



东兴证券
DONGXING SECURITIES

饲料主营持续高增，养殖产能布局加速

——唐人神（002567）三季报点评

2017 年 10 月 26 日

强烈推荐/维持

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	研究助理		
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458	

事件：

唐人神披露 2017 年三季报，公司前三季度实现营业收入 103.64 亿元（+32.37%）、归母净利润 2.13 亿元（58.21%）、扣非净利润 2.12 亿元（65.04%）、EPS 0.27 元，其中第三季度实现营收 38.23 亿元（+18.84%）归母净利润 7.56 亿元（+10.87%）。公司预计 2017 全年实现归母净利润 2.8-3.4 亿元，同比增长 40%-70%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入（百万元）	1971.51	2632.46	3224.96	3055.21	3061.01	3473.74	3828.77
增长率（%）	-2.59%	2.19%	19.64%	44.05%	55.34%	31.81%	18.84%
毛利率（%）	10.07%	10.07%	8.76%	9.32%	9.14%	10.20%	9.74%
期间费用率（%）	7.70%	7.04%	6.01%	5.72%	6.43%	6.61%	6.38%
营业利润率（%）	2.17%	2.82%	2.91%	2.63%	2.34%	3.42%	3.16%
净利润（百万元）	39.57	58.61	88.73	68.78	65.41	104.03	99.86
增长率（%）	52.57%	128.57%	22.40%	148.06%	65.32%	77.49%	12.55%
每股盈利（季度，元）	0.05	0.09	0.14	0.13	0.10	0.10	0.09
资产负债率（%）	26.90%	30.26%	31.01%	36.86%	35.78%	36.42%	33.55%
净资产收益率（%）	1.43%	2.11%	3.14%	2.30%	1.87%	2.97%	2.59%
总资产收益率（%）	1.04%	1.48%	2.17%	1.45%	1.20%	1.89%	1.72%

观点：

- **饲料销量维持高增长，业绩符合预期。**2017年前三季度公司实现营收103.54亿元，同比增长32.40%，实现归母净利2.13亿元，同比增长58.21%。其中三季度公司实现营收38.23亿元，同比增长18.84%，实现归母净利7564万元，同比增长10.87%，主要是由于去年下半年开始，饲料行业景气度提升，加之公司优化管理，收入净利提升较快，整体基数较高。总体来看公司业绩维持了高速增长，主营饲料板块销量持续增长，三季度单季毛利率环比略有下降，同比提升0.98个百分点。我们预计可能与公司进一步贯彻“销量压倒一切”战略，以及三季度饲用维生素价格上涨有关。第三季度公司饲料销量120万吨以上，拆分来看大约为公司本部68万吨+和美49万吨+比利美英伟3万吨，预计全年饲料销量同比增幅超过30%，达到480万吨，费用率持续下降，饲料主营维持量利齐升的景气局面。

- **养殖产能布局扩大, 未来出栏放量可期。**公司前三季度在建工程和生产性生物资产分别增加73%和93%生猪养殖产能持续扩张。公司第三季度出栏生猪约16万头(剔除本部仔猪出栏), 全年出栏量预计为55万头, 同比增加125%。公司养猪板块产能布局持续扩张, 公司前期与邯郸大名签订的建设50个5000头育肥猪场项目在7月24日已经落地为具体的合作协议, 此外公司还在10月24日公告《天水生猪全产业链绿色养殖项目第一期投资框架协议书》, 项目总投资额11.7亿元, 项目达产后年产能将达到100万头。公司上有美神种猪的育种优势, 下扩生猪养殖产能, 养殖产业链不断完善。我们估计公司生猪出栏放量会在2019-2020年, 预计19-20年猪价回暖, 公司业绩将获得更高弹性。
- **肉品业务销量增长, 做中国好香肠。**公司提出“中国好香肠领导者”的战略定位之后, 肉品板块快速发展, 香肠销量增长近30%, 盈利能力也有所改善。公司肉品板块注重食品安全, 完善“闭环全控”和独创的三维可溯源系统, 推广合伙人模式, 实现产品和营销的全面升级。公司还与文和友达成合作协议, 共同推广公司肉品, 促使公司产品走出湖南, 进一步实现市场空间的拓展, 公司大食品战略稳步推进。

结论:

我们认为公司主营饲料业务将继续高增长, 同时我们看好公司全产业链布局竞争力的不断增强。我们预计2017-2019年的营业收入为133.85、177.61及225.52亿元, 实现归母净利润3.35、4.28及5.81亿元, 对应EPS为0.40、0.51及0.68元, 对应PE为20.85、16.31及12倍。给予公司18年25倍估值, 目标价12.75元, 维持“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	2651	2801	3475	营业收入	9415	10884	13385	17761	22552		
货币资金	808	521	1138	888	1128	营业成本	8503	9850	11974	15957	20275		
应收账款	65	140	147	195	247	营业税金及附加	2	17	24	32	41		
其他应收款	151	195	240	319	405	营业费用	349	387	442	568	722		
预付款项	71	109	109	109	109	管理费用	291	312	402	506	611		
存货	503	892	820	1093	1389	财务费用	42	7	29	30	21		
其他流动资产	135	196	196	196	196	资产减值损失	14.80	7.72	5.00	7.00	10.00		
非流动资产合计	2296	2674	2803	3071	2903	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	-8.00	-8.00	-8.00		
固定资产	1345.02	1485.65	1686.09	1886.25	1661.41	营业利润	185	291	502	653	866		
无形资产	244	287	382	367	353	营业外收入	87.86	15.58	16.00	20.00	25.00		
其他非流动资产	5	6	0	0	0	营业外支出	62.88	10.74	12.00	13.00	13.00		
资产总计	4031	4733	5454	5872	6378	利润总额	210	296	506	660	878		
流动负债合计	1128	1656	1609	1623	1632	所得税	59	40	76	99	132		
短期借款	518	503	673	509	320	净利润	152	256	430	561	746		
应付账款	240	579	426	568	722	少数股东损益	70	55	95	133	165		
预收款项	106	155	182	218	263	归属母公司净利润	82	201	335	428	581		
一年内到期的非流	48	27	0	0	0	EBITDA	605	732	743	946	1148		
非流动负债合计	171	88	176	276	376	BPS (元)	0.19	0.41	0.40	0.51	0.69		
长期借款	144	53	153	253	353	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	1786	1899	2009	成长能力							
少数股东权益	342	462	557	691	855	营业收入增长	-6.52%	15.61%	22.98%	32.69%	26.98%		
实收资本(或股本)	493	493	837	837	837	营业利润增长	-1.24%	56.99%	72.46%	30.07%	32.57%		
资本公积	1255	1255	1362	1362	1362	归属于母公司净利润	66.49%	27.79%	66.49%	27.79%	35.94%		
未分配利润	467	578	628	692	780	获利能力							
归属母公司股东权	2390	2527	3110	3281	3514	毛利率(%)	9.68%	9.50%	10.55%	10.16%	10.10%		
负债和所有者权	4031	4733	5454	5872	6378	净利率(%)	1.61%	2.35%	3.21%	3.16%	3.31%		
现金流量表						单位:百万元		总资产净利润(%)					
						ROE(%)		3.42%	7.96%	10.76%	13.03%	16.55%	
经营活动现金流	485	356	522	650	815	偿债能力							
净利润	152	256	430	561	746	资产负债率(%)	32%	37%	33%	32%	31%		
折旧摊销	377.94	434.25	0.00	224.84	224.84	流动比率							
财务费用	42	7	29	30	21	速动比率							
应付帐款的变化	0	0	-6	-48	-53	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	27	36	45	总资产周转率	2.45	2.48	2.63	3.14	3.68		
投资活动现金流	-194	-382	-359	-550	-116	应收账款周转率	129	106	93	104	102		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	32.67	26.56	26.61	35.71	34.95		
长期股权投资减少	0	0	79	0	0	每股指标(元)							
投资收益	-27	-11	-8	-8	-8	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.41	0.40	0.51	0.69		
筹资活动现金流	250	-233	454	-350	-460	每股净现金流(最新	1.10	-0.52	0.74	-0.30	0.29		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.85	5.12	3.72	3.92	4.20		
长期借款增加	0	0	100	100	100	估值比率							
普通股增加	72	0	343	0	0	P/E	43.44	20.44	20.85	16.31	12.00		
资本公积增加	499	0	107	0	0	P/B	1.72	1.63	2.24	2.13	1.99		
现金净增加额	540	-259	617	-250	240	EV/EBITDA	6.63	5.70	8.97	7.25	5.68		

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。

研究助理简介

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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

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法律责任。

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。