

2017年09月12日

佳沃股份 (300268.SZ)

积极转型高端动物蛋白产业，业绩高速增长可期！

■收购国星股份，积极转型高端动物蛋白产业。随着2017年上半年，佳沃集团入主佳沃股份，公司积极转型，明确以海鲜为代表的高端动物蛋白为主要发展方向。根据公司公告，2017年8月16日公司完成国星股份55%股权过户：国星股份的主营业务为北极甜虾、狭鳕、格陵兰比目鱼等海产品的贸易、加工及销售，已构建全球深海海鲜采购、加工、销售完整的产业链。

根据公司公告，1) 外销方面客户关系稳定：国星股份获得美国、欧盟、俄罗斯等国家和地区的注册认证，与国外多家客户建立长期稳定的合作关系，根据公司公告，2016年国星股份海外客户数量从2015年50户增加到56户，其外销产品主要为狭鳕、格陵兰比目鱼、红鱼、真鳕鱼等加工品；

2) 内销方面积极打造“海买”品牌：内销产品主要通过互联网电商模式销售，主要产品为北极甜虾、阿根廷红虾、加拿大龙虾、银鳕鱼、格陵兰比目鱼、加拿大雪蟹等高档水产品，其中“海买”品牌积极探索线上、线下模式，根据公司公告截止2016年底，“海买”品牌生鲜已进驻顺丰优选、京东、一号店等主流互联网电商平台，同时“海买”品牌生鲜积极布局线下：进入包括家乐福、大润发等200余家商超、全国已经开设5家专卖店及120余家加盟店。

公司通过收购国星股份，1) 可实现向高端动物蛋白产业的转型，实现业绩的高速增长，根据公司公告，2016年国星股份实现销售收入9.16亿元，同比增长8.5%；净利润3469.34万元，同比增长81.5%。2) 可复制国星股份渠道模式，丰富产品品类，利用国星股份现有成熟的北极甜虾渠道带动其他新品海鲜的销售推动，形成多个有竞争性的品种。

■依托联想控股，加速渠道建设整合。佳沃集团是联想控股的全资子公司，依托联想控股的产业资源优势，公司有望加速渠道建设整合。根据公司公告，公司收购国星股份后将推动内销的全渠道布局，扩展大型商超、加盟店的布局，强化“海买”在中高端海鲜的地位，加强冷链物流服务网络的建设，加强配送和服务的能力；同时公司将加强对海鲜行业上下游的整合，搭建从国外获取资源、国内加工、品牌销售的全产业链体系，扩大市场占有率和品牌影响力，成为全球领先的高端海产品供应商。

■控股股东多次增持彰显信心。7月以来，控股股东佳沃集团多次增持公司股份，累计增持公司股份224万股，占公司股本比例为1.67%。控

公司快报

证券研究报告

农产品加工及流通

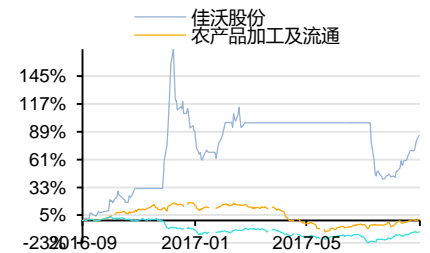
投资评级 **增持-A**
首次评级

6个月目标价：**34.00元**
股价(2017-09-11) **33.10元**

交易数据

总市值(百万元)	4,435.40
流通市值(百万元)	3,256.60
总股本(百万股)	134.00
流通股本(百万股)	98.39
12个月价格区间	17.80/48.50元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	20.44	-11.81	88.0
绝对收益	29.3	-6.23	74.08

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

沙戈惠

报告联系人

shayh@essence.com.cn

相关报告

股股东多次增持公司股份，彰显了其对公司未来发展的信心！

■ **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年实现归属于母公司净利润 0.26 亿元、0.53 亿元、0.93 亿元；对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.19 元、0.39 元、0.69 元，我们给予“增持-A”评级，6 个月目标价 34 元。

■ **风险提示：**汇率波动风险，下游核心客户采购量下滑。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	6.9	6.9	1,002.4	1,403.3	1,964.7
净利润	-99.4	5.9	25.7	52.5	92.6
每股收益(元)	-0.74	0.04	0.19	0.39	0.69
每股净资产(元)	1.53	1.57	1.48	1.76	2.24

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-43.4	734.8	168.2	82.2	46.6
市净率(倍)	21.1	20.5	21.7	18.3	14.4
净利润率	-1436.0%	85.6%	2.6%	3.7%	4.7%
净资产收益率	-48.5%	2.8%	12.9%	22.3%	30.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
ROIC	-42.1%	-2.2%	24.2%	-5.7%	-12.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6.9	6.9	1,002.4	1,403.3	1,964.7	成长性					
减:营业成本	5.1	4.9	862.0	1,202.7	1,679.8	营业收入增长率	-91.1%	-0.9%	14500.0	40.0%	40.0%
营业税费	0.0	0.4	7.0	9.8	13.8	营业利润增长率	1113.0%	-95.9%	-890.4%	88.8%	64.0%
销售费用	0.1	-	49.1	63.1	82.5	净利润增长率	-2046.9	-105.9%	336.8%	104.5%	76.3%
管理费用	21.8	15.8	50.1	66.0	88.4	EBITDA 增长率	-1003.2	-102.9%	3784.8%	35.0%	34.3%
财务费用	0.9	0.5	-0.5	-0.9	-1.2	EBIT 增长率	2907.7%	-96.4%	-997.3%	89.0%	64.5%
资产减值损失	78.6	-7.7	2.4	1.8	1.6	NOPLAT 增长率	2907.7%	-96.4%	-997.3%	89.0%	64.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-30.5%	-19.5%	-895.6%	-23.2%	92.3%
投资和汇兑收益	-	3.0	-	-	-	净资产增长率	-32.7%	2.9%	1.8%	25.3%	30.2%
营业利润	-99.6	-4.1	32.2	60.8	99.8	利润率					
加:营业外净收支	0.2	10.0	9.2	9.2	9.2	毛利率	26.0%	28.4%	14.0%	14.3%	14.5%
利润总额	-99.4	5.9	41.4	70.0	109.0	营业利润率	-1438.6	-59.4%	3.2%	4.3%	5.1%
减:所得税	-	-	-	-	-	净利润率	-1436.0	85.6%	2.6%	3.7%	4.7%
净利润	-99.4	5.9	25.7	52.5	92.6	EBITDA/营业收入	-1283.3	38.0%	10.1%	9.7%	9.3%
						EBIT/营业收入	-1425.8	-51.5%	3.2%	4.3%	5.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	3,944	2,927	117	152	108
						流动营业资本周转天数	859	237	-296	-389	-322
						流动资产周转天数	6,138	2,671	344	406	377
						应收账款周转天数	2,303	948	44	43	43
						存货周转天数	423	178	39	37	37
						总资产周转天数	17,917	13,228	488	563	488
						投资资本周转天数	10,336	7,715	-164	-237	-215
						投资回报率					
						ROE	-48.5%	2.8%	12.9%	22.3%	30.8%
						ROA	-37.4%	2.5%	1.7%	3.7%	3.2%
						ROIC	-42.1%	-2.2%	24.2%	-5.7%	-12.3%
						费用率					
						销售费用率	2.1%	0.0%	4.9%	4.5%	4.2%
						管理费用率	314.9%	229.6%	5.0%	4.7%	4.5%
						财务费用率	12.9%	7.9%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	329.8%	237.5%	9.8%	9.1%	8.6%
						偿债能力					
						资产负债率	23.0%	11.5%	91.3%	85.9%	89.8%
						负债权益比	29.8%	13.0%	1055.8%	608.5%	878.2%
						流动比率	1.18	4.60	0.83	0.80	0.92
						速动比率	1.04	4.52	0.73	0.76	0.82
						利息保障倍数	-110.84	-6.51	-62.05	-65.84	-85.27
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.06	0.12	0.21
						分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	10.2	47.8	1,261.5	1,070.3	1,891.9
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	35.2	0.9	244.1	91.1	378.2
应收票据	-	-	22.8	8.4	35.3
预付账款	0.3	0.3	114.6	45.7	178.3
存货	6.0	0.8	214.7	72.6	328.7
其他流动资产	0.0	0.4	8.0	9.0	9.0
可供出售金融资产	50.0	30.0	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	58.7	52.9	596.8	590.5	585.9
在建工程	87.0	87.0	-	-	-
无形资产	16.9	16.5	16.1	15.7	15.3
其他非流动资产	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8
资产总额	266.1	238.4	2,480.5	1,905.1	3,424.3
短期债务	20.0	-	-	-	-
应付账款	23.7	10.6	2,197.3	1,599.0	2,982.5
应付票据	-	-	38.3	15.1	59.5
其他流动负债	0.3	0.3	13.1	5.1	15.3
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	17.1	16.6	17.1	17.0	16.9
负债总额	61.1	27.5	2,265.9	1,636.2	3,074.3
少数股东权益	-	-	15.7	33.2	49.6
股本	134.0	134.0	134.0	134.0	134.0
留存收益	71.0	76.9	64.9	101.6	166.5
股东权益	205.0	210.9	214.6	268.9	350.1

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-99.4	5.9	25.7	52.5	92.6
加:折旧和摊销	9.9	6.2	69.5	76.7	85.0
资产减值准备	78.6	-7.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	1.0	0.6	-0.5	-0.9	-1.2
投资损失	-	-3.0	-	-	-
少数股东损益	-	-	15.7	17.5	16.3
营运资金的变动	-6.9	-0.0	1,632.2	-249.3	735.0
经营活动产生现金流量	-15.8	2.7	1,742.6	-103.5	927.8
投资活动产生现金流量	-61.3	55.9	-496.0	-70.0	-80.0
融资活动产生现金流量	-33.6	-20.6	-32.9	-17.7	-26.1

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	-0.74	0.04	0.19	0.39	0.69
BVPS(元)	1.53	1.57	1.48	1.76	2.24
PE(X)	-43.4	734.8	168.2	82.2	46.6
PB(X)	21.1	20.5	21.7	18.3	14.4
P/FCF	-71.7	245.4	3.6	-22.4	5.2
P/S	623.9	629.2	4.3	3.1	2.2
EV/EBITDA	-46.1	1,872.1	30.4	24.0	13.5
CAGR(%)	-189.0%	164.6%	100.9%	-189.0%	164.6%
PEG	0.2	4.5	1.7	-0.4	0.3
ROIC/WACC	-4.0	-0.2	2.3	-0.5	-1.2
REP	-6.3	-179.9	-1.3	7.5	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034