

天马科技 (603668)

受益于消费升级、行业景气的特种水产饲料企业

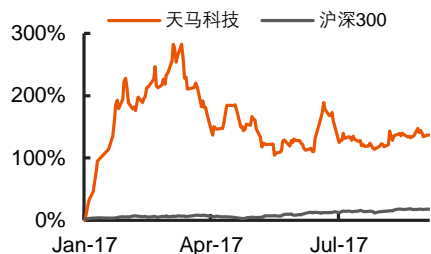
推荐 (首次)

现价: 15.07 元

主要数据

行业	农林牧渔
公司网址	www.jolma.cn
大股东/持股	陈庆堂/28.82%
实际控制人	陈庆堂
总股本(百万股)	297
流通 A 股(百万股)	74
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	44.73
流通 A 股市值(亿元)	11.18
每股净资产(元)	2.60
资产负债率(%)	43.50

行情走势图



证券分析师

励雅敏 投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
LIYAMIN860@PINGAN.COM.CN

研究助理

王海亮 一般从业资格编号
S1060117060077
021-20660644
WANGHAILIANG278@PINGAN.COM.CN

梁天琦 一般从业资格编号
S1060117070084
021-20662962
LIANGTIANQI526@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **产能快速扩张, 预计 2018 年产能约 20 万吨, 较 2016 年产能增长 160%。** 公司上市以来加大产能建设及人员招聘, 2017 年达产产能预计 13.5 万吨, 2018 年接近 20 万吨, 长期目标是达到 50 万吨, 8-10 种细分特种水产饲料做到全国规模领先。产能扩张带动近几年产量维持 30% 以上增速, 2017 年占收入比重近 50% 的海水鱼料增速预计达到 80% 以上。
- **行业受益于下游消费升级及人工养殖量增加。** 特种水产饲料下游为相比家鱼附加值更高的水产品种, 近年来随着人均收入提高及消费升级, 特种水产消费快速增长。同时, 人工养殖逐步替代自然捕捞, 水产饲料替代冰鲜, 特种水产饲料增速景气度高于整体饲料行业。特种水产料普及率仅 20% 左右, 总体规模约 150 万吨, 未来随普及率提高, 行业规模有望翻倍。
- **专注细分特种料, 营销服务提高用户黏性。** 水产养殖具有一定的气候风险, 因此养殖户近年来更愿意饲养经济价值更高的特种水产, 并依赖饲料企业的增值服务。天马科技对鳗鲡料、种苗料等的专注研究及养殖服务构成公司的核心竞争力及用户粘性。
- **公司是 A 股纯正的特种水产饲料企业, 在鳗鲡料、石斑鱼料、大黄鱼料等多种细分领域全国销量领先。** 公司近年来产品均价维持在 10000 元/吨, 销量随行业景气及自身产能扩张, 预计可维持 30% 以上的增长。我们预计公司 2017/18/19 年营业收入为 11.6、15.5、20.6 亿元, 同比增长 37.1%、33.8%、33.1%, EPS 为 0.43 元、0.60 元、0.79 元, 对应 PE 为 35 倍、25 倍、19 倍, 首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 极端天气导致下游水产减产的风险; 原材料价格大幅下跌的风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	809	844	1157	1548	2061
YoY(%)	15.6	4.3	37.1	33.8	33.1
净利润(百万元)	66.0	80	127	177	233
YoY(%)	10.9	21.6	58.7	39.0	31.6
毛利率(%)	19.8	22.1	22.5	22.5	22.6
净利率(%)	8.2	9.5	11.0	11.4	11.3
ROE(%)	16.9	17.4	13.8	16.4	18.1
EPS(摊薄/元)	0.22	0.27	0.43	0.60	0.79
P/E(倍)	67.7	55.7	35.1	25.3	19.2
P/B(倍)	11.6	9.8	4.9	4.2	3.5

正文目录

一、天马科技：专注于特种水产饲料	4
二、特种水产饲料：受益于下游养殖驱动及消费升级	7
2.1 自然捕捞减少，人工养殖增加	7
2.2 消费升级带动特种水产养殖增加.....	10
2.3 饲料替代冰鲜，膨化料替代颗粒料	13
三、鱼粉库存上升、人民币升值，进口鱼粉成本下降	14
四、横向对比：天马科技主业清晰、盈利能力领先	15
五、盈利预测	16
六、风险提示	17

图表目录

图表 1	天马科技主要产品	4
图表 2	天马科技产品结构：海水料占比 51.7%	5
图表 3	天马科技主要产品价格保持稳定	5
图表 4	1H2017 主要产品销量增速	5
图表 5	近几年公司规模扩张速度较快	6
图表 6	1H2017 天马科技前十大股东	6
图表 7	人工养殖水产产量占比逐年提高	7
图表 8	福建海水养殖增速快于淡水养殖	7
图表 9	海水养殖旺季比淡水养殖更长	7
图表 10	水产养殖中部分养殖方式的产量及占比（吨）	8
图表 11	工厂化养殖模式	8
图表 12	深水网箱养殖模式	8
图表 13	我国渔业生产经营组织分类	9
图表 14	不同养殖密度下黄颡鱼饲养成本及收益对比	9
图表 15	天马科技市场服务内容全面、系统	10
图表 16	中国居民收入（从低到高）与海鲜、肉类消费支出对比	10
图表 17	特种水产单价普遍高于普通淡水鱼（元/斤）	11
图表 18	水产消费由家鱼向特种水产升级	11
图表 19	特种水产品产量稳步增长（吨）	12
图表 20	海水鱼饲料占特种水产配合饲料约 33%	12
图表 21	部分特种水产产量 2014-2016 复合增速	12
图表 22	特种水产饲料产量及饲料空间（万吨）	13
图表 23	冰鲜养殖与饲料养殖的成本差异	13
图表 24	公司在特种水产饲料行业主要竞争对手	14
图表 25	秘鲁鱼粉价格处于低位（美元/吨）	15
图表 26	主产国鱼粉产量（千吨）	15
图表 27	海大集团收入构成	16
图表 28	海大集团饲料业务毛利率	16
图表 29	通威股份收入构成	16
图表 30	通威股份饲料业务毛利率	16
图表 31	天马科技主要产品收入拆分	17

一、 天马科技：专注于特种水产饲料

专注特种水产饲料天马科技成立于 2002 年，主要从事特种水产饲料研发、生产及销售，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，覆盖从种苗期至养成期的养殖全阶段，是国内特种水产配合饲料品种最为齐全的企业之一。公司核心产品鳗鲡配合饲料产品近年来销量稳居全国第一位，多种饲料产品在国内特种水产配合饲料市场销售中位居前列，覆盖了国内特种水产主要养殖区域。2017 年半年报，公司收入 4.42 亿元，同比增长 27%，归母净利润 4600 万元，同比增长 31%。

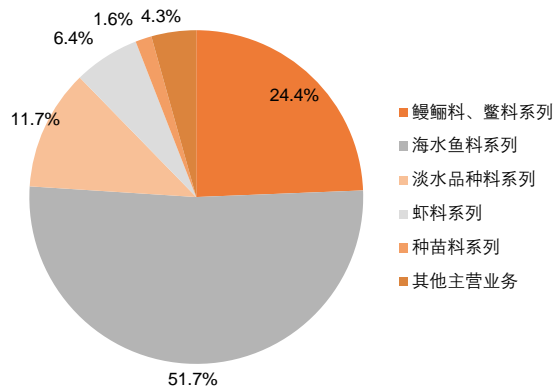
图表1 天马科技主要产品

产品	分类及用途	产品技术水平
鳗鲡配合饲料	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	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：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	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：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。
大黄鱼配合饲料	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	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。
金鲟配合饲料	幼鱼配合饲料：用于 60~120mm 长幼鱼 中鱼配合饲料：用于 120~200mm 长中鱼 成鱼配合饲料：用于大于 200mm 长成鱼	该产品的地方标准为公司负责起草制订，并发布实施，且获得福建省标准贡献三等奖。金鲟鱼中成鱼膨化颗粒配合饲料已获得发明专利授权。
石斑鱼配合饲料	幼鱼配合饲料：用于 50 至 500 克石斑鱼 中鱼配合饲料：用于 500 至 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。公司自主研发的石斑鱼配合饲料产品营养全面均衡、氨基酸总量高、产品使用方便等具有优势，其中粗蛋白质含量可达 60%。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。该科研技术的突破，在养殖过程中为养殖户带来更佳的生长性能及使用便利，目前具有一定的市场潜力。
种苗期配合饲料	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	公司种苗期配合饲料产品涉及 6 项发明专利授权，包括：鲟鱼稚鱼膨化颗粒配合饲料、玻璃鳗配合饲料、金鲟鱼稚鱼膨化颗粒配合饲料、大黄鱼稚鱼慢沉膨化颗粒配合饲料、黄颡鱼稚鱼膨化颗粒配合饲料、日本鳗鱼白仔鳗鱼阶段粉状配合饲料。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。
鲍鱼配合饲料	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，适用于从鲍鱼种苗培育至养成商品鲍各个养殖阶段，也适用于室内工厂化养殖模式、室外精养、粗养模式，海区网箱吊养殖模式。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。
海参配合饲料	稚参：幼体附着后至体长（自然伸展）≤1 cm 的刺参。幼参：体长（自然伸展）1 cm~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，也适用于海区吊养殖模式、室外粗养模式，还要适用于小杂鱼或海带搅拌混合投喂的模式，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：公司公告、平安证券研究所

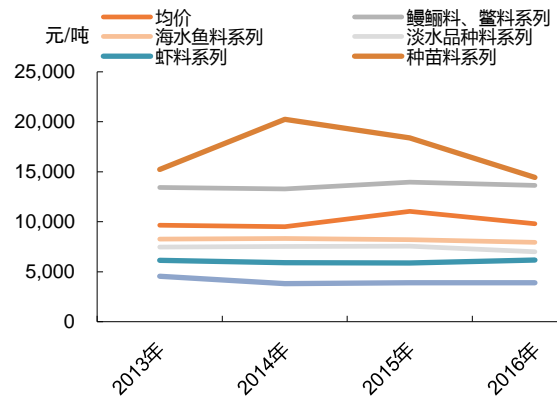
2016年，公司特种水产配合饲料销量为8.4万吨，在全国特种水产饲料市场中占比5.6%，同比增长25%。1H2017，收入占比51.7%的海水料增速达到103%，淡水品种料、虾料、种苗料等增速亦达到43%、59%、56%。

图表2 天马科技产品结构：海水料占比51.7%



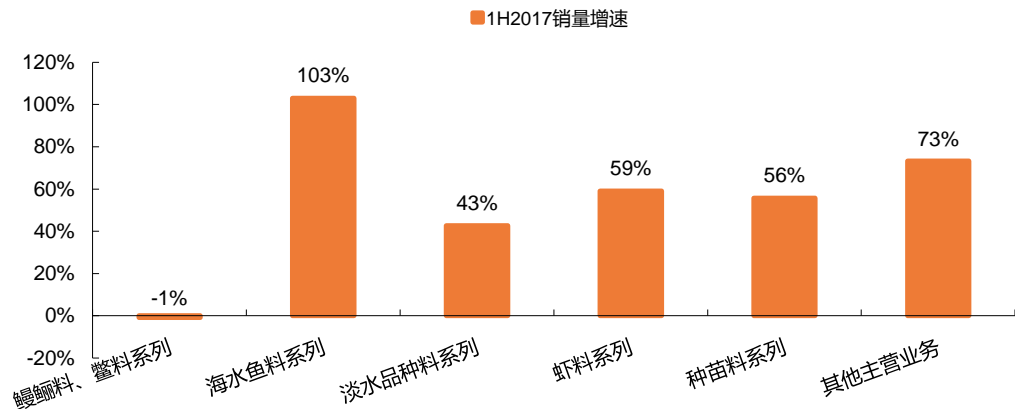
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表3 天马科技主要产品价格保持稳定



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 1H2017 主要产品销量增速



资料来源：公司公告、平安证券研究所

产能扩张，预计到2018年达20万吨，较2016年增长160%。公司半年报提到，2015年产能7.57万吨/年，9条生产线；首次公开发行募投10条特种水产配合饲料生产线（二期项目），对应产能5.88万吨，已完成工程建设、前期调试工作，其中3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。同时，半年报提到，公司拟实施特种水产配合饲料生产线三期扩产项目，一方面进一步扩充种苗料、高端膨化料生产线；另一方面，增加海参及鲍鱼料生产线，进行前瞻性市场布局。上述第三期项目的资金来源是公司2017年7月公布的30.5亿元可转债募投项目。对应的地点是公司六月公告的以5300万元收购的中海渔位于福清市上迳镇的国有土地使用权（6.4万平方米）及其上房产。该三期项目设计产能12万吨，实际产能约6万吨。

图表5 近几年公司规模扩张速度较快

	产能 (万吨)	备注
2016 年	7.57	
2017 年	13.5	新增的 5.88 万吨产能大部分预计在 2017 年下半年达产, 2018 年释放。
2018 年	19-20	可转债对应三期项目动工, 实际达产后 6 万吨, 包括四条高毛利的种苗料生产线、高端膨化料生产线、增加海参及鲍鱼料生产线
长期目标	50	预计细分的 8-10 种特种鱼配合饲料做到全国规模领先。

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

扩大人才储备。截至 2016 年底, 公司员工 379 人。其中, 销售、生产、技术、分别为 126、99、39 人。在产能扩张的背景下, 预计公司将不断吸收外部优秀人才加入。2017 年 8 月 22 日公司公告, 聘任何腾飞为副总经理。何腾飞曾任福州大福有限公司助理副总裁, 卜蜂水产 (阳江) 有限公司、卜蜂 (北海) 水产饲料有限公司副总裁, 卜蜂水产 (阳江) 有限公司、广东正大生物科技有限公司、广东水产产业化总裁, 阳江市养虾协会会长, 阳江市江城区政治协商会议委员会委员。

上市公司股权覆盖核心人员。截至 1H2017, 公司前十大股东中, 包括董事长、董事、副总经理、采购中心总监、总经理助理等人。预计公司与员工在股权方面的绑定将形成长期有效的激励。

图表6 1H2017 天马科技前十大股东

股东名称	持股数量 (万股)	占总股本比例 (%)	备注
陈庆堂	8553.4	28.82	董事长
宁波华宝投资有限公司	2782.5	9.38	-
福建天马投资发展有限公司	2345.6	7.9	陈庆堂持股 100%
郑坤	1936.6	6.53	董事
林家兴	1291.1	4.35	董事
何修明	1291.1	4.35	监事会主席
章礼森	887.6	2.99	西龙食品 (陈庆堂持股 90%) 法定代表人
张蕉霖	403.5	1.36	董事, 副总经理
吴景红	403.5	1.36	采购中心总监
沈玉福	403.5	1.36	总经理助理
合计	20298.3	68.4	

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

产品技术领先。2017 年 9 月, 公司研发立项的“高效鳊鲮配合饲料的开发及其在鳊鲮健康养殖全过程中的应用”近日荣获 2016 年度福建省科技进步奖三等奖, 公司的鳊鲮配合料应用“鳊鲮保健营养理论、系统营养技术、精准配方技术以及饲料关键技术”, 提高了鳊鲮“肝肠健康、机体健康和饲料转化率”, 有效解决了我国鳊鲮养殖长期使用水蚯蚓带来的水环境污染问题和鳊鲮食品安全问题。9 月 19 日, 公司研发的玻璃鳊前期配合饲料, 满足了玻璃鳊在开口摄食初期对饲料的柔软度和诱食性能等要求, 适合于从开口摄食到摄食后 10 天内的鳊鲮。

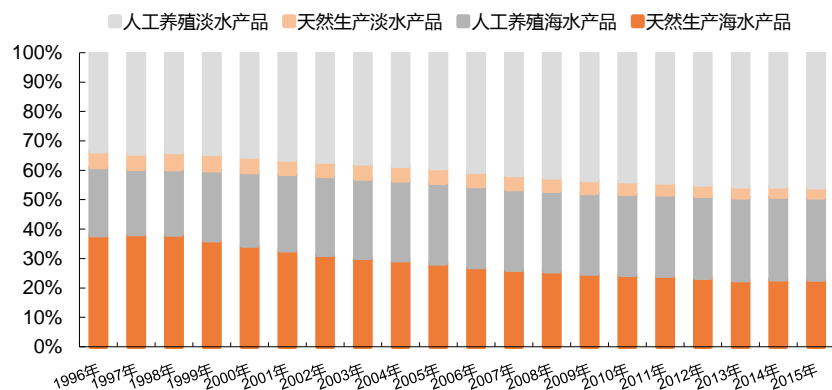
二、特种水产饲料：受益于下游养殖驱动及消费升级

2.1 自然捕捞减少，人工养殖增加

自然捕捞减少，人工养殖增加。《全国农业现代化规划 2016-2020》指出，推进渔业转型升级，统筹布局渔业发展空间，合理确定湖泊和水库等公共水域养殖规模，稳定池塘养殖，推进稻田综合种养和低洼盐碱地养殖。大力发展水产健康养殖，加强养殖池塘改造。降低捕捞强度，减少捕捞产量，加大减船转产力度，进一步清理绝户网等违规渔具和“三无”渔船。《全国渔业发展第十三个五年规划》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。

农业部数据，2017 年上半年捕捞“减量”成果明显。上半年水产品总产量增幅同比下降 2.45 个百分点，捕捞产量同比下降 15.79%。其中，海洋捕捞产量 407.33 万吨，同比下降 18.05%。

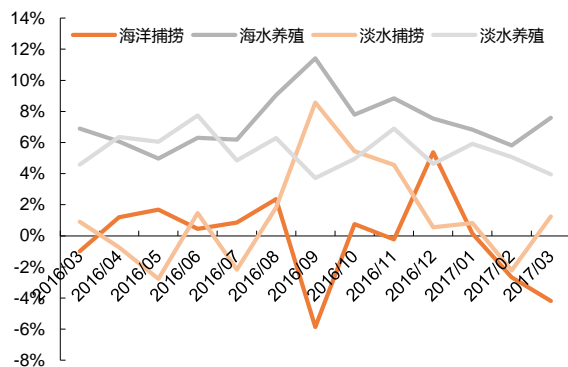
图表7 人工养殖水产产量占比逐年提高



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

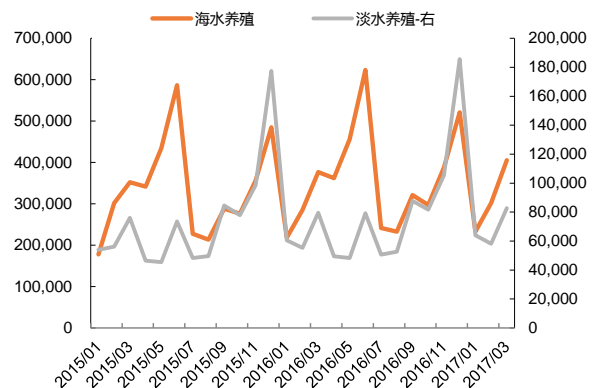
海水养殖增速快于淡水养殖。据 FAO 统计，全世界有很多沿海的国家和地区具有从事海水养殖的条件和环境，2016 年海水养殖共有 526 个品种，远多于内陆养殖的 441 个品种。以福建省为例，海水养殖不仅增速较依赖自然环境的捕捞更稳定，而且比淡水养殖增速更快。

图表8 福建海水养殖增速快于淡水养殖



资料来源：福建海洋渔业厅、平安证券研究所

图表9 海水养殖旺季比淡水养殖更长



资料来源：福建海洋渔业厅、平安证券研究所

先进的工厂化养殖模式快速普及。封闭式循环水养殖是目前世界上发达国家推崇的先进养殖模式，与传统池塘养殖相比，每单位养殖产品可节约 90%-99%的水和 95%-99%的土地，并且几乎不污染环境，具有节水、节能、节地、生态、安全、高效等特点。封闭式循环水养殖周期比池塘养殖缩短 1/3，养殖用水量减少 95%以上，单位面积产量提高 5 倍。工厂化养殖模式在保障水产品持续增收的同时，也缓解了土地资源匮乏、水域滩涂日益萎缩的困境。

图表10 水产养殖中部分养殖方式的产量及占比（吨）

		2014	2015	YoY	2015 占比
海水养殖		18,126,481	18,756,277		
按水域分	海上	10,129,603	10,575,116	4.4%	56.4%
	滩涂	5,955,212	6,021,618	1.1%	32.1%
	其他	2,041,666	2,159,543	5.8%	11.5%
养殖方式	池塘	2,295,836	2,353,339	2.5%	12.5%
	普通网箱	437,373	466,624	6.7%	2.5%
	深水网箱	88,737	105,731	19.2%	0.6%
	筏式	4,969,337	5,191,099	4.5%	27.7%
	吊笼	1,205,268	1,343,097	11.4%	7.2%
	底播	5,100,512	5,275,773	3.4%	28.1%
	工厂化	170,338	190,686	11.9%	1.0%
淡水养殖		29,357,591	30,622,735		
按水域分	池塘	20,902,594	21,956,885	5.0%	71.7%
	湖泊	1,646,320	1,647,835	0.1%	5.4%
	水库	3,770,891	3,884,013	3.0%	12.7%
	河沟	864,246	888,695	2.8%	2.9%
	其他	716,821	687,120	-4.1%	2.2%
	稻田养鱼	1,456,719	1,558,187	7.0%	5.1%
养殖方式	围栏	487,412	481,724	-1.2%	1.6%
	网箱	1,391,651	1,379,086	-0.9%	4.5%
	工厂化	197,420	203,433	3.0%	0.7%

注：工厂化：工厂化养殖即按工艺过程的连续性和流水性的原则，通过机械或自动化设备，对养殖水体进行水质和水温的控制，保持最适宜于鱼类生长和发育的生态条件，使鱼类的繁殖、苗种培育、商品鱼的养殖等各个环节能互相衔接、形成一个独自的生产体系，以进行无季节性的连续生产，达到高效率、高速度的养殖目的。

资料来源：《中国渔业年鉴 2016》、平安证券研究所

图表11 工厂化养殖模式



资料来源：平安证券研究所

图表12 深水网箱养殖模式



资料来源：平安证券研究所

养殖户规模化发展。按照《现代渔业生产经营组织的发展研究》，渔业生产经营组织是渔业从业人员按照自愿联盟、参股入股、民主管理、收益共享的原则组建而成。在渔业生产的产前（养殖）、产中（加工运输）、产后（销售）三个阶段中，使其苗种、技术、资金、用药、加工、销售等环节统一，以便提高效率。渔业生产经营组织分为以下三类：渔业专业股份合作制、渔业专业合作社和渔业专业协会。规模化养殖户占比的提高，将间接带动优质饲料的使用。

图表13 我国渔业生产经营组织分类

	渔业专业股份合作制	渔业合作社	渔业协会
特点	渔民以资金、土地、劳动等入股，一般有对应企业	某个环节合作，退出自由	自愿参与，不受市场机制调节
组织与成员关系	紧密	较为紧密	松散
收益	较强	一般	不盈利
生产效率	高	较高	弱
收益分配方式	按资分配与按劳分配结合	按劳分配为主	无盈利
主营业务	提供全产业链服务	执行订单业务	技术指导为主

资料来源：《现代渔业生产经营组织的发展研究》、平安证券研究所

特种水产养殖中，饲料占比超过70%。据叶金明等《放养密度对全雄黄颡鱼和普通黄颡鱼养殖产量和效益的影响》（2014），特种水产养殖中，饲料费、鱼种费、药品费、水电费、人工费及池塘租金分别占比为76%、4%、3%、4%、5%、7%。由于饲料占比较高，因此养殖户在选择饲料时更愿意选择在品牌、研发及售后服务中更具优势的饲料企业。

图表14 不同养殖密度下黄颡鱼饲养成本及收益对比

		A组	B组	C组
	池塘面积(h m ²)	0.733	0.733	0.733
	放养时间	2012/8/7	2012/8/7	2012/8/7
	放养尾数(万尾)	11	13.75	16.5
	放养密度(万尾/h m ²)	15	18.75	22.5
	放养规格(g/尾)	6.1	6.1	6.1
第一次收获	收获时间	2013/7/12	2013/7/14	2013/7/16
	数量(万尾)	3.31	3.95	5.11
	规格(g/尾)	133.62	124.32	113.93
	合计重量(kg)	4422.8	4910.6	5821.8
	单价(元/kg)	25.6	25.6	25.6
	产值(元)	113224	125712	149039
第二次收获	收获时间	2013/9/4	2013/9/9	2013/9/16
	数量(万尾)	6.83	8.67	10.04
	规格(g/尾)	86.84	83.23	81.39
	合计重量(kg)	5931.2	7216.0	8171.6
	单价(元/kg)	19.2	19	18.8
	产值(元)	113879	137105	153625
产出指标	合计产值(元)	227103	262817	302664
	单产(kg/h m ²)	14111	16530	19088
	饲料系数	1.42	1.47	1.56
单位面积养殖成本与收益(元/h)	产值	309826	358550	412911
	鱼种费	8800	11000	13200

m ²)	饲料费	178339	216262	265018
	药品费	7977	8474	9114
	水电费	10425	10425	10425
	人工费	12690	12690	12690
	池塘租金	16500	16500	16500
	净利润	75095	83199	85965

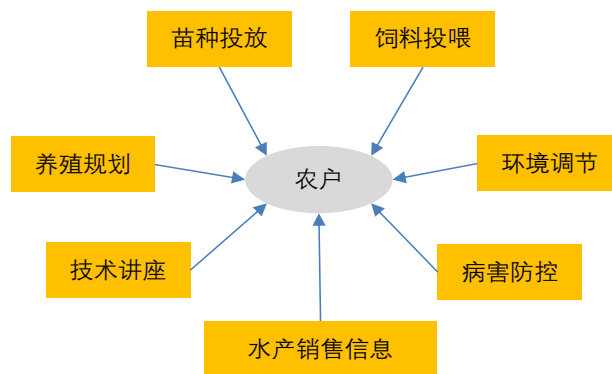
注：1 h m²=1 公顷=15 亩。

资料来源：叶金明等，2014《放养密度对全雄黄颡鱼和普通黄颡鱼养殖产量和效益的影响》，平安证券研究所

特种水产饲料进入壁垒：专注产品+营销服务。特种水产品种丰富，单个品种的饲料开发需要长期深入研究及实验。以加州鲈为例，目前饲料行业中加州鲈饲料定位模糊，档次参差不齐，对动植物蛋白、淀粉、脂肪等原料的消化吸收率及耐受力的研究不够深入。此外，饲料中营养搭配不合理，结果导致加州鲈长至 3~4 两/尾左右出现肝脏病变、加不上料，生长缓慢等问题。

针对特种水产养殖业面临的养殖技术人才严重缺乏、种质退化、养殖环境恶化、病害频发等实际困难，公司在提供安全高效饲料产品的同时，为养殖户提供养殖规划、苗种投放、饲料投喂、环境调节、病害防控到养殖产品销售信息等服务，提高养殖户的抗风险能力和养殖效益。

图表15 天马科技市场服务内容全面、系统

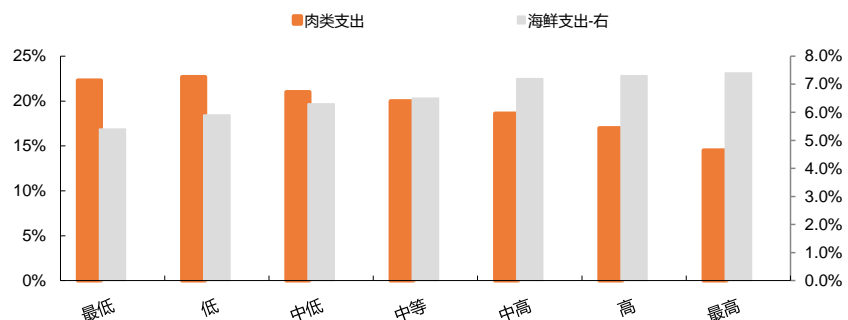


资料来源：公司公告、平安证券研究所

2.2 消费升级带动特种水产养殖增加

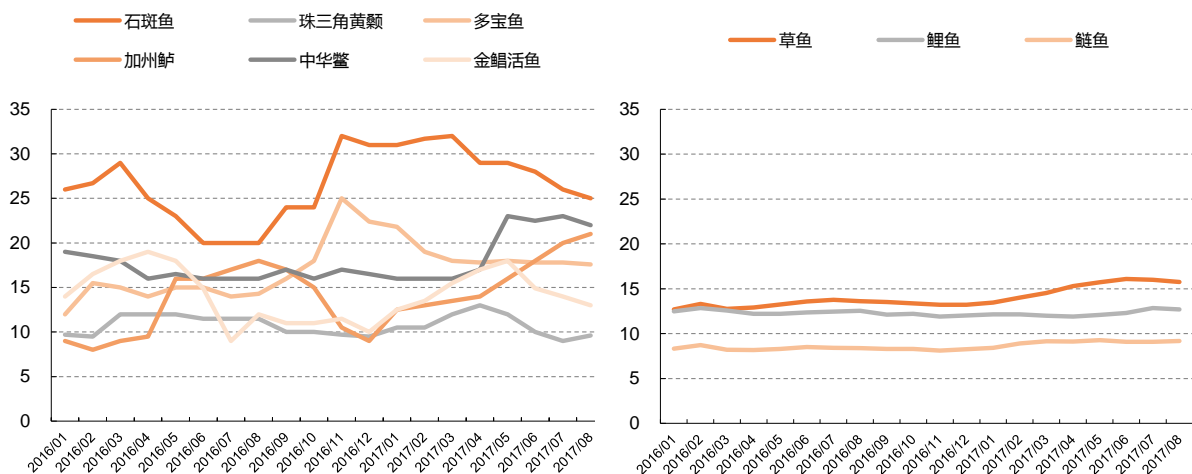
消费升级带动特种水产养殖增加。近年来，随着人们消费水平的提高，对营养价值高的特种水产品需求不断上升。而过度捕捞、环境污染等问题使得渔业资源严重衰退，捕捞业开始走向高成本、高风险的外海捕捞、远洋捕捞道路。我们比较了特种水产单价，普遍较普通家鱼贵。

图表16 中国居民收入（从低到高）与海鲜、肉类消费支出对比



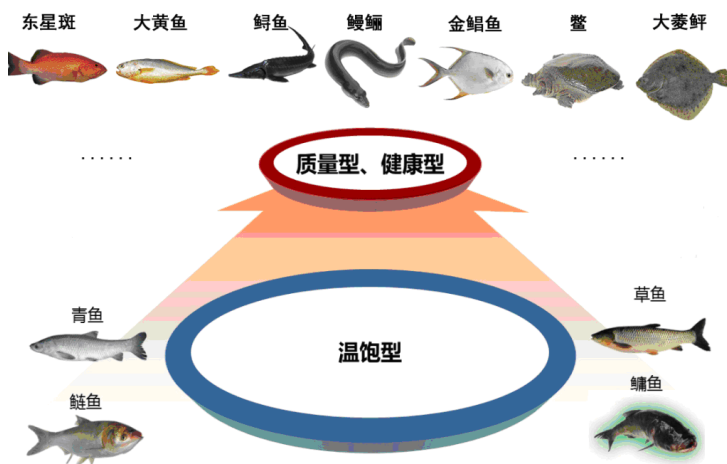
资料来源：中国东盟海产品交易所、平安证券研究所

图表17 特种水产单价普遍高于普通淡水鱼（元/斤）



注：上图中的石斑鱼是海南 1-1.5 斤珍珠龙胆，多宝鱼产地山东日照，中华鳖是珠三角 300 克/只规格，金鲳产地粤西。
资料来源：中国水产频道，WIND、平安证券研究所

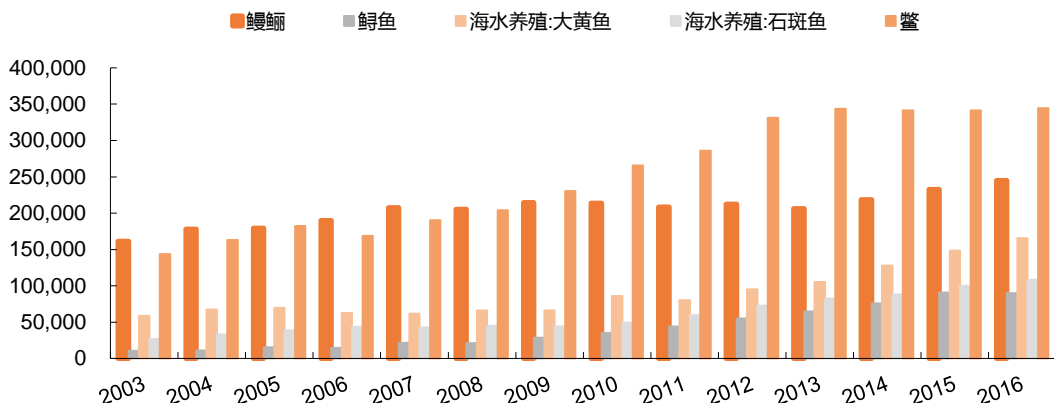
图表18 水产消费由家鱼向特种水产升级



资料来源：公司公告、平安证券研究所

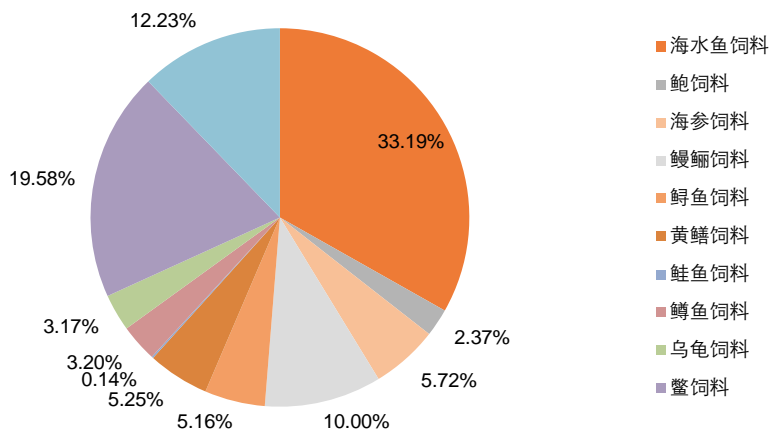
作为水产饲料的细分行业之一，特种水产饲料行业呈现产量增速明显快于水产饲料整体的特点，其驱动因素主要来自于下游特种水产品类的丰富化及单品类产量的快速增长。例如，2014-2016 年鳗鲡产量复合增速达 5.9%，鲟鱼增速 12%，大黄鱼增速 16.4%，石斑鱼增速 9.6%。中国饲料工业协会提供的数据，我国特种水产配合饲料产量从 2006 年的 75.24 万吨增长至 2015 年的 142.52 万吨，年均增幅超过 7%，高于水产配合饲料行业同期 5.2% 的平均增速。

图表19 特种水产品产量稳步增长（吨）



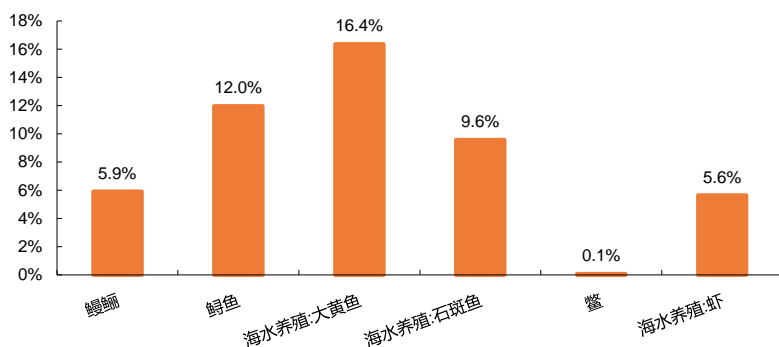
资料来源：中国渔业统计年鉴、平安证券研究所

图表20 海水鱼饲料占特种水产配合饲料约 33%



资料来源：天马科技招股书、平安证券研究所

图表21 部分特种水产产量 2014-2016 复合增速



资料来源：中国渔业统计年鉴 2016、平安证券研究所

图表22 特种水产饲料产量及饲料空间（万吨）

万吨	鳗鲡	鲟鱼	海水养殖:大黄鱼	海水养殖:石斑鱼	鳖	海水养殖:虾
2016 产量	24	9	17	11	34	127
饲料空间	37	13	20	13	52	153

资料来源：WIND，饲料行业十三五规划、平安证券研究所整理

2.3 饲料替代冰鲜，膨化料替代颗粒料

我国配合饲料整体普及率仍然处于较低水平，以 2015 年配合饲料产量测算，采用配合饲料方式养殖的水产占水产养殖总量比重仅为 21.30%。因此，除水产养殖规模总量增长带来的水产饲料需求外，对鲜杂鱼等传统投喂饵料的替代性需求正成为配合饲料越来越重要的市场空间。根据农业部制定的《饲料工业“十五”计划和 2015 年远景目标规划》中水产配合饲料目标普及率为 45%，按饲料系数 1.8 计算，我国水产配合饲料的理论需求量应达到 3,645 万吨，饲料供给存在约 1,800 万吨的缺口空间。

饲料替代冰鲜优势明显。饲料：相比冰鲜，使用饲料投喂加州鲈可以明显解放劳动力，投喂冰鲜一人最多只管理一口鱼塘，而投喂饲料可一人同时管理 3 口鱼塘；另外使用饲料投喂还有不浪费、病原菌少、水质污染小、便于伴药、鱼的长势更均匀等一系列优势。冰鲜：使用冰鲜投喂加州鲈适口性更好、长速快、养殖周期可缩短 15~25 天。但对水质污染大、病害较多。

图表23 冰鲜养殖与饲料养殖的成本差异

养殖模式	放养密度 (尾/亩)	养殖周期 (天)	平均出鱼规格 (斤/尾)	饵料系数	饵料成本 (元/斤鱼)	养殖成本 (元/斤鱼)
冰鲜养殖	5000-7000	300-360	0.8-1.2	3.5-4.2	5.6-6.7	7.6-8.7
高档饲料养殖	6000-9000	300-360	0.9-1.2	0.95-1.1	5.3-6.2	7-7.9

注：饵料系数=总投喂量/鱼总增重量

资料来源：中国水产养殖网、平安证券研究所

颗粒料向膨化料过渡。膨化饲料又叫熟化饲料,是采用膨化工艺加工而成的新型饲料。原料经膨化后,形成“爆米花”的状态,不但外形等物理状态有所改变,而且内部有机物分子结构也有改变,使淀粉更易消化,蛋白更易利用。

膨化料能够提高其消化利用率。因为加工工艺要求原料粉碎的更细，以及使用膨化机加工过程的高温提高了淀粉的熟化度，有利于鱼对饲料的消化吸收；其次，膨化料在水中 12-36 小时的稳定性，便于直观查看鱼群的摄食情况，减少水体污染；再次，膨化过程中高温高湿热的瞬间强力揉搓能杀灭原料中的部分有害病菌。

行业存在整合空间。目前，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。特种水产配合饲料行业进入门槛高，大部分生产企业存在产品单一，生产规模小，技术研发能力参差不齐等问题。行业中单个企业规模较小、竞争格局较为分散的特点有助于行业并购整合。

图表24 公司在特种水产饲料行业主要竞争对手

品种	特种水产饲料主要竞争对手
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
	天邦股份
大黄鱼配合饲料	海大集团
	福州海马饲料有限公司
金鲳配合饲料料	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：公司招股书、平安证券研究所

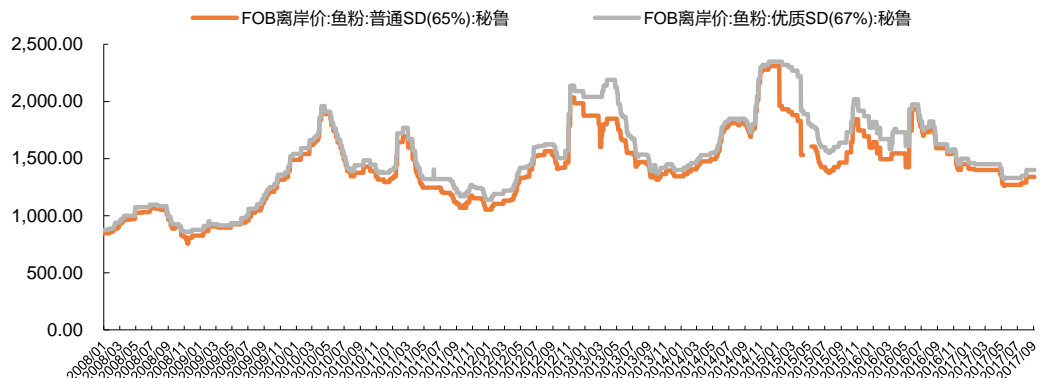
三、 鱼粉库存上升、人民币升值，进口鱼粉成本下降

主产国产量保持稳定。秘鲁是鱼粉最大的输出国，主要用来生产鱼粉的是鳀鱼、沙丁鱼和鲭鱼。秘鲁捕获季一般集中在 5~7 月及 10~12 月两期，年产量可维持在 160 万吨左右；智利主要用鳀鱼、沙丁鱼及鲭鱼来生产鱼粉，北智利较好的捕获季是 5~7 月；南智利的捕获季一般较为稳定，在 1~8 月捕获量较大。美国鱼粉主要用油鲱鱼、金枪鱼及其他地层鱼制成。美国生产鱼粉主要集中在 7~9 月，大部分为出口，其中捕获鱼的 15%~17%用来生产鱼骨粉，3%用来生产鱼油。预计 2017/18 年度全球鱼粉产量 448 万吨，近四年符合增速 0.2%。

国内港口库存上升。进入 8 月份以后，随着我国个别地区持续高温的缓解，各主要港口鱼粉库存逐渐上升。截至八月底，我国主要港口鱼粉库存量共计 15.2 万吨，和 7 月期间低点相比增加 14.3%，同比增加 46.2%；近阶段日出货量在 3700 吨左右，同比增加 37%左右。

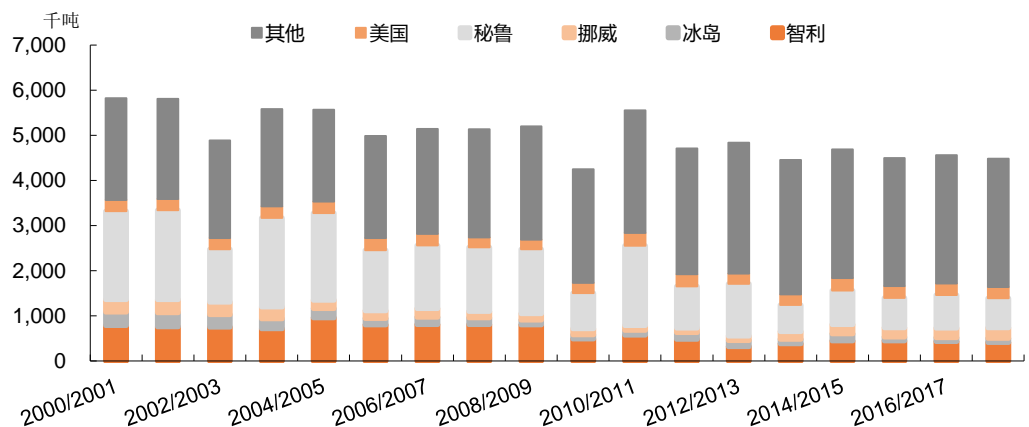
鱼粉价格维持低位。截至八月底，上海港鱼粉市场盘整，秘鲁新季超级蒸汽鱼粉报价集中在 10600-10800 元/吨，日本级鱼粉报 10300 元/吨左右，泰国级鱼粉报价 10000 元/吨左右。黄埔港目前秘鲁超级蒸汽鱼粉新货参考报价集中在 10600-10800 元/吨，日本级鱼粉报 10200-10300 元/吨，泰国级鱼粉报价 10000 元/吨左右。大连港鱼粉市场目前秘鲁新季鱼粉到货量略增，但库存依然低位，贸易商报价小幅调整，秘鲁新季超级鱼粉报价集中在 10800-10900 元/吨；日本级鱼粉报价 10600 元/吨左右，泰国级鱼粉报价 10200 元/吨左右。各品质陈货根据质量报价略低。

图表25 秘鲁鱼粉价格处于低位（美元/吨）



资料来源：WIND、平安证券研究所

图表26 主产国鱼粉产量（千吨）

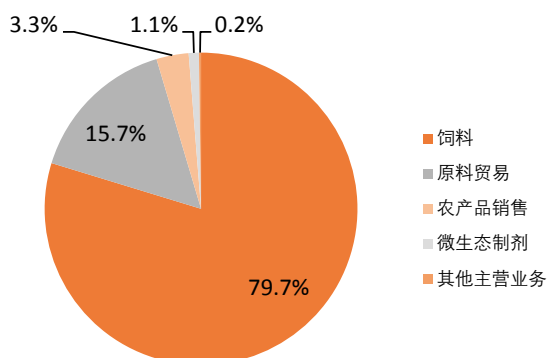


资料来源：USDA、WIND、平安证券研究所

四、 横向对比：天马科技主业清晰、盈利能力领先

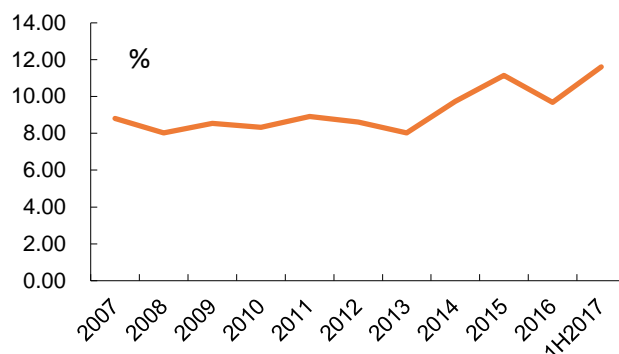
天马科技专注细分特种料，营销服务提高用户黏性。水产养殖具有一定的气候风险，因此养殖户近年来更愿意饲养经济价值更高的特种水产，并依赖饲料企业的增值服务。天马科技对鳗鲡料、种苗料等的专注研究及养殖服务，构成公司的核心竞争力及用户粘性。通过对比 A 股水产饲料公司，我们发现天马科技主业清晰，毛利率较普通水产饲料高约 10 个百分点。

图表27 海大集团收入构成



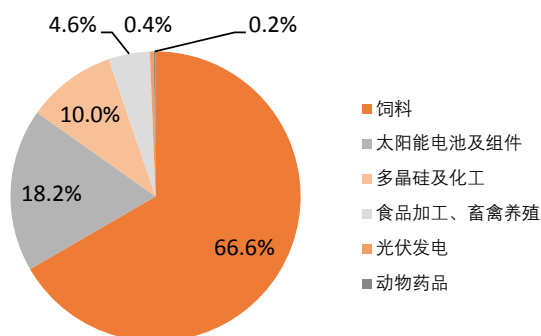
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表28 海大集团饲料业务毛利率



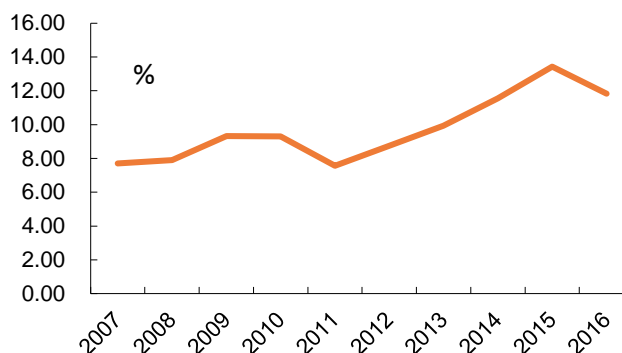
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表29 通威股份收入构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表30 通威股份饲料业务毛利率



资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、 盈利预测

公司是 A 股纯正的特种水产饲料企业，在鳊鲮料、石斑鱼料、大黄鱼料等多种细分领域全国销量领先。公司近年来产品均价维持在 10000 元/吨，销量随行业景气及自身产能扩张，预计可维持 30% 以上的增长。我们预计公司 2017/18/19 年营业收入为 11.6、15.5、20.6 亿元，同比增长 37.1%、33.8%、33.1%，EPS 为 0.43 元、0.60 元、0.79 元，对应 PE 为 35 倍、25 倍、19 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表31 天马科技主要产品收入拆分

	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
销量 (吨)	53,893	65,519	67,371	84,105	116,819	167,725
鳗鲡料、鳖料系列	21,471	27,924	35,299	31,629	28,466	28,181
海水鱼料系列	14,041	13,184	19,442	33,523	60,341	96,545
淡水品种料系列	6,990	6,530	6,699	9,749	13,649	19,109
虾料系列	4,733	5,384	2,654	4,810	7,455	10,810
种苗料系列	427	879	788	1,226	1,839	2,942
销量 YoY		21.6%	2.8%	24.8%	38.9%	43.6%
鳗鲡料、鳖料系列		30.1%	26.4%	-10.4%	-10.0%	-1.0%
海水鱼料系列		-6.1%	47.5%	72.4%	80.0%	60.0%
淡水品种料系列		-6.6%	2.6%	45.5%	40.0%	40.0%
虾料系列		13.7%	-50.7%	81.3%	55.0%	45.0%
种苗料系列		105.9%	-10.3%	55.5%	50.0%	60.0%
价格 (元/吨)						
鳗鲡料、鳖料系列	13413	13276	13972	13627	13700	13500
海水鱼料系列	8269	8321	8193	8100	8150	8100
淡水品种料系列	7467	7535	7553	7560	7100	7100
虾料系列	6127	5906	5879	6175	6100	6000
种苗料系列	15225	20246	18392	18400	18450	18420

资料来源: WIND、平安证券研究所

六、 风险提示

极端天气导致下游水产减产的风险；原材料价格大幅波动的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	624	1356	1493	1994
现金	142	630	607	737
应收账款	187	319	358	544
其他应收款	15	22	28	38
预付账款	56	108	111	180
存货	179	258	326	451
其他流动资产	45	20	63	44
非流动资产	360	351	410	487
长期投资	0	0	0	0
固定资产	207	208	253	311
无形资产	45	53	62	70
其他非流动资产	108	91	94	107
资产总计	984	1708	1903	2482
流动负债	457	724	776	1154
短期借款	84	84	84	84
应付账款	89	117	158	208
其他流动负债	284	523	534	862
非流动负债	68	60	53	47
长期借款	40	32	25	18
其他非流动负债	28	28	28	28
负债合计	525	784	829	1200
少数股东权益	4	3	3	2
股本	159	297	297	297
资本公积	25	237	237	237
留存收益	271	369	509	694
归属母公司股东权益	455	920	1072	1280
负债和股东权益	984	1708	1903	2482

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	32	183	93	274
净利润	80	127	177	232
折旧摊销	14	19	23	29
财务费用	18	6	3	6
投资损失	-2	-0	-0	-0
营运资金变动	-74	31	-109	6
其他经营现金流	-3	0	0	0
投资活动现金流	-39	-10	-81	-106
资本支出	41	-9	58	77
长期投资	2	0	0	0
其他投资现金流	5	-19	-23	-29
筹资活动现金流	27	315	-36	-37
短期借款	33	0	0	0
长期借款	40	-8	-7	-6
普通股增加	0	138	0	0
资本公积增加	0	213	0	0
其他筹资现金流	-46	-27	-29	-31
现金净增加额	20	488	-23	130

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	844	1157	1548	2061
营业成本	657	897	1199	1596
营业税金及附加	2	1	1	2
营业费用	27	33	45	61
管理费用	56	79	101	134
财务费用	18	6	3	6
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	84	141	198	262
营业外收入	9	8	8	9
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	93	148	206	271
所得税	13	21	30	39
净利润	80	127	177	232
少数股东损益	-0	-0	-1	-1
归属母公司净利润	80	127	177	232
EBITDA	111	162	217	286
EPS(元)	0.27	0.43	0.60	0.79

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	4.3	37.1	33.8	33.1
营业利润(%)	30.0	67.4	40.7	32.0
归属于母公司净利润(%)	21.6	58.7	39.0	31.6
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	22.1	22.5	22.5	22.6
净利率(%)	9.5	11.0	11.4	11.3
ROE(%)	17.4	13.8	16.4	18.1
ROIC(%)	13.3	11.4	13.6	15.5
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	53.4	45.9	43.6	48.4
净负债比率(%)	-0.4	-54.8	-45.6	-48.8
流动比率	1.4	1.9	1.9	1.7
速动比率	1.0	1.5	1.5	1.3
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	8.7	8.7	8.7	8.7
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.43	0.60	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.62	0.31	0.92
每股净资产(最新摊薄)	1.53	3.10	3.61	4.31
估值比率	-	-	-	-
P/E	55.71	35.10	25.25	19.19
P/B	9.82	4.86	4.17	3.50
EV/EBITDA	40.7	24.6	18.5	13.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033