



农林牧渔 饲料 II

2017-06-30

公司深度报告

增持/首次

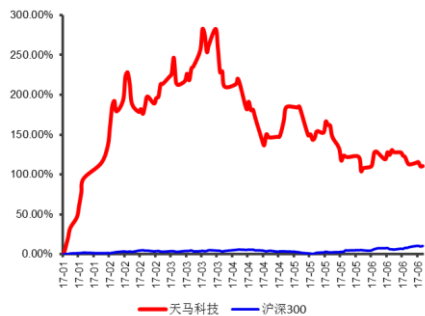
天马科技(603668)

目标价: 17.2

昨收盘: 13.4

天马科技：产能增长，特种水产饲料龙头开启新一轮成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	297/74
总市值/流通(百万元)	3,977/994
12 个月最高/最低(元)	34.22/8.94

相关研究报告:

证券分析师: 程晓东

电话: 010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511050002

报告摘要

公司是特种水产饲料行业龙头，近年来业绩上升较快。公司主营特种水产饲料的研发和产销，自 2001 年至今一直深耕于该领域，是行业龙头企业。公司特种水产饲料产品种类齐全，涵盖了鳗鲡料、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 5 大系列。其中，鳗鲡料是其主打产品。2015 年该产品产量超过 3 万吨，占全国总量的比重为 21.4%，市占率排名第一。2011-2016 年间，公司主营收入从 4.48 亿元增至 8.43 亿元，增长了 88.16%，年均复合增速是 13.48%；归属于母公司所有者的净利润从 2372.59 万元增至 8029.35 万元，增长了 2.38 倍，年均复合增速是 27.61%。

特种水产饲料行业处于快速成长阶段。特种水产饲料行业是水产饲料行业中的一个新兴分支，目前正处于快速成长的阶段，产量增速明显高于水产饲料。上游养殖业蓬勃发展是拉动特种水产饲料产量增长的主要原因：1、养殖品种增多，形成了多品类的养殖产业带；2、特种水产品产量增长较快。2006-2015 年间，淡水鱼中的黄颡鱼、鲟鱼、鲑鱼、鲈鱼、鳗鲡养殖产量年均复合增速分别为 16.83%、22.31%、30.77%、10.54%和 2.29%。除鳗鲡外，增速都超过同期全国淡水鱼养殖总量 5.56% 的增速。同期，海水鱼和海参养殖产量年均复合增速分别为 8.42% 和 12.51%。

未来特种水产饲料市场有较大的增长空间。养殖增量和饲料普及率提升将共同推动特种水产饲料市场扩容。首先，海洋渔业资源匮乏，养殖替代捕捞势在必行。《全国渔业发展第十三个五年规划》明确指出，十三五期间要降低捕捞强度、保护海洋渔业资源，鼓励发展名特新优水产品养殖。预计，未来 3-5 年内，特种养殖水产品将继续增量，带动上游饲料行业发展。其次，目前海水鱼配合饲料普及率较低，未来普及率的提升将充分拓展行业发展空间。我们粗略估算，仅考虑饲料普及率由目前的 20% 升至 50%，就可为海水鱼饲料市场带来翻倍空间。

产能增长，注重研发，技术、产能、市占率在业内领先。1、产能增长，规模业内领先。截至 2016 年底，公司拥有特种水产饲料产能 12.72 万吨，规模在行业内领先。2017 年 4 月，募投项目顺利竣工刚投产，产能进一步扩大至 24.43 万吨，规模领先优势进一步扩大；2、公司注重研发投入，研发费用逐年增长，技术在行业内领先。公司是国内首家研制出玻璃鳗配合饲料的企业。玻璃鳗配合饲料的成功应用，打破了日本多年来

对该项技术的垄断，带动了石斑鱼、鲆鲽鳎、大黄鱼等其他养殖品种的种苗期配合饲料的技术创新。3、市占率业内领先。2015年，公司特种水产配合饲料销量为6.73万吨，在全国市场中的占比为4.7%。2016年，特种水产饲料销量为8.4万吨，同比增长24.84%，预计市占率进一步提升。4、销售网络覆盖范围广，直销占比高。公司建立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，并积极开拓覆盖范围至国外。广泛的销售网络为2016年上半年，直销在销售收入中的占比超过七成。

盈利预测和投资评级。17-19年，预计营收为11.16/15.95/19.64亿元，净利润为1.28/1.93/2.41亿元，EPS为0.43/0.65/0.81元，对应PE为31.03/20.59/16.51倍。公司作为新兴特种水产饲料行业里的龙头企业，具有较强的盈利能力。另外，未来不排除公司以并购的方式进行横向拓展和纵向延伸，以此来做大做强可能。因此应该享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	844	1116	1595	1964
(+/-%)	4.3	32.2	42.9	23.1
净利润(百万元)	80	128	193	241
(+/-%)	22%	60%	51%	25%
摊薄每股收益(元)	0.50	0.43	0.65	0.81
市盈率(PE)	26.54	31.03	20.59	16.51

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 特种水产饲料行业龙头，业绩增长快	5
(一) 专注发展特种水产饲料	5
(二) 近年来，业绩增长较快	5
二、 特种水产饲料行业处于快速成长阶段，市场空间广阔	6
(一) 水产饲料中的细分行业，发展迅速	6
(二) 市场空间大	8
(三) 行业集中度有待提高	9
三、 公司竞争优势分析	10
(一) 技术研发优势突出	10
(二) 产能规模领先	11
(三) 市占率在业内领先	11
(四) 销售覆盖范围广，直销占比高	12
四、 盈利预测及估值	13
(一) 盈利预测	13
(二) 估值及投资建议	13
五、 风险提示	13

图表目录

图表 1：2013-2016 年间，公司饲料销量及增速	5
图表 2：2016 年公司各类饲料产量及比	5
图表 3：2016 年，公司各项业务收入占比	6
图表 4：2016 年，公司各项业务贡献毛利的占比	6
图表 5：11-16 年，公司销售收入及增速	6
图表 6：11-16 年，归属于母公司的净利润及增速	6
图表 7：06-15 年，全国特种水产饲料产量 CAGR=7.4%.....	7
图表 8：06-15 年，全国水产饲料产量 CAGR=4.8%.....	7
图表 9：06-15 年，国内各类淡水鱼养殖产量 CAGR	7
图表 10：2015 年，国内部分特种淡水鱼养殖产量	7
图表 11：06-15 年，国内海水鱼养殖产量 CAGR=8.42%	8
图表 12：06-15 年，国内海参养殖产量 CAGR=12.51%	8
图表 13：国内特种水产养殖产业带分布图	8
图表 14：2000-2015 年，国内水产品产量变化	9
图表 15：目前，全国主要特种水产养殖动物配合饲料普及率较低.....	9
图表 16：国内特种水产饲料行业细分领域的龙头企业（除天马科技之外的）	10
图表 17：2013-2016 年，公司研发支出及同比（单位：万元）	11
图表 18：2013-2017 年，天马科技特种水产饲料产能变化.....	11
图表 19：2013-2015 年，公司主要产品市占率变化	12
图表 20：13-16H1，天马科技直销/经销收入占比	12
图表 21：13-16 年，三家上市公司饲料业务毛利率	12
图表 22：估值对比	13

一、 特种水产饲料行业龙头，业绩增长快

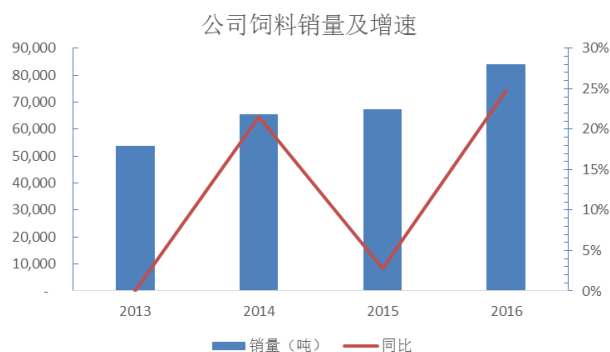
(一) 专注发展特种水产饲料

特种水产饲料领域的专业龙头。公司创立可追溯至 2001 年。自创立至今，公司一直耕耘于特种水产饲料领域，目前已经成为行业龙头企业。截至目前，公司拥有省级企业技术中心、省级特种水产配合饲料企业工程技术研究中心和省级特种水产配合饲料重点实验室，是农业产业化省级重点龙头企业和高新技术企业。公司“健马”牌水产配合饲料被评为“中国名牌产品”，“健马”商标被评为“中国驰名商标”。

产品系列齐全，主打产品鳗鲡配合料国内市占率第一。公司产品涵盖鳗鲡料、鳖料系列、海水鱼料系列（含石斑鱼、大黄鱼、鲆鲽鳎等）、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，是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。鳗鲡料是其主打产品，2015 年该产品产量占全国总量的 21.4%，市占率排名第一。

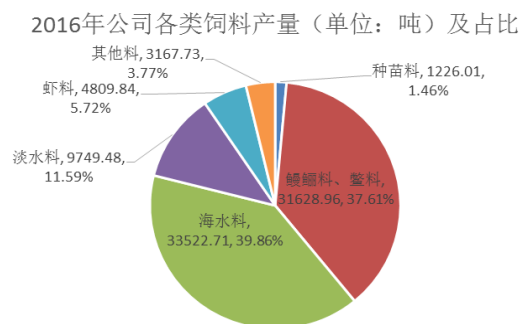
特种水产饲料销量增长较快。2013-2016 年间，公司特种水产饲料销量由 5.38 万吨增至 8.41 万吨，年均复合增速是 15.99%。

图表 1：2013-2016 年间，公司饲料销量及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 2：2016 年公司各类饲料产量及占比



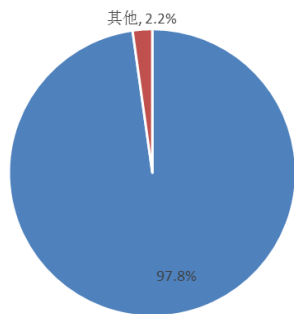
资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二) 近年来，业绩增长较快

收入和利润主要来自特种水产饲料的销售。2016 年，特种水产饲料销售收入为 8.24 亿元，占全部销售收入的比重为 97.8%；同期，特种水产饲料业务贡献毛利在毛利总额中的占比为 99.52%，其他业务毛利占比为 0.48%。其他业务主要是指鱼粉的销售。

图表 3：2016 年，公司各项业务收入占比

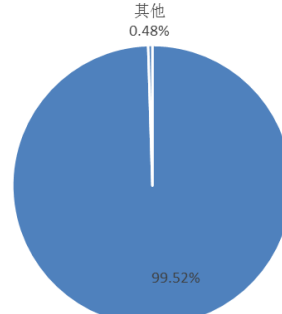
2016年，公司各项业务收入占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 4：2016 年，公司各项业务贡献毛利的占比

2016年，公司各项业务毛利占比

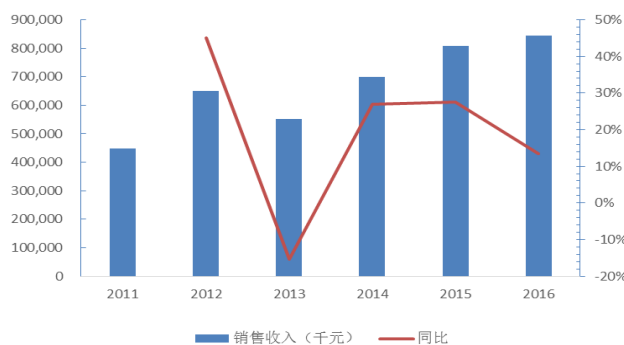


资料来源：WIND，太平洋证券整理

业绩增长快。2011-2016 年间，公司主营业务收入从 4.48 亿元增至 8.43 亿元，增长了 88.16%，年均复合增速是 13.48%；归属于母公司所有者的净利润从 2372.59 万元增至 8029.35 万元，增长了 2.38 倍，年均复合增速是 27.61%。

图表 5：11-16 年，公司销售收入及增速

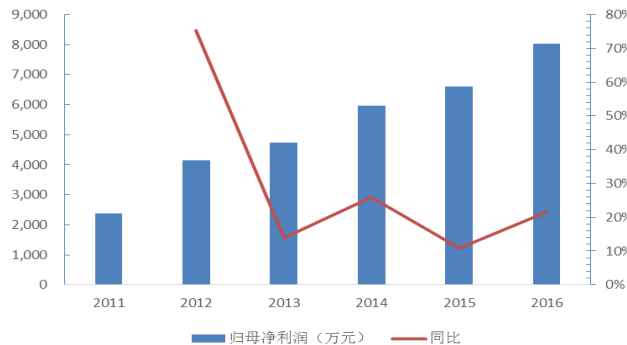
公司销售收入及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 6：11-16 年，归属于母公司的净利润及增速

归属于母公司的净利润及增速



资料来源：WIND，太平洋证券整理

二、特种水产饲料行业处于快速成长阶段，市场空间广阔

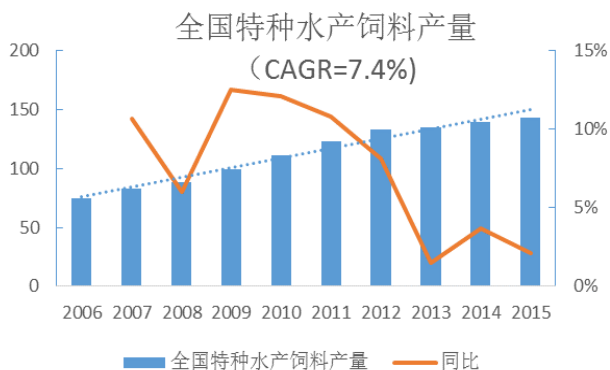
(一) 水产饲料中的细分行业，发展迅速

特种水产饲料行业发展较快。特种水产配合饲料安全、高效和环境友好，是国家鼓励在特种水产养殖中使用的产品。与投喂冰鲜杂鱼的传统养殖方式相比，饲料投喂在降低养殖成本、优化养殖水质、提高水产品的一致性和安全性方面具有明显优势，因而正在逐渐替代传统养殖方式。国内特种水产饲料行业起步于上世纪 90 年代，是水产饲料行业的一个新兴分支。在经历了起步和高速成长的两个时期后，目前正处于快速增长的阶段。2006-2015 年，国内特种水产饲料总产量

由 75 万吨增至 143 万吨，年均复合增速是 7.43%，而同期全国水产饲料产量增速为 4.8%。

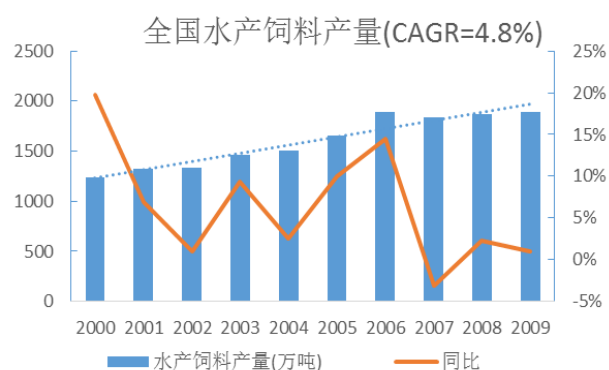
2015 年，国内特种水产饲料行业总产量是 143 万吨，按照每吨 10000 元左右的价格估算，行业市场价值约为 143 亿元。

图表 7: 06-15 年, 全国特种水产饲料产量 CAGR=7.4%



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

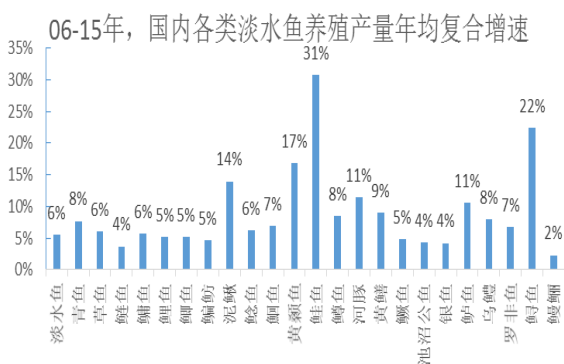
图表 8: 06-15 年, 全国水产饲料产量 CAGR=4.8%



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

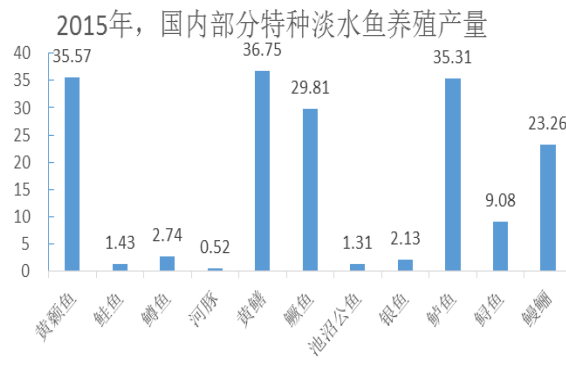
上游养殖业发展迅速是特种水产饲料行业发展迅速的主要原因。特种水产饲料的发展与上游养殖息息相关。近年来，受消费需求升级的影响，国内特种水产品养殖业发展迅速，主要表现出两个方面的特性：1、养殖品种逐渐增多、且形成了养殖产业带，主要包括：华东地区的鳊鲃、鳊、鳙、大黄花、黄颡鱼、鲟鱼、鲟鳇、海参、鲍等；华南地区的石斑鱼、鳊鲃、金鲳、鳊、虾、河豚等；华中地区的鲟鱼、黄颡、鳊、黄颡鱼、蟹等；东北、西南、西北等地区的鲑鳟、鲟鱼等。2、特种水产品产量快速增长。2015 年，淡水鱼中的黄颡鱼、鲟鱼、鲑鱼、鲈鱼、鳊鲃养殖产量分别为 35.57 万吨、9.08 万吨、1.43 万吨、35.31 万吨和 23.26 万吨，近 10 年来的年均复合增速分别为 16.83%、22.31%、30.77%、10.54%和 2.29%。除鳊鲃外，增速都超过全国淡水鱼养殖总量同期 5.56%的增速。2015 年，海水鱼和海参养殖产量分别为 130.76 万吨和 20.58 万吨，近 10 年来的年均复合增速分别为 8.42%和 12.51%。

图表 9: 06-15 年, 国内各类淡水鱼养殖产量 CAGR



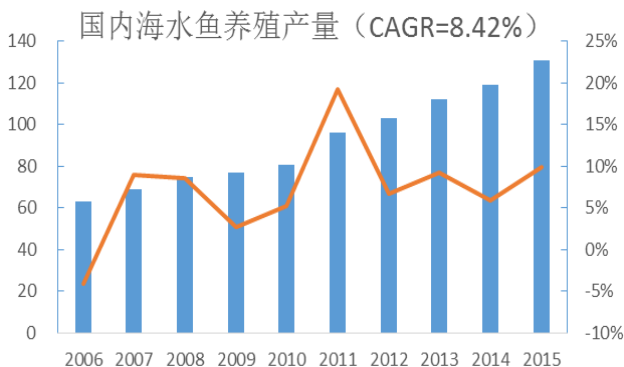
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 10: 2015 年, 国内部分特种淡水鱼养殖产量



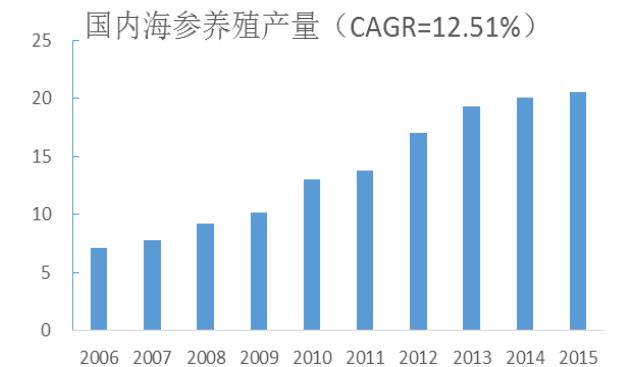
资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 11:06-15 年,国内海水鱼养殖产量 CAGR=8.42%



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

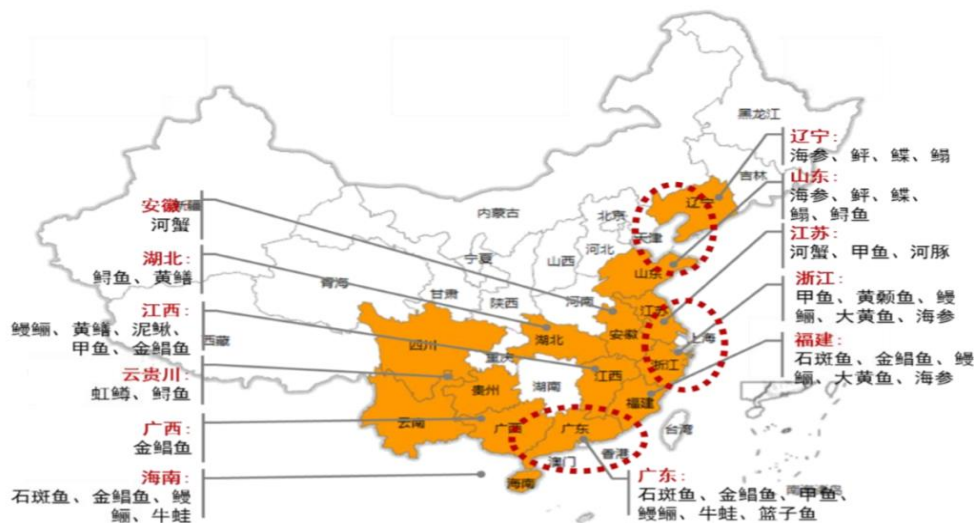
图表 12:06-15 年,国内海参养殖产量 CAGR=12.51%



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 13: 国内特种水产养殖产业带分布图

特种水产养殖产业带分布图



资料来源: 公司招股说明书, 太平洋证券整理

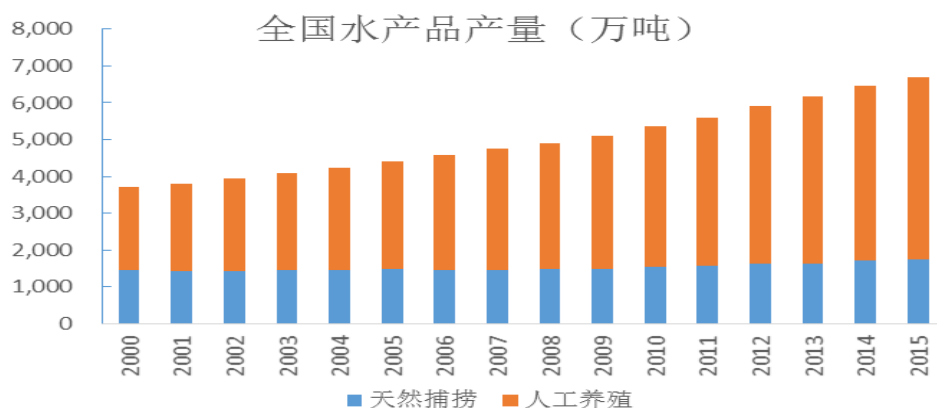
(二) 市场空间大

国内特种水产饲料市场需求主要由下游养殖总量和饲料普及率决定。未来，普及率的上升和养殖总量的增长将共同推动国内特种水产饲料市场容量做大。

养殖替代捕捞，特种水产品养殖总量持续增长。国内海洋渔业资源匮乏是不争的事实，养殖替代捕捞是大势所趋。《全国渔业发展第十三个五年规划》明确指出，十三五期间要逐步压减近海捕捞强度，缩减捕捞产能，鼓励发展名特新优水产品养殖。可以预见，未来水产品捕捞量难有增长，水产品需求增长只能依赖养殖总量的增长来实现。按照规划内容，到 2020 年全国水产总量将

达到 6600 万吨，其中捕捞负增长，海洋捕捞产量控制在 1000 万吨以内，养殖总量预计将由 2015 年的 4937.9 万吨增至 5370 万吨，增长幅度为 8.75%。特种水产养殖由于需求旺盛，且受政策鼓励，未来增长的空间更大。

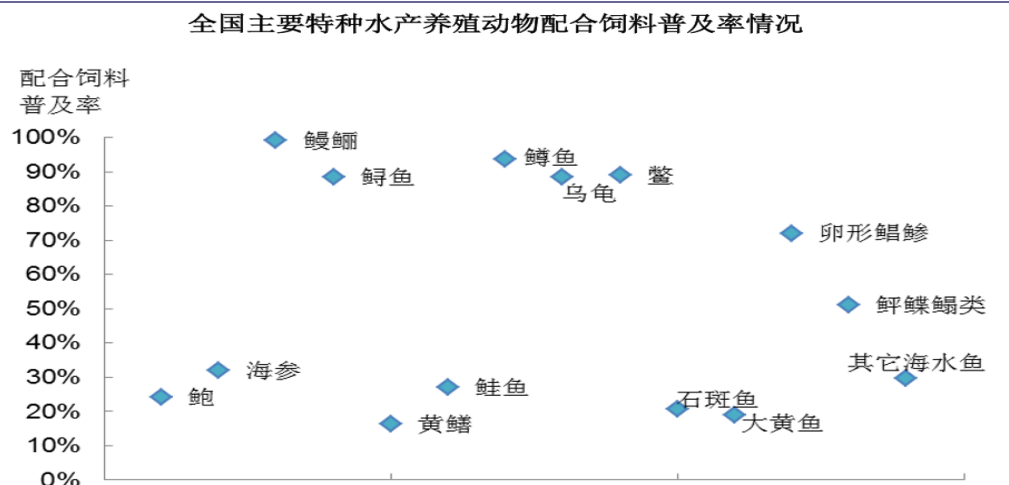
图表 14：2000-2015 年，国内水产品产量变化



资料来源：WIND，太平洋证券整理

海水鱼饲料普及率低，提升空间明显。目前，不同种类饲料产品的普及率有差异，淡水品种饲料普及率较高，但海水鱼配合饲料普及率较低，石斑鱼、大黄鱼等海水鱼配合饲料普及率仅在 20% 左右。较低的普及率为海水鱼料的发展提供了广阔的空间。如果普及率由 20% 升至 50%，按照饲料转化系数 1.6 计算，海水鱼配合饲料需求量约为 97.5 万吨，较目前产量有一倍以上的空间。

图表 15：目前，全国主要特种水产养殖动物配合饲料普及率较低



资料来源：中国饲料工业协会，太平洋证券整理

(三) 行业集中度有待提高

行业比较分散，集中度有待提高。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，但多数以兼营为主，专营特种水产配合饲料的企业不足三成，年产 4 万吨以上特种水产配合饲料的企业数量不足 25 家。公司作为业内领先企业，市占率也仅为 5% 左右。而在水产饲料行业，领先企业海大集团、通威股份的市占率都超过 10%。与水产饲料行业相比，特种水产饲料行业集中度明显偏低。

整合趋势已经显现。2016 年 12 月，广东粤海（虾料龙头）全资收购了中山泰山，全面挺进淡水鱼料领域，市场份额和影响力得到显著提升。行业整合发展的趋势已经初步显现。公司于 2017 年 1 月成功上市，资本实力进一步增强，未来不排除以兼并收购的方式来进行产业链的横向拓展和纵向延伸，以此来做大做强可能。

图表 16：国内特种水产饲料行业细分领域的龙头企业（除天马科技之外的）

品种	主要厂家
鳗鲡配合饲料	福州开发区高龙饲料有限公司、日清丸红饲料株式会社
鳖配合饲料	浙江龙马生物科技有限公司、浙江科盛饲料股份有限公司、福建正源饲料有限公司
鲟鱼配合饲料	中山统一企业有限公司、宁波天邦股份有限公司
大黄鱼配合饲料	广东海大集团股份有限公司、福州海马饲料有限公司
金鲳配合饲料	广东粤海饲料集团、广东恒兴饲料实业股份有限公司
石斑鱼配合饲料	中山统一企业有限公司、广东越群海洋生物研究开发有限公司
种苗料	日清丸红饲料株式会社、林兼产业株式会社

资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

三、公司竞争优势分析

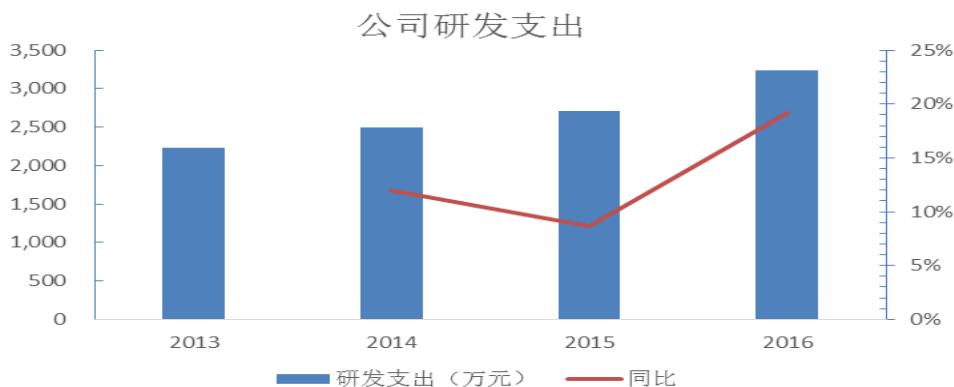
（一）技术研发优势突出

注重研发投入，研发费用逐年增长。2013-2016 年，公司研发费用支出由 2227 万元增至 3231 万元，增长了 45.08%，年均复合增速是 13.2%。2016 年，公司研发支出占收入的比重为 3.83%。

技术行业内领先。1、截止 2016 年末，公司已获得授权配方发明专利 38 项，生产工艺发明专利 1 项，获得福州市专利优秀奖 1 项，并被福建省知识产权局评为“福建省知识产权优势企业”。公司主持和参与了《中华鳖配合饲料 (GB/T32140-2015)》、《卵形鲳鲹配合饲料 (DB35/T848-2008)》、《军曹鱼配合饲料 (DB35/T849-2008)》、《鳗鲡配合饲料 (SC/T1004-2010)》、《玻璃鳗配合饲料 (DB35/T981-2010)》等多项国家、行业和地方标准的制订，其中一项标准获得省标准贡献奖二等奖，两项标准获得省标准贡献奖三等奖。2、公司是国内首家研制出玻璃鳗配合饲料的企业。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，带动了石斑鱼、鲟鳇

鲷、大黄鱼等其他养殖品种的种苗期配合饲料的技术创新。3、公司所研发的“鱼贝贝”种苗系列产品实现了关键技术的突破，使粗蛋白质含量可达 68%，远高于现有常见种苗期配合饲料 52% 的粗蛋白质含量，解决了长期以来困扰养殖户的种苗期饵料喂养问题，为后续阶段配合饲料的市场拓展、业务扩张提供了坚实的市场基础。

图表 17：2013-2016 年，公司研发支出及同比（单位：万元）

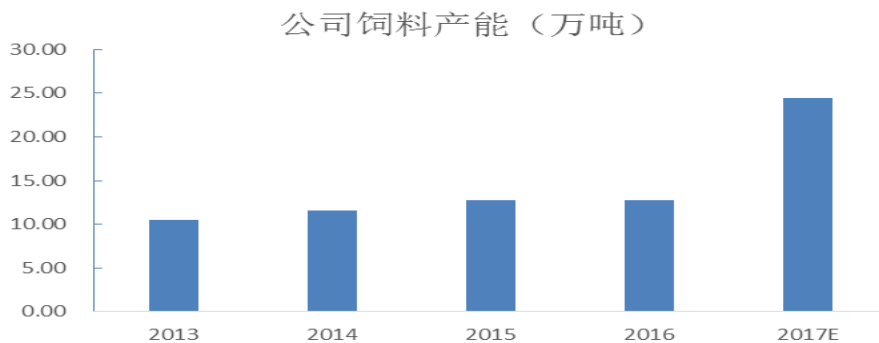


资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(二) 产能规模领先

截至 2016 年底，公司拥有特种水产饲料产能 12.72 万吨，规模在行业内领先。2017 年 4 月，公司 IPO 募投项目竣工投产，新增产能 11.71 万吨。至此，公司拥有特种水产饲料产能 24.43 万吨，规模领先优势进一步扩大。

图表 18：2013-2017 年，天马科技特种水产饲料产能变化



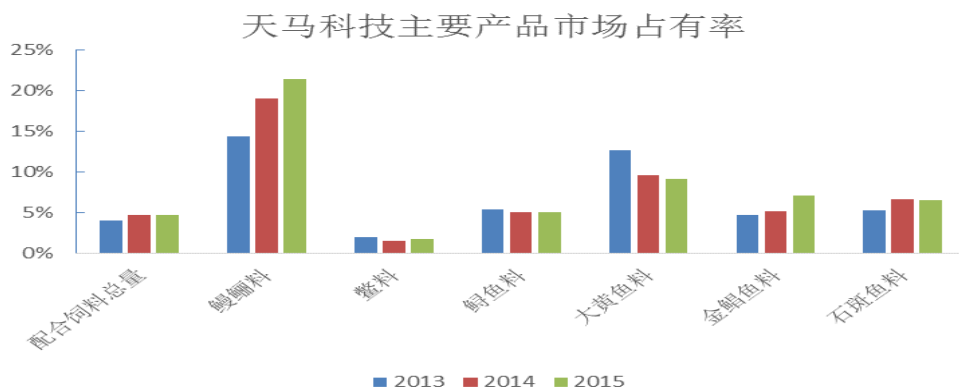
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(三) 市占率在业内领先

2013 年-2015 年，公司特种水产配合饲料产销量连续三年位居福建省第一位。2015 年，公司

特种水产配合饲料销量为 6.73 万吨，在全国市场中的占比为 4.7%。其中，核心产品鳗鲡配合饲料产量占全国总量的 21.4%，市占率排名第一。2016 年，公司特种水产饲料销量为 8.4 万吨，同比增长了 24.84%，预计市占率进一步提升。

图表 19：2013-2015 年，公司主要产品市占率变化



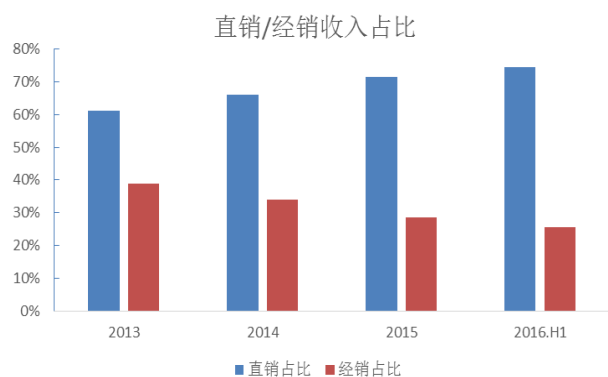
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(四) 销售覆盖范围广，直销占比高

公司早期主攻鳗鲡配合饲料，在福建市场具有非常高的市占率。快速发展阶段，公司将鳗鲡料上所取得的成功经验迅速复制到其他特种水产饲料品种，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。目前，公司正在积极开发云、贵、川等西南地区和东北三省等国内市场。同时，成立国际事业部积极开拓东南亚市场，将销售覆盖范围进一步拓展至国外。

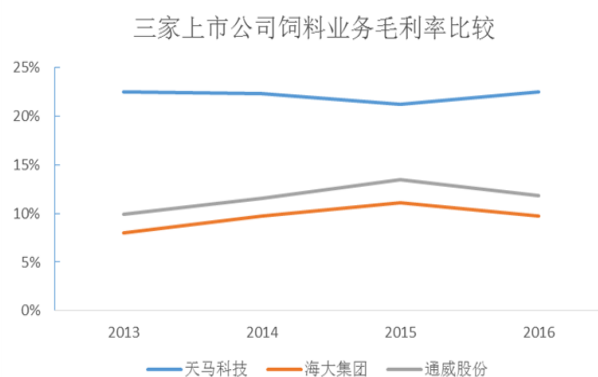
公司采取直销为主，经销与直销相结合的销售模式，2016 年上半年，直销在销售收入中的占比超过七成。直销为主的模式让公司更加贴近于终端养殖户并减少了产品的销售环节，缩减了因为经销商环节而产生的让利空间，也相应增厚了毛利率水平。

图表 20：13-16H1，天马科技直销/经销收入占比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

图表 21：13-16 年，三家上市公司饲料业务毛利率



资料来源：WIND，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测

产销量方面，假设 17/18/19 年，公司特种水产饲料销量分别为 11 万吨/14 万吨/18 万吨，同比增速分别是 30.79%、27.27%和 28.57%。

预计随着销售规模的增长，公司的毛利率会因为规模效应而略有上升。销售费用、管理费用率维持现有水平不变，财务费用有所减少。

预计，17/18/19 年，公司营业收入分别为 11.16/15.95/19.64 亿元，净利润分别为 1.28/1.93/2.41 亿元，EPS 分别为 0.43/0.65/0.81 元。

(二) 估值及投资建议

截止至 2017 年 6 月 29 日，公司的收盘价为 13.4 元，总市值为 39.79 亿元，对应 PE 分别为 48.93 倍、31.14 倍、22.1 倍，估值在水产饲料行业中略高。

我们认为公司作为新兴特种水产饲料行业里的龙头企业，产能扩张奠定业绩增长基础。另外，未来不排除公司以兼并收购的方式进行产业链的横向拓展和纵向延伸，以此来做大做强可能。因此应该享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“增持”评级，六个月目标价 17.2 元。

图表 22：估值对比

证券代码	公司名称	股价 (2017-6-29)	EPS			PE		
			2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002311.SZ	海大集团	17.54	0.55	0.76	0.97	31.89	23.07	18.08
600438.SH	通威股份	5.54	0.32	0.38	0.47	17.31	14.57	11.78
603668.SH	天马科技	13.40	0.28	0.43	0.65	47.85	31.16	20.61

数据来源：wind、太平洋证券

五、风险提示

公司产品销量增长不达预期、三项费用变化不及预期、原料价格波动不及预期

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	143	142	212	255	314	营业收入	809	844	1116	1595	1964
应收和预付款项	246	282	351	510	544	营业成本	649	657	862	1225	1502
存货	141	179	226	338	363	营业税金及附加	0	2	2	4	4
其他流动资产	12	20	16	29	28	销售费用	22	27	35	49	61
流动资产合计	542	624	805	1132	1249	管理费用	49	56	73	103	128
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	19	18	4	4	6
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	2	2	3	4
固定资产	96	207	288	368	443	投资收益	(2)	2	0	0	0
在建工程	128	89	95	97	99	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	46	45	44	42	39	营业利润	65	84	137	207	259
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	77	93	149	225	280
其他非流动资产	36	18	29	36	44	利润总额	77	93	149	225	280
资产总计	849	984	1260	1675	1874	所得税	11	13	21	31	39
短期借款	51	84	50	50	50	净利润	66	80	128	193	241
应付和预收款项	78	107	99	174	173	少数股东损益	(0)	(0)	0	0	0
长期借款	0	40	0	0	0	归母股东净利润	66	80	128	193	241
其他负债	330	294	416	626	681						
负债合计	458	525	565	851	905						
股本	159	159	297	297	297						
资本公积	25	25	26	26	26						
留存收益	205	271	367	497	641						
归母公司股东权益	387	455	691	820	964						
少数股东权益	4	4	4	4	4						
股东权益合计	390	459	694	823	968						
负债和股东权益	849	984	1259	1674	1872						

现金流量表(百万)					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金流	143	32	169	131	322
投资性现金流	(149)	(39)	(128)	(110)	(107)
融资性现金流	(4)	27	29	(68)	(102)
现金增加额	(11)	20	70	(47)	112

预测指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
毛利率	19.8%	22.1%	22.8%	23.2%	23.5%
销售净利率	8.1%	9.5%	11.5%	12.1%	12.3%
销售收入增长率	15.6%	4.3%	32.3%	42.9%	23.1%
EBIT 增长率	18%	15%	39%	49%	25%
净利润增长率	11%	22%	60%	51%	25%
ROE	18.1%	18.9%	22.2%	25.5%	26.9%
ROA	8.9%	8.7%	11.4%	13.2%	13.6%
ROIC	12.6%	11.4%	13.1%	14.8%	17.8%
EPS (X)	0.42	0.50	0.43	0.65	0.81
PE (X)	32.26	26.54	31.03	20.59	16.51
PB (X)	5.51	4.68	5.76	4.85	4.13
PS (X)	2.63	2.53	3.56	2.49	2.03
EV/EBITDA (X)	39.60	34.93	25.07	18.03	14.47

资料来源：WIND，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。