

公司研究/首次覆盖

2017年07月09日

农林牧渔

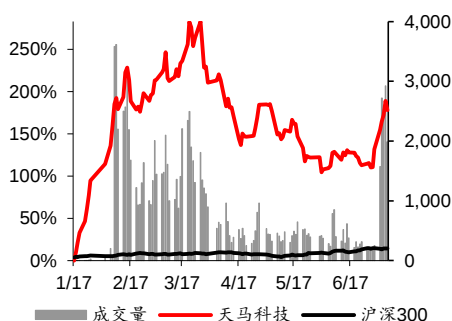
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 17.69
合理价格区间(元): 18.80~19.27

许奇峰 执业证书编号: S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

潘振亚 021-28972252
联系人 panzhenya@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

消费升级驱动，产能释放可期

天马科技(603668)

核心观点

天马科技为国内特种水产配合饲料行业龙头，深耕行业多年、技术研发实力雄厚，在中国水产品行业由“数量驱动”转向为“价值驱动”消费升级的大背景下，预计 2017 年公司产能开始释放，未来将享受水产品消费升级与市场份额提升双驱动。

水产品消费升级倒逼水产养殖供给侧改革，“四大家鱼”已无法满足需求

在我国水产品消费中，过去一直以青鱼、草鱼、鲢鱼、鳙鱼四大家鱼为主，渔业养殖生产也以解决普通水产品消费需求为核心。而随着我国水产品总量的迅速上升，“吃鱼难”的问题得到了有效解决，水产品需求转向“质量型、健康型”的发展趋势。

特种水产配合饲料普及率依旧偏低，行业集中度亟待提升

目前养殖的主要特种水产动物中，鳊鲂、鳙、鲟鱼、鲢等淡水品种饲料普及率较高，但海水鱼配合饲料普及率仍较低，石斑鱼、大黄鱼等海水鱼配合饲料普及率仅在 20% 左右。全国特种水产配合饲料生产企业约有 600 家左右，主要分布在福建、广东、浙江和山东等沿海省市，年产 4 万吨以上特种水产配合饲料的企业不足 25 家，行业较为分散。

产品技术研发领先行业，预计 2017 年产能开始释放

2016 年底，公司特种水产配合饲料设计产能 12.72 万吨，IPO 募投项目竣工投产后新增设计产能 11.71 万吨。随着募投项目 2017 年 4 月的投产，公司产品结构将进一步优化，2017 年产能将得到较大的提升，未来产值总额增长潜力较大。

集中化生产辅以直销模式，毛利水平高于行业平均

普通水产配合饲料以同质化、价格竞争为主要特征，而特种水产配合饲料是以技术竞争、服务竞争为主要特征，行业的盈利水平远高于普通水产配合饲料。公司产品种类丰富，能够满足养殖户不同品种、不同阶段的多样化需求，客户的忠诚度较高。因此，公司销售环节的议价能力较强，能够灵活根据行业上下游情况制定价格策略。

水产品消费升级与市场份额提升双驱动，首次覆盖，给予“增持”评级

公司是特种水产配合饲料行业龙头，在中国水产品消费逐渐由“温饱型”向“质量型、健康型”发展的大背景下，公司一方面享受特种水产品行业专业化配合饲料普及率提升的红利，另一方面正凭借自身强大的技术研发优势以及 2017 年的产能释放进一步提升市场份额。我们预计 2017 年公司特种水产配合饲料销量 12.35 万吨左右，实现归属于母公司净利润 1.40 亿元，对应 EPS 0.47 元。考虑到公司在行业中的龙头地位以及自身技术研发实力，作为 A 股特种水产饲料稀缺标的未来三年将迎来业绩高增长，给予公司 2017 年 40-41 倍的 PE 估值水平，对应 2017 年目标价为 18.80-19.27 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：鱼粉、淀粉、豆粕价格波动风险；公司产能释放不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	296.80
流通 A 股 (百万股)	74.20
52 周内股价区间 (元)	8.94-34.22
总市值 (百万元)	5,250
总资产 (百万元)	1,163
每股净资产 (元)	2.55

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	808.60	843.66	1,288	1,806	2,524
+/-%	15.61	4.34	52.71	40.16	39.79
归属母公司净利润 (百万元)	66.05	80.29	140.40	217.03	321.71
+/-%	10.92	21.57	74.86	54.58	48.23
EPS (元, 最新摊薄)	0.22	0.27	0.47	0.73	1.08
PE (倍)	79.50	65.39	37.40	24.19	16.32

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

国内特种水产配合饲料龙头，鳗鲡料销量全球第一	4
专精特种水产配合饲料	4
公司股权结构	5
公司主营业务发展历程	6
基础发展阶段（2001-2005 年）：优势品种较单一	6
扩张发展阶段（2005-2008 年）：品牌、品种多元化	6
提升发展阶段（2008 年至今）：高新技术产业化，公司科技研发迈入行业尖端领 域新时期	7
养殖代替捕捞，水产品消费升级倒逼水产养殖供给侧改革	8
世界水产品产量和人均消费量逐年提高，养殖代替捕捞	8
“数量驱动”转化为“价值驱动”，中国传统四大家鱼已无法满足需求	9
水产养殖业快速发展，推动水产配合饲料总产量持续增长	12
水产品消费升级，特种水产配合饲料成为水产配合饲料行业新的增长点	14
特种水产配合饲料普及率还有较大提升空间	15
幼龄阶段、种苗阶段水产配合饲料前景广阔	16
大部分企业产品单一、生产规模小，行业集中度亟待提升	17
产品技术研发领先行业，2017 年产能开始释放	19
品种最为齐全，打造八条鱼全球第一，2017 年产能开始释放	19
建立特种水产配合饲料配方基础数据库，多项自主知识产权发明专利	20
集中化生产辅以直销模式，毛利水平高于行业平均	22
集中化生产经营模式，公司自身管控能力强	22
70%以上饲料收入为直销模式	22
销售体系覆盖全国，并走向东南亚市场	22
毛利水平高于大宗饲料行业平均	23
原材料成本占比超 90%，成本加成定价转移风险	24
盈利预测	26
风险提示	27
PE/PB - Bands	27

图表目录

图表 1： 公司主要产品及用途（目前销量占比较大的品种、现阶段重点开拓的品种） ..	4
图表 2： 天马科技主营业务收入情况（单位：亿元）	5
图表 3： 2016 年天马科技主营业务收入结构	5
图表 4： 2016 年天马科技主营业务收入及毛利情况（单位：亿元）	5
图表 5： 天马科技股权结构（截止 2017 年一季报披露）	5
图表 6： 公司主营业务发展历程	6

图表 7: 天马科技五大产品系列	7
图表 20: 中国水产品消费由“温饱型”向“质量型、健康型”发展	11
图表 21: 中国青鱼养殖产量与增速 (单位: 吨)	11
图表 22: 中国草鱼养殖产量与增速 (单位: 吨)	11
图表 23: 中国鲢鱼养殖产量与增速 (单位: 吨)	11
图表 24: 中国鳙鱼养殖产量与增速 (单位: 吨)	11
图表 25: 中国鳊鱼养殖产量与增速 (单位: 吨)	12
图表 26: 中国大黄鱼养殖产量与增速 (单位: 吨)	12
图表 27: 中国石斑鱼养殖产量与增速 (单位: 吨)	12
图表 28: 中国鲟鱼养殖产量与增速 (单位: 吨)	12
图表 29: 水产饲料上下游重要关联产业结构图	13
图表 30: 中国水产养殖及水产配合饲料产量 (万吨)	14
图表 31: 中国特种水产养殖产业带分布图	14
图表 32: 中国水产配合饲料产量及增速 (单位: 万吨)	15
图表 33: 中国特种水产配合饲料产量及增速 (单位: 万吨)	15
图表 34: 2015 年中国特种水产配合饲料产品结构	15
图表 35: 2015 年中国主要特种水产品配合饲料普及率情况	16
图表 36: 天马科技各阶段鳊鱼配合饲料	17
图表 37: 2015 年全国主要特种水产种苗早期配合饲料需求量及实际使用量 (单位: 吨)	17
图表 38: 特种水产配合饲料行业天马科技主要竞争企业	18
图表 39: 天马科技各产品系列销量情况 (单位: 吨)	19
图表 40: 2016 年天马科技各产品系列销量结构	19
图表 41: 天马科技主要产品销量与国内市场占有率 (单位: 吨)	19
图表 42: 天马科技产品产能、产量、销量、产能利用率及产销率情况 (单位: 吨) ..	20
图表 43: 募投项目生产线产能情况 (单位: 万吨)	20
图表 44: 天马科技研发支出情况 (单位: 万元)	21
图表 45: 天马科技饲料销售收入直销模式和经销模式比重 (单位: 万元)	22
图表 46: 天马科技国内营销网络	23
图表 47: 天马科技国际营销网络	23
图表 48: 天马科技各系列饲料品种毛利率及变动情况	23
图表 49: 天马科技与同行业上市公司饲料业务毛利率对比	24
图表 50: 天马科技主要原材料占主营业务成本比重 (单位: 万元)	24
图表 51: 普通蒸汽 (65%蛋白) 秘鲁鱼粉 FOB 离岸价 (单位: 美元/吨)	24
图表 52: 优质蒸汽 (67%蛋白) 秘鲁鱼粉 FOB 离岸价 (单位: 美元/吨)	24
图表 53: 天马科技采购管理模式	25
图表 54: 天马科技盈利预测假设	26
图表 55: 可比公司估值情况 (Wind 一致预测, 2017 年 7 月 6 日)	26
图表 56: 天马科技历史 PE-Bands	27
图表 57: 天马科技历史 PB-Bands	27

国内特种水产配合饲料龙头，鳗鲡料销量全球第一

专精特种水产配合饲料

福建天马科技集团股份有限公司是一家专业从事特种水产配合饲料研发、生产和销售的国家级高新技术企业和农业产业化国家重点龙头企业。目前，公司产品主要应用于鳗鲡、石斑鱼、大黄鱼、龟、鳖、鲟鱼、鲑鳟、鲆鲽、鲍、海参等特种水产动物。

图表1：公司主要产品及用途（目前销量占比较大的品种、现阶段重点开拓的品种）

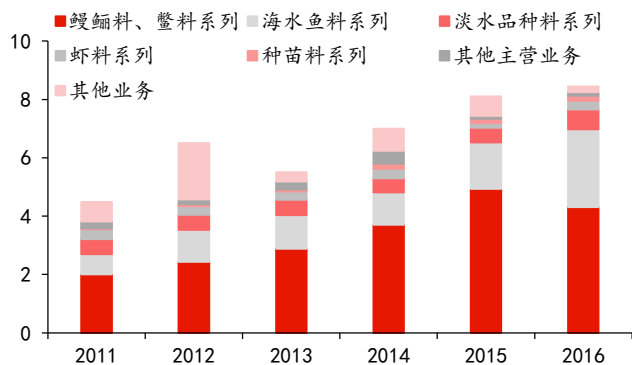
产品	分类及用途	产品技术水平
鳗鲡配合饲料	黑仔配合饲料：用于 2.0 克至 10.0 克黑仔鳗 幼鳗配合饲料：用于 10.0 克至 50.0 克幼鳗 成鳗配合饲料：用于大于 50.0 克成鳗	其中鳗鲡无公害膨化浮性颗粒饲料被列为国家火炬计划项目，总体技术水平处于国内领先。黑仔鳗鱼无公害膨化颗粒配合饲料、幼鳗无公害膨化颗粒配合饲料、成鳗无公害膨化颗粒配合饲料、日本鳗鱼黑仔鳗鱼阶段粉状配合饲料、日本鳗鱼幼鳗阶段粉状配合饲料均已获得发明专利授权。
鳖配合饲料	稚鳖配合饲料：用于小于 50 克稚鳖 幼鳖配合饲料：用于 50 克至 150 克幼鳖 成鳖配合饲料：用于大于 150 克成鳖	中华鳖系列配合饲料已获得三项发明专利授权。
鲟鱼配合饲料	稚鲟配合饲料：用于小于 100 克稚鲟 幼鲟配合饲料：用于 100 至 600 克幼鲟 成鲟配合饲料：用于大于 600 克成鲟	鲟鱼系列配合饲料已获得四项发明专利授权。
大黄鱼配合饲料	鱼种配合饲料：用于 11 克至 150 克大黄鱼 食用鱼配合饲料：用于大于 150 克大黄鱼	大黄鱼幼鱼慢沉膨化颗粒配合饲料、大黄鱼中成鱼慢沉膨化颗粒配合饲料、软颗粒的大黄鱼幼鱼配合饲料均获得发明专利授权。
金鲳配合饲料	幼鱼配合饲料：用于 60mm 至 120mm 长幼鱼 中鱼配合饲料：用于 120mm 至 200mm 长中鱼 成鱼配合饲料：用于大于 200mm 长成鱼	该产品的地方标准为公司负责起草制订，并发布实施，且获得福建省标准贡献三等奖。金鲳鱼中成鱼膨化颗粒配合饲料已获得发明专利授权。
石斑鱼配合饲料	幼鱼配合饲料：用于 50 至 500 克石斑鱼 中鱼配合饲料：用于 500 至 5000 克石斑鱼 成鱼配合饲料：用于不小于 5000 克石斑鱼	石斑鱼粉状配合饲料已获得发明专利授权。公司自主研发的石斑鱼配合饲料产品营养全面均衡、氨基酸总量高、产品使用方便等具有优势，其中粗蛋白质含量可达 60%。该产品与进口的欧洲、日本同类产品在技术和质量上相比拥有优势。该科研技术的突破，在养殖过程中为养殖户带来更佳的生长性能及使用便利，目前具有一定的市场潜力。
种苗期配合饲料	种苗早期配合饲料：鱼贝贝、益多美、育苗宝 种苗后期配合饲料：白仔鳗饲料及种苗后期配合饲料	公司种苗期配合饲料产品涉及 6 项发明专利授权，包括：鲟鱼稚鱼膨化颗粒配合饲料、玻璃鳗配合饲料、金鲳鱼稚鱼膨化颗粒配合饲料、大黄鱼稚鱼慢沉膨化颗粒配合饲料、黄颡鱼稚鱼膨化颗粒配合饲料、日本鳗鱼白仔鳗鱼阶段粉状配合饲料。其中，玻璃鳗配合饲料产品的地方标准为公司负责起草制定，并发布实施，且获得福建省标准贡献二等奖。

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

作为国内特种水产配合饲料品种最为齐全的龙头企业，公司产品覆盖从种苗期至养成期的人工养殖全阶段，涵盖鳗鲡料和鳖料系列、海水鱼料系列(含石斑鱼、大黄鱼、鲆鲽等)、淡水品种料系列(含鲟鱼、龟、黄颡鱼、黄鳝等)、虾料系列及种苗料系列五大系列。公司核心产品鳗鲡配合饲料产品近年来销量稳居全国第一位，多种饲料产品在国内特种水产配合饲料市场销售中位居前列，覆盖了国内特种水产主要养殖区域。

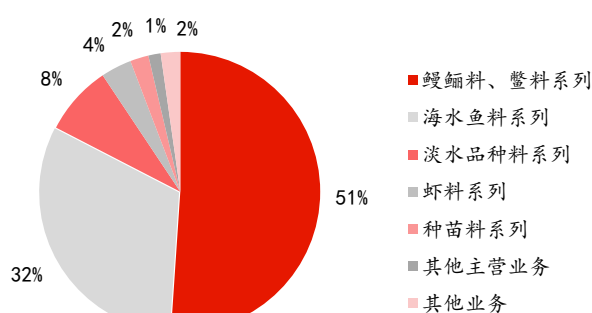
2016 年公司特种水产饲料总销量为 8.41 万吨，同比增长 24.84%，其中鳗鲡料、鳖料系列销量 3.16 万吨、海水鱼料系列销量 3.35 万吨、淡水品种料系列销量 0.97 万吨、虾料系列销量 0.48 万吨，种苗料系列销量 0.12 万吨。公司主营业务收入全部来源于特种水产配合饲料的销售，其它业务收入主要为鱼粉的销售。2016 年公司实现营业收入 8.44 亿元，同比增长 4.34%；实现归母净利润 0.80 亿元，同比增长 21.57%。

图表2： 天马科技主营业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3： 2016 年天马科技主营业务收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4： 2016 年天马科技主营业务收入及毛利情况（单位：亿元）

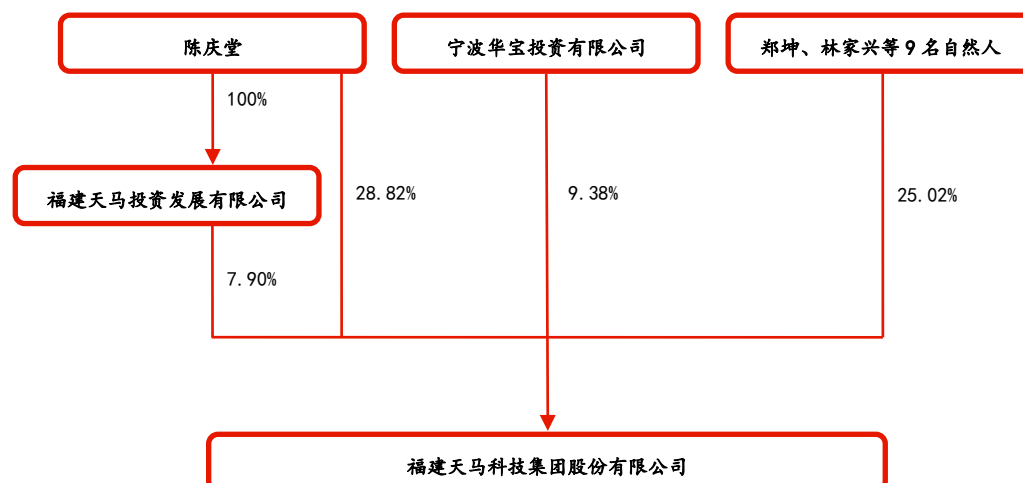
分产品	营业收入	营业成本	毛利率	收入同比上年变化	成本同比上年变化	毛利率比上年增减	收入占比	毛利占比
鳗鲡料、鳖料	4.31	3.31	23.15%	-12.61%	-13.58%	增加 0.86 个百分点	51.07%	53.19%
海水鱼料	2.66	2.09	21.45%	67.01%	59.20%	增加 3.85 个百分点	31.52%	30.32%
淡水品种料	0.68	0.54	21.51%	34.99%	34.71%	增加 0.17 个百分点	8.06%	7.98%
虾料	0.30	0.23	22.94%	90.46%	75.51%	增加 6.56 个百分点	3.55%	3.72%
种苗料	0.18	0.12	32.08%	21.87%	25.48%	减少 1.95 个百分点	2.13%	3.19%
其他主营业务	0.12	0.11	13.08%	26.26%	23.30%	增加 2.09 个百分点	1.42%	1.06%
其他业务	0.19	0.18	4.81%	-71.56%	-71.92%	增加 1.23 个百分点	2.25%	0.53%
合计	8.25	6.39	22.50%	11.04%	9.18%	增加 1.32 百分点	100%	100%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司股权结构

公司实际控制人为公司创始人陈庆堂先生，直接持股比例为 28.82%，通过天马投资间接持股比例为 7.90%，合计持股 36.72%。

图表5： 天马科技股权结构（截止 2017 年一季报披露）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司主营业务发展历程

特种水产配合饲料行业是饲料行业中以技术研发实力为核心竞争力的高科技领域，该领域进入门槛高、附加值高、利润回报丰厚。公司创始团队充分意识到特种水产配合饲料市场的投资效益和发展潜力，在依靠技术实力成功进入该市场后，专注于特种水产配合饲料研发、生产，始终将科技研发作为企业发展第一要素，坚持“自主创新，科技兴业”的科技理念，不断进行新技术、新工艺、新配方、新产品的研发和应用。在十多年的发展历程中，公司的每一次扩张与发展，均与技术突破及产业化应用密切相关。

图表6：公司主营业务发展历程



资料来源：华泰证券研究所

基础发展阶段（2001-2005年）：优势品种较单一

公司特种水产配合饲料业务开始于2001年创立的福清市天马水产饲料有限公司（天马饲料前身）。公司充分利用地处中国鳊鲮养殖大省福建的区域优势，依靠科技研发、产品质量和售后服务优势迅速占领鳊鲮配合饲料市场，取得了较高的市场占有率。

扩张发展阶段（2005-2008年）：品牌、品种多元化

2005年公司前身福州天马饲料有限公司，为中外合资经营企业。

鳊鲮配合饲料市场上取得的成功为公司进一步拓展市场、技术研发积累了丰富的经验。着眼于企业的中长期发展，公司在巩固、扩大鳊鲮配合饲料市场的同时，开始多品种、多品牌、多区域经营战略布局。这一阶段，公司凭借积累的技术实力、市场优势，根据各特种水产养殖品种的生理特点和生态习性，成功研发出鳊、鲮、大青鱼、金鲳、鲈鱼、黄鳝、牛蛙等专用配合饲料，新增开拓了浙江、广东、湖南、湖北、海南、江西等多个特种水产养殖省份，逐步建立了较为完善的销售网络，使公司具备了规模经营优势以及更强的抗风险能力，为公司下一阶段的扩张奠定了坚实基础。

同时，公司配合饲料生产工艺在这一阶段也取得了重大突破。通过粉状、膨化和颗粒系列配合饲料生产工艺、技术研发的集成，公司自主研发的膨化软颗粒配合饲料生产方法获得国家发明专利授权。与膨化颗粒配合饲料相比，使用膨化软颗粒配合饲料养殖的生长性能更佳，养殖成本更低，改变了使用冰鲜杂鱼鱼糜直接投喂的传统养殖模式。公司的膨化软颗粒饲料技术已在大黄鱼、河豚、石斑鱼等特种水产养殖上推广应用，减少了近海养殖带

来的海区污染，取得了良好的生态效益和经济效益。

提升发展阶段（2008 年至今）：高新技术产业化，公司科技研发迈入行业尖端领域新时期
 2009 年 11 月 19 日，天马有限实行股权转让。转让后，天马有限股东全部为中国居民，企业性质由中外合资经营企业变更为内资企业。

2010 年 4 月 20 日，天马有限通过股东会决议，将公司名称由福州天马饲料有限公司变更为福建天马科技集团有限公司。

2012 年 7 月，由天马有限原有股东作为发起人，天马有限整体变更为股份有限公司。

2017 年 1 月 17 日，天马科技在上海证券交易所上市。

公司在巩固和扩大原有产品市场占有率的基础上，国内首家成功研制出玻璃鳗配合饲料，迅速推动了石斑鱼、鲆鲷、大黄鱼等其他特种水产养殖动物的种苗期至成鱼高新配合饲料的开发，推动了公司产品覆盖养殖全过程的新一轮技术革新。

玻璃鳗配合饲料的成功应用，不但解决了我国养鳗业长期使用水蚯蚓带来的水环境污染问题，而且解决了养殖安全与鳗鲡食品安全问题，打破了日本多年来对该项技术的垄断，促进了中国鳗鲡养殖业的健康可持续发展。

图表7： 天马科技五大产品系列



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

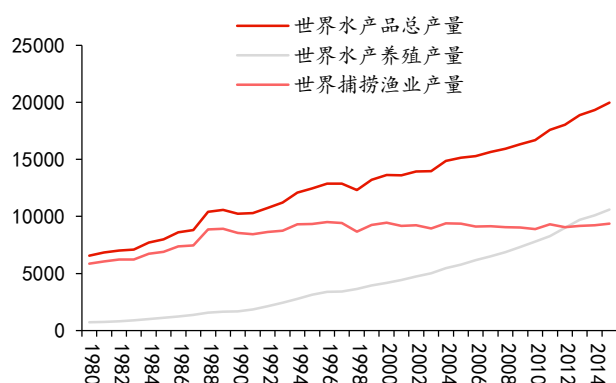
养殖代替捕捞，水产品消费升级倒逼水产养殖供给侧改革

世界水产品产量和人均消费量逐年提高，养殖代替捕捞

随着经济发展，科技不断进步，人民物质生活水平提高，世界水产品产量在上个世纪突飞猛进。随着捕捞渔业产量在 20 世纪 80 年代末出现相对停滞，水产养殖业一直是促进食用水产供应量大幅增长的主要驱动力。中国在其中发挥了重要的作用，据 2016 年 FAO 世界渔业和水产养殖状况报告统计，中国水产养殖产量占世界总产量的 60% 以上。

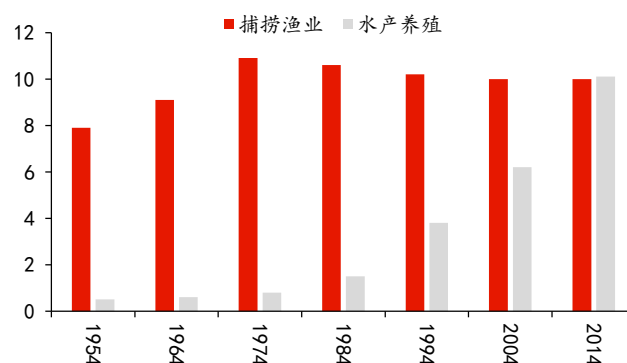
总体上看，过去三十年世界食用鱼供应量增长超过人口增长，在 1980-2015 年间世界水产品总产量年复合增长率为 3.23%，而世界人口年复合增长率为 1.43%。就表现世界人均水产品消费量而言，已由上世纪 60 年代人均 9.9 千克增长到 90 年代的 14.4 千克，并在 2015 年超过 20 千克。从 1996 年至 2015 年间，世界捕捞渔业产量的发展出现停滞，世界水产养殖产量保持着年度复合增长率 6.31% 的增速，并在 2013 年在产量上首度超过捕捞渔业。

图表8：世界捕捞渔业、水产养殖产量（单位：百万吨）



资料来源：联合国粮农组织，华泰证券研究所

图表9：世界养殖和捕捞对人均水产品消费贡献（单位：千克）



资料来源：联合国粮农组织，华泰证券研究所

水产品消费量的大幅增长为全世界人民提供了更加多样化、营养更丰富的食物，从而提高了人们的膳食质量。2015 年，水产品在全球人口动物蛋白摄入量中占比约 16.6%，在所有蛋白质总摄入量中占比约 6.7%。

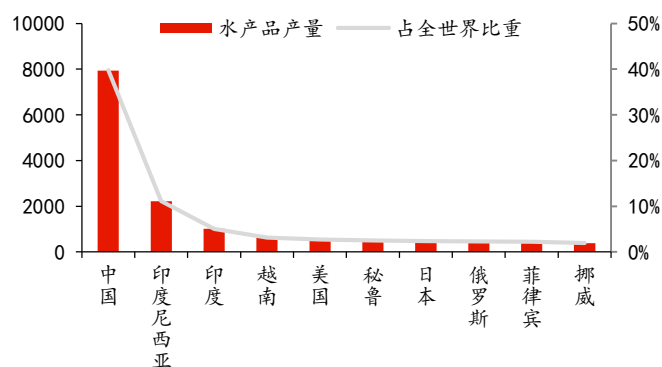
图表10：世界捕捞渔业、水产养殖产量和利用率（单位：百万吨）

		2009	2010	2011	2012	2013	2014
捕捞渔业产量	内陆	10.5	11.3	11.1	11.6	11.7	11.9
	海洋	79.7	77.9	82.6	79.7	81.0	81.5
	捕捞合计	90.2	89.2	93.7	91.3	92.7	93.4
水产养殖产量	内陆	34.3	36.9	38.6	42.0	44.8	47.1
	海洋	21.4	22.1	23.2	24.4	25.5	26.7
	养殖合计	55.7	59.0	61.8	66.5	70.3	73.8
合计		145.9	148.2	155.5	157.8	162.9	167.2
利用率	供人食用	123.8	128.1	130.8	136.9	141.5	146.3
	非食用	22.0	20.0	24.7	20.9	21.4	20.9
	人口（亿）	6.8	6.9	7.0	7.1	7.2	7.3
	人均食用鱼供应量（千克）	18.1	18.5	18.6	19.3	19.7	20.1

资料来源：2016 年 FAO 世界渔业和水产养殖状况报告，华泰证券研究所

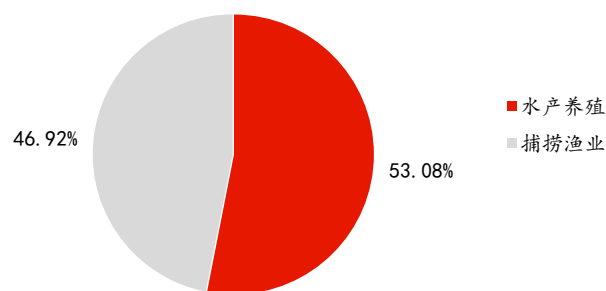
2015 年世界水产品总产量为 19,970.24 万吨，其中 10,600.42 万吨来自于水产养殖，9,369.82 来自于捕捞渔业。就总产量而言，中国依然是产量大国，占全世界比重 39.75%，随后是印度尼西亚、印度、越南和美国。

图表11: 2015 年世界水产品主要生产国情况 (单位: 万吨)



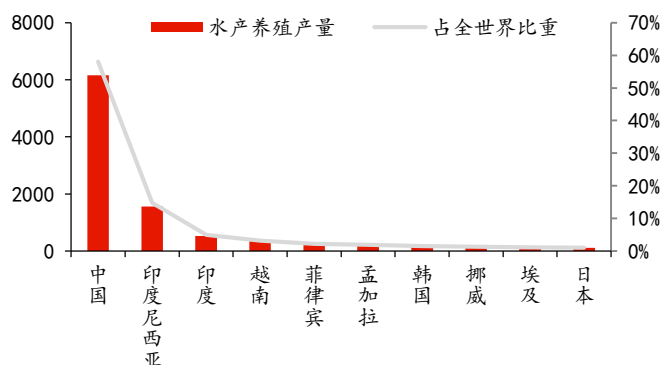
资料来源: 联合国粮农组织, 华泰证券研究所

图表12: 2015 年世界水产品总产量构成



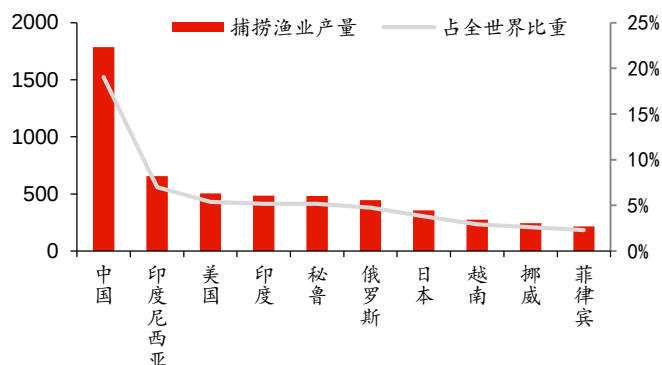
资料来源: 联合国粮农组织, 华泰证券研究所

图表13: 2015 年世界水产养殖主要生产国情况 (单位: 万吨)



资料来源: 联合国粮农组织, 华泰证券研究所

图表14: 2015 年世界捕捞渔业主要生产国情况 (单位: 万吨)

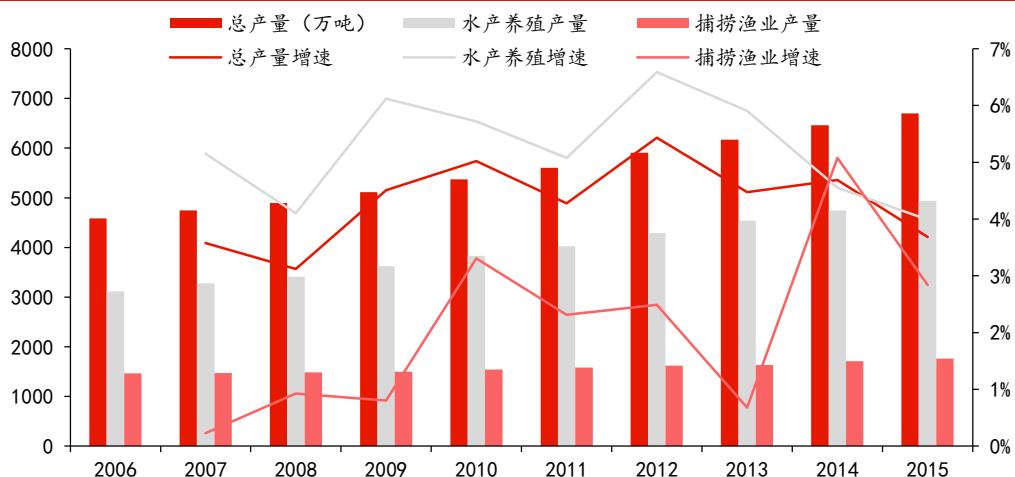


资料来源: 联合国粮农组织, 华泰证券研究所

“数量驱动”转化为“价值驱动”，中国传统四大家鱼已无法满足需求

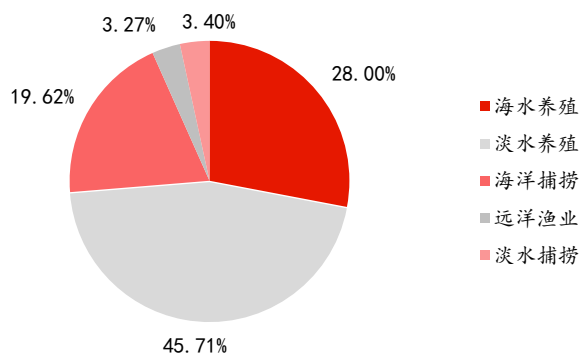
中国是世界第二大经济体，以及第二大人口大国，辽阔的水域面积和海岸线为中国水产品的生产提供了天然的条件。2015 年全国水产品总产量 6,699.65 万吨，比上年增长 3.69%。其中，养殖产量 4,937.90 万吨，占总产量的 73.70%，同比增长 3.99%；捕捞产量 1,761.75 万吨，占总产量的 26.30%，同比增长 2.84%。全国水产品人均占有量 48.74 千克（按人口 137,462 万人计算），比上年增加 1.50 千克，增长 3.18%。

图表15: 中国水产品、水产养殖和捕捞渔业产量和增速情况 (单位: 万吨)



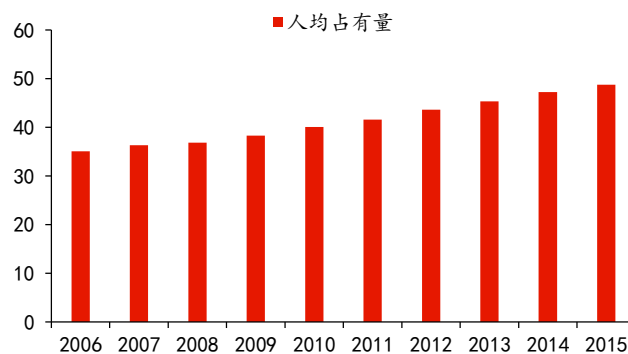
资料来源: 中国渔业统计年鉴, 华泰证券研究所

图表16: 2015 年中国水产品产量构成



资料来源: 中国渔业统计年鉴, 华泰证券研究所

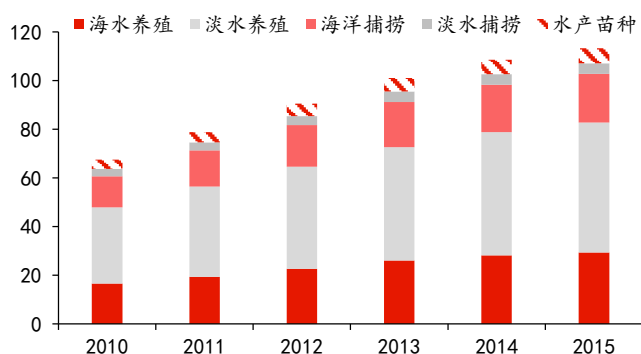
图表17: 中国水产品人均占有量 (单位: 千克)



资料来源: 中国渔业统计年鉴, 华泰证券研究所

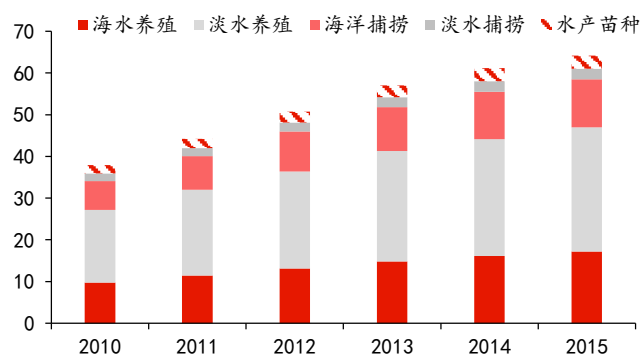
2015 年中国渔业产值 11,328.70 亿元, 实现增加值 6,416.36 亿元: 其中海洋捕捞产值 2,003.51 亿元, 实现增加值 1,150.42 亿元; 海水养殖产值 2,937.66 亿元, 实现增加值 1,718.13 亿元; 淡水捕捞产值 434.25 亿元, 实现增加值 257.58 亿元; 淡水养殖产值 5,337.12 亿元, 实现增加值 2,978.95 亿元; 水产苗种产值 616.15 亿元, 实现增加值 311.27 亿元。

图表18: 中国渔业产值及其构成 (单位: 百亿元)



资料来源: 中国渔业统计年鉴, 华泰证券研究所

图表19: 中国渔业增加值及其构成 (单位: 百亿元)



资料来源: 中国渔业统计年鉴, 华泰证券研究所

政策倾斜难以改变我国渔业捕捞现状, 尽管我国未来渔业政策重点将大力发展远洋捕捞, 但实际上随着公海渔业资源的过度开发, 国际渔业组织将进一步控制捕捞配额, 使得我国远洋捕捞产量亦难以大幅提升; 另一方面, 出于保护生态环境与生物资源的考虑, 我国将进一步限制近海和内陆捕捞活动, 因此预计未来近海与内陆捕捞产量将继续下滑。基于以上判断, 我们认为我国水产品需求的增长将主要依靠水产养殖业来满足。

而随着中国经济的快速发展, 人民生活水平的日益提高, 广大市民的消费水平和消费能力也逐步得到了提升, 已从温饱型消费逐渐向健康型、安全型、营养型、休闲型消费发展, 特别是经济较为发达的上海地区, 消费的升级更为明显。在以消费升级和供给侧结构性改革为主要经济导向的背景下, 未来水产品的需求增长, 将与经济总体增长相类似, 即由过去的“数量驱动”, 逐渐转化为“价值驱动”, 由“吃得多”向“吃得好”转换。在我国水产品消费中, 过去一直以青鱼、草鱼、鲢鱼、鳙鱼四大家鱼为主, 渔业养殖生产也以解决普通水产品消费需求为核心。随着我国水产品总量的迅速上升, “吃鱼难”的问题得到了有效解决, 水产品需求转向“质量型、健康型”的发展趋势。在经济水平提高已能够满足居民健康消费的前提下, 市场对营养价值高、肉质细嫩、口感好、品种更为多样化的特种水产品 (鳗鲡、石斑鱼、大黄鱼、鲟鱼、鲑鳟、鲆鲽、鲍、海参、龟、鳖等) 的消费需求呈现不断上升的趋势。

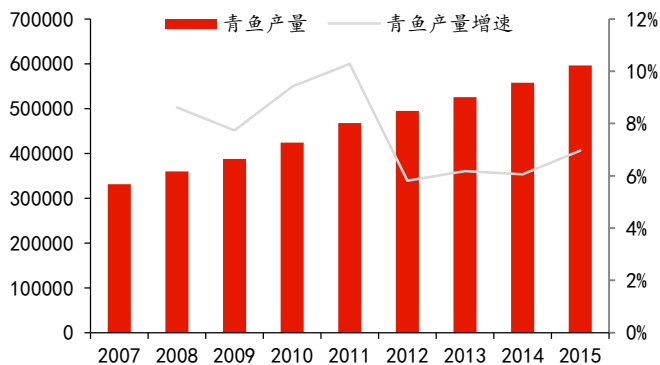
图表20： 中国水产品消费由“温饱型”向“质量型、健康型”发展



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

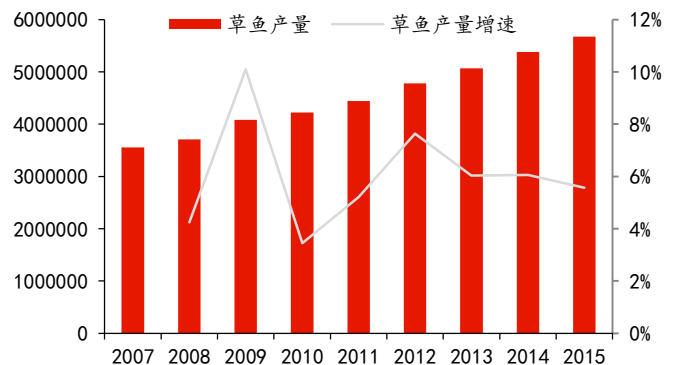
2015 年我国鱼类养殖中，青鱼产量增速 6.96%、草鱼产量增速 5.57%、鲢鱼产量增速 3.04%、鳙鱼产量增速 4.89%，四大家鱼整体增速较为稳定。

图表21： 中国青鱼养殖产量与增速（单位：吨）



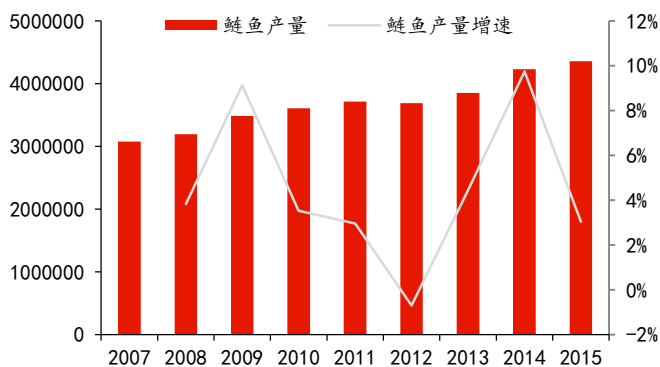
资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

图表22： 中国草鱼养殖产量与增速（单位：吨）



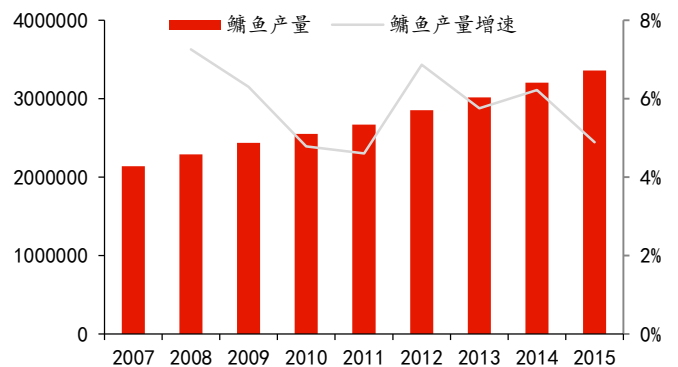
资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

图表23： 中国鲢鱼养殖产量与增速（单位：吨）



资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

图表24： 中国鳙鱼养殖产量与增速（单位：吨）

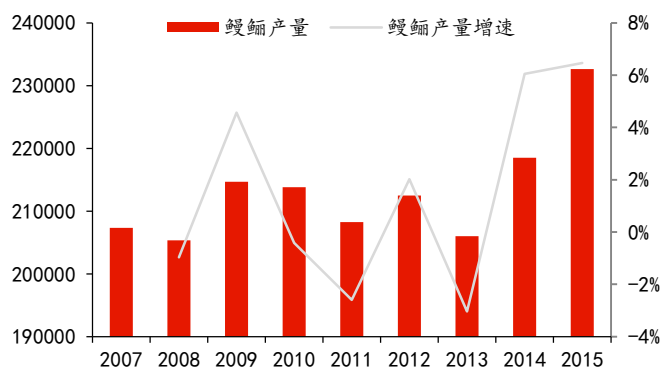


资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

随着居民家庭可支配收入的增长、消费品种的优化和消费理念的转型以及国内销售渠道和销售网络的不断开拓，我国特种水产品内销市场潜力将越来越大。2015 年我国特种水产品养殖中，鳗鲡产量增速 6.46%、大黄鱼产量增速 16.18%、石斑鱼产量增速 13.48%、鲟鱼产

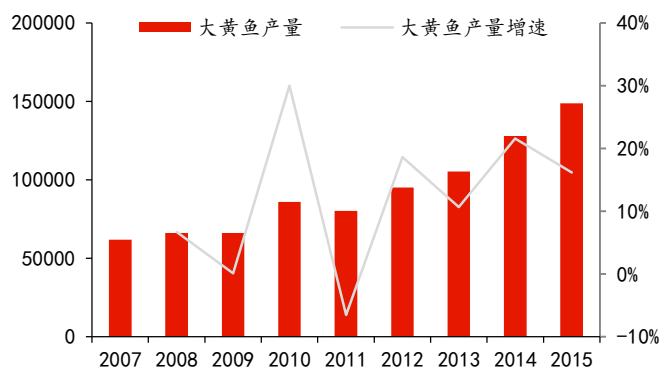
量增速 19.46%，特种水产养殖行业飞速发展，市场需求的变化和消费结构的升级正在倒逼水产品行业的供给侧改革。

图表25： 中国鳊鱼养殖产量与增速（单位：吨）



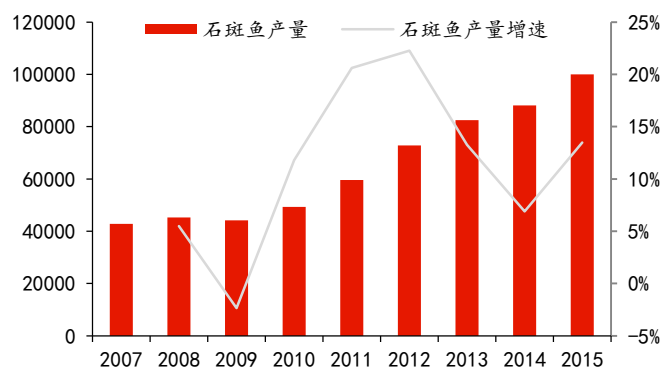
资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

图表26： 中国大黄鱼养殖产量与增速（单位：吨）



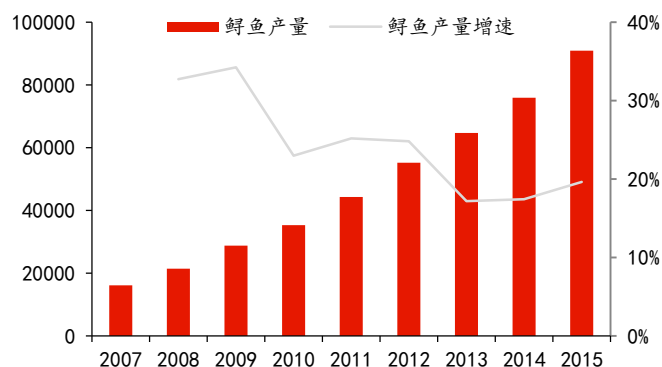
资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

图表27： 中国石斑鱼养殖产量与增速（单位：吨）



资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

图表28： 中国鲟鱼养殖产量与增速（单位：吨）



资料来源：中国渔业统计年鉴，华泰证券研究所

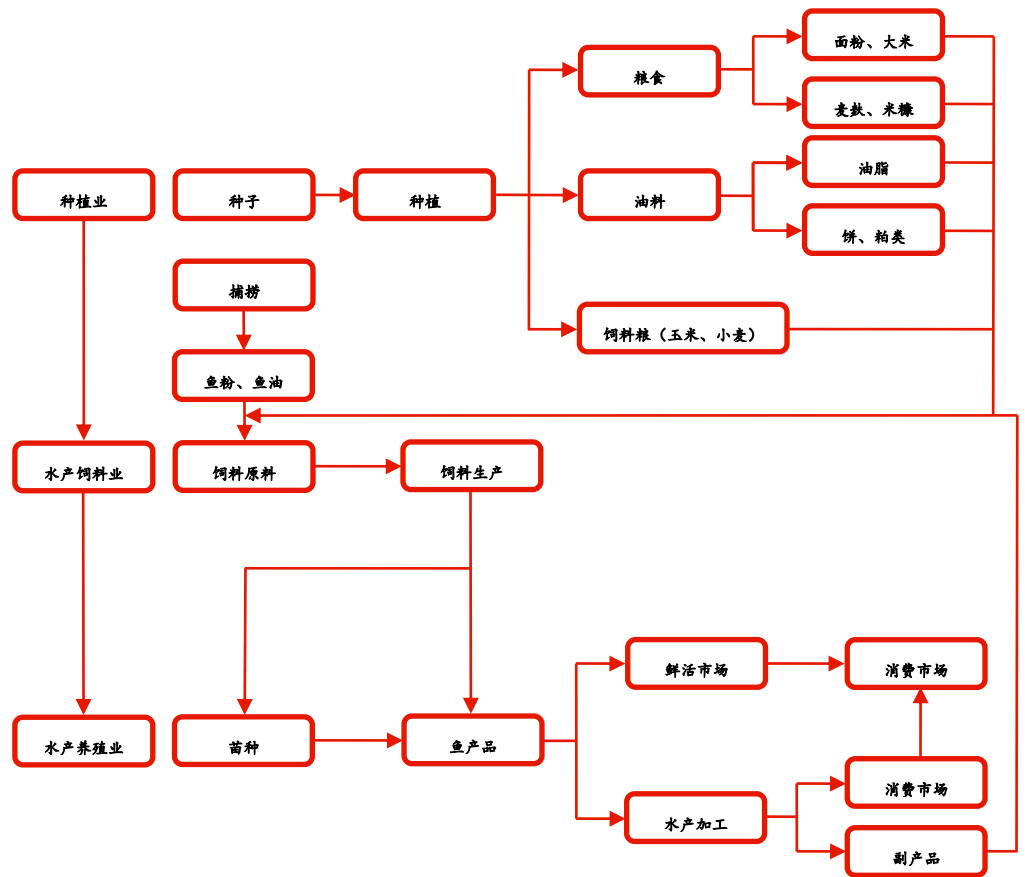
水产养殖业快速发展，推动水产配合饲料总产量持续增长

两方面驱动因素决定水产品需求继续快速增长：一方面，我国耕地占世界耕地的 7%，养活了占世界 20%的人口，在我国每年增加千万人口的同时，耕地面积却在不断减少，当中国人口于 2030 年达到 16 亿时，每人的平均耕地面积将只有 0.8 亩，粮食作物和畜禽产量受水土资源制约增长空间有限，必须依靠水域提供更多的食物尤其是蛋白质。另一方面，随着我国居民生活水平的提高，消费观念也开始由“温饱型”向“质量型”、“健康型”转变。水产品具有蛋白质含量高、易于消化吸收、EPA 和 DHA 等不饱和脂肪酸含量高等多项优点，因而成为优于畜禽的动物性蛋白源。

但传统的水产养殖是以杂粮、鲜杂鱼为主的粗放式养殖，不仅养殖效率低，严重污染了水环境，同时增加了养殖动物发病率和药品使用机率，间接威胁到水产品质量安全。改变传统粗放型水产养殖方式，提高配合饲料普及率已成为水产养殖业不可逆转之势。

水产饲料行业已发展成为了我国饲料工业中一个重要的支柱产业，是支撑现代水产养殖业发展的基础，是联系种植业、水产养殖业、水产品加工业等产业的纽带，是关系到城乡居民水产品供应的民生产业。经过 30 多年的发展，水产配合饲料工业已形成了包括饲料加工业、饲料原料工业、饲料添加剂工业、饲料机械工业以及饲料科研教育、质量安全等为支撑的完整体系。

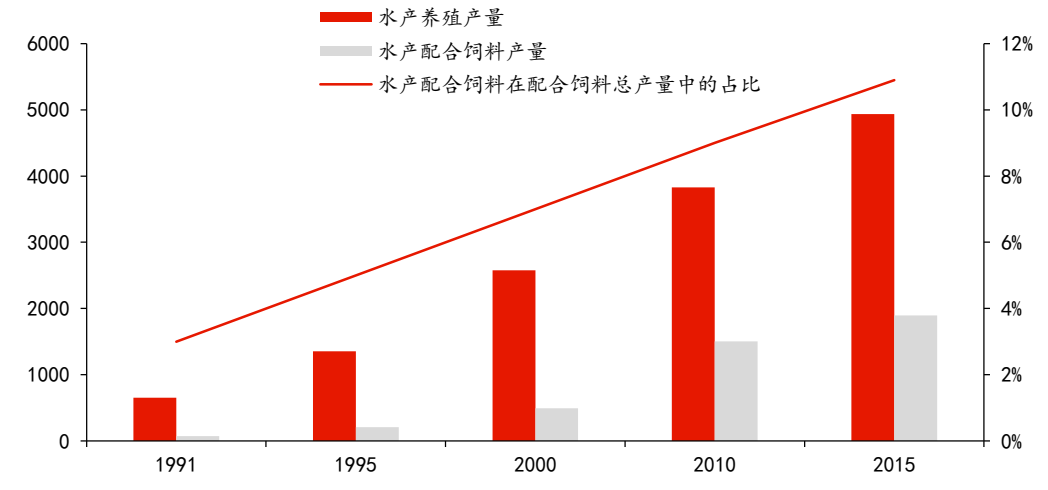
图表29： 水产饲料上下游重要关联产业结构图



资料来源：华泰证券研究所

目前，我国配合饲料整体普及率仍然处于较低水平，根据饲料工业协会的统计，以 2015 年配合饲料产量测算，采用配合饲料方式养殖的水产占水产养殖总量比重仅为 21.30%。因此，除水产养殖规模总量增长带来的水产饲料需求外，对鲜杂鱼等传统投喂饵料的替代性需求正成为配合饲料越来越重要的市场空间。根据农业部制定的《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》中水产配合饲料目标普及率为 45%，按饲料系数 1.8 计算，我国水产配合饲料的理论需求量应达到 3,645 万吨，饲料供给存在约 1,800 万吨的缺口空间。随着传统水产养殖方式向资源节约型、环境友好型、质量型现代养殖方式的转变，安全、高效、环境友好型水产配合饲料具有广阔的市场拓展空间。

2015 年，我国全年水产品产量 6,699.65 万吨，比上年增长 3.69%。其中，养殖水产品产量 4,937.90 万吨，增长 3.99%，占全国水产品总量的 73.70%。而作为水产养殖业发展的物质基础，水产配合饲料业随养殖业的快速发展进入了高速发展时期，成为饲料工业中增长最快、效益最好、潜力最大的阳光产业。1991 年我国水产配合饲料产量只有 74.7 万吨，仅占我国配合饲料总产量约 3%，到 2000 年，其产量已增加至 491 万吨，占配合饲料总产量约 7%，2015 年我国水产配合饲料的产量约为 1,893 万吨，占配合饲料总产量的 10.90%，24 年间年均增速达到 14.42%，远高于配合饲料整体约 9% 的平均增速。

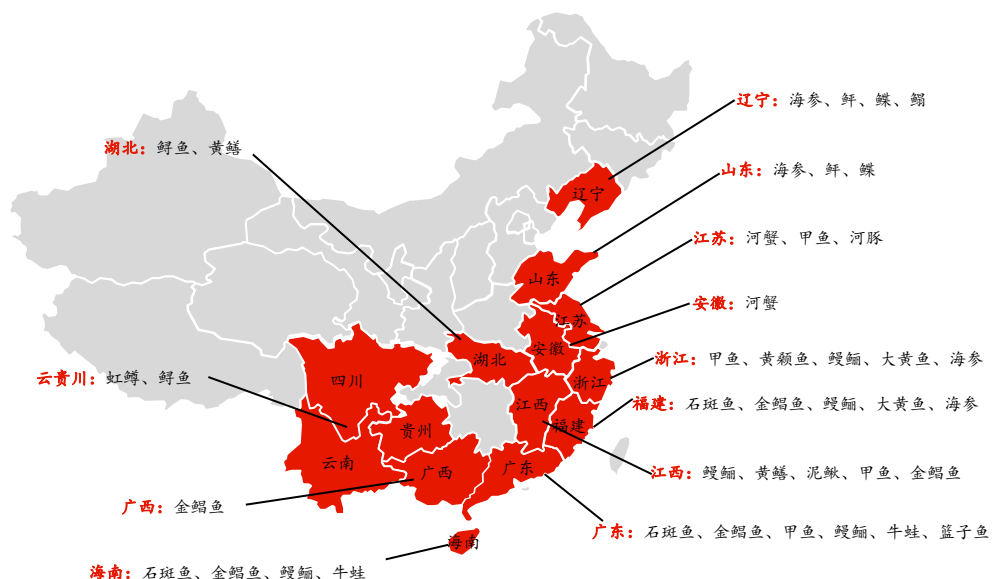
图表30： 中国水产养殖及水产配合饲料产量（万吨）

资料来源：中国饲料工业年鉴，中国渔业统计年鉴，中国饲料工业信息网，华泰证券研究所

水产品消费升级，特种水产配合饲料成为水产配合饲料行业新的增长点

近年来，随着人们消费水平的提高，对营养价值高的特种水产品需求不断上升。而过度捕捞、环境污染等问题使得渔业资源严重衰退，捕捞业开始走向高成本、高风险的外海捕捞、远洋捕捞道路。国家不断出台各项渔业政策，包括制定休渔禁渔制度限制捕捞，大力投资海洋牧场建设，推广深水网箱养殖技术等，以逐步实现水产养殖业对传统捕捞业的替代。目前，以大黄鱼、石斑鱼、鲆鲽鳎类为典型的海水鱼类，实现了从酷渔滥捕到规模化养殖的转变，在渔业增效、渔民增收方面起到了显著的示范效应。随着海水动物养殖技术及其营养学研究的不断发展，未来越来越多的特种海水经济动物将会借鉴大黄鱼、石斑鱼的发展模式，实现规模化养殖，为特种水产配合饲料创造快速增长的市场空间。

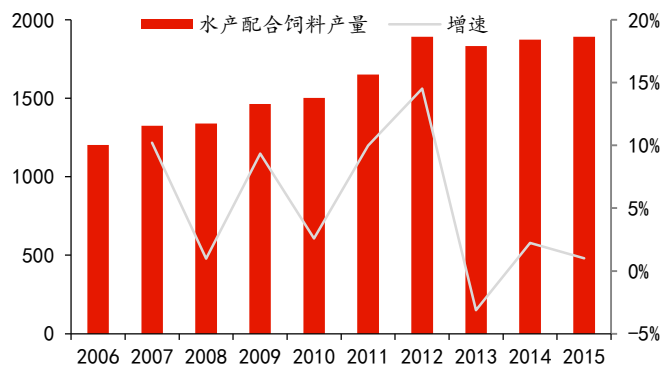
我国围绕渔业增效、农民增收的主题，大力推广优势水产品养殖，特种水产养殖产业带已基本形成，如华东地区的鳗鲡、龟、鳖、大黄鱼、黄颡鱼、鲟鱼、鲆鲽鳎、海参、鲍等；华南地区的石斑鱼、鳗鲡、金鲳、鳖、虾、河豚等；华中地区的鲟鱼、黄鳝、鳖、黄颡鱼、蟹等；东北、西南、西北等地区的鲑鳟、鲟鱼等。

图表31： 中国特种水产养殖产业带分布图

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

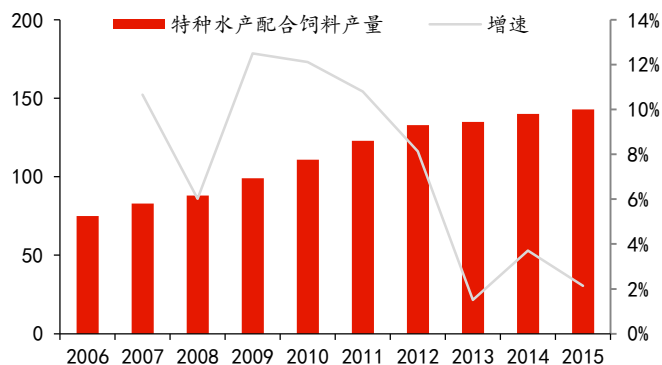
特种水产养殖业的兴起，不仅在调整渔业产业结构方面发挥了重要作用，同时也推动了特种水产配合饲料市场蓬勃发展。根据中国饲料工业协会的数据，目前全国涉及特种水产配合饲料产品生产的企业约有 600 家左右，其中以特种水产配合饲料作为主营业务的不足三成，年产 4 万吨以上特种水产配合饲料的企业不足 25 家。根据中国饲料工业协会提供的数据，我国特种水产配合饲料产量从 2006 年的 75.24 万吨增长至 2015 年的 142.52 万吨，年均复合增速 7.4%，高于水产配合饲料行业同期 5.2% 的平均增速。

图表32： 中国水产配合饲料产量及增速（单位：万吨）



资料来源：中国饲料工业年鉴，华泰证券研究所

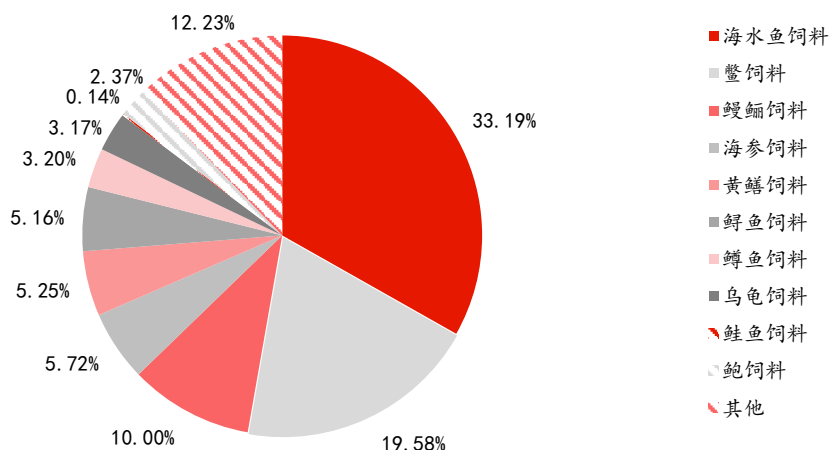
图表33： 中国特种水产配合饲料产量及增速（单位：万吨）



资料来源：中国饲料工业年鉴，华泰证券研究所

特种水产配合饲料现有结构中，海水鱼配合饲料、鳖配合饲料、鳗鲡配合饲料、海参配合饲料、黄鳝配合饲料和鲟鱼配合饲料是占比最大的六个品种，合计在全国特种水产配合饲料中的占比超过 80%。

图表34： 2015 年中国特种水产配合饲料产品结构

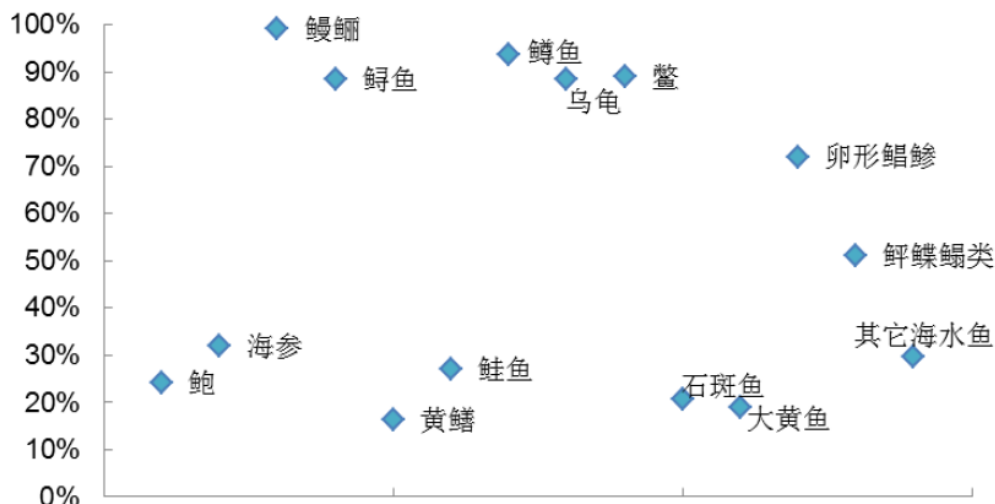


资料来源：中国饲料工业年鉴，华泰证券研究所

特种水产配合饲料普及率还有较大提升空间

特种水产养殖动物食性基本为肉食性或偏肉食性，传统的养殖方式主要采取投喂冰鲜杂鱼。根据中国饲料工业协会提供的数据，目前养殖的主要特种水产动物中，鳗鲡、鳖、鲟鱼、鲢鳙等淡水品种饲料普及率较高，但海水鱼配合饲料普及率仍较低，石斑鱼、大黄鱼等海水鱼配合饲料普及率仅在 20% 左右。

图表35： 2015 年中国主要特种水产品配合饲料普及率情况



资料来源：中国饲料工业协会，华泰证券研究所

我国每年大约有 400 万吨冰鲜杂鱼被直接用于海水鱼养殖，导致资源浪费、环境污染和疾病暴发等问题。冰鲜杂鱼利用率低，大量残饵沉积海底，是海域污染和富营养化的主要原因。除对水域环境造成恶劣影响外，冰鲜杂鱼因易腐败变质、携带病原体，易导致养殖动物疾病的发生（如肝胆综合症、诺卡氏菌病、弧菌病等），增加了药品使用几率，易造成水体环境及水产品的安全问题。

采用鲜杂鱼喂养的养殖方式对生态环境、水产品安全造成的影响，使水产配合饲料普及推广尤为迫切。同时，随着鲜杂鱼的大量捕捞，资源减少，价格上升，鲜杂鱼投喂养殖的低成本优势正逐步丧失，配合饲料替代冰鲜杂鱼势在必行。

幼龄阶段、种苗阶段水产配合饲料前景广阔

幼龄期特种水产动物的摄食习性和消化吸收具有特殊性，对饲料的营养成分、形态、稳定性、诱食性、消化吸收性能等方面均有较高的要求，导致原料筛选难度大、配方设计及生产工艺特殊。由于我国特种水产配合饲料研发起步晚，特别是幼龄期特种水产动物摄食习性、营养生理和营养需求等研究基础薄弱，因而幼龄阶段配合饲料产业化开发及其应用较为滞后。由于国外的技术封锁，国内的人工苗种培育不得不依赖进口饲料或者水蚯蚓、轮虫、丰年虫等生物饵料，幼龄期配合饲料产业化已成为国内水产配合饲料业发展的当务之急。

随着特种水产养殖的兴起，育苗规模的扩大，种苗配合饲料的需求量将不断增加。生物饵料转化率低、营养不全面，易导致苗种品质下降，且生物饵料容易感染病菌，直接影响苗种安全。进口配合饲料饲养投喂效果好，安全性高，但价格昂贵，用户面临较高的养殖成本风险。以鳗鲡苗种培育为例：鳗鲡种苗早期玻璃鳗阶段目前基本依赖水蚯蚓养殖。玻璃鳗阶段配合饲料技术原主要掌握在日本少数顶尖饲料生产企业，进口成本大约是水蚯蚓价格的 20 倍，养殖成本差异导致长期以来玻璃鳗阶段大部分仍依赖水蚯蚓养殖。但水蚯蚓存活环境差，容易携带大量的病原微生物，投喂前需经过耗时费力的清洗去杂质过程，极易引发鳗鲡后期养殖病害，且带来环保、食品安全问题。玻璃鳗配合饲料替代水蚯蚓是行业未来的发展方向。

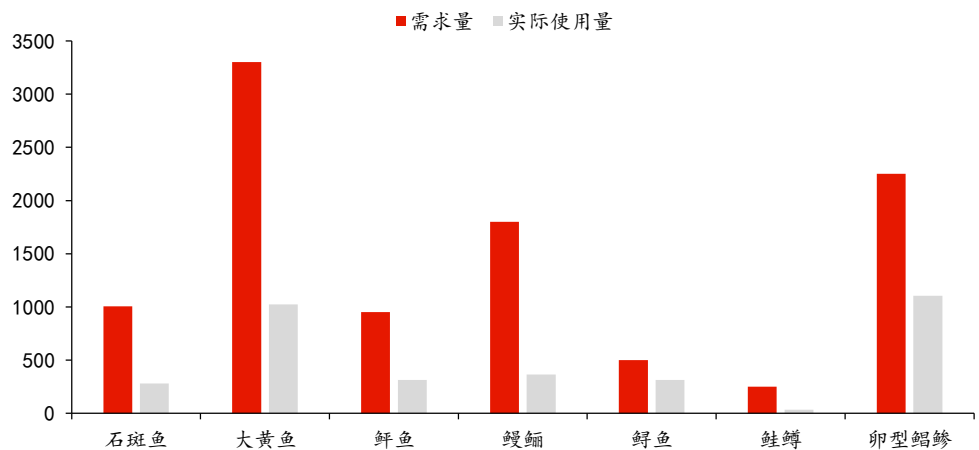
图表36： 天马科技各阶段鳗鲡配合饲料



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

随着国产苗种配合饲料认知度的提升以及产业化生产技术的提高，国产苗种配合饲料将会逐步替代进口配合饲料和生物饵料。掌握苗种配合饲料研发和生产技术的企业，未来市场发展空间巨大。

图表37： 2015 年全国主要特种水产种苗早期配合饲料需求量及实际使用量（单位：吨）



资料来源：中国饲料工业协会，华泰证券研究所

大部分企业产品单一、生产规模小，行业集中度亟待提升

目前，全国特种水产配合饲料生产企业约有 600 家左右，主要分布在福建、广东、浙江和山东等沿海省市，年产 4 万吨以上特种水产配合饲料的企业不足 25 家。特种水产配合饲料行业进入门槛高，大部分生产企业存在产品单一，生产规模小，技术研发能力参差不齐等问题。

目前大部分生产企业采取以普通水产配合饲料产品为主、兼营个别特种水产配合饲料产品的模式，以公司为代表的特种水产配合饲料专营企业数量较少，主要特种水产配合饲料生产企业均有自己的优势品种。

图表38： 特种水产配合饲料行业天马科技主要竞争企业

品种	主要竞争企业	基本情况
鳗鲡配合饲料	福州开发区高龙饲料有限公司	成立于 2001 年，是香港高龙集团股份有限公司的全资下属企业，该集团的主营业务是进口鱼粉、鱼油，目前饲料产品主要分为对虾、鳗鲡、海水鱼、虾、大黄鱼、黄鳝、中华鳖七大系列，市场集中在华南、华中地区。
	日清丸红饲料株式会社	日清丸红饲料株式会社是日本最大的水产饲料生产企业之一，目前尚未在中国建立水产饲料生产基地，产品均从日本进口至中国，产品售价较高，凭借优良的产品性能，日清丸红饲料株式会社的大菱鲆等海水鱼饲料与水产苗种配合饲料拥有较高的市场份额
鳖配合饲料	浙江龙马生物科技有限公司	浙江龙马生物科技有限公司专注于鳖饲料的研发生产，借助浙江大学、华中农业大学等科研单位技术支持，研发、生产了鳖开口料、稚鳖饲料、幼鳖饲料，在华东地区的鳖养殖市场具有较强的竞争优势。
	浙江科盛饲料股份有限公司	浙江科盛饲料股份有限公司是综合型饲料企业，产品涉及畜禽饲料、水产饲料及宠物饲料，主要的水产饲料品种涉及南美白对虾、青虾、罗氏沼虾、鳖、鱼六大大系列，是浙江省第一批农业科技企业，浙江省农产品加工示范企业。
	福建正源饲料有限公司	福建正源饲料有限公司专业生产水产配合饲料，主要产品涵盖鳖、鳗鱼、对虾、黄颡鱼、鲈鱼、海水鱼、乌龟、大黄鱼、白鱼、乌鳢（黑鱼）、黄鳝、牛蛙、金鲳鱼等高档水产配合饲料及水产养殖产品等，是一家农业产业化高科技民营企业。
鲟鱼配合饲料	中山统一企业有限公司	中山统一企业有限公司是台湾统一集团在中国大陆独资成立的水产饲料加工企业，主打产品是海鲈饲料、生鱼饲料和虾饲料，其次是黄颡鱼饲料，同时也生产草鱼、罗非鱼、鳖、鳗鲡、鲢鳙、鲤鱼颗粒料和石斑鱼膨化料颗粒料等。
	宁波天邦股份有限公司	天邦股份 2007 年 A 股上市，水产饲料是其主要业务模块之一，目前已针对 20 多种水产养殖动物开发了水产配合饲料。
大黄鱼配合饲料	广东海大集团股份有限公司	海大集团 2009 年 A 股上市，在生产规模和品牌影响方面居于水产配合饲料行业前列，主要以水产预混料、淡水鱼配合饲料及虾料为主要产品。
	福州海马饲料有限公司	福州海马饲料有限公司是中国最早的中外合资水产饲料企业，以鳗鲡饲料、海水鱼料、鳖料等特种水产配合饲料为主要产品。
金鲳配合饲料	广东粤海饲料集团	广东粤海饲料集团水产饲料以对虾饲料为主，近几年，广东粤海加快拓展海水鱼料、鳗鲡料和黄鳝料等特种水产配合饲料市场，于 2010 年在广东江门建设了产能 10 万吨的生产基地，主要定位于海水鱼料和南美白对虾料的生产。
	广东恒兴饲料实业股份有限公司	广东恒兴饲料实业股份有限公司饲料产品覆盖虾饲料、海水鱼饲料、淡水鱼饲料、蛙饲料和蟹饲料以及畜禽饲料中的猪饲料、鸡饲料和鸭饲料，其在对虾饲料产品技术和生产规模方面具备较大优势。
石斑鱼配合饲料	中山统一企业有限公司	中山统一企业有限公司是台湾统一集团在中国大陆独资成立的水产饲料加工企业，主打产品是海鲈饲料、生鱼饲料和虾饲料，其次是黄颡鱼饲料，同时也生产草鱼、罗非鱼、鳖、鳗鲡、鲢鳙、鲤鱼颗粒料和石斑鱼膨化料颗粒料等。
	广东越群海洋生物研究开发有限公司	广东越群海洋生物研究开发有限公司是一家中美合资的水产配合饲料生产企业，主要产品包括鱼类配合饲料、鱼虾蟹开口饲料、鳖配合饲料等淡水鱼配合饲料以及石斑鱼配合饲料等海水鱼配合饲料等系列产品。
种苗料	日清丸红饲料株式会社	日清丸红饲料株式会社是日本最大的水产饲料生产企业之一，目前尚未在中国建立水产饲料生产基地，产品均从日本进口至中国，产品售价较高，凭借优良的产品性能，日清丸红饲料株式会社的大菱鲆等海水鱼饲料与水产苗种配合饲料拥有较高的市场份额。
	林兼产业株式会社	林兼产业株式会社成立于 1941 年 1 月 15 日，专业经营高品质水产、畜产及饲料产品，林兼产业株式会社的鱼宝牌苗种配合饲料在国内有较高的知名度和市场份额。

资料来源：各公司网站，华泰证券研究所

产品技术研发领先行业，2017 年产能开始释放

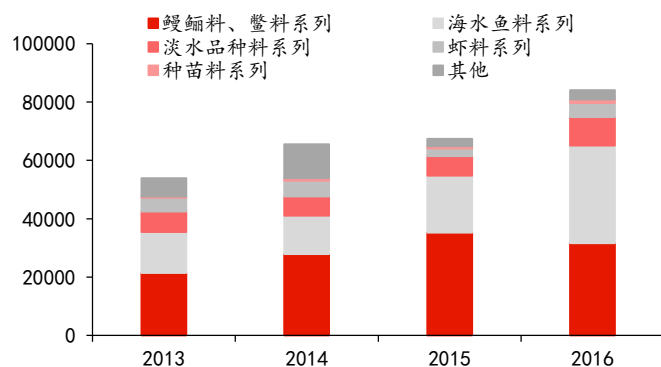
特种水产配合饲料领域属于饲料行业中的高科技领域。特种水产较高的养殖成本、产品附加值以及较复杂的养殖过程，使得养殖户对饲料效率、安全性和技术服务能力的关注度更高，因此特种水产配合饲料市场竞争中技术型企业的优势更为突出。从国内外饲料行业发展的趋势来看，其他特种水产养殖动物配合饲料市场也将延续鳗鲡配合饲料市场整合模式，向技术服务优势企业集中。

天马科技自公司创立开始，就认识到技术服务优势对于特种水产配合饲料行业竞争的重要性，不断加强科技研发和技术人才培养，重视与特种水产领域权威专家、学者以及科研院所的交流与合作。公司在特种水产动物养殖、营养需求、饲料原料性状及加工工艺研究的理论基础上，结合对养殖户养殖技术、饲料使用和疾病防治的服务及使用效果的跟踪，建立理论与实践相结合的特种水产配合饲料配方基础数据库，不断根据终端客户的实际需求升级产品配方、提升加工工艺、提高服务质量，在特种水产配合饲料领域取得了较强的竞争优势。

品种最为齐全，打造八条鱼全球第一，2017 年产能开始释放

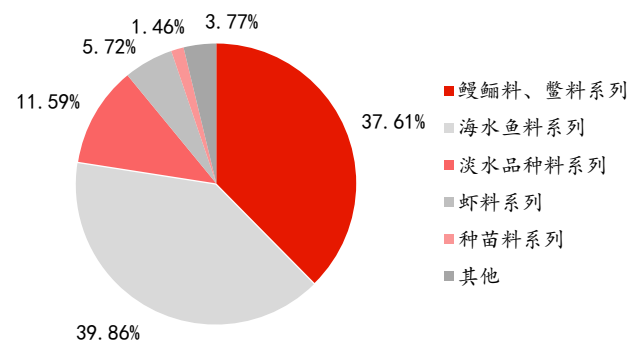
公司早期以鳗鲡配合饲料为主打产品，鳗鲡配合饲料目前国内市场占有率排名第一。经过多年的产品研发及市场开拓，公司特种水产配合饲料品种已涵盖石斑鱼、大黄鱼、金鲳、大菱鲆等多种海水鱼，以及鳖、鲟鱼、鳊鱼等多种名特优淡水养殖品种，为国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业。

图表39： 天马科技各产品系列销量情况（单位：吨）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表40： 2016 年天马科技各产品系列销量结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司未来发展规划，准备打造八条鱼配合饲料销量全球第一：包括鳗鱼、大黄鱼、石斑鱼、甲鱼、鲟鱼、金鲳鱼、河豚和鲈鱼，其中鳗鱼料销量已经是全球第一。

图表41： 天马科技主要产品销量与国内市场占有率（单位：吨）

名称	销量	2015 年 份额	销量	2014 年 份额	销量	2013 年 份额
配合饲料总量	67,371.41	4.73%	65,518.90	4.67%	53,893.28	3.98%
其中：						
鳗鲡料	30,657.83	21.40%	23,888.00	19.02%	16,344.96	14.40%
鳖料	4,799.16	1.72%	4,035.60	1.48%	5,126.00	1.90%
鲟鱼料	3,683.70	5.01%	3,606.58	5.04%	3,916.44	5.40%
大黄鱼料	2,462.31	9.19%	2,418.82	9.60%	3,610.58	12.67%
金鲳料	11,964.54	7.12%	6,425.78	5.18%	5,310.80	4.74%
石斑鱼料	2,323.56	6.55%	1,907.44	6.60%	1,275.84	5.21%

资料来源：公司招股说明书，中国饲料工业协会，华泰证券研究所

根据目前市场总体情况，公司产品市场份额具有较大提升空间。2016 年底，公司特种水产配合饲料设计产能 12.72 万吨，IPO 募投项目竣工投产后新增设计产能 11.71 万吨。2017 年 4 月 17 日，公司募集资金投资项目“特种水产配合饲料生产项目”新建的十条生产线已完成工程建设、设备调试等前期工作并正式投产。随着募投项目的实施，公司产品结构将进一步优化，2017 年产能将得到较大的提升，未来产值总额增长潜力较大。

图表42： 天马科技产品产能、产量、销量、产能利用率及产销率情况（单位：吨）

项目	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
设计产能	127,245.00	127,245.00	116,045.00	105,245.00
实际产能	76,347.00	75,707.00	68,547.00	63,147.00
产量	89,867.89	70,886.50	68,066.10	56,167.62
设计产能利用率	60.00%	55.71%	58.65%	53.37%
实际产能利用率	110.16%	93.63%	99.30%	88.95%
销量	84,104.73	67,371.41	65,518.90	53,893.28
产销率	93.59%	95.04%	96.26%	95.95%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表43： 募投项目生产线产能情况（单位：万吨）

产品类别	设计产能	实际产能
成体饲料—颗粒配合饲料	2.88	1.44
成体饲料—膨化配合饲料	6.34	3.48
幼龄饲料—膨化配合饲料	1.92	0.77
稚幼期饲料—种苗早期配合饲料	0.57	0.19
合计	11.71	5.88

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

在特种水产配合饲料行业，产能通常由生产线中关键设备制粒机或膨化机所决定，上表中“年设计产能”系根据制粒机或膨化机可生产标准粒径饲料的理论生产效率，按照一年 300 天，每天双班制 16 小时生产计算所得的生产能力。实际生产过程中，采取多品种配合饲料共线生产的企业，由于不同品种的原料配方、产品参数存在差异，企业需要在品种交替生产时更换物料、调整生产工艺参数，且每次的品种交替时生产线都需要经过清理，导致实际生产产能低于设备的设计产能，生产品种交替越频繁，生产线有效利用的产能越低。通常饲料生产线最大实际产能仅能达到设计产能的 60%。

为降低下游养殖周期波动对公司业绩的影响，天马科技自 2005 年起实施多养殖品种发展战略，2008 年起实施养殖全过程覆盖战略，使得公司目前生产、销售的特种水产配合饲料产品种类繁多。受生产、仓储场地限制，公司无法实现专线生产，实际生产中需要在不同品种及型号的饲料产品间频繁交替切换。公司虽然通过合理制定生产计划、加强生产管理来提高现有生产线的使用效率，但共线生产仍然造成公司实际产能无法达到通常水产配合饲料生产企业的 60% 利用率水平。在销售旺季时，公司产品供不应求，生产线满负荷运转仍不能满足订单需求。

建立特种水产配合饲料配方基础数据库，多项自主知识产权发明专利

特种水产配合饲料业是近二十多年发展起来的产业。有关特种水产动物的研究，早期主要集中在苗种繁育技术、养殖技术、病害防治技术等方面，特种水产动物营养需求及其配合饲料研发数据相对缺乏；近年来，因特种水产动物养殖迅速发展的需要，国家加大了对其营养需求及其配合饲料研发的投入，已经取得了一定的成果，但仍缺乏较为系统的数据资料。

多年来，天马科技较为系统地开展了主要特种水产养殖品种（如鳊鲃、石斑鱼、鲆鲽、鳕、鳕、大青鱼、金鲳、黄鳝、鲑鳟、牛蛙等养殖品种）的营养需求、饲料原料筛选、配方优化及生产工艺参数等研究，获得了特种水产养殖动物对饲料蛋白源（如鱼粉、豆粕、膨化大豆等）、饲料脂肪源（如鱼油、豆油和棕榈油等）和饲料糖源（小麦和预糊化淀粉等）等的消化吸收和利用率数据；膨化浮性、膨化沉性、膨化慢沉性及硬颗粒饲料等系列

特种水产配合饲料的加工工艺参数。结合国内外相关研究成果，建立了《特种水产动物的营养需求、饲料原料及配方、生产工艺数据库》。公司以《特种水产动物的营养需求、饲料原料及配方、生产工艺数据库》为基础开发的特种水产养殖动物配合饲料，如鳗鲡、石斑鱼、鲆鲽、鳊、大青鱼、金鲳、黄鳊、鲢、鳙、牛蛙等产品已在国内水产养殖比较集中的区域进行了多年的推广与应用，其中“健马”牌、“天马”牌饲料已成为业内的著名品牌。

公司自主研发的鳗鲡、大青鱼、石斑鱼、鲆鱼、金鲳、黄颡鱼、黄鳊、鲆鲽、河豚以及种苗等系列配合饲料，获得了 38 项配方技术发明专利和 1 项加工工艺技术发明专利，其中鳗鲡膨化颗粒配合饲料、玻璃鳗配合饲料的产品技术填补国内空白。这些高新技术含量产品均已实现产业化生产与推广应用，取得了良好的养殖效果以及生态、社会和经济效益。目前公司研发中心被认定为福建省“省级企业技术中心”、“福建省特种水产配合饲料行业工程技术研究中心”、“福建省特种水产配合饲料重点实验室”，并建立成为鳗鲡现代产业技术教育部工程研究中心、上海海洋大学博士后流动站工作基地、国家水生动物病原库研究生基地、福建天马科技集团股份有限公司院士专家工作站。

图表44： 天马科技研发支出情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
研发支出	3,231.49	2,711.46	2,495.00	2,227.59
营业收入	84,366.34	80,860.48	69,939.55	55,062.67
研发支出占营业收入比重	3.83%	3.35%	3.57%	4.05%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

集中化生产辅以直销模式，毛利水平高于行业平均

集中化生产经营模式，公司自身管控能力强

由于我国特种水产主要养殖区域分布在北起渤海湾南至北部湾的中国沿海地区，并延伸到云、贵、川等西南地区 and 东北三省等区域，养殖区域较为分散。因此公司利用沿海较为发达的港口物流配送的便利和低成本优势，目前采用集中专业化生产经营策略，自身管控能力强。

特种水产配合饲料不同于畜禽饲料，对原料、生产设备和加工工艺等方面的要求较高。此外，特种水产养殖动物种类繁多，养殖区域分布广且较为分散，导致特种水产配合饲料市场广且分散。由于特种水产配合饲料毛利率较高，有能力消化较长距离的物流运输费用，目前单吨饲料海运成本为 200 元左右。因此，在一定市场规模条件下，集中专业化生产的模式能充分发挥公司现有生产资源和人力资源优势，也有利于核心技术的应用和管理，保障产品质量，使公司保持较高的盈利能力。

70%以上饲料收入为直销模式

公司一直采取直销为主经销为辅的销售模式，一方面可以缩短养殖户需求反馈时间，加强服务竞争优势，从而增强客户忠诚度，另一方面通过加强与终端养殖户的合作，形成良好的市场口碑，有利于扩大对公司产品的认可，对同类养殖户具有带动作用。而同行业其他上市公司主要以经销商模式为主。

2015-2016 年直销模式收入占比超过 70%。直销模式下，公司直接参与客户关系维护、应收账款催收管理。从经济成本角度考虑，目前公司直销模式主要是针对规模化、集约化程度较高的客户群。由于特种水产养殖的特殊性，养殖品种、养殖模式、养殖地域的不同对于特种水产配合饲料产品的需求也存在一定差异，在直销模式下公司能更加迅速的掌握客户的需求动向，结合技术服务，满足客户的技术支持需求，有利于公司与客户建立长期稳定的合作关系，打造公司与养殖户长期双赢的局面。

图表45： 天马科技饲料销售收入直销模式和经销模式比重（单位：万元）

销售模式	2016 年 1-6 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
直销	25,095.14	74.46%	53,023.44	71.37%	41,201.10	66.09%	31,752.55	61.05%
经销	8,606.61	25.54%	21,270.57	28.63%	21,136.10	33.91%	20,259.08	38.95%
合计	33,701.74	100.00%	74,294.01	100.00%	62,337.20	100.00%	52,011.63	100.00%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

销售体系覆盖全国，并走向东南亚市场

公司积极推进九大事业部的建设，成立海南、广西、广东、福建、浙江、两湖（湖南、湖北）、上海、江苏、山东九大事业部，构建起了北起渤海湾南至北部湾覆盖中国沿海地区的完善的销售网络，并积极开发云、贵、川等西南地区和东北三省等国内市场。同时，通过国际事业部积极开拓国外市场，产品不断出口到韩国、文莱等东亚、东南亚市场。

目前公司销售网络基本覆盖我国特种水产养殖区域，公司的市场占有率不断上升，饲料产品销售量逐年增长。

图表46: 天马科技国内营销网络



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

图表47: 天马科技国际营销网络



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

毛利水平高于大宗饲料行业平均

从经济价值和技术水平角度看，特种水产配合饲料属于水产饲料行业中的高端产品，主要服务对象集中于海水鱼及“名、特、优”淡水产品，终端产品市场价格远远高于普通水产品。特种水产养殖动物营养需求、摄食习性相比普通水产动物更为多样，对饲料的物理性状、营养与卫生指标要求更高。因而相较于普通水产配合饲料，特种水产配合饲料在生产技术、饲料技术配方、原材料等多方面均有较高要求，形成了该行业的技术门槛。此外，由于下游特种水产养殖行业通常具有养殖技术要求高、养殖周期长的特点，使得特种水产养殖户在饲料使用过程中更注重饲料品质与品牌意识。普通水产配合饲料以同质化、价格竞争为主要特征，而特种水产配合饲料是以技术竞争、服务竞争为主要特征，行业的盈利水平远高于普通水产配合饲料。

国内特种水产配合饲料的生产因起步较晚，行业整体集中度较低，其生产与推广正处于快速增长阶段，具有较大的市场空间。相比目前价格竞争激烈的普通水产配合饲料，产品的市场竞争主要集中在技术竞争和服务竞争，这进一步保障了特种水产配合饲料具有较高的毛利率水平。

公司自成立以来一直从事特种水产配合饲料的生产和销售，多年来积累了较为明显的竞争优势，技术水平、产品质量、服务水平均处于行业领先地位，在下游养殖户中享有良好的口碑和市场美誉度。同时，公司产品种类丰富，能够满足养殖户不同品种、不同阶段的多样化需求，客户的忠诚度较高。因此，公司销售环节的议价能力较强，能够灵活根据行业上下游情况制定价格策略，在生产成本下降时降价销售以扩大销售规模。在成本上升时通过提价适当转嫁成本，有利于保持稳定的高毛利率水平。

图表48： 天马科技各系列饲料品种毛利率及变动情况

产品类别	2016 年	变动	2015 年	变动	2014 年	变动	2013 年
鳃鲮料、鳖料	23.15%	0.85%	22.30%	-4.32%	26.62%	1.05%	25.57%
海水鱼料	21.45%	3.85%	17.60%	-1.63%	19.23%	-1.63%	20.86%
淡水品种料	21.51%	0.17%	21.34%	4.98%	16.36%	-3.65%	20.01%
虾料	22.94%	6.57%	16.37%	4.66%	11.71%	-0.90%	12.61%
种苗料	32.08%	-1.95%	34.03%	-8.81%	42.84%	-0.51%	43.35%
其他	13.08%	2.09%	10.99%	11.60%	-0.61%	-8.53%	7.92%
主营业务毛利率	22.50%	1.32%	21.18%	-1.10%	22.28%	-0.22%	22.50%

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

图表49： 天马科技与同行业上市公司饲料业务毛利率对比

可比上市公司	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
海大集团	9.69%	11.14%	9.73%	8.02%
天邦股份	12.52%	-	13.99%	15.64%
通威股份	11.83%	13.43%	11.55%	9.94%
算术平均	11.35%	12.29%	11.76%	11.20%
天马科技	22.50%	21.18%	22.28%	22.50%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

原材料成本占比超 90%，成本加成定价转移风险

特种水产配合饲料以鱼粉、淀粉、豆粕为主要原料，原料成本控制尤其鱼粉的成本控制对于特种水产配合饲料生产企业具有重要的意义。公司基于建立的原料数据库和原料市场价格数据库，依托多年原料采购经验，与原料供应商进行及时有效沟通和交流，分析判断原料市场走势，对鱼粉、淀粉、豆粕等大宗原料实行集中采购，提高采购效率，有效控制了原料成本；同时与上游供应商形成了长期的战略合作伙伴关系，以保障公司能够取得优质、充足、稳定、价格优势的原材料供应。

2013-2016 年，原材料成本占公司主营业务成本的比重分别为 93.13%、92.16%、93.87%及 93.76%。公司生产特种水产配合饲料所需的主要原材料为鱼粉、其他蛋白类原料（主要为豆粕、花生粕、菜粕）以及淀粉类原料（主要为淀粉、面粉），其中鱼粉是公司产品最主要的单项原材料。

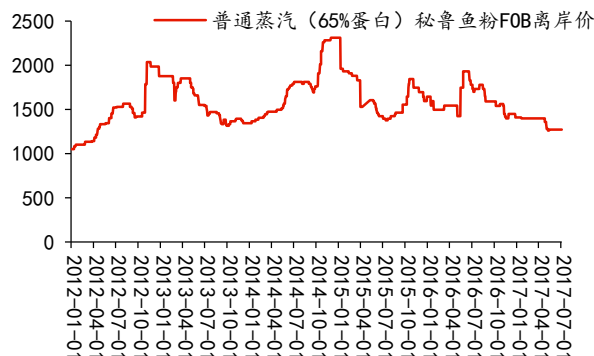
图表50： 天马科技主要原材料占主营业务成本比重（单位：万元）

原材料	2016 年 1-6 月		2015 年		2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
鱼粉	16,039.83	67.15	34,489.93	62.74	25,390.53	56.87	20,982.10	55.89
其他蛋白类原料	2,794.32	11.70	8,021.34	14.59	8,393.90	18.80	6,702.69	17.85
淀粉类原料	2,954.27	12.37	7,464.12	13.58	6,817.64	15.27	5,732.72	15.27
三项小计	21,788.41	91.22	49,975.39	90.92	40,602.07	90.93	33,417.51	89.02
原材料成本合计	23,885.57	100.00	54,969.22	100.00	44,650.09	100.00	37,540.05	100.00

资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

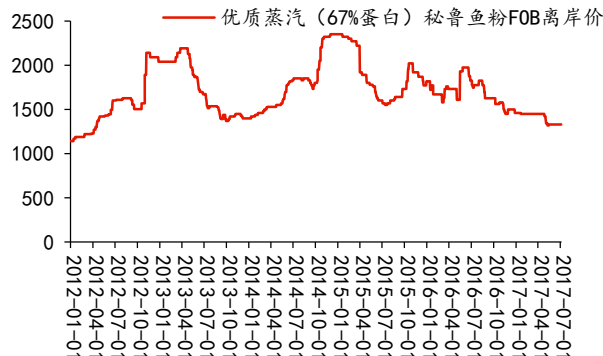
公司特种水产配合饲料产品配方中鱼粉的用量较大，鳊鲮等部分名贵品种的饲料一般使用高等级的鱼粉作为生产原料。目前，公司生产所用的鱼粉以秘鲁、智利、美国等世界主要鱼粉生产国家的高等级进口鱼粉为主，公司成本主要受到进口鱼粉价格波动影响。

图表51： 普通蒸汽（65%蛋白）秘鲁鱼粉 FOB 离岸价（单位：美元/吨）



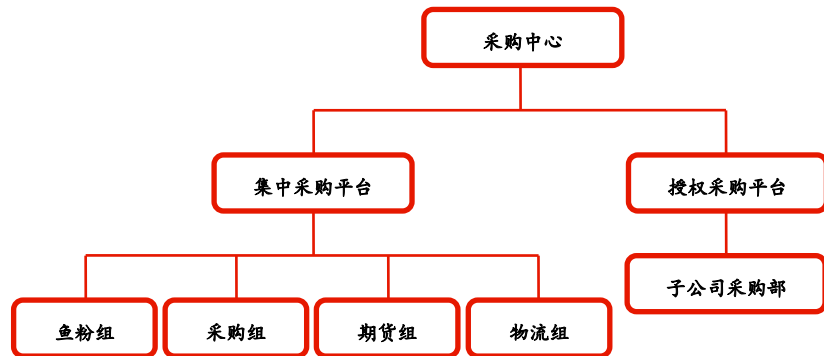
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表52： 优质蒸汽（67%蛋白）秘鲁鱼粉 FOB 离岸价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

所以为了严格把控原材料质量、有效控制公司生产成本，公司建立了由采购中心总管控下的“集团采购平台”和“子公司采购平台”两个采购平台，实行“集中采购和授权采购”相结合的采购管理模式。

图表53： 天马科技采购管理模式

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

鱼粉、预糊化淀粉、面粉、豆粕、花生粕、菜粕等大宗、关键原材料，公司实行集中采购模式，集中采购的原材料数量占公司原材料采购总量的 90%以上。采购中心根据公司整体采购需求、库存数量（包括现货库存、远期库存、期货库存）、原料市场价格行情变化，统一进行供应商的询价、选择、谈判，在确定交易条件后，由子公司采购部与供应商签订采购合同，集团采购中心将全程监督采购合同的执行。集中采购提高了公司的供应商选择和议价能力，有利于公司控制原材料质量，有效降低了公司的经营风险和生产成本。

对于不涉及公司核心技术、价格较低、运输成本占总成本比例较大的辅料，以及当地具备原材料供应优势的品种，集团采购中心授权子公司采购部进行本地采购。目前，授权采购在公司采购总量中的占比不到 10%。在不影响公司产品质量、利益的前提下，部分辅料的本地化授权采购，有效节约了运输时间和成本，减轻了集团采购中心的工作负担，是公司出于合理利用分配内部资源考虑下做出的选择。未来，随着集团下属子公司生产经营规模的扩大，根据原材料的特点，原材料授权采购的品种和数量可能有所增加，但集团采购中心会对采购过程进行严格的监督管理，控制授权采购产品的质量和成本。

近年来，随着全球渔业资源的保护力度加大，各国对捕捞的控制及各种出口性限制趋严，在市场供需因素作用下，鱼粉价格具有一定的波动性。目前，采购中心鱼粉组实时跟踪国际国内鱼粉市场行情，采取相对灵活鱼粉采购策略。一方面，为保证公司生产所需鱼粉质量及供给的稳定性，采购中心通常根据国际海洋气候、行业信息、捕捞情况在国外捕捞季节前即锁定公司全年 60%左右的计划鱼粉采购量，随着进口鱼粉的陆续到货进仓，生产旺季（每年 5-10 月）之前公司库存鱼粉量基本达到 6 个月左右的饲料生产用量，耗用鱼粉高峰期结束后，鱼粉库存量一般回落至 3 个月左右的饲料生产用量水平；另一方面，考虑鱼粉保质期为 12-18 个月，在鱼粉价格短期出现回调的情况下，公司将进一步提高鱼粉存货数量，以实现成本的有效控制。

盈利预测

核心假设：目前实际产能仅能满足 2017 年、2018 年的预测销量，预计未来 2019 年公司产能将继续扩张。

图表54： 天马科技盈利预测假设

	2016	2017E	2018E	2019E
鳗鲡料、蟹料系列				
收入（百万元）	431.03	619.93	834.69	1122.51
成本（百万元）	331.23	471.14	634.36	853.11
销量（万吨）	3.16	4.43	5.76	7.48
毛利率	23.15%	24.00%	24.00%	24.00%
销售均价（元/吨）	13627.70	14000	14500	15000
海水鱼料系列				
收入（百万元）	266.02	427.41	612.46	887.01
成本（百万元）	208.97	329.11	471.59	683.00
销量（万吨）	3.35	5.03	7.04	9.86
毛利率	21.45%	23.00%	23.00%	23.00%
销售均价（元/吨）	7935.52	8500	8700	9000
淡水品种料系列				
收入（百万元）	68.29	116.99	180.17	262.07
成本（百万元）	53.61	91.26	140.53	204.41
销量（万吨）	0.97	1.56	2.34	3.28
毛利率	21.50%	22.00%	22.00%	22.00%
销售均价（元/吨）	7004.48	7500	7700	8000
虾料系列				
收入（百万元）	29.68	47.71	67.88	89.64
成本（百万元）	22.87	36.74	52.26	69.02
销量（万吨）	0.48	0.77	1.08	1.40
毛利率	22.94%	23.00%	23.00%	23.00%
销售均价（元/吨）	6170.68	6200	6300	6400
种苗料系列				
收入（百万元）	17.69	33.10	55.17	91.03
成本（百万元）	12.02	21.52	33.10	50.07
销量（万吨）	0.12	0.18	0.28	0.41
毛利率	32.05%	35.00%	40.00%	45%
销售均价（元/吨）	14428.92	18000	20000	22000

资料来源：华泰证券研究所

天马科技是特种水产配合饲料行业龙头，在中国水产品消费逐渐由“温饱型”向“质量型、健康型”发展的大背景下，公司一方面享受特种水产品行业专业化配合饲料普及率提升的红利，另一方面正凭借自身强大的技术研发优势以及 2017 年的产能扩张释放进一步提升市场份额。我们预计 2017 年公司特种水产配合饲料销量 12.35 万吨左右，实现归属于母公司净利润 1.40 亿元，对应 EPS 0.47 元。除天马科技外，目前 A 股尚无专业化从事特种水产配合饲料研发、生产和销售的企业，考虑到公司在行业中的龙头地位以及自身技术研发实力，作为 A 股特种水产饲料稀缺标的未来三年迎来业绩高速增长，给予公司 2017 年 40-41 倍的 PE 估值水平，对应 2017 年目标价为 18.80-19.27 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表55： 可比公司估值情况（Wind 一致预测，2017 年 7 月 6 日）

证券代码	证券名称	最新股价（元）	EPS（元）			PE		
			2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
002311.SZ	海大集团	17.55	0.55	0.77	0.97	24.96	22.91	18.1
002124.SZ	天邦股份	9.04	0.59	0.51	0.58	19.33	17.56	15.66
平均							20.24	

资料来源：Wind，华泰证券研究所

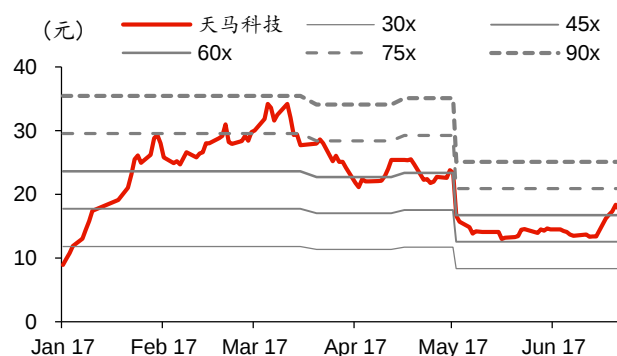
风险提示

鱼粉、淀粉、豆粕价格波动风险：公司原材料成本占主营业务成本超过 90%，当上游原材料价格出现大幅波动时，对公司营业成本影响较大。

公司产能释放不及预期：2017 年 4 月 17 日，公司募集资金投资项目“特种水产配合饲料生产项目”新建的十条生产线已完成工程建设、设备调试等前期工作并正式投产，新增产能的释放存在不确定性。

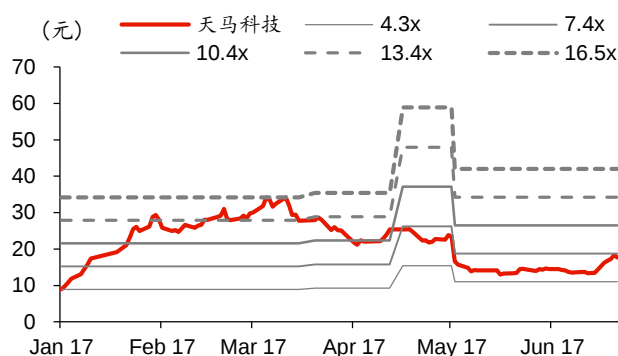
PE/PB - Bands

图表56： 天马科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表57： 天马科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	541.62	623.58	1,077	1,457	1,959
现金	142.93	141.95	423.46	523.62	628.03
应收账款	182.06	187.08	289.80	404.64	564.56
其他应收账款	11.60	15.38	19.74	28.83	41.67
预付账款	63.53	55.51	90.51	126.24	171.56
存货	141.33	178.85	230.68	333.34	479.14
其他流动资产	0.16	44.82	22.44	40.43	74.00
非流动资产	307.27	360.26	469.29	549.63	628.59
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	96.45	207.28	315.14	392.98	464.65
无形资产	46.38	45.42	53.76	64.32	69.85
其他非流动资产	164.43	107.56	100.40	92.34	94.10
资产总计	848.89	983.83	1,546	2,007	2,588
流动负债	435.65	457.14	574.40	816.72	1,086
短期借款	50.97	84.34	62.07	65.79	70.73
应付账款	62.04	88.50	92.56	149.29	215.83
其他流动负债	322.64	284.30	419.77	601.64	799.41
非流动负债	22.80	67.81	69.84	92.98	116.38
长期借款	0.00	39.50	52.67	70.22	93.63
其他非流动负债	22.80	28.31	17.17	22.76	22.75
负债合计	458.45	524.95	644.24	909.71	1,202
少数股东权益	3.77	3.54	3.09	2.45	1.49
股本	159.00	159.00	296.80	296.80	296.80
资本公积	24.72	24.72	202.51	202.51	202.51
留存公积	205.14	271.12	399.29	595.26	884.42
归属母公司股	386.67	455.34	898.60	1,095	1,384
负债和股东权益	848.89	983.83	1,546	2,007	2,588

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	142.78	32.30	110.27	210.09	222.41
净利润	65.86	80.07	139.95	216.39	320.75
折旧摊销	12.50	14.27	24.83	35.64	45.65
财务费用	19.20	17.54	(1.35)	(8.74)	(11.05)
投资损失	1.84	(2.25)	(0.27)	(0.23)	(0.92)
营运资金变动	46.42	(73.93)	(28.45)	(44.55)	(144.79)
其他经营现金	(3.04)	(3.40)	(24.43)	11.59	12.77
投资活动现金	(149.42)	(38.98)	(115.78)	(121.62)	(125.73)
资本支出	129.05	41.39	107.00	110.00	120.00
长期投资	5.44	(2.39)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(14.94)	0.02	(8.78)	(11.62)	(5.73)
筹资活动现金	(4.44)	26.54	287.02	11.68	7.73
短期借款	0.07	33.37	(22.27)	3.72	4.94
长期借款	0.00	39.50	13.17	17.56	23.41
普通股增加	0.00	0.00	137.80	0.00	0.00
资本公积增加	(0.12)	0.00	177.78	0.00	0.00
其他筹资现金	(4.38)	(46.33)	(19.46)	(9.60)	(20.62)
现金净增加额	(11.70)	19.65	281.52	100.15	104.42

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	808.60	843.66	1,288	1,806	2,524
营业成本	648.89	657.13	989.61	1,383	1,926
营业税金及附加	0.21	1.86	1.18	2.03	3.57
营业费用	22.26	27.40	45.09	58.69	75.73
管理费用	48.69	56.03	96.63	126.41	164.08
财务费用	19.20	17.54	(1.35)	(8.74)	(11.05)
资产减值损失	2.79	1.83	2.25	2.29	2.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.84)	2.25	0.27	0.23	0.92
营业利润	64.73	84.12	155.24	242.35	364.69
营业外收入	12.02	9.22	8.52	9.92	9.22
营业外支出	0.05	0.35	0.22	0.21	0.26
利润总额	76.71	93.00	163.54	252.07	373.65
所得税	10.84	12.93	23.59	35.68	52.91
净利润	65.86	80.07	139.95	216.39	320.75
少数股东损益	(0.18)	(0.22)	(0.46)	(0.64)	(0.96)
归属母公司净利润	66.05	80.29	140.40	217.03	321.71
EBITDA	96.43	115.94	178.71	269.25	399.29
EPS (元)	0.42	0.51	0.47	0.73	1.08

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.61	4.34	52.71	40.16	39.79
营业利润	(1.77)	29.95	84.53	56.12	50.48
归属母公司净利润	10.92	21.57	74.86	54.58	48.23
获利能力 (%)					
毛利率	19.75	22.11	23.19	23.41	23.70
净利率	8.17	9.52	10.90	12.02	12.74
ROE	17.08	17.63	15.62	19.83	23.25
ROIC	26.50	19.89	23.24	29.00	33.49
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.01	53.36	41.67	45.33	46.47
净负债比率 (%)	12.93	26.69	19.09	16.15	14.65
流动比率	1.24	1.36	1.87	1.78	1.80
速动比率	0.92	0.97	1.47	1.38	1.36
营运能力					
总资产周转率	1.10	0.92	1.02	1.02	1.10
应收账款周转率	4.74	4.41	5.19	5.06	5.03
应付账款周转率	14.43	8.73	10.93	11.44	10.55
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.22	0.27	0.47	0.73	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.11	0.37	0.71	0.75
每股净资产(最新摊薄)	1.30	1.53	3.03	3.69	4.66
估值比率					
PE (倍)	79.50	65.39	37.40	24.19	16.32
PB (倍)	13.58	11.53	5.84	4.80	3.79
EV_EBITDA (倍)	54.33	45.19	29.31	19.46	13.12

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com