

资质好 具备快速扩张潜力

国联水产 (300094)

定价区间: 16.8-18.9 元

新股分析报告

2010年6月22日 星期三

农林牧渔小组

张先萍

021-50586660-8633

证书编号: S0630207110042

zxp@longone.com.cn

李臣燕

010-59707122

lcy@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股)	24000
本次发行股数(万股)	8000
发行后总股本(万股)	32000

财务指标

每股收益(元/股)	0.40
每股净资产(元/股)	1.94
净资产收益率(%)	17.49%
资产负债率(%, 母公司)	51.33%

申购要点

□ 企业概况:

作为国际领先的健康水产品供应商,通过构筑种苗、饲料、养殖、加工及销售纵向一体化产业链,采取规模化经营策略,凭借领先的食物安全管理能力、高效的供应效率及业内领先的产品研发与技术创新优势为全球消费者提供安全、健康及高性价比的对虾、罗非鱼等名优水产品。

公司拥有我国仅有的两家国家级南美白对虾遗传育种中心之一,是中国唯一一家(全球仅有两家)输美对虾“零关税”企业,2007年输美5种养殖水产品“自动扣检”首家解禁企业,国内两家通过ACC之BAP三星认证的企业之一,我国内地首家亦是唯一一家获准“供港活虾”企业。

□ 行业前景:

作为农业经济重要组成部分的水产行业,由于具有市场大、循环利用高、可持续发展、促进农民增收等优点,越来越受到政府的鼓励和支持。随着全球经济的发展和居民生活水平的提高,高蛋白、低脂肪的水产品将日益成为必不可少的消费品,水产行业发展潜力巨大。

□ 核心竞争优势:

全球领先的水产品质量安全管理能力。公司在业内率先通过ISO9001、HACCP、BAP、BRC、EU等国际体系认证,该等认证形成了多层次、全方位质量控制体系。

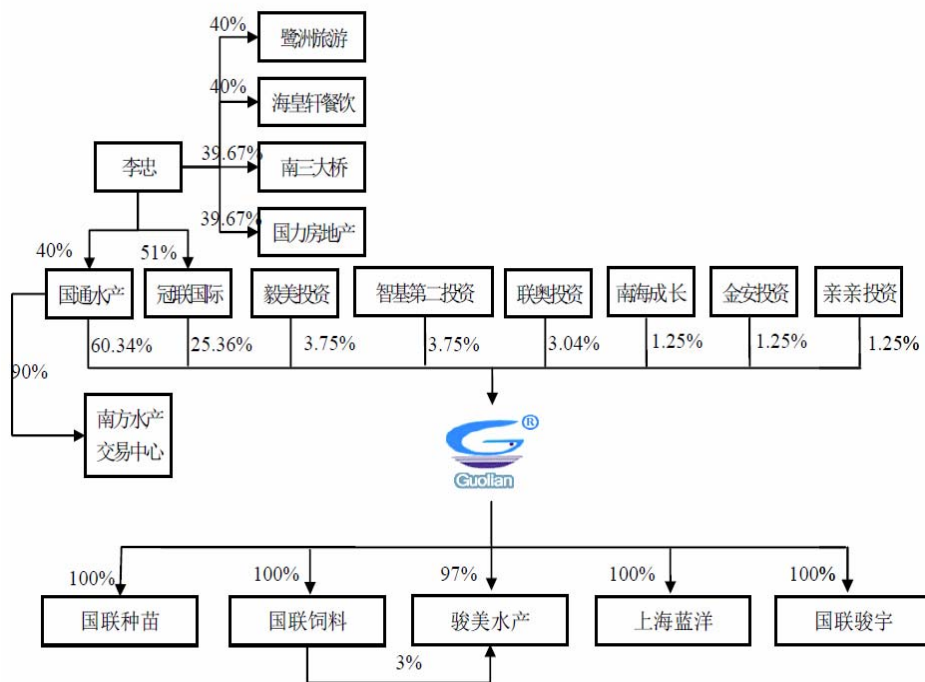
- **定价区间与申购建议:**我们预测公司2010-2012年净利润分别为13343万、18084万和22286万,其CARG为18.65%,摊薄后2010-2012年EPS分别为0.42、0.57和0.70。综合市场可比公司的整体市盈率水平,我们给与公司2010年EPS市盈率区间为40-45倍,对应的询价区间为16.8-18.9元之间。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

本次发行前，公司共有 8 名股东，均为机构投资者。具体情况见图 1。

图 1: IPO 前国联水产股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

国通水产持有公司 14,482.56 万股，占股权比例 60.34%，系公司之控股股东。公司实际控制人为李忠先生。李忠先生通过持有公司控股股东国通水产、主要股东冠联国际 40%、51% 的股权间接持有公司 37.07% 的股权，系公司之实际控制人。

1.2 公司主营业务

公司作为国际领先的健康水产品供应商，凭借领先的食物安全管理能力、高效的供应效率及业内领先的产品研发与技术创新优势为全球消费者提供安全、健康及高性价比的对虾、罗非鱼等名优水产品。

公司现已构筑了集种苗、饲料、养殖、加工及销售为一体的完整产业链，实现规模化经营，较之其他水产企业具备如下优势：（1）企业的价值链向上游有效延伸，提升了企业的盈利能力；（2）产业链上游的完善保证了原材料稳定供应，有利于公司扩大生产经营规模，降低经营成本，提高经营效益；（3）提高公司整体抗风险能力，保障原材料质量安全；（4）充分发挥农业产业化国家重点龙头企业带动作用，通过种苗改良及饲料营养

配方改良，加强养殖疫病防治，科学推广健康养殖，降低其养殖风险，保障养殖户增产增收，促进水产行业可持续健康发展；（5）通过规模经营，促进信息沟通，有效解决养殖户“小生产”与“大市场”的供需矛盾。

公司系农业产业化国家重点龙头企业，我国仅有的两家国家级南美白对虾遗传育种中心之一，中国唯一一家（全球仅有两家）输美对虾“零关税”企业，2007 年输美 5 种养殖水产品“自动扣检”首家解禁企业，国内两家通过 ACC 之 BAP 三星认证的企业之一，我国内地首家亦是唯一一家获准“供港活虾”企业。

2、行业背景

2.1 对虾的行业供求状况

国际三大主要对虾进口市场是美国、欧盟和日本，其中美国是全球对虾产品进口第一大国，现年均进口总量稳定在 56 万吨左右，欧盟增长较快，目前与美国基本持平，日本为 28 万吨左右。

我国已成为世界最大的对虾消费国。目前，国内对虾消费市场年均需求量在 100 万吨以上。但我国对虾人均消费量较美国、欧盟、日本、韩国等发达国家及地区相比仍有较大差距。随着人们生活水平的提高，消费观念由“温饱型”逐步向“营养型”、“健康型”过渡，我国对虾消费市场的发展潜力巨大。

2009 年，在养殖对虾的生产大国中，中国、泰国、越南、印度尼西亚和印度，是世界前五位的对虾产品出口国，近年来合计年产 300 万吨以内。

2.2 罗非鱼的行业供求状况

罗非鱼深受欧美、亚洲、中东等国家和地区消费者的青睐，国际市场的需求量不断增大。在欧美地区，罗非鱼受欢迎的程度仅次于鲑鱼，位居第二。目前仅欧美地区年进口的罗非鱼折合成成品鱼就达 70 万吨，并以 15%~20% 的增长率逐年增长。2009 年欧盟罗非鱼进口量同比增长 20.40%。

美国是全球罗非鱼主要进口国，消费量呈逐年增长趋势，其中 95% 依赖进口。2008 年，美国进口罗非鱼 17.95 万吨，从 1996 年起至 2008 年 11 年中，年平均增幅为 76.79%。欧洲罗非鱼消费主要依赖进口，英国、法国、西班牙、德国、荷兰、比利时是主要的罗非鱼消费国。亚洲国家和地区中，罗非鱼的主要区域性市场在中国大陆、中国台湾、菲律宾、泰国、印尼等东南亚和远东地区，该等市场罗非鱼需求基本可达到自足。

亚洲是全球罗非鱼养殖产量增长最快的地区。中国大陆、中国台湾、泰国和菲律宾是主要生产国和地区，其中，中国大陆罗非鱼产量全球第一，这一产量优势在未来仍将进一步扩大；南美洲是罗非鱼第二大产区，包括加勒比海、牙买加、厄瓜多尔、哥斯达黎加和哥伦比亚等国家和地区；非洲养殖产量不高，以尼罗罗非鱼为主，最主要的养殖国为埃及。2008 年，亚洲地区的罗非鱼产量最高，达 195 万吨，其中 42.05% 产自中国大陆。其他主要产区中，中南美洲 45 万吨，非洲 35 万吨。

3、 公司竞争优势分析

3.1 全球领先的水产品质量安全管理能力

公司在业内率先通过 ISO9001、HACCP、BAP、BRC、EU 等国际体系认证，该等认证形成了多层次、全方位质量控制体系。公司系国内两家通过 ACC 之 BAP 三星认证的企业之一。

公司深入贯彻产品质量安全意识，对选种育种、养殖、饲料生产、加工、销售过程中的各环节实施全面的科学管理及严格把关，确保产品质量安全。通过 1、捆绑经营模式以从源头上确保质量可控；2、用国际领先的设备武装的生产过程；3、“从养殖基地到餐桌”的全过程电子化监管建立起“从餐桌到养殖基地”的产品可追溯体系。

3.2 产业化经营模式可复制性的优势

公司已就对虾产业建立起全产业链质量管理体系和“龙头企业+基地+标准化”的产业经营模式（包括硬件与软件），其他市场需求较大的品种可通过低成本复制这一经营模式获得快速的成长，实现经营规模安全、有效扩张。这样，已建成的产业模式成为盈利通道，新产品通过这一通道实现快速获利，新产品的低成本扩张将持续扩大公司的盈利空间。

4、公司财务分析

4.1 收入、利润结构分析

近三年公司主营业务收入全部来自与公司主营业务产业链三个重要环节：水产品收入、种苗收入和饲料收入，其中水产品收入占比在 90%以上。主营业务非常突出。

从毛利来看，近三年 92%以上的毛利来自于水产品收入，主营业务盈利能力强。

表 1：公司毛利结构图

项目	2009		2008		2007	
	毛利	占比	毛利	占比	毛利	占比
水产品	14,665.47	92.42%	13,476.97	93.68%	11,155.42	90.43%
种苗	417.43	2.63%	142.59	0.99%	105.91	0.86%
饲料	785.05	4.95%	766.17	5.33%	1,074.39	8.71%
合计	15,867.95	100.00%	14,385.72	100.00%	12,335.71	100.00%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

4.2 盈利能力分析

公司水产品销售收入占主营业务收入平均维持在 90%以上，因此主营业务毛利率主要受水产品毛利率变化的影响。水产品毛利率受水产品转口贸易、人民币汇率变化、原材料价格变化等因素影响，呈现小幅下降。

毛利率呈现下降的原因主要有以下三点：1、汇率的变动。在剔除汇率的影响后，主营业务毛利率水平总体呈上升趋势；2、单位销售成本变动，外购原材料价格比内购有所提高；3、内销业务初期毛利率较低。

我们认为，汇率和外购原材料的价格是不可控的，公司可能通过调整产品价格来消化不利影响。

表 2：公司毛利率分业务明细表

项目	2009 年度	2008 年度	2007 年度
主营业务综合毛利率	14.57%	15.21%	16.98%
其中：水产品	14.67%	15.18%	17.28%
种苗	41.00%	61.20%	53.77%
饲料	9.90%	13.79%	13.57%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

公司 2009-2007 年末的资产负债率分别为 51.33%、55.68%和 60.41%，资产负债率逐步降低。债务结构不尽合理，流动负债占比较大（74%），

加大了公司的短期偿债压力。

表 3: 公司其他财务指标

其他财务指标	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	1.76	1.23	1.37
速动比率	0.94	0.58	1.02
应收账款周转率	4.27	3.75	2.74
存货周转率	2.92	3.56	6.47
资产负债率（母公司）	51.33%	55.68%	60.41%
	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润	13,937.47	12,166.40	9,680.15
利息保障倍数	5.65	3.74	5.71
每股经营活动的净现金流量（元）	0.06	0.42	-0.14
基本每股收益（元/股）	0.40	0.32	0.30
加权平均净资产收益率（%）	19.84%	18.98%	36.64%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 食品质量安全风险

食品质量安全问题涉及消费者的健康和生命安全，部分重大食品安全事件甚至涉及社会安定和国家安全。近年来频发的食品安全事件引发了消费者及政府部门对食品安全的高度重视。

各国均以立法形式保障食品安全，如美国的《联邦食品、药物和化妆品法》、日本的《食品卫生法》、我国《中华人民共和国食品安全法》等。发达国家作为水产品主要消费国对于进口水产品更是建立了严格的检测标准及准入制度。我国从 2009 年 6 月 1 日开始实施《中华人民共和国食品安全法》之后，加强并完善食品生产全过程质量控制不仅将成为整个产业的发展趋势，亦将对产业链上各环节企业的生产经营格局产生深远影响。

5.2 贸易壁垒风险

随着我国市场开放度的提高，贸易规模不断扩大，竞争日趋激烈，贸易摩擦也日益增多。我国加入 WTO 以来，有多个国家和地区对我出口产品发起反倾销、保障措施调查，通过反倾销、技术壁垒、合格评定程序等限制我国出口产品的案件亦呈上升态势。对于公司以出口为主要市场的业务存在着较大的风险，此风险发生概率不大，但一旦发生，后果极为不利。

5.3 汇率波动的风险

公司水产品销售以出口为主。2007-2009 年度出口产品销售收入分别占主营业务收入的 87.29%、91.48%和 81.90%，虽因内销业务的快速增长导致出口比例呈逐渐下降趋势，但因出口业务占比较大，汇率波动，特别是人民币升值将会对公司的毛利率和盈利能力产生明显的不利影响。

6、募集资金投向

项目概览

本次 IPO 计划发行 8,000 万股，募集资金拟投资于表 4 所列的五个项目，项目投资总额 43,399.52 万元，拟使用募集资金 42,419.52 万元。

表 4：募集资金投向

单位：万元

项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金	静态投资回收期(年)	达产后预计年新增收入	内部收益率(%)
1、水产品加工扩建项目	13,916.11	12,936.11	-	-	-
-罗非鱼加工厂建设项目	7,923.56	7,923.56	4.56	40,332.5	34.24%
-水产品深加工建设项目	5,012.55	5,012.55	3.17	20,110.00	46.35%
2、国内市场营销网络建设项目	7,810.00	7,810.00	4.76	50,000.00	34.85%
3、水产品加工副产品综合利用建设项目	5,627.30	5,627.30	4.21	9,040.00	35.5%
4、研发中心建设项目	3,110.00	3,110.00	-	-	-
5、其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-	-
合计	43,399.52	42,419.52		119,482.50	

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

1、不考虑募投的增收，公司原有业务在 2010、2011、2012 年相对于 2009 年业务分别实现 20%、30%和 20%的增长。考虑 2010/2011 年募投效益尚未显现，假定业务平稳增长，2012 年募投效益显现，增长主要来自募投项目，原有业务维持现状；

2、募投的增收情况根据公司募投预测，各项目收入在第三年进入高速增长期。

3、公司现享有的关税及税收优惠不变。

表 6：国联水产盈利预测

单位：元

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	739,839,516.27	955,584,225.13	1,100,277,588.40	1,569,560,606.08	2,103,638,364.92	2,878,583,106.08
其中：营业收入	739,839,516.27	955,584,225.13	1,100,277,588.40	1,569,560,606.08	2,103,638,364.92	2,878,583,106.08
二、营业总成本	669,399,675.11	882,634,166.84	1,011,393,205.33	1,434,104,931.84	1,918,279,092.89	2,648,998,582.93
其中：营业成本	611,505,646.33	801,923,298.34	932,762,015.83	1,334,126,515.17	1,788,092,610.18	2,446,795,640.17
营业税金及附加		6,245.59	11,305.14	20,000.00	20,000.00	20,000.00
销售费用	10,889,051.97	10,000,536.29	13,713,261.39	22,758,628.79	28,399,117.93	35,982,288.83
管理费用	28,012,763.83	29,187,382.07	34,406,267.20	48,656,378.79	65,212,789.31	89,236,076.29
财务费用	15,650,914.45	39,004,140.37	26,319,114.64	23,543,409.09	31,554,575.47	71,964,577.65
资产减值损失	3,341,298.53	2,512,564.18	4,181,241.13	5,000,000.00	5,000,000.00	5,000,000.00
三、其他经营收益						
四、营业利润	70,439,841.16	72,950,058.29	88,884,383.07	135,455,674.24	185,359,272.03	229,584,523.15
加：营业外收入	6,823,723.44	5,814,385.65	8,659,123.11	7,000,000.00	7,000,000.00	7,000,000.00
减：营业外支出	3,623,942.22	2,624,449.76	902,751.33	2,000,000.00	2,000,000.00	2,000,000.00
五、利润总额	73,639,622.38	76,139,994.18	96,640,754.85	140,455,674.24	190,359,272.03	234,584,523.15
减：所得税费用	1,793,646.59	-87,265.24	622,815.54	7,022,783.71	9,517,963.60	11,729,226.16
六、净利润	71,845,975.79	76,227,259.42	96,017,939.31	133,432,890.53	180,841,308.42	222,855,296.99
总股本	240,000,000.00	240,000,000.00	240,000,000.00	320,000,000.00	320,000,000.00	320,000,000.00
稀释每股收益	0.30	0.32	0.40	0.42	0.57	0.70

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司资质好，盈利能力稳定，市场拓展空间较大。同时募投项目有助于公司扩大经营品种，实现低成本快速扩张。我们认为公司的销售收入近期会是一个平稳的增长，2-3 年后才有出现大幅增长的机会。

基于上述考虑，再综合可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 40-45 倍，对应的询价区间为 16.8-18.9 元之间。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李臣燕，农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，9 年证券从业经验，2010 年 2 月加盟东海证券。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122