

深耕特种水产饲料市场，“十条鱼”叠加产能扩张助力公司成长



核心观点

- **深耕特种水产配合饲料市场，业绩持续高增长。**公司从鳗鲡饲料起家，专注特种水产饲料市场。目前形成了鳗鲡料、鳖料系列、海水鱼料系列、淡水品种料系列、虾料系列及种苗料系列 5 大系列产品，是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。鳗鲡系列配合饲料产品近年来销量稳居全国第一位。公司大黄鱼系列配合饲料也占据行业前列。公司营业收入和净利润一直维持较高增速。2017 年，公司实现营业收入 11.31 亿元，归母净利润 0.91 亿元，同比增长分别为 34.7%，13.2%。2013~2017 年公司营业收入的复合增速达到 19.9%，归母净利润的复合增速达到 17.7%。
- **特种水产配合饲料市场小而美，具备高成长潜力。**特种水产配合饲料是饲料领域中的一个细分子领域。2015 年特种水产配合饲料的产量为 143 万吨，大约占水产配合饲料销量的 7.55%。特种水产配合饲料市场具备较饲料市场更高壁垒，产品具有更高毛利率。我们认为特种水产配合饲料具备高成长潜力：1、水产品消费持续增长；2、下游水产养殖收益政策对捕捞的约束规模不断扩大；3 环保要求，替代品冰鲜杂鱼产量下降以及饲料配方和生产工艺提升使得饲料渗透率提升。
- **公司提出“十条鱼”战略叠加产能扩张，预计将迎来高成长。**公司提出“十条鱼”战略，目标在十个品种上做到国内第一，部分品种已有优势产品布局。公司过往受产能约束，目前新建产能在陆续投产。加上公司今年深化营销网络布局，产品、产能、营销三方面齐发力，预计公司将迎来高成长。

财务预测与投资建议

- **首次给予“买入”评级，目标价 10.00 元。**我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.39、0.50、0.63 元。运用可比公司法，可比公司 2019 年 PE 倍数为 20X，给予公司 2019 年 20X 的 PE，对应目标价 10.0 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 极端天气风险。鱼粉等原材料大幅上涨风险。
- 产能扩张及异地扩张不达预期。

公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	844	1,136	1,461	1,782	2,145
同比增长	4.3%	34.7%	28.6%	21.9%	20.3%
营业利润（百万元）	84	104	136	172	219
同比增长	30.0%	23.1%	30.9%	27.1%	27.2%
归属母公司净利润（百万元）	80	91	118	149	189
同比增长	21.6%	13.2%	30.0%	26.5%	26.8%
每股收益（元）	0.27	0.30	0.39	0.50	0.63
毛利率	22.1%	20.2%	19.3%	19.7%	20.1%
净利率	9.5%	8.0%	8.1%	8.4%	8.8%
净资产收益率	19.1%	14.2%	12.9%	13.8%	15.3%
市盈率（倍）	32.2	28.5	21.9	17.3	13.7
市净率（倍）	5.7	3.1	2.5	2.2	1.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价（2018 年 09 月 27 日）	8.45 元
目标价格	10.00 元
52 周最高价/最低价	16.71/8.37 元
总股本/流通 A 股（万股）	29,976/18,597
A 股市值（百万元）	2,533
国家/地区	中国
行业	农业
报告发布日期	2018 年 09 月 27 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-3.3	-1.5	-8.9	-43.1
相对表现 (%)	-6.1	-1.4	-7.2	-32.1
沪深 300 (%)	2.8	-0.1	-1.6	-10.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 朱英
021-63325888*3931
zhuying@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517080002

目 录

1. 专注特种水产饲料市场，业绩持续高增长	5
1.1 公司深耕特种水产饲料市场	5
1.2 公司业绩持续高增长	6
2. 小而美的特种水产配合饲料市场，具备高成长潜力	8
2.1 特种水产配合饲料市场小而美	8
2.2 特种水产配合饲料具备高成长潜力	11
2.2.1 下游水产养殖规模不断扩大	11
2.2.2 特种水产配合饲料渗透率预计将进一步提升	14
3. “十条鱼”战略叠加产能扩张，公司将迎来持续增长	15
3.1 公司提出“十条鱼”战略，积极打造特种水产配合饲料龙头	15
3.2 新产能陆续投产打破公司产能瓶颈	16
3.3 深化营销网络布局配合异地工厂，沿海区域全覆盖	17
3.4 股权激励加高管增持，彰显对公司发展的信心	18
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测，2018-2020 年 EPS 分别为 0.39、0.50、0.63 元	19
4.2 投资建议，目标价 10.0 元	20
风险提示	21

图表目录

图 1：公司股权结构.....	5
图 2：公司饲料业务主要发展阶段	5
图 3：2017 年公司各系列产品收入占比	6
图 4：2017 年公司各系列产品销量占比	6
图 5：公司饲料销量持续增长	6
图 6：公司营业收入持续增长	7
图 7：公司归母净利润持续增长.....	7
图 8：公司相较于同行具备更高的毛利率	7
图 9：公司各大类产品毛利率	7
图 10：公司的特种水产配合饲料业务行业定位	8
图 11：特种水产饲料上下游	8
图 12：2015 年中国特种水产配合饲料产品结构.....	8
图 13：中国特种水产养殖行业区域分布	9
图 14：公司营业成本中鱼粉占比最大，超过 50%.....	10
图 15：鱼粉价格呈现较大的波动性	10
图 16：全球鱼粉出口格局	10
图 17：水产配合饲料的产量和复合增速	11
图 18：特种水产配合饲料的产量和复合增速	11
图 19：我国人均水产品占有量在不断上升	11
图 20：2016 年我国水产品产量构成	12
图 21：水产养殖增速带来供给增量	12
图 22：大黄鱼产量快速增长.....	14
图 23：石斑鱼产量快速增长.....	14
图 24：鲟鱼产量快速增长	14
图 25：鳊鱼产量快速增长	14
图 26：公司部分目标品类的行业养殖规模	15
图 27：2017 年公司营业收入的区域构成	18

图表目录

表 1：特种水产配合饲料在研发支出占比和毛利率上都较高.....	11
表 2：“十三五”期间海洋渔业总量控制	13
表 3：伏季休渔政策调整，休渔期延长	13
表 4：公司“十条鱼”战略中已重点研发和推广的产品	15

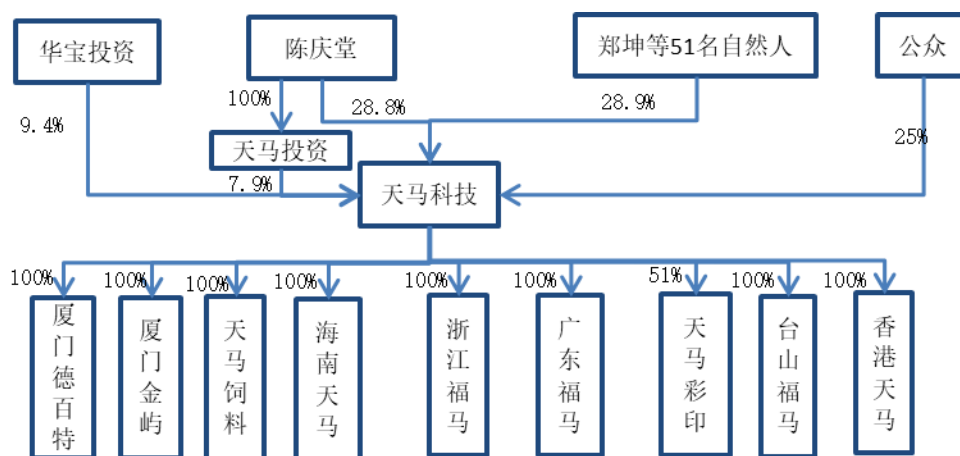
表 5：公司产能利用率高企.....	16
表 6：公司福清二期、三期项目将陆续投产.....	17
表 7：公司控股股东及董监高增持公司股份.....	18
表 8：公司主要产品销量和单价假设.....	19
表 9：收入分类预测表.....	19
表 10：可比公司.....	20

1. 专注特种水产饲料市场，业绩持续高增长

1.1 公司深耕特种水产饲料市场

公司从鳗鲡饲料起家，专注特种水产饲料市场。天马科技前身为天马有限，成立于 2005 年。之后公司陆续收购了同一控制人旗下的厦门德百特、厦门金屿、天马饲料、浙江福马等子公司。2017 年 1 月公司在上交所上市。公司目前实际控制人为陈庆堂，其直接以及通过天马投资间接持有公司合计 36.7% 的股权。陈庆堂同时也是公司重要创始人，在水产饲料领域拥有多年经验，是公司核心技术人员之一。公司旗下的天马饲料成立于 2001 年，成立之初就以鳗鲡饲料起家，后续拓展到其他特种水产饲料领域。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司饲料业务发展可以分为四个阶段：第一阶段（基础发展），公司利用地处鳗鲡养殖大省福建的区域优势，利用单一优势品种鳗鲡配合饲料进军市场，取得较高市场占有率；第二阶段（扩张发展），公司成功研发出龟、鳖、大黄鱼、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，同时生产工艺上成功突破了膨化软颗粒配合饲料技术；第三阶段（提升发展），公司成为国内首家研制出玻璃鳗配合饲料的企业，同时利用这一成功技术经验在多品种上进行类从苗种期到成与阶段的饲料开发，产品覆盖养殖全过程；第四阶段（进一步扩张发展），公司成功上市，提出“十条鱼”发展战略，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，部分品种饲料进军海外市场，公司成功研制推出全熟化 EP 虾料，并在多品种进行全熟化 EP 饲料研发。目前公司形成了鳗鲡料、鳖料系列、海水鱼料系列（含石斑鱼、大黄鱼、鲆鲷等）、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 5 大系列产品，是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。

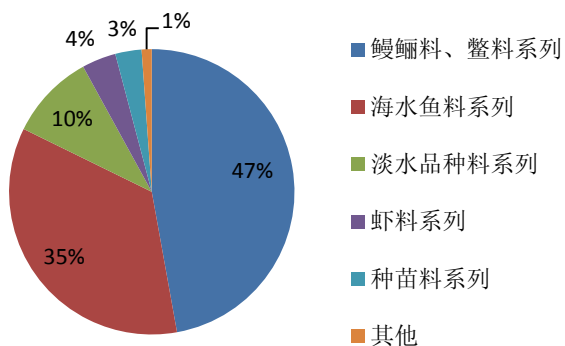
图 2：公司饲料业务主要发展阶段



数据来源：公司招股说明书，公司公告，东方证券研究所

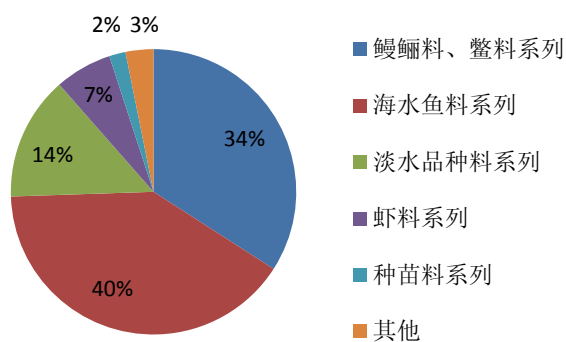
公司在鳊鲢、大黄鱼等品种做到行业领先。公司在 5 大系列产品中，鳊鲢料、鳖料系列以及海水鱼料系列是最主力的品种。2017 年，公司鳊鲢、鳖料系列占饲料收入的 47%、销量的 34%，海水鱼料系列占饲料收入的 35%，销量的 40%。主力品种中鳊鲢和大黄鱼等品种的系列饲料在行业中具备明显优势，处于行业领先地位。其中鳊鲢饲料上，公司涵盖从苗种期玻璃鳊到成鳊各阶段的配合饲料，鳊鲢配合饲料配方技术水平处于世界领先水平，玻璃鳊配合饲料等配方技术达到世界一流水平。公司鳊鲢系列配合饲料产品近年来销量稳居全国第一位。公司大黄鱼系列配合饲料也占据行业前列，2018 年公司参与起草制定的大黄鱼配合饲料国家标准获批准发布实施。

图 3：2017 年公司各系列产品收入占比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：2017 年公司各系列产品销量占比

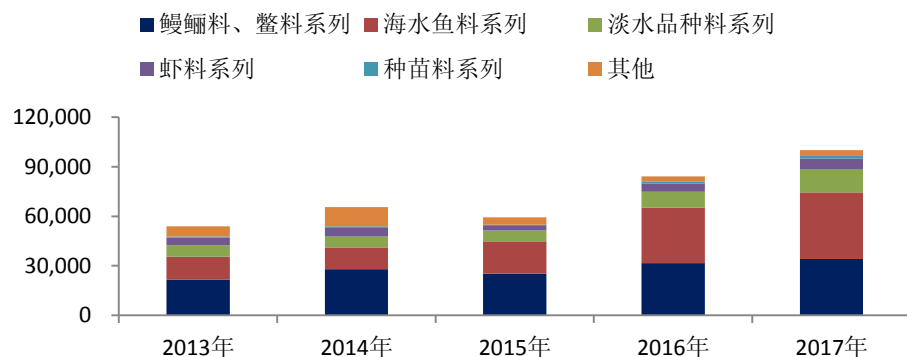


数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 公司业绩持续高增长

公司饲料销量持续高增长。2013 年公司饲料合计销量为 5.39 万吨，2017 年已增长至 10 万吨。饲料结构中鳊鲢料、鳖料系列维持稳定的增长，海水鱼料呈现较快的增长。

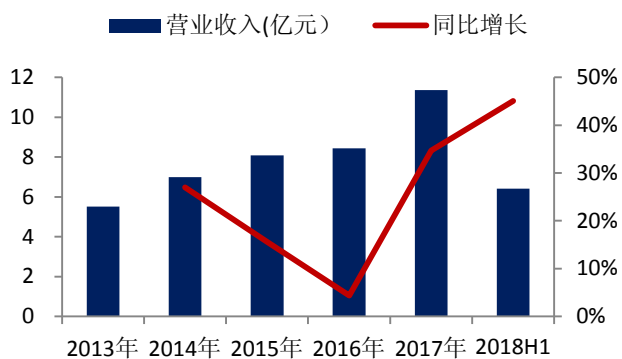
图 5：公司饲料销量持续增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

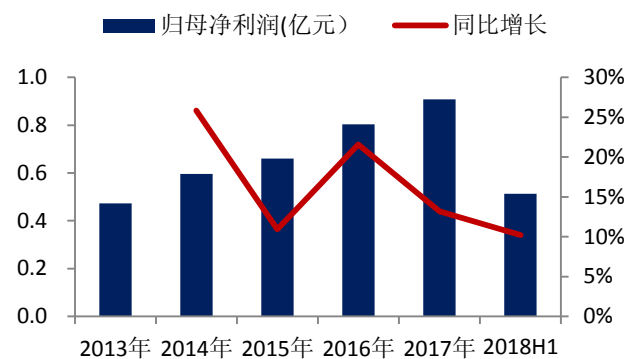
公司营业收入和净利润一直维持较高增速。2017年，公司实现营业收入11.31亿元，归母净利润0.91亿元，同比增长分别为34.7%、13.2%。2013~2017年公司营业收入的复合增速达到19.9%，归母净利润的复合增速达到17.7%。2018年上半年，公司实现营业收入6.41亿元，归母净利润0.51亿元，同比增速分别为45.1%、10.2%，上半年净利润增速明显小于营业收入增速主要原因在于公司上半年低毛利的鱼粉贸易增长较快。

图6：公司营业收入持续增长



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图7：公司归母净利润持续增长

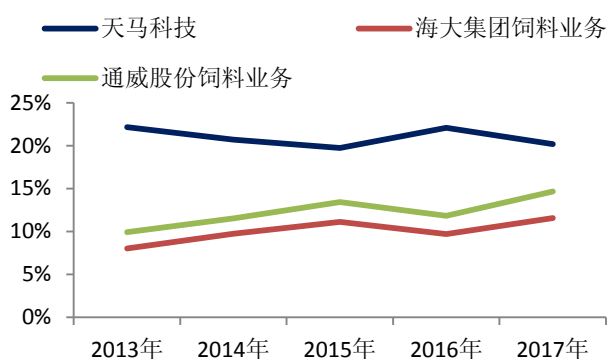


数据来源：公司公告，东方证券研究所

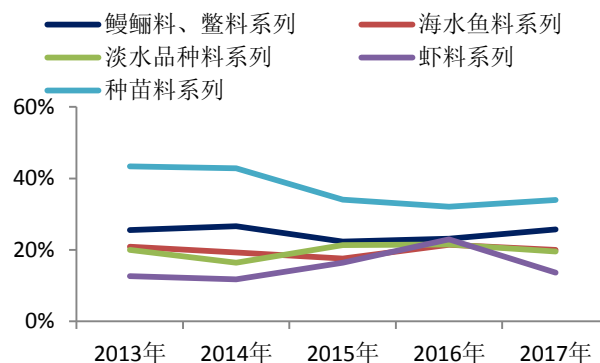
特种水产饲料行业具备高毛利。公司专注特种水产配合饲料领域，具备比同行更高的毛利率，2017年，公司毛利率为20.2%，同行海大集团饲料业务毛利率为11.6%，通威股份饲料毛利率为14.7%。在公司的5大系列产品中，种苗料毛利率最高，2017年为33.95%，其次是鳗鲡料、鳖料系列，2017年为25.69%。

图8：公司相较于同行具备更高的毛利率

图9：公司各大类产品毛利率



数据来源：公司公告，东方证券研究所



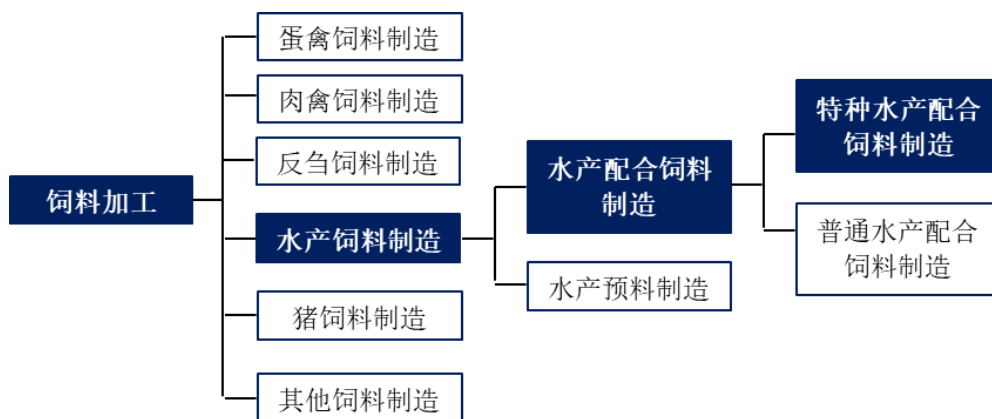
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2. 小而美的特种水产配合饲料市场，具备高成长潜力

2.1 特种水产配合饲料市场小而美

特种水产配合饲料是饲料领域中的一个细分子领域。特种水产配合饲料是饲料子领域中水产饲料中水产配合饲料下的一个细分领域，市场规模相对于饲料和水产饲料而言较小。根据中国饲料工业协会数据，2015 年水产配合饲料产量达到 1893 万吨，而当年特种水产配合饲料的产量为 143 万吨，大约占水产配合饲料销量的 7.55%。特种水产配合饲料的上游原材料包括鱼粉、玉米、小麦、油脂等，下游是特种水产养殖行业，主要的养殖品种包括海水鱼、鳗鲡、鳖、鲟鱼、鲑鱼等，主要分布在我国的辽宁、山东、江苏、浙江、福建、广东、海南、广西等沿海省份以及安徽、江西、湖北、云贵川等内陆省份。

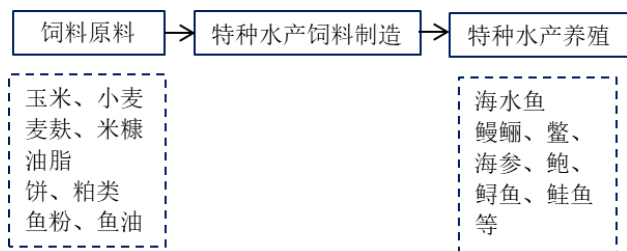
图 10：公司的特种水产配合饲料业务行业定位



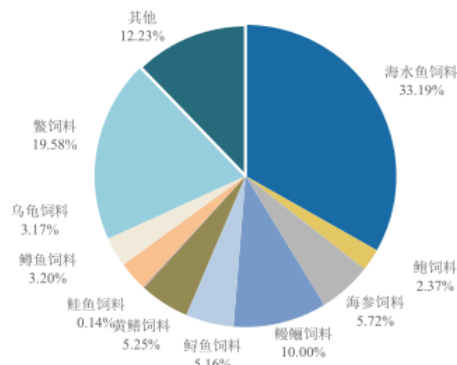
数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 11：特种水产饲料上下游

图 12：2015 年中国特种水产配合饲料产品结构



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所



数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

图 13：中国特种水产养殖行业区域分布



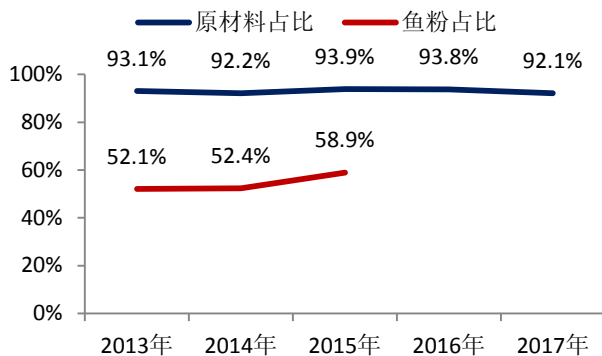
数据来源：公司招股说明书，东方证券研究所

特种水产配合饲料的成本结构中，原材料是最主要的成本，占比超过 90%。以公司为例，2017 年 公司营业成本中，原材料占比达到 92.09%。在原材料中，鱼粉是最主要的单项材料，根据 公司招股说明书，鱼粉占原材料比重超过 55%，占营业成本的比重超过 50.6%。鱼粉的价格波动是 公司成本波动最主要的因素。但公司毛利率基本平稳，一直处于 20% 上下，未受鱼粉价格波动发生 大幅波动，主要源于两方面因素，一是公司对鱼粉的存货管理机制，有平稳鱼粉价格波动影响的 作用；二是公司产品的定价会随成本变化而变化，毛利率整体平稳。

国内鱼粉的消费特别是高端鱼粉的消费主要来自于进口。从全球鱼粉市场看，秘鲁是最大的 鱼粉出口国，约占全球贸易量的 40.3%，也是我国鱼粉进口最主要的来源。全球气候变化以及秘 鲁的捕捞政策变化会对全球鱼粉市场的价格形成较大的影响。另外渔业资源的捕捞具备季节性， 鱼粉价格

本身也具备季节性变化。从捕捞政策上，秘鲁有放宽的迹象，2016 年 8 月秘鲁发布新的捕捞政策，将禁捕区域从离海岸线 10 海里以内缩减为离海岸线 5 海里以内，我们认为未来几年秘鲁政策层面对捕捞缩减的可能性非常小，鱼粉的供应相对充足，未来鱼粉价格大幅上涨的可能性较小。

图 14：公司营业成本中鱼粉占比最大，超过 50%



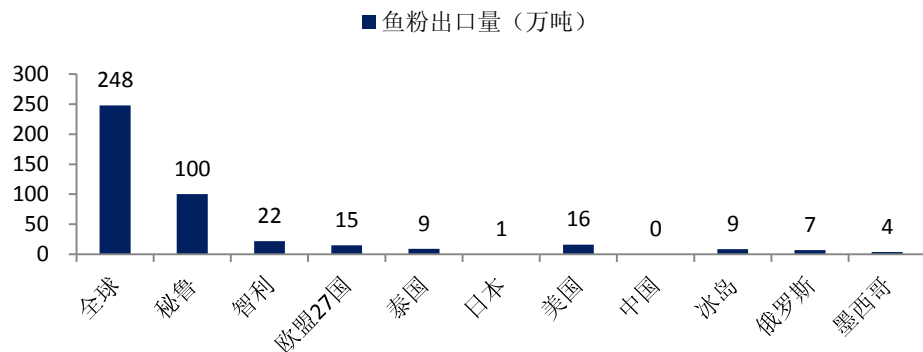
数据来源：公司招股说明书，公司公告，东方证券研究所

图 15：鱼粉价格呈现较大的波动性



数据来源：wind，东方证券研究所

图 16：全球鱼粉出口格局



数据来源：Wind，东方证券研究所

特种水产配合饲料市场具备较饲料市场更高壁垒，产品具有更高毛利率。相对于普通饲料，特种水产配合饲料在研发和生产工艺上具备更高壁垒。特种水产配合饲料下游对应的特种水产品类众多，各品类都有其独特的习性，在饲料研发上都需要单独研发，而每一品类的市场规模都不大，相对于养殖规模较大的猪、禽或者四大家鱼，天然要求研发投入比例更高。另一方面水产养殖尤其是部分特种水产的养殖对水质要求高，加上水产摄食的特性不一，对饲料的生产工艺要求高，在生产工艺环节铸就了更高的壁垒。特种水产配合饲料下游的特种水产产品单位价值高，例如大黄鱼、石斑鱼的价格一般每斤在 20 元以上，鲍鱼、海参等在 50 元以上，而普通水产如四大家鱼价格长期在 10 元以下。研发和生产上更高的壁垒叠加下游产品更高的单位价值，使得特种水产配合饲料具备更高的毛利率。我们比较了公司和其他几家饲料公司 2017 年的研发投入以及毛利率，其中公司主要生

产特种水产配合饲料，新希望主要生产禽和猪饲料，海大和通威生产水产饲料。公司在研发投入占比和毛利率上相对其他三家公司都更高。

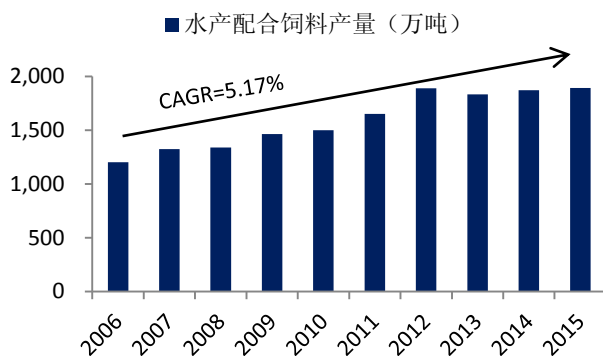
表 1：特种水产配合饲料在研发支出占比和毛利率上都较高

	研发支出（亿元）	营业收入（亿元）	研发支出/营业收入	饲料业务毛利率
天马科技	0.37	11.36	3.27%	20.21%
新希望	0.79	625.67	0.13%	6.18%
海大集团	2.58	325.57	0.79%	11.56%
通威股份	5.10	260.89	1.95%	14.67%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

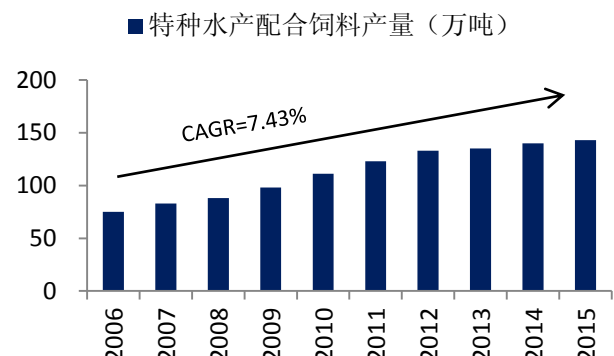
特种水产配合饲料市场具备更高的增速。特种水产配合是水产配合中增速更高的一个子领域，根据中国饲料工业协会数据，2006~2015 年水产配合饲料的复合增速为 5.17%，特种水产配合饲料的复合增速为 7.43%。

图 17：水产配合饲料的产量和复合增速



数据来源：中国饲料工业协会，东方证券研究所

图 18：特种水产配合饲料的产量和复合增速



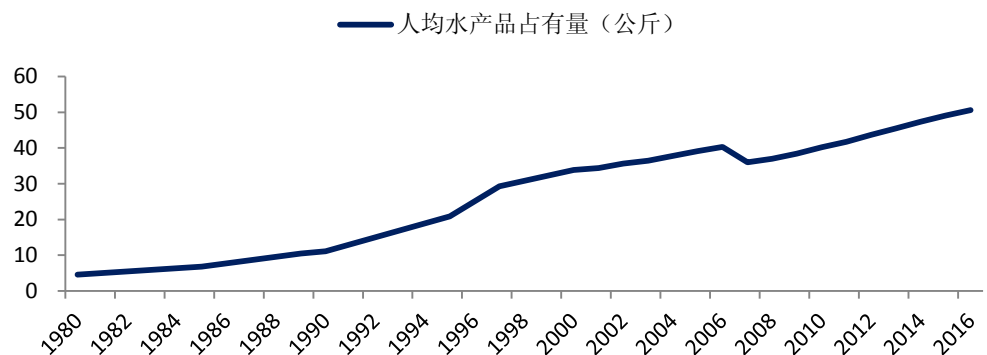
数据来源：中国饲料工业协会，东方证券研究所

2.2 特种水产配合饲料具备高成长潜力

2.2.1 下游水产养殖规模不断扩大

水产品消费持续增长。水产品是优质的动物蛋白来源，随着居民收入水平的提升，水产品的消费量在持续增长。2016 年，人均水产品占有量上升到 50.6 公斤。我们认为随着居民收入水平的提升水产品除了量的提升外，品质也在提升。作为品质更高的特种水产品的需求预计将迎来更高的增长。

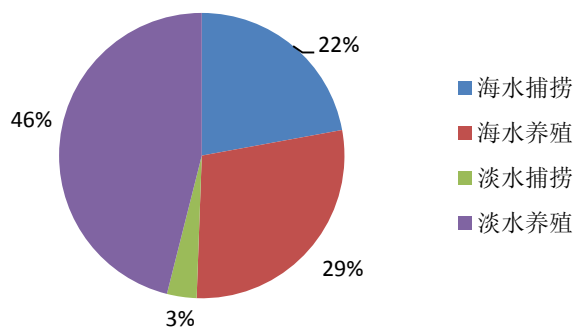
图 19：我国人均水产品占有量在不断上升



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

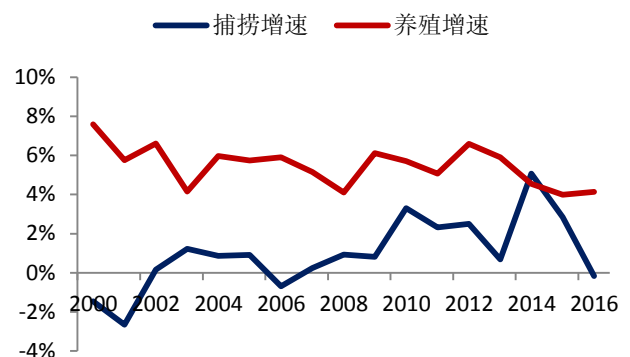
资源约束使得水产品的增量要求需要通过养殖业来满足。国内水产品构成主要有四部分，海水产品捕捞、淡水产品捕捞、海水产品养殖和淡水产品养殖，2016 年，四类来源分别占当年水产品总产量的 22%、3%、29%、46%，养殖供给了 75% 的产品。近年来，水产品产量的增速来源主要来自于养殖。一方面，我国属于人均自然资源相对匮乏的国家，自然资源约束了捕捞的上限；另一方面，从可持续发展的角度，在政策上国家鼓励限制捕捞，发展养殖。

图 20：2016 年我国水产品产量构成



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 21：水产养殖增速带来供给增量



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

关于限制捕捞的政策包括：

1. 实行渔船双控和捕捞总量控制：2017 年 1 月，农业部出台《关于进一步加强国内渔船管控实施海洋渔业资源总量管理的通知》，要求在“十三五”期间进一步加强国内海洋渔船船数和功率数控制（“双控”）、实施海洋渔业资源总量管理制度。其中海洋渔船“双控”目标是到 2020 年，全国压减海洋捕捞机动渔船 2 万艘、功率 150 万千瓦（基于 2015 年控制数），沿海各省年度压减数不得低于该省总压减任务的 10%。海洋渔业资源总量管理要求到 2020 年，国内海洋捕捞总产量减少到 1000 万吨以内，与 2015 年相比沿海各省减幅均不得低于 23.6%，年度减幅原则上不低于 5%。

表 2：“十三五”期间海洋渔业总量控制

地 区	2015 年捕捞产量（万吨）	2020 年捕捞产量控制数（万吨）	产量减少（万吨）
辽 宁	110.79	84.65	26.13
天 津	4.71	3.60	1.11
河 北	25.04	19.14	5.91
山 东	228.23	174.39	53.84
江 苏	55.43	42.36	13.08
上 海	1.70	1.30	0.40
浙 江	336.70	257.27	79.43
福 建	200.39	153.12	47.27
广 东	148.91	113.78	35.13
广 西	63.35	48.41	14.94
海 南	133.47	101.99	31.49
总 计	1308.73	1000.00	308.73

数据来源：农业部，东方证券研究所

2. 伏季休渔期延长：2017 年、2018 年农业部相继发布《关于调整海洋伏季休渔制度的通告》，伏季休渔相较于过往变严，且休渔期均出现延长。

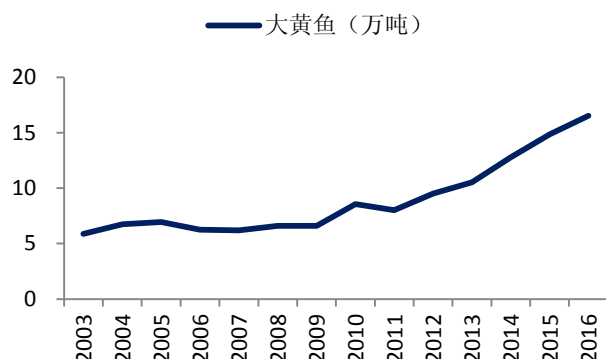
表 3：伏季休渔政策调整，休渔期延长

		2009 年政策		2018 年政策	
休渔海域		渤海、黄海、东海及北纬 12 度以北的南海（含北部湾）海域		渤海、黄海、东海及北纬 12 度以北的南海（含北部湾）海域	
休渔作业类型		除单层刺网和钓具外的所有作业类型		除钓具外的所有作业类型	
休渔时间	北纬 35 度以北的渤海和黄海海域	6 月 1 日 12 时至 9 月 1 日 12 时		5 月 1 日 12 时至 9 月 1 日 12 时	
	北纬 35 度至 26 度 30 分的黄海和东海海域	6 月 1 日 12 时至 9 月 16 日 12 时	桁杆拖虾和笼壶类休渔时间为 6 月 1 日至 8 月 1 日，灯光围（敷）网休渔时间为 5 月 1 日至 7 月 1 日	5 月 1 日 12 时至 9 月 16 日 12 时	桁杆拖虾、笼壶类、刺网和灯光围（敷）网休渔时间为 5 月 1 日 12 时至 8 月 1 日 12 时
	北纬 26 度 30 分至“闽粤海域交界线”的东海海域	5 月 16 日 12 时至 8 月 1 日 12 时		5 月 1 日 12 时至 8 月 16 日 12 时	
	北纬 12 度至“闽粤海域交界线”的南海海域（含北部湾）	5 月 16 日 12 时至 8 月 1 日 12 时		5 月 1 日 12 时至 8 月 16 日 12 时	
	定置作业	不少于两个半月		不少于三个月	

数据来源：农业部，东方证券研究所

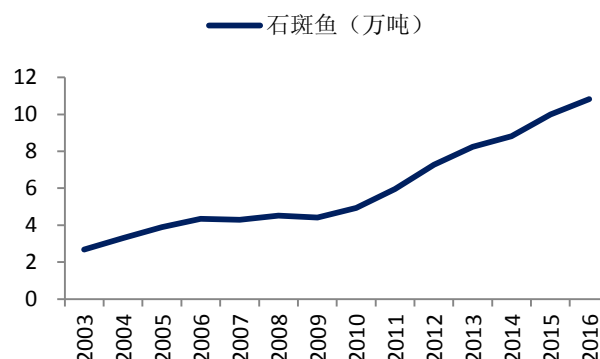
特种水产养殖量在不断提升。2016 年我国大黄鱼产量达到 16.55 万吨，石斑鱼产量 10.83 万吨，鲟鱼产量 8.98 万吨，鳊鱼产量达到 24.48 万吨，产量均在快速增长。2010-2016 年，大黄鱼产量的复合增速为 11.57%，石斑鱼为 14%，鲟鱼为 16.82%，鳊鱼为 2.28%。

图 22：大黄鱼产量快速增长



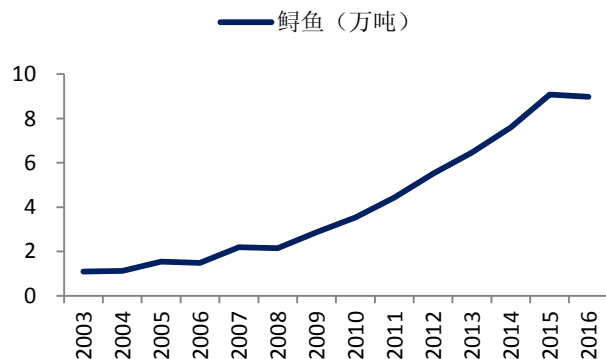
数据来源：中国渔业统计年鉴，东方证券研究所

图 23：石斑鱼产量快速增长



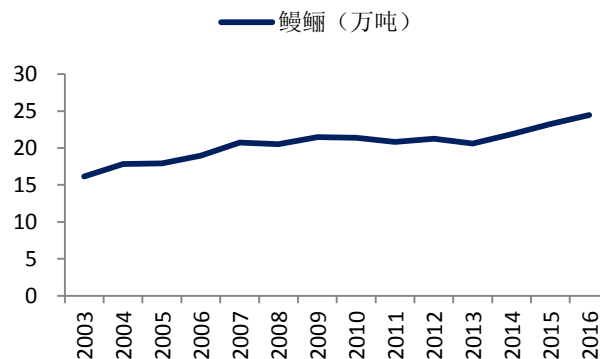
数据来源：中国渔业统计年鉴，东方证券研究所

图 24：鲟鱼产量快速增长



数据来源：中国渔业统计年鉴，东方证券研究所

图 25：鳊鱼产量快速增长



数据来源：中国渔业统计年鉴，东方证券研究所

2.2.2 特种水产配合饲料渗透率预计将进一步提升

特种水产配合饲料目前渗透率较低。整体水产配合饲料市场渗透率较低，以 2016 年数据，按料肉比为 1.5 测算，水产配合饲料的渗透率为 25%。特种水产配合饲料由于下游品种经济价值更高，渗透率相对普通水产饲料高，但还是具备很大提升空间，其中淡水品种饲料渗透率相对较高，按 2015 数据，假设料肉比为 1.5 测算，鳊鱼配合饲料的渗透率为 40.98%，鲟鱼为 54.16%。而海水鱼品种饲料渗透率普遍较低，根据公司招股说明书，石斑鱼、大黄鱼等海水鱼配合饲料普及率仅在 20% 左右。

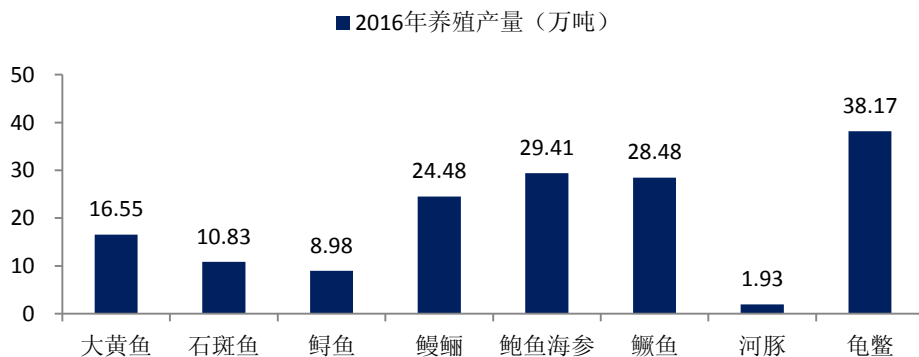
饲料产品品质提升以及环保要求将会带动渗透率提升。我们认为三方面的因素会带动特种水产配合饲料的渗透率提升：1. 2018 年 1 月 1 日起，新修订的《中华人民共和国水污染防治法》开始施行，新规增加和修订了水体的污染防治和畜禽养殖污染防治等相应的内容，环保要求使得水产配合饲料替代传统冰鲜喂养成为水产养殖发展的必然趋势；2. 海洋捕捞总量控制以及伏季休渔的延长将使得特种配合饲料的替代品冰鲜杂鱼的捕捞量下降；3. 特种水产饲料产品配方和生产工艺提升，使得投喂饲料的经济性和环保性提升。

3. “十条鱼”战略叠加产能扩张，公司将迎来持续增长

3.1 公司提出“十条鱼”战略，积极打造特种水产配合饲料龙头

公司提出“十条鱼”战略，目标 10 个品种国内第一。公司在 2017 年提出“十条鱼”战略，目标中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，同时形成对其他特种水产饲料细分品种的市场占有率的有效提升。“十条鱼”包括鳗鲡、大黄鱼、石斑鱼、鲟鱼、鲍鱼海参、鳐鱼、虾、河豚、兰子鱼、龟鳖等。从目前行业的养殖产量看这十个品种中虾是大品种，2016 年产量超过 200 万吨，其他品种中鳗鲡、鲍鱼海参、龟鳖等养殖规模年产量都已超过 20 万吨的规模，未来饲料发展潜力大。

图 26：公司部分目标品类的行业养殖规模



数据来源：中国渔业统计年鉴，东方证券研究所

公司在“十条鱼”领域，已有优势产品。在鳗鲡配合饲料领域，公司已形成从玻璃鳗到成鳗全养殖阶段的产品线，近年来处于行业第一地位。在大黄鱼、石斑鱼、虾料等领域，公司产品也具备竞争优势。

表 4：公司“十条鱼”战略中已重点研发和推广的产品

产品	分类	产品技术水平
鳗鲡配合饲料	黑仔配合饲料、 幼鳗配合饲料、 成鳗配合饲料	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。公司参与修订《鳗鲡配合饲料》行业标准，获福建省标准贡献三等奖。
鳖配合饲料	稚鳖配合饲料、幼鳖配合饲料、成鳖配合饲料	中华鳖系列配合饲料已获得三项发明专利授权。《中华鳖配合饲料》国家标准由公司制定，并经过国家发布实施。
鲟鱼配合饲料	稚鲟配合饲料、幼鲟配合饲料、成鲟配合饲料	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、食用鱼配合饲料	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。
石斑鱼配合饲料	幼鱼配合饲料、中鱼配合饲料、成鱼配合饲料	石斑鱼粉状配合饲料已获得发明专利授权。
鲍鱼配合饲料	稚鲍配合饲料、幼鲍配合饲料、成鲍配合饲料、	公司自主研发的鲍鱼配合饲料，适用于从鲍鱼种苗培育至养成商品鲍各个养殖阶段，产品工艺技术与配合饲料配方技术均为公司自主创新。
海参配合饲料	稚参配合饲料、幼参配合饲料、养成参配合饲料	公司自主研发的海参配合饲料，适用于海参从种苗培育阶段至商品参的各个养殖阶段，产品工艺技术与配合饲料配方技术均为公司自主创新。
虾类配合饲料	虾苗配合饲料、稚虾配合饲料、幼虾配合饲料、中虾配合饲料、成虾配合饲料	南美白对虾养殖前期配合饲料、中期配合饲料、后期配合饲料等已获得三项授权发明专利。成功开发出安全高效环保的 EP 全熟化系列虾料，采用全熟化工艺，外表光滑，基本不含粉末，能大幅缩短养殖周期，节能减排。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 新产能陆续投产打破公司产能瓶颈

公司过往实际产能利用率高，产能是公司持续扩张的一个约束。公司采用订单生产模式，产销率高，除了旺季提前备货外，少有产品存货。2013 年以来，公司的实际产能利润率一直高企，2016 年、2017 年超过 100%，产能实际上已构成公司规模扩张的一个约束。

表 5：公司产能利用率高企

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
实际产能（万吨）	6.31	6.85	7.57	8.13	10.09
实际产量（万吨）	5.62	6.81	7.09	8.99	10.65*
实际产能利用率	88.95%	99.30%	93.63%	110.59%	105.56%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

*2017 年 9 月公司福清三期项目投产

公司募投项目陆续投产，产能瓶颈打破。公司的产能扩张来自于两个方面，一是包含募投项目等新产能的陆续投产带来产能的增长；二是随着总产能的增加，公司部分生产线可以做到专线专用，能提高实际产能。2017 年公司上市时募投项目为福清二期项目，能增加实际产能 5.88 万吨，已于 2017 年 9 月投产。2018 年公司又发行了可转债，进行福清三期项目建设，该项目在 2017 年开工，预计在 2019~2020 年投产，新增实际产能 6.26 万吨。公司新增产能以高生产工艺要求的膨化料为主，顺应行业发展趋势。此外，2018 年 7 月公司公告拟将投资 6.5 亿元在江苏建设华东总部和生产基地。按该投资额测算，我们预计对应的实际产能将在 9 万吨左右。随着公司募投项目陆续投产以及未来兴化项目落地，我们认为产能对公司成长的约束将会被打破。

表 6：公司福清二期、三期项目将陆续投产

新建项目		生产线	万吨
福清二期项目	设计产能	成体颗粒料	2.88
		成体膨化料	6.34
		幼龄膨化料	1.92
		种苗料	0.57
		合计	11.71
	实际产能	成体颗粒料	1.44
		成体膨化料	3.48
		幼龄膨化料	0.77
		种苗料	0.19
		合计	5.88
福清三期项目	设计产能	成体颗粒料	0.00
		膨化料及粉料	10.56
		种苗料	2.55
		合计	13.11
	实际产能	成体颗粒料	0.00
		膨化料及粉料	5.49
		种苗料	0.77
		合计	6.26

数据来源：公司公告，东方证券研究所

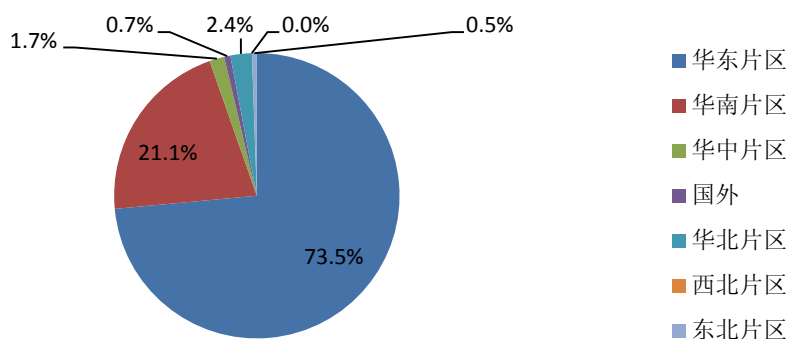
3.3 深化营销网络布局配合异地工厂，沿海区域全覆盖

下游特种水产养殖具有区域性。公司下游的特种水产养殖全程对水温、水质等都有较高的要求，养殖分布具备很强的区域性。其中海水产品的养殖主要分布在我国沿海的省份，北方主要为鲍鱼、海

参等，南方沿海省份还有大黄鱼、石斑鱼等品种。淡水品种在沿海省份和内陆省份都有分布，其中虹鳟等品种主要分布在海拔较高的云贵川等省份，鳊鱼等品种主要分布在南方沿海省份及周边的内陆省份。公司所在地福建及其周边的浙江、江西、广东等省份在鳊鱼、大黄鱼、石斑鱼等品种养殖上具备区域集中度高的优势。

公司开辟异地工厂。公司原有产能主要集中在福建福清。公司虽然早已进行销售区域的拓展，但营业收入的区域分布上还是以包含福建大本营的华东区域为主。公司正在进行广东台山工厂的生产线改造，并拟在江苏兴化投资建立华东总部和生产基地，从区域布局上形成南北双向拓展，对公司销售巩固华东区域，进一步向华南、华中、华北区域拓展带来帮助。

图 27：2017 年公司营业收入的区域构成



数据来源：公司公告，东方证券研究所

公司深化营销网络布局，实行沿海区域全覆盖。公司主力品种鳊鱼料及海水鱼料养殖区域以沿海地区为主。公司推行细分事业部战略，2018 年起 3 年内，在华南地区、华东地区、华中地区、西南地区完成 10 个大区、24 个细分事业部建设目标。深化营销网络布局叠加产能扩张及异地工厂投产，预计将会给公司带来进一步扩张。

3.4 股权激励加高管增持，彰显对公司发展的信心

公司推出股权激励计划，对未来营收增速要求高增长。2018 年公司推出限制性股票激励计划，激励队形包括公司高级管理人员、中层管理人员及核心骨干，首期授予 103 人，合计授予 308.2 万股，价格为 5.325 元/股。限制性股票激励计划对公司层面的业绩考核要求为以 2017 年营收为基数，2018~2021 年营业收入增长率分别不低于 30%、60%、90%以及 120%。

公司高管增持公司股票，彰显对未来发展的信心。2018 年 9 月 6 日，公司公告了控股股东、实际控制人陈庆堂及公司董监高人员增持公司股份及后续增持计划。控股股东、实际控制人及董监高合计拟通过交易所集中竞价交易共增持公司 133.64 万股，已增持 53.64 万股，增持均价为 8.81 元/股。

表 7：公司控股股东及董监高增持公司股份

增持人	增持计划	增持进展
陈庆堂	自 2018 年 9 月 5 日至 2019 年 3 月 4 日，拟增持 100	已增持 20 万股

	万股	
董监高等 11 人	于 2018 年 9 月 5 日至 2018 年 9 月 6 日,拟增持 33.64 万股	已增持完毕

数据来源：公司公告，东方证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测，2018-2020 年 EPS 分别为 0.39、0.50、0.63 元

我们对公司 2018~2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 收入的增长主要来自于产能扩张带来的鳗鲡料、鳖料系列、海水鱼产品系列的增长以及新产品全熟化 EP 虾料带动虾料系列的增长。产品价格上，海水鱼产品系列受益高价格的大黄鱼料占比提升单价提升，虾料受益于高端的全熟化 EP 虾料推广单价提升，其余单价相对稳定。

表 8：公司主要产品销量和单价假设

		2017A	2018E	2019E	2020E
鳗鲡料、鳖料系列	销量增速	7.89%	7.84%	7.84%	7.84%
	单价（元/吨）	13575	13725	13725	13725
海水鱼料系列	销量增速	20.62%	20.00%	22.00%	22.00%
	单价（元/吨）	8524	9035	9487	9772
淡水品种料系列	销量增速	44.34%	25.00%	25.00%	20.00%
	单价（元/吨）	6814	7124	7124	7124
虾料系列	销量增速	34.43%	70.00%	60.00%	40.00%
	单价（元/吨）	5871	7000	9000	10000
种苗料系列	销量增速	51.31%	45.00%	45.00%	45.00%
	单价（元/吨）	15774	15774	15774	15774

数据来源：东方证券研究所

- 2) 公司 18-20 年销售费用率维持 3.19%，管理费用率为 6%、5.75%、5.6%。管理费用的小幅下降主要考虑到销售收入的增长对管理费用有一定的摊薄影响。
- 3) 公司 18-20 年的所得税率维持 14.88%

表 9：收入分类预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
鳗鲡料、鳖料系列					
销售收入（百万元）	431.0	463.2	505.0	544.6	587.3
增长率	-12.6%	7.5%	9.0%	7.8%	7.8%
毛利率	23.2%	25.7%	25.7%	25.7%	25.7%
海水鱼料系列					

销售收入（百万元）	266.0	344.7	438.4	561.6	705.8
增长率	67.0%	29.6%	27.2%	28.1%	25.7%
毛利率	21.4%	19.9%	20.0%	20.0%	20.0%
淡水品种料系列					
销售收入（百万元）	68.3	95.9	125.3	156.6	188.0
增长率	35.0%	40.4%	30.7%	25.0%	20.0%
毛利率	21.5%	19.6%	20.0%	20.0%	20.0%
虾料系列					
销售收入（百万元）	29.7	38.0	76.9	158.3	246.2
增长率	90.5%	27.9%	102.7%	105.7%	55.6%
毛利率	22.9%	13.6%	15.0%	20.0%	22.0%
种苗料系列					
销售收入（百万元）	17.7	29.3	42.4	61.5	89.2
增长率	21.9%	65.4%	45.0%	45.0%	45.0%
毛利率	32.1%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%
其他系列					
销售收入（百万元）	12.3	11.2	11.2	11.2	11.2
增长率	26.3%	-8.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	13.1%	4.2%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	18.7	154.2	262.1	288.3	317.1
增长率	-71.6%	725.4%	70.0%	10.0%	10.0%
毛利率	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
合计	843.7	1,136.4	1,461.4	1,782.2	2,144.7
增长率	4.3%	34.7%	28.6%	21.9%	20.3%
综合毛利率	22.1%	20.2%	19.3%	19.7%	20.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.39、0.50、0.63 元。

4.2 投资建议，目标价 10.0 元

PE 估值：我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.39、0.50、0.63 元。运用可比公司法，可比公司 2019 年 PE 倍数为 20X，给予公司 2019 年 20X 的 PE，对应目标价 10.0 元，首次给予买入评级。

表 10：可比公司

股票代码	公司简称	最新股价	EPS					PE			
		2018/9/27	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
002311	海大集团	21.61	0.76	0.94	1.18	1.55	28	23	18	14	
002385	大北农	3.67	0.30	0.26	0.31	0.42	12	14	12	9	
600438	通威股份	6.52	0.52	0.53	0.79	0.95	13	12	8	7	
000876	新希望	6.05	0.54	0.49	0.60	0.95	11	43	23	8	
002548	金新农	7.18	0.18	0.14	0.15	0.32	40	53	49	23	

002157	正邦科技	3.95	0.22	0.10	0.16	0.95	18	40	25	4
最大值							40	53	49	23
最小值							11	12	8	7
调整后平均							18	27	20	16

数据来源：Wind，东方证券研究所

*由于新希望盈利大量来自于对民生银行的投资收益，此处 PE 剔除民生银行部分，只计算农牧业务的 PE

风险提示

1. **极端天气风险。**若下游水产养殖行业遭受极端天气如台风、洪涝等影响出现大面积减产，则会影响到公司饲料产品的需求和应收账款的回收。
2. **鱼粉等原材料大幅上涨风险。**鱼粉是公司占比最重的原材料，若国际市场鱼粉价格出现大幅上涨，则会影响公司产品的利润率。
3. **产能扩张不达预期。**若公司福建三期项目投产不达预期将会影响公司 2020 年及以后的增长。
4. **异地扩张不达预期。**若公司异地营销扩张不达预期，会成为约束公司成长的瓶颈。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	142	497	796	634	519	营业收入	844	1,136	1,461	1,782	2,145
应收账款	187	234	292	356	429	营业成本	657	907	1,179	1,431	1,714
预付账款	56	50	64	78	94	营业税金及附加	2	4	5	6	8
存货	179	377	354	429	514	营业费用	27	36	47	57	68
其他	60	41	47	55	65	管理费用	56	72	88	102	120
流动资产合计	624	1,199	1,554	1,554	1,621	财务费用	18	15	14	17	19
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	2	8	3	5	6
固定资产	207	340	369	467	608	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	89	23	131	297	406	投资净收益	2	1	1	1	1
无形资产	45	68	66	65	63	其他	0	8	8	8	8
其他	18	28	9	9	9	营业利润	84	104	136	172	219
非流动资产合计	360	459	575	838	1,086	营业外收入	9	4	4	4	4
资产总计	984	1,658	2,129	2,392	2,707	营业外支出	0	1	1	1	1
短期借款	84	256	256	256	256	利润总额	93	106	138	175	222
应付账款	89	44	57	70	83	所得税	13	16	21	26	33
其他	284	515	565	679	806	净利润	80	91	118	149	189
流动负债合计	457	816	879	1,004	1,146	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)
长期借款	40	0	0	0	0	归属于母公司净利润	80	91	118	149	189
应付债券	0	0	214	214	214	每股收益（元）	0.27	0.30	0.39	0.50	0.63
其他	28	18	17	17	17	主要财务比率					
非流动负债合计	68	18	231	231	231		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	525	834	1,110	1,235	1,377	成长能力					
少数股东权益	4	3	3	2	2	营业收入	4.3%	34.7%	28.6%	21.9%	20.3%
股本	159	297	300	300	300	营业利润	30.0%	23.1%	30.9%	27.1%	27.2%
资本公积	25	178	272	272	272	归属于母公司净利润	21.6%	13.2%	30.0%	26.5%	26.8%
留存收益	271	345	442	580	754	获利能力					
其他	0	2	2	2	2	毛利率	22.1%	20.2%	19.3%	19.7%	20.1%
股东权益合计	459	825	1,019	1,156	1,330	净利率	9.5%	8.0%	8.1%	8.4%	8.8%
负债和股东权益	984	1,658	2,129	2,392	2,707	ROE	19.1%	14.2%	12.9%	13.8%	15.3%
现金流量表						ROIC	16.7%	11.9%	9.8%	10.3%	11.7%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	偿债能力					
净利润	80	91	118	149	189	资产负债率	53.4%	50.3%	52.1%	51.7%	50.9%
折旧摊销	14	18	29	31	35	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	18	15	14	17	19	流动比率	1.36	1.47	1.77	1.55	1.41
投资损失	(2)	(1)	(1)	(1)	(1)	速动比率	0.97	1.01	1.37	1.12	0.97
营运资金变动	(116)	(42)	5	(41)	(47)	营运能力					
其它	39	11	21	5	6	应收账款周转率	4.4	5.0	5.1	5.1	5.1
经营活动现金流	32	91	184	160	200	存货周转率	4.1	3.3	3.2	3.7	3.6
资本支出	(84)	(106)	(163)	(294)	(283)	总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
其他	45	(9)	2	1	1	每股收益	0.27	0.30	0.39	0.50	0.63
投资活动现金流	(39)	(115)	(161)	(292)	(281)	每股经营现金流	0.11	0.30	0.62	0.53	0.67
债权融资	53	(54)	214	0	0	每股净资产	1.52	2.75	3.40	3.86	4.44
股权融资	0	291	98	0	0	估值比率					
其他	(27)	99	(35)	(29)	(34)	市盈率	32.2	28.5	21.9	17.3	13.7
筹资活动现金流	27	336	277	(29)	(34)	市净率	5.7	3.1	2.5	2.2	1.9
汇率变动影响	(0)	(1)	0	0	0	EV/EBITDA	24.7	21.0	16.1	13.0	10.5
现金净增加额	20	311	300	(162)	(115)	EV/EBIT	28.2	24.2	19.2	15.1	12.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

