

国联水产 (300094)

公司研究/点评报告

收购印度对虾生产公司，强化全球采购与销售布局

——国联水产 (300094) 对外投资公告点评

点评报告/农林牧渔行业

2019年8月2日

一、事件概述

公司7月29日发布公告，拟与印度 Royale Marine IMP-EX Private Limited（以下简称“标的公司”）及其11位股东签署了《股份认购及股东协议》，拟使用自有资金400万美元认购标的公司新增发行股份。本次投资完成后，公司或公司的全资子公司将持有标的公司25.30%的股份，系标的公司第二大股东。

二、分析与判断

➤ 完善全球采购及销售布局，强化全球化运营的核心竞争力

2016年以来，公司根据第四个“五年战略发展规划”和相关经营计划加强全球化采购与销售布局，重点开拓东南亚、南美洲等市场，强化核心运营能力。本次收购即为该战略的组成部分。印度为对虾新兴主产国之一，其原料价格、人工成本方面具备相对优势，在产业空间、加工水平等方面潜力较大。本次收购标的公司位于印度对虾主产区，既拥有标准化加工能力和质量管理体系，又拥有覆盖美国、中国、欧洲等国家的客户群体，业务基础较为成熟，收购完成后，将充分发挥标的公司的成本优势，优化上市公司全球布局。

➤ 收购完成后，公司将深度参与标的公司管理并具备否决权

根据协议，收购完成后，公司将根据持股比例指定董事会成员，并提名不少于2名董事；公司有权指定副总经理、财务副总经理、质量控制副总经理等关键岗位的核心管理人员；公司和/或公司委派董事自交割日起享有对重大决定的否决权。上述协议保证了国联水产将对标的公司日常经营深度介入的可能性，一方面能够保证投资方利益的实现，另一方面有助于标的公司深度融入上市公司的全球化运营网络。

➤ 并购价格较为合理，并购成功后将长期利好公司基本面

17Q2~18Q1(17财年)/18Q2~19Q1(18财年)标的公司营业收入分别为4120/3130万美元，净利润分别为240/157万美元，资产总额分别为1708/2101万美元，净资产分别为850/984万美元，18财年标的公司营收/净利润较17财年有所下滑，资产规模有所增加。公司以400万美元价格认购标的公司增发726万股股份，投资完成后将持有标的公司25.3%的股份，入股均价为0.55美元。按已披露财务数据回溯，对应过去两年PE分别为6.6/10.1倍，PB分别为1.9/1.6倍，收购估值合理。本次对外投资完成后，借助以往跨国收购的成功运营经验，公司有望以标的公司为抓手，优化对印度供应链的统筹管理，加大对美国全资子公司的供应支持力度。此外，中国高端水产消费市场日渐繁荣，标的公司也将对国内消费供应提供支持。长期看，此次并购将有助于公司基本面的改善。

三、盈利预测与投资建议

预计19-21年公司实现营业收入54.69/65.65/77.08亿元，同比+15%/+20%/+17%；实现归属上市公司净利润1.12/1.78/2.80亿元，同比-52%/+59%/+57%，对应EPS为0.14/0.23/0.36元，目前股价对应PE为30/19/12倍。看好公司收购完成后全球供应链的改善和经营效率长期提升带来的成长性。公司目前估值明显好于水产养殖业-19倍估值水平，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

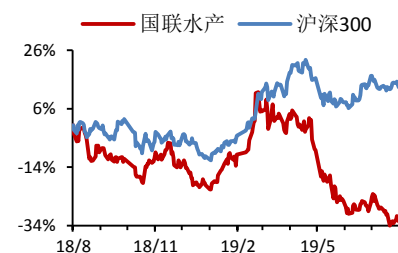
4.26

交易数据

2019-8-1

近12个月最高/最低	7.07/4.17
总股本(百万股)	910.12
流通股本(百万股)	749.22
流通股比例(%)	82%
总市值(亿元)	38.77
流通市值(亿元)	31.92

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662016

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

四、风险提示：

新公司收购失败，产业链整合难度超预期，食品安全问题等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,738	5,469	6,565	7,708
增长率（%）	15.7%	15.4%	20.0%	17.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	231	112	178	280
增长率（%）	60.5%	-51.7%	59.4%	57.4%
每股收益（元）	0.29	0.14	0.23	0.36
PE（现价）	14.7	29.9	18.8	11.9
PB	1.5	1.5	1.4	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,738	5,469	6,565	7,708
营业成本	4,084	4,900	5,830	6,753
营业税金及附加	10	11	13	15
销售费用	191	215	268	318
管理费用	113	164	217	270
研发费用	11	6	12	11
EBIT	329	173	226	341
财务费用	94	96	92	90
资产减值损失	76	49	33	33
投资收益	88	88	88	88
营业利润	261	125	200	316
营业外收支	0	6	6	6
利润总额	261	126	201	317
所得税	30	15	23	37
净利润	231	112	178	280
归属于母公司净利润	231	112	178	280
EBITDA	383	221	280	402
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	289	284	100	87
应收账款及票据	830	875	952	1095
预付款项	79	81	104	116
存货	2457	2492	2821	3004
其他流动资产	79	79	79	79
流动资产合计	3955	3874	4244	4444
长期股权投资	0	88	175	263
固定资产	433	496	556	618
无形资产	55	61	71	78
非流动资产合计	966	1114	1281	1429
资产合计	4921	4989	5525	5873
短期借款	1288	1288	1288	1288
应付账款及票据	586	510	722	769
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2185	2165	2400	2495
长期借款	198	198	348	348
其他长期负债	256	256	256	256
非流动负债合计	546	546	696	696
负债合计	2731	2711	3096	3191
股本	784	784	784	784
少数股东权益	(0)	(1)	(1)	(1)
股东权益合计	2190	2277	2429	2682
负债和股东权益合计	4921	4989	5525	5873

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	15.7%	15.4%	20.0%	17.4%
EBIT 增长率	9.7%	-47.5%	30.7%	51.0%
净利润增长率	60.5%	-51.7%	59.4%	57.4%
盈利能力				
毛利率	13.8%	10.4%	11.2%	12.4%
净利润率	4.9%	2.0%	2.7%	3.6%
总资产收益率 ROA	4.7%	2.2%	3.2%	4.8%
净资产收益率 ROE	10.6%	4.9%	7.3%	10.4%
偿债能力				
流动比率	1.8	1.8	1.8	1.8
速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6
现金比率	0.1	0.1	0.0	0.0
资产负债率	0.6	0.5	0.6	0.5
经营效率				
应收账款周转天数	59.3	55.0	53.0	51.0
存货周转天数	198.0	180.0	160.0	150.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.1	0.2	0.4
每股净资产	2.8	2.9	3.1	3.4
每股经营现金流	0.2	0.3	(0.1)	0.3
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	14.7	29.9	18.8	11.9
PB	1.5	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	13.9	24.1	19.9	14.1
股息收益率	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	231	112	178	280
折旧和摊销	130	97	88	94
营运资金变动	(229)	8	(352)	(151)
经营活动现金流	122	224	(84)	225
资本开支	404	108	133	120
投资	122	0	0	0
投资活动现金流	(283)	(108)	(133)	(120)
股权募资	2	0	0	0
债务募资	348	0	150	0
筹资活动现金流	177	(121)	32	(118)
现金净流量	17	(5)	(184)	(13)

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。