

唐人神(002567.SZ)

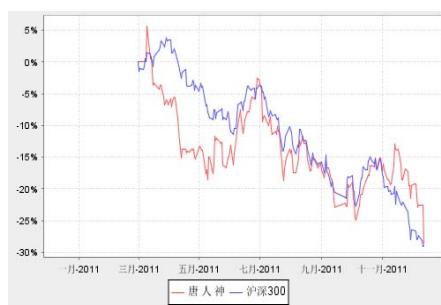
唐人神股价异动点评

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **31.93元**
 分析师: 谢刚 联系人: 胡彦超
 S0740510120005 农林牧渔团队
 021-20315178 021-20315176
 xiegang@r.qlzq.com.cn huyc@r.qlzq.com.cn
 2011年12月29日

基本状况

总股本(百万股)	138.00
流通股本(百万股)	35.00
市价(元)	19.25
市值(百万元)	2656.50
流通市值(百万元)	673.75

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,748.4	4,379.6	5,677.1	7,251.2	9,902.1
营业收入增速	15.18%	16.84%	29.62%	27.73%	36.56%
净利润增长率	26.16%	25.65%	58.66%	33.61%	32.31%
摊薄每股收益(元)	0.64	0.81	0.96	1.28	1.69
前次预测每股收益(元)	0.64	0.81	0.96	1.28	1.69
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	0.00	21.23	15.89	12.01
PEG	0.00	0.00	0.36	0.47	0.37
每股净资产(元)	4.62	5.05	10.52	11.50	12.84
每股现金流量	0.58	0.98	1.29	1.40	1.76
净资产收益率	13.89%	15.97%	9.08%	11.10%	13.16%
市净率	0.00	0.00	1.93	1.76	1.58
总股本(百万股)	103.00	103.00	138.00	138.00	138.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 12月28日唐人神股价大跌, 盘中一度跌停, 终盘收于19.25元, 下跌7.85%。
- **背景:** 近半年以来资本市场频创新低, 市场信心一度达到冰点。12月27日沪综指收于2166.21点, 创近两年多新低, 在此背景下, 2010持续走强、2011年表现抗跌的农业股集体补跌, 水产品、种子、食用油、畜禽养殖、饲料股票近期接二连三补跌, 但多数公司并非挤业绩泡沫, 更多公司是纯粹杀估值。
- **下跌的潜在原因:** 公司近期更换了审计事务所, 我们预计28日公司股价大跌和此信息的负面影响有关, 但更换审计所并不意味着业绩地雷, 而是各有原因——公司原计划在3月提交年报, 但原审计所IPO项目较多、人手不够来不及, 故只能换一家审计所, 目前该情况已经和湖南证监局进行了沟通并获得理解。
- **公司经营稳健, 盈利增长确定:** 据最新沟通结果, 唐人神2011年业绩无地雷。预计公司2011年饲料业务销售170万吨, 略超我们此前预计的164万吨销量, 此前预计的2011业绩增长50-60%目标应能实现。
- **预计2012年各项业务仍将稳步推进。** 根据近期召开的2012年度工作会议, 预计饲料和肉品实现30%的增长, 种猪实现100%以上的增长, 而可追溯猪肉将于明年5月上市, 各项工作进展顺利。
- **看好未来三年饲料和种猪成长:** 受益于饲料行业高景气、产能的快速投放及市场拓展加速, 我们预计2011-13年每年新增饲料产能100万吨, 保障饲料业务年均增长24%; 而公司旗下的美神种猪拥有不逊于美国引种的优良性能, 目前供不应求, 未来扩张计划由原来的10家原种/扩繁场提升至5家原种场+18家扩繁场, 预计2011-13年种猪销量分别为11000、34185、61920头, 同比增长229%、211%、81%。

- 唐人神是国内率先成功打造肉制品纵向一体化产业链的区域龙头，核心竞争优势明显，成长模式清晰，盈利增长质量高。目前股价对应 2012 年 15 倍 PE 和 13 年 11.4 倍 PE，而饲料业的抗周期性较为明显，在宏观经济不景气的 2012 年属于较为理想的避风港，近期股票泥沙俱下提供了较好的买入契机，我们维持前期盈利预测，重申“买入”评级，目标价 31.93 元，对应 2012 年 25 倍 PE，潜在获利空间超过 65%。

图表 1：唐人神饲料业务预测表

饲料业务	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能（万吨）	216	252	258	362	462	562
合计产量（万吨）	91	116	132	164	194	249
产能利用率	42%	46%	51%	45%	42%	44%
销量（万吨）	92.0	115.5	131.8	163.6	193.1	248.5
yoy		26%	14%	24%	18%	29%
产销率	100.7%	99.7%	99.8%	99.8%	99.8%	99.8%
单价（元/吨）	3087	2876	2975	3100	3255	3418
销售收入（百万元）	2840	3321	3922	5073	6284	8495
单位成本（元/吨）	2831	2606	2718	2830	2976	3128
销售成本（百万元）	2604	3010	3584	4630	5746	7775
毛利（百万元）	236	312	338	443	539	720
毛利率	8.3%	9.4%	8.6%	8.7%	8.6%	8.5%
吨毛利	257	270	257	270	279	290

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：唐人神种猪业务预测表

种猪	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量（头）	415	1970	3347	11000	34185	61920
yoy		375%	70%	229%	211%	81%
销售均价（元/头）	5000	5000	4076	5000	5150	5408
销售收入（百万元）	2.1	9.9	13.6	55.0	176.1	334.8
销售成本（百万元）	1.9	8.9	12.0	38.5	121.4	229.6
毛利（百万元）	0.2	1.0	1.7	16.5	54.7	105.3

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：唐人神销售收入预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
饲料						
均价 (元/吨)	3,087.32	2,876.26	2,974.91	3,100.00	3,255.00	3,417.75
增长率 (YOY)	—	-6.84%	3.43%	4.20%	5.00%	5.00%
销售数量 (万吨)	91.98	115.48	131.83	163.64	193.07	248.55
增长率 (YOY)	—	25.55%	14.16%	24.13%	17.99%	28.73%
销售收入 (百万元)	2,839.63	3,321.47	3,921.72	5,072.69	6,284.41	8,494.67
增长率 (YOY)	—	16.97%	18.07%	29.35%	23.89%	35.17%
毛利率	8.31%	9.38%	8.62%	8.72%	8.57%	8.47%
销售成本 (百万元)	2,603.64	3,009.90	3,583.54	4,630.18	5,745.63	7,774.90
增长率 (YOY)	—	15.60%	19.06%	29.21%	24.09%	35.32%
毛利 (百万元)	235.99	311.57	338.18	442.50	538.78	719.78
增长率 (YOY)	—	32.02%	8.54%	30.85%	21.76%	33.59%
占总销售额比重	87.25%	88.61%	89.54%	89.35%	86.67%	85.79%
占主营业务利润比重	76.85%	80.14%	79.17%	79.46%	74.04%	71.82%
肉品						
均价 (万元/吨)	2.16	1.68	1.83	2.47	2.51	2.62
增长率 (YOY)	—	-22.04%	8.77%	34.94%	1.45%	4.48%
销售数量 (万吨)	1.77	2.26	2.27	2.04	2.89	3.77
增长率 (YOY)	—	28.06%	0.39%	-10.20%	41.78%	30.32%
销售收入 (百万元)	381.59	380.98	416.02	504.11	725.08	987.28
增长率 (YOY)	—	-0.16%	9.20%	21.18%	43.83%	36.16%
毛利率	15.89%	16.21%	16.75%	16.63%	15.79%	15.35%
销售成本 (百万元)	320.95	319.21	346.34	420.30	610.56	835.74
增长率 (YOY)	—	-0.54%	8.50%	21.35%	45.27%	36.88%
毛利 (百万元)	60.65	61.77	69.68	83.82	114.52	151.54
增长率 (YOY)	—	1.85%	12.81%	20.28%	36.64%	32.32%
占总销售额比重	11.73%	10.16%	9.50%	8.88%	10.00%	9.97%
占主营业务利润比重	19.75%	15.89%	16.31%	15.05%	15.74%	15.12%
种猪						
均价 (元/头)	5,000.00	5,000.00	4,076.00	5,000.00	5,150.00	5,407.50
增长率 (YOY)	—	0.00%	-18.48%	22.67%	3.00%	5.00%
销售数量 (头)	415.00	1,970.00	3,347.06	11,000.00	34,185.00	61,920.00
增长率 (YOY)	—	374.70%	69.90%	228.65%	210.77%	81.13%
销售收入 (百万元)	2.07	9.85	13.64	55.00	176.05	334.83
增长率 (YOY)	—	375.18%	38.44%	303.15%	220.10%	90.19%
毛利率	10.00%	10.00%	12.27%	30.00%	31.07%	31.44%
销售成本 (百万元)	1.87	8.87	11.97	38.50	121.36	229.57
增长率 (YOY)	—	375.18%	34.95%	221.66%	215.21%	89.17%
毛利 (百万元)	0.21	0.99	1.67	16.50	54.70	105.26
增长率 (YOY)	—	375.18%	69.82%	885.94%	231.49%	92.45%
占总销售额比重	0.06%	0.26%	0.31%	0.97%	2.43%	3.38%
占主营业务利润比重	0.07%	0.25%	0.39%	2.96%	7.52%	10.50%
养殖、动保及其他						
销售收入	31.20	36.17	28.31	45.30	65.68	85.39
毛利率	32.84%	39.90%	62.21%	31.00%	30.00%	30.00%
销售成本	20.95	21.74	10.70	31.26	45.98	59.77
毛利	10.25	14.43	17.61	14.04	19.70	25.62
占总销售额比重	0.96%	0.97%	0.65%	0.80%	0.91%	0.86%
占主营业务利润比重	3.34%	3.71%	4.12%	2.52%	2.71%	2.56%
销售收入小计	3254.49	3748.48	4379.69	5677.10	7251.23	9902.17
销售成本小计	2947.40	3359.72	3952.54	5120.23	6523.52	8899.97
毛利	307.09	388.75	427.15	556.86	727.70	1002.20
平均毛利率	9.44%	10.37%	9.75%	9.81%	10.04%	10.12%

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	3,254	3,748	4,380	5,677	7,251	9,902
增长率	30.95%	15.2%	16.8%	29.6%	27.7%	36.6%
营业成本	-2,947	-3,360	-3,953	-5,120	-6,524	-8,900
%销售收入	90.6%	89.6%	90.2%	90.2%	90.0%	89.9%
毛利	307	389	427	557	728	1,002
%销售收入	9.4%	10.4%	9.8%	9.8%	10.0%	10.1%
营业税金及附加	0	0	0	-1	-1	-2
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-134	-197	-206	-264	-341	-470
%销售收入	4.1%	5.3%	4.7%	4.7%	4.7%	4.8%
管理费用	-86	-99	-115	-156	-189	-253
%销售收入	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%	2.6%	2.6%
息税前利润 (EBIT)	86	93	106	136	197	277
%销售收入	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.7%	2.8%
财务费用	-21	-17	-24	-4	6	-2
%销售收入	0.6%	0.4%	0.6%	0.1%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-6	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	8	16	40	30	35
%税前利润	1.7%	9.5%	14.9%	22.6%	12.6%	11.1%
营业利润	60	83	96	172	233	311
营业利润率	1.8%	2.2%	2.2%	3.0%	3.2%	3.1%
营业外收支	8	1	10	5	5	5
税前利润	69	84	106	177	238	316
利润率	2.1%	2.2%	2.4%	3.1%	3.3%	3.2%
所得税	-10	-13	-17	-30	-41	-56
所得税率	15.2%	15.0%	15.7%	17.0%	17.3%	17.6%
净利润	58	71	89	147	196	260
少数股东损益	6	5	6	15	20	27
归属于母公司的净利润	52	66	83	132	176	233
净利率	1.6%	1.8%	1.9%	2.3%	2.4%	2.4%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	58	71	89	147	196	260
少数股东损益	0	0	0	15	20	27
非现金支出	41	48	55	62	78	96
非经营收益	25	13	8	-35	-34	-33
营运资金变动	38	-73	-52	4	-48	-81
经营活动现金净流	162	59	101	193	213	269
资本开支	194	82	143	323	350	390
投资	-5	0	0	0	0	0
其他	0	10	2	40	30	35
投资活动现金净流	-199	-73	-141	-283	-320	-355
股权募资	1	1	0	800	0	0
债权募资	120	11	137	-530	26	187
其他	-46	-69	-69	-15	-1	-48
筹资活动现金净流	75	-57	68	255	25	139
现金净流量	38	-71	28	165	-82	53
资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	169	95	124	274	172	199
应收账款	62	61	69	87	111	151
存货	187	273	365	421	536	732
其他流动资产	29	111	76	104	133	180
流动资产	447	539	634	886	952	1,261
%总资产	38.1%	43.1%	43.7%	45.0%	41.2%	43.2%
长期投资	75	82	96	96	96	96
固定资产	530	511	581	842	1,108	1,396
%总资产	45.2%	40.8%	40.1%	42.8%	47.9%	47.8%
无形资产	106	108	129	133	145	156
非流动资产	727	713	817	1,083	1,359	1,658
%总资产	61.9%	56.9%	56.3%	55.0%	58.8%	56.8%
资产总计	1,174	1,252	1,451	1,969	2,311	2,920
短期借款	220	282	387	0	26	213
应付款项	304	313	306	405	516	704
其他流动负债	21	20	30	32	82	103
流动负债	545	615	722	437	624	1,021
长期贷款	145	98	143	0	0	0
其他长期负债	0	8	8	8	8	8
负债	690	721	874	445	632	1,029
普通股股东权益	433	476	521	1,452	1,587	1,772
少数股东权益	50	55	57	72	92	119
负债股东权益合计	1,174	1,252	1,451	1,969	2,311	2,920
比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.509	0.642	0.807	0.956	1.277	1.690
每股净资产 (元)	4.208	4.623	5.055	10.524	11.501	12.841
每股经营现金净流 (元)	1.569	0.575	0.983	1.288	1.398	1.755
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.300	0.350
回报率						
净资产收益率	12.10%	13.89%	15.97%	9.08%	11.10%	13.16%
总资产收益率	4.47%	5.29%	5.73%	6.70%	7.63%	7.99%
投入资本收益率	12.09%	10.76%	10.08%	9.75%	11.33%	12.62%
增长率						
营业总收入增长率	30.95%	15.18%	16.84%	29.62%	27.73%	36.56%
EBIT增长率	55.07%	7.89%	14.13%	27.75%	45.19%	40.85%
净利润增长率	41.05%	26.16%	25.65%	58.66%	33.61%	32.31%
总资产增长率	10.19%	6.66%	15.92%	35.70%	17.36%	26.35%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.0	3.5	3.1	3.1	3.1	3.1
存货周转天数	28.5	25.0	29.4	30.0	30.0	30.0
应付账款周转天数	22.6	15.9	13.6	15.0	15.0	15.0
固定资产周转天数	43.3	47.5	42.3	35.9	32.8	27.2
偿债能力						
净负债/股东权益	40.55%	53.77%	70.27%	-18.00%	-8.73%	0.77%
EBIT利息保障倍数	4.1	5.5	4.3	38.6	-34.8	164.9
资产负债率	58.80%	57.59%	60.21%	22.60%	27.34%	35.24%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308