

投资评级 **增持** 维持

### 股票数据

|                  |            |
|------------------|------------|
| 6 个月内目标价 (元)     | 15.75      |
| 09 月 30 日收盘价 (元) | 12.30      |
| 52 周股价波动 (元)     | 8.70-15.09 |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 493/420    |
| 总市值/流通市值 (百万元)   | 6066/5166  |

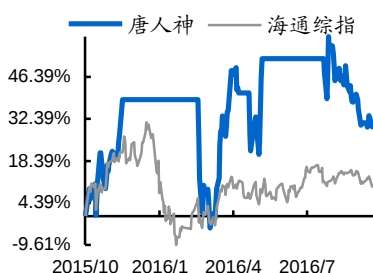
### 相关研究

《饲料主业快速增长，外延并购持续发力》2016.08.24

《收购龙华农牧决心坚定，进军生猪养殖完善产业链布局》2016.07.30

《进军生猪养殖，新战略推动跨越式发展》2016.04.29

### 市场表现



|           |      |       |       |
|-----------|------|-------|-------|
| 沪深 300 对比 | 1M   | 2M    | 3M    |
| 绝对涨幅 (%)  | -7.1 | -11.1 | -13.9 |
| 相对涨幅 (%)  | -5.2 | -12.4 | -16.8 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:丁频

Tel:(021)23219405

Email:dingpin@htsec.com

证书:S0850511050001

分析师:陈雪丽

Tel:(021)23219164

Email:cxl9730@htsec.com

证书:S0850516080004

联系人:陈阳

Tel:(010)50949923

Email:cy10867@htsec.com

联系人:夏越

Tel:(021)23212041

Email:xy11043@htsec.com

## 饲料主业“再出发”，外延发展加快落地

### 投资要点:

- **饲料主业“再出发”，重归增长之路。**面对下游养殖业的规模化趋势，公司及时调整经营策略，提高直销比例，优化产品结构，重点提高产品性价比，实现了饲料销量的快速增长，其中猪前期料在上半年实现同比增长 80%。我们认为，公司的饲料主业重归增长之路，今年三、四季度将有望继续高速增长；
- **重启收购龙华农牧，进军生猪养殖领域。**公司重启收购龙华农牧，拟以发行股份及支付现金的方式收购龙华农牧 90% 的股权，交易价格为 4.59 亿元，彰显了公司完善生猪养殖产业链布局的坚定决心。龙华农牧采取自育自繁自养的养殖模式，现有生猪养殖产能约 15 万头，我们预计 2016 年商品猪出栏约 12 万头，并拥有 2000 亩土地储备，未来产能有望持续扩大。通过收购龙华农牧，公司补强了生猪养殖这一产业链上的薄弱环节；
- **收购比利美英伟，优化饲料产品结构。**日前，公司公告以现金 1.63 亿元收购比利美英伟 51% 的股权。比利美英伟是一家以研发、生产、销售猪用饲料为主营业务的高科技农业企业，以猪饲料中技术门槛较高、附加值较高的饲料为重点优势产品，具备行业领先的饲料产品研发能力。比利美英伟原股东承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度归母净利润分别不低于 3000 万元、3300 万元和 3630 万元。比利美英伟在产品结构、区域布局和客户群体方面均将对公司现有的饲料业务形成有效互补；
- **外延并购有望持续发力，肉品加工业务值得关注。**公司已认识到在行业竞争日趋激烈的环境中，单凭内生性增长实现自身快速发展的局限性，外延发展将成为公司加快全产业链布局的重要战略。同时，公司对肉品加工板块的做大做强有着长期的规划和雄心，目前也在积极研发和升级打造面向终端消费者的系列肉品产品。我们认为，未来公司有望通过产品创新、渠道拓展、地域扩张等多种形式提升肉品业务规模。因此，公司的外延发展可能将覆盖产业链上下游所有环节，有利于公司实现向以肉品深加工为主的消费端转型升级；
- **盈利预测及投资建议。**我们预计公司 2016~2018 年净利润为 2.1、3.1、3.5 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.63 元、0.71 元，由于公司布局养殖业务将带来较强的业绩弹性，我们给予公司 2017 年 25 倍 PE 估值，对应目标价 15.75 元，维持“增持”评级。

- **风险提示：**原材料价格波动风险、疫病风险。

### 主要财务数据及预测

|             | 2014     | 2015    | 2016E    | 2017E    | 2018E    |
|-------------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 10069.49 | 9412.66 | 11134.92 | 13050.03 | 15211.74 |
| (+/-)YoY(%) | 41.41%   | -6.52%  | 18.30%   | 17.20%   | 16.56%   |
| 净利润(百万元)    | 79.74    | 79.94   | 206.67   | 313.12   | 349.21   |
| (+/-)YoY(%) | -36.99%  | 0.24%   | 158.54%  | 51.51%   | 11.53%   |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.16     | 0.16    | 0.42     | 0.63     | 0.71     |
| 毛利率(%)      | 9.12%    | 9.67%   | 11.05%   | 10.69%   | 10.59%   |
| 净资产收益率(%)   | 4.45%    | 3.35%   | 7.96%    | 10.76%   | 10.72%   |

资料来源：公司年报（2014-2015），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

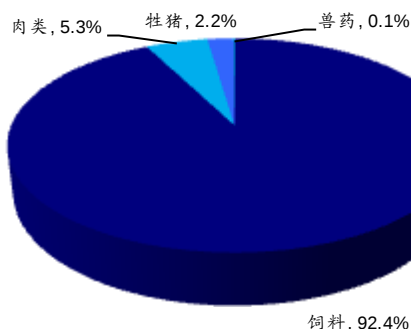
近期我们对唐人神进行了跟踪，针对公司的发展现状以及未来业务规划和经营思路等方面与公司高层进行了详细的交流。

## 1、饲料主业“再出发”，重归增长之路

公司以饲料业务起家，多年来产品销售以经销商渠道为主，产品结构中以低毛利的大猪料为主。去年以来，国内养殖业规模化趋势加快，规模化养殖场的兴起使得饲料企业对下游的溢价能力下降，经营管理难度更大。面对行业的变化，公司开始减少对传统经销商渠道的依赖，转而提高对规模化猪场的直销比例；同时，公司积极推进饲料业务的优化。一方面，在收购山东和美后，公司弥补了禽饲料板块的缺失，完善了公司的产品结构。另一方面，公司持续加大对产品研发投入力度，打造技术含量高、利润水平高的产品，积极提高教槽料、保育料等前端产品的销售比例。

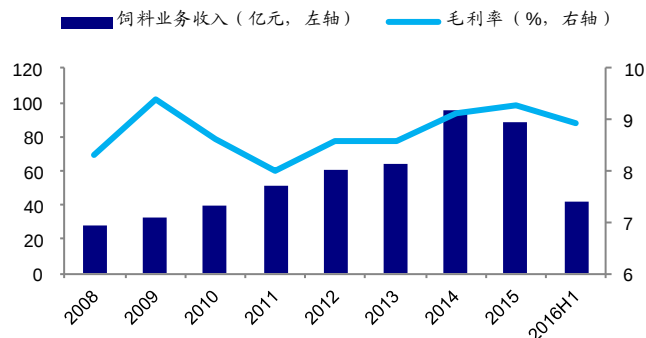
2016 年上半年，公司实现饲料销量 160 万吨，同比增长 20%，其中猪的前期料实现了同比 80% 的增长，占猪料的比重也提升至 15% 左右。下游养殖业的加速规模化，对中小企业的冲击较大，公司对外及时转变经营策略，重点提高产品的性价比，对内创新组织形式，完善阿米巴激励机制，增强了内部的上下游业务板块的协同效应，三、四季度的饲料销量有望继续保持高速增长。

图 1 唐人神收入结构（2016H1）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 2 历年饲料业务收入与毛利率



资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2、重启收购龙华农牧，进军生猪养殖领域

今年 7 月，公司重启收购龙华农牧，拟以发行股份及支付现金的方式收购龙华农牧 90% 的股权，交易价格为 4.59 亿元，其中 4.16 亿元以发行股份支付，发行价格为 10.04 元/股，另外 4300 万元以现金方式支付。同时，公司还拟以 11.57 元/股的价格向控股股东唐人神控股及自然人谷琛发行不超过 3215 万股，募集配套资金 3.72 亿元，用于建设龙华农牧两个 12 万头无公害生猪项目以及支付 4300 万元的现金交易对价。

公司此前深耕种猪业务，“美神”牌种猪在行业内的美誉度较高，今年上半年公司种猪销量同比增长 85%，然而在生猪养殖领域，公司一直未有深入的布局。我们认为收购龙华农牧，正彰显了公司在“种猪、饲料、肉品”三大主业的基础上，完善生猪养殖产业链布局的坚定决心。

龙华农牧是 2005 年设立的株洲本地企业，采取自育自繁自养的养殖模式，生产运营的现代化水平较高，并参股当地饲料企业株洲九鼎，养猪成本优势明显。龙华农牧现有生猪养殖产能约 15 万头，2015 年商品猪出栏超过 9 万头，我们预计今年出栏量约 12 万头。龙华农牧拥有 2000 亩土地储备，较大程度克服了自育自繁自养模式需要规模集中土地的需求，未来产能有望持续扩大。通过收购龙华农牧，公司正式战略性进军生猪养殖领域，补强了生猪业务这一业务产业链上的薄弱环节，有利于协同现有的饲料、种猪和肉品业务，进一步提高公司生猪产业链的整体经营效率。我们预计公司 2016 年生猪出栏量将达到 25 万头，2017 年增加了龙华农牧的产能后，出栏量有望达到 60 万头，为公司“10 年内出栏生猪 600 万头”的目标奠定坚实基础。

表 1 主要上市农牧企业生猪销售规模 (2015)

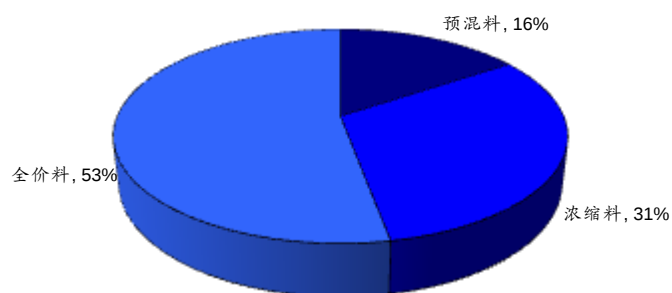
| 企业   | 生猪销售规模 (万头) |
|------|-------------|
| 温氏股份 | 1535        |
| 牧原股份 | 192         |
| 正邦科技 | 158         |
| 雏鹰农牧 | 139         |
| 天邦股份 | 41          |
| 罗牛山  | 16          |
| 大康牧业 | 13          |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

### 3、收购比利美英伟, 优化饲料产品结构

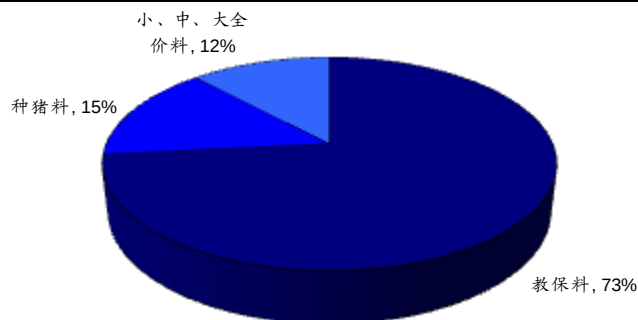
日前, 公司以现金 1.63 亿元收购比利美英伟 51% 的股权, 比利美英伟因此将成为公司的控股子公司。比利美英伟是一家以研发、生产、销售猪用饲料为主营业务的高科技农业企业, 以猪饲料中技术门槛较高、附加值较高的乳猪用教保料、种猪料及其对应预混料、浓缩料为重点优势产品, 专注关键营养、关键组分、关键日粮的研发生产, 拥有比利美英伟、三启两大系列品牌, 产品 70 余种, 具备行业领先的饲料产品研发能力。比利美英伟原股东承诺 2016 年度、2017 年度、2018 年度归母净利润分别不低于 3000 万元、3300 万元和 3630 万元。若此项收购成功, 比利美英伟将对公司现有的饲料业务形成有效互补: 在产品结构方面, 收购比利美英伟将有助于公司进一步提高高端产品的销售比重; 在区域布局方面, 公司的猪料业务主要集中在华中地区, 禽料业务主要集中在山东地区, 而销售区域集中在华南、华北地区的比利美英伟将完善公司在全国范围的业务布局; 在客户群体方面, 比利美英伟以大、中型规模化养殖场及合作饲料厂为主, 公司可借鉴其大客户服务经验, 在规模化养殖大势中抢占发展先机。

图 3 全价料占比利美英伟收入的比例达 53% (2015)



资料来源: 公司发行股份及支付现金购买资产的公告, 海通证券研究所

图 4 比利美英伟教保料占全价料的比例达 73% (2015 年)



资料来源: 公司发行股份及支付现金购买资产的公告, 海通证券研究所

### 4、外延并购有望持续发力, 肉品加工业务值得关注

公司近年来并购动作频繁, 2013 年收购山东和美 40% 股权完成禽料业务的强化布局, 2015 年以来运作对龙华农牧和比利美英伟的收购, 至今仍在进行。我们认为, 公司已经认识到在行业竞争日趋激烈的环境中, 单凭内生性增长实现自身快速发展的局限性, 外延发展将成为公司加快全产业链布局的重要战略。未来公司通过新设的并购基金深圳德威创元, 以孵化、培育、规范初创企业为抓手, 外延并购活动有望持续进行。

公司对肉品加工板块的做大做强有着长期的规划和雄心, “唐人神”肉品的品牌辨识度在湖南省内极高, 目前公司也在积极研发和升级打造面向终端消费者的系列肉品产品。我们认为, 未来公司有望通过产品创新、渠道拓展、地域扩张等多种形式提升肉品业务规模。因此, 公司的外延发展可能将不只局限于饲料、养殖领域, 而将覆盖产业链上下游所有环节, 有利于公司实现向以肉品深加工为主的消费端转型升级。

### 5、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2016~2018 年净利润为 2.1、3.1、3.5 亿元, EPS 分别为 0.42 元、0.63 元、0.71 元, 由于公司布局养殖业务将带来较强的业绩弹性, 我们给予公司 2017 年 25 倍 PE 估值, 对应目标价 15.75 元, 维持“增持”评级。

表 2 分项业绩预测

| 经营项目                | 2016E        | 2017E        |
|---------------------|--------------|--------------|
| 母公司饲料销量（万吨）         | 200          | 240          |
| 吨净利（元）              | 50           | 50           |
| <b>母公司饲料净利润（万元）</b> | <b>10000</b> | <b>12000</b> |
| 母公司种猪销售量（万头）        | 2.5          | 3            |
| 种猪头均利润（元）           | 900          | 800          |
| 种猪净利润（万元）           | 2250         | 2400         |
| 母公司生猪销售量（万头）        | 20           | 35           |
| 生猪头均利润（元）           | 250          | 200          |
| 生猪净利润（万元）           | 5000         | 7000         |
| <b>母公司养殖业务合计净利润</b> | <b>7250</b>  | <b>9400</b>  |
| 肉品加工净利润             | 1000         | 3000         |
| 山东和美净利润（权益部分）       | 5000         | 6000         |
| 龙华农牧净利润（权益部分）       | /            | 2000         |
| 比利美英伟净利润（权益部分）      | 400          | 1700         |
| 辽宁曙光亏损（权益部分）        | -3000        | -2000        |
| <b>总计</b>           | <b>20650</b> | <b>31100</b> |

资料来源：海通证券研究所

表 3 可比公司估值

| 证券代码      | 证券简称 | 最新股价（元） | 总市值（亿元） | EPS（元） |       |       |       | PE(X) |       |       |       |
|-----------|------|---------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |         |         | 2015   | 2016E | 2017E | 2018E | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
| 002385.SZ | 大北农  | 7.31    | 299.76  | 0.17   | 0.26  | 0.35  | 0.42  | 42.49 | 27.72 | 20.98 | 17.35 |
| 002548.SZ | 金新农  | 14.91   | 56.78   | 0.27   | 0.56  | 0.73  | 0.87  | 54.84 | 26.43 | 20.35 | 17.06 |
| 603609.SH | 禾丰牧业 | 14.45   | 120.10  | 0.38   | 0.55  | 0.74  | 0.92  | 38.23 | 26.42 | 19.58 | 15.79 |
| 行业平均      |      |         |         |        |       |       |       | 45.18 | 26.85 | 20.30 | 16.73 |

资料来源：Wind，海通证券研究所

注：收盘价为 2016 年 9 月 30 日价格

## 6、主要不确定因素

原材料价格波动风险、疫病风险。

## 信息披露

### 分析师声明

丁频 农林牧渔行业  
陈雪丽 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：北大荒,生物股份,新希望,普莱柯,海大集团,中牧股份,登海种业,中粮屯河,牧原股份,天康生物,唐人神,正邦科技,顺鑫农业,金河生物,壹桥海参,天邦股份,瑞普生物,禾丰牧业,隆平高科,大北农,通威股份,温氏股份,南宁糖业,雪榕生物,圣农发展,金宇集团,农发种业,好当家

### 投资评级说明

| 1. 投资评级的比较标准                                                                                 | 类别     | 评级 | 说明                         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|--------|----|----------------------------|
| 投资评级分为股票评级和行业评级<br><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准; | 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上;           |
|                                                                                              |        | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;      |
|                                                                                              |        | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;       |
|                                                                                              |        | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;      |
|                                                                                              |        | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。            |
| 2. 投资建议的评级标准<br><br>报告发布日后的 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。                              | 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;       |
|                                                                                              |        | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间; |
|                                                                                              |        | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。       |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。