



天马科技(603668.SH)

## 【联讯农业公司深度】天马科技：特种水产配合料销量呈快速增长态势

2017年07月20日

投资要点

**增持(首次评级)**

当前价：14.52元

目标价：18元

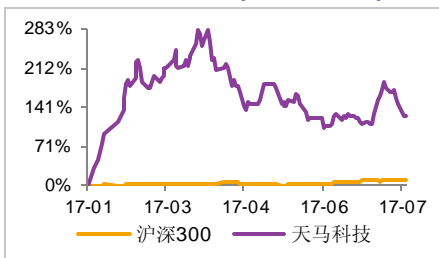
分析师：石山虎

执业编号：S0300517060001

电话：021-51782232

邮箱：shishanhu@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	844	1168	1652	2213
(+/-)	4.34%	38.48%	41.40%	33.93%
净利润	80	123	182	256
(+/-)	21.57%	52.92%	48.26%	40.58%
EPS(元)	0.50	0.41	0.61	0.86
P/E	28.8	35.1	23.7	16.8

资料来源：联讯证券研究院

◇ 2017年上半年净利润同比增长约为31%

2017年1~6月，公司营业收入4.42亿元，同比增长27.03%，利润5427.04万元，同比增长31.13%，净利润4647.60万元，同比增长30.91%；扣非后净利润3809.05万元，同比增长29.18%。

2011~2016年，公司营业总收入从4.48亿元增长到8.44亿元，年均复合增长13.48%。主营产品中销量最大是鳗鲡和鳖料，销售收入从2亿元增长到4.31亿元，年均复合增长16.6%；销量增长最快的是海水鱼料和种苗料，年均复合增长分别为30.43%和32.38%；虾料收入比较稳定，每年收入约3000万元。

◇ 公司组建9大营销事业部，辐射全国

我国特种水产养殖产业带已基本形成，具有明显的区域特性。(1)华东地区的鳗鲡、龟、鳖、大黄鱼、黄颡鱼、鲟鱼、鲟鳇鱼、海参、鲍等；(2)华南地区的石斑鱼、鳗鲡、金鲳、鳖、虾、河豚等；(3)华中地区的鲟鱼、黄鳝、鳖、黄颡鱼、蟹等；(4)东北、西南、西北等地区的鲑鳟、鲟鱼等。

鉴于特种水产养殖具有明显的区域特征，目前公司正在积极组建东部地区9大事业部，销售区域以点带面，向全国辐射。具体包括山东北部湾、湖南、湖北、江苏、浙江、福建、广东、广西及海南等地。这9大地区正在建立物流中转仓库，既可以缓解公司特种水产饲料的供应紧缺，又节约了成本、提高了效率。

◇ 消费升级带来的行业机会

水产品需求转向“质量型、健康型”的发展趋势。在我国水产品消费中，过去一直以青鱼、草鱼、鲢鱼、鳙鱼四大家鱼为主，随着人们生活方式的转变，对食品的需求已从量的保证转为质的提高，特种水产品的消费量快速增长。人们对鳗鲡、石斑鱼、大黄鱼、鲟鱼、鲑鳟、鲟鳇鱼、鲍、海参、龟、鳖等特种水产品的消费需求将呈现不断上升的趋势。

我国的水产品总产量虽居世界第一位，但水产品人均消费仍处于较低水平，目前人均水产品消费量为10.4公斤/年，亚洲人均消费量为21.7公斤/年，欧洲人均消费量为21.2公斤/年，大洋洲人均消费量为26.5公斤/年，美洲人均消费量为14.9公斤/年。

◇ 公司特种水产配合料销量呈现快速增长态势

2006~2016年，我国水产配合饲料产量稳步增长，从1203万吨增长到1904万吨，年均复合增长5.17%。而特种水产配合料从75万吨增长到约150万吨，年均复合增长约为7.43%，2013~2016年公司特种水产饲料销量从5.39



万吨增长到 8.41 万吨，年均复合增长为 15.99%，大约是特种水产配合料行业增速的 2 倍。

#### ✧ 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2017~2019 年营业收入分别为 11.68 亿元、16.52 亿元和 22.13 亿元，同比增长 38.48%、41.40%和 33.93%；净利润分别为 1.23 亿元、1.82 亿元和 2.56 亿元，同比增长 52.92%、48.26%和 40.58%；2017~2019 年 EPS 分别为 0.41 元、0.61 元和 0.86 元。对应的 PE 分别为 35 倍、23 倍和 16 倍。给予公司 2018 年 29 倍 PE，目标价格 18 元。首次覆盖给予“增持”评级。

#### ✧ 风险提示

原材料价格波动风险；自然灾害风险；公司产品供应不足等风险。



## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预测公司 2017~2019 年营业收入分别为 11.68 亿元、16.52 亿元和 22.13 亿元，同比增长 38.48%、41.40%和 33.93%；净利润分别为 1.23 亿元、1.82 亿元和 2.56 亿元，同比增长 52.92%、48.26%和 40.58%；2017~2019 年 EPS 分别为 0.41 元、0.61 元和 0.86 元。对应的 PE 分别为 35 倍、23 倍和 16 倍。给予公司 2018 年 29 倍 PE，目标价格 18 元。首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设点

公司特种水产配合料销量受产能限制，下游养殖户对高质量产品需求旺盛；特种水产消费升级趋势明显。

### 有别于大众的认识

市场可能会认为特种水产配合料技术门槛较低，市场空间不大，行业竞争激烈，公司业绩增长可能会受到影响。我们认为：

(1) 公司是专业特种水产配合料的企业，拥有 20 多年的经验，几十个专利，与养殖客户粘性强，公司产品是国内唯一能够出口日本，好多产品的行业标准是公司主导制定；

(2) 我国每年特种水产配合料销量大约 200 万吨，另外我国每年还有大约 200 万吨的活饵特种饲料，这部分饲料对环境污染严重，有替代的趋势，2016 年公司销量不超过 8.41 万吨，仅占市场份额的 2%；

(3) 全国特种水产配合饲料生产企业约有 600 家左右，主要分布在福建、广东、浙江和山东等沿海省市，年产 4 万吨以上特种水产配合饲料的企业不足 25 家，专营特种水产配合料的规模企业极少，由于技术含量高，特种鱼料毛利率大约 20%多，而普通鱼料的毛利率大约 10%。

### 股价表现催化剂

- 1、消费升级带动特种水产饲料大幅增长；
- 2、保护海洋环境、海洋捕捞量逐年萎缩；
- 3、公司新产品获得市场认可。

### 核心风险提示

原材料价格波动风险；自然灾害风险；公司产品供应不足等风险。



## 目 录

一、公司是国内专营特种水产配合饲料企业.....	6
(一) 特种配合品种最为齐全——五大系列.....	6
(二) 2017 年上半年净利润同比增长约为 31%.....	7
二、公司组建 9 大营销事业部，辐射全国.....	8
三、公司竞争优势逐渐凸显.....	9
(一) 公司专营特种水产配合饲料.....	9
(二) 饲料产品盈利能力行业内较强.....	10
(三) 鳗鲡配合料市场占有率国内领先.....	10
(四) 研发投入占营业收入之比行业最高.....	11
四、公司投资逻辑.....	11
(一) 消费升级带来的行业机会.....	11
(二) 公司特种水产配合料销量呈现快速增长态势.....	12
(三) 环境保护有利行业健康发展.....	13
五、盈利预测与投资建议.....	15
六、风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1: 2016 年公司主营饲料收入占比.....	6
图表 2: 公司主要饲料品种及用途.....	6
图表 3: 2011~2017Q2 营业总收入及综合毛利率.....	7
图表 4: 2011~2016 鳗鲡、鳖料收入及毛利率.....	7
图表 5: 2011~2016 海水鱼料收入及毛利率.....	7
图表 6: 2011~2016 淡水鱼料收入及毛利率.....	7
图表 7: 2011~2016 虾料收入及毛利率.....	8
图表 8: 2011~2016 种苗料收入及毛利率.....	8
图表 9: 我国特种水产养殖区域分布.....	8
图表 10: 公司主营产品主要竞争对手.....	9
图表 11: 2011~2016 行业内上市公司饲料毛利率对比.....	10
图表 12: 2015 年公司主要产品市场占有率.....	10
图表 13: 近 4 年公司研发投入及占比.....	11
图表 14: 近 4 年行业内公司研发支出占营业收入之比.....	11
图表 15: 2004~2016 年中国水产品产量及水产品养殖量占比.....	12
图表 16: 2004~2016 年中国水产品产量及海水产品产量占比.....	12
图表 17: 2006~2016 年中国水产配合料产量及调整水产配合料产量及占比.....	13
图表 18: 2006~2015 年中国特种水产配合料产量、公司最近 4 年特种饲料销量及占比.....	13
图表 19: 2017~2019 年公司主营业收入预测.....	15



图表 20: 可比公司估值情况 .....	16
图表 21: 天马科技 PE-Band .....	16
图表 22: 天马科技 PB-Band .....	16
附录: 公司财务预测表 (百万元) .....	17



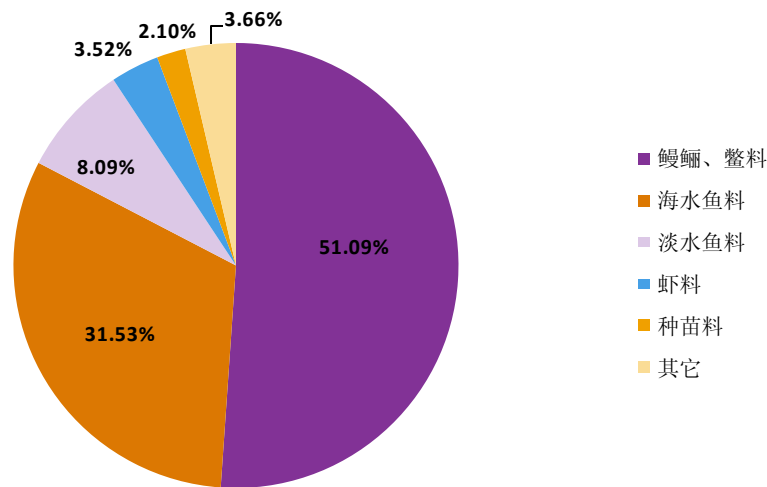
## 一、公司是国内专营特种水产配合饲料企业

### (一) 特种配合品种最为齐全——五大系列

公司是一家专业从事特种水产配合饲料研发、生产和销售企业，主营产品呈现 5 大系列：主要有**鳗鲡和鳖料、海水鱼料、淡水品种料、虾料及种苗料等**。产品主要应用于鳗鲡、石斑鱼、大黄鱼、龟、鳖、黄颡鱼、黄鳝、鲟鱼、鲑鳟、鲆鲽、鲍、海参等水产品养殖的各个阶段。

2016 年公司鳗鲡和鳖料、海水鱼料、淡水品种料、虾料及种苗料等销售收入占营业收入比分别为 51.09%、31.53%、8.09%、3.52%和 2.1%。

图表1： 2016 年公司主营饲料收入占比



资料来源：Wind，联讯证券

图表2： 公司主要饲料品种及用途

产品	分类及用途	技术及专利
鳗鲡	黑仔配合饲料：用于2.0克至10.0克黑仔鳗、幼鳗配合饲料：用于10.0克至50.0克幼鳗、成鳗配合饲料：用于大于50.0克成鳗	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。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	稚鳖配合饲料：用于小于50克稚鳖、幼鳖配合饲料：用于50克至150克幼鳖、成鳖配合饲料：用于大于150克成鳖	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	稚鲟配合饲料：用于小于100克稚鲟、幼鲟配合饲料：用于100至600克幼鲟、成鲟配合饲料：用于大于600克成鲟	鲟鱼系列配合饲料已获得四项发明专利授权。
大黄鱼	鱼种配合饲料：用于11克至150克大黄鱼、食用鱼配合饲料：用于大于150克大黄鱼	获得发明专利授权。
金鲳	幼鱼配合饲料：用于60-120mm长幼鱼、鱼配合饲料：用于120-200mm长中鱼、成鱼配合饲料：用于大于200mm长成鱼	该产品的地方标准获得福建省标准贡献三等奖。金鲳鱼中成鱼膨化颗粒配合饲料已获得发明专利授权。
石斑鱼	幼鱼配合饲料：用于50-500克石斑鱼、中鱼配合饲料：用于500-5000克石斑鱼、成鱼配合饲料：用于不小于5000克石斑鱼	石斑鱼粉状配合饲料已获得发明专利授权。该产品与进口的欧洲、日本同类产品在技术和质量上相比拥有优势。
种苗	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	种苗期配合饲料产品涉及6项发明专利授权，其中玻璃鳗配合饲料产品的地方标准为公司负责起草制定，并发布实施，且获得福建省标准贡献二等奖。
鲍鱼	稚鲍配合饲料：用于壳长小于3.0毫米的鲍鱼、幼鲍配合饲料：用于壳长不小于3.0毫米，不大于30.0毫米的鲍鱼成鲍配合饲料：用于壳长大于30.0毫米的鲍鱼	公司自主研发的鲍鱼配合饲料，采用压片工艺、膨化工艺及微颗粒一次成型三种模式，产面覆盖面广，产品工艺技术与配合饲料配方技术均为我司自主创新。
海参	稚参：幼体附着后至体长（自然伸展）≤1cm、的刺参。幼参：体长（自然伸展）1cm-5cm的刺参。养成参：体长（自然伸展）≥5cm 的刺参	公司自主研发的海参配合饲料，采用压片工艺、膨化工艺及超微粉碎工艺三种模式。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我司自主创新。

资料来源：Wind，联讯证券



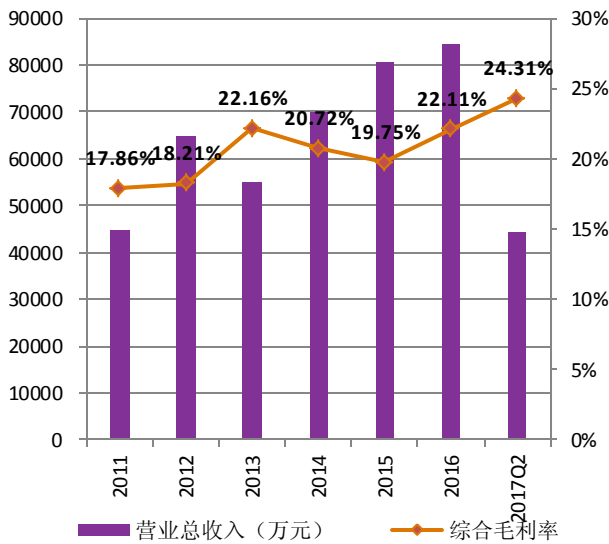
## (二) 2017 年上半年净利润同比增长约为 31%

2017 年 1~6 月, 公司营业收入 4.42 亿元, 同比增长 27.03%, 利润 5427.04 万元, 同比增长 31.13%, 净利润 4647.60 万元, 同比增长 30.91%; 扣非后净利润 3809.05 万元, 同比增长 29.18%。

2011~2016 年, 公司营业总收入从 4.48 亿元增长到 8.44 亿元, 年均复合增长 13.48%。主营产品中销量最大是鳗鲡和鳖料, 销售收入从 2 亿元增长到 4.31 亿元, 年均复合增长 16.6%; 销量增长最快的是海水鱼料和种苗料, 年均复合增长分别为 30.43% 和 32.38%; 虾料收入比较稳定, 每年收入约 3000 万元。

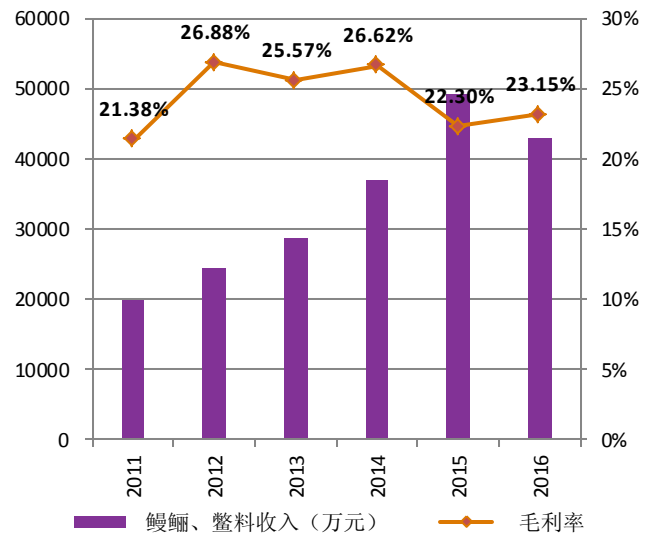
2011~2016 年, 公司综合毛利率稳步提升, 从 17.86% 提升到 22.11%, 2017 年上半年综合毛利率达到 24.31%。产品中种苗料的毛利率最高, 平均值为 33.83%。

图表3: 2011~2017Q2 营业总收入及综合毛利率



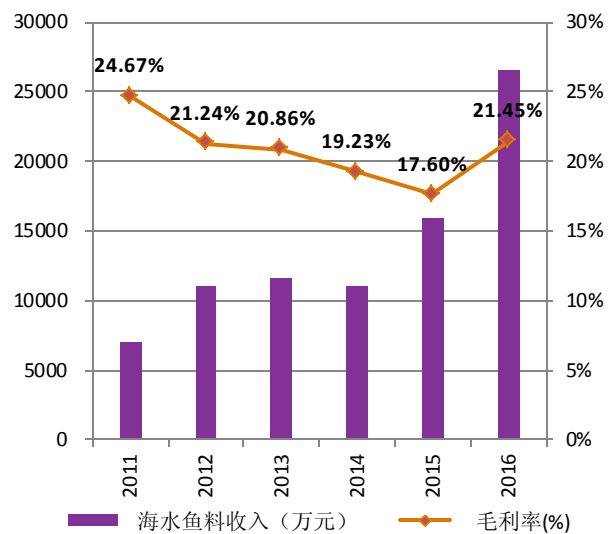
资料来源: Wind, 联讯证券

图表4: 2011~2016 鳗鲡、鳖料收入及毛利率



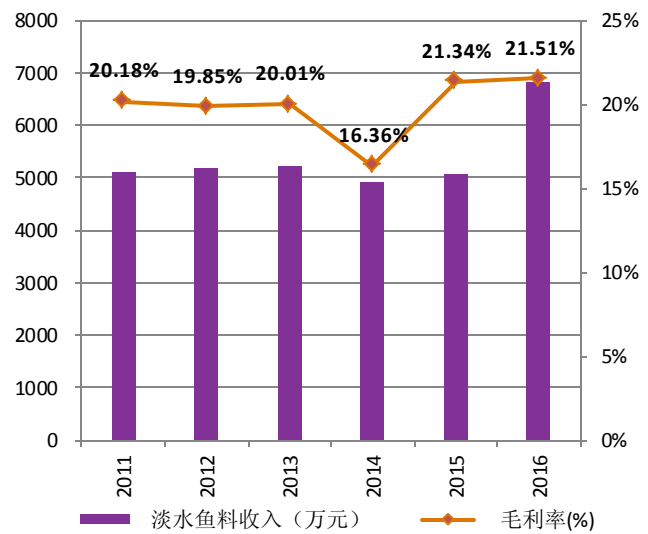
资料来源: Wind, 联讯证券

图表5: 2011~2016 海水鱼料收入及毛利率

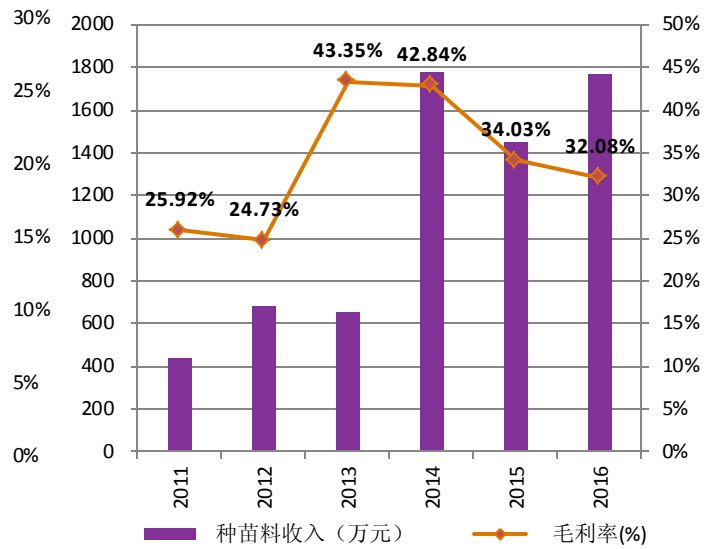
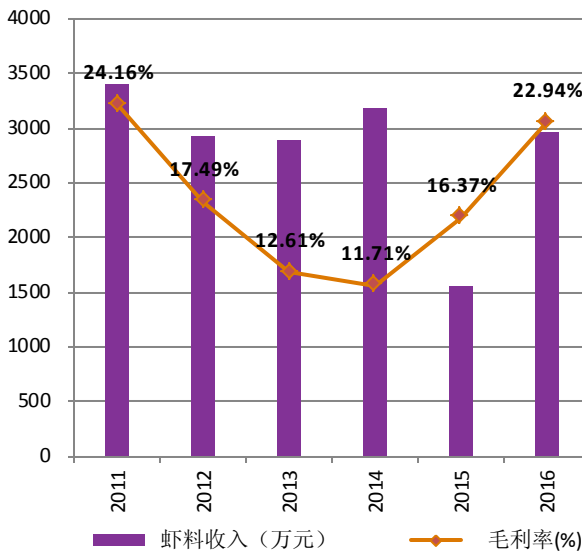


资料来源: Wind, 联讯证券

图表6: 2011~2016 淡水鱼料收入及毛利率



资料来源: Wind, 联讯证券


**图表7: 2011~2016 虾料收入及毛利率**
**图表8: 2011~2016 种苗料收入及毛利率**


资料来源: Wind, 联讯证券

资料来源: Wind, 联讯证券

## 二、公司组建 9 大营销事业部，辐射全国

我国特种水产养殖产业带已基本形成，具有明显的区域特性。(1) 华东地区的鳊鲃、龟、鳖、大黄鱼、黄颡鱼、鲟鱼、鲟鳇鱼、海参、鲍等；(2) 华南地区的石斑鱼、鳊鲃、金鲳、鳖、虾、河豚等；(3) 华中地区的鲟鱼、黄鳝、鳖、黄颡鱼、蟹等；(4) 东北、西南、西北等地区的鲢鳙、鲤鱼等。

**图表9: 我国特种水产养殖区域分布**
**特种水产养殖产业带分布图**


资料来源: Wind, 联讯证券





由于特种水产配合饲料生产销售需贴近特种水产养殖业，而特种水产养殖品种具有一定的地域分布特征，因此，特种水产配合饲料企业分布也具有一定的区域特征，多布局在沿海地区或内陆特种水产养殖大省。

鉴于特种水产养殖具有明显的区域特征，目前公司正在积极组建东部地区 9 大事业部，销售区域以点带面，向全国辐射。具体包括山东北部湾、湖南、湖北、江苏、浙江、福建、广东、广西及海南等地。这 9 大地区正在建立物流中转仓库，既可以缓解公司特种水产饲料的供应紧缺，又节约了成本、提高了效率。

### 三、公司竞争优势逐渐凸显

#### (一) 公司专营特种水产配合饲料

公司专营特种水产配合饲料。目前，行业内大部分生产企业采取以普通水产配合饲料产品为主、兼营个别特种水产配合饲料产品的模式，以公司为代表的特种水产配合饲料专营企业数量较少。

图表10： 公司主营产品主要竞争对手

品种	主要竞争企业	基本情况
鳊鲮	福州高龙饲料	成立于2001年，是香港高龙集团股份有限公司的全资下属企业，该集团的主营业务是进口鱼粉、鱼油，目前饲料产品主要分为对虾、鳊鲮、海水鱼、虾、大黄鱼、黄鳍、中华鳖七大系列，市场集中在华南、华中地区。
	日清丸红饲料	日清丸红饲料株式会社是日本最大的水产饲料生产企业之一，目前尚未在中国建立水产饲料生产基地，产品均从日本进口至中国，产品售价较高，凭借优良的产品性能，日清丸红饲料株式会社的大菱鲆等海水鱼饲料与水产苗种配合饲料拥有较高的市场份额。日本国内水产饲料的生产总量约40万吨/年，其中日清丸红的产量为10万吨，占据了生产总量的25%左右，鳊鱼饲料稳占日本市场34%的市场份额。2009年向中国的出口量达到1300吨/年。
蟹	浙江龙马生物	浙江龙马生物科技有限公司专注于蟹饲料的研发生产，借助浙江大学、华中农业大学等科研单位技术支持，研发生产了蟹开口料、稚蟹饲料、幼蟹饲料，在华东地区的蟹养殖市场具有较强的竞争优势。年生产能力可达2.5万吨。
	浙江科盛饲料	浙江科盛饲料股份有限公司是综合型饲料企业，产品涉及畜禽饲料、水产饲料及宠物饲料，主要的水产饲料品种涉及南美白对虾、青虾、罗氏沼虾、蟹、鱼六大系列，是浙江省第一批农业科技企业，浙江省农产品加工示范企业。
	福建正源饲料	福建正源饲料有限公司专业生产水产配合饲料，主要产品涵盖蟹、鳊鱼、对虾、黄颡鱼、鲈鱼、海水鱼、乌鱼、大黄鱼、白鱼、乌鳢（黑鱼）、黄鳍、牛蛙、金鲳鱼等高档水产配合饲料及水产养殖产品等，是一家农业产业化高科技民营企业。
鲟鱼	中山统一企业	中山统一企业有限公司是台湾统一集团在中国大陆独资成立的水产饲料加工企业，主打产品是海鲈饲料、生鱼饲料和虾饲料，其次是黄颡鱼饲料，同时也生产草鱼、罗非鱼、蟹、鳊鲮、蛙鳊、鲟鱼颗粒料和石斑鱼膨化料颗粒料等。
	天邦股份	天邦股份2007年A股上市，水产饲料是其主营业务模块之一，目前已针对20多种水产养殖动物开发了水产配合饲料。2013-2016年公司水产饲料销量分别为14.97万吨、15.28万吨、12.72万吨和14.7万吨，普通水产料毛利率15%，特种水产料毛利率20%左右。
大黄鱼	海大集团	海大集团2009年A股上市，在生产规模和品牌影响方面居于水产配合饲料行业前列，主要以水产预混料、淡水鱼配合饲料及虾料为主要产品。2013年公司开始重视特种鱼饲料。
	福州海马饲料	福州海马饲料有限公司是中国最早的中外合资水产饲料企业，以鳊鲮饲料、海水鱼料、蟹料等特种水产配合饲料为主要产品。
金鲳	广东粤海饲料	广东粤海饲料集团水产饲料以对虾饲料为主，近几年，广东粤海加快拓展海水鱼料、鳊鲮料和黄鳍料等特种水产配合饲料市场，于2010年在广东江门建设了产能10万吨的生产基地，主要定位于海水鱼料和南美白对虾的生产。
	广东恒兴饲料	广东恒兴饲料实业股份有限公司饲料产品覆盖虾饲料、海水鱼饲料、淡水鱼饲料、蛙饲料和蟹饲料以及畜禽饲料中的猪饲料、鸡饲料和鸭饲料，其在对虾饲料产品技术和生产规模方面具备较大优势。
石斑鱼	中山统一企业	中山统一企业有限公司是台湾统一集团在中国大陆独资成立的水产饲料加工企业，主打产品是海鲈饲料、生鱼饲料和虾饲料，其次是黄颡鱼饲料，同时也生产草鱼、罗非鱼、蟹、鳊鲮、蛙鳊、鲟鱼颗粒料和石斑鱼膨化料颗粒料等。
	越群海洋生物	广东越群海洋生物研究开发有限公司是一家中美合资的水产配合饲料生产企业，主要产品包括鱼类配合饲料、鱼虾蟹开口饲料、蟹配合饲料等淡水鱼配合饲料以及石斑鱼配合饲料等海水鱼配合饲料等系列产品。
种苗料	日清丸红饲料	日清丸红饲料株式会社是日本最大的水产饲料生产企业之一，目前尚未在中国建立水产饲料生产基地，产品均从日本进口至中国，产品售价较高，凭借优良的产品性能，日清丸红饲料株式会社的大菱鲆等海水鱼饲料与水产苗种配合饲料拥有较高的市场份额。日本国内水产饲料的生产总量约40万吨/年，其中日清丸红的产量为10万吨，占据了生产总量的25%左右，鳊鱼饲料稳占日本市场34%的市场份额。2009年向中国的出口量达到1300吨/年。
	林兼产业株式	林兼产业株式会社成立于1941年1月15日，专业经营高品质水产、畜产及饲料产品，林兼产业株式会社的鱼宝牌苗种配合饲料在国内有较高的知名度和市场份额。

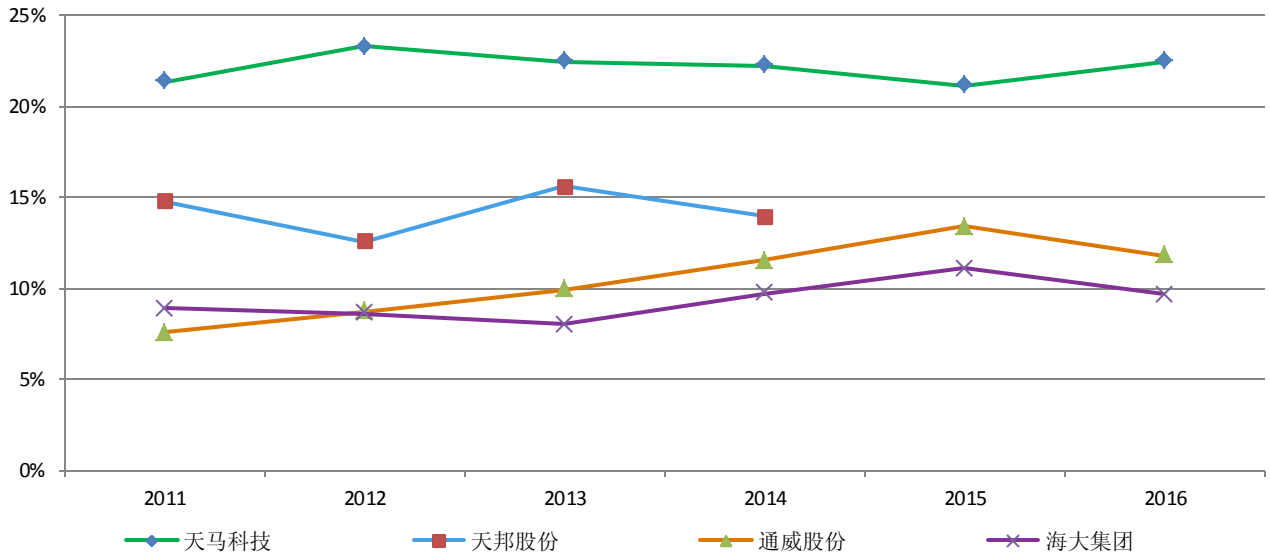
资料来源：Wind，联讯证券



### (二) 饲料产品盈利能力行业内较强

2011~2016年，公司主营产品毛利率平均值为22.20%，这个数值高于行业内其他公司。比如天邦股份、通威股份和海大集团毛利率均值分别为14.25%、10.51%和9.35%。

图表11：2011~2016 行业内上市公司饲料毛利率对比

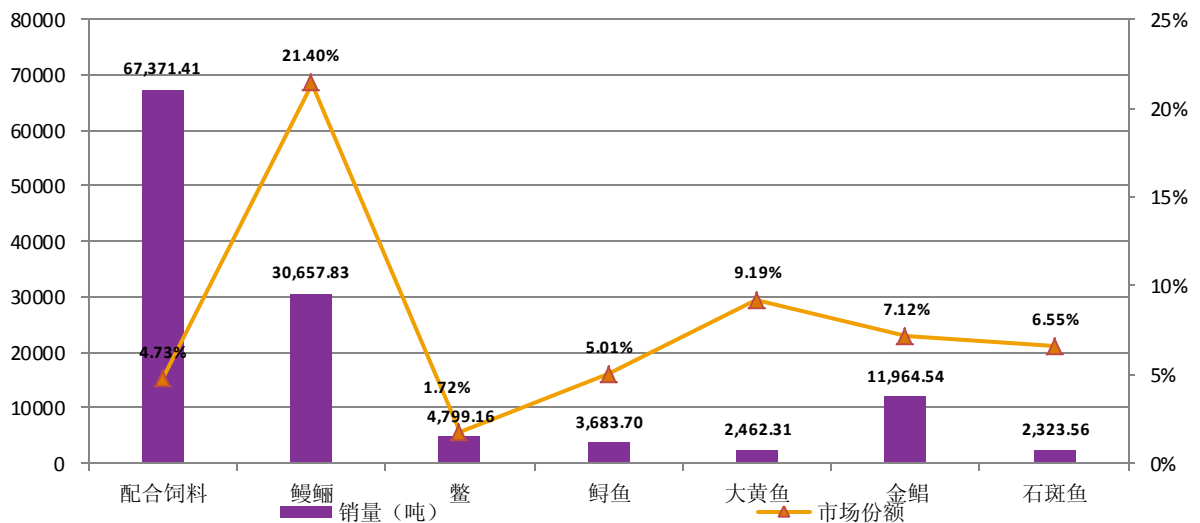


资料来源：Wind，联讯证券

### (三) 鳗鲡配合料市场占有率国内领先

公司鳗鲡配合饲料目前国内市场占有率排名第一，2015年该产品市场占有率为21.40%。经过多年的产品研发及市场开拓，公司特种水产配合饲料品种已涵盖石斑鱼、大黄鱼、金鲳、大菱鲆等多种海水鱼，以及鳖、鲟鱼、鳊鱼等多种名特优淡水养殖品种，成为国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。未来公司将依托9大事业中心，向全国推广公司优势鱼料。

图表12：2015 年公司主要产品市场占有率

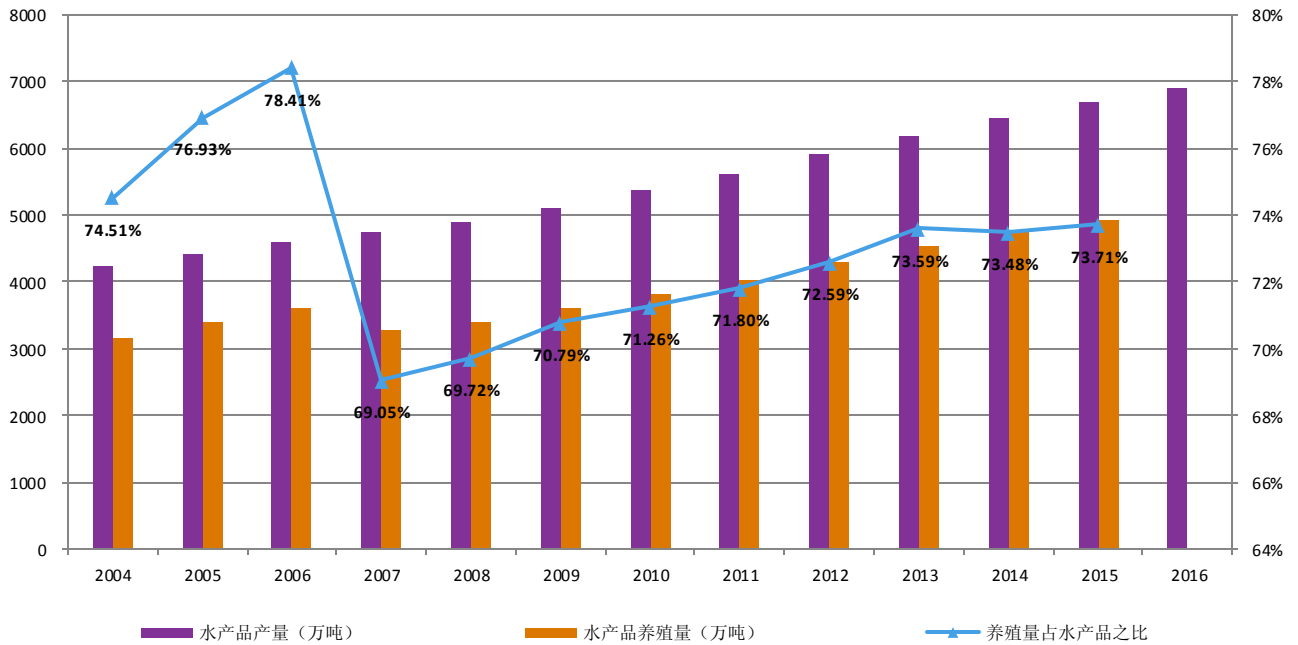


资料来源：Wind，联讯证券



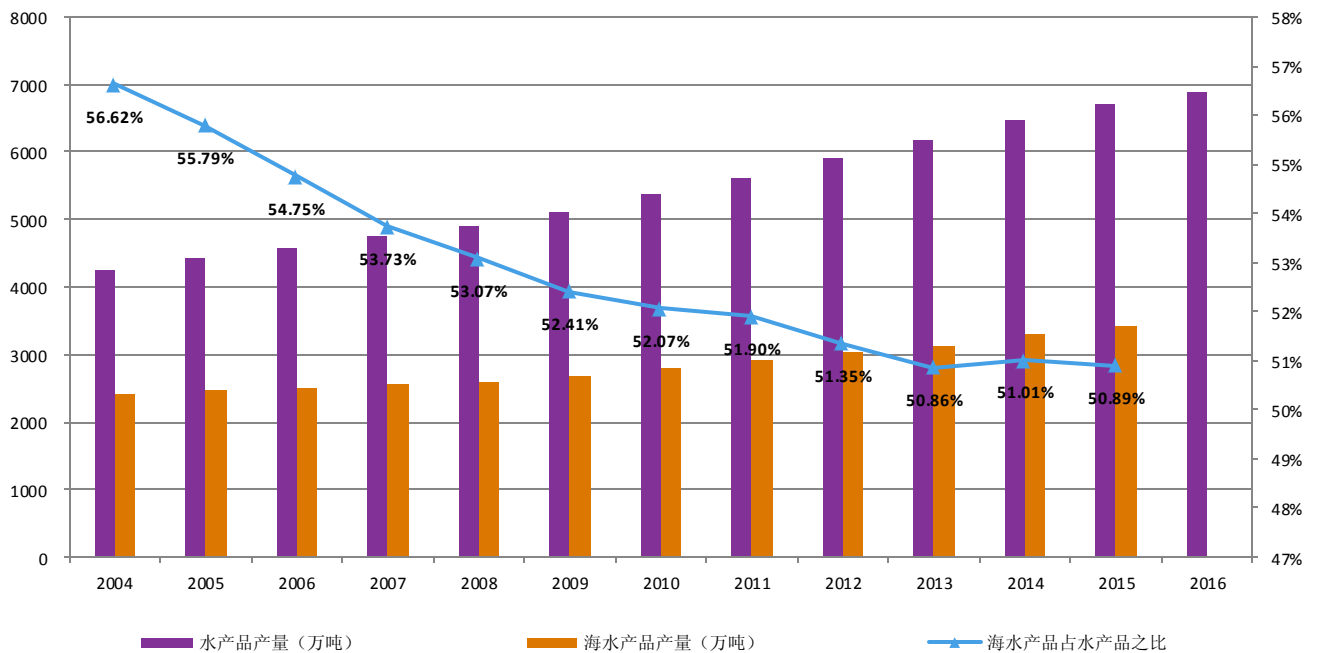


图表15: 2004~2016年中国水产品产量及水产品养殖量占比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表16: 2004~2016年中国水产品产量及海水产品产量占比



资料来源: Wind, 联讯证券

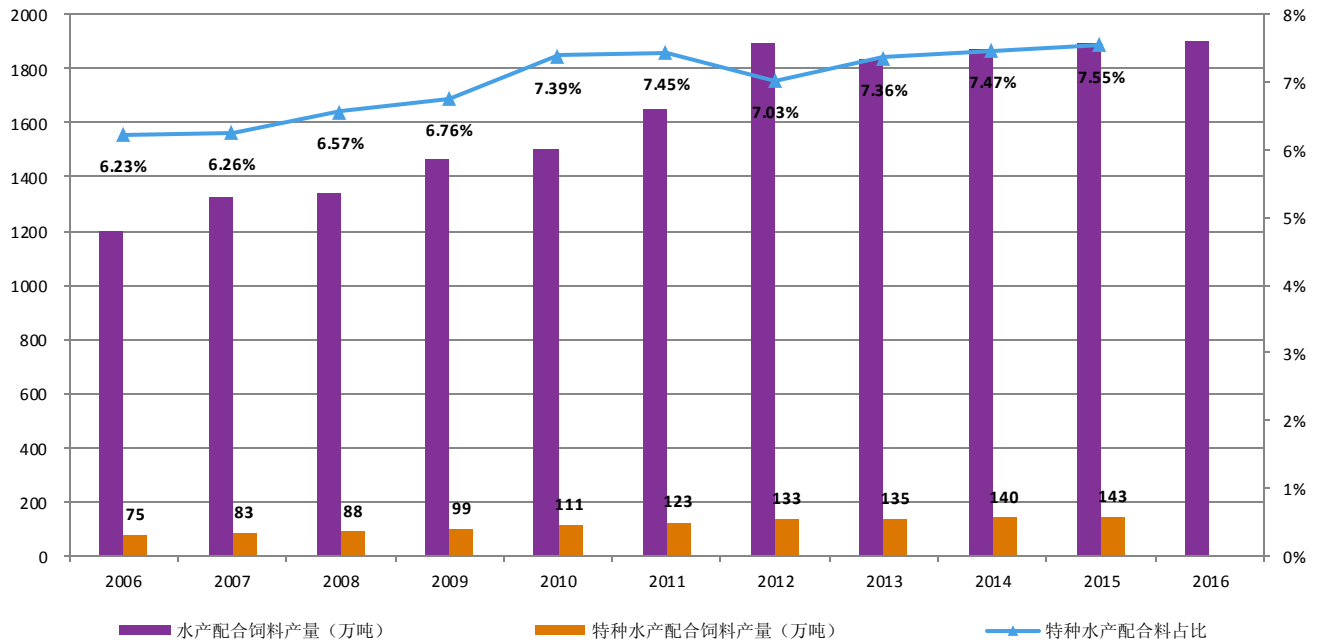
## (二) 公司特种水产配合料销量呈现快速增长态势

我国特种水产配合饲料销量呈现快速增长态势。2006~2016年,我国水产配合饲料产量稳步增长,从1203万吨增长到1904万吨,年均复合增长5.17%。而特种水产配合料从75万吨增长到约150万吨,年均复合增长约为7.43%,特种水产配合料仅占水产配合料的7.5%左右;



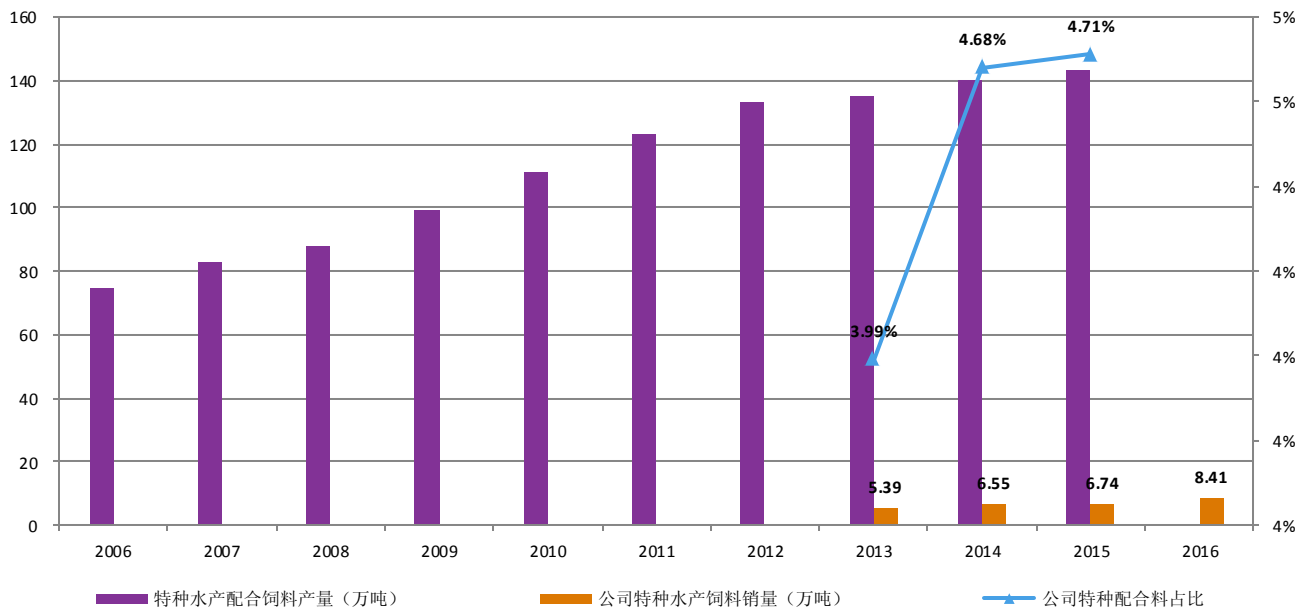
2013~2016 年公司特种水产饲料销量呈现快速增长态势。从 5.39 万吨增长到 8.41 万吨，年均复合增长为 15.99%，大约是特种水产配合料行业增速的 2 倍。

图表17： 2006~2016 年中国水产配合料产量及调整水产配合料产量及占比



资料来源: Wind, 联讯证券

图表18： 2006~2015 年中国特种水产配合料产量、公司最近 4 年特种饲料销量及占比



资料来源: Wind, 联讯证券

### (三) 环境保护有利行业健康发展

传统养殖转化率低，环境污染严重。中国传统的水产养殖是以鲜杂鱼等活饵为饲料源的粗放式养殖方式，饲料转化率低，资源浪费较大，环境污染严重。农业部在《关于



推进渔业节能减排工作的指导意见》中明确提出“研发并推广高效配合饲料，减少鲜活小杂鱼投喂。推进构建精准化养殖技术体系，提高养殖经济效益，减少养殖对环境的影响”，改变粗放型捕捞、养殖和加工生产方式，促进渔业节本增效。**国家对健康养殖模式的推广，将为水产配合饲料行业带来巨大的内涵式增长空间。**

全国渔业发展第十三个五年规划（2016-2020 年）提出到 2020 年，渔业现代化水平迈上新台阶，渔业生态环境明显改善，捕捞强度得到有效控制，水产品质量安全水平稳步提升，渔业信息化、装备水平和组织化程度明显提高，渔业发展质量效益和竞争力显著增强，渔民生活达到全面小康水平，沿海地区、长江中下游和珠江三角洲地区率先基本实现渔业现代化。

“十三五”期间，农业部将大力推进海洋捕捞渔民减船转产，**严格执行海洋伏季休渔制度**，压减近海捕捞强度，有效疏导近海过剩产能，同时积极推进内陆捕捞渔民退捕上岸，实现捕捞产量负增长。水产品总产量构成中的养殖产量是稳中有升，实现养殖结构进一步优化。通过控制近海养殖规模，拓展外海养殖空间，合理确定湖泊、水库养殖规模，稳定池塘养殖，发展工厂化循环水养殖和深水网箱养殖，保持水产养殖总体稳定，“十三五”国内海洋捕捞产量每年控制 1000 万吨以内，比“十二五”末减少 300 多万吨。



## 五、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2017~2019 年营业收入分别为 11.68 亿元、16.52 亿元和 22.13 亿元，同比增长 38.48%、41.40%和 33.93%；净利润分别为 1.23 亿元、1.82 亿元和 2.56 亿元，同比增长 52.92%、48.26%和 40.58%；2017~2019 年 EPS 分别为 0.41 元、0.61 元和 0.86 元。对应的 PE 分别为 35 倍、23 倍和 16 倍。给予公司 2018 年 29 倍 PE，目标价格 18 元。首次覆盖给予“增持”评级。

图表19： 2017~2019 年公司主营业收入预测

一、饲料销售	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(万元)	52,011.63	62,337.20	74,294.01	82,498.61	114,150.00	162,145.00	217,811.00
销量(吨)	47,662.56	53,900.48	64,883.11	84,104.73	118,300.00	170,000.00	227,300.00
均价(元/吨)	10,912.47	11,565.24	11,450.44	9,809.03	9,649.20	9,537.94	9,582.53
成本(万元)	40,310.91	48,446.17	58,557.13	63,935.14	87,478.73	124,040.88	166,246.76
毛利(万元)	11,700.72	13,891.04	15,736.88	18,563.46	26,671.27	38,104.13	51,564.24
毛利率(%)	22.50%	22.28%	21.18%	22.50%	23.37%	23.50%	23.67%
二、鳗鲡、整料	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(万元)	28,799.77	37,068.63	49,324.28	43,103.17	45,210.00	52,820.00	63,450.00
销量(吨)	21,470.96	27,923.60	35,299.39	31,628.96	33,000.00	38,000.00	45,000.00
均价(元/吨)	13,413.36	13,275.02	13,973.13	13,627.75	13,700.00	13,900.00	14,100.00
成本(万元)	21,435.98	27,200.49	38,325.74	33,123.00	34,450.02	40,143.20	48,095.10
毛利(万元)	7,363.79	9,868.14	10,998.55	9,980.17	10,759.98	12,676.80	15,354.90
毛利率(%)	25.57%	26.62%	22.30%	23.15%	23.80%	24.00%	24.20%
三、海水鱼料	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(万元)	11,605.18	10,974.15	15,929.07	26,602.38	51,460.00	85,000.00	121,800.00
销量(吨)	14,040.80	13,184.12	19,442.48	33,522.71	62,000.00	100,000.00	140,000.00
均价(元/吨)	8,265.33	8,323.76	8,192.92	7,935.63	8,300.00	8,500.00	8,700.00
成本(万元)	9,184.33	8,864.06	13,126.30	20,896.50	39,727.12	65,450.00	93,542.40
毛利(万元)	2,420.85	2,110.09	2,802.77	5,705.88	11,732.88	19,550.00	28,257.60
毛利率(%)	20.86%	19.23%	17.60%	21.45%	22.80%	23.00%	23.20%
四、淡水品种料	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(万元)	5,218.25	4,917.31	5,059.00	6,829.25	10,220.00	14,060.00	18,750.00
销量(吨)	6,990.39	6,529.56	6,699.27	9,749.48	14,000.00	19,000.00	25,000.00
均价(元/吨)	7,464.89	7,530.84	7,551.57	7,004.73	7,300.00	7,400.00	7,500.00
成本(万元)	4,174.09	4,112.75	3,979.52	5,360.61	7,992.04	10,966.80	14,587.50
毛利(万元)	1,044.16	804.56	1,079.48	1,468.64	2,227.96	3,093.20	4,162.50
毛利率(%)	20.01%	16.36%	21.34%	21.51%	21.80%	22.00%	22.20%
五、虾料	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(万元)	2,896.74	3,182.27	1,558.16	2,967.59	4,650.00	6,615.00	8,960.00
销量(吨)	4,733.47	5,384.01	2,653.59	4,809.84	7,500.00	10,500.00	14,000.00
均价(元/吨)	6,119.70	5,910.59	5,871.89	6,169.83	6,200.00	6,300.00	6,400.00
成本(万元)	2,531.55	2,809.51	1,303.02	2,286.93	3,613.05	5,126.63	6,917.12
毛利(万元)	365.19	372.76	255.14	680.66	1,036.95	1,488.38	2,042.88
毛利率(%)	12.61%	11.71%	16.37%	22.94%	22.30%	22.50%	22.80%
六、种苗料	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入(万元)	649.42	1,779.25	1,451.89	1,769.45	2,610.00	3,650.00	4,851.00
销量(吨)	426.94	879.19	788.38	1,226.01	1,800.00	2,500.00	3,300.00
均价(元/吨)	15,211.04	20,237.38	18,416.12	14,432.59	14,500.00	14,600.00	14,700.00
成本(万元)	367.87	1,017.04	957.74	1,201.77	1,696.50	2,354.25	3,104.64
毛利(万元)	281.55	762.21	494.15	567.68	913.50	1,295.75	1,746.36
毛利率(%)	43.35%	42.84%	34.03%	32.08%	35.00%	35.50%	36.00%

资料来源: Wind, 联讯证券



公司是特种水产饲料企业,考虑到海大集团、通威股份和天邦股份以淡水鱼料为主,特种鱼料为辅,我们将这3家公司进行估值比较。

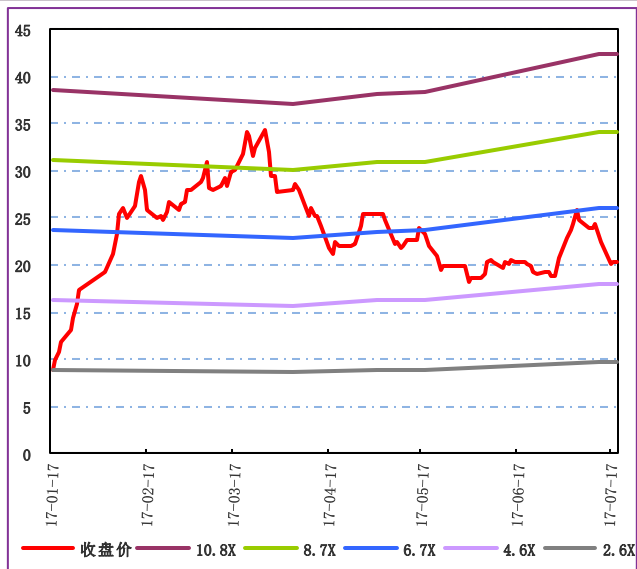
图表20: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价(元)	EPS(元)				PE			
			2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
002311	海大集团	18.63	0.55	0.75	0.95	1.15	34	25	20	16
002124	天邦股份	8.44	0.59	0.50	0.55	0.70	14	17	15	12
600438	通威股份	5.96	0.32	0.40	0.45	0.55	19	15	13	11
	平均值						22	19	16	13

资料来源: Wind, 联讯证券

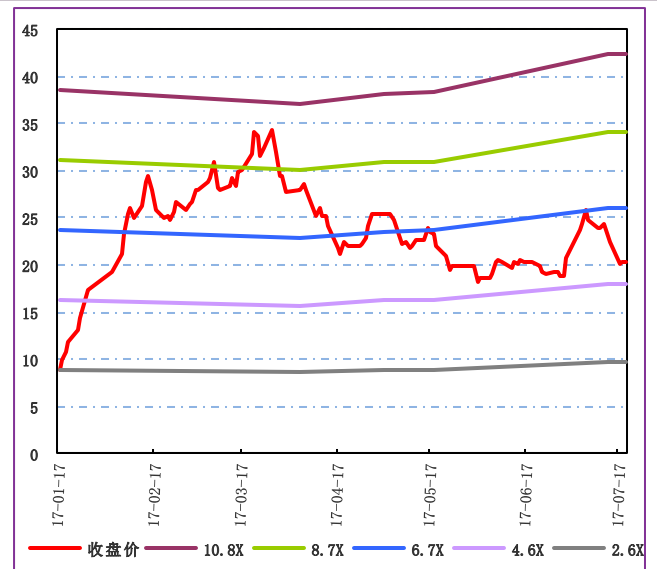
天马科技(603668) PE/PB-Band

图表21: 天马科技 PE-Band



资料来源: Wind, 联讯证券

图表22: 天马科技 PB-Band



资料来源: Wind, 联讯证券

## 六、风险提示

原材料价格波动风险; 自然灾害风险; 公司产品供应不足等风险。





## 附录：公司财务预测表（百万元）

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	844	1168	1652	2213	货币资金	142	150	160	170
减：营业成本	657	899	1,267	1,693	应收票据	40	53	74	100
营业税金及附加	2	2	2	3	应收账款	187	259	367	491
销售费用	27	35	45	55	预付账款	56	82	116	155
管理费用	56	76	104	133	其他应收款	15	23	33	44
财务费用	18	23	33	44	存货	179	270	380	508
资产减值损失	2	2	2	2	其他流动资产	5	5	6	7
加：投资收益	2	2	3	4	<b>流动资产合计</b>	<b>624</b>	<b>842</b>	<b>1136</b>	<b>1475</b>
营业利润	84	133	201	286	长期股权投资	0	0	0	0
加：营业外收支净额	9	9	10	11	固定资产	207	277	345	411
利润总额	93	142	211	297	在建工程	89	289	589	989
减：所得税费用	13	20	30	42	无形资产	45	41	36	32
净利润	80	122	182	255	其他非流动资产	4	(14)	(33)	(53)
归属于母公司的利润	80	123	182	256	<b>非流动资产合计</b>	<b>360</b>	<b>593</b>	<b>938</b>	<b>1380</b>
<b>基本每股收益（元）</b>	<b>0.50</b>	<b>0.41</b>	<b>0.61</b>	<b>0.86</b>	<b>资产总计</b>	<b>984</b>	<b>1435</b>	<b>2074</b>	<b>2854</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	短期借款	84	163	366	589
<b>EV/EBITDA</b>	<b>27.08</b>	<b>25.66</b>	<b>19.19</b>	<b>15.19</b>	应付票据	235	315	456	626
<b>成长能力</b>					应付账款	89	121	171	229
营业收入同比	4.34%	38.48%	41.40%	33.93%	预收账款	18	27	38	51
营业利润同比	30.0%	58.5%	50.8%	42.1%	其他应付款	4	5	6	7
净利润同比	21.57%	52.92%	48.26%	40.6%	应交税费	4	4	5	6
<b>营运能力</b>					其他流动负债	1	2	2	2
应收账款周转率	4.57	5.23	5.28	5.16	<b>流动负债合计</b>	<b>457</b>	<b>637</b>	<b>1044</b>	<b>1509</b>
存货周转率	5.27	5.21	5.08	4.98	长期借款	40	80	130	190
总资产周转率	0.92	0.97	0.94	0.90	其他非流动负债	0	0	0	0
<b>盈利能力与收益质量</b>					<b>非流动负债合计</b>	<b>68</b>	<b>80</b>	<b>130</b>	<b>190</b>
毛利率	22.1%	23.1%	23.3%	23.5%	<b>负债合计</b>	<b>525</b>	<b>716</b>	<b>1174</b>	<b>1699</b>
净利率	9.5%	10.5%	11.0%	11.6%	股本	159	297	297	297
总资产净利率 ROA	8.7%	10.1%	10.3%	10.4%	资本公积	25	25	25	25
净资产收益率 ROE	18.9%	20.8%	22.4%	24.8%	留存收益	271	394	576	832
<b>资本结构与偿债能力</b>					少数股东权益	4	3	3	2
流动比率	1.36	1.32	1.09	0.98	<b>所有者权益合计</b>	<b>459</b>	<b>719</b>	<b>900</b>	<b>1155</b>
资产负债率	53.4%	49.9%	56.6%	59.5%	<b>负债和股东权益合计</b>	<b>984</b>	<b>1435</b>	<b>2074</b>	<b>2854</b>
长期借款/总负债	7.5%	11.1%	11.0%	11.2%	<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>每股指标</b>					经营活动现金流量	32	93	180	270
<b>每股收益</b>	<b>0.50</b>	<b>0.41</b>	<b>0.61</b>	<b>0.86</b>	投资活动现金流量	(39)	(280)	(388)	(496)
每股经营现金流量	0.20	0.31	0.61	0.91	筹资活动现金流量	27	45	58	66
每股净资产	2.89	2.42	3.03	3.89	现金及等价物净增加	20	(142)	(150)	(160)

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

石山虎：中华东理工大学硕士研究生，现任联讯证券研究院农林牧渔行业首席分析师。证券行业从业 6 年，2012 年至 2017 年在民生证券研究院从事农林牧渔行业分析，2012 年“水晶球”行业第五小组成员，善于把握行业投资机会，实地调研数十家上市公司，擅长挖掘行业投资标的。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)