



2017-08-09

公司点评报告

增持/维持

唐人神(002567)

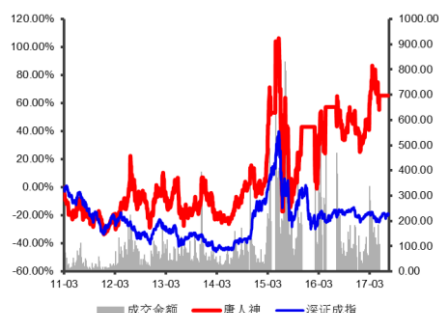
目标价: 16.8

昨收盘: 14.7

农林牧渔 饲料 II

## 唐人神中报点评：管理改进促业绩大增，饲料养殖快速发展

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 802/630      |
| 总市值/流通(百万元)   | 11,788/9,260 |
| 12 个月最高/最低(元) | 16.60/11.13  |

### 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

**事件：**公司发布 2017 年半年度报告。2017 年上半年，实现营业收入 65.3 亿元，同比增长 41.88%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元，同比增长 106.67%；归属于上市公司股东的扣非净利润 1.34 亿元，同比增长 117.6%。基本每股收益 0.17 元，上年同期 0.13 元，同比增 29.39%。

### 点评：

**1、管理改进促中期业绩大增，三项费用率明显下降。**上半年，公司饲料、养殖、食品各项业务推进顺利，量增推动收入增长，同比增速过四成。与此同时，公司加强管理，重点推进专线百分制考核管理与“日清日结”管理模式，完善专项营运体系，提升管理效率，降低了费用成本。报告期内，销售毛利率由去年中期的 10.07% 提升至 10.2%，提升了 0.13 个百分点；销售费用率由去年中期的 4.11% 下降至目前的 3.48%，下降了 0.63 个百分点。受此影响，三项费用率同比下降了 0.42 个百分点，导致净利润增速明显超过收入增速。

**2、饲料业务快速推进，销量同比增长过四成。**饲料业务是公司的核心业务，也是主要的收入和利润来源。报告期内，受益于比邻美英伟并表以及本部创新营销方式和加强对猪场服务力度所带来的内涵式增长，饲料销量快速上升。报告期内，饲料销量为 220 万吨，同比增长了 47%。预计，下半年饲料销量仍可保持快速增长的势头，全年销量同比增速有望达 3 成。长期来看，公司积极推进养殖业务发展，推动饲料产品技术创新，加强质控建设，饲料业务在技术和产品质量方面的竞争优势会进一步凸显，受养殖业务的带动也会更加明显，因此未来仍可保持较快的增长势头。

**3、养殖、食品业务加快发展。**近年来，公司加快了养殖和食品业务的发展步伐。上半年，养殖业务实现收入 2.26 亿元，同比增长 124.69%。我们估算，仔猪和商品猪的出栏总量约为 22 万头，同比大幅增长。值得注意的是，中期期末生产性生物资产账面价值同比增长 146.6%，为下半年及明年出栏量的高速增长奠定了很好的基础。食品业务中期收入增长 18%。该业务是未来发展的重点，公司立志“做中国好香肠的领跑者”，一方面积极进行产品升级和渠道拓展，另一方面和知名机构合作设立产业基金发力并购，未来有望实现内生增长和外延扩张的协同发展，前景看好。

**4、“增持”评级。**预计 17-19 年公司营收为 143.73/176.45/210.2 亿元，净利润为 3.92/4.98/6.6 亿元，EPS 为 0.43/0.56/0.71 元，对

应 PE 为 22/17/13 倍，给予“增持”评级。

**5、风险因素。**饲料销量增长不达预期，生猪疫病爆发导致价格大幅下跌等。

■ 主要财务指标

|           | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 10881 | 14373 | 17645 | 21020 |
| 净利润(百万元)  | 256   | 392   | 498   | 660   |
| 摊薄每股收益(元) | 0.41  | 0.43  | 0.56  | 0.71  |

资料来源：Wind，太平洋证券

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |               | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 货币资金      | 808   | 521   | 1465  | 1949  | 2513  | 营业收入          | 9413  | 10881 | 14373 | 17645 | 21020 |
| 应收和预付款项   | 137   | 250   | 250   | 363   | 384   | 营业成本          | 8503  | 9850  | 12992 | 15926 | 18895 |
| 存货        | 503   | 892   | 989   | 1273  | 1427  | 营业税金及附加       | 2     | 17    | 1     | 2     | 2     |
| 其他流动资产    | 288   | 397   | 182   | 284   | 289   | 销售费用          | 349   | 387   | 489   | 603   | 736   |
| 流动资产合计    | 1735  | 2059  | 2885  | 3870  | 4613  | 管理费用          | 291   | 312   | 418   | 522   | 612   |
| 长期股权投资    | 87    | 72    | 78    | 80    | 84    | 财务费用          | 42    | 7     | 24    | 16    | 9     |
| 投资性房地产    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     | 资产减值损失        | 15    | 8     | 14    | 19    | 20    |
| 固定资产      | 1345  | 1486  | 1508  | 1513  | 1494  | 投资收益          | (27)  | (11)  | 11    | 4     | 8     |
| 在建工程      | 119   | 111   | 105   | 103   | 101   | 公允价值变动        | (0)   | (0)   | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产开发支出  | 244   | 287   | 275   | 262   | 249   | 营业利润          | 184   | 289   | 445   | 560   | 755   |
| 长期待摊费用    | 27    | 34    | 34    | 34    | 34    | 其他非经营损益       | 210   | 296   | 460   | 585   | 775   |
| 其他非流动资产   | 474   | 683   | 603   | 609   | 616   | 利润总额          | 210   | 296   | 460   | 585   | 775   |
| 资产总计      | 4031  | 4733  | 5489  | 6470  | 7192  | 所得税           | 59    | 40    | 67    | 87    | 115   |
| 短期借款      | 518   | 503   | 500   | 500   | 500   | 净利润           | 152   | 256   | 392   | 498   | 660   |
| 应付和预收款项   | 346   | 735   | 549   | 958   | 859   | 少数股东损益        | 70    | 55    | 50    | 50    | 90    |
| 长期借款      | 144   | 53    | 100   | 150   | 150   | 归母股东净利润       | 82    | 201   | 342   | 448   | 570   |
| 其他负债      | 292   | 453   | 541   | 565   | 726   |               |       |       |       |       |       |
| 负债合计      | 1300  | 1744  | 1690  | 2173  | 2235  |               |       |       |       |       |       |
| 股本        | 493   | 493   | 802   | 802   | 802   | 预测指标          |       |       |       |       |       |
| 资本公积      | 1255  | 1255  | 1362  | 1362  | 1362  |               | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 留存收益      | 641   | 778   | 1120  | 1568  | 2138  | 毛利率           | 9.7%  | 9.5%  | 9.6%  | 9.7%  | 10.1% |
| 归母公司股东权益  | 2390  | 2527  | 3284  | 3732  | 4302  | 销售净利率         | 1.6%  | 2.3%  | 2.7%  | 2.8%  | 3.1%  |
| 少数股东权益    | 342   | 462   | 512   | 562   | 652   | 销售收入增长率       | -6.5% | 15.6% | 32.1% | 22.8% | 19.1% |
| 股东权益合计    | 2731  | 2989  | 3796  | 4294  | 4953  | EBIT 增长率      | 3%    | 20.0% | 59.9% | 24.1% | 30.6% |
| 负债和股东权益   | 4031  | 4733  | 5486  | 6467  | 7188  | 净利润增长率        | 12%   | 68.4% | 53.5% | 26.8% | 32.6% |
|           |       |       |       |       |       | ROE           | 6.4%  | 8.9%  | 11.6% | 12.3% | 14.3% |
|           |       |       |       |       |       | ROA           | 3.9%  | 5.8%  | 7.7%  | 8.3%  | 9.7%  |
|           |       |       |       |       |       | ROIC          | 6.9%  | 7.5%  | 10.0% | 11.8% | 16.9% |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | EPS (X)       | 0.17  | 0.41  | 0.43  | 0.56  | 0.71  |
|           | 2014A | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | PE (X)        | 58.49 | 23.80 | 22.72 | 17.37 | 13.65 |
| 经营性现金流    | 485   | 356   | 554   | 628   | 737   | PB (X)        | 2.00  | 1.89  | 2.37  | 2.08  | 1.81  |
| 投资性现金流    | (194) | (382) | (35)  | (178) | (164) | PS (X)        | 0.51  | 0.44  | 0.54  | 0.44  | 0.37  |
| 融资性现金流    | 250   | (233) | 425   | 34    | (9)   | EV/EBITDA (X) | 20.62 | 19.28 | 12.32 | 10.32 | 7.75  |
| 现金增加额     | 540   | (259) | 944   | 484   | 564   |               |       |       |       |       |       |

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。