销售旺季蓄势，产能扩张加速

天马科技(603668)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	17.39
合理价格区间(元):	18.80~19.27

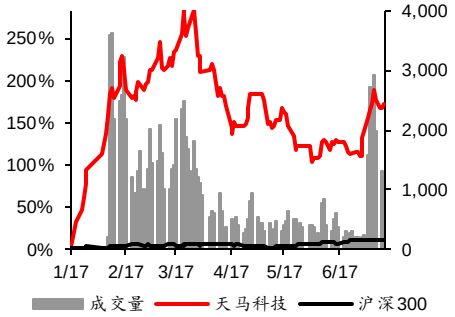
许奇峰 执业证书编号：S0570517020001
研究员 010-56793956
xuqifeng@htsc.com

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

相关研究

1《天马科技(603668,增持): 消费升级驱动，产能释放可期》2017.07

股价走势图



资料来源：Wind

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)	5,161
总资产(百万元)	1,163
每股净资产(元)	2.55

资料来源：公司公告

中报业绩符合预期，7-10 月销售旺季蓄势待起，静待下半年产能释放

（1）公司公布 2017 年半年报，报告期间，公司实现营业收入 4.42 亿元，同比增长 27.03%；实现归属于母公司净利润 0.46 亿元，同比增长 31.13%。（2）公司发布发行可转换公司债券预案公告，拟募集资金总额不超过 3.05 亿元，扣除发行费用后拟全部投入于特种水产配合饲料生产项目（三期）的建设。

海水鱼料爆发驱动业绩高增长，种苗料未来成长可期

目前我国养殖的主要特种水产动物中，鳗鲡、鳖、鲟鱼、鲑鳟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。2017 年 1-6 月，公司特种水产配合饲料总销量 4.23 万吨，同比增长 37.56%；其中海水鱼料销量达到 1.60 万吨，同比增长 103.02%，驱动公司业绩高增长。在种苗料方面公司技术优势明显，并以此作为切入口，带动各生长阶段配合饲料的销量，深度绑定养殖户；且种苗料毛利相对较高，2016 年毛利率达到 32.08%；2017 年上半年种苗料销量 0.16 吨，同比增长 55.72%，未来成长可期。

7-10 月迎来传统销售旺季，下半年公司产能将进一步释放

水产养殖受季节性因素影响较为明显，由于鱼虾等绝大部分水生动物最佳生长动物在 20-30 摄氏度之间，因此每年 5-10 月是水产养殖最佳生长期，同时也是水产配合饲料销售旺季。而随着存塘鱼体重的增长，饲料投喂量也随之增加，7-10 月将迎来水产配合饲料销量高峰。在产能方面，公司 IPO 募投项目设计产能 11.71 万吨，已完成十条生产线的工程建设、前期调试工作，其中三条生产线已通过试生产验收达到量产状态，其余生产线预计将在 2017 年 9 月 30 日前完成试生产验收，下半年公司产能将进一步释放。我们维持公司 2017 年全年特种水产配合饲料销量 12.35 万吨左右的判断。

拟公开发行可转换公司债券，继续扩充产能

公司发布发行可转换公司债券预案公告，拟募集资金总额不超过 3.05 亿元，用于特种水产配合饲料生产线三期扩产项目，标志着公司产能扩张继续提速。公司一方面进一步扩充种苗料、高端膨化料生产线，满足现有市场需求，稳固并提升上述产品细分市场竞争地位；另一方面，增加海参及鲍鱼料生产线，进行前瞻性市场布局，持续做精、做大、做强公司主业。

海水鱼料爆发叠加产能扩张加速，继续给予“增持”评级

公司作为特种水产配合饲料龙头，2017 年产能扩张加速并迎来海水鱼料爆发式增长，我们预计公司 2017 年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，继续给予“增持”评级。

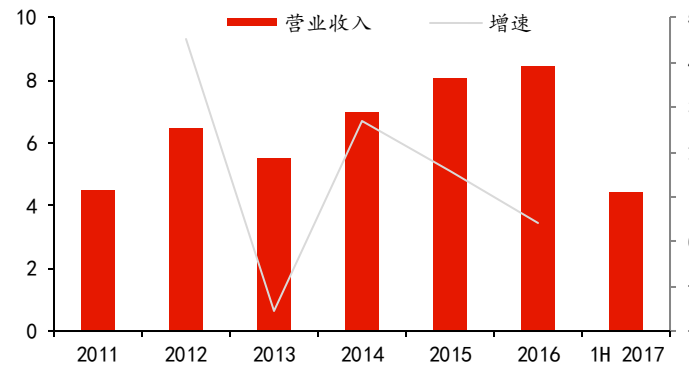
风险提示：鱼粉、淀粉、豆粕价格波动风险；公司产能释放不及预期。

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)	78.15	64.28	36.76	23.78	16.04

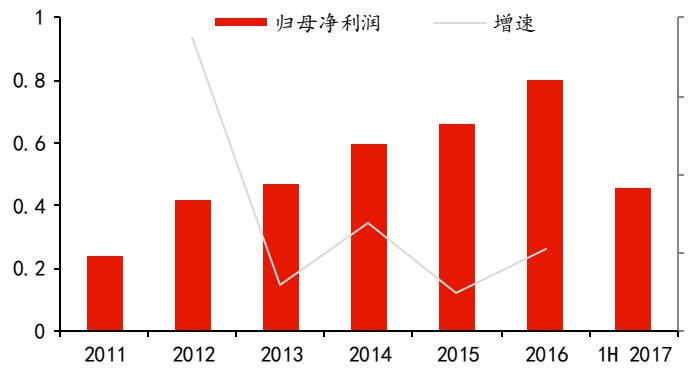
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

图表 1: 天马科技营业收入及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 2: 天马科技归母净利润及增速（单位：亿元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 3: 天马科技主要产品产销量情况（单位：吨）

	2017 年 1-6 月			2016 年 1-6 月		
产品系列	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
鳗鲡料、鳖料系列	15,786.02	15,748.92	99.76%	16,356.92	15,878.74	97.08%
海水鱼料系列	19,529.44	15,995.88	81.91%	9,887.62	7,879.06	79.69%
淡水品种料系列	6,565.52	5,634.36	85.82%	4,555.22	3,948.91	86.69%
虾料系列	3,381.39	1,928.25	57.03%	1,687.26	1,211.80	71.82%
种苗料系列	1,715.11	1,607.51	93.73%	1,124.66	1,032.34	91.79%
其他	2,095.65	1,389.96	66.33%	1,208.96	802.88	66.41%
合计	49,073.13	42,304.88	86.21%	34,820.63	30,753.73	88.32%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

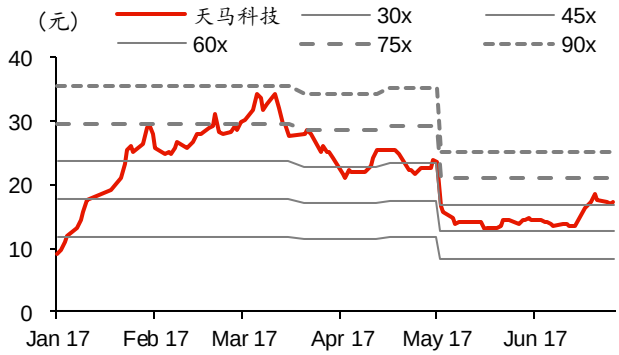
风险提示

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：公司 IPO 募投“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，其中三条生产线已通过试生产验收达到量产状态，其余生产线预计将在 2017 年 9 月 30 日前完成试生产验收，新增产能释放存在不确定性。

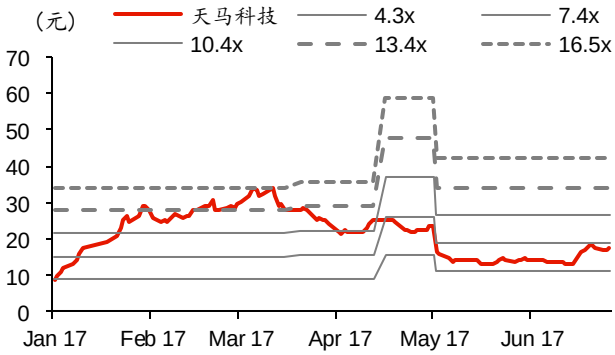
PE/PB – Bands

图表 4: 天马科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表 5: 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)	78.15	64.28	36.76	23.78	16.04
PB (倍)	13.35	11.34	5.74	4.72	3.73
EV_EBITDA (倍)	53.40	44.42	28.82	19.13	12.90

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

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：AOK809

©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

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

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

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