

天马科技 (603668)

证券研究报告

2017年07月13日

2017 半年报&可转债点评：业绩快速增长！产能持续扩张！

事件 1: 7月12日, 公司发布2017年半年报, 报告期内, 公司实现营收4.42亿元, 同比增长27.03%; 实现归母净利润4647.6万元, 同比增长30.91%; 扣非后归母净利润3,809.05万元, 同比增长29.18%; 实现基本EPS为0.16元/股。其中, 第二季度实现营收2.83亿元, 归母净利润3461.39万元, 基本EPS为0.06元/股。

事件 2: 7月12日, 公司发布发行可转换公司债券预案, 本次发行募集资金总额不超过3.05亿元, 用于建设特种水产配合饲料生产项目(三期)。项目建设期2年(不含调试生产阶段), 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。

1. 量增带来业绩快速增长：鳗鲡料基本持平，特种鱼料高增长！

量增带来业绩提升。2017年上半年公司饲料销售总量快速增长, 实现各类水产饲料4.23万吨, 同比增长38%。预计2017年全年公司实现饲料销售总量约11-13万吨, 同比增长近30%-50%, 根据公司往年销售经验及草根调研, 第三季度为公司饲料销量高峰期!

饲料结构性增长明显, 优势品种持续发力。我们预计核心产品鳗鲡料将小幅增长超过4%。海水鱼料和高端淡水鱼料, 在产能充足的保障下, 将快速增长, 预计石斑鱼、大黄鱼、鲟鱼将成为公司未来的优势大单品。以玻璃鳗为主的开口料等种苗料在2017年也将迅速放量。

2. 发行可转债新建生产线，产能扩张为业绩增长奠定基础。

根据公司公告及草根调研, 实际产能是限制公司业绩增长的关键。近4年平均实际产能利用率超过90%。根据公司公告, 本次发行可转债募投项目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%, 达产第二年开始达产率为100%, 根据预案, 项目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%。此次发行可转债, 一方面有利于公司产能扩张, 另一方面有利于未来转股后, 有利于公司资产负债结构改善。除此之外, 公司收购中海渔国有土地使用权6.4万平方米, 为产能扩张奠定基础。

3. 特种水产饲料龙头，受益行业高增长。

消费升级和环保收紧带来特种水产饲料行业高增长。公司作为行业龙头, 将充分享受行业高增长红利。

投资建议: 预计公司2017-2019年实现归母净利润1.06/1.42/1.88亿元, 增速32.5%/33.3%/32.8%, 对应EPS为0.36/0.48/0.63元/股。考虑到行业高增长、产能扩张, 给予2018年40倍估值, 对应目标价19.2元。

风险提示: 产能扩张不达预期; 极端天气影响

投资评级

行业	农林牧渔/饲料
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	17.39元
目标价格	19.2元
上次目标价	元

基本数据

A股总股本(百万股)	296.80
流通A股股本(百万股)	74.20
A股总市值(百万元)	5,161.35
流通A股市值(百万元)	1,290.34
每股净资产(元)	2.60
资产负债率(%)	43.51
一年内最高/最低(元)	34.93/8.94

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

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	808.60	843.66	1,190.26	1,488.40	1,929.93
增长率(%)	15.61	4.34	41.08	25.05	29.67
EBITDA(百万元)	96.43	115.94	141.23	183.39	255.88
净利润(百万元)	66.05	80.29	106.40	141.80	188.25
增长率(%)	10.92	21.57	32.52	33.26	32.76
EPS(元/股)	0.22	0.27	0.36	0.48	0.63
市盈率(P/E)	78.15	64.28	48.51	36.40	27.42
市净率(P/B)	13.35	11.34	7.50	6.39	5.32
市销率(P/S)	6.38	6.12	4.34	3.47	2.67
EV/EBITDA	0.00	0.00	35.27	25.85	18.71

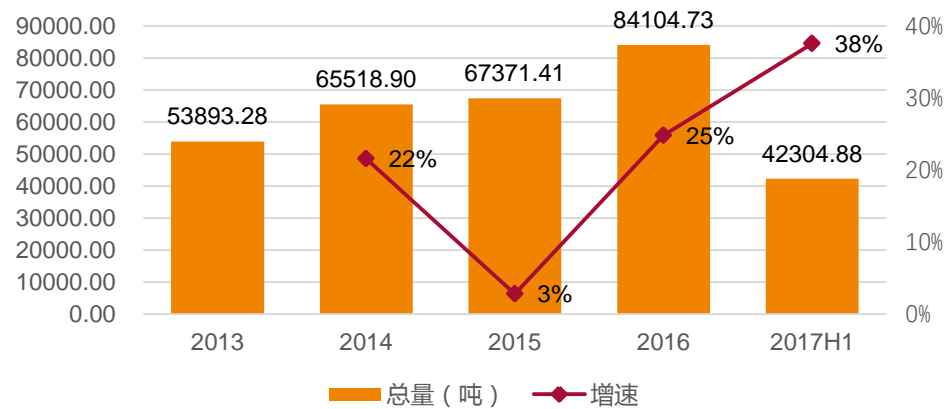
资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 量增带来业绩快速增长：鳗鲡料基本持平，特种鱼料高增长！

7月12日，公司发布2017年半年报，报告期内，公司实现营收4.42亿元，同比增长27.03%；实现归母净利润4647.6万元，同比增长30.91%；扣非后归母净利润3,809.05万元，同比增长29.18%；实现基本EPS为0.16元/股。其中，第二季度实现营收2.83亿元，归母净利润3461.39万元，基本EPS为0.06元/股。

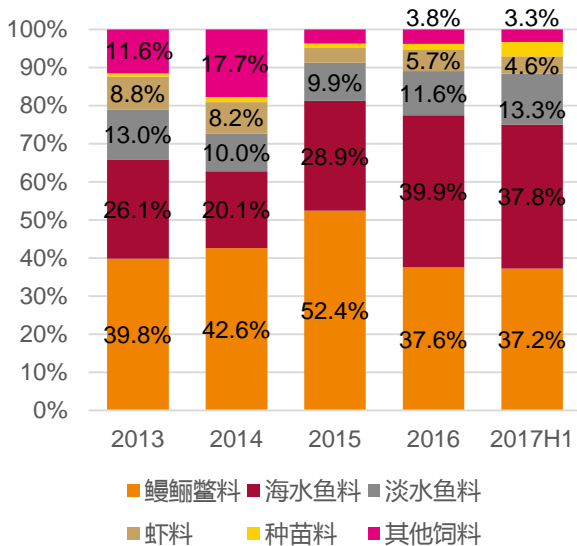
量增带来业绩提升。2017年上半年公司饲料销售总量快速增长，实现各类水产饲料4.23万吨，同比增长38%。预计2017年全年公司实现饲料销售总量约11-13万吨，同比增长近30%-50%，根据公司往年销售经验及草根调研，第三季度为公司饲料销量高峰期，业绩贡献占比超过33%，预计2017年第三季度销量将继续高增长！

图1：公司饲料销量总量自2015年同比快速增长



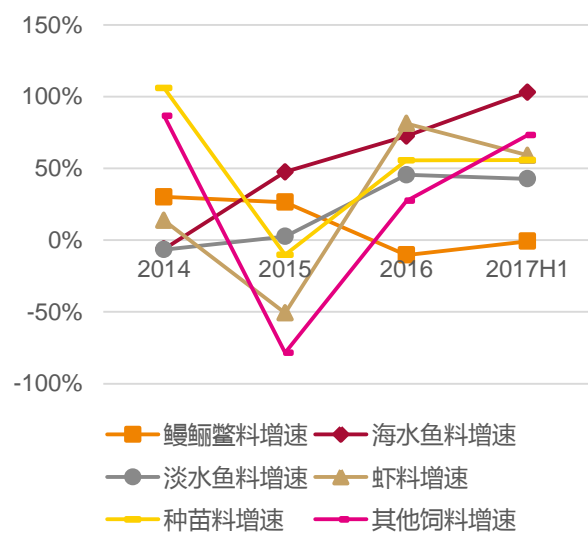
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图2：公司饲料销售结构升级：淡水鱼料占比提升



资料来源：根据公司公告计算，天风证券研究所

图3：公司饲料销售结构性增长，特种鱼料快速增长

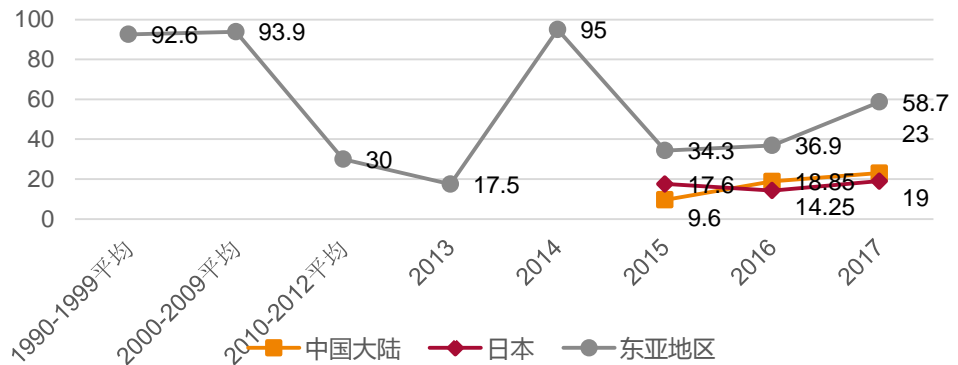


资料来源：根据公司公告计算，天风证券研究所

饲料结构性增长明显，优势品种持续发力。鳗鲡蟹料系列和海水鱼料系列分别占比37.2%、37.8%，其中核心产品鳗鲡料蟹料销量基本持平；海水鱼料得益于石斑鱼、大黄鱼市场的开拓，销量快速增长103%。高端淡水鱼料竞争力提升，销量同比增长43%，在公司饲料销售结构中比重快速提升至13.3%。虾料销量同比增长59%，种苗料同比增长56%。

我们预计**核心产品鳗鲡料将小幅增长**，鳗鲡料行业销售量受 11 月-来年 4 月鳗苗捕捞量影响，2017 年东亚鳗苗入池量同比增长，中国大陆鳗苗入池量 23 吨，同比增长 22%。欧洲鳗苗进口有限，考虑到公司鳗鲡料市场份额超过 20%，预计 2017 年公司鳗鲡料销量同比增长将超过 4%。海水鱼料和高端淡水鱼料，在产能充足的保障下，将快速增长，预计石斑鱼、大黄鱼、鲟鱼将成为公司未来的优势大单品。以玻璃鳗为主的开口料等种苗料在 2017 年也将迅速放量。

图 4：东亚地区入池鳗苗量（吨）



资料来源：中国鳗鱼网、《日本养殖新闻》整理，天风证券研究所

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%
	鳖	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、草根调研等整理，天风证券研究所

2. 发行可转债扩充生产线，产能储备充足。

7月12日，公司发布发行可转换公司债券预案，本次发行募集资金总额不超过3.05亿元，用于建设特种水产配合饲料生产项目(三期)。项目建设期2年(不含调试生产阶段)，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，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%，达产第二年开始达产率为100%，根据预案，项目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%。

根据公司公告及草根调研，产能是限制公司业绩增长的关键。近4年平均实际产能利用率超过90%。此次发行可转债。一方面有利于公司产能扩张，满足现有市场需求，稳固并提升产品细分市场地位；增加海参及鲍鱼料生产线，前瞻性布局其他海水养殖板块。另一方面有利于未来转股后，有利于公司资产负债结构改善。

表 2：产能利用率超过 90%

	2013	2014	2015	2016E
设计产能 (吨)	105245	116045	127245	140000
实际产能 (吨)	63147	68547	75707	98000
产量 (吨)	56,167.62	68,066.10	70,886.50	89,867.89
实际产能利用率	88.9%	99.3%	93.6%	91.7%

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

备注：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，以下几方面因素决定实际生产能力与设计产能存在较大差距，通常饲料生产线最大实际产能仅能达到设计产能的60%。

产能布局频频出击。截止目前，1)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，其余生产线预计将在2017年9月30日前完成试生产验收，使公司产能得到提升，产品结构进一步完善。2)2017年6月29日公司拟以5300万元收购中海渔(福建)生物科技有限公司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，为产能扩张奠定基础。

3. 特种水产饲料龙头，受益行业高增长。

消费升级和环保收紧带来特种水产饲料行业高增长。消费结构升级，高端淡水鱼、海水鱼以及鳊鲮、海参、鲍鱼等需求增多，在水资源有限、捕捞量有限的情况下，需求特种水产养殖的增加。而传统特种水产饲料养殖是粗放式的、以鲜杂鱼投喂为主，给水资源带来赤潮、水华等环境污染。

国家政策促进特种水产饲料渗透率快速提升。根据《2016年渔业渔政工作要点》《关于加快推进渔业转方式调结构的指导意见》《全国农业现代化规划(2016—2020年)》《全国渔业发展第十三个五年规划》，目前，国内大部分特种水产品的养殖仍以冰鲜鱼碎料投喂为主。我国每年大约有800-1000万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%。随着政策收紧，预计特种水产饲料在未来3-5年将迎来高速增长期。根据测算，预计未来特种水产饲料将超过1000万吨，而2015年仅142万吨。公司作为行业龙头，将充分享受行业高增长红利。

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	1.50	4,954,293
海水鱼	1,347,634	1.20	1,617,161
海水养殖虾	1,271,743	1.00	1,271,743
淡水养殖虾	2,032,113	1.00	2,032,113
鳗鲡	244,777	1.50	367,166
龟	44,644	3.00	133,932
鳖	344,529	3.00	1,033,587
合计			11,409,994

资料来源：中国渔业统计年鉴、草根调研等计算，天风证券研究所

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、鳊鱼、罗非鱼）。

4. 投资建议

预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 1.06/1.42/1.88 亿元，增速 32.5%、33.3%、32.8%，对应 EPS 为 0.36/0.48/0.63 元/股。考虑到行业高增长、产能扩张，给予 2018 年 40 倍估值，对应目标价 19.2 元。给予增持评级。

风险提示：产能扩张不达预期；极端天气影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	142.93	141.95	187.53	434.87	389.96
应收账款	193.66	202.46	333.96	344.72	540.59
预付账款	63.53	55.51	113.48	104.98	176.04
存货	141.33	178.85	245.25	297.44	422.41
其他	0.16	44.82	12.51	24.34	37.12
流动资产合计	541.62	623.58	892.73	1,206.35	1,566.11
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	96.45	207.28	197.70	188.12	178.54
在建工程	128.30	89.45	89.45	89.45	89.45
无形资产	46.38	45.42	44.13	42.84	41.55
其他	36.13	18.11	35.93	30.06	28.04
非流动资产合计	307.27	360.26	367.21	350.47	337.58
资产总计	848.89	983.83	1,259.94	1,556.82	1,903.69
短期借款	50.97	84.34	0.00	0.00	0.00
应付账款	64.45	92.82	76.05	153.06	162.68
其他	320.23	279.98	475.66	571.00	745.39
流动负债合计	435.65	457.14	551.71	724.06	908.07
长期借款	0.00	39.50	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	22.80	28.31	17.17	22.76	22.75
非流动负债合计	22.80	67.81	17.17	22.76	22.75
负债合计	458.45	524.95	568.88	746.82	930.82
少数股东权益	3.77	3.54	3.25	2.85	2.33
股本	159.00	159.00	296.80	296.80	296.80
资本公积	24.72	24.72	24.72	24.72	24.72
留存收益	229.86	295.84	391.01	510.34	673.74
其他	(26.92)	(24.23)	(24.72)	(24.72)	(24.72)
股东权益合计	390.43	458.88	691.06	810.00	972.87
负债和股东权益总	848.89	983.83	1,259.94	1,556.82	1,903.69

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	65.86	80.07	106.40	141.80	188.25
折旧摊销	12.50	14.27	10.87	10.87	10.87
财务费用	14.47	12.55	16.70	19.70	38.20
投资损失	1.84	(2.25)	(0.27)	(0.23)	(0.92)
营运资金变动	86.03	(58.11)	(97.37)	117.54	(218.66)
其它	(37.92)	(14.23)	(0.30)	(0.39)	(0.52)
经营活动现金流	142.78	32.30	36.04	289.28	17.22
资本支出	150.09	79.77	11.14	(5.59)	0.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(299.51)	(118.75)	(10.87)	5.82	0.90
投资活动现金流	(149.42)	(38.98)	0.27	0.23	0.92
债权融资	59.29	140.10	40.00	40.00	40.00
股权融资	(18.72)	(14.86)	120.61	(19.70)	(38.20)
其他	(45.00)	(98.70)	(151.33)	(62.46)	(64.85)
筹资活动现金流	(4.44)	26.54	9.28	(42.16)	(63.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(11.08)	19.86	45.58	247.35	(44.92)

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	808.60	843.66	1,190.26	1,488.40	1,929.93
营业成本	648.89	657.13	937.57	1,218.37	1,559.23
营业税金及附加	0.21	1.86	1.09	1.68	2.73
营业费用	22.26	27.40	42.85	52.09	67.55
管理费用	48.69	56.03	76.40	41.68	54.04
财务费用	19.20	17.54	16.70	19.70	38.20
资产减值损失	2.79	1.83	2.25	2.29	2.29
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
其他	3.68	(4.51)	(0.53)	(0.45)	(1.83)
营业利润	64.73	84.12	113.66	152.82	206.81
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	121.96	162.53	215.78
所得税	10.84	12.93	15.86	21.13	28.05
净利润	65.86	80.07	106.11	141.40	187.72
少数股东损益	(0.18)	(0.22)	(0.30)	(0.39)	(0.52)
归属于母公司净利润	66.05	80.29	106.40	141.80	188.25
每股收益(元)	0.22	0.27	0.36	0.48	0.63

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.61%	4.34%	41.08%	25.05%	29.67%
营业利润	-1.77%	29.95%	35.11%	34.45%	35.33%
归属于母公司净利润	10.92%	21.57%	32.52%	33.26%	32.76%
获利能力					
毛利率	19.75%	22.11%	21.23%	18.14%	19.21%
净利率	8.17%	9.52%	8.94%	9.53%	9.75%
ROE	17.08%	17.63%	15.47%	17.57%	19.40%
ROIC	34.51%	32.25%	25.79%	29.52%	55.24%
偿债能力					
资产负债率	54.01%	53.36%	45.15%	47.97%	48.90%
净负债率	29.03%	55.84%	35.15%	42.14%	27.95%
流动比率	1.24	1.36	1.62	1.67	1.72
速动比率	0.92	0.97	1.17	1.26	1.26
营运能力					
应收账款周转率	4.47	4.26	4.44	4.39	4.36
存货周转率	6.28	5.27	5.61	5.49	5.36
总资产周转率	1.10	0.92	1.06	1.06	1.12
每股指标(元)					
每股收益	0.22	0.27	0.36	0.48	0.63
每股经营现金流	0.48	0.11	0.12	0.97	0.06
每股净资产	1.30	1.53	2.32	2.72	3.27
估值比率					
市盈率	78.15	64.28	48.51	36.40	27.42
市净率	13.35	11.34	7.50	6.39	5.32
EV/EBITDA	0.00	0.00	35.27	25.85	18.71
EV/EBIT	0.00	0.00	38.22	27.48	19.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com