

天马科技 (603668)

证券研究报告

2018年06月14日

“小而美”的细分龙头，乘风特种水产饲料行业高速增长！

1、消费升级+环保收紧，特种水产饲料行业迎高速增长期。

1) **消费升级**，水产蛋白特别是高端水产蛋白在饮食结构中比重逐步提高。
 2) 消费升级带来鳗鱼、海参、大黄鱼等特种水产需求增加，**推动特种水产养殖技术不断提升**。特种水产的供给方式逐步从依赖捕捞转向人工养殖。但目前，特种水产养殖水平总体不高，较为粗放，工业饲料渗透率总体不高，鲜杂鱼喂食仍然存在。
 3) **饲料渗透率提升将带来行业高速增长**，而饲料渗透率提升是必然的。这是因为其一育种技术不断发展，为特种水产“由活饵/鲜杂鱼转向饲料”的饮食习惯改变提供可能；其二活饵/鲜杂鱼喂食料肉比低、投饵率高，需要的人工成本高，伴随人口红利逐步消失，工业饲料渗透有利于养殖户节约人工成本；**其三可持续发展理念，环保政策趋严，休渔期延长**，鲜杂鱼供应时间缩短，在买不到鲜杂鱼的休渔期内，养殖户不得不考虑使用工业饲料；以鲜杂鱼投喂为主，给水资源带来赤潮、水华等环境污染；再加上，鲜杂鱼捕捞量不确定性强，价格浮动大，养殖户成本控制难。其四特种水产饲料品质不断提升。

因此，我们认为**受益消费升级，特种水产养殖行业发展，饲料渗透率提升，特种水产饲料行业将迎来至少3-5年高速增长期，市场空间有望翻一番**。根据特种水产养殖量及料肉比测算，预计未来特种水产饲料将超过1000万吨，而2016年饲料生产量仅152.24万吨。**技术和资金是行业的壁垒所在，公司研发领先，且作为行业多品种龙头，充分享受行业红利，实现高速增长！**

2、“十个品种全国市占率第一”战略顺利推进，产能持续扩张，业绩稳健增长。

公司募投项目已于2017年下半年投产，可转债项目也在持续推进，产能持续扩张，为“十个品种全国市占率第一”战略顺利推进奠定基础。公司深耕特种水产饲料行业，客户稳定，业绩稳健增长。2017年营收11.36亿元，同比增长35%；归母净利润9086万元，同比增长13%。2018Q1营收2.47亿元，同比增长56%；归母净利润1722.55万元，同比增长45%。大黄鱼料等单品增长，带来销量业绩增长，2017年全年公司实现饲料销售总量10万吨，同比增长近20%。**预计2018年公司大黄鱼料、石斑鱼料、鲟鱼料、开口料将快速增长，销量有望实现带动实现30%到40%的增长。**

3、推进股权激励计划，考核与业绩挂钩，彰显对公司未来信心。

公司股权激励计划，公司拟授予限制性股票332.2万股，约占公告时公司总股本的1.12%。授予对象包括公司(含子公司)的中高管及核心骨干共104人，业绩考核为2018-2021年，较2017年营收增长分别不低于30%、60%、90%、120%。考核与业绩挂钩，彰显对公司未来信心。

投资建议：由于产品结构调整及2017年销量增速略低预期，将2018/2019年归母净利润由1.42/1.88亿元，下调至1.22、1.58亿元。2020年归母净利润2.08亿元。对应EPS为0.70元/股，当前股价对应2018年业绩27倍估值，天马科技作为次新股，上市之初估值、目标价高于合理水平，我们认为，公司目前估值已回归至合理水平，目标价由19.2元下调至13元，维持增持评级。

风险提示：1，产能不及预期；2，恶劣天气影响；3，原材料成本上升

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	843.66	1,136.35	1,479.17	1,908.40	2,542.33
增长率(%)	4.34	34.69	30.17	29.02	33.22
EBITDA(百万元)	115.94	129.80	174.76	221.26	297.94
净利润(百万元)	80.29	90.86	122.48	158.49	207.69
增长率(%)	21.57	13.16	34.80	29.40	31.04
EPS(元/股)	0.27	0.31	0.41	0.53	0.70
市盈率(P/E)	41.22	36.42	27.02	20.88	15.93
市净率(P/B)	7.27	4.03	3.61	3.18	2.75
市销率(P/S)	3.92	2.91	2.24	1.73	1.30
EV/EBITDA	0.00	24.88	16.72	13.08	9.25

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	10.75元
目标价格	13元

基本数据

A股总股本(百万股)	296.80
流通A股股本(百万股)	185.97
A股总市值(百万元)	3,190.60
流通A股市值(百万元)	1,999.21
每股净资产(元)	2.85
资产负债率(%)	42.51
一年内最高/最低(元)	18.98/9.55

作者

吴立 分析师
 SAC执业证书编号：S1110517010002
 wuli1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《天马科技-公司点评:2017 半年报&可转债点评:业绩快速增长!产能持续扩张!》 2017-07-13

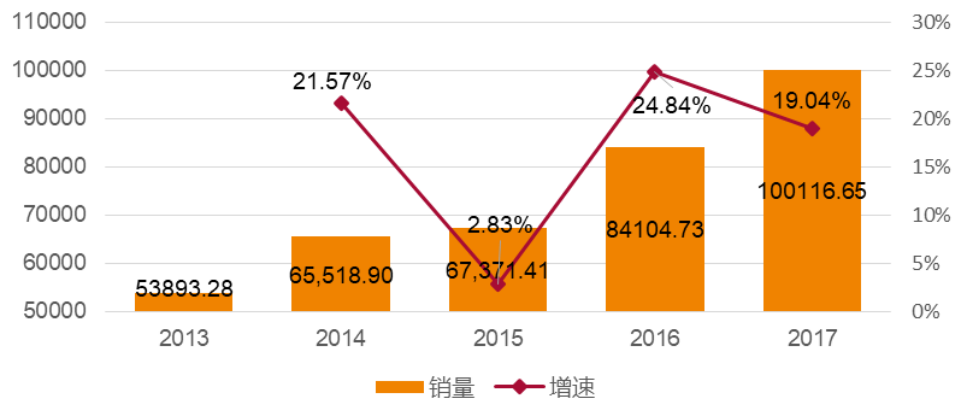
1. 公司是特种水产配合饲料行业细分龙头

1.1. 鳗鲡饲料龙头，五大类产品覆盖全行业

天马科技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，也是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。产品可按应用对象分为鳗鲡料及鳖料系列、海水鱼料（含石斑鱼、大黄鱼和鲆鲽鲷）系列、淡水品种（含鲟鱼、龟、黄颡鱼、黄鳝等）系列、虾苗系列以及种苗料共五大类，覆盖从种苗期至养成期的人工养殖全阶段。

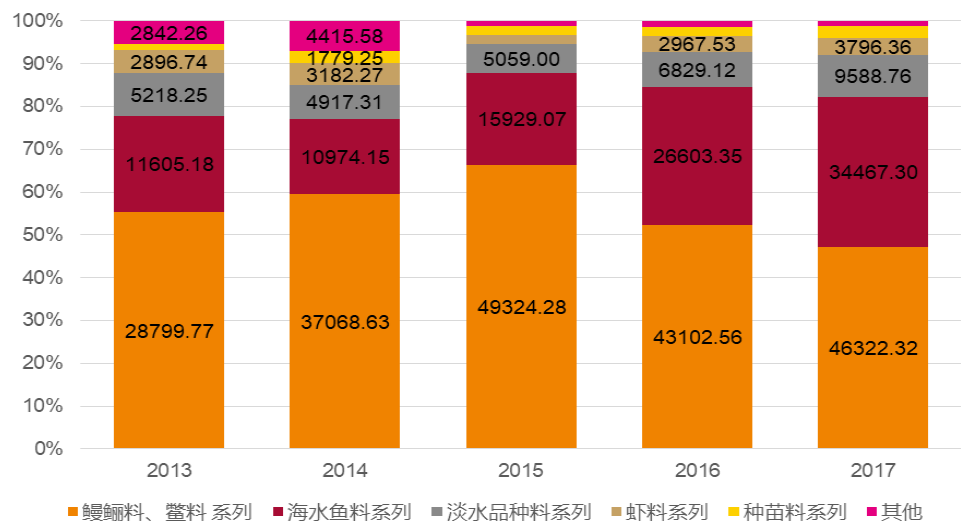
2017 年，公司主营产品销量以 19%左右的速度高速增长，2017 年主营产品总销量达到 100,116.65 吨。同时，主营产品中毛利率较高的种苗料占主营产品收入比重不断提高，产品结构优化明显。

图 1: 公司配合饲料产品总销量及增速（吨）



资料来源：公司招股说明书、年报，天风证券研究所

图 2: 主营产品收入（万元）



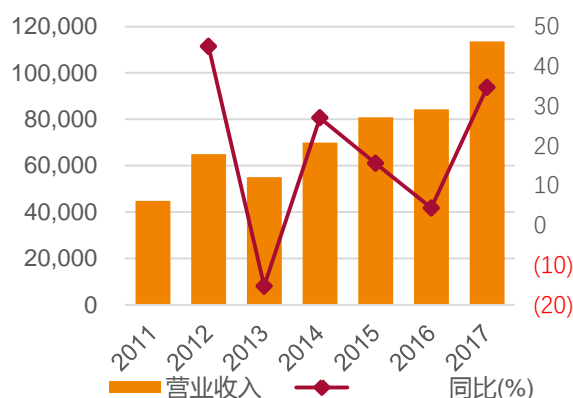
资料来源：招股说明书，公司 2017 年年报，天风证券研究所

根据公司招股说明书，公司在主打产品——鳗鲡配合饲料行业的市场占有率达到 20%以上，排名全国第一。此外，公司在 2017 年报发展战略中积极规划“十条鱼”战略，争取在短期内做到特种水产饲料细分产品十个品种的产销量全国第一。

1.2. 科技为导，营业收入与毛利率齐飞

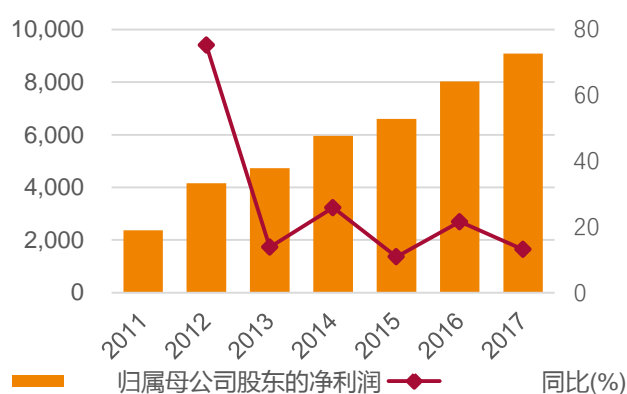
随着人民消费结构的改善，对特种水产不断上升的需求带动了特种水产饲料市场的高速扩张。近年来，公司营业收入高速增长，优势产品鳗鲡料、鳖料系列毛利率稳定保持在 20% 左右的高水平，2017 年度饲料产品毛利率达到 22.61%，其中鳗鲡料及鳖料毛利率达到 25.69%，种苗料系列毛利率达到 33.95%。

图 3：营业收入（万元）



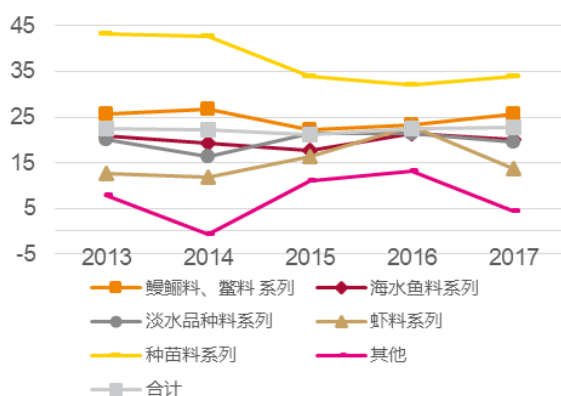
资料来源：招股说明书，2018 年一季报，天风证券研究所

图 4：归母净利润（万元）



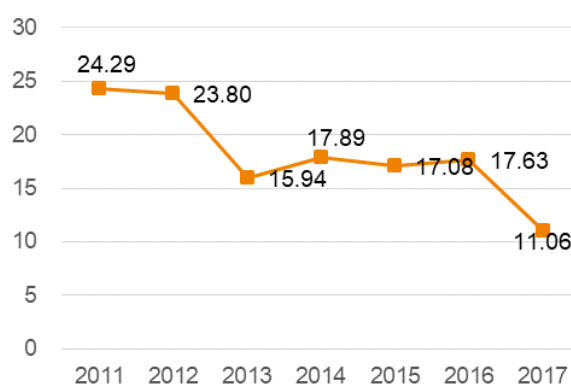
资料来源：招股说明书，2018 年一季报天风证券研究所

图 5：产品毛利率及变化 (%)



资料来源：招股说明书，2017 公司年报，天风证券研究所

图 6：ROE (%)

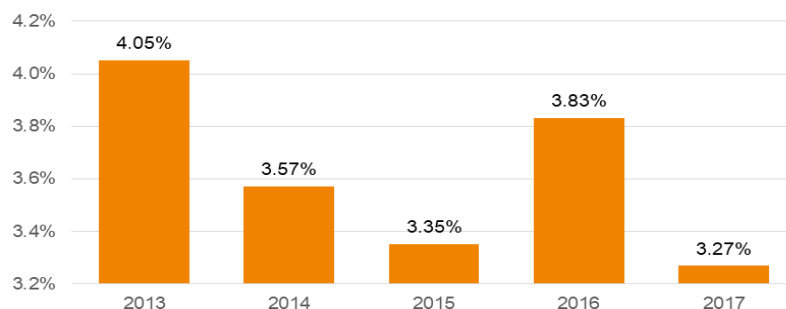


资料来源：招股说明书，2017 公司年报，天风证券研究所

公司对科技研发的高投入是产品高毛利率的保障。特种水产养殖种类较多，不同种类对饲料的需求不尽相同，技术研发能力是公司产品长期占有较大市场份额和定价能力的保障。作为福建省 2017 年第一批高新技术企业，天马科技非常重视技术研发工作，技术研发支出占营业收入比例高达 3.3%。

同时，高市占率和产品不可替代性也为公司带来了较高的产品定价能力，可以根据生产成本对产品价格进行调整，能抵御原材料价格变化带来的风险。

图 7：研发支出占营业收入比重

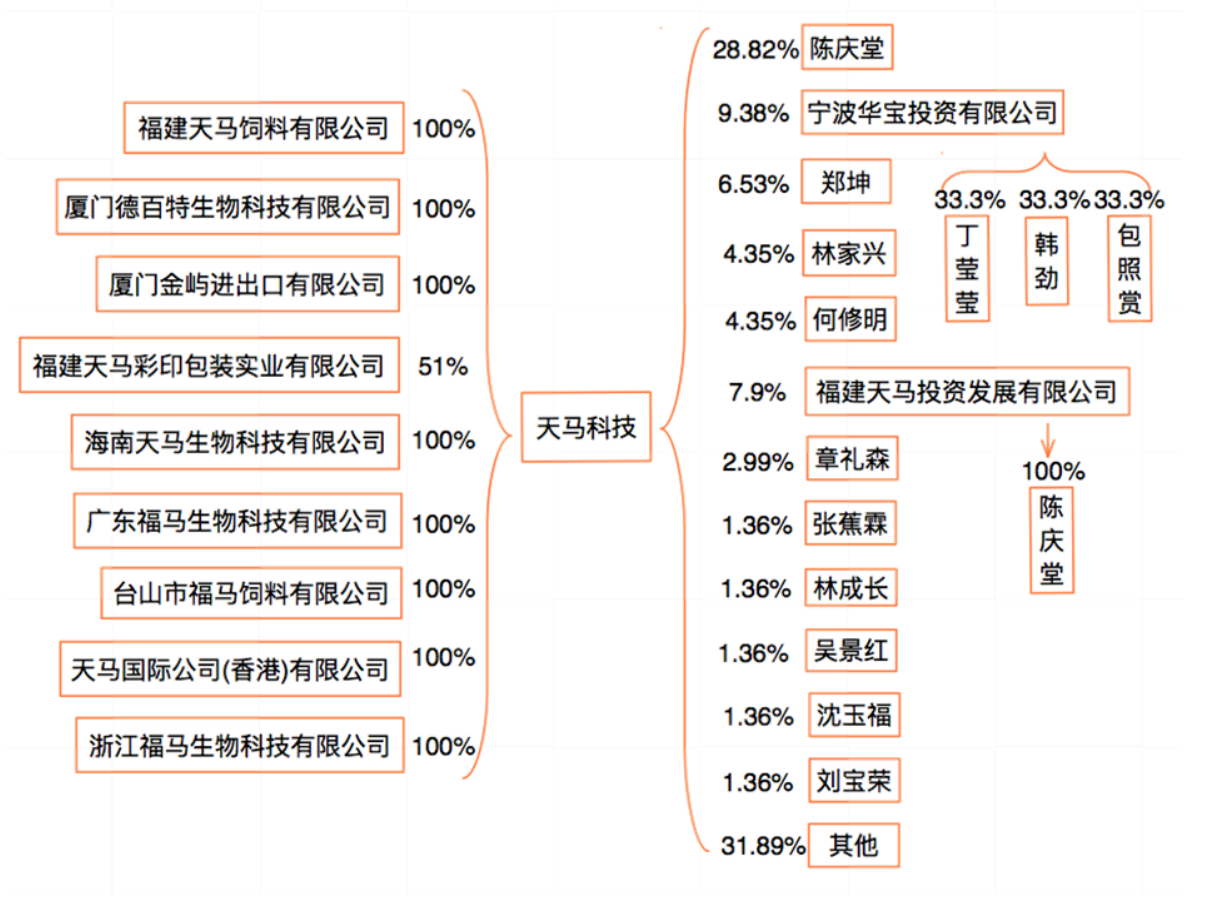


资料来源：公司招股说明书，2017 年年报，天风证券研究所

1.3. 股权结构稳定

公司股权相对集中，最大控股股东及实际控制人为董事长陈庆堂先生。陈庆堂先生共持有发行人 36.72%的股份，其中包括直接持有 28.82%，通过个人独资的天马投资发展有限公司持有 7.9%。

图 8：股权结构图



资料来源：2017 年公司年报，Wind，天风证券研究所

陈庆堂先生拥有博士学位，是天马科技集团的主要创始人，曾获得科技部科技创新创业人才、2010 年中国饲料企业优秀人才和福建省优秀企业家等称号。除 36.72%天马科技的股份外，陈庆堂先生还持有江西西龙食品有限公司 90%股份和泉州市天马房地产开发有限公司 78%股份。

1.4. 可转债募款，加快产能扩张

为了进一步实现特种水产饲料全球龙头的战略目标，2018 年 5 月 7 日，天马科技在上海证券交易所发行了 305 万张共计 30,500 万元的可转化公司债券，本次募集资金将投入“特种水产配合饲料生产项目(三期)”，预计建设期两年（不含调试生产阶段），能带来 6.26 万吨 / 年的饲料实际生产能力。其中第一年达产率预计为 70%，第二年能全部投入生产。

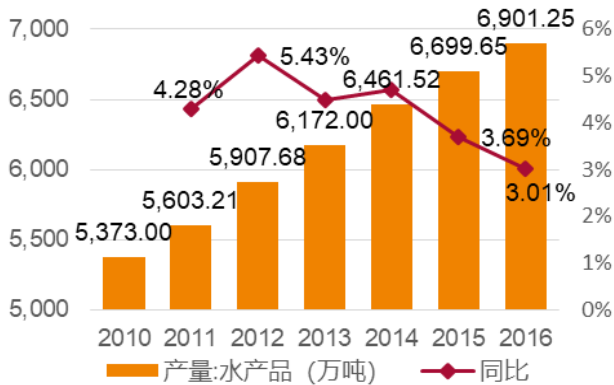
本次扩产项目重点有二：一方面建设种苗料、高端膨化料（主要为石斑鱼、鲟鳇等养殖品种饲料）生产线，进一步满足市场需求，稳固提升原有产品市场份额；另一方面建设海参及鲍鱼料生产线，进行前瞻性布局，持续做精、做大、做强公司主业。此外，可转换债券能够在未来转股后，改善公司负债结构。

2. 消费升级+环保收紧，特种水产饲料行业迎来高速发展期

2.1. 消费升级需求增长，促进特种水产养殖技术突破

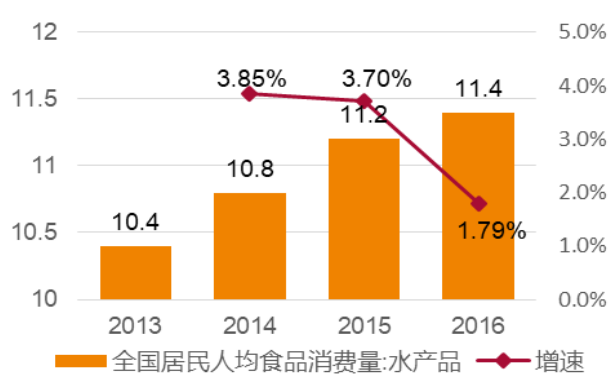
随着消费升级，人民对于食品的要求也正在由口味上升到营养层面。水产品一直是我国餐桌上不可或缺的一部分，而高档水产品更是深受大众认同喜爱，国人对饮食品质的追求和消费能力的增强，将使水产蛋白特别是高端水产蛋白在饮食结构中所占比重逐步提高。我国水产品产量和人均消费量近年来均逐步稳定上升，2016年水产品总产量达到了6938万吨，养殖水产占水产总产量比重达到了74.5%。

图 9：水产品消费量（万吨）



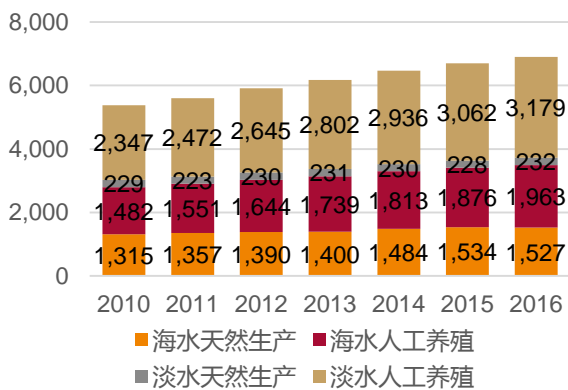
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：全国居民人均食品消费量：水产品（千克）



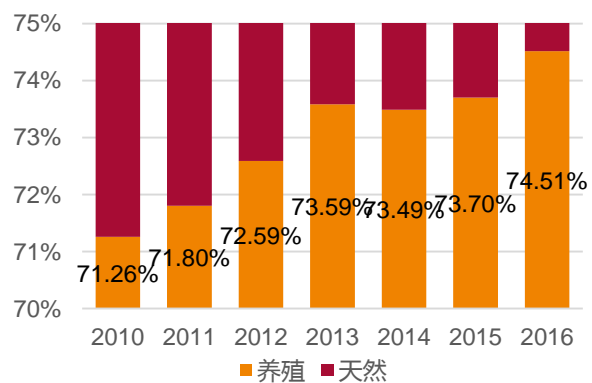
资料来源：国家统计局天风证券研究所

图 11：淡、海水养殖情况（万吨）



资料来源：中国渔业统计年鉴，天风证券研究所

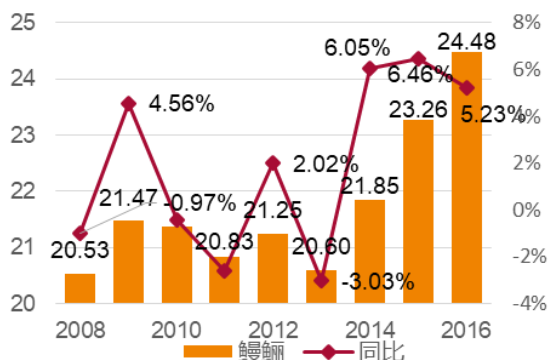
图 12：养殖水产与天然水产比例%



资料来源：中国渔业统计年鉴，天风证券研究所

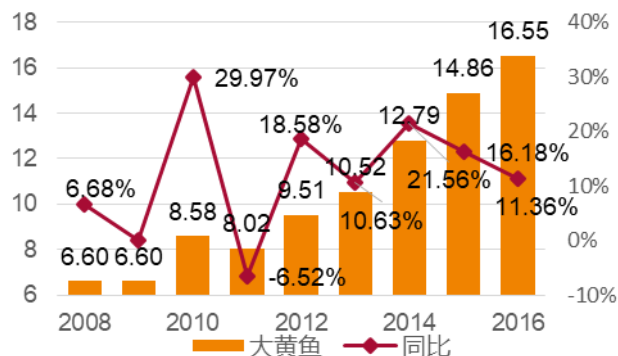
我们认为消费升级驱动特种水产养殖高速增长，随着技术的不断提高，特种水产养殖原有的模式粗放、难以工厂化养殖的固有印象正在被打破。行业正经历或将经历“量增利薄”阶段，养殖行业将迎来洗牌升级。以天马科技主营产品对象鳗鲡为例，在鳗鱼苗尚未实现人工培育的情况下，2014年来鳗鲡产量仍能以年均大于5%的速度增长，在行业竞争愈发激烈的情况下，降低养殖成本、提高效率将成为企业发展的关键。

图 13: 中国鳊鱼养殖情况 (万吨)



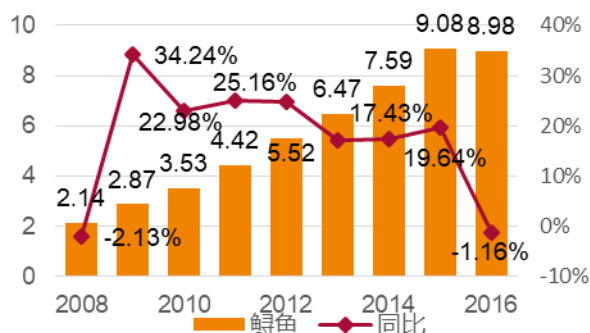
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 中国大黄鱼养殖情况 (万吨)



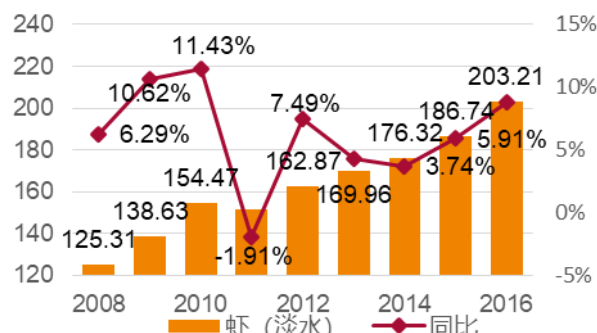
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 中国鲟鱼养殖情况 (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 中国淡水虾养殖情况 (万吨)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.2. 特种饲料将替代鲜杂鱼成为主要饵料

目前, 国内大部分特种水产品的养殖仍是以冰鲜鱼碎料投喂为主。根据中国水产网提供的数据, 我国每年大约有 400 万吨鲜杂鱼被直接用于海水鱼养殖, 工业饲料普及率低, 平均不到 30%, 石斑鱼、大黄鱼等海水鱼细分品种不到 20%。随着渔业政策的收紧、特种水产市场需求的增加和特种水产养殖饲料渗透率的提升, 特种水产饲料行业将迎来 3-5 年高速增长期, 行业龙头能充分享受红利, 实现高增长。

1) 相比于传统活饵/鲜杂鱼饵料, 饲料能从种苗开始培育饲料食用习惯, 为饲料渗透率的提升奠定基础, 此外, 育种技术突破有利于养殖户成本结构下降和改善, 目前海参、鳊鱼的成本仍然主要来自种苗, 而育种技术很成熟的大黄鱼, 成本主要是饵料成本。从而使养殖效率大大提升。

2) 活饵/鲜杂鱼喂食料肉比低、投饵率高, 需要的人工成本高; 人口红利逐步消失, 工业饲料渗透有利于养殖户节约人工成本。根据水产料行业经验, 我们预计使用特种饲料的大黄鱼料肉比能够达到 1.8-2, 鳊鱼的料肉比能达到 2 左右。

3) 可持续发展理念, 环保政策趋严, 休渔期延长, 鲜杂鱼供应时间缩短, 在买不到鲜杂鱼的休渔期内, 养殖户不得不考虑使用工业饲料; 再加上, 饲料品质不断提高, 价格稳定, 相比于捕捞量不确定性强、价格浮动大的鲜杂鱼, 养殖户成本控制更容易。

2.3. “史上最严” 休渔制度，带来行业渗透率提高良机

2017 年 1 月，农业部发布了关于第 14 次调整海洋伏季休渔制度的通告，新的休渔制度统一和扩大了休渔类型，首次要求将南海的单层刺网纳入休渔范围，即在我国北纬 12 度以北的四大海区除钓具外所有作业类型均要休渔，同时，休渔开始时间将前移半个月到一个月，总休渔时间普遍延长一个月，各类作业方式休渔时间均有所延长，最少休渔三个月。

新的休渔制度时间长、要求严，被称为“史上最严”休渔制度。从特种水产养殖的角度，休渔期间，作为传统主要饵料的鲜杂鱼无法通过合法捕捞获得，养殖或偷捕成本高昂，养殖户势必需要提高对饲料的使用。根据行业经验，预计大黄鱼的鲜杂鱼料肉比为 7-8，而饲料料肉比仅为 2 左右，养殖户在被动接受工业饲料，直观感受到饲料在人工、价格等方面的优势后，在鲜杂鱼没有绝对价格优势的情况下，未来将会更倾向于使用饲料。

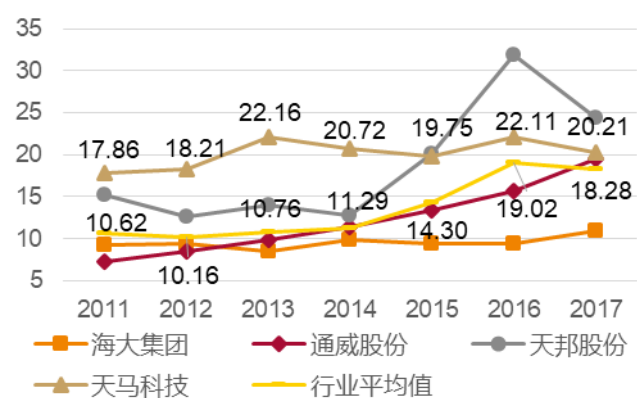
预估休渔期将为饲料企业带来免费的宣传机会，预计饲料渗透率将由去年的 7% 提升到 20%。在休渔政策趋严的情况下，特种水产饲料业将代替传统鲜杂鱼成为养殖户的首选，饲料业将进入新的高速发展时期。

2.4. 高毛利率，行业龙头优势显著

特种水产配合饲料生产企业大多是年产量 4 万吨以下的小型企业，天马科技作为行业龙头生产规模较大，优势显著。特种水产配合饲料行业细分明显，大多数企业产品单一，仅能生产某些特定水产品的饲料，而天马科技产品多样，五类产品能充分满足特种水产各个细分行业的市场需求，在市场占有率方面，在 2015 年，不仅鳗鲡料市占率达 21.4%，位居全国第一，在大黄鱼料、金鲳鱼料和石斑鱼料方面也占有相当高的份额。

当前水产饲料行业大多以普通水产配合饲料为主，兼营特种水产配合饲料产品，天马科技是 A 股上市公司中唯一一家特种水产配合饲料专营企业，相比于饲料行业其他上市公司，天马科技产品销售毛利率常年保持在 20% 左右，高出行业平均水平。营业收入受产能和销售影响，变动幅度较大。

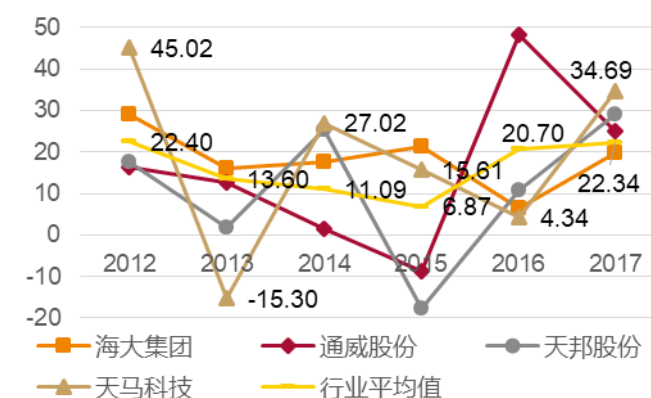
图 19：同行业上市公司销售毛利率对比（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

备注：行业平均值为海大集团、通威股份和天邦股份的算术平均值

图 20：同行业上市公司营业收入同比增速对比（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

备注：行业平均值为海大集团、通威股份和天邦股份的算术平均值

3. 公司分析

3.1. “十条鱼” 全面占领特种水产饲料行业

公司以鳗鲡配合饲料为主打，饲料品种涵盖石斑鱼、大黄鱼等海水鱼和鳖、鲟鱼等名贵淡水鱼类，覆盖由种苗到成鱼的各个阶段，是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。

表 1: 天马科技各品种饲料未来增长预期

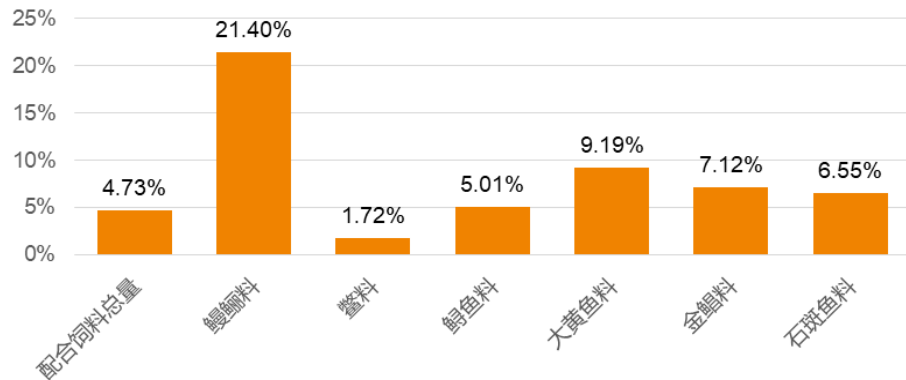
系列	品名	产品品质	市场份额	未来增长可持续性
鳗鲡蟹料	鳗鲡	超过 15 年研发生产, 产品性能成熟, 品质高, 客户认可度高	国内市占率第一, 市占率超过 20%	增长缓慢, 受鳗苗捕捞量影响, 2017 年鳗苗捕捞量同比增长 22%
	蟹	研发持续投入, 品质领先	市占率约 2%	市场空间有限, 福建省外市场开拓是销量增长重点
海水鱼料	石斑鱼	研发持续投入, 品质领先	市占率约 7%	重点发展品种; 石斑鱼养殖量大且饲料渗透率仅 20%, 福建省为主产区, 市占率提升仍有空间
	大黄鱼	研发持续投入, 品质领先	市占率超过 9%	重点发展品种, 销量国内前列; 养殖量大且饲料渗透率仅 20%
	金鲳鱼	研发持续投入, 品质领先	市占率 7%	增长稳定, 销量国内前列
高端淡水鱼料	鲟鱼	研发持续投入, 品质领先	市占率 5%。天邦科技、中山统一主要竞争对手	重点发展品种, 销量快速增长
	其他高端淡水鱼料(黄颡鱼、黄鳝、龟等)	——	处于开拓期	补充其他优势品种
种苗料	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	玻璃鳗料产品成熟, 且市场第一家, 其他品种种苗料仍然属于重点开发阶段。玻璃鳗饲料适口性良好, 性价比高	玻璃鳗配合饲料全球首位	随产能释放, 预计业绩贡献快速增长, 市场空间约 1 亿。
虾料	斑节对虾、南美白对虾、鱼虾混养等	颗粒料, 属于中低端水产料	海大、粤海、通威具有明显优势	虾养殖市场大, 销量增长潜力大, 但市场竞争激烈, 龙头优势明显, 毛利率低

资料来源: 根据公司公告、饲料工业协会整理, 天风证券研究所

天马科技打破了传统特种水产饲料企业规模小、产品单一的局限, 在保持鳗鲡饲料市场龙头的同时, 天马科技积极打造“十条鱼”战略, 力争做到特种水产饲料十个细分品种产销量全国第一, 掌握更强大的市场主导能力。预计 2018 年公司大黄鱼料、石斑鱼料、鲟鱼料、开口料将快速增长, 带动整体销量有望实现 30%到 40%的增长。

在鳗鲡料行业, 天马科技是龙头企业, 公司产品“益多美”玻璃鳗配合饲料是目前国内唯一能替代水蚯蚓的鳗鲡种苗开口配合饲料。根据公司公告, 天马市场占有率达到 20%以上, 饲料渗透率较高, 全年销量保持在四万吨以上。在其他高档淡、海水鱼饲料方面, 公司也始终保持较高的占有率。

图 17: 2015 年公司主营产品市场占有率



资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

3.2. 加快扩张步伐, 坐稳龙头位置占领市场先机

当前, 公司产品市场需求旺盛, 产能利用率已然满荷, 各饲料产品产销率均处在较高的水平, 鳊鲮料及鳖料产销率甚至接近 99%。在销售旺季, 现有产能并不能满足市场需求, 产能不足已经成为制约企业发展的瓶颈。为抢占市场份额, 稳固市场地位, 加快产能扩张迫在眉睫。

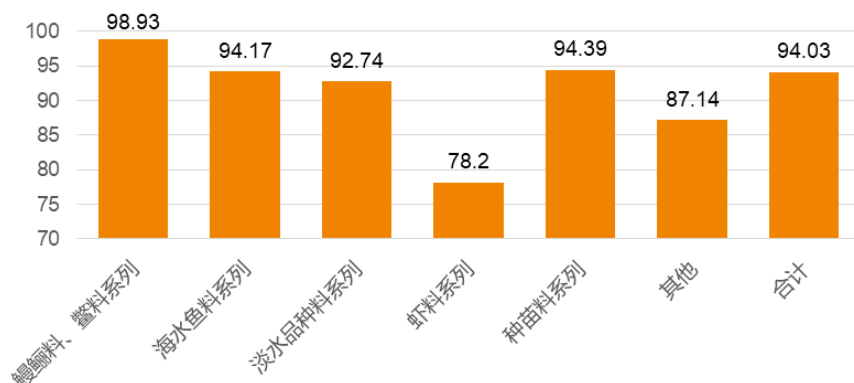
表 2: 公司产能情况 2014-2017

	2014	2015	2016	2017H1
设计产能	116,045.00	127,245.00	129,245.00	79,245.00
实际产能	68,547.00	75,707.00	81,261.00	49,485.00
产量	68066.1	70886.5	89867.89	49073.13
实际产能利用率	99.30%	93.63%	110.59%	99.17%

资料来源: 公司招股说明书, 2017 年年报, 天风证券研究所

备注: 公司 IPO 募投项目设计产能与实际产能从生产线通过量产合格验收时开始计算, 转固前该等生产线存在调试、试生产情形, 故存在部分产量超过实际产能的情形。

图 18: 产销率 (%)



资料来源: 2017 公司年报, 天风证券研究所

在 2014 年第一次临时股东大会上, 公司通过了向社会公众公开发行不超过 5300 万股人民币普通股的预案, 计划募集资金 29,089 万元, 用于投入特种水产配合饲料生产及研发中心的建设, 重点将放在高档淡、海水鱼类配合饲料以及种苗早起配合饲料上。项目达产后将大幅度提高种苗配合饲料的生产能力, 预计能新增设计产能 11.71 万吨/年, 合实际产能 5.88 万吨。

截止目前，公司首次公开发行股票募投项目“特种水产配合饲料生产项目”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，其余生产线在 2017 年 9 月 30 日前完成试生产验收，公司产能得到提升，产品结构进一步完善。

此外，在 2017 年 6 月，公司签署了与中海渔(福建)生物科技有限公司的资产转让协议，计划以自有资金 5300 万元收购位于福清市上迳镇岭胶村的国有土地使用权 64,337 平方米及房产，土地使用年限至 2054 年 5 月 17 日止。本次土地收购将用于建设特种水产配合饲料生产线，为下一步产能扩张奠定基础。

表 3：特种水产饲料市场空间测算

	2016 年产量 (吨)	料肉比	特种水产饲料规模 (吨)
高档淡水鱼	3,302,862	1.5	4,954,293
海水鱼	1,347,634	1.2	1,617,161
海水养殖虾	1,271,743	1	1,271,743
淡水养殖虾	2,032,113	1	2,032,113
鳗鲡	244,777	1.5	367,166
龟	44,644	3	133,932
鳖	344,529	3	1,033,587
合计			11,409,994

资料来源：中国渔业统计年鉴，天风证券研究所估算

备注：高档淡水鱼养殖量计算根据《中国渔业统计年鉴》中“淡水养殖：鱼类”总产量减去普通淡水鱼产量（青鱼、草鱼、鲢鱼、鳙鱼、鲤鱼、鲫鱼、鳊鱼、泥鳅、鲶鱼、鲟鱼、鲃鱼、罗非鱼）。

3.3. 产能加财务，可转债一石二鸟

公司在 2018 年 5 月发行了 30,500 万元的可转化公司债券，用于建设特种水产配合饲料生产项目（三期），项目建设期为两年（不含调设生产期），建设内容为新建种苗料，高端膨化料(主要为石斑鱼料)、海参及鲍鱼料生产线。根据公司公告，根据公司公告，预计项目建成并全部达产后，可实现实际产能将增加 6.26 万吨/年，其中达产第一年达产率为 70%，第二年开始达产率为 100%。根据预案，全部达产后正常年份营业收入为 7 亿元，净利润为 0.8 亿元，内部收益率为 17.67%。

此次可转债发行除满足原有市场需求，实现产能扩张外，还将增加海参及鲍鱼料生产线，对其他海水养殖板块进行前瞻性布局，抢占蓝海市场，更好实现对特种水产全行业的覆盖。

另一方面，可转换债券可以调节企业资本结构，可转债的转换过程避免了企业还本付息可能导致的资金周转困境，能够使资本结构能够得到优化。

4. 投资建议

受益消费升级，特种水产养殖行业发展，饲料渗透率提升，特种水产饲料行业将迎来至少 3-5 年高增长期，市场空间有望翻一番。技术和资金是行业的壁垒所在，公司研发领先，公司作为行业多品种龙头，龙头充分享受行业红利，实现高增长！

由于产品结构调整及 2017 年销量增速略低预期，将 2018/2019 年归母净利润由 1.42/1.88 亿元，下调至 1.22、1.58 亿元。2020 年归母净利润 2.08 亿元。对应 EPS 为 0.70 元/股，当前股价对应 2018 年业绩 27 倍估值，天马科技作为次新股，上市之初估值、目标价高于合理水平，我们认为，公司目前估值已回归至合理水平，目标价由 19.2 元下调至 13 元，维持增持评级。

风险提示：1，产能不及预期；2，恶劣天气影响；3，原材料成本上升

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	141.95	496.86	403.89	432.60	569.58
应收账款	202.46	246.50	400.57	427.71	645.62
预付账款	55.51	49.94	135.69	95.05	192.28
存货	178.85	376.65	209.46	600.50	508.38
其他	44.82	28.95	37.13	58.80	63.90
流动资产合计	623.58	1,198.89	1,186.74	1,614.66	1,979.75
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	207.28	339.69	319.11	298.53	277.94
在建工程	89.45	23.18	23.18	23.18	23.18
无形资产	45.42	68.07	66.14	64.21	62.28
其他	18.11	28.19	27.48	24.60	26.76
非流动资产合计	360.26	459.13	435.91	410.51	390.15
资产总计	983.83	1,658.03	1,622.65	2,025.17	2,369.90
短期借款	84.34	256.25	0.00	0.00	0.00
应付账款	92.82	47.56	163.47	127.22	227.28
其他	279.98	511.97	517.25	831.63	915.08
流动负债合计	457.14	815.78	680.73	958.85	1,142.36
长期借款	39.50	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.31	17.73	22.95	23.00	21.22
非流动负债合计	67.81	17.73	22.95	23.00	21.22
负债合计	524.95	833.51	703.67	981.84	1,163.58
少数股东权益	3.54	3.22	2.83	2.30	1.61
股本	159.00	296.80	296.80	296.80	296.80
资本公积	24.72	177.78	177.78	177.78	177.78
留存收益	295.84	522.81	619.35	744.23	907.90
其他	(24.23)	(176.09)	(177.78)	(177.78)	(177.78)
股东权益合计	458.88	824.52	918.98	1,043.32	1,206.32
负债和股东权益总	983.83	1,658.03	1,622.65	2,025.17	2,369.90

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	80.07	90.54	122.48	158.49	207.69
折旧摊销	14.27	19.39	22.52	22.52	22.52
财务费用	12.55	13.92	16.70	19.70	38.20
投资损失	(2.25)	(1.37)	(0.59)	(1.41)	(1.12)
营运资金变动	(58.11)	(59.82)	22.06	(118.16)	(48.53)
其它	(14.23)	28.21	(0.39)	(0.53)	(0.68)
经营活动现金流	32.30	90.87	182.77	80.61	218.07
资本支出	79.77	118.77	(5.22)	(0.05)	1.77
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(118.75)	(233.70)	5.81	1.45	(0.65)
投资活动现金流	(38.98)	(114.93)	0.59	1.41	1.12
债权融资	140.10	272.01	40.00	40.00	40.00
股权融资	(14.86)	277.42	(18.39)	(19.70)	(38.20)
其他	(98.70)	(213.86)	(297.94)	(73.61)	(84.01)
筹资活动现金流	26.54	335.56	(276.33)	(53.31)	(82.21)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	19.86	311.49	(92.97)	28.71	136.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	843.66	1,136.35	1,479.17	1,908.40	2,542.33
营业成本	657.13	906.73	1,174.91	1,519.89	2,023.01
营业税金及附加	1.86	4.03	5.18	6.68	8.94
营业费用	27.40	36.25	48.81	59.54	76.27
管理费用	56.03	72.20	94.37	120.23	155.08
财务费用	17.54	14.64	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	1.83	8.10	4.24	4.72	4.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.25	1.37	0.59	1.41	1.12
其他	(4.51)	(10.52)	(1.19)	(2.81)	(2.25)
营业利润	84.12	103.55	135.55	179.05	237.23
营业外收入	9.22	3.70	8.31	7.08	6.36
营业外支出	0.35	0.89	0.43	0.55	0.62
利润总额	93.00	106.36	143.43	185.57	242.97
所得税	12.93	15.82	21.34	27.61	35.96
净利润	80.07	90.54	122.09	157.96	207.01
少数股东损益	(0.22)	(0.32)	(0.39)	(0.53)	(0.68)
归属于母公司净利润	80.29	90.86	122.48	158.49	207.69
每股收益(元)	0.27	0.31	0.41	0.53	0.70

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	4.34%	34.69%	30.17%	29.02%	33.22%
营业利润	29.95%	23.09%	30.90%	32.09%	32.49%
归属于母公司净利润	21.57%	13.16%	34.80%	29.40%	31.04%
获利能力					
毛利率	22.11%	20.21%	20.57%	20.36%	20.43%
净利率	9.52%	8.00%	8.28%	8.30%	8.17%
ROE	17.63%	11.06%	13.37%	15.22%	17.24%
ROIC	32.25%	22.88%	22.65%	32.02%	37.43%
偿债能力					
资产负债率	53.36%	50.27%	43.37%	48.48%	49.10%
净负债率	55.84%	29.46%	7.03%	24.90%	42.21%
流动比率	1.36	1.47	1.74	1.68	1.73
速动比率	0.97	1.01	1.44	1.06	1.29
营运能力					
应收账款周转率	4.26	5.06	4.57	4.61	4.74
存货周转率	5.27	4.09	5.05	4.71	4.59
总资产周转率	0.92	0.86	0.90	1.05	1.16
每股指标(元)					
每股收益	0.27	0.31	0.41	0.53	0.70
每股经营现金流	0.11	0.31	0.62	0.27	0.73
每股净资产	1.53	2.77	3.09	3.51	4.06
估值比率					
市盈率	41.22	36.42	27.02	20.88	15.93
市净率	7.27	4.03	3.61	3.18	2.75
EV/EBITDA	0.00	24.88	16.72	13.08	9.25
EV/EBIT	0.00	29.25	19.19	14.57	10.00

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com