

日期: 2011 年 3 月 9 日

行业: 饲料及肉类加工行业



滕文飞

021-53519888*1969

tengwenfei@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120025

IPO 报价区间 RMB 23.58~28.30 元

上市合理定价 RMB 27.35~32.82 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 35.00

发行后总股本 (百万股) 138.00

发行数量占发行后总股本 25.00%

发行方式 网下询价配售 20%

网上定价发行 80%

保荐机构 招商证券

主要股东 (IPO 前)

株洲成业投资股份有限公司 33.12%

大生行饲料有限公司 27.32%

湖南湘投高科技创业投资有限公司 22.02%

收入结构 (Y10)

饲料 79.59%

肉品 16.40%

生猪及种猪 2.38%

动物保健品 1.63%

报告编号: TWF11-NSP5

首次报告时间: 2011 年 3 月 9 日

领先的生猪全产业链经营企业**■ 投资要点:****湖南生猪养殖全产业链经营龙头企业**

公司系湖南省规模最大的农业产业化国家重点龙头企业, 围绕生猪养殖打造的产业链一体化格局已初步形成。公司目前的产品包括饲料、生鲜肉及各类肉制品、种猪、动物保健品等, 销售收入以饲料和肉品为主。2010 年公司饲料产量达到 132.12 万吨, 公司湖南市场总销量 66.27 万吨, 市场网络覆盖了 100% 的湖南乡镇, 省内的市场份额 7.24%, 产销量和市场占有率都位居湖南第一。

品牌及产业链优势突出

公司拥有的“骆驼”牌猪、水产饲料、“唐人神”牌低温肉制品分别荣获“中国名牌产品”; “唐人神”、“骆驼”商标被认定为“中国驰名商标”。公司已初步形成由“品种改良、安全饲料、健康养殖、肉品加工、品牌专卖”五大环节构成的产业链布局。通过“公司+农民专业户(猪场)+现代服务体系”的一体化经营模式提升了“唐人神”肉品的市场竞争力和品牌溢价能力。

募投项目提升产能

本次预计募集资金 3.4 亿元, 项目投产后, 可进一步扩大公司主营业务规模, 提升主营业务的盈利能力。肉品市场网络及物流体系的建设进一步巩固了公司中式、西式肉制品在湖南市场上的主导地位。种猪扩繁场项目作为公司产业链的一个重要环节, 使得公司能够迅速占领产业链的上游市场, 极大推动公司的饲料业务与肉制品加工业务的发展, 从而形成很强的产业链系统拉动力。

定价结论

综合考虑同行业上市公司及近期上市中小板公司估值, 谨慎得出该股合理价格为 27.35~32.82 元。从近期上市中小板股票来看, 截至 3 月 8 日的最新市场价格相对于发行价的累计溢价率为 15.97%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 13.77% 的折让, 建议询价区间为 23.58~28.30 元, 对应的 2011 年市盈率区间为 33.21-36.24 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	3748.48	4379.68	5213.11	6251.96	7,408.96
年增长率 (%)	15.18	16.84	19.03	19.93	18.51
归属于母公司的净利润	66.17	83.14	107.73	145.60	167.63
年增长率 (%)	26.16	25.65	29.58	35.15	15.13
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.479	0.602	0.781	1.055	1.215

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所

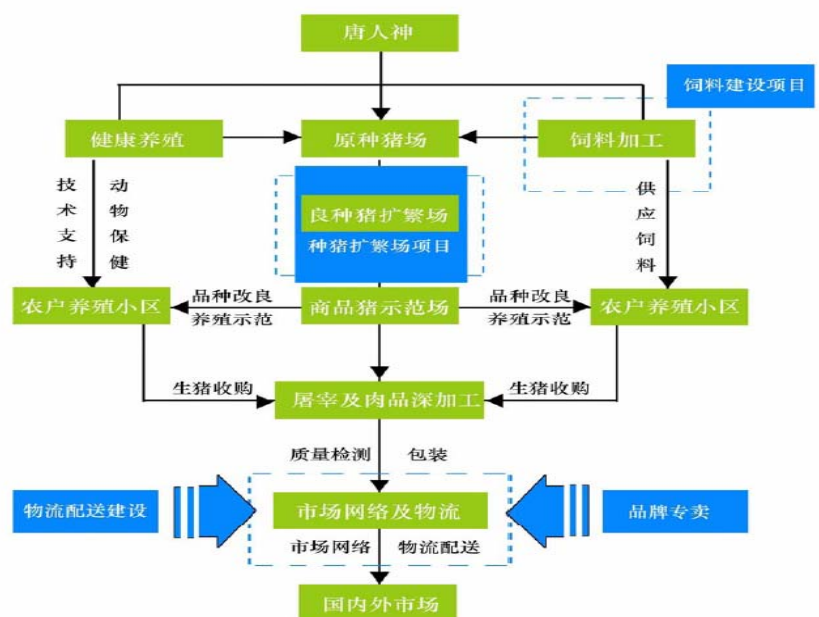
重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

一、行业背景

发行人的行业分类

公司主营业务的行业定位是饲料行业、屠宰及肉类加工行业、种猪行业。公司系湖南省规模最大的农业产业化国家重点龙头企业，围绕生猪养殖打造的产业链一体化格局已初步形成，产业链一体化经营主要由“品种改良、安全饲料、健康养殖、肉品加工、品牌专卖”五大环节构成。公司目前的产品包括饲料（猪饲料、禽饲料、水产饲料）、生鲜肉及各类肉制品、种猪、动物保健品等，销售收入以饲料和肉品为主。2010 年公司饲料总产量达到 132.12 万吨，公司销湖南市场总销量 66.27 万吨，市场网络覆盖了 100% 的湖南乡镇，省内的市场份额高达 7.24%，产量、销量和市场占有率都位居湖南第一。2009 年 9 月，公司被中国饲料工业协会评为“2009 年全国五十强饲料企业”。公司大力拓展“唐人神”肉品在湖南省内的市场份额及品牌影响力，2009 年在湖南中式肉制品市场，“唐人神”肉品市场份额排名第一，拥有 68% 的市场份额。2008 年公司与美国威特先（Whiteshire Hamroc）育种公司合资成立美神育种。目前，美神育种的种猪已通过美国 NSR（美国国家种猪登记系统）认证，美神原种猪场成为中国第一个经 NSR 认证的具有国际水准的原种猪场。公司目前拥有 43 家参、控股公司，战略布局以湖南为中心，辐射河南、北京、安徽、上海、贵州、广西、云南等 16 个省及直辖市，近年来在经营业绩上取得较快发展。

图 1 公司产业链



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

饲料及肉制品行业成长前景

饲料工业是现代畜牧业和水产养殖业发展的物质基础，同时连接着种植业，成为农业产业链中的重要环节，直接关系到农业、农村经济发展和人民生活水平的提高，已成为我国国民经济的重要基础产业之一。我国的饲料行业产量增长较快，1980-2009年间，饲料产品产量由200万吨增加到14,813.24万吨，增长了74倍，年均复合增长率为16.00%。《全国饲料工业统计资料2009》显示，2009年我国饲料工业总产值为4,713.2亿元，同比增长11.7%。其中工业饲料总产值4,266.4亿元，同比增长13.1%，饲料添加剂319.9亿元，动物源饲料71.4亿元，饲料机械设备55.5亿元。工业饲料产量达到1.48亿吨，同比增长8.4%。配合饲料产量为11,535万吨，同比增长8.9%；浓缩饲料产量2,686万吨，同比增长6.2%；添加剂预混合饲料产量为592万吨，同比增长8.5%。近年来，饲料产品同质化程度越来越高，品牌竞争力差距正在逐渐缩小，大企业之间的竞争成为市场主流，企业集团化和兼并联合趋势加快，行业集中程度逐步加强。1990年，全国饲料加工企业14,010个，其中年产5吨以上的企业551个，不到4%；2008年全国饲料加工企业13,612个，较2007年减少1,764家，年产10万吨以上的饲料企业187家，较2007年增长了30家；2008年我国年产百万吨的饲料企业达到16家，产量达4,564万吨，占全国总产量的33.4%。《2009年国民经济和社会发展统计公报》显示，2009年全年肉类总产量7,642万吨，其中，猪肉产量4,889万吨，牛肉产量636万吨，羊肉产量389万吨。牛奶产量3,518万吨，禽蛋产量2,741万吨，全年水产品产量5,120万吨。假设工业普及率都达到100%，且料重比不变的情形，2009年饲料的需求量将达到3.65亿吨，可见饲料市场广泛的空间。

图 2 1980-2009 年全国饲料产量增长图

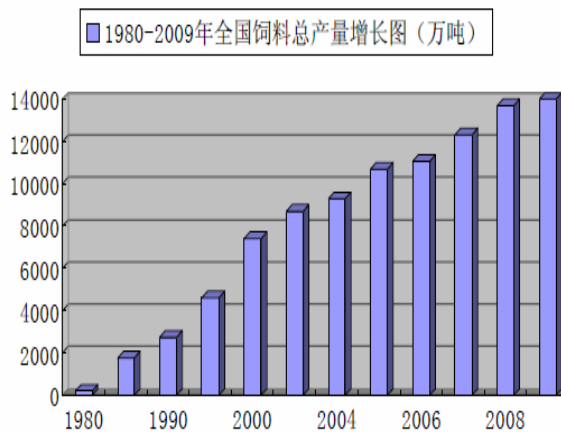


图 3 配合饲料总体合格率曲线图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

屠宰及肉类加工业属于传统劳动密集型行业，行业进入门槛低，小作坊形式的企业、工厂遍布全国各地，使得市场竞争相当激烈；同时，受传统生鲜消费习惯的影响，肉品的销售半径比较短，再加上各地风味产品消费的区域性，都一定程度上制约着屠宰加工企业的规模化扩张；长期以来，当地的肉品市场都是由当地的屠宰加工企业垄断控制。因此，全国范围内肉类加工企业数量众多，规模都比较小，地域性、区域性明显，行业集中程度不高。2009 年全国肉类屠宰及肉类加工业规模以上企业实现利润总额 205.9 亿元，比 2008 年增加 52.2 亿元，增长了 33.9%。其中畜禽屠宰加工实现利润 103.7 亿元，增加 23.3 亿元，增长了 29%；肉类制品及副产品加工实现利润 102.2 亿元，增加了 28.9 亿元，增长了 39.4%。2009 年畜禽屠宰及肉制品加工企业的规模结构中，大、中型仅占 9%，但其在行业资产中占有 60%，销售及创利占一半以上。大型肉品加工企业，如双汇、雨润、金锣、得利斯、顺鑫、唐人神等，在技术装备、产品品种、工艺、品牌影响力等方面具备了很强的竞争力，正逐步实现从区域性市场向全国市场扩张的目标，市场占有率不断提高。我国人均肉类占有量于 2002 年首次突破 50 公斤，比 1992 年增长 20 多公斤，此后稳步增长；在经历了 06、07 年猪肉供应紧张的情况下，目前人均占有量保持在 50 公斤左右。相比我国，发达国家的人均占有量一般在 70-130 公斤之间，平均近 100 公斤。由此可见，中国人均肉类的消费需求远没有达到应有的水平，还有不小的上升空间；尤其是在广大农村地区，肉类人均消费远远低于城市。随着农村经济的发展，城镇化建设步伐的加快，农村肉类消费群体将逐年扩大。

图 4 1990-2009 年全国肉类人均占有率曲线图

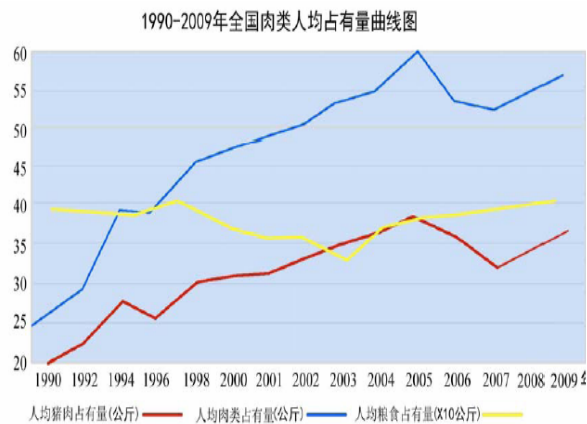


图 5 2001 年-2009 年我国肉类总产量及增长速度图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

产业竞争结构

饲料行业的生产集中度较低。通威股份作为水产饲料的龙头企业，产销规模最大，2009 年度的市场占有率仅为 2%，同行业其他饲料企业的市场占用率为 1%左右或者不足 1%。以猪饲料为主的上市公司中，正邦科技 2009 年度的市场占有率为 1.03%，位居第一。公司作为主营猪饲料的领军企业之一，2009 年度的市场占用率为 0.78%，略低于正邦科技和新希望。从产销规模和市场占有率情况来看，公司目前处于业内中上游水平。在猪料的细分市场，公司作为主营猪饲料的领军企业之一，市场占有率为 1.36%，在四家公司中位居第一；在水产料的细分市场，通威作为水产饲料的龙头企业，市场占有率高达 10.14%，在四家公司中位居第一。在禽料的细分市场，通威的市场占有率为 1.41%，在四家公司中位居第一。公司从 2008 年开始实施“基地+产品专线”经营运作，随着公司投资的增长和战略布局的逐步完善，公司各类产品的市场占用率有望逐步提高。在湖南中式肉制品市场，唐人神占有绝对第一的市场地位，拥有 68%的湖南市场份额，仁仔下饭菜拥有 18%的市场份额，湘里婆婆位列第三，占有 3.5%的市场份额。对于湖南省的西式肉制品市场来说，在湖南省仅有唐人神、双汇、金锣和雨润在西式肉制品上占有一定地位，其他品牌的影响可以忽略不计。通过商超销售数据分析，2009 年双汇在此产品上的市场占有率为 68%，唐人神为 18%，雨润位居第三，市场份额为 12%，金锣排第四，市场份额为 2%。

表 1 公司与同行业上市公司比较

主要企业	主营业务产品	09 年饲料销量 (万吨)	市场占有率 (%)
通威股份	水产、畜、禽饲料	295.87	2.00

2011 年 3 月 9 日

海大集团	水产、畜、禽饲料	176.13	1.19
正邦科技	畜、禽饲料	152.47	1.03
新希望	畜、禽饲料	125.20	0.85
唐人神	水产、畜、禽饲料	115.48	0.78
大北农	畜、禽饲料	95.34	0.64
天邦股份	水产饲料	16.38	0.11
正虹科技	畜、禽饲料	-	-
天康生物	畜、禽饲料	-	-

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

公司竞争优势

品牌及产品质量优势

唐人神自设立以来就注重品牌建设，聘请品牌营销专家当顾问，不断研究市场，提高产品科技含量。“骆驼”牌猪饲料、水产饲料、“唐人神”牌低温肉制品分别荣获“中国名牌产品”；“唐人神”、“骆驼”商标被认定为“中国驰名商标”。在饲料生产方面，公司同时拥有 ISO9001 质量管理体系、ISO22000 食品安全管理体系/HACCP 安全管理体系认证证书。在肉品生产方面，公司同时拥有 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和 HACCP 安全管理体系认证证书。在种猪方面，美神育种的另一合资方——美国威特先公司是美国最大的纯种 SPF 种猪核心场，在美国国家种猪登记系统（NSR）中，杜洛克猪和大约克猪排全美第一，长白猪排第二。美神育种采用美国的育种理念和生产管理标准，保持与美国合作伙伴威特先公司的种猪品质一致。2009 年 10 月 14 日，美国国家种猪登记系统（NSR）经过现场认证，接纳美神育种成为正式会员单位，这也是 NSR 在美国本土以外第一个国际联合育种单位。

营销优势

营销创新是公司的核心竞争优势之一。1998 年，公司推出服务营销战略，以逆向渠道运作改变了饲料行业的营销格局。公司通过科技讲座、科技示范，通过高档次的猪浓缩料，直接到养殖户终端撬动需求，终端反过来拉动渠道，实现了“现款现货”的饲料销售变革，做到了零风险销售。通过强大的产品优势和服务优势，使经销商和养殖户取得了快速发展，并不断吸引了大批的优质经销商、养殖户成为公司的客户，达到了各方的共赢。唐人神自 1999 年实施对外扩张，在湖南省外兴办子公司尝试成功。公司已成功在全国养殖带和玉米带，如湖南、江西、河南、北京、上海、安徽、云南、贵州、广西、广东、江苏、陕西、河北、湖北、辽宁、四川等全国 16 个省及直辖市兴建

了子公司，依靠集团品牌优势和市场培育，已经建立了较为完善的市场网络。

技术研发优势

公司是高新技术企业，国家农业产业化重点龙头企业，公司建立了省级工程技术研究中心，具备先进的科研设施和科研场地。公司先后与华中农业大学、南京农业大学、湖南农业大学食品科技学院、农业部饲料工业中心、武汉工业学院、四川农业大学动物营养研究所等高校签署了产学研合作协议，成立了饲料、肉品、种苗、畜牧兽医等产业联合研究项目。公司还与中南大学、湖南大学等高校建立了培养管理人才的 MBA 教学基地，并聘请了多名国内行业知名专家作为公司的技术顾问。为使公司的科研成果能够及时转化为生产力，公司在三个事业部下面分别成立了肉类加工工程技术研究中心（省级）、动物营养研究中心和中美联合基因研究中心。

产业链经营优势

公司坚持以围绕生猪养殖打造产业链一体化经营模式为发展思路，并已初步形成由“品种改良、安全饲料、健康养殖、肉品加工、品牌专卖”五大环节构成的产业链布局。通过“公司+农民专业合作社（猪场）+现代服务体系”的一体化经营模式，通过向农民提供优质种苗、饲料套餐产品、技术服务和生猪收购等合服务，提高了农民的养殖效益，稳定了客户群体，实现了公司饲料、肉品、种猪主业的良性互动，提升了公司综合竞争力。同时实施产业链经营，形成可追溯系统，根本上确保“从养殖源头到餐桌”的肉品安全放心，“唐人神”肉品安全放心有了全程保障，提升了“唐人神”肉品的市场竞争力和品牌溢价能力。

轻资产、重专线的“基地+产品专线”的专业运作经营优势

在饲料产业，随着养殖专业化、标准化、规模化趋势，饲料企业的专业经营成为核心竞争力之一。“轻资产、重专线”的“基地+产品专线”专业运作经营是公司具有竞争特色的规模之路。“基地”集合了“采购、配方、质量、生产、财务、销售平台、后勤服务”，基地为营销的三条产品专线提供服务——“猪料专线，禽料专线和水产料专线”。公司按照猪料、禽料、水产料的不同要求，进行分线的饲料产品专业加工及营销服务。基地成为综合服务平台后，基地的生产线资产“一分为三”，各产品专线就只要三分之一的资产，这就相当于把过去的一个公司（重资产）变成了三个公司（轻资产）。各产品专线利用基地的生产性资产，着力在客户开发、品牌推广、营销推进方面发

力，专业营销与服务促进了各专线产品的快速成长和盈利能力提升。

二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股本结构

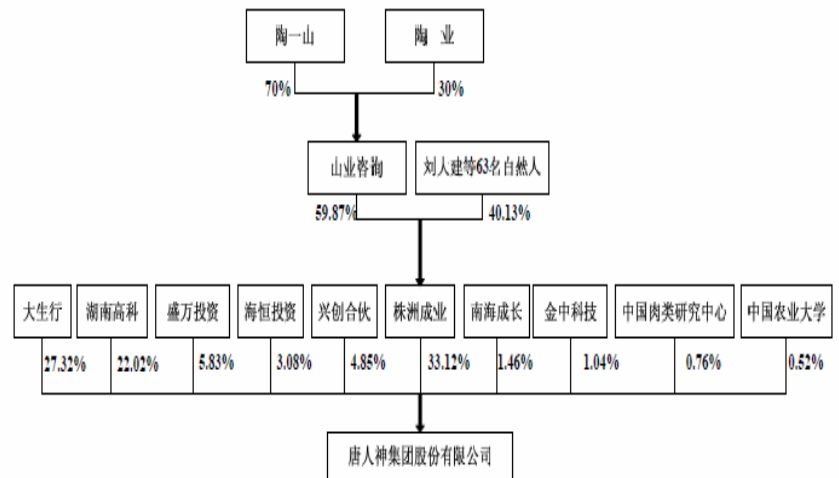
公司系经过湘大有限董事会决议，于 1997 年 12 月 31 日由湘大有限按评估值改制变更设立的股份有限公司，1998 年 1 月 20 日公司取得了《中华人民共和国台港澳侨投资企业批准证书》，1998 年 5 月 14 日，公司取得了《中华人民共和国企业法人营业执照》。公司发起人为株洲市饲料厂、大生行、上海新杨、肉联厂和株洲油脂。本次发行前，陶一山持有山业投资 70% 股权，陶一山之子公司陶业作为一致行动人持有山业投资 30% 股权，由此陶一山实际控制山业投资 100% 的股权；陶一山通过山业投资控制了株洲成业 59.87% 股权，进而间接控制公司 33.12% 的股份，是公司的实际控制人。

表 2 本次发行前、后的公司股本结构

股东名称	发行前		发行后	
	股本	比例	股本	比例
	(万股)	(%)	(万股)	(%)
株洲成业投资股份有限公司	3,412.29	33.12	3,412.29	24.72
大生行饲料有限公司	2,814.20	27.32	2,814.20	20.39
湖南湘投高科技创业投资有限公司	2,268.00	22.02	2,268.00	16.43
上海盛万投资有限公司	600.00	5.83	600.00	4.35
长沙兴创投资管理合伙企业	500.00	4.85	500.00	3.62
深圳市海恒投资有限公司	317.00	3.08	317.00	2.30
深圳市南海成长创业投资合伙企业	150.00	1.46	150.00	1.09
湖南金中科技开发有限公司	106.80	1.04	106.80	0.77
中国肉类食品综合研究中心	78.40	0.76	78.40	0.57
中国农业大学	53.31	0.52	53.31	0.38
本次发行股份			3,500.00	35.36
合 计	10,300.00	100.00	13,800.00	100.00

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图 6 唐人神股份公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 主业简况及收入利润结构

主业为饲料及肉制品的生产及销售

公司的主要产品包括饲料、肉品、种猪。饲料产品包括浓缩料、乳猪料、猪配合料、禽配合料、鱼配合料、预混料等。公司生产的肉品包括中式的腌腊制品、香肠、酱卤制品系列、低温肉制品、西式的高温火腿等肉制品以及生鲜肉类。公司饲料总产量保持了持续快速增长，2009 年产量同比 2008 年增长了 26.88%，2010 年产量比 2009 年增长了 14.03%。2009 年、2010 年，猪料、禽料、水产料总体上呈增长态势。水产料增长的主要原因是公司根据市场变化以及“高质量、高附加值、高盈利”产品战略的实施，集中力量增加水产料的产量和推广力度。公司肉制品以中式肉制品和生鲜肉品为主，目前西式肉制品尚处于市场导入期，生产销售规模较小，但增长速度很快。报告期内，公司肉制品销售收入保持了稳定。报告期内公司的营业利润与利润总额呈现出较强的季节性波动，下半年公司的经营业绩明显要好于上半年，主要原因是饲料销售的旺季集中在每年的下半年。公司 2008 年、2009 年、2010 年营业收入逐年上升，2010 年比 2009 年增长 16.84%，2009 年比 2008 年增长 15.18%。2009 年，饲料业务收入的增长主要得益于公司在 2009 年度继续加大营销投入，利用已有的营销网络加大销售力度，快速占领市场，使得 2009 年饲料销量比 2008 年大幅增长了 25.55%，高于 2009 年饲料行业总产量的增长速度。2010 年，面对生猪价格持续低迷、玉米等主要原材料价格快速上涨等外部不利因素的影响，公司通过进一步深化实施“基地+产品专线”

专业运作经营模式，积极营销并适时调整产品结构，最终实现饲料业务收入 392,171.51 万元，比去年同期增长了 18.07%；实现饲料总产量 132.12 吨，同比增长 14.03%，其中猪料、禽料、水产料销售收入分别同比增长 11.99%、30.80%和 14.10%，公司增长速度远优于同期行业情况。

图 7 唐人神近年收入及净利润增长

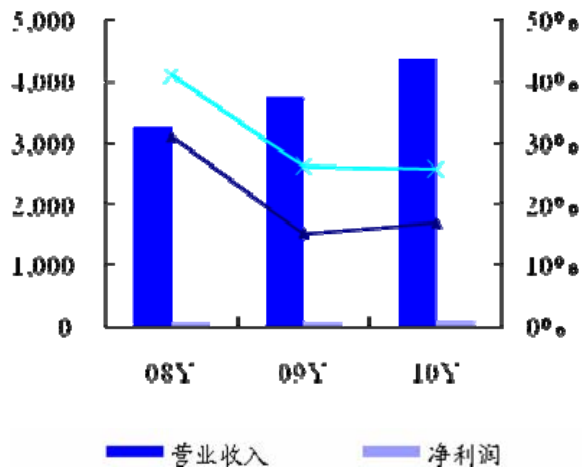
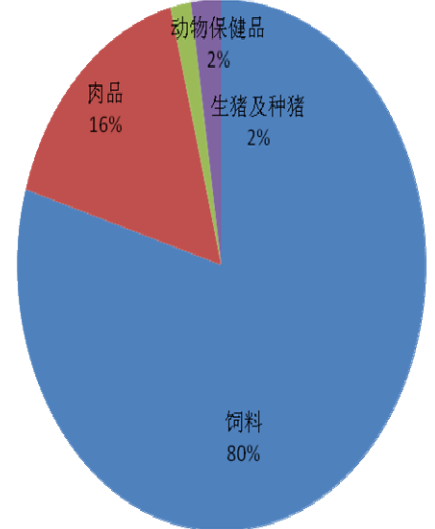


图 8 唐人神主营收入结构（分产品，2010 年年报）



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

■ 募资项目

募资项目对公司的未来发展提供助力

本次预计募集资金 3.4 亿元，拟募投项目包括“4 个饲料扩产项目”、“肉片市场网络及物流体系建设项目”、“年产 3 万头原种猪扩繁厂建设项目”等。项目投产后，可进一步扩大公司主营业务规模，提升主营业务的盈利能力。肉品市场网络及物流体系的建设进一步巩固了公司中式、西式肉制品在湖南市场上的主导地位，推动肉品销售规模迅速扩大，拉动起生猪屠宰收购，提高了公司屠宰线的利用率。种猪扩繁场项目作为公司产业链的一个重要环节，使得公司能够迅速占领产业链的上游市场，极大推动公司的饲料业务与肉制品加工业务的发展，从而形成很强的产业链系统拉动力。

表 3 唐人神 IPO 项目概况

项目名称	投资金额（万元）	建设期	项目是否备案
株洲年产 36 万吨全价配合饲料生产线项目	8,439.97	12 个月	已备案
邳州年产 18 万吨配合饲料项目	5,228.73	12 个月	已备案
成都年产 18 万吨配合饲料项目	5,532.77	12 个月	已备案
永州年产 30 万吨畜禽饲料生产线项目	7,504.01	12 个月	已备案

2011 年 3 月 9 日

肉品市场网络及物流体系建设项目	3,612.00	12 个月	已备案
年产 3 万头原种猪扩繁场建设项目	4,104.85	12 个月	已备案
合 计	18,800.00	--	--

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

（一）株洲年产 36 万吨全价配合饲料生产线项目

项目总投资 8,439.97 万元，新建一条二班年产 16 万吨畜禽配合饲料生产线和一条二班年产 8 万吨畜禽浓缩饲料生产线，年实际生产能力 18 万吨/年，其中畜禽配合料 12 万吨/年，畜禽浓缩料 6 万吨/年。预计可实现销售收入 50,200.50 万元，年净利润 1138 万元，投资回收期 6.19 年（含建设期）。

（二）邳州年产 18 万吨配合饲料项目

项目投资 5,228.73 万元，新建一条二班年产 12 万吨水产配合饲料生产线，年实际生产能力 8.4 万吨/年。项目建设地点位于邳州经济开发区内邳州市光明路 1 号。预计可实现销售收入 21,029.54 万元，年净利润 594.08 万元，投资回收期 7.35 年（含建设期）。

（三）成都年产 18 万吨配合饲料项目

项目投资 5,532.77 万元，新建一条二班年产 12 万吨水产配合饲料生产线，年实际生产能力 8.4 万吨，项目拟建设在成都西南航空经济开发区航空港二段 518 号。预计可实现销售收入 21,006.38 万元，年净利润 591.50 万元，投资回收期 7.58 年（含建设期）。

（四）永州年产 30 万吨畜禽饲料生产线项目

项目投资 7,504.01 万元，新建一条二班年产 16 万吨畜禽配合饲料生产线和一条二班年产 4 万吨畜禽浓缩饲料生产线，年实际生产能力 14 万吨/年，其中畜禽配合料 11.2 万吨/年，畜禽浓缩料 2.8 万吨/年。预计可实现销售收入 36,962.42 万元，年净利润 849.29 万元，投资回收期 6.66 年（含建设期）。

（五）肉品市场网络及物流体系建设项目

项目总投资 3,612.23 万元，其中：建设投资 3,402.23 万元，铺底流动资金 210.00 万元。拟建设冷鲜肉物流配送中心：新建 2000 吨冷鲜肉及制品冷藏保鲜库一座；冷链配送体系：新增 28 辆冷藏运输车；扩建 400 个唐人神冷鲜肉专卖（加盟）店、100 个唐人神肉品连锁店（自营）预计可实现销售收入 14,698.20 万元，年净利润 290.58 万元，投资回收期 8.09 年（含建设期）。

（六）年产 3 万头原种猪扩繁场建设项目

项目总投资 4,104.85 万元，其中：建设投资 3,873.45 万元，铺

底流动资金 231.40 万元。项目拟直接从湖南美神育种有限公司原种猪场引进原种 GP 母猪（祖代）及 GP（祖代）公猪。年出栏良杂二元种母猪（父母代）12900 头、商品仔猪 17140 头，年提供公猪精液 8 万份。预计可实现销售收入 2,307.50 万元，年净利润 720.10 万元，投资回收期 5.26 年（含建设期）。

三、财务状况和盈利预测

2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年，公司主营业务毛利率分别为 9.17%、9.44%和 10.37%、9.75%，2008 年、2009 年、2010 年比上年的变动幅度分别为上升 0.27%、上升 0.93%和下降 0.62%。2008 年公司综合毛利率比 2007 年上升的主要原因是肉品毛利率增加 1.48 个百分点。2009 年公司综合毛利率比 2008 年上升的主要原因是饲料毛利率增加 1.07 个百分点。2010 年，公司综合毛利率比 2009 年下降的主要原因是饲料毛利率减少 0.76 个百分点。2008-2010 年公司肉品毛利率逐年上升，2009 年、2010 年分别较上年增加 0.32 个、0.54 个百分点。综合而言，公司基于在猪饲料领域的技术优势、品牌优势等，公司猪配合饲料的毛利率处于行业略高水平；公司禽料业务尚处于市场培育阶段，整体毛利率在 2%上下，随着公司禽料专线经营的深化，禽料整体毛利率尚有较大的提升空间；公司水产配合料目前也处于市场培育阶段，产品结构以淡水水产饲料为主，毛利水平基本达到了淡水水产饲料行业平均水平，随着公司产品线的进一步拓展以及市场的进一步深度挖掘，公司水产饲料专线的毛利水平仍有进一步提高的空间。2007 年至 2009 年猪料毛利率水平基本保持稳定或稳中略升，2010 年受猪肉价格低迷以及原材料价格上涨过快的双重挤压，公司猪料毛利率出现了一定程度的下降。

图 9 唐人神综合毛利率水平

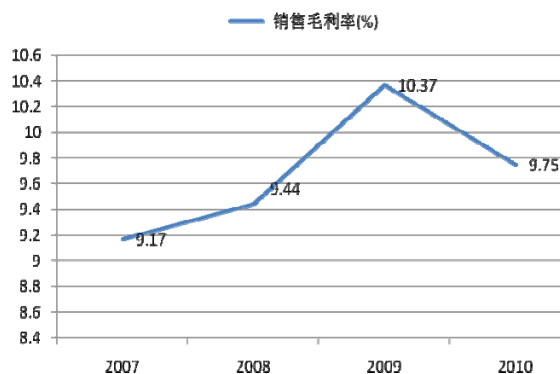
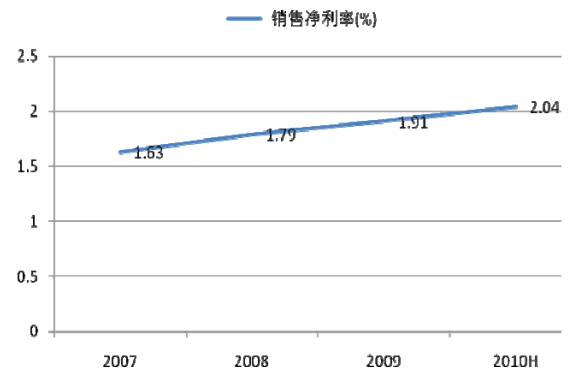


图 10 唐人神净利率水平



资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

■ 业绩预测

随着公司募投项目的建成投产，我们预计公司未来将在饲料及肉制品主业方面保持平稳增长，初步预计公司 2011、2012、2013 年净利润将实现年递增 29.58%、35.15%、15.13%；稀释后每股收益为 0.781 元、1.055 元、1.215 元。

表 4 唐人神收入分项预测表

产品	项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
饲料：						
预混料	销量（吨）	4991.00	5472.00	6019.20	6922.08	7960.39
	单价（万/吨）	4963.61	4618.17	4800.00	4800.00	4800.00
	销售金额（万元）	2477.34	2527.06	2889.22	3322.60	3820.99
	毛利率	24.22%	21.32%	23.00%	24.00%	24.00%
	销售成本（万元）	1877.33	1988.29	2224.70	2525.17	2903.95
浓缩料	销量（吨）	232303.00	181120.00	208288.00	239531.20	275460.88
	单价（元/吨）	4751.94	5020.41	5050.00	5100.00	5100.00
	销售金额（万元）	110388.99	90929.67	105185.44	122160.91	140485.05
	毛利率	16.81%	16.45%	16.50%	17.00%	17.00%
	销售成本（万元）	91832.60	75971.74	87829.84	101393.56	116602.59
配合料	销量（吨）	917494.00	1131670.00	1358004.00	1613804.40	1893804.40
	单价（元/吨）	2390.00	2639.59	2650.00	2700.00	2750.00
	销售金额（万元）	219281.07	298714.48	359871.06	435727.19	520796.21
	毛利率	7.00%	6.13%	6.50%	7.00%	7.00%
	销售成本（万元）	203931.39	280403.28	336479.44	405226.28	484340.48
肉制品：						
中式肉制品	销量（吨）	4042.00	4204.00	4834.60	5559.79	6393.76
	单价（元/吨）	41047.75	44134.63	45000.00	45000.00	45000.00
	销售金额（万元）	16591.50	18554.20	21755.70	25019.06	28771.91
	毛利率	23.93%	25.96%	26.00%	26.00%	26.00%
	销售成本（万元）	12621.15	13737.53	16099.22	18514.10	21291.22
西式肉制品	销量（吨）	7547.00	9206.00	10586.90	12174.94	14001.18
	单价（元/吨）	10031.55	11171.77	11500.00	12000.00	12000.00
	销售金额（万元）	7570.81	10284.73	12174.94	14609.92	16801.41
	毛利率	15.70%	11.00%	13.00%	14.00%	14.00%
	销售成本（万元）	6382.19	9153.41	10592.19	12564.53	14449.21
生鲜肉	销量（吨）	11040.00	9308.00	10704.20	12309.83	14156.30
	单价（元/吨）	12622.78	13711.86	14000.00	15000.00	15000.00
	销售金额（万元）	13935.55	12763.00	14985.88	18464.75	21234.46
	毛利率	7.30%	7.99%	8.00%	8.00%	8.00%
	销售成本（万元）	12918.25	11743.24	13787.01	16987.57	19535.70

生猪及种猪收入	销售金额（万元）	1544.96	2104.19	2735.45	3835.76	6519.34
	销售成本（万元）	895.85	1578.14	2051.59	2876.82	4889.51
动物保健品收入	销售金额（万元）	2091.51	1489.59	1713.03	2055.63	2466.76
	销售成本（万元）	1356.55	968.23	1113.47	1336.16	1603.39
合计	销售收入（万元）	373881.73	437366.92	521310.71	625195.82	740896.13
	销售成本（万元）	331815.32	395543.86	470177.45	561424.20	665616.05

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所整理

四、风险因素

原材料价格波动风险

公司饲料生产的主要原材料包括玉米、豆粕、棉粕、菜粕、鱼粉、氨基酸、维生素等，其原材料成本占饲料生产总成本的 95%以上。因此原材料价格的波动会对产品的销售价格和毛利率有很直接的影响。由于我国鱼粉、添加剂和个别单项维生素主要依赖进口，玉米、豆粕的价格受种植业、油脂工业等影响，致使饲料原材料价格波动频繁；公司屠宰和肉品加工的主要原材料是生猪和猪肉，受到生猪供给周期性影响，生猪与猪肉价格也呈现周期性的波动；同时，我国生猪养殖主要还是农户散养，缺乏规模养殖，生猪出栏的淡旺季现象也较为明显，容易造成原材料猪肉的价格波动。饲料行业和屠宰及肉类加工行业竞争激烈，原材料价格的波动会对公司的经营业绩产生不利的影响。

自然灾害疫情风险

公司饲料业务以猪禽饲料为主，对畜禽养殖业的依赖度很大，如果出现大规模的畜禽疫病，将对公司饲料业务产生不利影响。公司引入全套先进的饲养管理、饲料营养和疫病防治技术，以增强种猪的综合健康水平，从控制传染源、传播途径和易感动物三个方面构建综合防疫技术体系，但公司仍然面临种猪饲养过程中因多种原因诱发疾病带来的风险，若出现上述情况，将对公司种猪业务的开展造成不利影响。

市场风险

公司从事的饲料行业经过几十年的快速发展，已经进入相对成熟的发展阶段，饲料企业之间的竞争异常激烈，公司若不能充分发挥自身产品优势，积极优化产品结构、提高产品附加值，公司将会遭遇不利竞争地位的市场风险；公司生产的肉品销售主要集中在湖南本地市场，存在市场相对集中的经营风险。

五、估值及定价分析

国内外同类公司的比较

我们选取公司所处的行业在 A 股上市公司中主业接近的 6 家公司（参见下表）进行比较。剔除极端波动的因素后，同类股目前的平均 PE 估值 11 年为 27.12 倍，我们注意到饲料生产及畜牧养殖类上市公司的溢价较多，高于 A 股市场水平，同时中小成长型公司也大抵在这一高水平附近。国际同类公司的相对估值 PE（11.79 倍），虽指标明显偏低，但相对于其成长性而言仍属合理。故在此主要参照 A 股估值体系定价。

表 5 可比国内/国际同类股票的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）			市盈率（倍）			市净率（倍）
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
002157.SZ	正邦科技	15.6	0.24	0.39	0.61	65.00	40.00	25.57	4.62
000876.SZ	新希望	20.37	0.54	0.58	0.70	37.72	35.12	29.10	4.50
600438.SH	通威股份	9.85	0.21	0.24	0.35	46.90	41.04	28.14	4.76
002311.SZ	海大集团	28.91	0.69	0.72	0.98	41.90	40.15	29.50	3.85
002124.SZ	天邦股份	10.62	0.39	0.38	0.49	27.23	27.95	21.67	5.56
002385.SZ	大北农	38.5	0.82	0.93	1.34	46.95	41.40	28.73	5.19
国内平均值			/			44.28	37.61	27.12	4.74
MAPLE LEAF FOODS INC		12.26	12.26	0.60	0.75	0.85	20.43	16.35	14.42
DEL MONTE FOODS CO		14.5	14.5	1.25	1.39	1.48	11.60	10.43	9.80
SMITHFIELD FOODS INC		16.67	16.67	1.45	1.64	1.84	11.50	10.16	9.06
GOODMAN FIELDER LTD		1.43	1.43	0.12	0.14	0.16	11.92	10.21	8.94
KEWPIE CORP		1043	1043	70.15	73.12	77.89	14.87	14.26	13.39
国际平均值			/			13.86	11.79	10.55	1.24

数据来源：Wind、Bloomberg；上海证券研究所整理；股价取 2011 年 3 月 8 日收盘价

表 6 近期上市中小板股票的市况

证券代码	证券简称	首发 PE 摊薄	首日涨跌幅%	累计溢价率%	每股收益（元/股）			市盈率（倍）			市净率（倍）
					2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	
002552.SZ	宝鼎重工	31.75	27.75	35.15	0.68	0.70	0.88	39.96	38.61	30.72	3.86
002553.SZ	南方轴承	60.71	48.00	60.00	0.30	0.41	0.65	91.24	66.34	41.85	5.00
002554.SZ	惠博普	67.01	10.42	22.27	0.39	0.49	0.69	80.73	64.88	46.07	4.09
002555.SZ	顺荣股份	49.95	5.37	-1.09	0.58	0.73	1.32	60.00	47.12	26.23	3.14
002556.SZ	辉隆股份	55.97	3.15	-2.53	0.79	0.90	1.23	46.40	40.61	29.72	3.09
002557.SZ	洽洽食品	54.14	-4.45	-5.73	0.51	0.76	0.96	74.42	49.59	39.28	3.12
002558.SZ	世纪游轮	81.08	27.10	21.03	0.39	0.58	0.75	93.53	62.60	48.41	4.06
002559.SZ	亚威股份	57.14	-4.00	-5.23	0.45	0.86	1.21	84.24	44.19	31.33	3.13
002560.SZ	通达股份	42.35	12.67	6.77	0.51	0.68	0.98	60.40	45.07	31.38	3.06
002561.SZ	徐家汇	34.78	30.81	29.06	0.43	0.47	0.60	48.32	44.21	34.42	4.53
平均值		53.49	15.68	15.97	0.50	0.66	0.93	67.93	50.32	35.94	3.71

2011 年 3 月 9 日

数据来源: Wind 资讯; 上海证券研究所整理, 估值股价取自 2011 年 3 月 8 日收盘价

公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑同行业上市公司估值及近期上市中小板公司估值, 谨慎得出该股合理价格为 27.35~32.82 元。

从近期上市的中小板股票来看, 截至 3 月 8 日的发行价相对于最新市场价格的累计溢价率为 15.97%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况, 我们选取一二级市场 13.77% 的折让, 建议询价区间为 23.58~28.30 元, 对应的 2011 年市盈率区间为 33.21-36.24 倍。

表 7 唐人神损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	3748.48	4379.68	5213.11	6251.96	7408.96
营业成本	3359.73	3952.54	4701.77	5614.24	6656.16
营业税金及附加	0.26	0.38	0.45	0.54	0.64
销售费用	196.97	205.70	244.84	293.64	347.98
管理费用	98.51	114.90	136.76	164.02	194.37
财务费用	16.79	24.49	10.00	11.99	14.21
营业利润	82.77	96.06	129.27	177.53	205.60
营业外收入	5.62	10.54	10.00	10.00	10.00
营业外支出	4.32	0.65	2.00	2.00	2.00
利润总额	84.06	105.95	137.27	185.53	213.60
所得税费用	12.63	16.67	21.60	29.19	33.61
净利润	71.43	89.27	115.67	156.34	179.99
少数股东损益	5.27	6.13	7.94	10.74	12.36
归属于母公司所有者的净利润	66.17	83.14	107.73	145.60	167.63
摊薄 EPS (元)	0.479	0.602	0.781	1.055	1.215

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 滕文飞

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。