



东兴证券
DONGXING SECURITIES

管理优化业绩高增，全产业链布局 稳步推进

——唐人神（002567）年报及一季报点评

2018年04月27日

强烈推荐/维持

唐人神

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012	
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031	
程诗月	研究助理		
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458	

事件：

唐人神披露 2017 年年报，2017 全年公司实现营业收入 137.35 亿元，同比增长 26.12%；归属于母公司净利润 3.10 亿元，同比增长 54.37%；稀释后 EPS0.39 元，同比增长 43.38%，业绩符合预期。同时公司还公告了 2018 年一季报，公司实现营业收入 32.83 亿元，同比增长 7.31%，实现归母净利 4.89 亿元，同比下滑 11.48%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1
营业收入（百万元）	3224.96	3055.21	3061.01	3473.74	3828.77	3371.7	3285.01
增长率（%）	19.64%	44.05%	55.34%	31.81%	18.84%	10.06%	7.31%
毛利率（%）	8.76%	9.32%	9.14%	10.20%	9.74%	12.39%	8.84%
期间费用率（%）	6.01%	5.72%	6.43%	6.61%	6.38%	7.71%	6.40%
营业利润率（%）	2.91%	2.54%	2.34%	3.42%	3.16%	4.39%	2.23%
净利润（百万元）	88.73	68.78	65.41	104.03	99.86	116.28	55.39
增长率（%）	22.40%	148.06%	65.32%	77.49%	12.55%	69.06%	-15.32%
每股盈利（季度，元）	0.14	0.13	0.10	0.10	0.09	0.12	0.05
资产负债率（%）	31.01%	36.86%	35.78%	36.42%	33.55%	34.86%	34.77%
净资产收益率（%）	3.14%	2.30%	1.87%	2.97%	2.59%	2.95%	1.38%
总资产收益率（%）	2.17%	1.45%	1.20%	1.89%	1.72%	1.92%	0.90%

观点：

- **猪料销量快速增长，管理效率持续提升。**公司全年销售饲料466.53万吨，同比增长22.85%。其中猪料销量同比增长36.9%，公司销量压倒一切战略成效显著。公司通过组建不同团队，着力推进对家庭农场和规模猪场的客户开发，通过高性价比产品，配套技术服务和金融服务推动销量的快速增长。在紧抓销量的同时，公司通过优化管理持续提升运营管理效率，本部饲料吨四项费用同比下降35元/吨，全年饲料板块毛利提升1.07个百分点。公司对客户和产品不断进行结构调整，吨四项费用同比仍有下降空间，预计公司18年饲料销量能够保持20%左右的稳定增长，盈利空间相对稳定。

- **养殖肉品快速发展，全产业链布局逐步完善。**公司2017年生猪出栏量54.4万头，同比增长287%，年底存栏基础母猪4.46万头，足以支撑公司2018年全年出栏80万头的目标。公司充分利用自身的育种优势，采用1+5,1+25的自繁自养的养殖模式，以及改建、并购等多种方式布局生猪养殖产能。目前邯郸大名25万头项目已经建成，天水核心原种场建设项目已经正式签署合作协议，会在今年开建投产。公司土地储备超万亩，养殖扩张有序推进。肉品2017年聚焦中式香肠，香肠类产品实现销售额近亿元，同比增长27.3%，盈利能力大幅提升，公司全产业链布局逐步完善。
- **猪价低迷压力犹存，全产业链布局平抑风险。**一季度由于猪价的大幅下跌，公司饲料销售以及生猪养殖利润均存在一定的压力，目前猪价尚未迎来季节性反弹行情，预计二季度还将承压。虽然目前猪价承压，但是公司以生猪全产业链各环节共同发展为目标，持续推进下游养殖、屠宰、肉品加工与饲料业务规模匹配。全产业链布局有利于平抑猪价波动风险，未来在猪价回暖时期公司也能充分受益于行业景气，实现更高的业绩弹性。

➤ **结论：**

公司管理持续优化，看好公司全产业链布局的发展潜力。我们预计公司18-20年归母净利分别为4.06亿，5.15亿和8.7亿元，EPS分别为0.49，0.62和1.04，对应PE 11X，9X和5X，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		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2059	2249	3159	3751	4612	营业收入	10884	13735	16500	20412	25962
货币资金	521	550	1327	1551	1911	营业成本	9850	12299	14790	18311	23029
应收账款	140	180	181	224	285	营业税金及附加	17	28	33	41	52
其他应收款	195	129	154	191	243	营业费用	387	443	528	653	872
预付款项	109	93	93	93	93	管理费用	312	456	545	674	831
存货	892	1102	1216	1505	1893	财务费用	7	31	12	-11	-14
其他流动资产	196	186	186	186	186	资产减值损失	7.72	32.95	30.00	10.00	10.00
非流动资产合计	2674	3807	3603	3583	3551	公允价值变动收益	-0.09	0.12	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	72	161	161	161	161	投资净收益	-11.25	16.92	60.00	60.00	60.00
固定资产	1485.6	1889.6	1883.3	1879.1	1913.6	营业利润	291	459	624	794	1242
无形资产	287	469	473	475	478	营业外收入	15.58	2.23	20.00	25.00	30.00
其他非流动资产	6	108	0	0	0	营业外支出	10.74	12.41	13.00	13.00	13.00
资产总计	4733	6055	6762	7334	8163	利润总额	296	449	631	806	1259
流动负债合计	1656	1884	1399	1544	1738	所得税	40	63	95	121	189
短期借款	503	577	0	0	0	净利润	256	386	536	685	1070
应付账款	579	515	608	753	946	少数股东损益	55	75	130	170	200
预收款项	155	166	166	166	166	归属母公司净利润	201	310	406	515	870
一年内到期的非流	27	31	31	31	31	EBITDA	732	1140	869	1035	1491
非流动负债合计	88	226	207	207	207	EPS (元)	0.41	0.39	0.49	0.62	1.04
长期借款	53	173	173	173	173	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1744	2111	1606	1751	1945	成长能力					
少数股东权益	462	510	640	810	1010	营业收入增长	15.61%	26.19%	20.13%	23.70%	27.19%
实收资本(或股本)	493	837	837	837	837	营业利润增长	56.99%	57.71%	35.89%	27.25%	56.43%
资本公积	1255	1584	2462	2462	2462	归属于母公司净利润	30.89%	26.77%	30.89%	26.77%	68.94%
未分配利润	578	778	697	594	420	获利能力					
归属母公司股东权	2527	3434	4509	4767	5202	毛利率(%)	9.50%	10.46%	10.37%	10.29%	11.30%
负债和所有者权	4733	6055	6762	7334	8163	净利率(%)	2.35%	2.81%	3.25%	3.36%	4.12%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	4.25%	5.12%	6.01%	7.02%	10.66%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7.96%	9.04%	9.01%	10.80%	16.72%
经营活动现金流	356	418	691	655	966	偿债能力					
净利润	256	386	536	685	1070	资产负债率(%)	37%	35%	24%	24%	
折旧摊销	434.25	649.70	0.00	204.27	215.52	流动比率	1.24	1.19	2.26	2.43	2.65
财务费用	7	31	12	-11	-14	速动比率	0.70	0.61	1.39	1.45	1.56
应收账款减少	0	0	-1	-43	-61	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	2.48	2.55	2.57	2.90	3.35
投资活动现金流	-382	-533	5	-185	-185	应收账款周转率	106	86	92	101	102
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	26.56	25.11	29.40	30.01	30.56
长期股权投资减少	0	0	114	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-11	17	60	60	60	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.39	0.49	0.62	1.04
筹资活动现金流	-233	146	81	-247	-421	每股净现金流(最新)	-0.52	0.04	0.93	0.27	0.43
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	5.12	4.11	5.39	5.70	6.22
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	343	0	0	0	P/E	13.60	14.23	11.43	9.02	5.34
资本公积增加	0	329	878	0	0	P/B	1.08	1.35	1.03	0.97	0.89
现金净增加额	-259	31	777	223	360	EV/EBITDA	3.82	4.28	4.05	3.19	1.97

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

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。