

方正证券研究所

农林牧渔行业分析师：陈光尧 张保平

TEL: (010) 68584886 68584850

E-mail: chenguangyao@foundersc.com

zhangbaoping@foundersc.com

联系人：傅敏

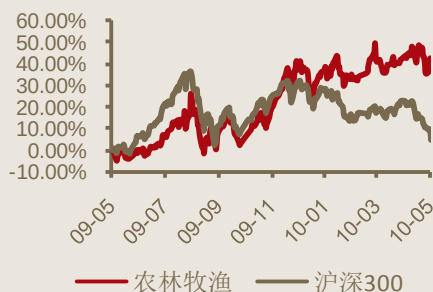
TEL: (0731) 85832274

E-mail: fumin@foundersc.com

发行上市资料

发行价格（元）	14.38
H 股总股本（万股）	0
A 股发行股数（万股）	8000
发行前总股本（万股）	24000
发行后总股本（万股）	32000
发行日期	2010/6/28
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	平安证券
上市日期	2010/-/-

农林牧渔行业相对沪深 300 指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

国际领先的健康水产品提供商

国联水产（300094）新股投资建议报告

公司研究·新股报告

2010.6.28

农林牧渔行业

投资要点

※卓越的产品品质构成公司的核心竞争力

公司作为农业产业化国家级重点龙头企业，成功推行全产业链质量控制体系和“龙头企业+基地+标准化”的产业化模式，有力掌控整个产业链保证了产品质量。公司是国内首家美国 FDA 解除自动扣检的企业和内地首家活虾供港企业，通过了 ACC 之 BAP 三星认证，其优势竞争者无可比拟。

※居主导地位的水产品提供商

公司主要从事对虾和罗非鱼种苗、饲料、养殖、加工和销售，2009 年对虾加工占公司营业收入的 90%。目前公司是国内最大的对虾出口企业，2009 年出口量占我国对虾美国出口市场 37%，具有绝对主导地位，同时也是亚洲唯一获得美国对虾出口“零关税”企业，出口优势突出。

※消费升级 公司内外并举市场潜力巨大

我国经济持续向好，居民消费能力不断攀升，消费习惯和消费观念逐步沿着“温饱型”“营养型”“健康型”过度，水产品消费快于经济增长，水产品养殖需求又快于水产品消费。世界对虾市场增速约为 15%，我国市场增速约为 25%，对虾的国际市场平稳增长，国内市场则处于爆发式增长期。今年墨西哥湾漏油事件可能会导致当地对虾产量大幅度下降，2010 年国际对虾价格将稳中有升。

※募投项目分析

公司本次计划发行 8000 万股，募集资金主要用于水产品加工扩建、水产品加工副产品综合利用和科研中心建设。其中水产加工扩建项目可使公司拥有罗非鱼完整产业链，此外还可扩大公司对虾的深加工业务比例，提高公司产品附加值，从而保证公司的毛利率稳步上升；水产品加工副产品综合利用建设项目使得公司目前的副产品转化为市场需求较大的氨基葡萄糖盐酸盐和饲料蛋白，提高利润率。

※新股投资建议

我们预计公司 IPO 摊薄后 2010 年-2012 年每股收益 0.46、0.55、0.73 元。一级市场报价按照 2009 年利润摊薄后的 EPS0.30 元计算，发行报价 14.38 元，对应 PE 为 48 倍，根据目前水产养殖业的情况基本合理，2010 年 EPS0.46 元，按 35-40 倍市盈率计算，二级市场合理价格在 16.1-18.4 元之间。

※风险提示：公司面临的贸易壁垒风险、汇率风险、病害、自然灾害风险。

图表 1 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(亿元)	11.00	15.95	19.62	24.53
(+/-%)	15%	45%	23%	25%
净利润(亿元)	0.96	1.43	1.76	2.33
(+/-%)	26%	49%	23%	32%
每股收益（元）	0.300	0.446	0.550	0.728
市盈率（P/E）	47.9	32.2	26.1	19.8
市净率（P/B）	9.9	8.0	6.5	5.2
EV/EBITDA	36.3	26.3	22.3	18.1

数据来源：公司公告 方正证券研究所

图表 2 财务报表及指标预测

利润表（亿元）	2009	2010E	2011E	现金流量表	2009	2010E	2011E
主营业务收入	11.0	16.0	19.6	经营活动产生的现金流			
主营业务成本、税金	9.3	13.7	16.8	净利润	1.0	1.4	1.8
主营业务利润	1.7	2.3	2.8	少数股东权益	0.0	0.0	0.0
其他业务利润	(0.0)	(0.0)	(0.0)	折旧及摊销	0.2	0.4	0.5
营业费用	0.1	0.2	0.3	坏账准备	0.0	0.0	0.0
管理费用	0.3	0.5	0.6	应收账款的减少	(1.3)	(1.5)	(1.1)
财务费用	0.3	0.2	0.2	存货的减少	(0.2)	(1.5)	(1.1)
营业利润	0.9	1.4	1.7	待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	其他长期资产的减少	0.0	0.0	0.0
补贴收入	0.0	0.0	0.0	应付账款的增加	0.2	0.6	0.4
营业外收支	0.1	0.1	0.1	预提费用的增加	0.0	0.0	0.0
利润总额	1.0	1.4	1.8	其他流动负债的增加	0.2	(0.0)	(0.0)
减:所得税	0.0	0.0	0.0	其他长期负债的增加	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	0.0	0.0	0.0	其它	(0.0)	(0.0)	(0.0)
归属母公司净利润	1.0	1.4	1.8	经营活动现金流净额	0.1	(0.6)	0.4
				投资活动产生的现金流			
资产负债表	2009	2010E	2011E	收回投资与投资收益	0.0	0.0	0.0
现金及现金等价物	0.4	0.4	0.4	资本投资	0.3	0.2	0.2
应收账款净额	3.4	4.9	6.0	其它	0.0	0.0	0.0
存货净额	3.2	4.7	5.8	投资活动现金流净额	(0.3)	(0.2)	(0.2)
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	筹资活动产生的现金流			
流动资产合计	6.9	10.0	12.2	股权融资	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	2.6	2.5	2.3	支付股利	0.2	0.4	0.4
无形资产	0.4	0.3	0.3	银行贷款的净增加	0.3	1.2	0.3
长期投资及其他	0.0	0.0	0.0	其它	0.0	0.0	0.0
资产总计	10.0	12.8	14.8	筹资活动现金流净额	0.1	0.9	(0.2)
短期借款	2.7	3.5	3.2	现金的净流入/（净流出）	(0.1)	0.0	0.0

应付账款	1.3	1.9	2.3	现金期初余额	0.5	0.4	0.4
其他流动负债	(0.1)	(0.1)	(0.2)	现金期末余额	0.4	0.4	0.4
流动负债合计	3.9	5.2	5.4				
长期借款	1.3	1.8	2.3	主要财务指标	2009	2010E	2011E
其他长期负债	0.1	0.1	0.1	ROE	20.6%	24.9%	25.0%
长期负债合计	1.4	1.9	2.4	ROA	9.6%	11.1%	11.9%
负债合计	5.3	7.1	7.7	已获利息倍数	4.54x	8.61x	9.46x
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	资产负债率	53.3%	55.3%	52.4%
股东权益	4.7	5.7	7.1	流动比率	176.0%	191.6%	227.2%
负债和股东权益	10.0	12.8	14.8	固定资产/总资产	26.4%	19.3%	15.3%

资料来源：WIND 资讯 方正证券研究所

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%—20%；

中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%—10%；

减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；

中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；

减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）
电话：	（010）68584803	（0731）85832274
传真：	（010）68584803	（0731）85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com
	杭州	
地址：	浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）	
电话：	（0571）87782600	
传真：	（0571）87782600	
网址：	http://www.foundersc.com	
E-mail：	yjzx@foundersc.com	