

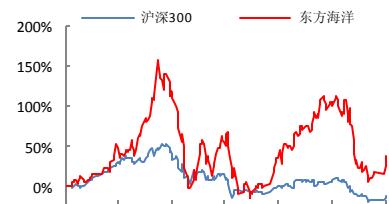
## 主业积极向好，战略布局体外诊断

- 事件:**发布2015年业绩快报，实现净利润约为5003万元，同比增长20%；发布利润分配预案，每10股派息0.56元(含税)并转增10股。
- 海参主业回暖，定增降低财务费用。**公司全年收入约为6.78亿元，同比增长12%，扭转了自2013年以来的下滑趋势。我们估计主要原因在于海参开始进入收获期，带动公司业绩增长。预计2015年海参全年收入超过3亿元，同比增长36%左右。公司已拥有接近5万亩底播养殖海域，过去数年持续加大育苗投放力度，海参产量逐渐提升，而且随着自育苗供应比例提高，毛利率也将扭转下滑趋势，有望维持在50%左右，保障业绩持续增长。从费用来看，全年三费率估计接近19%，同比提升超过1个百分点，主要原因在于公司负债明显增多导致财务费用增长明显。但公司已于2015年11月已完成定增，募集资金13.46亿元，偿还贷款后有助于降低财务费用，净利润有望出现明显提升。
- 完成Avioq收购，战略进军体外诊断。**除了传统业务以外，公司还在积极布局大健康领域，近期完成了对美国Avioq公司的收购。Avioq公司主要产品为HIV和HTLV-I/II(白血病毒)试剂，其中HIV试剂是唯一一个被美国FDA批准的使用唾液及干血进行检测的试剂，HTLV血筛试剂是美国FDA批准的仅有的2个试剂之一(另一家为雅培)，在技术上处于领先地位。另外Avioq还完成了多种先进技术体外诊断产品的开发，包括维生素D等质谱检测产品、常见肿瘤基因检测产品，潜在市场规模都在超过亿元。Avioq将成为公司大健康事业部的核心，未来还将延伸到质谱检测、基因检测、独立医学实验室等领域，打造综合性体外诊断产品和服务平台。Avioq收购完成后，公司将提供充足资金推动Avioq的产品进行市场推广，并在国内组建了强大的营销团队，推动其产品在国内放量。Avioq业绩承诺高，2016-2018年承诺净利润分别不低于400万、600万、1200万美元，随着新产品和营销团队发力，实现业绩承诺是大概率事件。
- 业绩预测与估值:**预测公司2015-2017年EPS分别为0.15元、0.41元、0.59元，对应PE分别为135倍、48倍、34倍。考虑到1)公司海参主业积极向好，定增完成可大幅度降低财务费用；2)积极发展大健康产业，Avioq产品即将放量，存在外延扩张预期；3)大股东定增锁定5年看好公司长期发展，股价与公司高管增持价形成倒挂，存在安全边际。我们首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示:**并购整合或不达预期；海参销售或低于预期；并购企业业绩实现或不及承诺。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513070001  
电话: 021-68413530  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
  
联系人: 周平  
电话: 023-67791327  
邮箱: zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	3.44
流通A股(亿股)	2.38
52周内股价区间(元)	11.75-39
总市值(亿元)	67.98
总资产(亿元)	29.83
每股净资产(元)	5.94

### 相关研究

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	604.50	677.71	865.23	1000.68
增长率	-1.79%	12.11%	27.67%	15.65%
归属母公司净利润(百万元)	41.60	50.41	140.49	201.87
增长率	-27.03%	21.18%	178.70%	43.70%
每股收益EPS(元)	0.12	0.15	0.41	0.59
净资产收益率ROE	3.05%	1.85%	4.91%	6.60%
PE	163	135	48	34
PB	4.75	2.40	2.28	2.13

数据来源: Wind, 西南证券

**关键假设:**

- 1、海参市场需求稳定，随着自育苗比例提高，毛利率保持在 50%左右；
- 2、Avioq 能够实现业绩承诺，且毛利率随着规模扩大略有提升。

**表 1：公司业务分拆盈利预测（百万元）**

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>合计</b>						
营业收入	676.38	615.51	604.50	677.71	865.23	1,000.68
$yoy$		-9%	-2%	12%	28%	16%
营业成本	475.54	458.00	460.57	486.14	572.61	630.74
毛利率	30%	26%	24%	28%	34%	37%
<b>海参</b>						
收入	228.79	188.32	221.02	300.62	390.81	468.97
$yoy$		-18%	17%	36%	30%	20%
成本	95.95	90.51	111.31	150.72	195.40	239.17
毛利率	58%	52%	50%	50%	50%	49%
<b>进料加工</b>						
收入	317.03	296.49	245.32	187.02	158.97	135.12
$yoy$		-6%	-17%	-24%	-15%	-15%
成本	314.55	297.29	251.73	210.76	174.86	145.93
毛利率	1%	0%	-3%	-13%	-10%	-8%
<b>来料加工</b>						
收入	45.91	61.20	68.87	84.04	100.85	115.98
$yoy$		33%	13%	22%	20%	15%
成本	29.76	36.68	41.97	53.34	66.56	78.86
毛利率	35%	40%	39%	37%	34%	32%
<b>国内贸易</b>						
收入	31.06	21.07	14.96	13.28	12.62	12.62
$yoy$		-32%	-29%	-11%	-5%	0%
成本	14.38	10.99	13.29	9.18	9.46	10.09
毛利率	54%	48%	11%	31%	25%	20%
<b>其他</b>						
收入	53.59	48.42	54.33	92.75	106.66	112.00
$yoy$		-10%	12%	71%	15%	5%
成本	20.90	22.53	42.26	62.14	85.33	89.60
毛利率	61%	53%	22%	33%	20%	20%
<b>Avioq</b>						
收入			32.37	36	104	156
$yoy$				11%	189%	50%
成本			14.57	15.84	44.72	67.08
毛利率			55%	56%	57%	57%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	604.50	677.71	865.23	1000.68	净利润	43.59	52.37	146.20	210.20
营业成本	460.57	486.14	572.61	630.74	折旧与摊销	77.01	181.59	181.59	181.59
营业税金及附加	0.32	0.93	0.99	1.12	财务费用	61.10	75.19	44.45	27.22
销售费用	10.08	13.55	34.61	50.03	资产减值损失	12.42	20.00	18.00	25.00
管理费用	36.53	40.66	60.57	70.05	经营营运资本变动	-210.50	93.68	-224.48	-131.34
财务费用	61.10	75.19	44.45	27.22	其他	-27.15	-15.34	-18.32	-25.62
资产减值损失	12.42	20.00	18.00	25.00	经营活动现金流净额	-43.54	407.49	147.44	287.05
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	9.82	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-65.65	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-55.83	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>23.49</b>	<b>41.22</b>	<b>134.00</b>	<b>196.52</b>	短期借款	1.42	-366.42	-400.00	0.00
其他非经营损益	20.38	11.66	13.66	15.66	长期借款	88.73	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>43.88</b>	<b>52.89</b>	<b>147.66</b>	<b>212.18</b>	股权融资	0.00	1346.18	0.00	0.00
所得税	0.29	0.52	1.46	1.98	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>43.59</b>	<b>52.37</b>	<b>146.20</b>	<b>210.20</b>	其他	-64.37	-75.27	-44.45	-27.22
少数股东损益	1.99	1.96	5.71	8.33	筹资活动现金流净额	25.78	904.49	-444.45	-27.22
归属母公司股东净利润	41.60	50.41	140.49	201.87	<b>现金流量净额</b>	<b>-73.71</b>	<b>1311.99</b>	<b>-297.01</b>	<b>259.83</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>财务分析指标</b>	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	71.60	1383.59	1086.57	1346.41	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	188.21	157.71	213.06	251.62	销售收入增长率	-1.79%	12.11%	27.67%	15.65%
存货	928.92	886.66	1074.89	1188.17	营业利润增长率	-48.05%	75.47%	225.06%	46.65%
其他流动资产	4.65	6.40	8.39	9.29	净利润增长率	-25.92%	20.14%	179.19%	43.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-10.57%	84.41%	20.82%	12.58%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1362.07	1190.03	1017.99	845.95	毛利率	23.81%	28.27%	33.82%	36.97%
无形资产和开发支出	53.00	47.22	41.43	35.65	三费率	17.82%	19.10%	16.14%	14.72%
其他非流动资产	37.88	34.11	30.34	26.57	净利率	7.21%	7.73%	16.90%	21.01%
<b>资产总计</b>	<b>2646.34</b>	<b>3705.72</b>	<b>3472.68</b>	<b>3703.65</b>	ROE	3.05%	1.85%	4.91%	6.60%
短期借款	766.42	400.00	0.00	0.00	ROA	1.65%	1.41%	4.21%	5.68%
应付和预收款项	91.44	80.15	99.30	111.29	ROIC	3.65%	5.09%	8.16%	10.16%
长期借款	214.73	214.73	214.73	214.73	EBITDA/销售收入	26.73%	43.97%	41.61%	40.51%
其他负债	142.86	181.49	183.09	191.88	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1215.45</b>	<b>876.36</b>	<b>497.12</b>	<b>517.89</b>	总资产周转率	0.23	0.21	0.24	0.28
股本	243.85	343.85	343.85	343.85	固定资产周转率	0.45	0.53	0.79	1.08
资本公积	683.35	1929.53	1929.53	1929.53	应收账款周转率	4.46	4.15	4.96	4.55
留存收益	476.77	527.18	667.67	869.54	存货周转率	0.53	0.53	0.58	0.56
归属母公司股东权益	1404.04	2800.56	2941.04	3142.92	销售商品提供劳务现金营业收入	84.42%	—	—	—
少数股东权益	26.84	28.80	34.52	42.84	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1430.89</b>	<b>2829.36</b>	<b>2975.56</b>	<b>3185.76</b>	资产负债率	45.93%	23.65%	14.32%	13.98%
负债和股东权益合计	2646.34	3705.72	3472.68	3703.65	带息债务/总负债	80.72%	70.15%	43.19%	41.46%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	1.32	4.30	12.71	13.42
EBITDA	161.60	298.01	360.05	405.33	速动比率	0.29	2.73	6.97	7.72
PE	163.42	134.86	48.39	33.67	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	4.75	2.40	2.28	2.13	<b>每股指标</b>				
PS	11.25	10.03	7.86	6.79	每股收益	0.12	0.15	0.41	0.59
EV/EBITDA	35.46	20.23	16.46	13.98	每股净资产	4.16	8.23	8.65	9.26
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	-0.13	1.19	0.43	0.83
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn