

全产业链持续发力，管理优化仍将持续

——唐人神（002567）调研简报

2018 年 03 月 07 日

强烈推荐/维持

唐人神

调研简报

报告摘要：

饲料销量快速增长，费用控制成效显著。公司 2017 年实行“销量压倒一切”的战略成效显著，饲料销量步入快车道，17 年饲料总销量为 470 万吨，同比增长约 24%，其中猪料 230 万吨，同比增 37%，显著高于行业销量增速。预计 2018 年饲料行业需求上升，公司饲料销量有望保持 20%左右的增速。公司受益于降费增效的显著成效，盈利能力大幅提升，全年实现归母净利 3.11 亿元，同比涨幅 54.63%。公司降费增效行动在 2018 年仍将持续，坚持以增量带动费用的开源式下降，2018 年计划吨四项费用再降 10-20 元，盈利能力有望继续抬升。

内生外延推动生猪养殖业务。公司生猪养殖业务稳步推进，2017 年基础母猪 4.4 万头，全年实现生猪出栏 56 万头，同比增长 129%。公司依托上游育种优势，不断改良品种，提升生产效率。发展“1+5”和“1+25”的育肥模式，前期投资项目陆续建成投产，生猪出栏规模不断扩大，在猪价下行周期中扩规模、提市占，逐步实现下游养殖与上游饲料生产体量的匹配，充分发挥全产业链的协同优势。我们预计公司 2018-2019 年出栏规模分别为 80 万头和 138 万头，2020 年有望突破 200 万头大关。

大消费战略推进，肉品板块稳步发展。公司肉品销售额不断增长，2017 年达到 6.8 亿元，去年聚焦中式香肠产品的战略初见成效，2017 年香肠产品销售额达到 1 亿元。预测 2018 年肉品收入 7.5 亿元。此外公司还通过产业基金投资孵化优质大消费、大食品标的，助力公司大消费战略持续推进。

公司盈利预测及投资评级。我们预测公司 18-19 年营业收入分别为 166.9 亿元和 206.2 亿元，归属于上市公司母公司净利润分别为 4.39 亿和 5.31 亿元，EPS 分别为 0.51 和 0.64，对应 PE 分别为 13 倍和 10 倍，具备估值优势的安全边际。给予公司 20 倍 PE，目标价 10.2 元，目前股价与目标价还有 55% 的上涨空间，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：饲料销量不及预期，生猪养殖规模不及预期，猪价波动风险。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	9,414.57	10,884.1	13,858.5	16,685.7	20,623.4
增长率（%）	-6.52%	15.61%	27.33%	20.40%	23.60%
净利润（百万元）	151.79	255.69	409.06	558.71	714.21
增长率（%）	11.58%	68.44%	59.98%	36.58%	27.83%
净资产收益率（%）	3.42%	7.96%	10.58%	13.53%	16.08%
每股收益（元）	0.19	0.41	0.38	0.51	0.65
PE	34.79	16.37	17.63	13.04	10.27
PB	1.38	1.30	1.87	1.76	1.65

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：程诗月

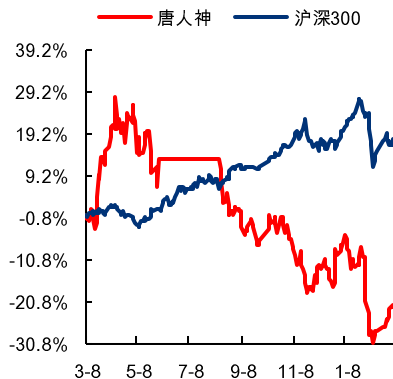
010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	6.66-13.19
总市值（亿元）	55.72
流通市值（亿元）	41.96
总股本/流通 A 股（万股）	83657/62996
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.12

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《唐人神（002567）2017 三季度点评：饲料主营持续高增，养殖产能布局加速》2017-10-26
- 2、《唐人神（002567）深度报告：全产业链先行者，经营改善获新生》2017-10-26
- 3、《唐人神（002567）2017 半年报点评：饲料养殖放量增长，大食品战略加速落地》2017-08-09
- 4、《唐人神（002567）调研快报：营销转变以全方位配套养殖服务为突破》2013-06-18

目 录

1. 饲料销量快速增长，费用控制成效显著	3
2. 内生外延推动生猪养殖业务	4
3. 大消费战略推进，肉品板块稳步发展	5
4. 盈利预测及估值	7
5. 风险提示	8

表格目录

表 1: 2016 年底至今公司新增养殖布局	4
表 2: 产业基金助力大消费战略	6
表 3: 盈利预测假设	7
表 4: 可比公司 PE	8
表 6: 公司盈利预测表	9

插图目录

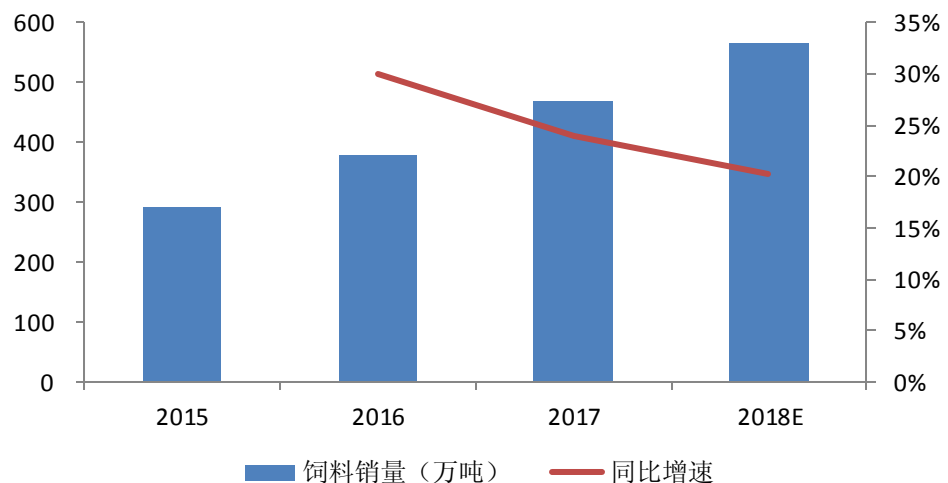
图 1: 公司饲料销量高速增长	3
图 2: 2015-2017 公司育肥成本和 PSY	5
图 3: 公司肉品销售额（亿元）	6

1. 饲料销量快速增长, 费用控制成效显著

战略执行情况良好, 公司饲料销量快速增长。公司 2017 年饲料总销量为 470 万吨, 同比增长约 24%, 产能利用率 50%左右。其中猪料 230 万吨, 同比增 37%, 显著高于行业销量增速; 山东和美 2017 年受 H7N9 流感影响, 销量增速趋缓, 全年禽料销量 220 万吨, 水产料十几万吨。

公司 2017 年实行“销量压倒一切”的战略成效显著, 饲料销量步入快车道。2018 年我们判断生猪出栏量及猪肉供应量还将小幅增长, 猪料行业需求向好。禽链盈利明显改善, 禽料需求迎来恢复性增长。

图 1: 公司饲料销量高速增长



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

管理效率明显提升, 费用控制成效显著。公司采用了阿米巴激励机制, 带动了员工的工作积极性和主动性, 人均劳效大幅增长。饲料销量的增长使得生产的规模效应显著, 固定资产折旧摊销有所下降。2017 年本部饲料吨四项费用下降 38 元/吨, 达到约 220 元/吨, 全公司饲料吨四项费用同比下降 16 元/吨, 受益于降费增效的显著成效, 公司盈利能力大幅增长, 全年实现归母净利 3.11 亿元, 同比涨幅 54.63%。公司降费增效行动在 2018 年仍将持续, 坚持以增量带动费用的开源式下降, 2018 年公司计划吨四项费用再降 10-20 元, 盈利能力有望继续抬升。

转变客户结构, 发力规模猪场。目前公司客户主要是母猪头数在 100 头以下的中小养殖户和家庭农场, 这部分群体由于只考虑现金成本, 成本竞争能力较强。而几百头母猪的规模猪场自配料成本相对较高。随着饲料行业集中度提升, 生产效率的不断提高, 规模猪场和饲料企业合作是成本最优的选择。因此公司在把握原有家庭农场客户的基础上, 计划向规模猪场转型, 公司全产业链的发展优势使得养殖链各环节的资源可以互通, 公司通过输出先进的养殖经验和管理模式, 提升对规模场的服务能力。客户结

构的优化一方面为公司饲料销量进一步增长带来动力, 另一方面也是应对猪周期下行压力的不二之选。

预计公司狠抓销量的战略还将持续带来量增的红利, 预计 18-19 年饲料增速还将维持在 20% 左右。而管理的持续优化和产品、用户结构的调整保障了公司的盈利能力。

2. 内生外延推动生猪养殖业务

公司生猪养殖业务稳步推进, 2017 年基础母猪 4.4 万头, 全年实现生猪出栏 56 万头, 同比增长 129%, 预计龙华农牧出栏量 20 余万头, 依托湖南美神的出栏量 30 余万头。

公司生猪养殖产能布局步伐不停, 公司在邯郸大名的 25 万头建设 (5 个 5 万头育肥猪场) 项目已经建设完成; 10 月 24 日公告的天水绿色养殖项目已经在规划中, 预计 2018 年开建投产; 湘西的项目会采取边建边投产的方式, 先建保育猪舍养后备猪, 从而达到最快的产能扩张。最近公告的南乐生猪绿色养殖项目, 设计产能为 30 万头良种苗猪和 30 万头育肥猪, 预计在今年 4-5 月份动工。

公司土地储备超万亩, 包括龙华农牧 4681 亩, 河北邯郸 1553 亩, 南乐 1463 亩, 湖南其他地区 2363 亩, 甘肃天水 200 多亩, 后续土地协议也在陆续签订, 养殖规模扩张有保障。

表 1: 2016 年底至今公司新增养殖布局

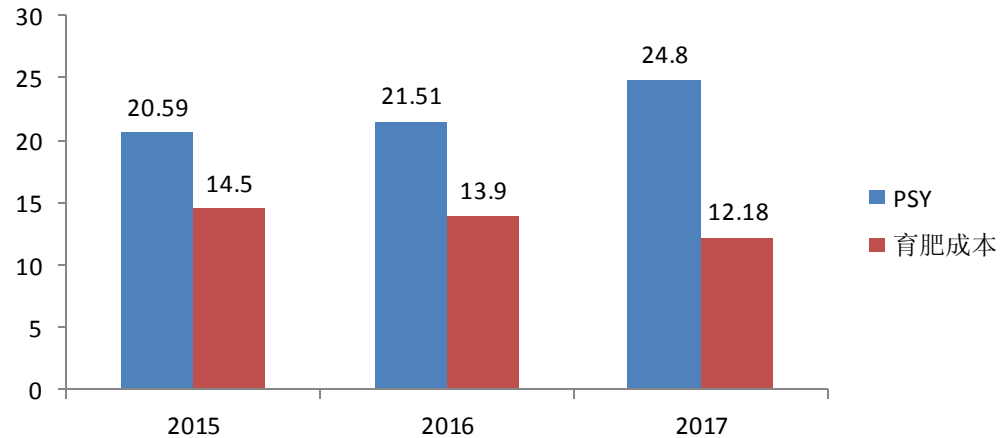
公告日期	交易主体	框架协议合作方	投资额 (亿元)	建设规模
2016/10/26	公司	大名县人民政府	2	年存栏基础母猪 15000 头良种商品猪苗场
2017/1/18	公司	花垣县人民政府	5.1	年出栏 30 万头 (瘦肉型) 苗猪、10 万头湘西黑猪苗猪及其配套的年出栏 3500 头育肥猪家庭养殖合作社 150 个建设项目。
2017/7/25	邯郸美神	大名县人民政府	2.5	50 个年出栏 5000 头育肥猪养殖场 (后变更为 1+5 模式) (1) 常年存栏 1200 头纯繁、2400 头基础扩繁母猪原种场建设项目; (2) 4 个常年存栏 10000 头基础母猪良种苗猪场建设项目;
2017/10/24	公司	天水市人民政府	11.7	(3) 20 个 (或 10 个) 常年存栏 2.5 万头 (或 5 万头)、年出栏 5 万头 (或 10 万头) 育肥场建设项目; (4) 年产 30 万吨饲料建设项目。
2018/1/31	公司	南乐县人民政府	3.5	(1) 年出栏 30 万头良种苗猪绿色养殖建设项目; (2) 年出栏 30 万头育肥猪绿色养殖建设项目。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司养猪板块改善管理思路, 生产成绩指标有较大的提升, 在成本控制方面取得较大的改善, 生猪出栏同比增长, 同时公司年初新收购的龙华农牧养猪项目也给公司带来较好的盈利。

公司本部自繁自养的育肥成本在 6.0-6.1 元/斤。龙华农牧老厂完全成本达到 5.8 元/斤以下，新厂的能达到 5.5 元/斤。此外，邯郸美神的成本预计能达到 5.5-5.8 元/斤。公司养猪板块整体 PSY 从 2015 年的 20.59 提升到 2017 年的 24.8，养殖效率显著提升。

图 2：2015-2017 公司育肥成本和 PSY



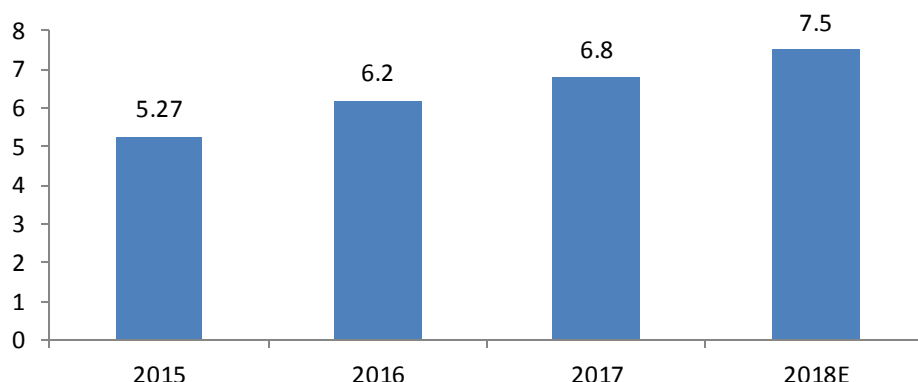
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司依托上游育种优势，不断改良品种，提升生产效率。发展“1+5”和“1+25”的育肥模式，不断扩大生猪出栏规模，在猪价下行周期中扩规模、提市占，逐步实现下游养殖与上游饲料生产体量的匹配，充分发挥全产业链的协同优势。我们预计公司 2018-2019 年出栏规模分别为 80 万头和 138 万头，2020 年有望突破 200 万头大关。

3. 大消费战略推进，肉品板块稳步发展

公司具备自己的屠宰车间和中西式肉品加工车间，肉品销售额不断增长，2017 年达到 6.8 亿元。公司去年确定了聚焦中式香肠产品的战略，立志做“中国好香肠的领跑者”，聚焦战略初见成效，2017 年香肠产品销售额达到 1 亿元。预测 2018 年肉品收入 7.5 亿元。

图 3：公司肉品销售额（亿元）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司组建并购基金，加速大消费战略落地。2017 年以来公司或控股股东先后参与成立或拟成立德威创元产业基金、天图唐人神创新消费基金、现代农业食品产业基金、大食品产业基金、广州大消费品壹期产业投资基金。产业基金的投资彰显公司践行大食品领域外延式并购的决心。通过基金提供的资金支持，投资孵化消费端优质标的，通过参股-增持-并购的模式实现产能和渠道的扩张，为公司肉品业务快速发展奠定基础。

表 2：产业基金助力大消费战略

基金名称	参与人	认缴金额	出资比例	投资方向	目的及影响
德威创元	前海唐人神	5000 万	50%	侧重于对休闲食品、调味品、保健品及软饮料流通及加工企业以及具有独特商业模式和竞争优势的企业股权投资	促进公司通过产业并购方式，实现向以肉品深加工为主的消费端转型升级的发展战略
天图唐人神	唐人神控股	5000 万	10%	大消费领域，主要投资创新消费品企业和大食品（含肉品）企业	降低和分散公司在战略转型、项目判断上的风险，加快在大食品（含肉品）产业并购项目的培育与孵化，加快公司的大食品战略落地。
现代农业食品	唐人神	5000 万	25%	大食品企业以及大型养猪企业；其中 80% 资金应投向与公司业务存在协同效应的现代农业食品企业	有助公司做大做强生猪全产业链；公司同时看好生猪养殖及大食品在内的现代农业食品产业，符合公司的长远战略规划和利益。
大食品产业基金	唐人神	5000 万（首期）	10%	大食品企业规模扩张；肉品企业用于新建、扩建用于生产相关的固定资产和补充流动资金	积极寻找、挖掘、培育肉类行业盈利能力强、规模大的优质标的肉品企业，在规范符合上市公司要求前提下，优先由公司实施产业并购，

支持公司做大做强肉类产业，符合公司的长远战略规划和利益。

广州大消费 品壹期产业 投资基金	前海唐人神	5000 万	25%	合伙企业的资金投资于现代农业食品等大消费领域项目。其中，不低于基金实际资产额的 80% 投资于养猪企业、饲料企业存在协同效应的现代农业食品企业，预留不超过基金实际资产额的 20% 投资具有完整产业链、能够独立 IPO 的大食品企业。	为了充分借助专业投资机构的专业资源与专业能力，促进公司主营业务发展，实现专业投资机构资源、公司产业资源和金融资本的良性互动。
------------------------	-------	-----------	-----	---	---

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

表 3: 盈利预测假设

	2017	2018E	2019E
饲料总销量（万吨）	470	566	668
生猪出栏（万头）	56	80	138
肉品营收（亿元）	6.8	7.5	10

资料来源：东兴证券研究所

1、预计 18-19 年饲料销量分别为 566 万吨和 668 万吨。

2、预计生猪出栏 2018-2019 年分别为 80 万头和 138 万头。

3、预计 18-19 年肉品营收分别为 7.5 亿和 10 亿元。

基于此假设，我们预测公司 18-19 年营业收入分别为 166.9 亿元和 206.2 亿元，归属于上市公司母公司净利润分别为 4.39 亿和 5.31 亿元，EPS 分别为 0.51 和 0.64，对应 PE 分别为 13 倍和 10 倍。

整体来看，公司 15 年以来吨四项费用下降 81 元每吨，并且费用还有进一步优化的空间，提质降费成效显著，盈利能力持续增强。此外公司“销量压倒一切”的战略和今年整体饲料需求量增加的行业趋势还将推动饲料销量维持在 20% 左右的增速。同时公司作为生猪全产业链的先行者，养殖板块前期规划稳步落地，肉品聚焦香肠产品，销售额快速增长，下游养殖和食品的规模扩张将有利于公司养殖链各环节的匹配和协同效应的进一步增强。公司利润增长的确定性较强，长期来看全产业链的模式极具成长性。现价对应 18 年 PE 仅 13 倍，给予公司 20 倍 PE，目标价 10.2 元，目前股价与目标价仍有 55% 的上涨空间，维持“强烈推荐”评级。

表 4：可比公司 PE

证券代码	证券简称	市盈率 PE(TTM)
002311.SZ	海大集团	29.85
002385.SZ	大北农	21.04
600438.SH	通威股份	23.86
002548.SZ	金新农	36.92
000876.SZ	新希望	14.02
603609.SH	禾丰牧业	16.09
002124.SZ	天邦股份	28.51
002157.SZ	正邦科技	21.98
002567.SZ	唐人神	17.92
均值		23.35

资料来源：东兴证券研究所

5. 风险提示

饲料销量不及预期，生猪养殖拓展不及预期，猪价波动风险，畜禽疫病风险。

表 5: 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	2736	2646	3199	营业收入	9415	10884	13859	16686	20623
货币资金	808	521	1178	834	1031	营业成本	8503	9850	12440	14940	18476
应收账款	65	140	152	183	226	营业税金及附加	2	17	25	30	37
其他应收款	151	195	249	300	370	营业费用	349	387	457	534	660
预付款项	71	109	109	109	109	管理费用	291	312	416	476	558
存货	503	892	852	1023	1266	财务费用	42	7	39	47	48
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	2967	3276	3507	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	1345.02	1485.65	1670.44	1851.03	2014.52	营业利润	185	291	477	652	833
无形资产	244	287	429	536	582	营业外收入	87.86	15.58	16.00	18.00	20.00
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	5703	5921	6706	利润总额	210	296	481	657	840
流动负债合计	1128	1656	2074	1991	2388	所得税	59	40	72	99	126
短期借款	518	503	1031	826	1055	净利润	152	256	409	559	714
应付账款	240	579	443	532	658	少数股东损益	70	55	92	130	170
预收款项	106	155	183	217	258	归属母公司净利润	82	201	317	429	544
一年内到期的非	48	27	27	27	27	EBITDA	605	732	710	941	1152
非流动负债合计	171	88	78	78	78	BPS (元)	0.19	0.41	0.38	0.51	0.65
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	2152	2069	2466	成长能力					
少数股东权益	342	462	554	684	854	营业收入增长	-6.52%	15.61%	27.33%	20.40%	23.60%
实收资本 (或股	493	493	837	837	837	营业利润增长	-1.24%	56.99%	63.96%	36.68%	27.74%
资本公积	1255	1255	1255	1255	1255	归属于母公司净利润	57.73%	35.21%	57.73%	35.21%	26.94%
未分配利润	467	578	626	690	772	获利能力					
归属母公司股东	2390	2527	2996	3168	3385	毛利率 (%)	9.68%	9.50%	10.24%	10.46%	10.41%
负债和所有者权	4031	4733	5703	5921	6706	净利率 (%)	1.61%	2.35%	2.95%	3.35%	3.46%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	2.03%	4.25%	5.56%	7.24%	8.12%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)	3.42%	7.96%	10.58%	13.53%	16.08%
经营活动现金流	485	356	509	728	857	偿债能力					
净利润	152	256	409	559	714	资产负债率 (%)	32%	37%	38%	35%	
折旧摊销	377.94	434.25	0.00	199.41	216.51	流动比率	1.54	1.24	1.32	1.33	1.34
财务费用	42	7	39	47	48	速动比率	1.09	0.70	0.91	0.81	0.81
应收账款减少	0	0	-11	-31	-43	营运能力					
预收帐款增加	0	0	28	33	41	总资产周转率	2.45	2.48	2.66	2.87	3.27
投资活动现金流	-194	-382	-489	-562	-515	应收账款周转率	129	106	95	100	101
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	32.67	26.56	27.11	34.22	34.66
长期股权投资减	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)	0.19	0.41	0.38	0.51	0.65
筹资活动现金流	250	-233	638	-509	-145	每股净现金流 (最新	1.10	-0.52	0.79	-0.41	0.24
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	4.85	5.12	3.58	3.79	4.05
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	72	0	343	0	0	P/E	34.79	16.37	17.63	13.04	10.27
资本公积增加	499	0	0	0	0	P/B	1.38	1.30	1.87	1.76	1.65
现金净增加额	540	-259	657	-344	197	EV/EBITDA	5.28	4.59	7.78	6.01	4.94

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

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。