

唐人神(002567.SZ)

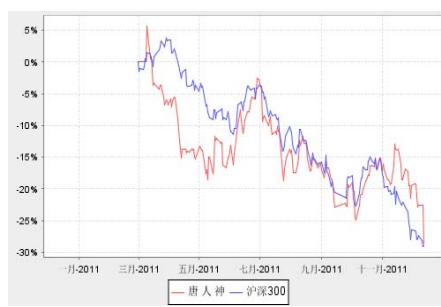
大股东增持，彰显对公司持续增长信心

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
 2012 年 1 月 8 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

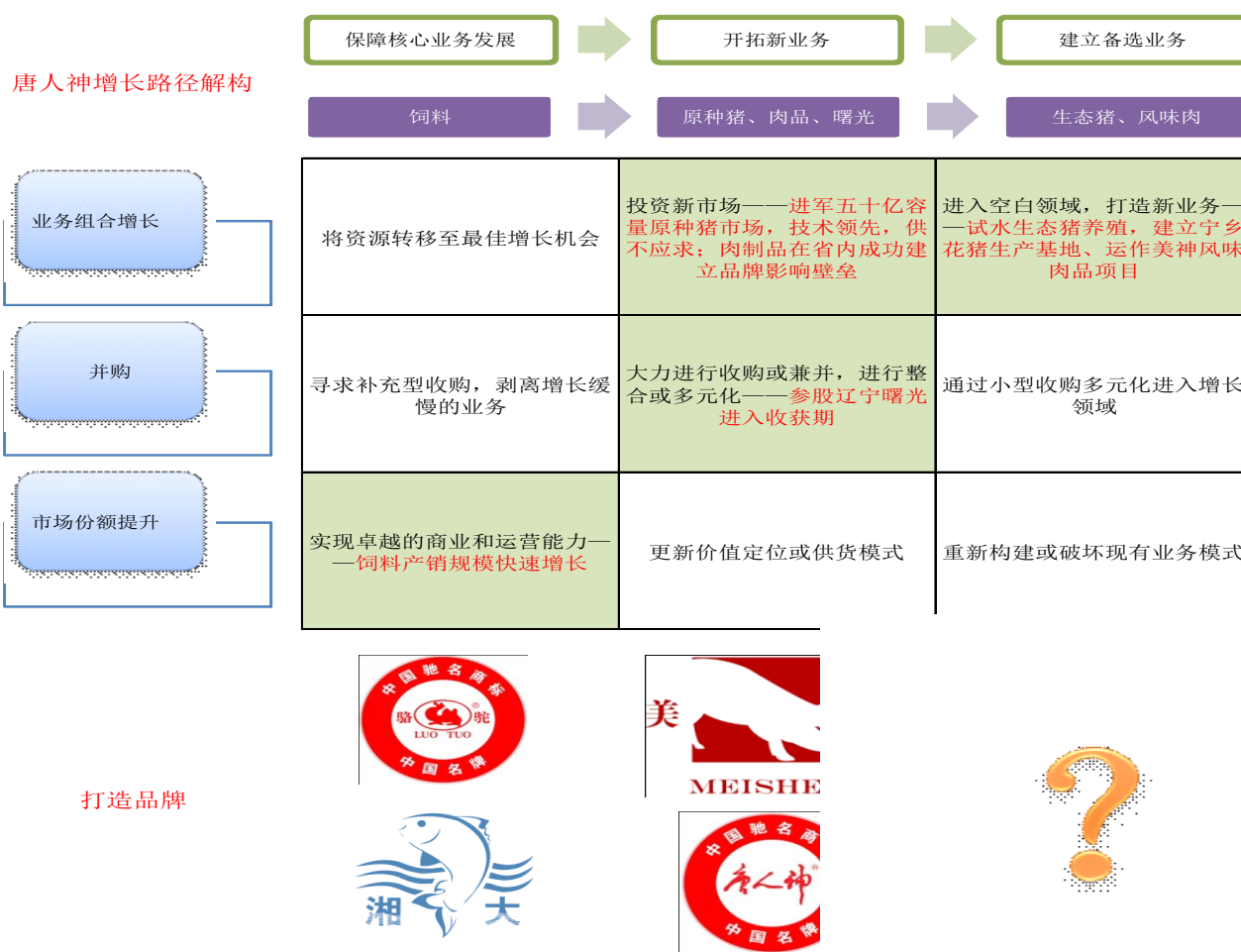
备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件:** (1) 基于对公司未来发展的信心和保护投资者利益, 唐人神控股股东成业投资于 2011 年 12 月 30 日至 2012 年 1 月 5 日期间累计增持了 20.1315 万股, 增持平均成本 19.76 元, 比前日收盘价还高; (2) 本次增持比例为占公司总股本的 0.146%, 控股股东成业投资持股比例由 24.73% 上升至 24.87%; (3) 成业投资计划在未来 12 个月内增持不少于总股份的 0.15% 但不超过 0.20% (含本次已增持在内)。
- 我们认为, 本次增持以及未来的增持计划充分体现了大股东对唐人神未来经营管理和持续盈利能力的信心, 充分认可当前股价所蕴含的中长期投资价值, 公司管理层对未来 2-3 年盈利增长 30% 有强烈信心。
- 通过对公司的持续跟踪, 我们认为公司战略发展思路清晰、运营稳健、在湖南等区域市场上已经拥有较强的技术、品牌、规模优势, 为下一步成长打下坚实基础。
- 唐人神饲料业务运营稳健, 拥有规模化带来的低成本优势和完善的服务营销网络。2011 年公司饲料销量达 170 万吨, 同比增长 29%。未来饲料业务仍将是公司稳定的现金奶牛、预计公司每年仍将新增产能 100 万吨, 将推动饲料产销量年均增长 20-30%。
- 公司原种猪技术优势国内领先, 产品供不应求, 目前正全力扩张产能, 预计 2012 年利润翻番至 2500-3000 万元, 成为公司高弹性的利润增长来源。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, 目前公司已投产姚家坝、淦田、岳阳三个种猪场, 2012 年将有 9 家原种+扩繁种猪场投产, 3 年后实现 5 家原种场+18 家扩繁场的种猪产业布局。我们预计 2011-13 年种猪销量分别为 11000、34185、61920 头, 同比增长 229%、211%、81%, 公司 2012 年种猪利润翻番目标难度不大。

- 肉品业务以中式肉制品树立的品牌形象为突破口，带动生鲜和西式低温肉制品发展。2011 年公司肉制品业务整体表现平平，仅实现微利。中式肉制品销量保持良好势头，预计实现 1000-1500 万元净利润；而生鲜和西式肉制品受高猪价和市场开拓不利的影响继续亏损。唐人神肉品其实在环湖南地区有较强的品牌积淀，我们数次草根调研都显示消费者对唐人神中式肉制品的高度认可，通过 1995 年以来的积累，目前在湖南中式肉制品市场占有率超过 2/3。未来唐人神需要做的是将品牌影响力向生鲜肉品和西式低温肉品这两个更大的市场进行拓展，预计今年 5 月唐人神全程可追溯的安全猪肉就将上市，届时公司在营销端的改善举措值得密切关注。
- 受系统性风险影响，公司股价前期持续调整较深，我们仍然看好唐人神公司和发展前景和股价表现。（1）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；（2）公司饲料、种猪、肉制品三大业务受宏观经济波动影响较小，在 2012 年宏观不确定性大的情况下风险较低；（3）成长模式清晰，未来产能和盈利增长较为确定；（3）控股股东和管理层都对公司中长期发展拥有信心，目前估值对应 2012 年 15xPE 和 2011 年 11xPE，产业资本开始增持表明目前股价中长期投资价值已经被低估，中长期投资价值开始凸显。
- 我们维持唐人神 2011-13 年 EPS 依次 0.96、1.28、1.69 元之盈利预测，重申“买入”评级，目标价 31.93 元，对应 2012 年 25 倍 PE。

图表 1：唐人神业务战略清晰，精细化增长路径明确



来源：The Granularity of Growth，齐鲁证券研究所（注：灰色部分表示唐人神每个层面的增长引擎）

图表 2：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 3：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 4：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 5：三张报表摘要

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
固定资本周转天数	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