



东兴证券
DONGXING SECURITIES

饲料养殖放量增长，大食品战略加速落地

——唐人神（002567）半年报点评

2017 年 08 月 09 日

强烈推荐/首次

唐人神

财报点评

徐昊	分析师	执业证书编号：S1480514070003	
	xuhao@dxzq.net.cn	010-66554017	
程诗月	联系人		
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458	

事件：

唐人神披露 2017 年中报，公司上半年实现营业收入 65.31 亿元（+41.88%）、归母净利润 1.38 亿元（106.67%）、扣非净利润 1.35 亿元（117.60%）、EPS 0.175 元（29.39%），同时预计 2017 年前三季度归母净利润 2.0-2.3 亿元，同比增长 50%-70%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2
营业收入（百万元）	2122.5	1971.51	2632.46	3224.96	3055.21	3061.01	3473.74
增长率（%）	-15.40%	-2.59%	2.19%	19.64%	44.05%	55.34%	31.81%
毛利率（%）	11.90%	10.07%	10.07%	8.76%	9.32%	9.14%	10.20%
期间费用率（%）	8.27%	7.70%	7.04%	6.01%	5.72%	6.43%	6.61%
营业利润率（%）	2.66%	2.17%	2.82%	2.91%	2.63%	2.34%	3.42%
净利润（百万元）	27.73	39.57	58.61	88.73	68.78	65.41	104.03
增长率（%）	-30.05%	52.57%	128.57%	22.40%	148.06%	65.32%	77.49%
每股盈利（季度，元）	0.03	0.05	0.09	0.14	0.13	0.10	0.10
资产负债率（%）	32.24%	26.90%	30.26%	31.01%	36.86%	35.78%	36.42%
净资产收益率（%）	1.02%	1.43%	2.11%	3.14%	2.30%	1.87%	2.97%
总资产收益率（%）	0.69%	1.04%	1.48%	2.17%	1.45%	1.20%	1.89%

观点：

- **饲料主业业绩稳健，未来放量可期。**2017年上半年，饲料主业实现营收60.11亿元，同比增长41.3%，实现毛利润4.09亿元，同比增长29.0%。公司继续增加前端料比重，加大对规模猪场的直供比例；优化管理效率，降低费用成本，2017年上半年，饲料板块四项费用降低36元/吨，仅以2016年全年产量估算，2017年预计饲料板块可节省费用过亿元，预计公司饲料主业有望维持量利齐升的景气局面。
- **养殖规模扩大，巩固产业布局。**报告期内，龙华农牧并表，带来15万头生猪产能，未来三年有望扩张至50万头。龙华农牧并表放大养殖板块产业规模，提升养殖业务独立发展能力；2017年上半年公司牲猪养殖实现营收2.27亿元，同比增长124.69%，虽受猪周期影响，猪价下滑，但养殖体量扩张增厚板块业绩。

目前公司在湘西花垣40万头苗猪项目、邯郸大名30万头苗猪项目正抓紧建设，同时与邯郸大名签订了建设50个5000头育肥猪场项目。同时，公司在报告期内猪场肥猪成本下降0.3元/公斤，成本管控效果明显。我们认为公司在生猪养殖持续放量的基础上不断改善盈利能力，将有助于板块整体业绩的改善以及产业链核心竞争力的提升。

- **聚力香肠产品，肉品业务升级。**2017年上半年公司肉品业务实现营收2.89亿元，同比上升18.83%。公司提出“中国好香肠领导者”的战略定位，凸显肉品产业在公司发展中的战略地位。肉品产业集聚风味香肠、即食香肠、速冻香肠三大系列，实现产品品质、产品形象、经营模式和推广活动的全面升级。公司加强养猪与肉品的业务协同，做大鲜肉规模，实现肉品原料的“闭环全控”；与“阿里健康”展开合作，做到产品“一袋一码”可溯源。推广合伙人模式，公司产品由湖南走向全国，市场空间成倍放大。我们认为公司重点发展的肉品业务作为产业链中利润率高，周期波动小的环节，业绩有望实现快速稳定增长。
- **成立产业基金，助力大食品战略。**报告期内，公司全资子公司与控股股东先后参与成立了德威创元和天图唐人神两只产业基金，围绕公司大食品战略开展业务整合。另外2017年7月，公司又拟参与设立现代农业食品产业基金，重点投资生猪养殖以及大食品企业。我们认为公司将依托产业基金加快大食品产业并购项目的培育与孵化，做大做强生猪产业链，提升利润率并有效平抑生猪周期性波动风险。同时公司借助专业投资机构，能有效分散投资风险，获取投资收益，增强业绩表现。

结论：

我们认为公司主营饲料业务将继续维持量利齐升的景气局面，同时我们看好公司全产业链布局竞争力的不断增强。预计公司实现归母净利润3.7/4.6/5.8亿元，EPS为0.46/0.58/0.73元，对应PE21.01/16.86/13.34倍。给予公司6个月25-28倍估值，目标价11.54-12.88元。给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示：饲料销量不达预期，产能扩张不达预期，禽畜价格波动风险。

公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
流动资产合计	1735	2059	2335	2668	3234	营业收入	9415	10884	13258	16883	20928		
货币资金	808	521	841	844	1046	营业成本	8503	9850	11751	15034	18644		
应收账款	65	140	145	185	229	营业税金及附加	2	17	27	34	42		
其他应收款	151	195	238	303	376	营业费用	349	387	460	572	691		
预付款项	71	109	109	109	109	管理费用	291	312	370	460	557		
存货	503	892	805	1030	1277	财务费用	42	7	9	2	18		
其他流动资产	135	196	196	196	196	资产减值损失	14.80	7.72	10.00	10.00	10.00		
非流动资产合计	2296	2674	3062	3386	3460	公允价值变动收益	-0.13	-0.09	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	87	72	72	72	72	投资净收益	-26.96	-11.25	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1345	1486	1692	1899	1681	营业利润	185	291	631	771	966		
无形资产	244	287	382	367	353	营业外收入	87.86	15.58	40.00	40.00	40.00		
其他非流动资产	5	6	0	0	0	营业外支出	62.88	10.74	50.00	50.00	50.00		
资产总计	4031	4733	5397	6053	6694	利润总额	210	296	621	761	956		
流动负债合计	1128	1656	990	1464	1878	所得税	59	40	171	209	263		
短期借款	518	503	0	323	567	净利润	152	256	450	551	693		
应付账款	240	579	419	535	664	少数股东损益	70	55	80	90	110		
预收款项	106	155	182	216	258	归属母公司净利润	82	201	370	461	583		
一年内到期的非流	48	27	0	0	0	EBITDA	605	732	847	1029	1239		
非流动负债合计	171	88	78	78	78	BPS (元)	0.19	0.41	0.46	0.58	0.73		
长期借款	144	53	53	53	53	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
负债合计	1300	1744	1068	1542	1956	成长能力							
少数股东权益	342	462	542	632	742	营业收入增长	-6.52%	15.61%	21.81%	27.34%	23.96%		
实收资本(或股本)	493	493	802	802	802	营业利润增长	-1.24%	56.99%	116.75%	22.14%	25.37%		
资本公积	1255	1255	2133	2133	2133	归属于母公司净利润	84.14%	24.65%	84.14%	24.65%	26.38%		
未分配利润	467	578	560	536	507	获利能力							
归属母公司股东权	2390	2527	3786	3879	3995	毛利率(%)	9.68%	9.50%	11.37%	10.95%	10.91%		
负债和所有者权	4031	4733	5397	6053	6694	净利率(%)	1.61%	2.35%	3.40%	3.27%	3.31%		
现金流量表						单位:百万元							
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利润(%)		2.03%	4.25%	6.86%	7.62%		
						ROE(%)		3.42%	7.96%	9.78%	11.90%		
经营活动现金流	485	356	577	667	808	偿债能力							
净利润	152	256	450	551	693	资产负债率(%)							
折旧摊销	378	434	0	218	218	流动比率							
财务费用	42	7	9	2	18	速动比率							
应付帐款的变化	0	0	-5	-40	-44	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	27	34	42	总资产周转率							
投资活动现金流	-194	-382	-602	-616	-365	应收账款周转率							
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率							
长期股权投资减少	0	0	79	0	0	每股指标(元)							
投资收益	-27	-11	0	0	0	每股收益(最新摊薄)							
筹资活动现金流	250	-233	346	-49	-241	每股净现金流(最新							
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊							
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	72	0	309	0	0	P/E							
资本公积增加	499	0	878	0	0	P/B							
现金净增加额	540	-259	321	3	202	EV/EBITDA							

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，9 年食品饮料行业研究经验。

联系人简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。