

2020年06月23日

唐人神 (002567.SZ)

深度分析

生猪产业链一体化运营的领先企业

投资要点

- ◆ 公司主营业务包括饲料生产与销售、种猪育种与生猪养殖、肉制品加工与销售三大板块，是国内较早布局生猪产业链一体化经营的农牧企业。公司的产品主要包括饲料（猪料、禽料和水产料）、种猪与商品猪、生鲜肉及各类肉制品、动物保健品等。
- ◆ 通过内涵增长和外延并购双管齐下的发展模式，公司饲料销量从 2008 年的 92 万吨增长至 2019 年的 468 万吨，年均增速 15.93%，市场份额从 2008 年的 0.81% 提升至 2019 年的 2.04%。截止 2019 年，在目前有商业饲料业务的 10 多家农业上市公司中，唐人神销量规模排在第四位，仅次于新希望、海大集团和通威股份。
- ◆ 公司 2019 年生猪出栏量约 84 万头，市场份额不到 0.2%，与温氏、牧原、正邦、新希望、天邦和中粮等企业相比，公司的养殖规模 and 市场份额仍有一定差距。在收购龙华农牧之后，公司在原有饲料、育种和下游肉品加工销售等板块的基础上，补齐了短板，公司未来在生猪养殖板块上具备较大增长空间。公司 30 年的猪饲料营养技术经验、“美神”的种猪繁育经验、以及龙华农牧的自繁自养经验，是未来大力拓展生猪养殖版图的重要技术支撑。
- ◆ 公司的肉制品业务销量从 2015 年的 2.45 万吨持续增长至 2019 年的 4.83 万吨，年均增速 18.5%。与其他生猪养殖上市公司相比，公司早在 1995 年就通过兼并株洲肉联厂布局下游肉品加工和终端销售，通过多年经营积累了较为丰富的产业链一体化运营经验，是公司较为突出的竞争优势之一。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别 1.40、0.97 和 0.65 元，公司目前 PE 估值在生猪养殖板块中处于中等水平，在 2020H2 高猪价和高盈利等利好因素驱动之下，公司仍具备估值提升空间和配置价值，维持买入-A 建议。
- ◆ **风险提示：**非洲猪瘟疫情风险，自然灾害风险，商誉减值风险，运输不畅风险。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,406	15,343	20,338	23,089	25,254
YoY(%)	12.3	-0.4	32.6	13.5	9.4
净利润(百万元)	137	202	1,170	813	548
YoY(%)	-55.9	47.8	478.4	-30.6	-32.6
毛利率(%)	8.3	9.6	15.3	11.8	9.8
EPS(摊薄/元)	0.16	0.24	1.40	0.97	0.65
ROE(%)	4.9	7.6	30.2	17.9	11.2
P/E(倍)	57.1	38.7	6.7	9.6	14.3
P/B(倍)	2.3	2.4	1.8	1.6	1.4
净利率(%)	0.9	1.3	5.8	3.5	2.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

农林牧渔 | 畜牧养殖 III

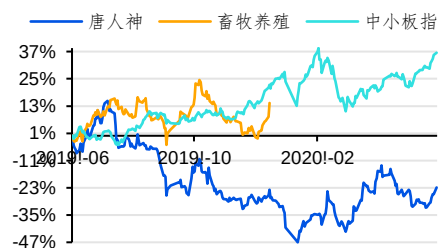
投资评级 买入-A(维持)

股价(2020-06-22) 9.35 元

交易数据

总市值(百万元)	7,821.94
流通市值(百万元)	7,241.66
总股本(百万股)	836.57
流通股本(百万股)	774.51
12个月价格区间	5.99/14.49 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.15	8.29	-57.85
绝对收益	3.78	25.35	-21.3

分析师

 陈振志
 SAC 执业证书编号: S0910519110001
 chenzhenzhi@huajinsec.cn
 021-20377051

相关报告

 唐人神：2019 年报和 2020 年一季报点评
 2020-04-27

内容目录

唐人神公司业务结构和历史沿革	4
唐人神是国内较早布局生猪产业链一体化经营的农牧企业	4
公司的实际控制人为陶一山	5
唐人神饲料业务板块	6
唐人神饲料业务板块总体概况	6
唐人神饲料业务板块发展路径：内涵增长和外延并购双管齐下	6
唐人神饲料业务规模在上市公司中仅次于新希望、海大和通威	11
唐人神生猪养殖板块	15
我国生猪养殖行业集中度较低，整合空间巨大	15
唐人神生猪养殖市场份额不到 0.2%，具备较大增长空间	17
多年的饲料、种猪繁育经验和龙华农牧自繁自养经验为公司未来拓展生猪养殖版图提供有力支撑	18
公司生猪出栏量在 2020 年下半年有望呈现明显的增长趋势	21
唐人神肉制品板块	22
肉品加工和终端经验领先于其他生猪养殖企业	22
唐人神盈利预测和投资建议	23
猪价近期有望延续反弹行情，并在下半年维持高位	23
唐人神 2020H2 业绩有望环比上升，高猪价高盈利下具有配置价值	26
风险提示	27

图表目录

图 1：唐人神历史营业收入结构（百万元）	4
图 2：唐人神历史毛利润结构（百万元）	4
图 3：公司发展历程	4
图 4：唐人神与实际控制人之间的产权及控制关系	5
图 5：唐人神饲料业务主要产品分类和消费群体	6
图 6：唐人神饲料板块全资及控股子公司情况（本部）	7
图 7：2018 年唐人神饲料板块全资及控股子公司净利润分布（本部，万元）	8
图 8：山东和美集团历史净利润（万元）	8
图 9：唐人神饲料板块全资及控股子公司情况（山东和美）	9
图 10：2018 年唐人神饲料板块全资及控股子公司净利润分布（和美集团板块，万元）	10
图 11：比利美英伟历史净利润（万元）	10
图 12：唐人神饲料板块全资及控股子公司情况（比利美英伟）	11
图 13：2018 年唐人神饲料板块全资及控股子公司净利润分布（比利美英伟板块，万元）	11
图 14：我国猪料、禽料和水产料历史产量（万吨）	12
图 15：我国饲料企业数量变化趋势（家）	12
图 16：唐人神饲料板块历史营业收入	12
图 17：唐人神饲料板块历史毛利润和毛利率	12
图 18：唐人神历史饲料销量（万吨）	12
图 19：唐人神饲料销量全国市场份额	12
图 20：农业上市公司饲料销量横向对比（百万吨）	13
图 21：农业上市公司饲料销量全国市场份额	13

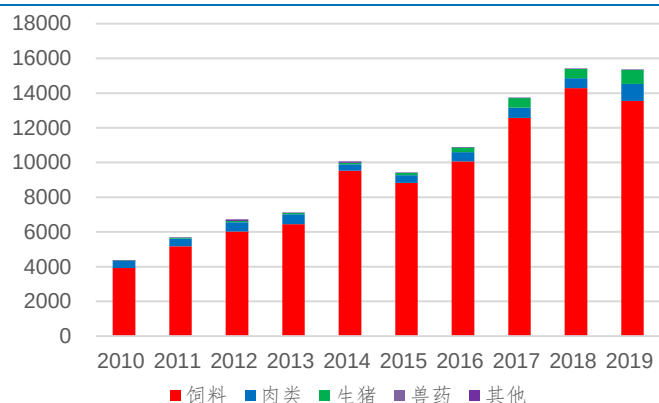
图 22: 农业上市公司饲料吨毛利对比 (元/吨)	14
图 23: 农业上市公司 2017-2019 年人均薪酬对比 (万元/年)	14
图 24: 我国历年生猪出栏量 (万头)	15
图 25: 我国历年猪肉产量 (万吨)	15
图 26: 我国年出栏 500 头以下生猪养殖场数量	15
图 27: 我国年出栏 5 万头以上生猪养殖场数量	15
图 28: 2007-2017 年我国不同规模养殖场数量变化幅度	16
图 29: MSY 水平的国际比较	16
图 30: PSY 水平的国际比较	16
图 31: 我国和美国生猪养殖行业集中度比较	17
图 32: 2019 年行业排名前 22 名企业出栏量 (万头)	17
图 33: 2019 年行业排名前 22 名企业出栏量市场份额	18
图 34: 唐人神养殖板块全资及控股子公司情况	19
图 35: 唐人神生猪销售数量 (万头)	20
图 36: 龙华农牧生猪销售数量 (万头)	20
图 37: 唐人神生产性生物资产趋势 (百万元)	20
图 38: 唐人神固定资产和在建工程趋势 (百万元)	20
图 39: 农业上市公司资产负债率	20
图 40: 农业上市公司生产性生物资产趋势	21
图 41: 农业上市公司月度生猪销量	21
图 42: 唐人神肉制品板块全资及控股子公司情况	22
图 43: 唐人神肉制品产品分类及客户、渠道	22
图 44: 唐人神肉类销量趋势 (万吨)	23
图 45: 唐人神肉类业务收入变动趋势	23
图 46: 唐人神肉类业务毛利润和毛利率	23
图 47: 我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量历史变动趋势	24
图 48: 国内年度猪价底部大多出现在 4-5 月	24
图 49: 在过去 25 年的猪价走势中, 年度猪价底部大部分出现在 2 季度, 尤其是 4-5 月	25
图 50: 招银理财夜光指数(NLDI):工业复工指数	25
图 51: 我国 5 月份非制造业商务活动指数继续回升	25
图 52: 生猪养殖上市公司单季度业绩趋势	26
图 53: 唐人神单季度净利润趋势 (百万元)	26
图 54: 生猪养殖上市公司 PE 估值水平	27

唐人神公司业务结构和历史沿革

唐人神是国内较早布局生猪产业链一体化经营的农牧企业

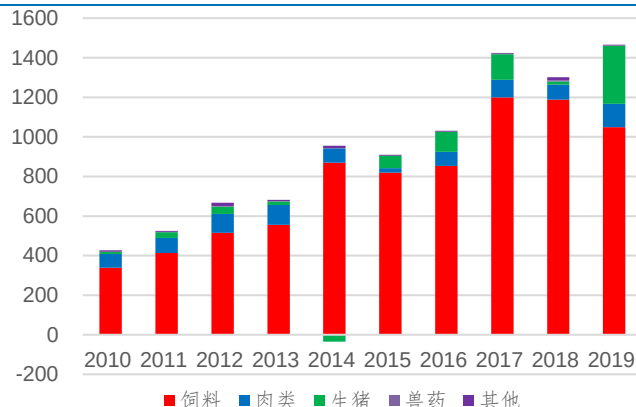
公司成立于 1992 年，主营业务包括饲料生产与销售、种猪育种与生猪养殖、肉制品加工与销售三大板块，是国内较早布局生猪产业链一体化经营的农牧企业。公司的产品主要包括饲料（猪料、禽料和水产料等）、种猪与商品猪、生鲜肉及各类肉制品、动物保健品等。“骆驼”牌饲料和“唐人神”肉品均是中国名牌产品，而“美神”种猪苗则通过美国 NSR 认证。在公司 2017-2019 年的营业收入中，饲料业务、养殖业务和肉制品业务分别占营业收入的 90.78%、4.26%和 4.49%；在公司 2017-2019 年的营业毛利润中，饲料业务、养殖业务和肉制品业务分别占 82.74%、10.08%和 6.75%。截止 2019 年，饲料是公司营业收入和毛利率的第一来源，其次是生猪养殖和肉制品业务。

图 1：唐人神历史营业收入结构（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 2：唐人神历史毛利润结构（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 3：公司发展历程

时间	公司发展事件
1987	株洲市饲料厂成立，第一包骆驼牌饲料生产下线。
1988	株洲市饲料厂骆驼牌饲料全面投产。
1992	与香港大生行饲料有限公司合资成立湖南湘大实业有限公司。
1995	兼并株洲肉联厂，进军肉类加工产业；湖南湘大集团成立；合资成立湖南唐人神肉制品有限公司。
1996	兼并株洲出口外贸猪场，进入种苗产业；构建饲料、种苗、肉品加工、销售一条龙产业链。
2000	唐人神集团成立，先后在河南、云南、安徽、广西、海、湖南、江西等省建立了饲料、肉品、动物保健等产业子公司。
2008	南宁湘大、沈阳湘大、陕西湘大、唐人神100万头冷鲜肉加工基地等一批项目投产开业；集团与美国whiteshire公司在生猪遗传育种领域携手战略合作。
2009	唐人神10万吨西式肉制品生产线投产；美神”育种成为美国NSR第一个国际成员。
2011	公司首次发行股票在深圳证券交易所成功上市。
2013	2013年，收购山东和美集团有限公司 40%股权（肉鸭养殖饲料）。
2016	收购深圳比利美英伟51%股权；并购龙华农牧90%的股权，为养猪产业发展奠定基础。

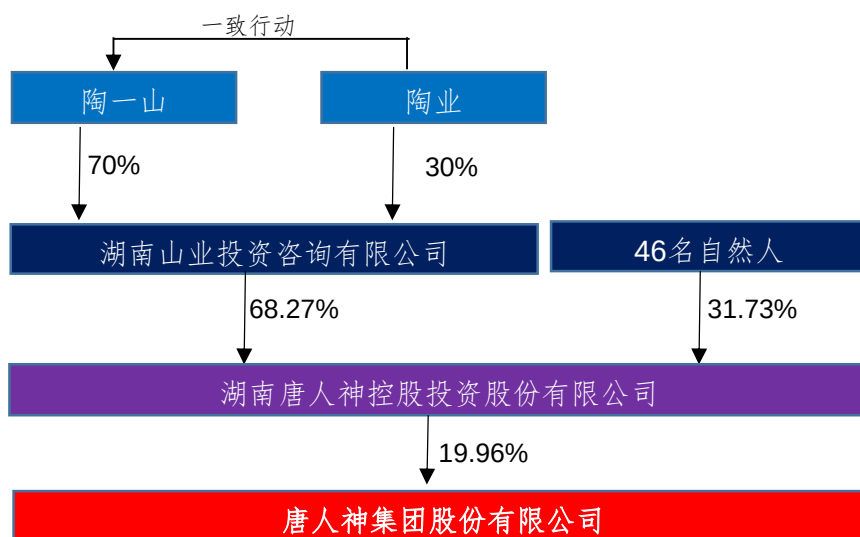
资料来源：公司公告、华金证券研究所

公司的实际控制人为陶一山

陶一山为公司实际控制人，陶一山之儿子陶业为其一致行动人。

- ◆ **公司董事长陶一山简历：**1955 年出生，管理科学与工程学博士，1988 年至 1992 年担任株洲市饲料厂厂长；1992 年株洲市饲料厂与香港大生行饲料有限公司合资组建本公司以来，一直担任公司的董事长。
- ◆ **公司副董事长、总裁陶业简历：**1981 年出生，2005-2006 年担任加拿大科奈尔贸易有限公司业务经理，2009 年-2011 年担任广东溢多利生物科技股份有限公司海外销售经理，2011 年-2012 年担任珠海金大地投资有限公司经理，2012 年-2013 年担任株洲华晨房地产开发有限责任公司报建员，2013 年-2014 年担任湖南湘投高科技创业投资有限公司投资总监助理，2014 年 2 月-2014 年 11 月担任唐人神集团股份有限公司证券部总经理，2014 年 12 月起担任湖南唐人神控股投资股份有限公司董事，2014 年 11 月-2015 年 11 月担任公司肉类事业部副总裁，2015 年 12 月至 2016 年 4 月担任公司总裁助理，2016 年 4 月-2018 年 7 月担任公司副总裁，2018 年 7 月担任公司新总裁，现任公司副董事长、总裁。

图 4：唐人神与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司公告、华金证券研究所

唐人神饲料业务板块

唐人神饲料业务板块总体概况

公司饲料产品以猪料为主，禽料和水产料为辅，主要产品包括猪料（猪用预混料、猪用浓缩料、猪用配合料）、禽料（禽用配合饲料、禽用预混料）、水产料（普通水产料、特种水产料）。公司的饲料品牌体系包括骆驼牌猪饲料、比利美英伟牌猪饲料、和美牌禽料、加乐牌禽料、湘大牌水产料。在畜禽料领域，公司以“比利美英伟品牌做规模猪场、以骆驼品牌做家庭农场、以和美品牌做禽料”的品牌区隔思路开发市场。在公司饲料业务的发展过程中，外延并购发挥了较大的作用，上述提到的和美品牌以及比利美英伟品牌均为通过并购获取，与公司原有的饲料版图布局发挥了较大的协同互补作用。

图 5：唐人神饲料业务主要产品分类和消费群体

产品类别	类型	产品小类	产品说明	主要消费群体
预混料	猪预混料	种猪预混料、商品预混料	将一种或多种微量元素（包括各种微量元素、各种维生素、合成氨基酸、药物等添加剂）与稀释剂或载体按要求的比例进行均匀混合后制成的中间型饲料产品。	中大型养猪场
	禽预混料	蛋鸡预混料		中大规模蛋鸡场
浓缩料	猪浓缩料	保育浓缩料、商品浓缩料、种猪浓缩料	与一定配比的能量饲料混合制成全价配合饲料。	个体养殖场、养殖专业户、中大型养殖场
配合料	猪配合料	教槽配合料、乳猪配合料、商品配合料、种猪配合料	按照猪、禽、水产的不同生长阶段和生理需要，用各种维生素、微量元素、矿物质、蛋白质的营养与玉米、大麦、小麦、麸皮等能量原料按一定比例配比，经过粉碎、熟化、制粒等加工工艺配制而成，可直接饲喂畜禽和水产。	个体养殖场、养殖专业户、中大型养殖场
	禽配合料	肉鸡配合料、肉鸭配合料、蛋鸡配合料、蛋鸭配合料		
	水产配合料	普通水产配合料、特种水产配合料		

资料来源：公司公告、华金证券研究所

唐人神饲料业务板块发展路径：内涵增长和外延并购双管齐下

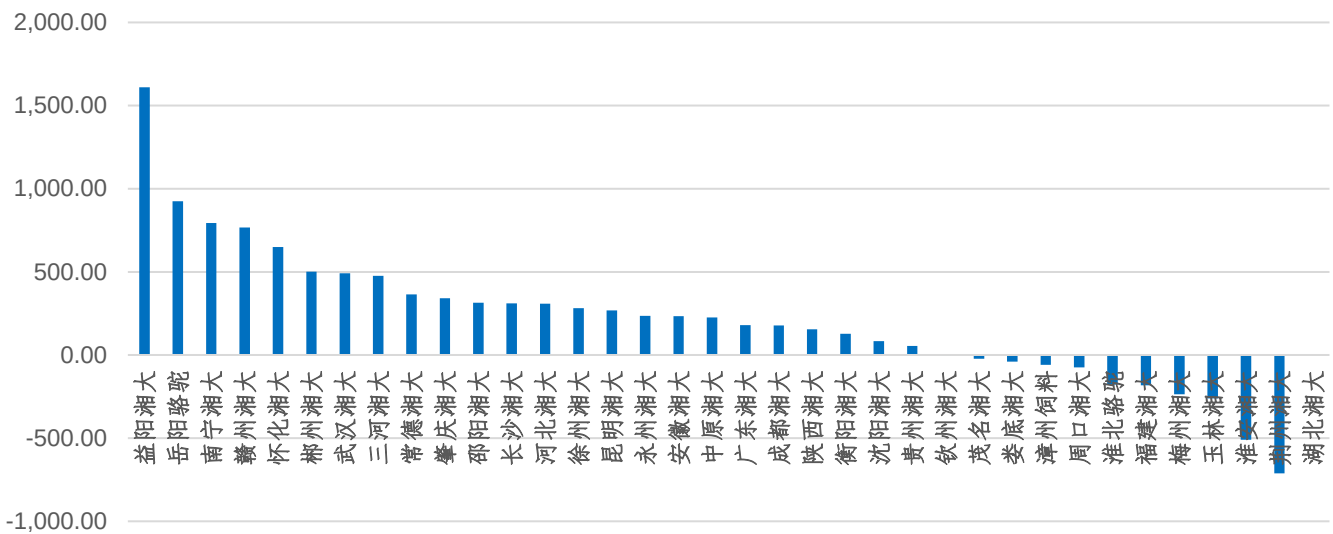
截止 2019 年底，唐人神本部饲料板块全资和控股子公司一共约 30 多家，分布区域包括湖南、湖北、福建、河北、广东、广西、安徽、江苏、山西、辽宁、江西、云南、贵州、四川等省份。根据公司公告披露的 2018 年本部饲料全资和控股子公司的盈利数据，盈利排名前 10 的子公司依次为益阳湘大、岳阳骆驼、南宁湘大、赣州湘大、怀化湘大、郴州湘大、武汉湘大、三河湘大、常德湘大和肇庆湘大，分别占本部饲料全资和控股子公司利润总额的 21%、12%、10%、10%、8.5%、6.6%、6.5%、6.3%、4.8%和 4.49%。

图 6：唐人神饲料板块全资及控股子公司情况（本部）

序号	子公司	主业	持股比例			成立日期	注册资本 (万元)	实收资本 (万元)
			直接	间接	合计			
1	武汉湘大	饲料生产销售	100%		100%	2010/8/11	5,780.00	5,780.00
2	岳阳骆驼	饲料生产销售	100%		100%	2011/2/22	5,000.00	5,000.00
3	福建湘大	饲料生产销售	100%		100%	2011/5/16	1,000.00	1,000.00
4	河北湘大	饲料生产销售	100%		100%	2011/9/19	6,192.74	6,192.74
5	娄底湘大	饲料生产销售	100%		100%	2012/6/4	1,000.00	1,000.00
6	安徽湘大	饲料生产销售	100%		100%	2012/12/12	9,450.59	9,450.59
7	茂名湘大	饲料生产销售	100%		100%	2014/1/6	9,763.38	9,763.38
8	梅州湘大	饲料生产销售	100%		100%	2014/4/15	1,000.00	1,000.00
9	淮安湘大	饲料生产销售	100%		100%	2016/11/14	8,000.00	8,000.00
10	钦州湘大	饲料生产销售	100%		100%	2018/4/8	1,000.00	
11	淮北骆驼	饲料生产销售	60%		60%	2012/5/25	3,000.00	3,000.00
12	湖北湘大	饲料生产销售	100%		100%	2018/11/7	1,000.00	
13	肇庆湘大	饲料生产销售	13%	湖南肉制品持股87.08%	100%	2013/1/31	3,871.29	3,871.29
14	南宁湘大	饲料生产销售	75%	湖南肉制品持股25%	100%	2006/10/13	2,000.00	2,000.00
15	陕西湘大	饲料生产销售	90%	湖南肉制品持股10%	100%	2008/7/14	1,120.00	1,120.00
16	三河湘大	饲料生产销售	90%	湖南肉制品持股10%	100%	2004/10/9	1,000.00	1,000.00
17	沈阳湘大	饲料生产销售	84%	三河湘大持股15.79%	100%	2007/11/20	3,800.00	3,800.00
18	广东湘大	饲料生产销售	90%	湖南肉制品持股10%	100%	2010/4/12	1,000.00	1,000.00
19	漳州饲料	饲料生产销售	-	广东湘大持股60%	60%	2017/11/23	200.00	200.00
20	郴州湘大	饲料生产销售	90%	湖南肉制品持股10%	100%	2010/5/11	1,000.00	1,000.00
21	赣州湘大	饲料生产销售	90%	湖南肉制品持股10%	100%	1999/1/6	360.00	360.00
22	中原湘大	饲料生产销售	91%	湖南肉制品持股8.52%	100%	2001/12/24	1,560.00	1,560.00
23	永州湘大	饲料生产销售	100%	湖南肉制品持股0.14%	100%	2000/11/20	8,504.01	8,504.00
24	徐州湘大	饲料生产销售	59%	香港国际持股31.5%，湖南肉制品持股10%	100%	2003/5/14	800.00	800.00
25	长沙湘大	饲料生产销售	75%	香港国际持股25%	100%	2006/11/16	2,000万港元	2,000万港元
26	周口湘大	饲料生产销售	75%	香港国际持股25%	100%	2005/11/14	1,180.00	1,180.00
27	常德湘大	饲料生产销售	75%	香港国际持股25%	100%	2005/8/18	1,000.00	1,000.00
28	邵阳湘大	饲料生产销售	75%	香港国际持股25%	100%	2005/8/16	1,000.00	1,000.00
29	衡阳湘大	饲料生产销售	75%	香港国际持股25%	100%	2005/8/17	1,000.00	1,000.00
30	益阳湘大	饲料生产销售	75%	香港国际持股25%	100%	2006/7/24	1,000.00	1,000.00
31	昆明湘大	饲料生产销售	90%	香港国际持股10%	100%	2005/1/7	1,200.00	1,200.00
32	成都湘大	饲料生产销售	90%	香港国际持股10%	100%	2006/7/4	1,120.00	1,120.00
33	怀化湘大	饲料生产销售	90%	香港国际持股10%	100%	2006/10/8	1,120.00	1,120.00
34	贵州湘大	饲料生产销售	90%	香港国际持股10%	100%	2005/6/21	1,000.00	1,000.00
35	荆州湘大	饲料生产销售	19%	安徽湘大持股74.81%，香港国际持股6.3%	100%	2005/11/16	4,446.83	4,446.83
36	玉林湘大	饲料生产销售	26%	茂名湘大持股74.49%	100%	2012/11/19	3,920.61	3,920.61

资料来源：公司公告、华金证券研究所

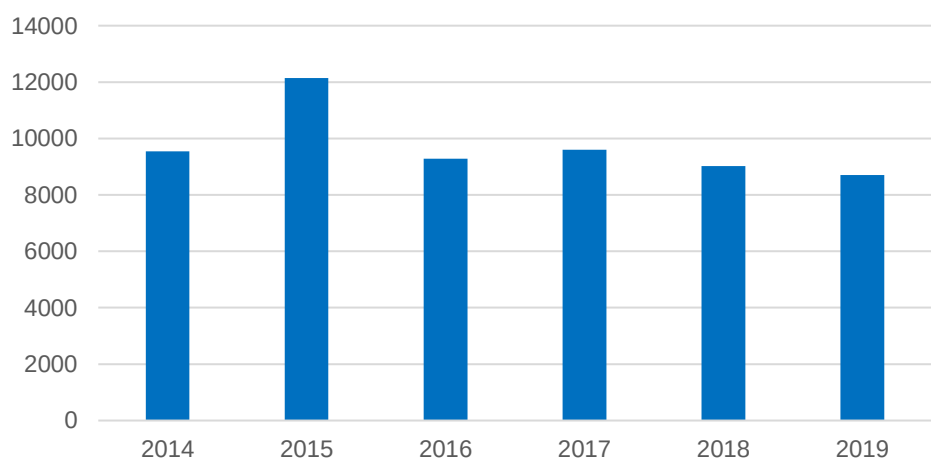
图 7：2018 年唐人神饲料板块全资及控股子公司净利润分布（本部，万元）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

唐人神在 2013 年以 4.86 亿元收购山东和美集团 40% 股权，成为第一大股东。山东和美集团当时拥有 24 家饲料厂，产能 320 万吨/年，年销量近百万吨，主要定位中高端禽饲料的生产及销售，为山东排名靠前的肉禽饲料产销企业。在收购山东和美前，唐人神在山东没有设立子公司，只是通过经销途径在山东局部市场销售饲料。唐人神在收购山东和美后，在生产基地、网络体系、销售支持等方面实现了饲料业务在山东的体系嫁接，加速了公司在山东地区的市场布局，进一步夯实公司饲料板块的规模实力和成本优势。2013 年山东和美饲料销量 87.21 万吨，收购整合后，2018 年山东和美饲料销量 192.49 万吨。

图 8：山东和美集团历史净利润（万元）



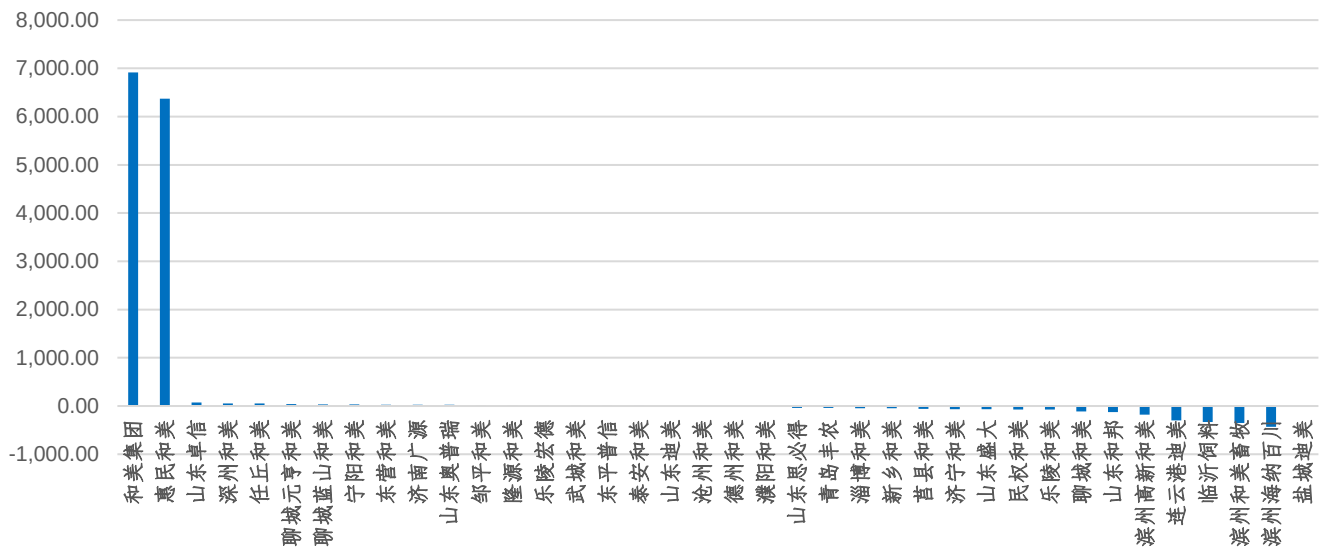
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 9：唐人神饲料板块全资及控股子公司情况（山东和美）

序号	子公司	主业	持股比例			成立日期	注册资本 (万元)	实收资本 (万元)
			直接	间接	合计			
1	和美集团	饲料生产销售	40%		40%	2006/1/20	13,000.00	13,000.00
2	滨州和美畜牧	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2003/7/23	8,000.00	8,000.00
3	邹平和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2013/3/15	50.00	50.00
4	德州和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2005/3/22	50.00	50.00
5	聊城蓝山和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2006/1/18	100.00	100.00
6	济南广源	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2003/2/24	50.00	50.00
7	泰安和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2013/11/29	100.00	100.00
8	乐陵宏德	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2005/8/1	200.00	200.00
9	武城和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2009/4/27	200.00	200.00
10	山东奥普瑞	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2007/10/25	100.00	100.00
11	聊城元亨和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2010/8/30	100.00	100.00
12	濮阳和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2010/4/16	3,295.00	3,295.00
13	淄博和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2011/5/23	100.00	100.00
14	隆源和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2011/4/25	4,000.00	4,000.00
15	宁阳和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2011/12/27	200.00	200.00
16	沧州和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2012/8/29	100.00	100.00
17	济宁和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2010/4/19	1,000.00	1,000.00
18	民权和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2013/7/10	1,450.00	1,450.00
19	滨州海纳百川	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2014/1/16	100.00	100.00
20	聊城和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2014/7/1	100.00	100.00
21	任丘和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2016/8/16	500.00	500.00
22	莒县和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2016/4/28	500.00	500.00
23	乐陵和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2017/5/22	500.00	500.00
24	新乡和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2015/12/7	100.00	100.00
25	临沂饲料	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2018/6/13	500.00	500.00
26	青岛丰农	饲料销售		和美集团持股100%	100%	2014/3/18	1,000.00	1,000.00
27	滨州高新和美	饲料生产销售		和美集团持股100%	100%	2013/11/28	50.00	50.00
28	东营和美	饲料生产销售		和美集团持股90%	90%	2008/11/7	1,500.00	1,500.00
29	山东思必得	饲料生产销售		和美集团持股60%	60%	2005/1/25	300.00	300.00
30	深州和美	饲料生产销售		和美集团持股55%	55%	2014/3/31	100.00	100.00
31	山东和邦	饲料生产销售		和美集团持股55%	55%	2018/8/30	1,000.00	795.00
32	山东迪美	饲料销售		和美集团持股55%	55%	2018/1/26	1,000.00	1,000.00
33	盐城迪美	饲料生产销售		山东迪美持股100%	100%	2018/8/31	1,000.00	-
34	连云港迪美	饲料生产		山东迪美持股100%	100%	2018/2/2	500.00	500.00
35	山东盛大	饲料生产销售		和美集团持股51%	51%	2009/2/18	1,212.00	1,212.00
36	山东卓信	饲料生产销售		和美集团持股51%	51%	2015/5/7	1,000.00	1,000.00
37	东平普信	饲料生产销售		山东卓信持股100%	100%	2015/9/8	300.00	300.00
38	惠民和美	肉鸭饲养		和美集团持股100%	100%	2013/11/25	200.00	200.00

资料来源：公司公告、华金证券研究所

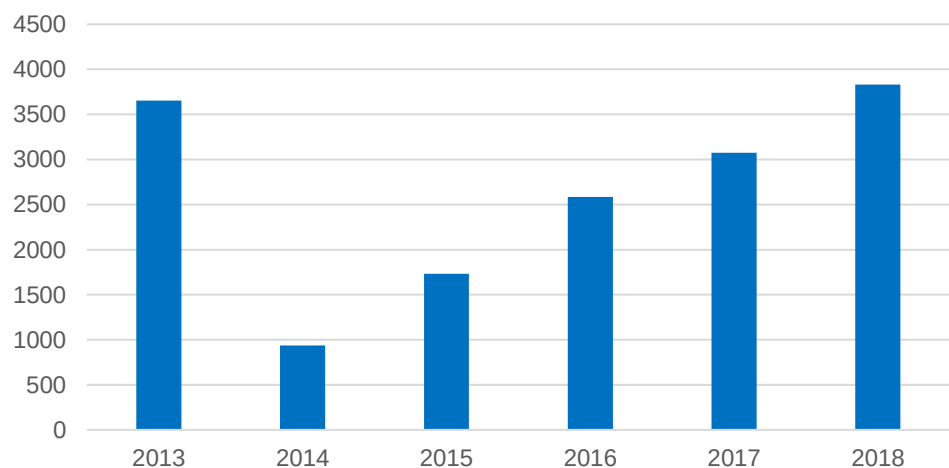
图 10: 2018 年唐人神饲料板块全资及控股子公司净利润分布 (和美集团板块, 万元)



资料来源：公司公告、华金证券研究所

深圳比利美英伟是一家以生产猪用预混料、浓缩料、配合料为主要产品的企业，目前拥有比利美英伟、三启两大系列品牌，以乳猪用教保料、种猪配合饲料、乳猪浓缩料和乳猪预混料为优势产品。唐人神长期以来的饲料销售客户以经销商、散养户为主，主要产品为价格和毛利率相对较低的小、中、大猪全价料。自 2016 年收购深圳比利美英伟以来，公司以“比利美英伟品牌做规模猪场、以骆驼品牌做家庭农场”的品牌区隔思路开发猪料市场，实现了产品结构互补、销售区域互补、客户群体互补，进一步壮大了公司的业务规模。

图 11： 比利美英伟历史净利润（万元）



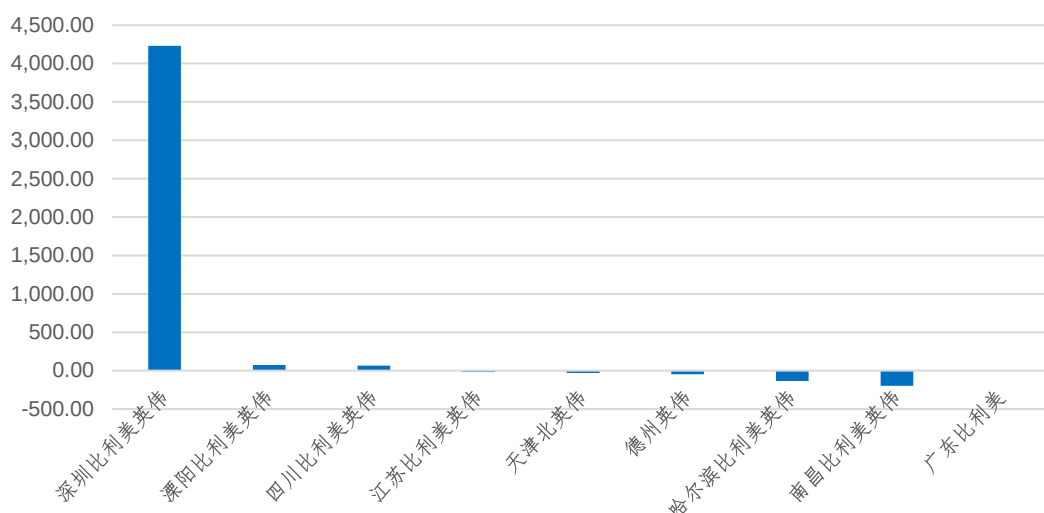
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 12：唐人神饲料板块全资及控股子公司情况（比利美英伟）

序号	子公司	主业	持股比例			成立日期	注册资本 (万元)	实收资本 (万元)
			直接	间接	合计			
1	深圳比利美英伟	饲料生产销售	51%		51%	2000/1/26	6,000.00	6,000.00
2	天津北英伟	饲料生产销售		深圳比利美持股100%	100%	2003/11/13	569.29	569.29
3	溧阳比利美英伟	饲料生产销售		深圳比利美持股100%	100%	2014/7/30	200.00	200.00
4	南昌比利美英伟	饲料生产销售		深圳比利美持股100%	100%	2005/12/14	1,145.00	1,145.00
5	四川比利美英伟	饲料生产销售		深圳比利美持股100%	100%	2014/4/15	300.00	
6	江苏比利美英伟	饲料生产销售		深圳比利美持股100%	100%	2008/12/19	500.00	500.00
7	哈尔滨比利美英伟	饲料生产销售		深圳比利美持股100%	100%	2012/11/16	400.00	
8	广东比利美	生物技术推广服务	100%		100%	2018/12/4	3,850.00	
9	德州英伟	饲料生产销售		天津比利美持股65%	65%	2016/3/14	200.00	200.00

资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 13：2018 年唐人神饲料板块全资及控股子公司净利润分布（比利美英伟板块，万元）



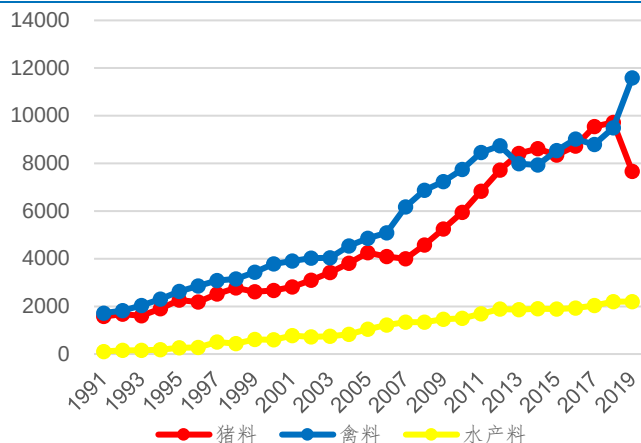
资料来源：公司公告、华金证券研究所

唐人神饲料业务规模在上市公司中仅次于新希望、海大和通威

我国饲料行业（尤其是猪料和禽料）在经历过快速成长期后，已经进入到成熟期。行业内部整合不断演进和深化，饲料企业数量也从 2008 年的 1 万多家减少至 2019 年的不到 6000 家。饲料企业未来的成长主要依赖于市场份额的扩张，头部企业的规模优势和成本优势将愈发明显。

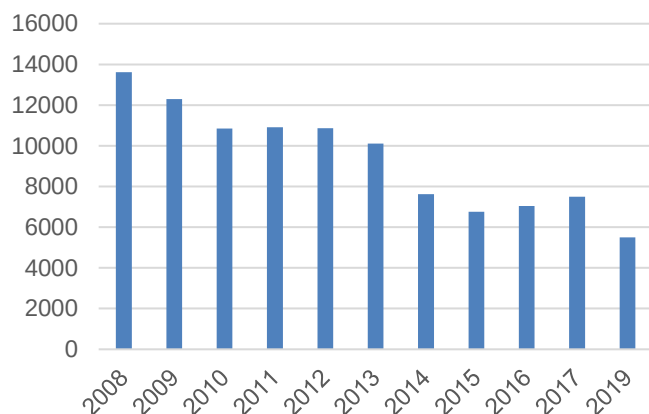
通过内涵增长和外延并购的发展模式，唐人神饲料销量从 2008 年的 92 万吨增长至 2019 年的 468 万吨，年均增速 15.93%，市场份额也从 2008 年的 0.81% 提升至 2019 年的 2.04%。

图 14：我国猪料、禽料和水产料历史产量（万吨）



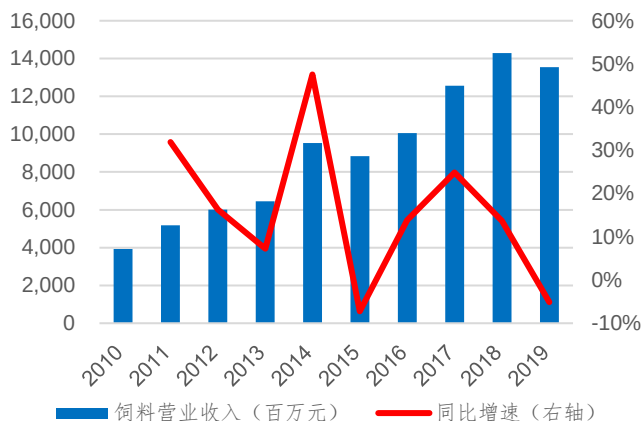
资料来源：饲料工业协会、华金证券研究所

图 15：我国饲料企业数量变化趋势（家）



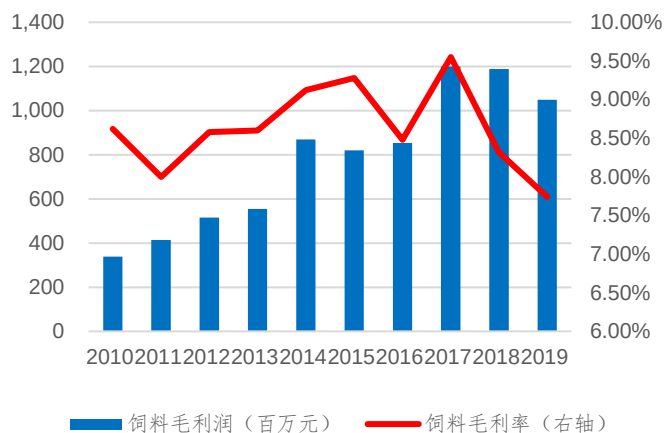
资料来源：饲料工业协会、华金证券研究所

图 16：唐人神饲料板块历史营业收入



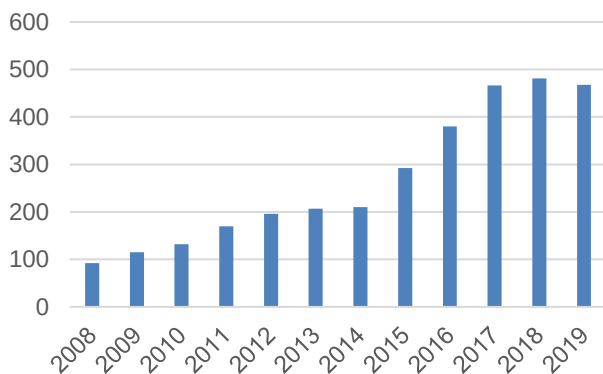
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 17：唐人神饲料板块历史毛利润和毛利率



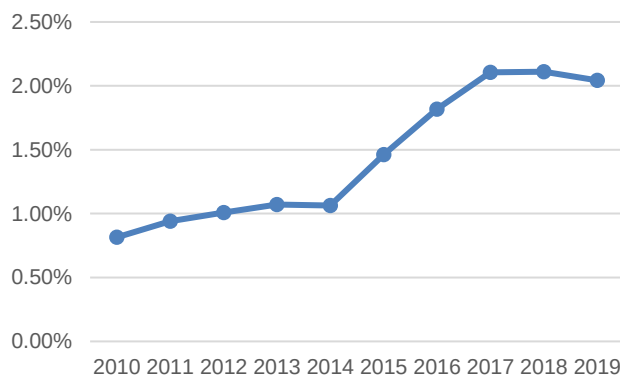
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 18：唐人神历史饲料销量（万吨）



资料来源：公司公告、华金证券研究所

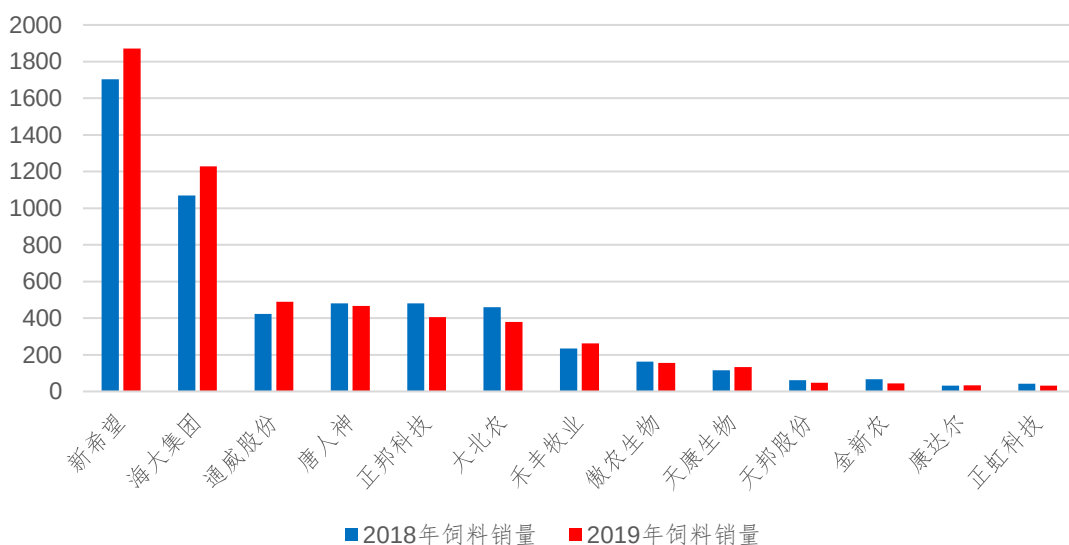
图 19：唐人神饲料销量全国市场份额



资料来源：公司公告、饲料工业协会、华金证券研究所

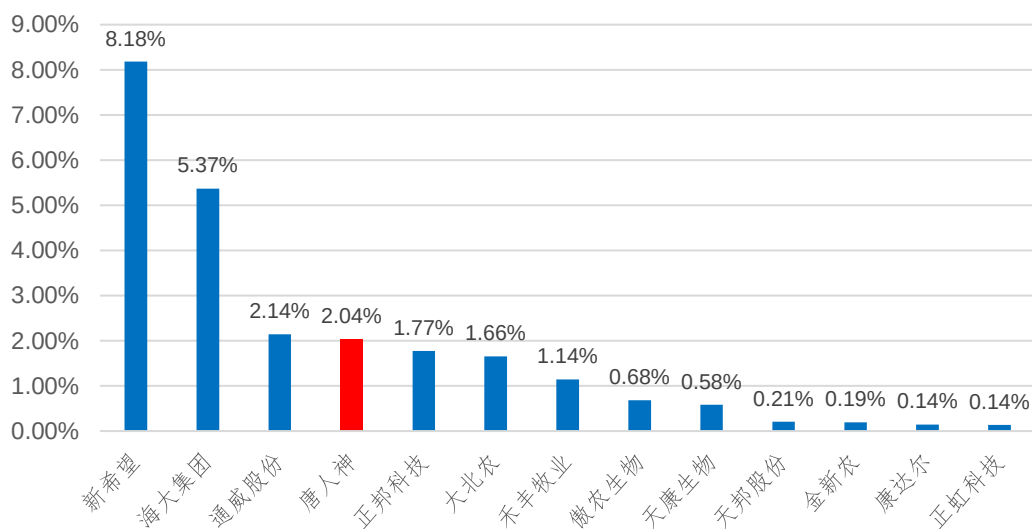
截止 2019 年，在目前有商业饲料业务的 10 多家农业上市公司中，唐人神排在第四位，仅次于新希望、海大集团和通威股份，饲料业务的规模实力在上市公司中处于中上水平。

图 20：农业上市公司饲料销量横向对比（百万吨）



资料来源：公司公告、饲料工业协会、华金证券研究所

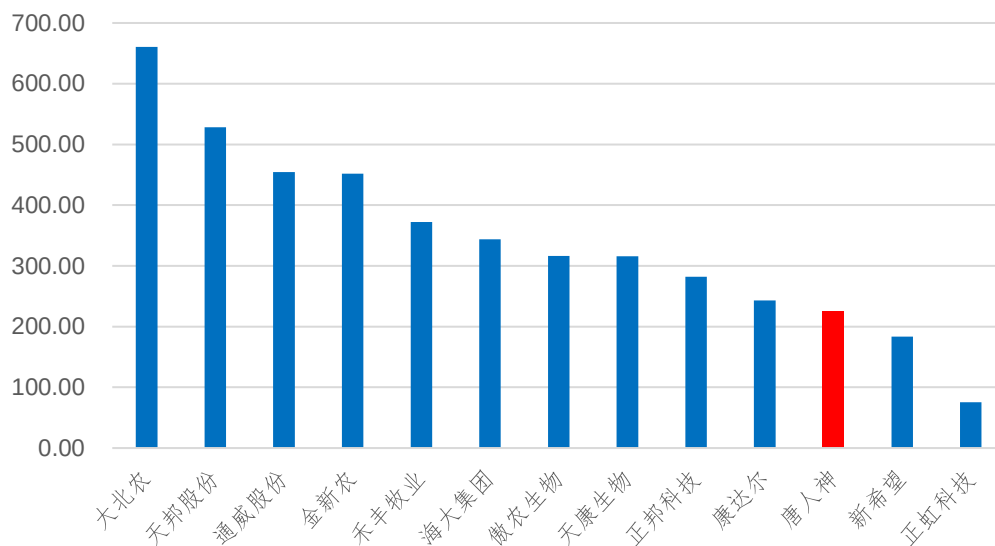
图 21：农业上市公司饲料销量全国市场份额



资料来源：公司公告、饲料工业协会、华金证券研究所

唐人神 2016 年、2017 年和 2018 年公司猪料销量分别为 150.55 万吨、229.00 万吨和 236.08 万吨，约占饲料总销量的将近 50%。此外，2018 年山东和美饲料销量为 192.49 万吨，禽料占比较大。总体而言，唐人神的饲料销量中，由于禽料和猪全价料占比较大，从而使得综合单吨毛利与其他上市公司相比处于中下水平，但高于新希望。

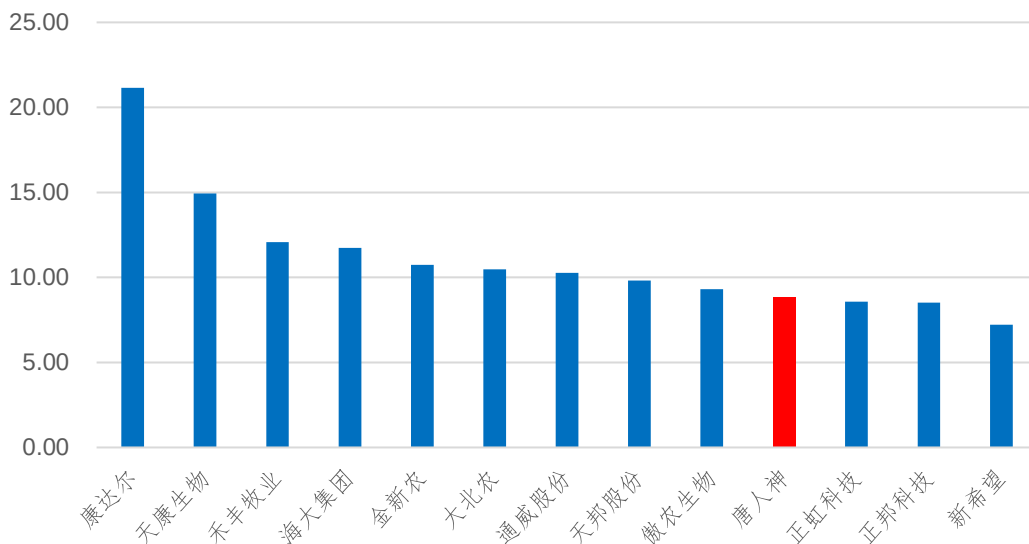
图 22：农业上市公司饲料吨毛利对比（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

从 2017-2019 年人均薪酬的角度，唐人神处于中等水平，为 8.87 万元/年/人，低于海大集团的 11.74 万元/年/人，但高于新希望（7.21 万元/年/人）和正邦科技（8.51 万元/年/人）。

图 23：农业上市公司 2017-2019 年人均薪酬对比（万元/年）



资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

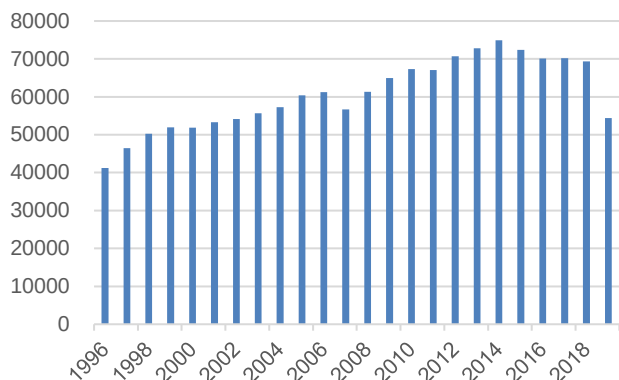
唐人神生猪养殖板块

我国生猪养殖行业集中度较低，整合空间巨大

我国生猪养殖行业是在城镇化、劳动力机会成本上升、猪肉产销量增速放缓、猪饲料行业饱和促使饲料企业往下游养殖延伸、环保压力加大等多因素的驱动下，逐渐进入类似美欧日的规模化进程，小散户加速退出，中大规模养殖场（企业）市场份额持续增加。

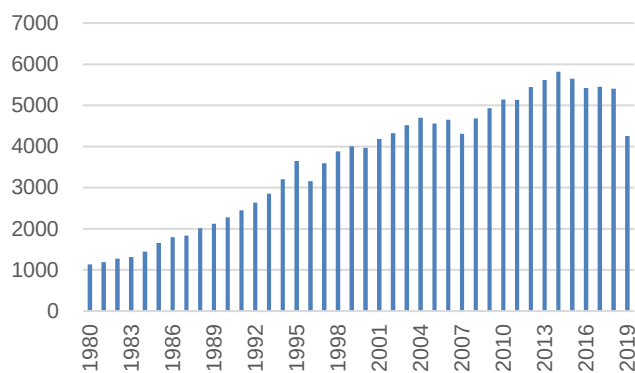
我国生猪产业目前正在处于加速规模化的进程中。一方面，我国年出栏 500 头以下的生猪养殖场数量在持续减少；另一方面，我国年出栏 50000 头以上的生猪养殖场数量在持续增加。2007-2017 年，我国出栏 50 头以下的养殖户数量减少了 55.41%、出栏 50-99 头的数量减少了 23.35%，出栏 5000-9999 头的养殖场数量增加了 142.71%、出栏 10000-49999 头的养殖场数量增加了 129.28%、出栏 50000 头以上的养殖场数量增加了 714%。

图 24：我国历年生猪出栏量（万头）



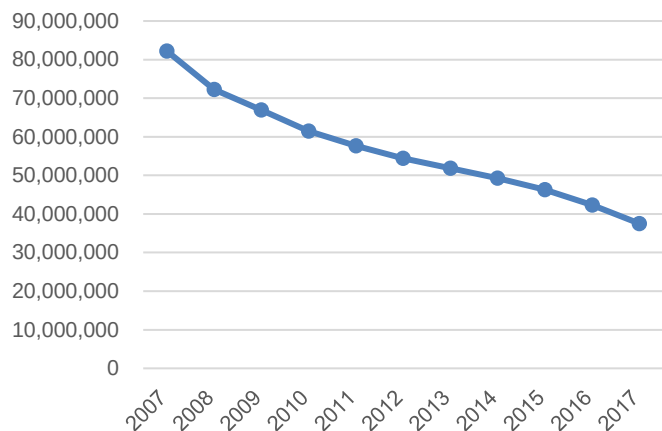
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 25：我国历年猪肉产量（万吨）



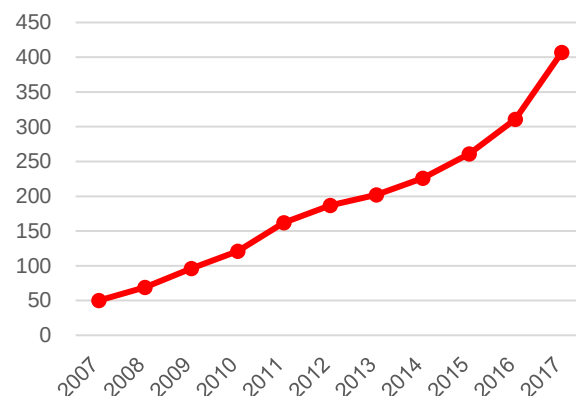
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 26：我国年出栏 500 头以下生猪养殖场数量



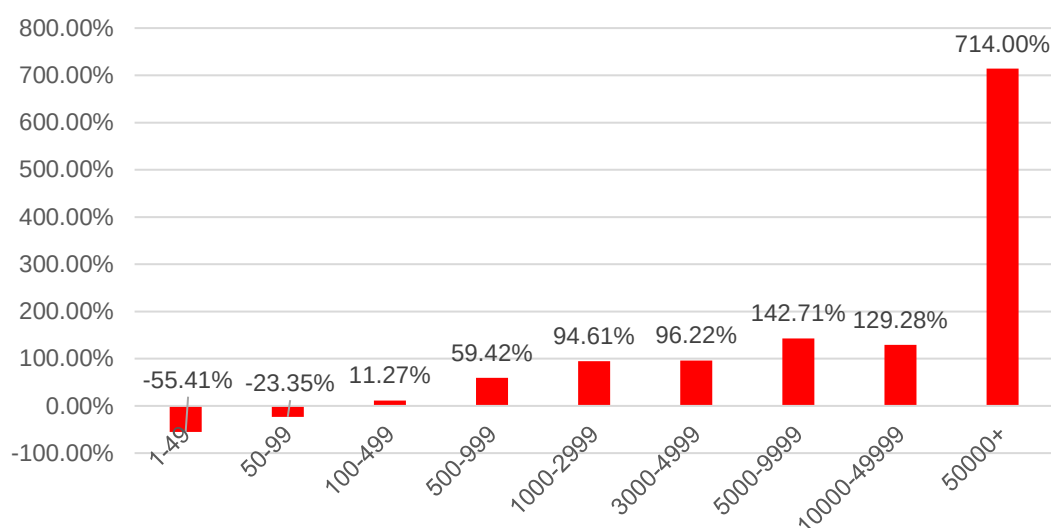
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 27：我国年出栏 5 万头以上生猪养殖场数量



资料来源：Wind、华金证券研究所

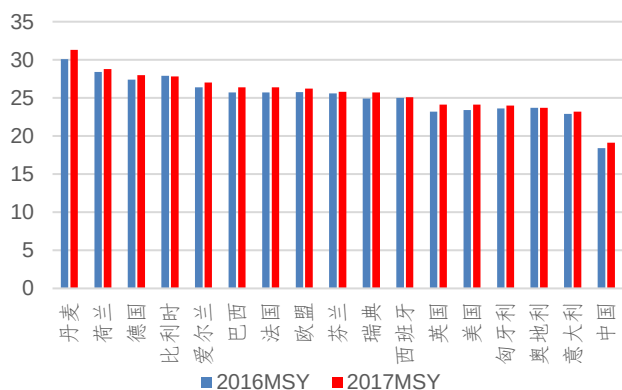
图 28：2007-2017 年我国不同规模养殖场数量变化幅度



资料来源：Wind、华金证券研究所

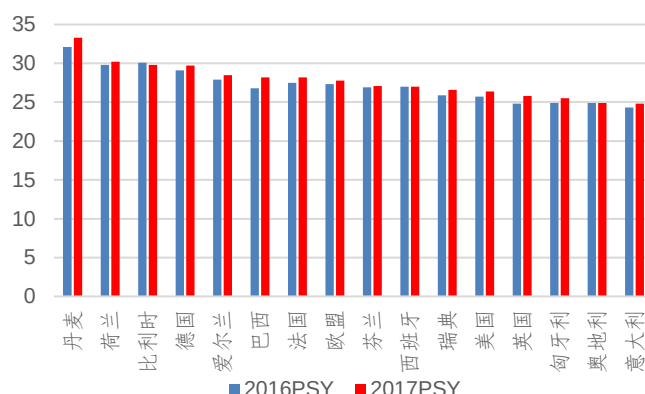
与美欧日等海外生猪产业相比，我国生猪产业仍处于规模化的初级阶段，生产效率指标仍有较大的提升空间。例如，我国生猪产业平均的 MSY 水平不到 20，欧美先进国家平均水平在 26，丹麦全球最高，已经突破 30。我国生猪产业的生产效率仍有很大的提升空间。

图 29：MSY 水平的国际比较



资料来源：BPEX、AHDB、华金证券研究所

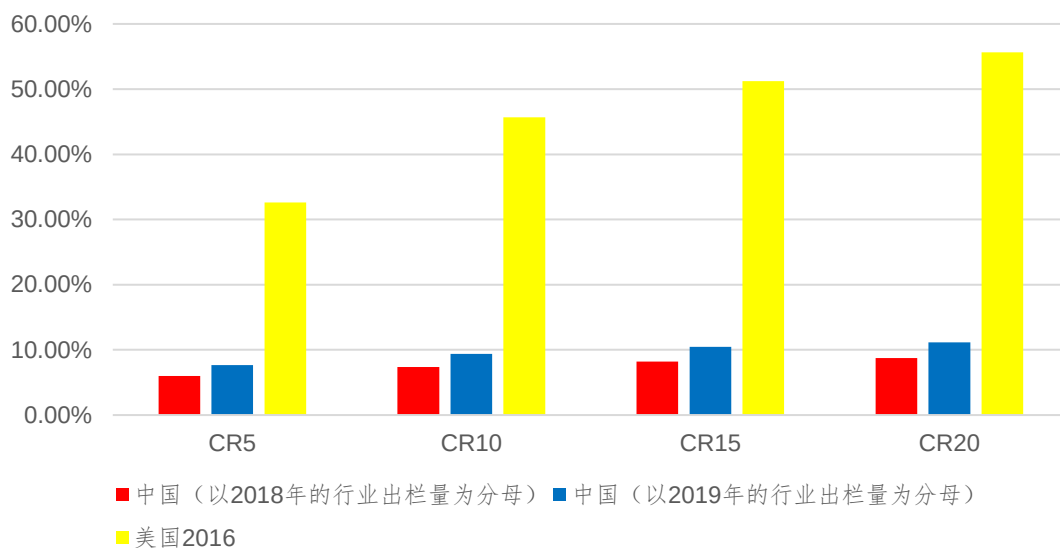
图 30：PSY 水平的国际比较



资料来源：BPEX、AHDB、华金证券研究所

截止 2019 年，我国生猪养殖行业 CR5、CR10、CR15、CR20 分别为 7.64%、9.40%、10.46% 和 11.16%，远低于美国生猪行业的市场集中度（美国分别为 32.63%、45.68%、51.24% 和 55.65%）。此外，从生猪养殖龙头企业国内市场份额的国际比较来看，法国龙头企业国内市场份额为 24.83%、西班牙为 16.85%、美国为 14.66%、巴西为 12.93%、波兰为 9.72%、英国为 9.11%、意大利为 8.76%、越南为 6.76%、加拿大为 6.01%、俄罗斯为 4.64%、丹麦为 3.7%，我国即使按照 2019 年非洲猪瘟期间的极端情况也仅有 3.4%。我国虽然拥有全球最大的生猪养殖产业，但是与海外主要生猪生产国家相比，我国生猪产业集中度仍较低，行业未来具有较大的整合空间。

图 31：我国和美国生猪养殖行业集中度比较

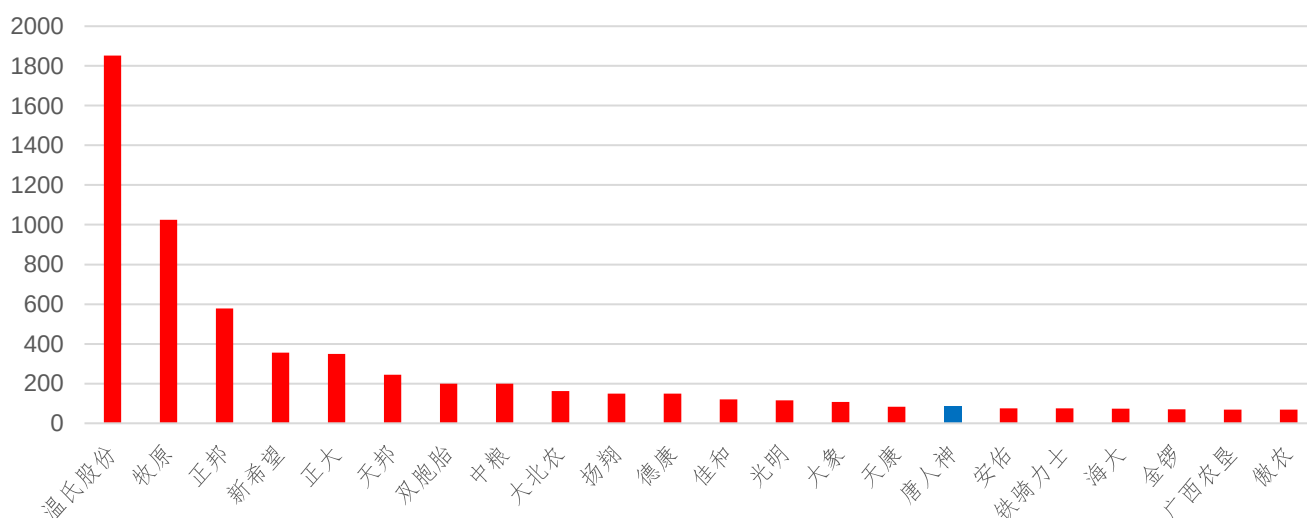


资料来源：中国养猪网、SF、华金证券研究所

唐人神生猪养殖市场份额不到 0.2%，具备较大增长空间

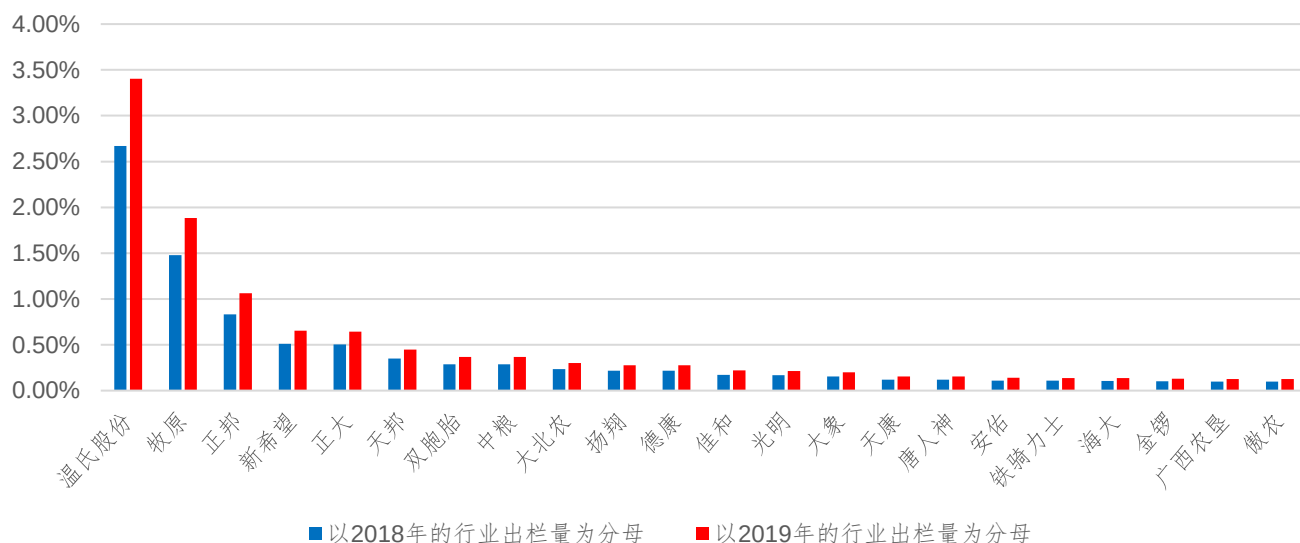
截止 2019 年，唐人神生猪出栏量约为 84 万头，市场份额不到 0.2%，与温氏、牧原、正邦、新希望、正大、天邦和中粮等企业相比，公司的养殖规模 and 市场份额仍有一定差距。在收购龙华农牧之后，公司在原有饲料、育种和下游肉品加工销售等板块的基础上，补齐了短板，公司未来在生猪养殖板块上具备较大增长空间。

图 32：2019 年行业排名前 22 名企业出栏量（万头）



资料来源：中国养猪网、华金证券研究所

图 33：2019 年行业排名前 22 名企业出栏量市场份额



资料来源：中国养猪网、Wind、华金证券研究所（2018 年出栏量接近于正常年份出栏量，2019 年出栏量为非瘟非常时期出栏量）

多年的饲料、种猪繁育经验和龙华农牧自繁自养经验为公司未来拓展生猪养殖版图提供有力支撑

生猪养殖是公司未来重点发力的业务板块。公司从 2008 年起开始开展种猪繁育业务，先后在湖南、河北、甘肃等区域投资建设种猪场，并在 2016 年开始由种猪繁育向生猪育肥延伸，已先后在湖南茶陵、河北大名、河南南乐建成落地“1+3”生猪自繁自养基地。公司在 2019 年根据成本、效率、环保、团队等条件综合考虑，迭代升级了“1+3”生猪自繁自养发展模式，即在一个区域内年出栏 100 万头生猪，同时配备饲料厂、屠宰场，形成生猪全产业链竞争优势。公司采用自繁自养养殖模式，单点新建一个 10000 头母猪场，同时在周边 30 公里范围内配套 3-5 个育肥基地，分散育肥。2019 年，公司加快甘肃天水、云南禄丰、湘西花垣县、以及湖南茶陵等猪场的建设进度，部分猪场已经投产。公司 30 年的猪饲料营养技术经验、“美神”的种猪繁育经验、以及龙华农牧的自繁自养经验，是公司未来大力拓展生猪养殖版图的重要技术支撑。

- ◆ 公司的“骆驼”品牌猪料已有 30 年经营历史，2016 年收购深圳比利美英伟以后，更是实现了产品结构互补，进一步增强了公司饲料业务的产品力。公司目前具备成熟的猪前期料、全价饲料营养研发体系，30 年的饲料营养技术沉淀为生猪养殖板块提供良好的营养技术支撑。
- ◆ 公司从 2008 年开始从事种猪繁育业务，成功培育出拥有高瘦肉率、高屠宰率、高繁殖率，低料肉比、健康度高等特点的“美神”种猪，逐步拥有自己的核心育种技术，获得农业部核心种猪场认证。
- ◆ 2017 年，公司以发行股份及支付现金的方式购买龙华农牧 90% 的股权。龙华农牧自繁自养的模式适合规模养殖，经过将近十年的发展，积累了丰富经验。收购完成后，唐人神通过借

鉴龙华农牧丰富的生猪养殖经验，大力发展生猪养殖业务，2017年、2018年和2019年商品猪出栏量分别为54万头、68万头和84万头。

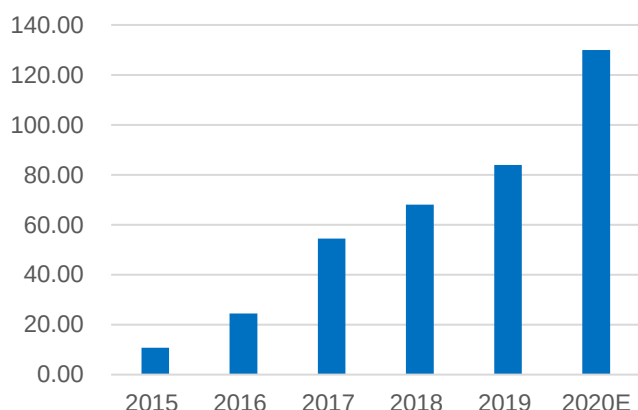
公司设立了“力争十二年内（2031年）实现生猪出栏1000万头，饲料销量1000万吨，营业收入1000亿元，肉品收入300亿元，净利润30亿元”的中长期发展目标，计划在湖南、河北、河南、甘肃、内蒙、广西、广东、云南、四川、山东等区域选址和建设，打造10个年出栏100万头养殖示范县。

图 34：唐人神养殖板块全资及控股子公司情况

序号	子公司	主业	持股比例			成立日期	注册资本 (万元)	实收资本(万元)
			直接	间接	合计			
1	南乐美神	生猪养殖	100%		100%	2018/1/25	1,000.00	
2	甘肃美神	生猪养殖	100%		100%	2018/3/15	1,000.00	
3	永州美神	生猪养殖	100%		100%	2011/11/9	1,000.00	1,000.00
4	河北美神	生猪养殖	100%		100%	2012/4/24	1,000.00	1,000.00
5	荆州美神	生猪养殖	100%		100%	2012/5/7	1,000.00	1,000.00
6	衡阳美神	生猪养殖	100%		100%	2012/7/5	1,000.00	1,000.00
7	贵州美神	生猪养殖	100%		100%	2012/7/5	1,000.00	1,000.00
8	广东美神	生猪养殖	100%		100%	2016/1/11	1,000.00	1,000.00
9	邯郸美神	生猪养殖	100%		100%	2016/9/5	1,000.00	1,000.00
10	湘西美神	生猪养殖	100%		100%	2016/12/29	1,000.00	
11	龙华农牧	生猪养殖	90%		90%	2005/8/9	5,000.00	5,000.00
12	皇图岭生态	生猪养殖	69%		69%	2012/2/21	1,600.00	1,600.00
13	美神国际	生猪养殖		大利信国际持股51%	51%	2012/8/16	1,000万美元	978万元人民币
14	辽宁盛唐	生猪养殖	62%		62%	2014/9/1	850.00	850.00
15	生态农业	生猪养殖	90%	湖南肉制品持股10%	100%	2009/12/24	1,000.00	1,000.00
16	株洲美神	生猪养殖	98%	湖南肉制品持股1.96%	100%	2009/11/18	5,104.85	5,104.85
17	湖南美神	生猪养殖	81%	湖南肉制品持股9%	90%	2008/1/4	3,333.00	3,333.00
18	醴陵农牧	生猪养殖	66%	株洲美神持股4.29%	70%	2012/12/20	2,565.20	2,565.20
19	岳阳美神	生猪养殖		湖南美神持股80%	80%	2011/6/3	1,800.00	1,800.00
20	沈阳美神	生猪养殖		沈阳湘大持股60%	60%	2016/6/15	1,000.00	1,000.00
21	醴陵种猪	生猪养殖		株洲美神持股100%	100%	2017/4/21	853.00	544.26
22	浏阳美神	生猪养殖		株洲美神持股70.01%	70%	2016/3/8	1,607.00	1,607.00

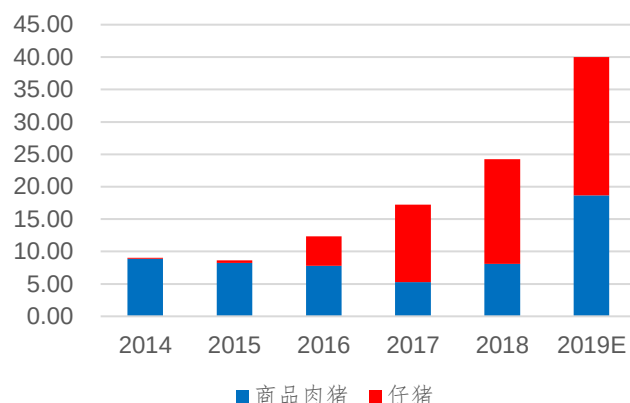
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 35：唐人神生猪销售数量（万头）



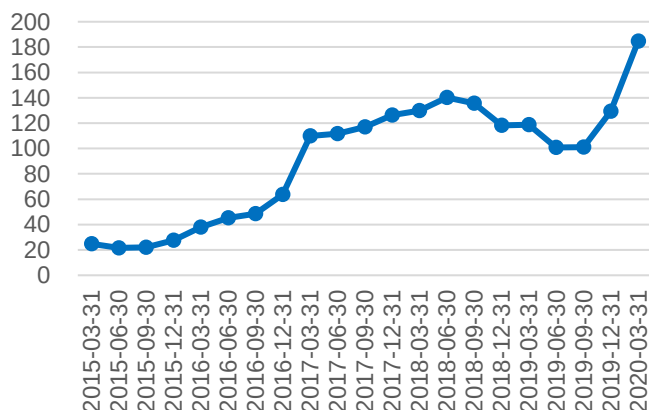
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 36：龙华农牧生猪销售数量（万头）



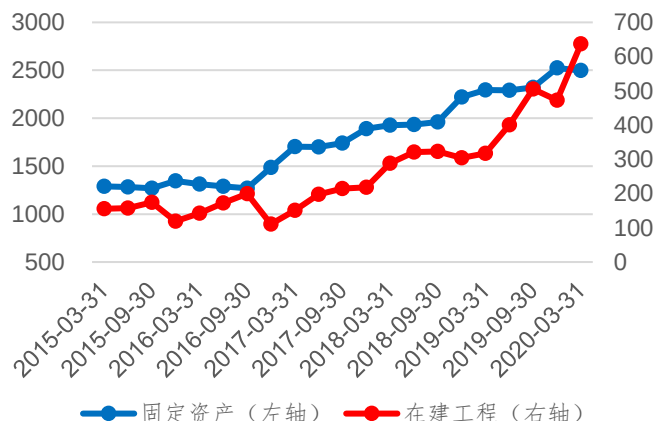
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 37：唐人神生产性生物资产趋势（百万元）



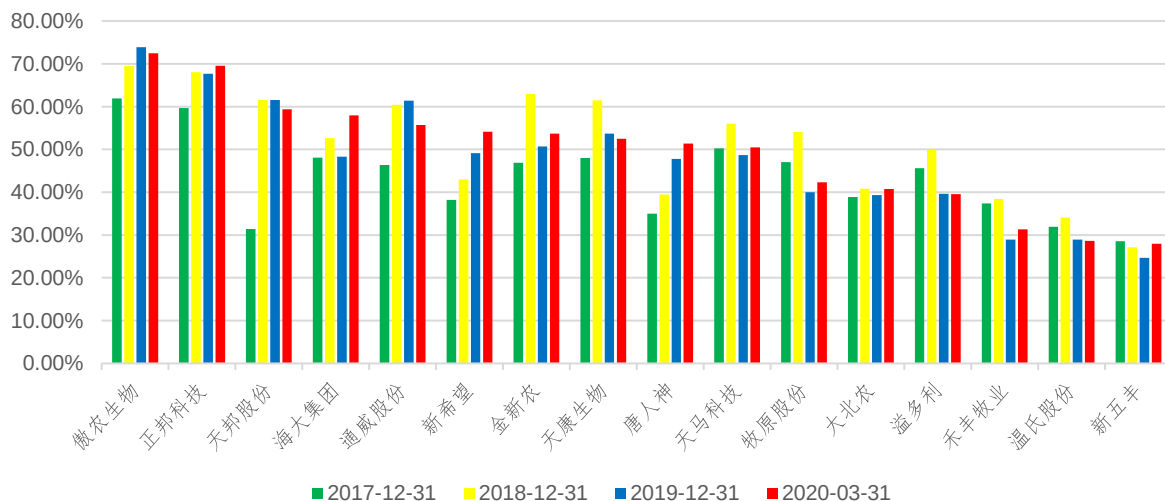
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 38：唐人神固定资产和在建工程趋势（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 39：农业上市公司资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

公司生猪出栏量在 2020 年下半年有望呈现明显的增长趋势

非洲猪瘟疫情以来，由于疫病防控措施薄弱和资金实力等原因，小养殖户加快退出，市场份额加速向大型养殖企业集中，尤其是资金实力雄厚的上市公司。2019 年初以来，生猪养殖上市公司的养殖产能大多保持明显的扩张势头。从生产性生物资产这指标来看，唐人神在 2019 年 4 季度和 2020 年 1 季度出现比较大的增长幅度。从生猪生产周期来看，在不再大规模爆发疫情的情况下，这意味着公司 2020 年生猪出栏会呈现前低后高趋势，尤其是在 2020 年下半年预计会有明显的销售放量过程。

图 40：农业上市公司生产性生物资产趋势

百万元	唐人神	牧原股份	温氏股份	傲农生物	天邦股份	正邦科技	新希望	天康生物	金新农
2019Q1	118.71	1339.95	3257.80	107.22	402.47	1008.73	464.72	50.48	34.17
2019Q2	100.76	1768.02	3280.53	122.15	378.36	1253.00	592.32	58.28	82.38
2019Q3	101.12	2836.94	3843.91	179.35	619.02	1812.90	986.43	81.61	70.73
2019Q4	129.38	3835.01	4296.00	253.24	954.02	5095.16	2510.63	197.89	81.51
2020Q1	184.69	4799.42	4186.58	328.91	1437.65	5195.25	3903.17	211.89	83.11

资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

图 41：农业上市公司月度生猪销量

生猪销量（万头）	唐人神	牧原股份	温氏股份	傲农生物	天邦股份	正邦科技	新希望	天康生物	金新农
2019年1-2月	18.2	202.6	395.36	10.22	51.55	112.24	46.94	13.6	4.53
2019年3月	9.2	105.1	200.94	6.81	24.71	56.52	21.32	7.48	4.71
2019年4月	8.37	105.2	186.5	5.53	24.73	57.51	22.41	7.33	5.09
2019年5月	7.28	88.5	201.62	5.48	24.95	41.13	22.07	5.84	5.17
2019年6月	7.8	80.1	192.98	5.71	23.1	41.96	21.61	6.54	3.39
2019年7月	7.98	68	173.23	6.14	16.09	55.9	31.34	8.19	2.75
2019年8月	7.26	71.1	113.73	8.76	16.86	32.17	35.43	7.57	3.54
2019年9月	5.98	72.5	88.8	6.35	18.01	52.21	35.76	7.24	3.67
2019年10月	3.82	74.4	89.43	3.1	13.55	31.41	37.69	7.1	1.74
2019年11月	4	75.1	81.94	3.4	9.48	35.53	39.58	6.08	2.06
2019年12月	4.04	82.7	127.12	4.45	18.21	61.83	40.84	7.31	2.89
2020年1-2月	6.61	139.5	140.06	11.49	28.79	64.24	55.29	8.81	4.53
2020年3月	5.14	116.9	85.2	7.9	22.59	40.58	27.07	6.65	2.55
2020年4月	5.2	124.7	86.42	8.73	17.48	48.68	31.04	7.77	1.97
2020年5月	5.27	144.7	90.06	10.13	19.13	49.62	49.31	8.71	4.39

资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

唐人神肉制品板块

肉品加工和终端经验领先于其他生猪养殖企业

公司肉制品业务立足于长株潭地区，在株洲设立了湖南肉制品公司，建立了生猪屠宰和肉品深加工基地，专注于湖南特色中式肉品的研究、开发与加工。此外，公司还新建了西式肉制品生产线，主要面向湖南本省及周边市场。公司肉制品业务主要有“中式香肠、休闲肉品、品牌生鲜肉”三大产品，销售模式主要有直销和经销两种形式。直销包括月台销售和大客户销售。月台销售模式中，销售平台设在生产单位库房，由客户自行提货，主要客户是当地猪肉经营户和餐饮企业。大客户销售模式中，公司与开发的长期大客户直接签订购销合同，价格随行就市。经销包括商超、经销商与品牌连锁，公司在省内主要城市建立办事处，直接面向当地的大型超市和农贸市场，通过步步高、新一佳、沃尔玛、家乐福等大型超市及各地商业百货直接销售香肠、腌腊、酱卤等中式肉制品。公司的肉制品销量从 2015 年的 2.45 万吨持续增长至 2019 年的 4.83 万吨，年均增速 18.5%。截止 2019 年，肉制品销售年收入 9.76 亿元，毛利润 1.18 亿元。与其他养殖上市公司相比，唐人神早在 1995 年就通过兼并株洲肉联厂布局下游肉品深加工和终端销售，通过多年的经营积累了较为丰富的产业链运营经验，是公司较为突出的竞争优势之一。

图 42：唐人神肉制品板块全资及控股子公司情况

序号	子公司	主业	持股比例			成立日期	注册资本 (万元)	实收资本 (万元)
			直接	间接	合计			
1	湖南肉制品	肉制品生产销售	100%		100%	1995/12/29	8,317.00	8,317.00
2	上海肉制品	肉制品生产销售	51%	湖南肉制品持股49.43%	100%	2000/8/31	1,400.00	1,400.00
3	株洲品牌	肉制品销售		湖南肉制品持股100%	100%	2009/9/10	100.00	100.00
4	长沙食品销售	肉制品销售		湖南肉制品持股100%	100%	2009/11/27	100.00	100.00

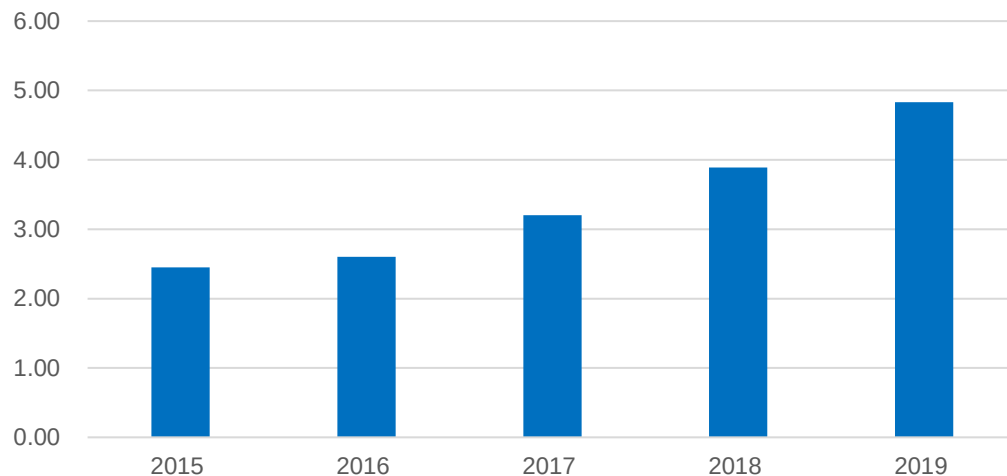
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 43：唐人神肉制品产品分类及客户、渠道

产品分类		产品说明	主要客户群体或销售渠道
中式肉制品	中式香肠	将畜禽肉绞碎，再灌入肠衣，经烘烤或风干加工制成的非即食肉制品。香肠历史悠久、风味独特。有咸味、甜味、辣味、麻辣味等口味。	家庭（老少皆宜）、食堂、餐馆酒店、餐饮公司等
	腌腊肉制品	畜禽肉及其可食用副产经腌制后再经过烘烤制成的非即食肉制品。	家庭、食堂、餐馆酒店、餐饮公司等
	肉类软罐头制品	用复合塑料薄膜袋代替铁罐或玻璃罐来装制，并经杀菌后能较长时间保质的袋装可即食熟肉制品。	年轻人、休闲、旅途、走亲访友伴手礼等
	礼盒	唐人神肉制品组合搭配，装入精致包装盒，并在端午、中秋等特色节庆，加入粽子、月饼组合成特色节庆礼盒。	商务人士、大客户、走亲访友伴手礼等
西式肉制品	酱卤肉制品	酱卤肉制品是原料肉经预煮后，再用香辛料和调味料加水卤制而成的熟肉制品，风味浓郁	家庭、食堂、餐馆酒店、社区、餐饮公司等
	高温火腿肠	以畜禽肉为主要原料，添加淀粉、香辛料等辅料经高温蒸煮等加工工艺制成，其特点是携带方便、保质期长。	学校、农贸、旅游、餐馆、餐饮公司等
	低温肉制品	低温肉制品是相对于高温肉制品而言的产品，是指采用较低的杀菌温度进行杀菌，产品贮存与销售环节温度为0-4℃的肉制品。较大限度地保留了产品的风味和营养。	注重品质的家庭、酒店、餐饮公司、西化饮食习惯的年轻人、烘焙企业等
生鲜肉	鲜、冻猪分割肉及可食用副产	冷鲜肉：片猪肉经过冷却工艺过程，其后腿肌肉深层中心温度不高于4℃，不低于0℃的猪肉。冻猪分割肉：是指屠宰的猪胴体，经过冻结工艺过程，其腿部肌肉深层中心温度不高于-15℃的猪肉。可食用副产：可食用的猪心、猪肝、猪尾、猪脚、猪肚等。	家庭、学校、餐饮公司、餐馆、商超、唐人神品牌连锁门店

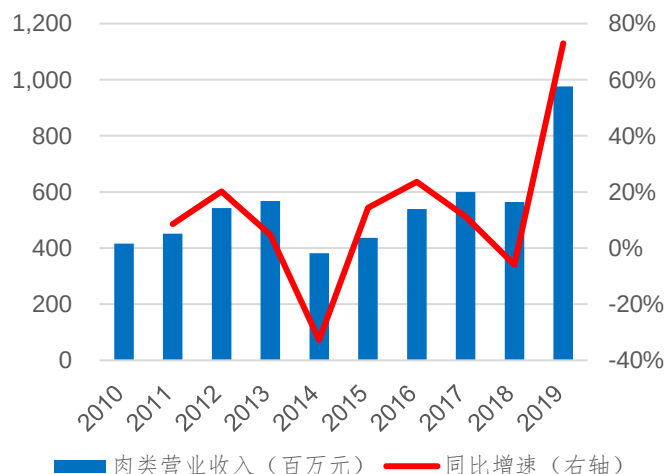
资料来源：公司公告、华金证券研究所

图 44：唐人神肉类销量趋势（万吨）



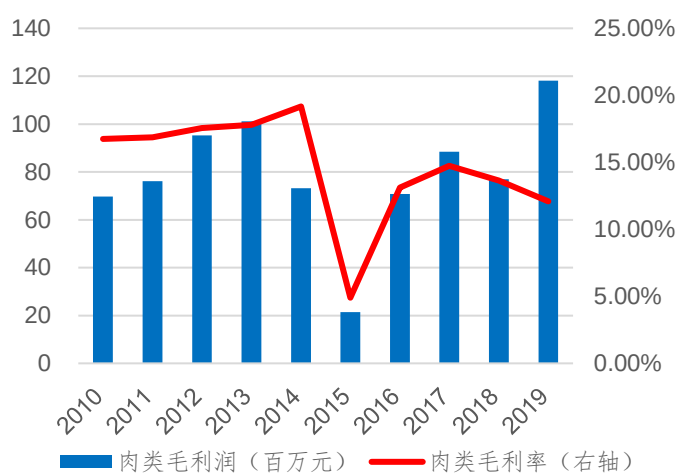
资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 45：唐人神肉类业务收入变动趋势



资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

图 46：唐人神肉类业务毛利润和毛利率



资料来源：公司公告、Wind、华金证券研究所

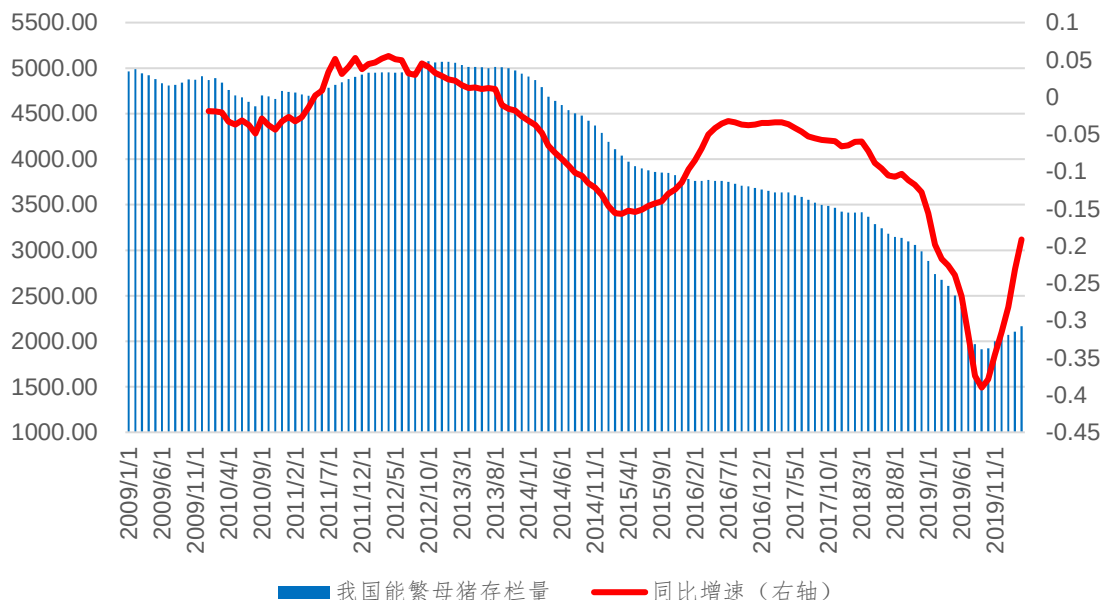
唐人神盈利预测和投资建议

猪价近期有望延续反弹行情，并在下半年维持高位

展望后续生猪价格，我们认为后续有望延续反弹行情，并在下半年维持高位，对于自繁自养的生猪企业而言，下半年仍将是一个高盈利期。(1) 从国内能繁母猪存栏的恢复进度和生产周期来看，2020 年“缺猪”仍是生猪产业的主要矛盾，经过前期压栏育肥猪的集中抛售，后续出栏压力有望较大缓解；(2) 国内能繁母猪存栏量在 2019 年 8-10 月跌破 2000 万头，并形成底部区域，

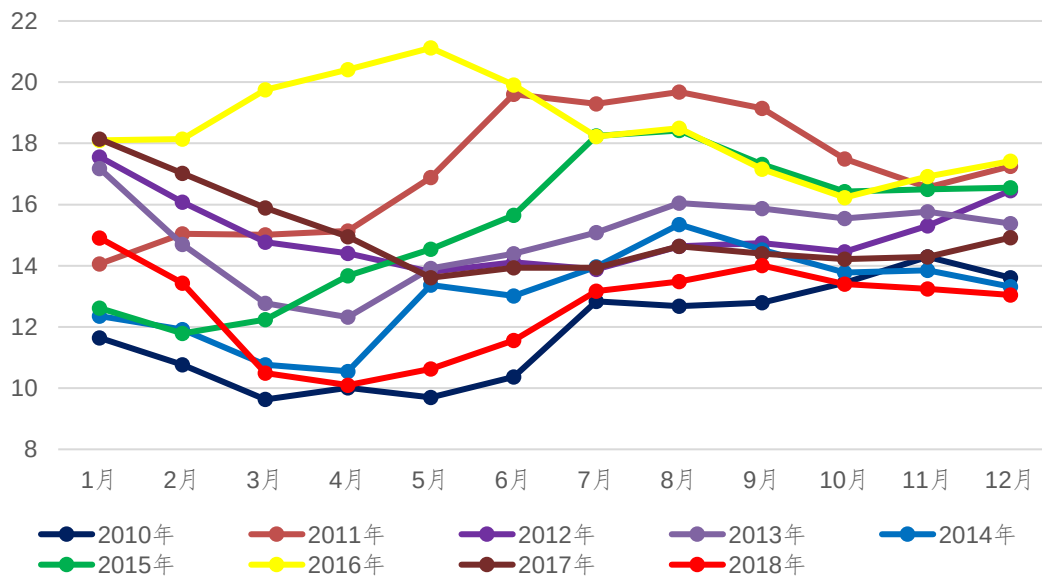
按照生产周期，国内生猪供给在 2020 年 3 季度的供给压力相对较小；（3）根据我国生猪产业过往的运行规律，6 月份往往逐渐开启年度猪价的反弹期；（4）根据国家统计局的统计信息披露，在促进企业复工复产、复商复市，扩大居民消费、增加公共消费等政策推动下，服务业多数行业业务活动稳步恢复，其中餐饮业回暖明显，5 月餐饮业行业商务活动指数位于 55.0% 以上。随着餐饮复业、学校复课、企业复产，猪肉消费需求有望出现回升。

图 47：我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量历史变动趋势



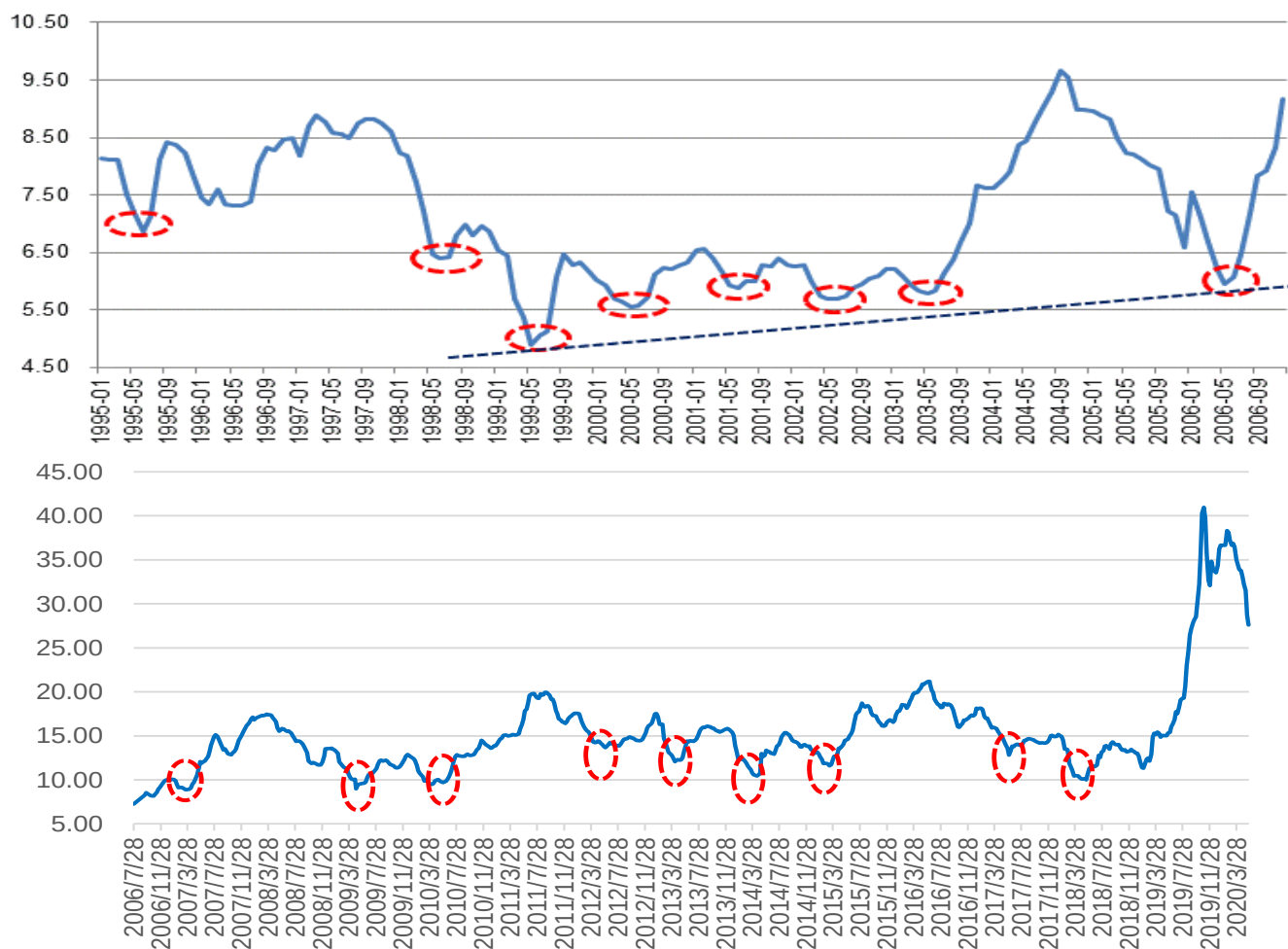
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 48：国内年度猪价底部大多出现在 4-5 月



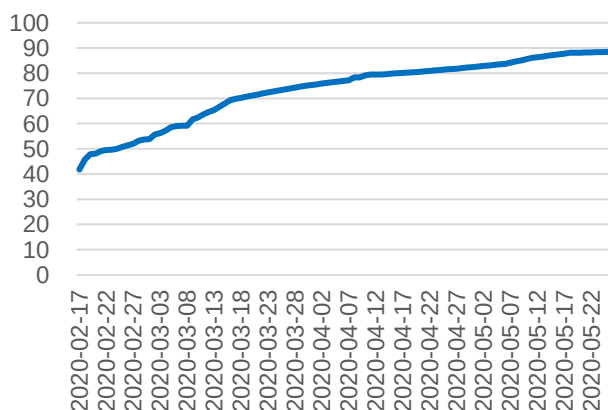
资料来源：Wind、华金证券研究所

图 49：在过去 25 年的猪价走势中，年度猪价底部大部分出现在 2 季度，尤其是 4-5 月



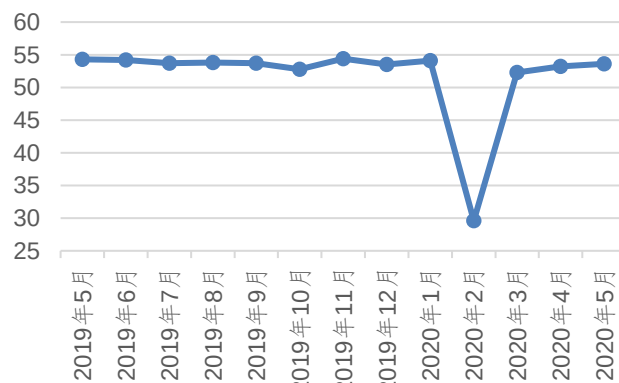
资料来源：Wind、《养猪高参》、华金证券研究所

图 50：招银理财夜光指数(NLDI):工业复工指数



资料来源：Wind、华金证券研究所

图 51：我国 5 月份非制造业商务活动指数继续回升



资料来源：国家统计局、华金证券研究所

唐人神 2020H2 业绩有望环比上升，高猪价高盈利下具有配置价值

2020 年在全年猪价高位震荡和生猪销量逐渐放大的趋势之下，预计唐人神年度业绩同比 2019 年将实现大幅增长，且能见度较高。从环比业绩趋势的角度，在猪价反弹和高位运行的趋势下，伴随着下半年产能的释放，唐人神 2020H2 业绩有望出现明显的环比上升趋势，甚至出现局部时间“量价齐升”的局面。唐人神年初以来基本面改善趋势明显，市场前期关注度较低，预期差和弹性较大。

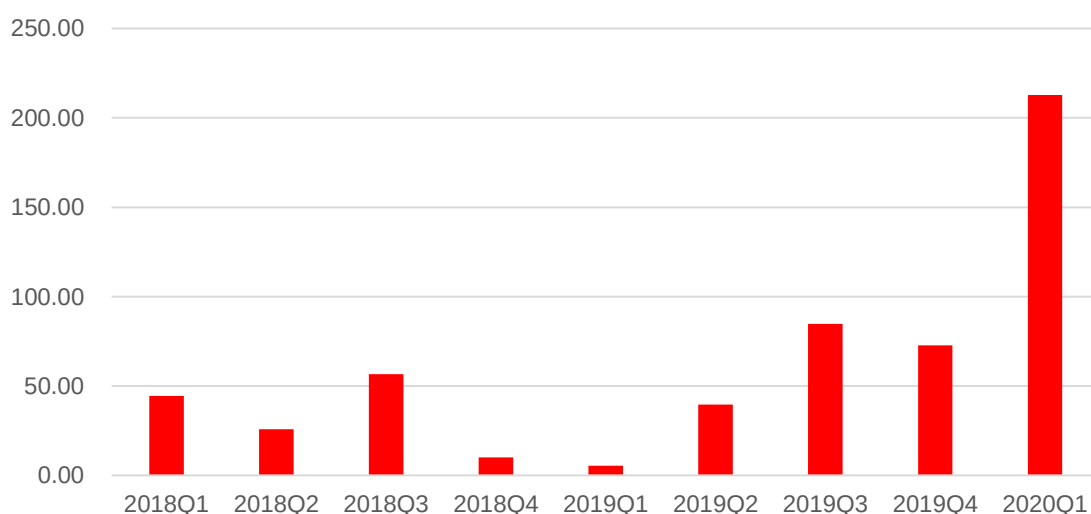
我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别 1.40、0.97 和 0.65 元，公司目前 PE 估值在生猪养殖板块中处于中等水平，在高猪价和高盈利等利好因素驱动之下，公司仍具备估值提升空间和配置价值，维持买入-A 建议。

图 52：生猪养殖上市公司单季度业绩趋势

单季度净利润 (百万元)	2018-03-31	2018-06-30	2018-09-30	2018-12-31	2019-03-31	2019-06-30	2019-09-30	2019-12-31	2020-03-31
温氏股份	1,408.39	-491.05	1,982.54	1,057.56	-460.46	1,843.39	4,702.07	7,882.20	1,892.16
牧原股份	136.04	-214.69	428.85	170.02	-540.94	385.24	1,542.61	4,727.45	4,131.39
新希望	603.71	242.34	604.70	253.91	666.39	895.46	1,509.74	1,970.41	1,626.87
天邦股份	32.18	48.40	40.27	-692.81	-335.29	-32.05	379.28	88.46	476.28
正邦科技	64.38	-255.32	226.11	158.26	-414.23	139.30	325.18	1,596.80	905.62
唐人神	44.39	25.90	56.60	10.04	5.39	39.62	84.66	72.68	212.78
傲农生物	14.08	2.77	14.84	-1.57	17.41	3.99	19.06	-11.30	151.06
大北农	180.87	-76.88	336.59	66.33	-38.85	72.47	268.42	211.25	465.46
天康生物	55.25	52.81	151.25	54.41	28.92	51.09	221.69	342.78	334.55
新五丰	-4.74	-51.35	12.64	7.62	-29.45	35.46	-47.75	105.03	100.49
金新农	18.64	-54.92	-18.43	-232.47	-10.97	28.26	17.68	105.56	68.40
罗牛山	331.34	4.02	54.38	-1.04	-13.45	-33.98	6.19	71.27	22.32

资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

图 53：唐人神单季度净利润趋势（百万元）



资料来源：Wind、公司公告、华金证券研究所

图 54：生猪养殖上市公司 PE 估值水平

PE 估值	EPS		PE	
	2020	2021	2020	2021
牧原股份	9.11	8.63	8.34	8.80
温氏股份	4.66	4.02	4.69	5.44
傲农生物	2.31	2.8	9.74	8.04
天邦股份	2.69	2.54	4.30	4.56
正邦科技	4.04	4.63	4.24	3.70
新希望	3.38	4.1	8.58	7.07
天康生物	2.47	2.23	6.30	6.98
金新农	1.42	1.65	5.22	4.49
平均			6.43	6.13

资料来源：Wind、华金证券研究所

风险提示

因非洲猪瘟疫情和自然灾害导致生猪养殖出栏量低于预期的风险。

因经营情况变化导致前期企业并购所形成商誉减值的风险。

极端天气和自然灾害导致养殖基地受损，从而影响生产和出栏的风险。

草地贪夜蛾和蝗虫等昆虫灾害，以及干旱洪涝等自然灾害导致玉米大豆等原料供给减少和饲料原料涨价的风险。

新冠肺炎疫情转好进度低于预期，从而导致交通运输不畅和引起原料价格波动的风险，以及销售运输不畅的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2468	2736	3841	4493	5396	营业收入	15406	15343	20338	23089	25254
现金	635	743	1085	1775	2073	营业成本	14120	13876	17228	20353	22783
应收票据及应收账款	179	186	297	251	349	营业税金及附加	28	26	35	39	43
预付账款	143	185	249	243	296	营业费用	412	402	529	600	657
存货	1106	1227	1670	1753	2079	管理费用	378	459	569	646	707
其他流动资产	406	396	540	471	600	研发费用	93	164	122	139	152
非流动资产	4062	4545	5179	5385	5457	财务费用	25	26	58	23	-1
长期投资	81	83	94	104	115	资产减值损失	102	-69	61	69	76
固定资产	2340	2653	3269	3479	3553	公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
无形资产	466	478	513	555	598	投资净收益	17	12	14	14	14
其他非流动资产	1176	1331	1303	1247	1190	营业利润	288	355	1769	1252	871
资产总计	6531	7281	9020	9879	10853	营业外收入	4	15	9	8	9
流动负债	2162	3155	3545	3485	3892	营业外支出	26	41	23	25	29
短期借款	768	1509	1576	1509	1509	利润总额	266	329	1756	1235	851
应付票据及应付账款	577	595	860	859	1065	所得税	71	41	193	136	94
其他流动负债	817	1052	1110	1118	1318	税后利润	195	288	1563	1099	758
非流动负债	417	326	304	255	199	少数股东损益	58	86	393	286	210
长期借款	368	252	231	182	125	归属母公司净利润	137	202	1170	813	548
其他非流动负债	49	74	74	74	74	EBITDA	552	724	2118	1641	1282
负债合计	2578	3481	3850	3741	4090	主要财务比率					
少数股东权益	545	474	867	1153	1363	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	837	837	837	837	837	成长能力					
资本公积	1588	1378	1378	1378	1378	营业收入(%)	12.3	-0.4	32.6	13.5	9.4
留存收益	1019	1139	1790	2189	2419	营业利润(%)	-37.3	23.3	398.8	-29.2	-30.5
归属母公司股东权益	3407	3326	4304	4985	5399	归属于母公司净利润	-55.9	47.8	478.4	-30.6	-32.6
负债和股东权益	6531	7281	9020	9879	10853	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	8.3	9.6	15.3	11.8	9.8
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	0.9	1.3	5.8	3.5	2.2
经营活动现金流	563	542	1650	1495	932	ROE(%)	4.9	7.6	30.2	17.9	11.2
净利润	195	288	1563	1099	758	ROIC(%)	5.0	6.7	26.1	16.9	11.1
折旧摊销	234	309	287	349	392	偿债能力					
财务费用	25	26	58	23	-1	资产负债率(%)	39.5	47.8	42.7	37.9	37.7
投资损失	-17	-12	-14	-14	-14	流动比率	1.1	0.9	1.1	1.3	1.4
营运资金变动	13	-174	-241	43	-198	速动比率	0.5	0.4	0.5	0.7	0.7
其他经营现金流	113	106	-4	-4	-4	营运能力					
投资活动现金流	-625	-743	-903	-537	-446	总资产周转率	2.4	2.2	2.5	2.4	2.4
筹资活动现金流	127	126	-471	-201	-188	应收账款周转率	86.0	84.2	84.2	84.2	84.2
每股指标 (元)						应付账款周转率	25.9	23.7	23.7	23.7	23.7
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.24	1.40	0.97	0.65	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.65	1.97	1.79	1.11	P/E	57.1	38.7	6.7	9.6	14.3
每股净资产(最新摊薄)	4.07	3.98	5.14	5.96	6.45	P/B	2.3	2.4	1.8	1.6	1.4
						EV/EBITDA	16.2	13.3	4.5	5.5	6.9

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈振志声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn