广阔；3) 大股东和管理层控制力和执行能力强，相对传统公司更具吸引力；4) 公司有望进一步推进外延发展战略。

暂不考虑非公开发行的影响，我们预计公司 17-19 年的 EPS 分别为 0.15、0.25 和 0.37 元，转型大健康进展顺利，且有望进一步推进外延发展，公司发展前景广阔。

表 6：养殖行业可比公司业绩与估值（根据 wind 一致预期）

代码	公司	EPS (元/股)			PE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
002069.SZ	獐子岛	0.11	0.29	0.45	78.91	30.21	19.48
600467.SH	好当家	0.03	0.10	0.12	165.33	33.20	28.16
002447.SZ	壹桥股份	0.31	0.36	0.43	29.49	25.32	21.14

资料来源：wind

表 7：体外诊断行业可比公司业绩与估值（根据 wind 一致预期）

代码	公司	EPS (元/股)			PE		
		2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
300318.SZ	博晖创新	0.03	0.09	0.14	2483.94	78.66	49.06
603108.SH	润达医疗	0.14	0.34	0.47	85.51	52.77	38.31
002030.SZ	达安基因	0.15	0.20	0.26	156.85	97.97	74.74

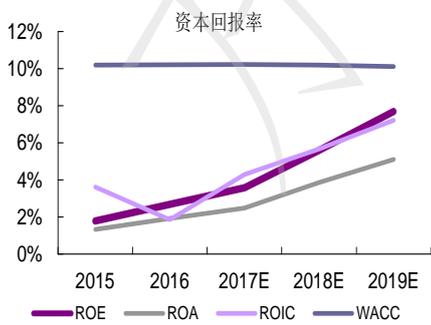
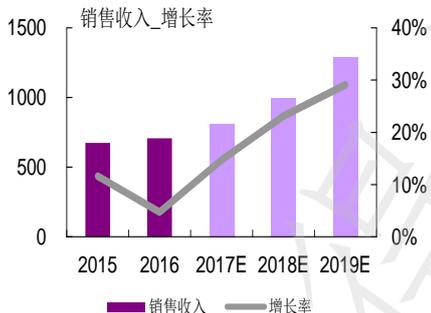
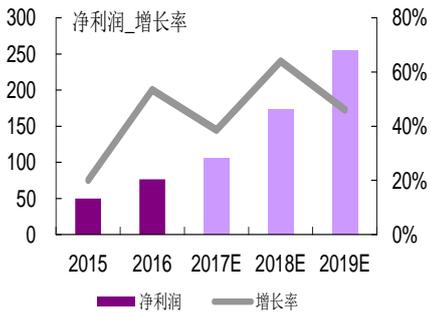
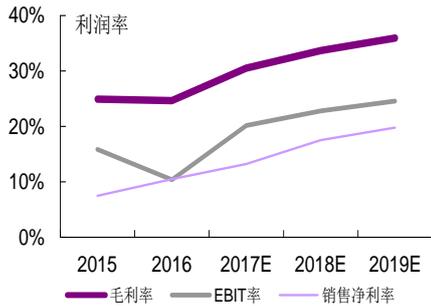
资料来源：wind

6、 风险分析

自然灾害风险：公司传统主业为水产养殖，受天气等自然因素影响巨大。

募投项目推进不及预期风险：此次募投项目是公司发展大健康事业的又一重大举措，对公司发挥现有资源优势及未来发展战略有着重大影响。

风险提示



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	675	707	811	998	1289
营业成本	507	533	563	662	826
折旧和摊销	0	0	92	93	94
营业税费	0	7	0	0	1
销售费用	12	14	20	38	45
管理费用	37	65	62	75	97
财务费用	67	23	55	50	57
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	40	50	108	177	259
利润总额	51	75	110	179	261
少数股东损益	0	-3	1	1	1
归属母公司净利润	49.96	76.62	106.13	173.99	254.19

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	3768	3843	4306	4532	4997
流动资产	2351	1729	2813	3102	3641
货币资金	1140	481	973	1198	1547
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	222	211	600	605	661
应收票据	1	1	6	7	8
其他应收款	8	9	40	30	26
存货	947	984	1126	1191	1321
可供出售投资	0	157	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1328	1363	1333	1268	1205
无形资产	48	100	93	87	81
总负债	942	956	1312	1395	1658
无息负债	547	190	582	608	710
有息负债	395	766	730	788	948
股东权益	2826	2887	2994	3137	3340
股本	344	688	688	688	688
公积金	1997	1659	1675	1701	1739
未分配利润	459	511	601	717	880
少数股东权益	25	27	28	29	30

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	80	117	29	280	319
净利润	50	77	106	174	254
折旧摊销	0	0	92	93	94
净营运资金增加	-140	428	346	264	437
其他	170	-387	-515	-251	-466
投资活动产生现金流	-69	-760	533	-30	-20
净资本支出	-52	-532	-377	30	20
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-17	-228	910	-60	-40
融资活动现金流	1051	-25	-70	-25	50
股本变化	100	344	0	0	0
债务净变化	-586	371	-36	57	160
无息负债变化	313	-357	392	26	102
净现金流	1062	-667	492	225	349

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.60%	4.76%	14.71%	23.14%	29.11%
净利润增长率	20.10%	53.36%	38.52%	63.94%	46.09%
EBITDA 增长率	26.21%	-31.21%	247.58%	25.70%	27.99%
EBIT 增长率	26.21%	-31.21%	122.28%	39.40%	39.19%
估值指标					
PE	139	91	65	40	27
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	34	109	30	24	19
EV/EBIT	34	109	47	34	25
EV/NOPLAT	34	111	48	35	26
EV/Sales	5	11	10	8	6
EV/IC	1	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	24.90%	24.64%	30.52%	33.70%	35.95%
EBITDA 率	15.83%	10.39%	31.49%	32.15%	31.87%
EBIT 率	15.83%	10.39%	20.14%	22.80%	24.58%
税前净利润率	7.62%	10.67%	13.53%	17.94%	20.27%
税后净利润率 (归属母公司)	7.41%	10.84%	13.09%	17.43%	19.72%
ROA	1.34%	1.92%	2.49%	3.86%	5.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.78%	2.68%	3.58%	5.60%	7.68%
经营性 ROIC	3.61%	1.86%	4.28%	5.67%	7.22%
偿债能力					
流动比率	3.43	2.79	3.21	3.45	3.31
速动比率	2.05	1.20	1.93	2.13	2.11
归属母公司权益/有息债务	7.09	3.73	4.06	3.95	3.49
有形资产/有息债务	9.32	4.28	5.71	5.59	5.14
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.07	0.11	0.15	0.25	0.37
每股红利	0.03	0.00	0.05	0.08	0.11
每股经营现金流	0.12	0.17	0.04	0.41	0.46
每股自由现金流(FCFF)	0.45	0.28	0.41	0.03	-0.07
每股净资产	4.07	4.16	4.31	4.52	4.81
每股销售收入	0.98	1.03	1.18	1.45	1.87

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘 晓波，上海财经大学国际工商管理学院世界经济学硕士。2007 年入行从事行业研究，先后历经消费、周期，于 2010 年加盟光大证券，负责农业研究；后组建光大证券中小市值研究团队。现于光大证券负责农业&中小市值研究，擅长把握行业发展趋势以及重点公司研究。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebscn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebscn.com	
	威德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com	