开源证券

唐人神（002567.SZ）

2021 年 08 月 25 日

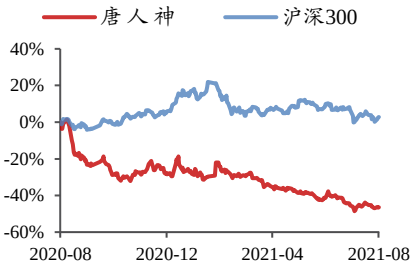
饲料业务量利同增，养殖业务仍实现业绩正贡献

——公司信息更新报告

投资评级：增持（维持）

日期	2021/8/25
当前股价(元)	5.91
一年最高最低(元)	11.65/5.64
总市值(亿元)	71.28
流通市值(亿元)	56.56
总股本(亿股)	12.06
流通股本(亿股)	9.57
近 3 个月换手率(%)	70.96

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-出栏增速领先行业，养殖效益提升可期》-2021.4.27

《公司信息更新报告-出栏加速释放，被低估的养殖新生力量》-2021.4.2

《公司信息更新报告-出栏有望加速释放，看好中期成长空间》-2020.10.27

陈雪丽（分析师）
chenxueli@kysec.cn
证书编号：S0790520030001

● 饲料业务量利同增，养殖业务仍实现业绩正贡献，维持“增持”评级

唐人神发布 2021 年上半年业绩：公司 2021H1 营收 108.34 亿元（+37.21%），归属于上市公司股东净利润 1.76 亿元（-59.29%）。饲料业务量利同增,猪料销量同比大幅增长，拉高饲料整体毛利。生猪养殖业务受猪价下行影响，盈利能力同比下滑，但报告期内仍维持正业绩贡献。基于公司上半年业绩及我们对下半年及 2022 年猪价的预判，下调公司 2021-2022 年预测；基于本轮猪价下跌节点较年初预期提前，预计猪价周期反弹将于 2023 年到来，上调 2023 年预测。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.24/-4.41/14.23 亿元(前预测值为 15.18/7.49/2.76 亿元)，EPS 分别为 0.10/-0.37/1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 57.3/-16.1/5.0 倍。猪价下行期，饲料业务支撑公司业绩下滑边际，上行期养殖业务释放业绩弹性，维持“增持”评级。

● 饲料销量稳步提升，优势成本管理助力盈利能力提升

公司上半年饲料外销 243.28 万吨（+10.61%），销售收入 90.24 亿元（+34.09%）。报告期公司饲料业务盈利能力显著加强，实现饲料毛利总额 7.32 亿元（+40.25%），主要系公司猪料销量占比提升，原料采购成本管理能力持续提升。受益于生猪养殖产能快速恢复，预计下半年公司猪料销量维持同比较高增速。

● 生猪出栏量大幅提升，承借融资安全推动产能扩增

公司上半年生猪出栏 86.95 万头（+210.20%）。受猪价下行及当期在建工程转固增加财务费用影响，上半年公司生猪养殖业务盈利能力同比大幅下滑。下行期，公司及时调整出栏节奏及投资进度，更加聚焦优势区域进行产能规划及投资，当期新增在建工程 5.64 亿元。此外，公司积极拓宽融资渠道，报告期公司借助各类融资工具新增融资金额 37.5 亿元，缓解部分下行期产能扩增所带来资金压力。预计随着公司产能扩增，猪价上行期将显现较显著业绩弹性。

● 风险提示：猪价持续下跌，饲料原料价格居高，出栏量扩张不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,343	18,514	22,403	24,528	28,939
YOY(%)	-0.4	20.7	21.0	9.5	18.0
归母净利润(百万元)	202	950	124	-441	1,423
YOY(%)	47.8	369.6	-87.0	-455.6	422.9
毛利率(%)	9.6	13.3	7.6	5.8	12.9
净利率(%)	1.3	5.1	0.6	-1.8	4.9
ROE(%)	7.6	18.2	2.1	-8.4	22.0
EPS(摊薄/元)	0.17	0.79	0.10	-0.37	1.18
P/E(倍)	35.1	7.5	57.3	-16.1	5.0
P/B(倍)	2.1	1.3	1.3	1.5	1.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2736	4131	4209	5402	5320
现金	743	1053	1557	1606	1918
应收票据及应收账款	186	307	253	367	368
其他应收款	208	271	306	333	417
预付账款	185	461	88	561	215
存货	1227	1844	1813	2342	2209
其他流动资产	188	195	192	192	193
非流动资产	4545	6149	6851	7128	7824
长期投资	83	58	39	24	8
固定资产	2653	3597	4343	4754	5521
无形资产	478	534	577	621	640
其他非流动资产	1331	1960	1893	1728	1655
资产总计	7281	10280	11060	12529	13144
流动负债	3155	3042	3817	6159	5754
短期借款	1509	1117	1189	3798	2745
应付票据及应付账款	595	758	962	973	1135
其他流动负债	1052	1167	1666	1388	1874
非流动负债	326	1377	1159	915	701
长期借款	252	1294	1085	838	624
其他非流动负债	74	84	75	77	78
负债合计	3481	4420	4976	7074	6455
少数股东权益	474	523	523	523	523
股本	837	979	1206	1206	1206
资本公积	1378	2490	2490	2490	2490
留存收益	1139	1897	1959	1735	2491
归属母公司股东权益	3326	5337	5561	4932	6165
负债和股东权益	7281	10280	11060	12529	13144

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	542	1046	1335	-1484	2867
净利润	288	1069	124	-441	1423
折旧摊销	309	92	199	233	269
财务费用	26	63	115	160	170
投资损失	-12	-12	-14	-13	-13
营运资金变动	-174	-686	914	-1413	1028
其他经营现金流	106	520	-4	-10	-11
投资活动现金流	-743	-1913	-865	-489	-944
资本支出	831	2106	722	288	715
长期投资	-31	-23	19	16	17
其他投资现金流	57	171	-124	-185	-212
筹资活动现金流	126	1354	33	-557	-584
短期借款	741	-392	72	29	-27
长期借款	-116	1042	-209	-247	-214
普通股增加	0	143	227	0	0
资本公积增加	-210	1113	0	0	0
其他筹资现金流	-289	-551	-57	-339	-343
现金净增加额	-75	487	503	-2531	1339

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15343	18514	22403	24528	28939
营业成本	13876	16046	20701	23113	25206
营业税金及附加	26	29	38	41	47
营业费用	402	392	571	687	868
管理费用	459	569	627	736	897
研发费用	164	206	246	270	318
财务费用	26	63	115	160	170
资产减值损失	-69	-122	0	0	0
其他收益	18	30	22	23	23
公允价值变动收益	0	-5	-2	-2	-2
投资净收益	12	12	14	13	13
资产处置收益	10	20	10	12	13
营业利润	355	1112	147	-432	1480
营业外收入	15	31	18	20	21
营业外支出	41	47	38	40	41
利润总额	329	1096	127	-452	1460
所得税	41	27	3	-11	37
净利润	288	1069	124	-441	1423
少数股东损益	86	118	0	0	0
归母净利润	202	950	124	-441	1423
EBITDA	724	1309	396	-83	1899
EPS(元)	0.17	0.79	0.10	-0.37	1.18

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-0.4	20.7	21.0	9.5	18.0
营业利润(%)	23.3	213.5	-86.8	-394.5	442.4
归属于母公司净利润(%)	47.8	369.6	-87.0	-455.6	-422.9
获利能力					
毛利率(%)	9.6	13.3	7.6	5.8	12.9
净利率(%)	1.3	5.1	0.6	-1.8	4.9
ROE(%)	7.6	18.2	2.1	-8.4	22.0
ROIC(%)	6.7	15.0	2.4	-3.2	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	47.8	43.0	45.0	56.5	49.1
净负债比率(%)	35.3	25.7	18.0	64.6	28.1
流动比率	0.9	1.4	1.1	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	2.2	2.1	2.1	2.1	2.3
应收账款周转率	84.2	75.2	80.0	79.1	78.8
应付账款周转率	23.7	23.7	24.1	23.9	23.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.79	0.10	-0.37	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.87	1.11	-1.23	2.38
每股净资产(最新摊薄)	2.76	4.43	4.42	3.90	4.92
估值比率					
P/E	35.1	7.5	57.3	-16.1	5.0
P/B	2.1	1.3	1.3	1.5	1.2
EV/EBITDA	12.3	6.9	21.8	-131.5	5.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上;
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%;
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动;
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现;
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平;
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn