

农林牧渔

唐人神 (002567.SZ) 买入 (首次评级)

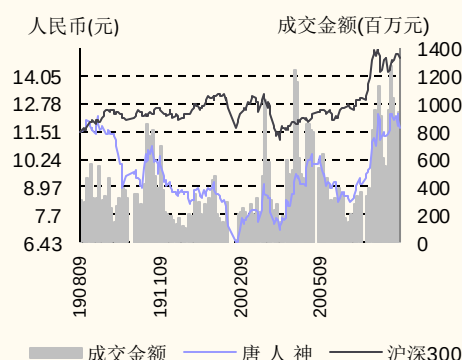
公司深度研究

市场价格 (人民币): 11.64 元

目标价格 (人民币): 13.69 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	8.37
已上市流通 A 股(亿股)	7.74
总市值(亿元)	97.38
年内股价最高最低(元)	12.31/10.81
沪深 300 指数	4708
中小板综	12936



稳定性+弹性俱佳的优质养殖新星

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	0.164	0.242	1.704	1.522	1.199
营业收入增长率	4.07	3.98	5.38	6.70	6.90
归母净利润(百万元)	0.67	0.64	2.30	2.08	1.78
归母净利润增长率	34.64	37.04	6.81	7.63	9.69
摊薄每股收益(元)	-55.87%	47.78%	604.63%	-10.73%	-21.22%
每股经营性现金流净额	4.02%	6.08%	31.68%	22.71%	17.37%
ROE(归属母公司)(摊薄)	836.57	836.57	836.57	836.57	836.57
市盈率(倍)	34.64	37.04	6.81	7.63	9.69
市净率(倍)	1.39	2.25	2.16	1.73	1.68

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **行业集中度有望加速提升, 猪价有望维持相对高位;** 受非洲猪瘟的影响, 我国能繁母猪和生猪存栏均出现下滑, 从中远期来看, 生猪出栏恢复预计还需一定时间, 同时中小产能被加速出清, 行业进入规模化加速发展时期, 我们预计公司 2020-2022 年猪价分别为 32、21、16.5 元/kg。
- **公司全产业链布局优势突出, 生猪出栏量加倍提升;** 公司目前已经形成了生猪全产业链业务布局, 各业务协同发展, 饲料与种猪业务构建生猪养殖成本优势, 目前生猪出栏规划加速, 19 年、20 年生猪出栏量预计达到 130、260 万头, 同比增长 55%、100%, 远期规划出栏千万头; 公司规模扩张能力有迹可循: 1) **公司种猪业务优势明显;** 在非瘟疫情缺猪情况下, 种猪将成为未来产能扩张的核心竞争力, 公司在 08 年便早已布局, 拥有优良的美系祖代原种猪; 2) **非瘟疫情下“1+3”模式保证公司稳步扩张,** 在非瘟背景下“1+3”模式分散育肥, 抗风险能力强, 并且具有生产效率高、养猪成本低、盈利能力好、可复制性强等优势; 3) **公司资本扩张潜力大,** 公司拥有远低于行业平均的资产负债率、并且在建工程、生产性生物资产均保证公司扩张稳步推进。
- **饲料业务优化产品结构, 给公司发展提供稳定现金流;** 公司不断提升饲料销量, 目前公司进一步整合和美、比利美英伟, 发展高端饲料, 公司在湖南、广东、河南、甘肃江苏继续新建生物高科技项目, 生物饲料具有成本低、成活率高、肉质好等多种优势; 公司 2019 年经营性现金流净额达到 5.42 亿元, 给公司生猪业务的扩张提供了稳定的现金流。

投资建议

- 我们看好公司全产业链优势和生猪养殖业务的高成长性, 预计 2020/2021/2022 年归母净利润 14.26/12.73/10.03 亿元, 同比增长分别为 604.63%/-10.73%/-21.22%, EPS 分别为 1.70/1.52/1.20, 给予行业平均估值, 对应目标价为 13.69 元, 首次覆盖, 给予买入评级。

风险

- 猪价上涨不达预期、产能扩张速度不达预期、疫情风险、食品安全风险、疫情影响畜类饲料销量不达预期。

沈嘉妍 联系人
shenjiayan@gjzq.com.cn

汪玲 分析师 SAC 执业编号: S1130520070001
wang_ling@gjzq.com.cn

内容目录

一、生猪养殖的后起之秀	5
1.1 源起饲料，自上而下形成全产业链布局	5
1.2 生猪养殖高弹性增长，饲料业务稳健发展	6
二、行业集中度加速提升，猪价有望维持相对高位	9
2.1 疫情常态化影响生猪养殖产业，近期受南方雨季影响疫情有抬头趋势	9
2.2 规模化趋势有望在非洲猪瘟催化下加速	9
2.3 消费逐步恢复，短期猪价开启上涨态势，长期仍有望维持相对高位	10
三、稳定性+弹性俱佳的养殖新星	14
3.1 远期出栏目标有望达千万头	14
3.2 公司规模扩张能力有迹可循	14
3.2 成本优势和产业链协同是长期竞争力	18
四、传统饲料业务提供稳定现金流	20
4.1 饲料行业增速放缓，公司业务加速提升	20
4.2 内生外延同步扩张，调整结构高端化发展	20
五、拓宽产业链条，最早切入肉类深加工	22
六、盈利预测与投资建议	23
七、风险提示	25

图表目录

图表 1: 唐人神发展.....	5
图表 2: 唐人神全产业链布局.....	5
图表 3: 唐人神各业务介绍	6
图表 4: 公司各项业务营收占比 (%)	7
图表 5: 公司毛利贡献 (亿元)	7
图表 6: 营业收入 (亿元) 及增速 (%)	7
图表 7: 净利润 (亿元) 及增速 (%)	7
图表 8: 公司费用率情况.....	8
图表 9: 公司销售毛利率与净利率.....	8
图表 10: 1981-2020 年 6 月全国平均降水量.....	9
图表 11: 2020 年非洲猪瘟疫情通报情况.....	9
图表 12: 我国生猪养殖结构	10
图表 13: 2018 年前十大养殖企业市占率.....	10
图表 14: 非洲猪瘟导致俄罗斯小型猪厂养殖场规模急剧缩减	10
图表 15: 中国猪肉消费量领先其他肉类品种 (kg/人/年)	11
图表 16: 中国猪肉消费量 (千吨)	11
图表 17: 全国能繁母猪存栏量 (万头)	12
图表 18: 全国生猪存栏量 (万头)	12
图表 19: 生猪繁育周期	12
图表 20: 生猪价格 (元/千克)	13
图表 21: 能繁母猪价格 (元/千克)	13
图表 22: 唐人神出栏量及预测 (万头)	14
图表 23: 成立中美联合基因研究中心.....	15
图表 24: 美神种猪“三高一低”的优良特点.....	15
图表 25: 与华中农大合作建设 1000 万头生猪远程诊断体系项目	15
图表 26: 唐人神养殖模式布局.....	16
图表 27: 唐人神“公司+农户”养殖模式.....	16
图表 28: 2020 年公司投产项目汇总.....	17
图表 29: 生产性生物资产 (亿元)	18
图表 30: 在建工程 (亿元)	18
图表 31: 资产负债率.....	18
图表 32: 70%负债率对应增量资金.....	18
图表 33: 饲料产业链广泛布局.....	19
图表 34: 经营活动现金流净额.....	20
图表 35: 饲料业务发展战略	20
图表 36: 饲料业务 (亿元)	20
图表 37: 饲料销售 (万吨)	20

图表 38：产品互补	21
图表 39：生物饲料三大优势	21
图表 40：饲料毛利（亿元）	21
图表 41：唐人神肉类产品	22
图表 42：肉类业务收入及占比	22
图表 43：肉类业务毛利及毛利率	22
图表 44：唐人神业绩预测拆分	23
图表 45：养殖行业估值对比	24

一、生猪养殖的后起之秀

1.1 源起饲料，自上而下形成全产业链布局

- 唐人神前身为株洲饲料厂，于 1988 年正式成立，在湖南地区开展生猪全产业链业务，并创立“骆驼牌”用以销售生猪饲料。1995 年兼并了株洲肉联厂并正式成立唐人神肉制品公司，开始在省内开展肉制品业务。1996 年，公司收购株洲进出口外贸猪厂，开始进入种猪行业。2011 年，唐人神于深交所成功上市，2016 年，先后并购了深圳比利美英伟和龙华农牧，2019 年，在非瘟疫情行业变革下，今年公司持续扩张，公司发展进入快车道。

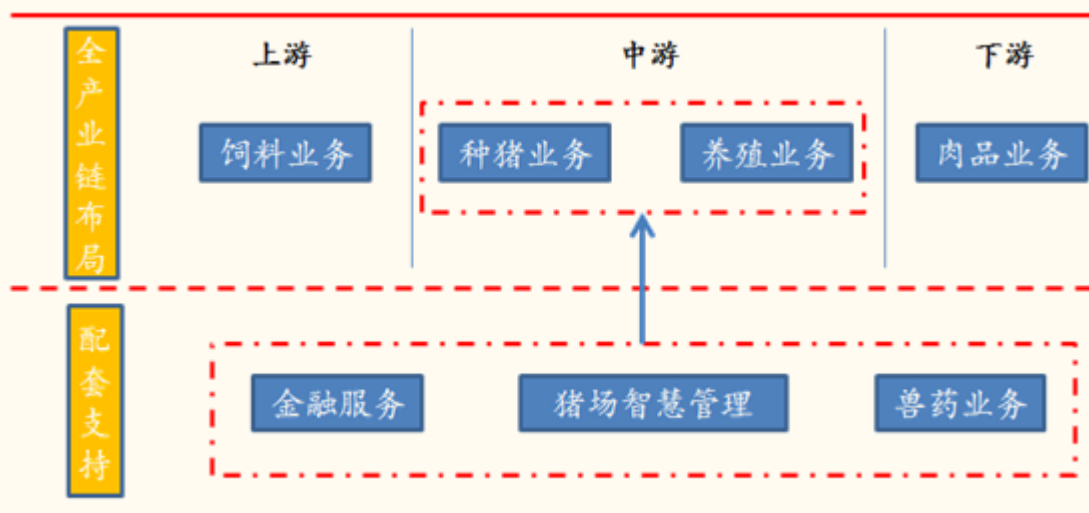
图表 1：唐人神发展



来源：公司公告、国金证券研究所

- 公司目前已经形成了从饲料生产到肉品加工全产业为一体的生猪全产业链业务布局。公司一直致力于布局生猪全产业链，目前已经形成了安全饲料、生猪种猪、健康养殖，肉品加工为一体的生猪全产业链业务布局结构，公司主要产品美神种猪、骆驼饲料、唐人神肉品在市场上享受盛誉，发展至今 30 余年。

图表 2：唐人神全产业链布局



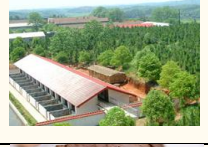
来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 生猪养殖高弹性增长，饲料业务稳健发展

■ 作为全产业链布局的肉类企业，唐人神自上而下布局产业分别为：

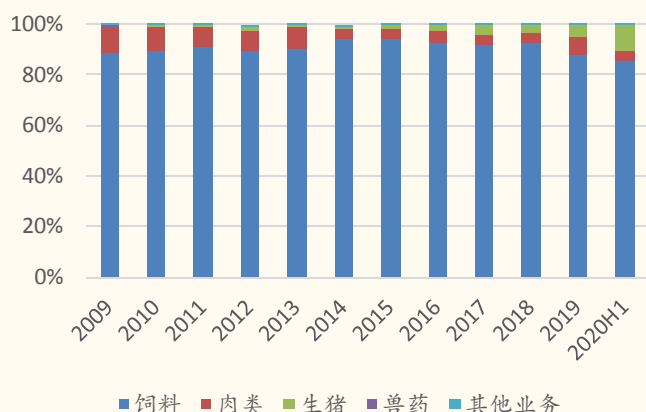
- **饲料业务：**拥有骆驼牌、和美牌、比利美英伟牌等多个知名饲料品牌；2013 年收购山东和美发展禽料，目前禽料猪料占比相近，2016 年收购比利美英伟大力发展高端料；公司饲料子公司分布全国，目前共计 80 余家，产能约 1000 万吨，2020 年销量有望达到 800 万吨。
- **种猪繁殖：**公司拥有与美国华特希尔合资成立的子公司可以直接引进美系良种美神种猪；2015 年与正大、温氏、华特希尔成立美国国际，进行大企业联合专业育种，并进行产学研合作；
- **生猪养殖：**公司重点发展自繁自养，在养殖技术、产能、全国土地储备等均做足充分准备，2022 年生猪出栏目标有望达到 500 万头；目前截至 2020 年上半年，公司存栏母猪 9.8 万头，生产性生物资产 2.86 亿元，年底有望达到 16 万头，将进一步进行全国布局。
- **肉品业务：**形成了中式酱卤熟食、西式高温制品、生鲜肉品等多种品类，将在全国分别新开 5000 家餐饮连锁、专卖店。2022 年有望实现生猪屠宰 500 万头。
- 从收入构成来看，饲料业务为唐人神收入的主要构成部分，生猪养殖为公司业绩弹性主要来源，2019 年受非瘟疫情影响猪价开启上涨通道，公司生猪养殖毛利贡献达到 2.93 亿元，2020 年公司进一步扩张，上半年重点在云南禄丰、甘肃天水、四川雅安、湖南株洲等区域重点布局“1+3”生猪全产业链基地，营收收入为 8.25 亿元，占比提升至 10.45%，并且 2020H1 实现头均盈利 1685 元。

图表 3：唐人神各业务介绍

产业环节	业务介绍	发展现状	产品图例
饲料	公司旗下拥有骆驼牌、和美牌、比利美英伟牌等多个知名饲料品牌	公司在全国建立近 80 多家现代饲料生产基地，产品范围覆盖猪料、禽料和水产料，2018 年公司实现销售饲料 481.01 万吨，同比增长 2.3%。	
种猪繁殖	公司旗下拥有美神种猪	公司现具备种猪存栏近 4000 头，目前正在甘肃建设 3600 头原种猪场，并计划在龙华农牧投资建设一个种猪场。	
生猪养殖	公司具备生猪养殖、屠宰分割能力	目前有 16 个养殖基地，存栏基础母猪 6 万头，年出栏 120 万头，将继续在湖南、河北、河南、甘肃陕西广西云南等地全面布局	
肉品业务	公司形成了中式酱卤熟食、西式高温制品、生鲜肉品等多种品类	品牌肉品将在株洲建设中央厨房，依托“龙华上品”全面进入餐饮连锁与生鲜专卖产业，提升全产业链价值。	

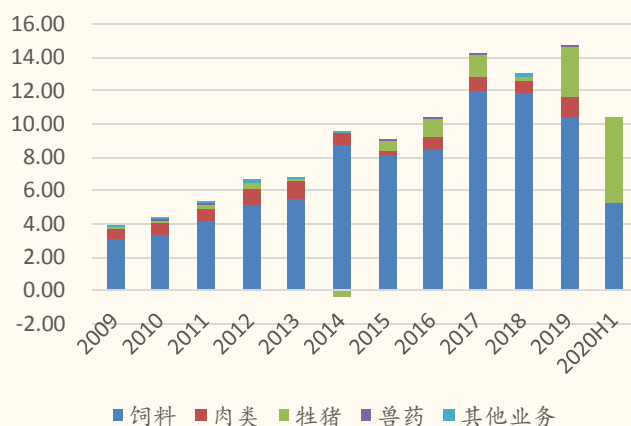
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：公司各项业务营收占比 (%)



来源：公司公告、国金证券研究所

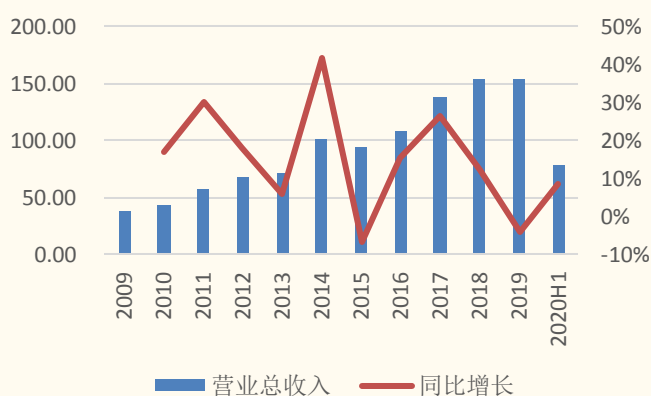
图表 5：公司毛利贡献 (亿元)



来源：公司公告、国金证券研究所

- **生猪价格影响公司业绩**；2018 年公司实现营业收入 154.22 亿元，同比增长 12.28%，实现净利润 1.31 亿元，同比增长-55.81%，公司业绩下滑主要是因为 18 年全年以及 19 年 1、2 月份猪价低迷，非洲猪瘟抑制产区价格导致利润承压；2019 年公司实现营业收入 153.55 亿元，同比下降 4.3%，实现净利润 2.88 亿元，同比增长 2.66%。我们认为，公司生猪业务持续扩张，近两年猪价仍将维持相对高位，有望给公司生猪养殖业务带来充分的业绩弹性。
- **饲料业务相对稳健，业务结构不断优化**，2019 年实现收入 135.05 亿元，同比下降 5.4%，销售 468 万吨，同比下降 2.7%，其中禽料增幅较大，水产料增幅较小，猪料销量下降，主要受到下游生猪养殖需求下降的影响。

图表 6：营业收入 (亿元) 及增速 (%)



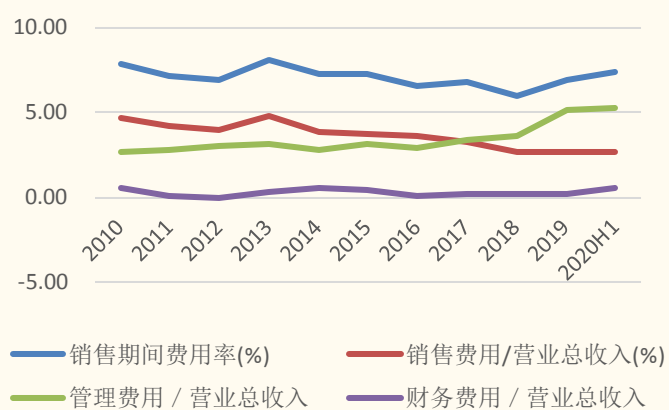
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：净利润 (亿元) 及增速 (%)



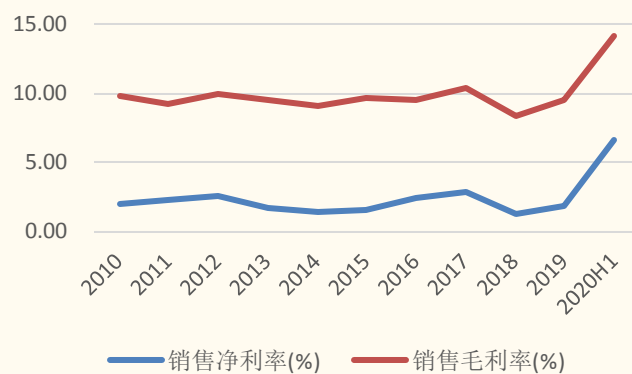
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 8：公司费用率情况



来源：wind、国金证券研究所

图表 9：公司销售毛利率与净利率



来源：wind、国金证券研究所

二、行业集中度加速提升，猪价有望维持相对高位

2.1 疫情常态化影响生猪养殖产业，近期受南方雨季影响疫情有抬头趋势

- 6月中下旬南方地区进入雨季，今年降雨量明显增多，对两广、四川、云贵、两湖部分地区的生猪养殖产生一定影响，降水或对疫情扩散造成一定影响，主要原因有：一是南方生猪养殖场多打井喂养，而南方水量充足打井深度较浅，地表水对病毒的影响或长期存在；二是因为调运，地区价差扩大后会引引起低价格地区生猪调入高价格地区，调运会造成疫情不稳。

图表 10：1981-2020 年 6 月全国平均降水量



来源：中国气象局、国金证券研究所

图表 11：2020 年非洲猪瘟疫情通报情况

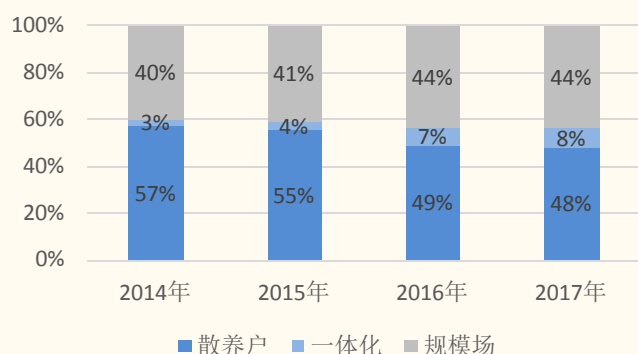
发布时间	地点	存栏(头)	发病数(头)	死亡数(头)
6月5日	云南省永胜县	102	81	81
5月29日	甘肃省兰州市永登县	9927	280	92
4月21日	四川省巴中市南江县下两高速出入口临时动物卫生监督检查站	106	/	2
4月17日	江苏省沭阳县查获3车外省违规调运生猪	17	8	3
4月12日	甘肃省酒泉市瓜州县柳园公路动物防疫监督检查站	320	/	3
4月12日	陕西省榆林市府谷县老高川镇个别散养户	49	/	39
4月5日	重庆市云阳县江口镇一猪场	298	/	64
4月2日	甘肃省陇南市一合作社	218	/	139
4月2日	甘肃省陇南市两当县杨店公路检查站	110	/	67

来源：农业农村部、国金证券研究所

2.2 规模化趋势有望在非洲猪瘟催化下加速

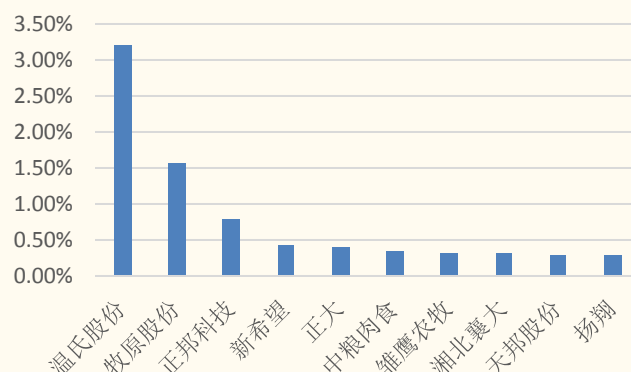
- 目前我国生猪养殖规模化程度仍不高；我国生猪养殖业自 2007 年市场化发展以来规模化程度缓慢提升，2014 年环保政策出台促使规模化程度有较大提升，2017 年我国规模养殖场占比约 52%，其中前 20 大规模企业出栏量占比约 9.8%，美国等欧美国家在上世纪生猪养殖规模化程度便已达到 95%以上，相较而言，我国规模化水平仍有较大提升空间。

图表 12：我国生猪养殖结构



来源：农村农业部、国金证券研究所

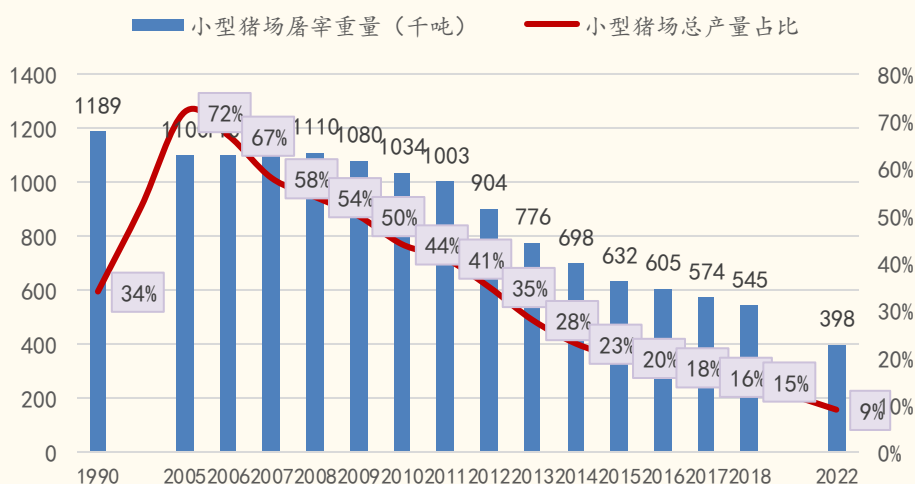
图表 13：2018 年前十大养殖企业市占率



来源：wind、国金证券研究所

- 疫情导致散户大幅去化，规模化程度加速提升；以俄罗斯为例，非瘟疫情爆发后，由于小型养殖场相较于大型养殖场生物防控能力较弱，以及国家后期采取补贴大型养殖场的方式保证全国的生猪供应，小型养殖场其生猪产量占全国总产量的比例从 2006 年的 72% 降至 2018 年的 15%，预计未来将持续下滑。目前非瘟疫情对我国生猪养殖业造成的影响较大，相较于规模养殖户，散养户疫情防控能力较弱，资金实力及管理水平也相对较弱，在此情况下散养户将永久性退出，故在疫情常态化下，我国生猪养殖规模化程度有望加速提升。

图表 14：非洲猪瘟导致俄罗斯小型猪厂养殖场规模急剧缩减

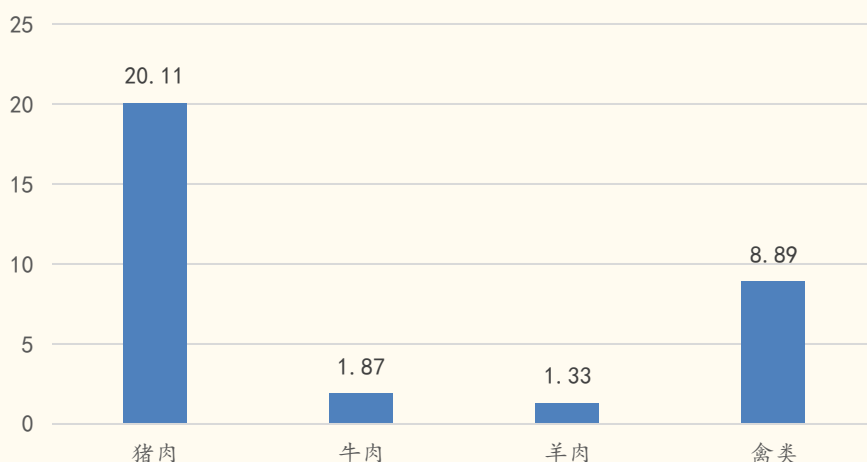


来源：USAD、国金证券研究所

2.3 消费逐步恢复，短期猪价开启上涨态势，长期仍有望维持相对高位

- 猪肉作为居民生活日常消费量最大的肉类品种，虽然其存在牛肉、鸡肉等肉类替代品，但是由于其本身消耗量较大且中国居民已经形成了以猪肉为主的肉类消费习惯，以 2017 年数据来看，中国人均猪肉年均消费量达到 20.11kg，猪肉消费为稳定的必需消费品。

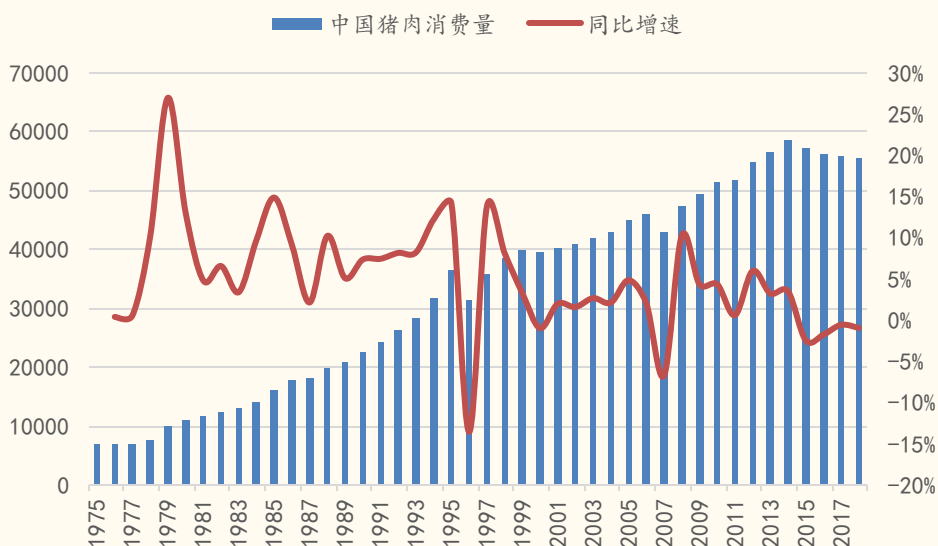
图表 15: 中国猪肉消费量领先其他肉类品种 (kg/人/年)



来源: 农村农业部、国金证券研究所

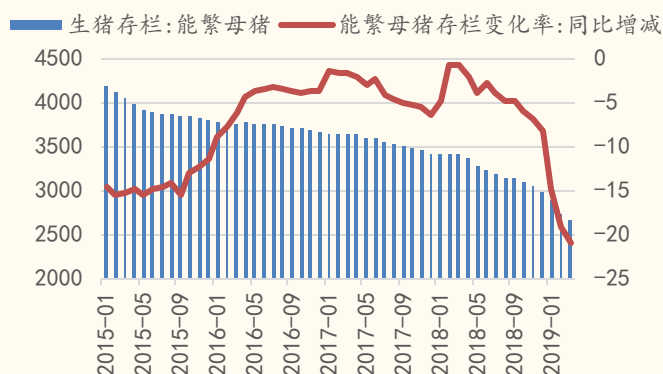
- **需求端: 中国需求量整体稳定, 人均年消费量稳定在 20kg。**短期从中国猪肉消费需求端来看, 2014 年-2018 年近 5 年间, 中国猪肉消费总量虽然略有小幅下滑, 但总体稳定, 中国人均年消费量呈现稳定波动态势, 2013 年-2017 年间, 一直稳定在 20kg/人/年波动。
- **供给端: 疫情导致产能去化, 生猪存栏存在一定恢复期;**受非洲猪瘟的影响, 我国能繁母猪和生猪存栏均出现了断崖式下滑, 截至 2019 年 3 月份, 能繁母猪存栏下滑至 2675 万头, 同比下滑 21%, 生猪存栏下滑至 27421 万头, 同比下滑 18.8%; 按照生猪繁殖周期, 能繁母猪存栏量将直接影响约 9 月之后的猪肉供应, 生猪存栏将直接影响约 5 月之后的猪肉供应, 所以从中远期来看, 生猪出栏恢复预计还需一定时间。

图表 16: 中国猪肉消费量 (千吨)



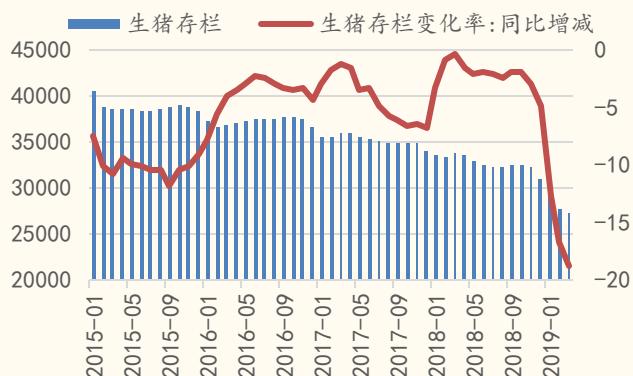
来源: 农村农业部、国金证券研究所

图表 17: 全国能繁母猪存栏量 (万头)



来源: wind、国金证券研究所

图表 18: 全国生猪存栏量 (万头)



来源: wind、国金证券研究所

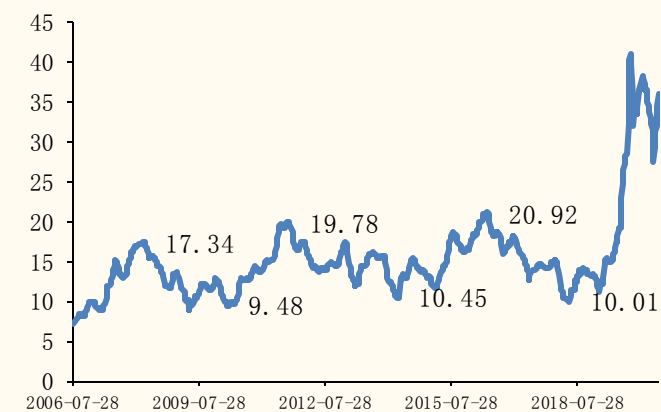
图表 19: 生猪繁育周期



来源: 农村农业部、国金证券研究所

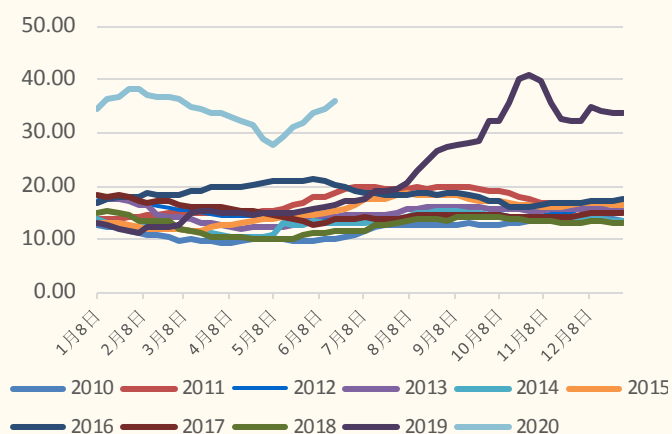
- **价格端: 产能去化催化猪肉价格上行, 预计三季度猪价有望持续上涨。**从目前价格端数据来看, 由于非洲猪瘟对猪肉供应端的影响, 导致价格迅速反弹, 生猪价格从疫情发生前的 13.48 元/kg 上涨到 2019 年年底突破 40 元/kg; 目前三季度猪价有望持续上涨, 主要因为 1) 6 月中下旬南方地区进入雨季, 今年降雨量明显增多, 降水或对疫情扩散造成一定影响, 从而对两广、四川、云贵、两湖部分地区的生猪养殖产生一定影响; 2) 冻肉库存已经回归到较低水平; 3) 6-8 月份期间生猪供给仍维持紧张 (对应去年 6、7 月份的能繁母猪数据, 三季度猪肉消费将逐步回暖, 猪价易涨难跌。

图表 20: 生猪价格 (元/千克)



来源: wind、国金证券研究所

图表 21: 能繁母猪价格 (元/千克)



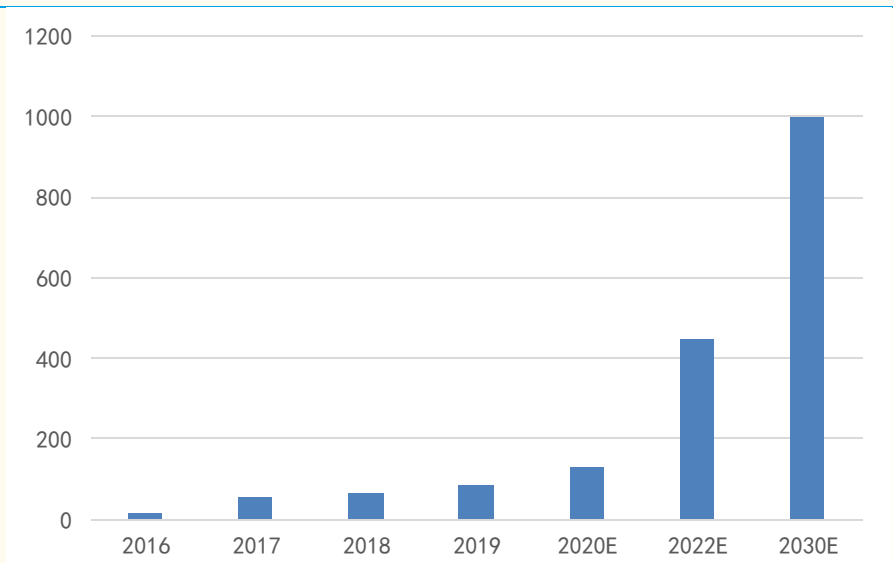
来源: wind、国金证券研究所

三、稳定性+弹性俱佳的养殖新星

3.1 远期出栏目标有望达千万头

- 公司 2015 年正式切入商品猪养殖端，实现了养猪产业从单一种猪研发、生产、销售逐步转型到种猪研产销、苗猪生产与终端养殖并举。2018 年公司共出栏 68 万头，同比增长 26%。考虑到生猪养殖产能从养殖基地建成到释放约需要 2 年（从空栏、补充能繁母猪、怀孕、产子、育肥和新一轮补充母猪到满栏），今年有望达到 130 万头。
- 公司“313”远期工程：即在 2031 年实现营收 1000 亿、饲料 1000 万吨、生猪出栏 1000 万头、肉品 300 亿元、利润达 30 亿元。

图表 22：唐人神出栏量及预测（万头）



来源：公司公告、国金证券研究所

3.2 公司规模扩张能力有迹可循

1) 公司种猪业务优势明显

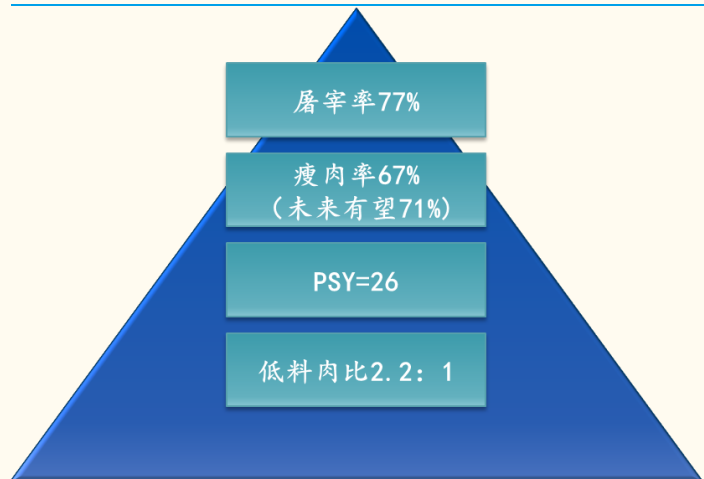
- 在非洲猪瘟疫情的影响下，我们认为当前种猪将成为未来产能扩张的核心竞争力，在未来较长的一段时间内，种猪业务能力恰是保障公司生猪出栏最直接且最有力的因素。
- 公司较早布局种猪业务，早在 2008 年，公司与美国华特希尔合资成立湖南美神育种有限公司，美国威特先公司，拥有全美最大的 SPF 核心种猪场，从美神引种可以等同为从美国引进祖代原种猪。而美神种猪的特点是“三高一低”（高瘦肉率、高屠宰率、高繁殖率，低料肉比），公司作为国内唯一一个获得 NSR 授权的育种单位，竞争优势明显。公司分别于 2008 年和 2013 年从美国各引进 1200 头核心群，公司目前原种猪 3500-4000 头，重点从肉质和抗病性两方面对种猪进行遗传改良。
- 并在 2014 年，唐人神与正大集团、温氏集团、雏鹰农牧、美国华特希尔组建大企业联合定向专业育种联盟，并与华中农大等五家科研院所组建大企业联合定向专业育种产学研联盟，运用分子育种技术，对遗传基因进行改良。在 2014 年，美神已有 11000 多头种猪存栏，PSY 达到 26，144 日龄均重达到 100kg，初产母猪活仔数达 12 头/胎，经产母猪活仔数 13 头/胎，且是中国最健康的种猪（蓝耳双阴，猪瘟、伪狂犬、口蹄疫野毒阴性），全场成活率保持在 98%以上。

图表 23: 成立中美联合基因研究中心



来源：公司公告、国金证券研究所

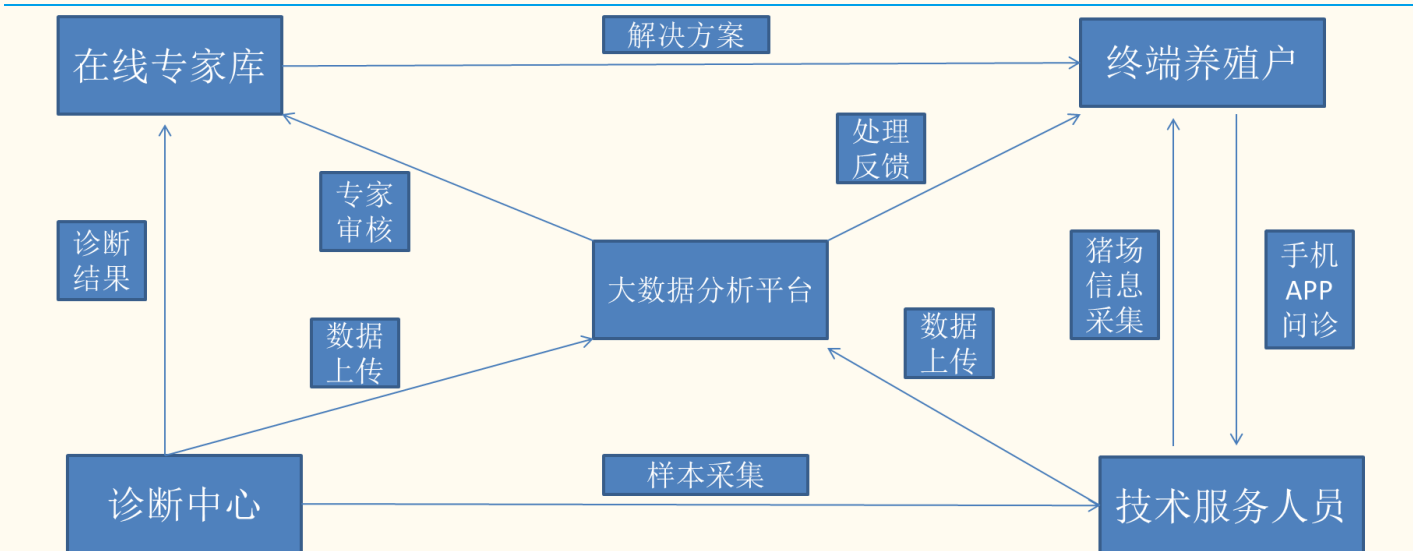
图表 24: 美神种猪“三高一低”的优良特点



来源：公司公告、国金证券研究所

- 在非瘟背景下建立以院士和国内专家为后台的远程诊断防控体系，公司投资 5000 万与中国工程院院士、华中农大教授、中国兽医首席专家陈焕春建设 1000 万头生猪远程诊断体系项目，连接在线专家库与终端养殖户、技术服务人员、诊断中心，为公司生猪和规模猪场远程诊断体系提供技术支持，保证公司在非瘟情况下做到防疫体系领先一步。

图表 25: 与华中农大合作建设 1000 万头生猪远程诊断体系项目

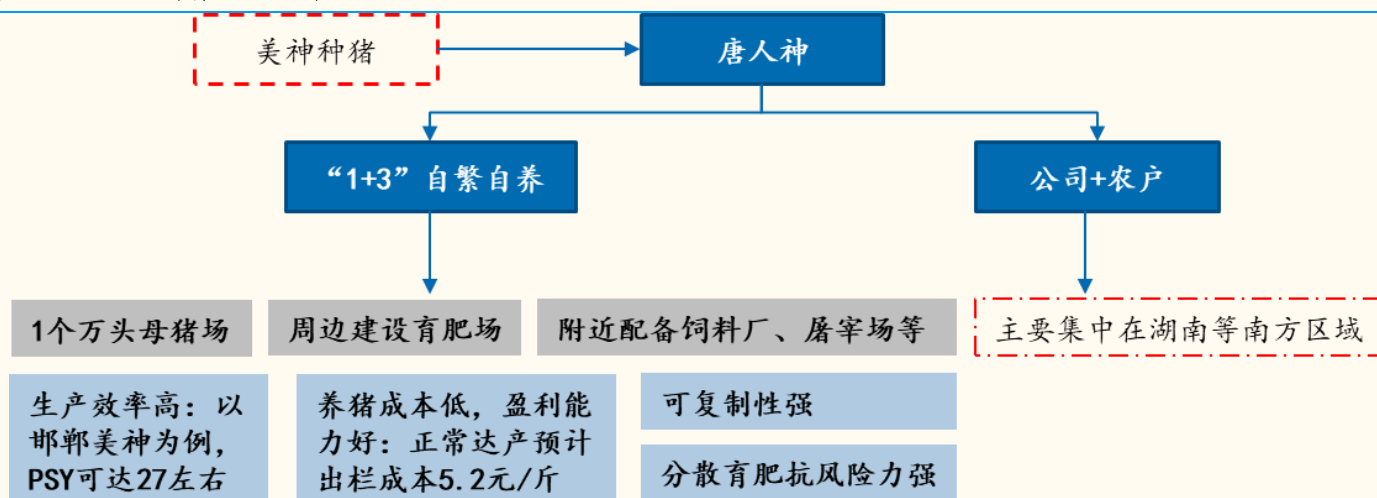


来源：公司公告、国金证券研究所

- 2) 非瘟疫情下“1+3”模式保证公司稳步扩张
- 目前公司发展模式形成了“自繁自养”与“公司+农户”两种模型并行的发展方式，养殖事业部形成了独特的“1+3”全产业链模式，“1+3”生猪自繁自养发展模式和“1+3”轻资产租赁发展模式，公司目前已经完成的产能布局主要分布在湖南、河北、河南、云南、甘肃等省份。
- 公司采取的自繁自养模式为“1+3”模式，即繁育和养殖分离，在一个区域内建设 1 个母猪场，在周边建设相应产能的育肥场，同时在附近区域内投资建设饲料厂、屠宰场等，形成“1+3”自繁自养生猪全产业链养殖基地，公司计划打造 10 个 100 万头“1+3”养殖基地，实现 1000 万头的生猪出栏规划。在非瘟背景下“1+3”模式优势明显：
- 分散育肥，抗风险能力强；

- 生产效率高：以邯郸美神为例，PSY 可达 27 左右；
- 养猪成本低，盈利能力好：正常达产预计出栏成本 5.2 元/斤；
- 可复制性强。

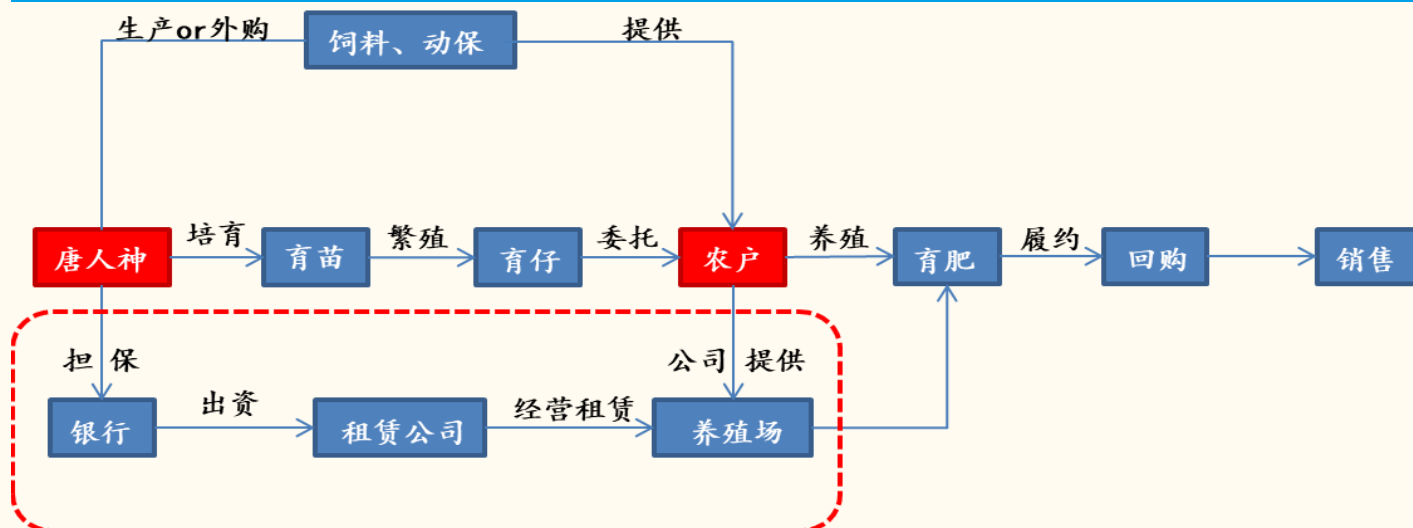
图表 26：唐人神养殖模式布局



来源：公司公告、国金证券研究所

- 而在公司+农户模式下公司承担源头育种、种苗提供、饲料生产、疾病防治关键环节，合作城农户(或家庭农场)进行育肥；公司+农户模式轻资产运作，实现生猪规模的快速扩张，养户严格按照公司要求自建猪舍，自主经营，减少公司经营风险，平滑猪肉价格波动带来的经营风险。

图表 27：唐人神“公司+农户”养殖模式



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 28：2020 年公司投产项目汇总

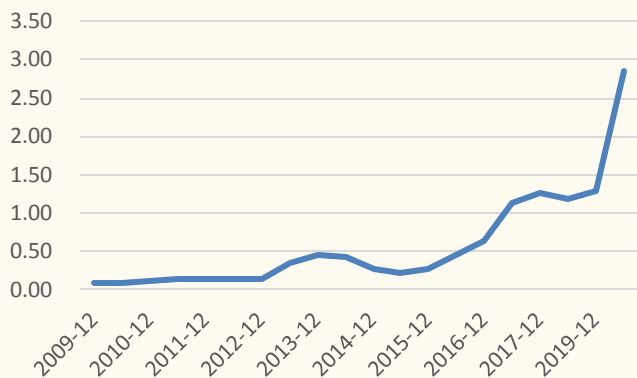
序号	项目名称	存栏母猪	开始时间	投产时间
1	湘西美神 PS 场项目	6750	2019 年 6 月	2020 年 7 月
2	天水原种场项目	2400	2020 年 5 月	2020 年 12 月
3	小天水猪苗项目	4800	2020 年 2 月	2020 年 10 月
4	云南禄丰邓家湾母猪场项目	10200	2020 年 5 月	2020 年 11 月
5	云南禄丰和平姬公庙苗猪项目	10200	2020 年 6 月	2020 年 12 月
6	天水武山洛门邓家湾苗猪项目	10600	2020 年 5 月	2020 年 11 月
7	云南禄丰平掌母猪场项目	7500	2020 年 5 月	2020 年 11 月
8	龙华果园楼房苗猪场项目	10000	2020 年 5 月	2020 年 12 月
9	云南禄丰九龙山苗猪项目	5100		2020 年 7 月
10	益阳瑞慧二场项目	4200	2019 年 11 月	2020 年 6 月
11	娄底黑家宝项目	6200	2019 年 11 月	2020 年 7 月
12	花垣丰盛项目	4800	2019 年 12 月	2020 年 9 月
13	邵阳大山岭项目	3200	2020 年 2 月	2020 年 10 月
14	河南安阳美育项目	3600	2020 年 3 月	2020 年 6 月
15	邵阳市悠久项目	800	2020 年 4 月	2020 年 5 月
16	邵阳达祥牧业项目	1700	2020 年 5 月	2020 年 9 月
	合计	92050	—	—

来源：公司公告、国金证券研究所

3) 公司资本扩张潜力大

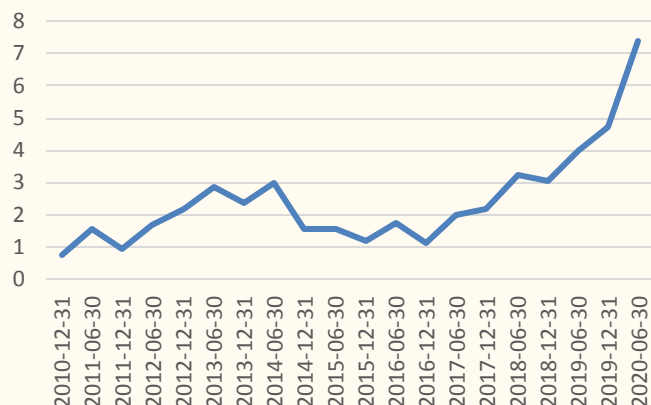
- **短期扩张看公司生产性生物资产和在建工程：**从公司生产性生物资产和在建工程角度来看，公司生产性生物资产快速增长，2020Q1 生产性生物资产达到 1.85 亿元，已经恢复至非瘟疫情前水平，并较于非瘟疫情发生 18 年半年报时增长了 31.6%。
- 公司在建工程也快速扩张，从 2016 年底的 1 亿元到现在的 3.2 亿元，年复合增速达到 78%。在建工程和生产性生物资产的高速增长反映了公司短期生猪养殖产能在快速提升。

图表 29: 生产性生物资产 (亿元)



来源: wind、国金证券研究所

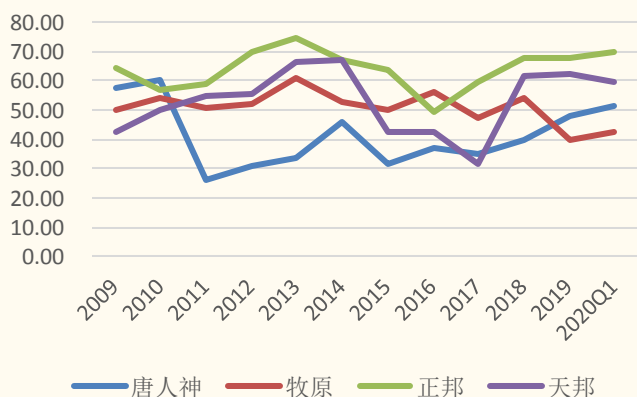
图表 30: 在建工程 (亿元)



来源: wind、国金证券研究所

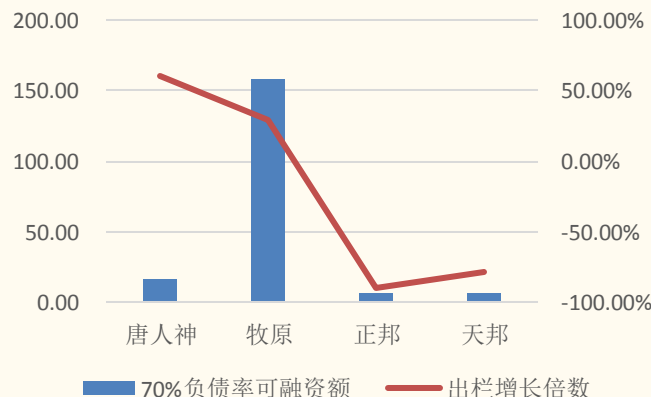
- **长期扩张潜力看公司资产负债率**；由于生猪养殖行业是重资产扩张类型，在公司产能增长的过程当中，需要厂房、生猪资产等较大的投入，目前扩建出栏 100 万头生猪需要资金规模约为 12 亿元，由此可见，公司的资产负债率决定了公司的融资能力，也就决定了公司长期的增长潜力。
- 在同行业的对比当中，2019 年公司资产负债率仅仅只有 47.81%，同同业正邦科技 68%、天邦股份 63%相比仍处于较低水平。2020Q1 公司资产负债率为同时我们假定公司负债率扩张到 70%，对应到融资额唐人神仍有 64 亿元，公司作为养殖企业的后起之秀，将具备更高的增长弹性。

图表 31: 资产负债率



来源: wind、国金证券研究所

图表 32: 70%负债率对应增量资金



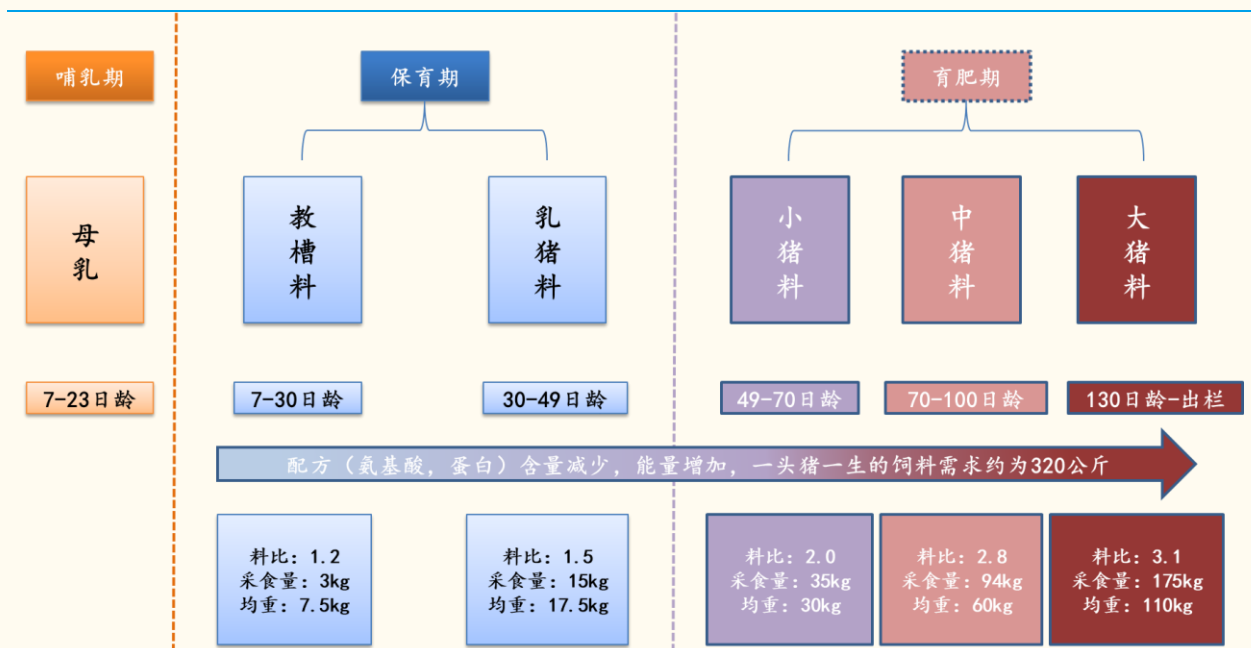
来源: wind、国金证券研究所

3.2 成本优势和产业链协同是长期竞争力

- **饲料成本优势显著**；一头出栏生猪要吃掉大约 300+kg 的精饲料，是生猪养殖环节中重要的成本支出，公司原本为饲料业务起家，猪料产品涵盖了从教槽料到大猪料，覆盖生猪养殖的各个环节。
- 我们认为：1) 公司的饲料产品深耕多年，具有较强的产业优势和产品竞争力，饲料产品的自我供应有助于公司实现低成本育肥；2) 公司饲料产业覆盖全国，采购渠道广泛布局，有助于降低豆粕、玉米等饲料原材料成本。
- **全产业链化布局带来产业链的延伸，使得公司各个环节业务可以协同发展**：
 - **饲料端**：拉动上游饲料的销量，未来饲料行业的竞争愈发激烈，饲料企业向下游转型成为保量增长的必然趋势；
 - **养殖端**：以养殖承接上游饲料和下游肉制品，公司是少有的饲料和肉制品同时具有较强品牌效应的企业；

- **肉品端：**加强养殖的同时，公司将大力发展消费端，一来消化新增的出栏量，二来以品牌来锁定终端的利润，减少养殖环节的猪价风险，达到稳定经营的效果。

图表 33：饲料产业链广泛布局



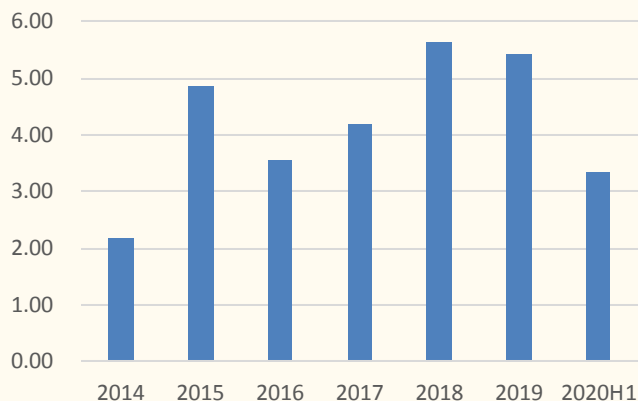
来源：公司公告、国金证券研究所

四、传统饲料业务提供稳定现金流

4.1 饲料行业增速放缓，公司业务加速提升

- 公司饲料业务以“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，2019 年饲料整体销量约 468 万吨，销量同比下降约 3%，营收同比下降 5.14%。
- 公司 2019 年经营性现金流净额达到 5.42 亿元，给公司生猪业务的扩张提供了稳定的现金流。

图表 34：经营活动现金流净额



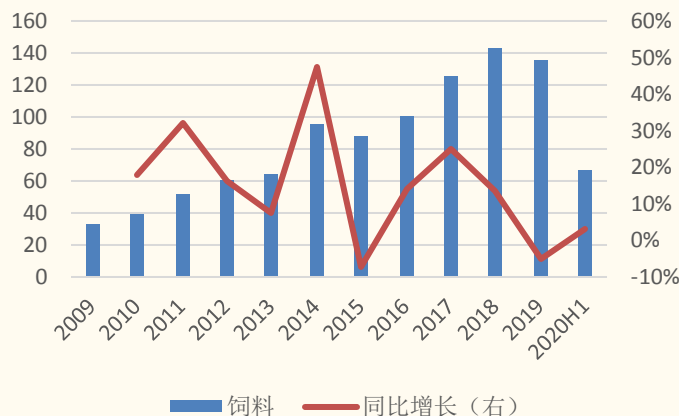
来源：wind、国金证券研究所

图表 35：饲料业务发展战略



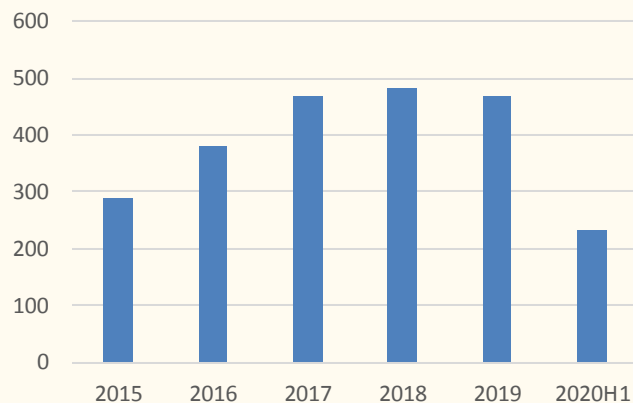
来源：wind、国金证券研究所

图表 36：饲料业务（亿元）



来源：wind、国金证券研究所

图表 37：饲料销售（万吨）



来源：wind、国金证券研究所

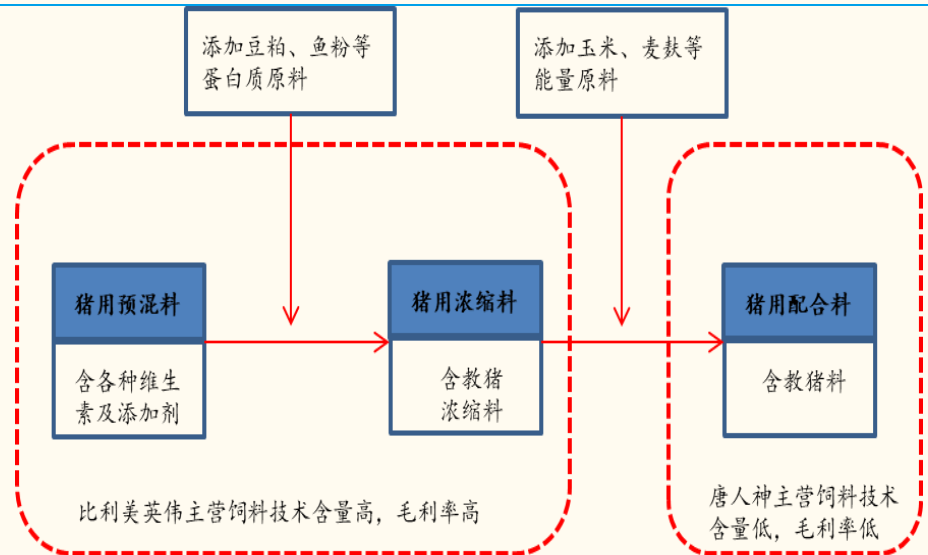
4.2 内生外延同步扩张，调整结构高端化发展

- 内生产能扩张：饲料产业淮安、玉林、荆州项目按计划推进，公司通过“公司+农户”和“公司+合作社”的方式来增加合作农户，提升整体的销量。
- 整合和美、比利美英伟外延增长：2013 年公司并购山东和美集团，扩展禽料市场，目前禽料占比与猪料相当，2016 年公司收购比利美英伟 51% 股权切入前端料市场。通过收购比利美英伟，一方面有利于公司产品结构调整，布局毛利较高的前端料市场，其次进行客户互补，公司的终端客户主要是散户，而随着规模化养殖比例的提升，销售客户以大、中型规模化养殖场及合作饲料厂为主，而比利美英伟以直销为主，并为客户提供优质的客户服务，因此收购比利美英伟有利于公司销售模式的改善。销售区域方面，

唐人神以湖南、湖北、河南为主，比利美英伟以广东、天津等华南地区为主，两者的销售区域也将有效互补。

- **布局生物饲料向高端化发展：**公司在湖南、广东、河南、甘肃江苏继续新建生物高科技项目，并且通过 1000 万头胜者组养猪带动饲料增长，生物饲料具有**成本低**（营养均衡、消化率高、生长速度快，降低 0.2 料肉比、每头节省 60 元）、**成活率高**（降低氨气浓度、减少排泄量，每头母猪每年多提供 2 头活仔）、**肉质好**（肌间脂肪高，保证猪肉细嫩，多卖 2 毛/斤）等多种优势。

图表 38：产品互补



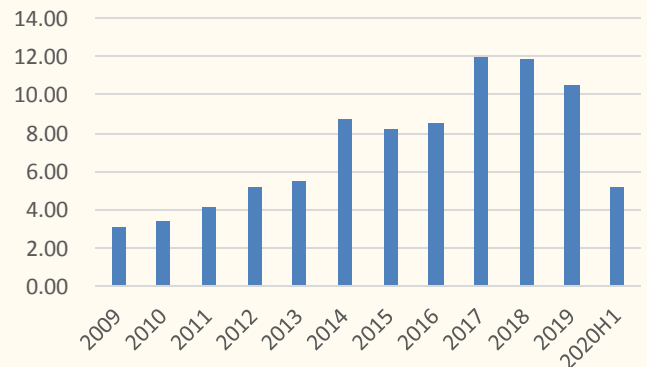
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 39：生物饲料三大优势

生物饲料三大优势		
成本低	成活率高	肉质好
营养均衡、消化率高、生长速度快，降低0.2料肉比、每头节省60元	降低氨气浓度、减少排泄量，每头母猪每年多提供2头活仔	肌间脂肪高，保证猪肉细嫩，多卖2毛/斤

来源：wind、国金证券研究所

图表 40：饲料毛利（亿元）

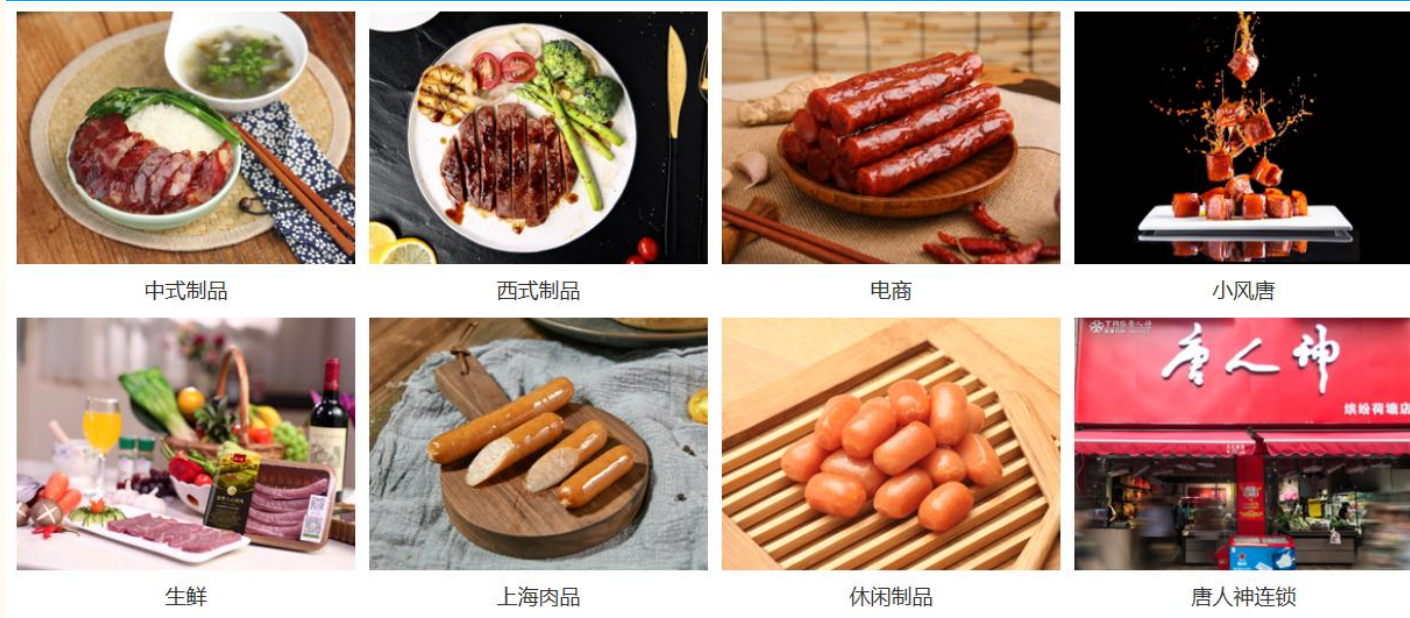


来源：wind、国金证券研究所

五、拓宽产业链条，最早切入肉类深加工

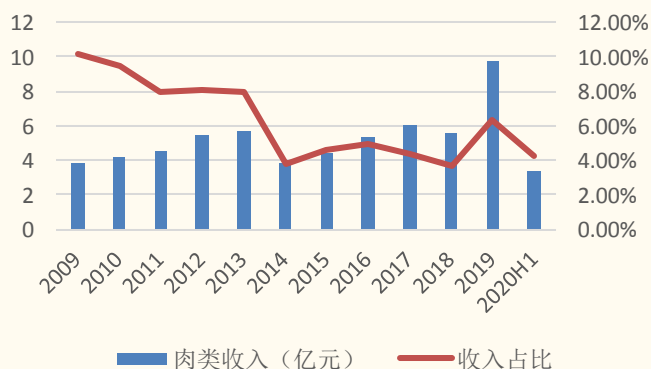
- 公司最早于 1995 年引进德国设备和技术，用先进工艺开发出唐人神香肠、湖南腊肉等品牌肉品，2000 年上海唐人神肉品投产，2002 年唐人神品牌连锁成立，2008 年 10 万吨唐人神西式肉制品加工基地和 100 万头冷鲜肉加工生产线相继建成投产，2017 唐人神产品体验中心正式营业，2020 年中央厨房即将竣工投产。
- 公司拥有多个平台优势：中国肉类食品综合研究中心、国家猪肉加工技术研发分中心、湖南省肉类加工工程技术研究中心、唐人神集团食品技术国际研究院和集团生猪产业链平台等。
- 目前公司形成了中式酱卤熟食、西式高温制品、生鲜肉品等多种品类，将在全国分别新开 5000 家餐饮连锁、专卖店，成功上市了中式香肠、风味肉品、生鲜肉品、西式肉品、休闲食品、团膳食品、高端礼品等十几个品类一百多款产品，打造了“自养好环境、自然好猪肉”的龙华上品猪肉。2019 年公司屠宰生猪 39 万头，同比增长 95%，2022 年有望实现生猪屠宰 500 万头。

图表 41：唐人神肉类产品



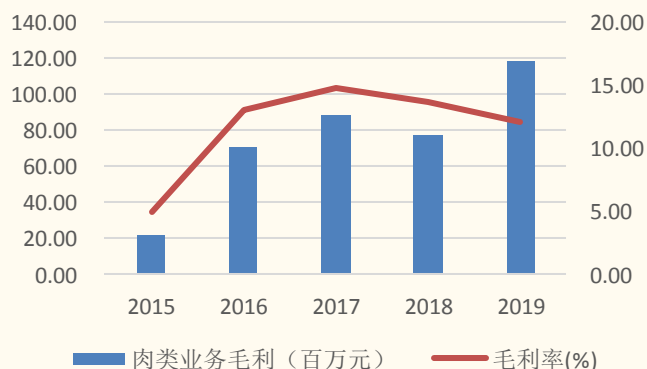
来源：公司官网、国金证券研究所

图表 42：肉类业务收入及占比



来源：wind、国金证券研究所

图表 43：肉类业务毛利及毛利率



来源：wind、国金证券研究所

六、盈利预测与投资建议

■ 营收拆分：

- 1) 饲料业务稳增长：公司传统业务，行业进入成熟期，公司从调整产品结构、降低成本等方面来提高该项业务的盈利能力。我们预计 2020-2022 年公司饲料销量分别为 510.00、540.60、573.04 万吨。
- 2) 生猪业务快速增长：经过三年的积累，公司生猪业务进入成长快车道。根据规划 2020-2022 年出栏量将分别为 130、260、450 万头，预计生猪价格处于持续相对高位，2020-2022 年猪价分别为 32、21、16.5 元/kg。

■ 投资建议：

- 我们预计公司 2020-2022 年实现营收 191.41、209.74、241.69 亿元，同比增长分别为 24.66% 9.58% 15.23%；实现归母净利润 14.26/12.73/10.03 亿元，同比增长分别为 604.63%/-10.73%/-21.22%。
- 生猪价格随着疫情去产能而大幅上涨，故 19 年开始行业公司生猪业务利润高涨，也因为生猪产能的大幅去化行业公司饲料业务在 19 年有所下滑，故我们选取全行业饲料及养殖公司，21 年平均估值为 8.52 倍；唐人神 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 1.70/1.52/1.20，给予行业平均估值，对应目标价为 13.69 元，首次覆盖，给予买入评级。

图表 44：唐人神业绩预测拆分

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
饲料业务						
收入	12563.17	14285.75	13550.60	14790.00	15136.80	16045.01
销量（万吨）	467.00	481.00	467.63	510.00	540.60	573.04
成本	11363.08	13097.81	12501.95	13577.22	13880.45	14681.18
毛利	1200.09	1187.94	1048.65	1212.78	1256.35	1363.83
毛利率（%）	9.55	8.32	7.74	8.2	8.3	8.5
肉类						
收入	600.00	564.14	975.72	926.93	1112.32	1334.78
成本	511.59	487.16	857.62	812.92	974.39	1167.94
毛利	88.41	76.98	118.10	114.01	137.93	166.85
毛利率（%）	14.73	13.65	12.10	12.30	12.40	12.50
牲猪						
收入	548.83	546.09	803.19	3394.30	4695.60	6932.25
销量（万头）	54.00	68.00	83.93	130.00	260.00	450.00
单价（元/kg）	9.24	7.30	8.70	32.00	21.00	16.50
成本	419.72	530.42	510.46	1792.70	3276.00	5519.25
毛利	129.11	15.67	292.73	1601.60	1419.60	1413.00
毛利率（%）	23.52	2.87	36.45	47.18	30.23	20.38
兽药						
收入	10.51	9.54	13.35	15.00	15.00	15.00
成本	4.41	4.74	6.25	6.90	6.90	6.90
毛利	6.11	4.80	7.10	8.10	8.10	8.10
毛利率（%）	58.09	50.32	53.21	54.00	54.00	54.00

总收入	13735.22	15421.99	15355.04	19141.23	20974.72	24168.79
总成本	12298.80	14120.13	13876.28	16189.74	18122.14	21375.27
毛利	1423.72	1285.39	1466.58	2951.49	2852.58	2793.52
毛利率	10.37%	8.33%	9.55%	15.42%	13.60%	11.56%

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 45：养殖行业估值对比

	wind 代码	当前股价	EPS 预期			PE 预期		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
大北农	002385	10.89	0.63	0.70	0.65	17.25	15.48	16.70
新希望	000876	32.82	3.38	4.10	3.50	9.72	8.01	9.39
正邦科技	002157	21.26	3.66	4.31	3.31	5.81	4.93	6.42
牧原股份	002714	91.04	8.94	8.99	7.20	10.18	10.13	12.64
天邦股份	002124	18.88	3.23	2.88	3.04	5.84	6.55	6.21
温氏股份	300498	23.89	4.45	3.98	2.78	5.37	6.01	8.60
傲农	603363	23.42	2.28	2.74	3.01	10.26	8.55	7.78
平均值	-	35.70	4.51	4.58	3.87	9.20	8.52	9.68

来源：公司公告、国金证券研究所

七、风险提示

- **猪价上涨不达预期：**公司业绩受到猪价影响较大，若 19 年猪价未如预期般上涨，将会对公司业绩造成极大的影响；
- **产能扩张速度不达预期：**目前我们对公司 19 年业绩做出判断的重要假设，除了猪价上涨之外，就是产能的不断扩张，若公司养殖/屠宰产能扩张不达预期，将会影响公司未来的发展速度；
- **疫情风险：**非洲猪瘟问题仍未解决，存栏生猪仍具有被感染的风险，而疫情的感染将会加大死淘率以及养殖成本，对公司业绩造成极大的冲击；
- **其他疫病风险：**生猪疫病有猪蓝耳、猪瘟、口蹄疫等，若出现其他疫病情况，也会对生猪产业造成一定损失；
- **食品安全风险：**若公司肉品发现食品安全事件，将对公司产生不良影响。
- **疫情影响畜类饲料销量不达预期：**疫情仍在持续，若对生猪产能去化仍持续严重，将对饲料销售产生影响，继而影响公司业绩。
- **原材料价格波动风险：**生猪饲料原材料是大豆、玉米，若原材料大豆、玉米价格出现波动将影响生猪养殖成本；
- **环保风险：**生猪产业是排污企业，前几年环保政策频出，划定禁养区、限养区，洪涝直接影响如栏舍及设施设备毁损、饲料药物等投入品腐烂失效等，对生猪产业及环境造成较大的影响；
- **股权质押风险：**股权质押总量 7982.80 万股，占 A 股合计比 9.04%。
- **限售股解禁风险：**2020 年 8 月 31 日解禁 3468.59 万股，占总股本 4.15%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	13,735	15,422	15,355	19,141	20,975	24,169
增长率		12.3%	-0.4%	24.7%	9.6%	15.2%
主营业务成本	-12,307	-14,128	-13,885	-16,190	-18,122	-21,375
%销售收入	89.6%	91.6%	90.4%	84.6%	86.4%	88.4%
毛利	1,429	1,294	1,470	2,951	2,853	2,794
%销售收入	10.4%	8.4%	9.6%	15.4%	13.6%	11.6%
营业税金及附加	-28	-28	-26	-31	-36	-41
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-443	-412	-402	-469	-503	-568
%销售收入	3.2%	2.7%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
管理费用	-456	-378	-459	-574	-587	-653
%销售收入	3.3%	2.4%	3.0%	3.0%	2.8%	2.7%
研发费用	0	-93	-164	-191	-210	-242
%销售收入	0.0%	0.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	501	384	419	1,686	1,516	1,290
%销售收入	3.6%	2.5%	2.7%	8.8%	7.2%	5.3%
财务费用	-31	-25	-26	-39	-5	6
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-33	-102	-69	-85	-98	-155
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	17	17	12	20	20	20
%税前利润	3.8%	6.6%	3.8%	1.2%	1.4%	1.7%
营业利润	459	288	355	1,612	1,464	1,192
营业利润率	3.3%	1.9%	2.3%	8.4%	7.0%	4.9%
营业外收支	-10	-22	-26	-10	-10	-10
税前利润	449	266	329	1,602	1,454	1,182
利润率	3.3%	1.7%	2.1%	8.4%	6.9%	4.9%
所得税	-63	-71	-41	-80	-73	-59
所得税率	14.1%	26.6%	12.4%	5.0%	5.0%	5.0%
净利润	386	195	288	1,522	1,381	1,123
少数股东损益	75	58	86	96	108	120
归属于母公司的净利润	310	137	202	1,426	1,273	1,003
净利率	2.3%	0.9%	1.3%	7.4%	6.1%	4.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	386	195	288	1,522	1,381	1,123
少数股东损益	75	58	86	96	108	120
非现金支出	233	336	378	384	438	536
非经营收益	19	19	41	31	5	-4
营运资金变动	-220	13	-174	-14	-87	-164
经营活动现金净流	418	563	533	1,922	1,737	1,491
资本开支	-327	-648	-752	-650	-673	-750
投资	-218	8	-13	-5	-5	-5
其他	12	14	22	20	20	20
投资活动现金净流	-533	-625	-743	-635	-658	-735
股权募资	258	9	0	0	0	0
债权募资	61	400	838	-692	-512	45
其他	-173	-283	-712	-305	-194	-855
筹资活动现金净流	146	126	126	-996	-706	-810
现金净流量	31	64	-84	292	373	-53

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	550	635	743	1,034	1,407	1,353
应收账款	313	393	393	482	529	609
存货	1,102	1,106	1,227	1,334	1,406	1,537
其他流动资产	283	334	373	397	422	464
流动资产	2,249	2,468	2,736	3,247	3,763	3,963
%总资产	37.3%	37.8%	37.6%	39.8%	41.8%	41.4%
长期投资	275	194	210	215	220	225
固定资产	2,234	2,644	3,125	3,420	3,695	3,980
%总资产	37.0%	40.5%	42.9%	42.0%	41.0%	41.5%
无形资产	1,129	1,107	1,059	1,116	1,170	1,254
非流动资产	3,782	4,062	4,545	4,903	5,243	5,618
%总资产	62.7%	62.2%	62.4%	60.2%	58.2%	58.6%
资产总计	6,031	6,531	7,281	8,151	9,006	9,582
短期借款	608	812	1,766	772	260	305
应付款项	1,105	1,150	1,193	1,427	1,571	1,801
其他流动负债	172	199	197	254	263	277
流动负债	1,884	2,162	3,155	2,453	2,094	2,384
长期贷款	173	368	252	552	552	552
其他长期负债	54	49	74	75	75	75
负债	2,111	2,578	3,481	3,080	2,721	3,011
普通股股东权益	3,434	3,407	3,326	4,501	5,606	5,772
其中：股本	837	837	837	837	837	837
未分配利润	778	755	840	2,015	3,121	3,287
少数股东权益	486	545	474	570	678	798
负债股东权益合计	6,031	6,531	7,281	8,151	9,006	9,582

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.371	0.164	0.242	1.704	1.522	1.199
每股净资产	4.105	4.073	3.975	5.380	6.701	6.900
每股经营现金净流	0.499	0.673	0.637	2.298	2.076	1.783
每股股利	0.150	0.030	0.150	0.300	0.200	1.000
回报率						
净资产收益率	9.04%	4.02%	6.08%	31.68%	22.71%	17.37%
总资产收益率	5.15%	2.10%	2.78%	17.49%	14.13%	10.47%
投入资本收益率	9.13%	5.49%	6.30%	25.03%	20.29%	16.49%
增长率						
主营业务收入增长率	26.19%	12.28%	-0.43%	24.66%	9.58%	15.23%
EBIT增长率	58.14%	-23.34%	9.05%	302.49%	-10.07%	-14.92%
净利润增长率	54.37%	-55.87%	47.78%	604.63%	-10.73%	-21.22%
总资产增长率	28.08%	8.29%	11.49%	11.94%	10.50%	6.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.3	4.2	4.3	4.2	4.2	4.2
存货周转天数	29.6	28.5	30.7	32.0	32.0	32.0
应付账款周转天数	16.2	14.1	15.4	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	53.6	55.4	63.1	52.8	49.5	43.4
偿债能力						
净负债/股东权益	5.80%	13.74%	33.40%	5.60%	-9.56%	-7.65%
EBIT利息保障倍数	16.2	15.5	16.2	43.1	284.1	-204.7
资产负债率	35.00%	39.48%	47.81%	37.78%	30.22%	31.42%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH