

唐人神 (002567)

向全产业链进发的饲料湘军

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
S0880511010013

本报告导读:

唐人神致力于打造以饲料业务为主, 涵盖生猪养殖全产业链的农业现代化公司。

10-12eps: 0.60/0.90/1.11 元, 建议询价区间: 22.50-27.00 元。

投资要点:

- **湖南省最大的农业产业化公司。**唐人神是湖南省株洲市一家以饲料生产销售为主, 并向上游种猪业务以及下游肉制品生产加工延伸的现代化农业公司。公司 2010 年饲料产量 132 万吨, 肉制品加工产量 2.3 万吨, 均位列全国前十位。
- **饲料和肉类产品在农业大省湖南拥有绝对领先地位。**2010 年公司饲料总产量达到 132.12 万吨, 在湖南地区销售达到 66.27 万吨, 覆盖 100% 的湖南乡镇, 市场占有率高达 7.24%。同时在肉制品市场上, 公司的“唐人神”肉品在湖南省内排名第一, 拥有 68% 的市场份额。
- **收入净利增速较快。**07-10 年公司的营业收入分别为 24.9/32.5/37.5/43.8 亿元, 复合增长率为 21%; 同期净利润为 3718/5245/6617/8314 万元, 复合增长率为 31%。公司饲料业务占比 90%, 肉制品加工业务占比 9%, 种猪及其他业务占比 1%。饲料业务中, 公司相对高毛利率水产料业务占比逐年扩大, 使得综合毛利率近年来保持稳步向上。
- **饲料和屠宰业务容量大, 增速稳定。**1980-2009 年间, 我国饲料产量由 200 万吨增加到 1.48 亿吨, 增长了 74 倍, 年均复合增长率为 16%; 我国人均肉类消费量仅占世界人均一半左右, 消费需求随着居民生活水平提高具有广阔空间。
- **募投项目增进全产业链建设。**公司本次拟公开发行 3500 万股, 募集资金将主要投资与主营业务饲料生产线, 其余将投向上游种猪业务及下游肉制品业务和物流项目。
- **建议询价区间: 22.50-27.00 元。**我们预计 10-12 年 EPS 为: 0.60/0.90/1.11 元。建议询价区间为: 22.50-27.00 元, 上市首日定价区间: 27.00-32.40 元。

建议询价区间

22.50-27.00

上市首日定价区间

27.00-32.40

2011.03.11

发行上市资料

总股本 (万股)	10,300
发行量 (万股)	3,500
发行日期	2011.03.15
发行方式	网下询价, 上网定价
保荐机构	招商证券
预计上市日期	2011.03.24

发行前财务数据

每股净资产 (元)	5.05
净资产收益率 (%)	16.0%
资产负债率 (%)	60.2%

主要股东和持股比例

株洲成业	24.73%
大生行	20.39%
湖南湘投高科	16.43%
上海盛万投资	4.35%
长沙兴创投资	3.62%
社会流通股	25.36%
合计	100.00%

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,254	3,748	4,380	5,391	6,358
(+/-)%	31%	15%	17%	23%	18%
经营利润 (EBIT)	73	83	107	137	178
(+/-)%	8%	14%	29%	28%	30%
净利润	52	66	83	124	153
(+/-)%	38%	27%	26%	49%	23%
每股净收益 (元)	0.38	0.48	0.60	0.90	1.11
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.10	0.20

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司概况

唐人神是湖南省一家围绕生猪养殖打造产业链一体化经营的国家重点农业龙头企业。公司业务以“品种改良，安全饲料，健康养殖，肉品加工，品牌专卖”五大环节组成，目前的销售产品主要包括：饲料（猪饲料，禽饲料，水产料），生鲜肉及各种肉制品，种猪，动物保健品。

2010 年公司饲料总产量达到 132.12 万吨，在湖南地区销售达到 66.27 万吨，覆盖 100% 的湖南乡镇，市场占有率高达 7.24%。同时在肉制品市场上，公司的“唐人神”肉品在湖南省内排名第一，拥有 68% 的市场份额。

图 1：唐人神主要业务收入 (基于 2010 年数据)

唐人神	饲料业务		90%
	其中：	猪饲料	66%
		禽饲料	24%
		水产料	9%
	肉制品		9%
	其中：	中式肉制品	45%
		西式肉制品	25%
		生鲜肉	30%
	种猪及其他业务		1%

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

公司董事长陶一山具有饲料行业多年从业经验，曾主持过大量科研开发，获得过国务院国家科学技术进步二等奖，全国五一劳动奖章等荣誉，是公司的实际控制人，持有公司 33.12% 的股权。

表 1：本次发行前后股本结构

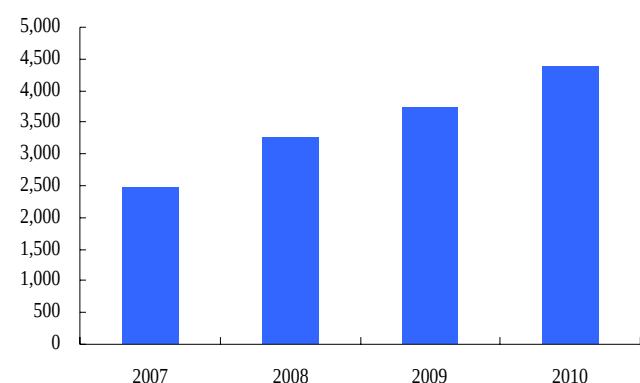
股东名称	发行前		发行后	
	持股 (万股)	比例 (%)	持股 (万股)	比例 (%)
株洲成业	3412.29	33.13%	3412.29	24.73%
大生行饲料	2814.2	27.32%	2814.2	20.39%
湖南湘投	2268	22.02%	2268	16.43%
上海盛万	600	5.83%	600	4.35%
长沙兴创	500	4.85%	500	3.62%
深圳海恒	317	3.08%	317	2.30%
深圳南海成长	150	1.46%	150	1.09%
湖南金中科技	106.8	1.04%	106.8	0.77%
中国肉类食品	78.4	0.76%	78.4	0.57%
中国农业大学	53.31	0.52%	53.31	0.39%
本次发行流通股			3500	25.36%
合计	10300	100.00%	13800	100.00%

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

2. 主业分析

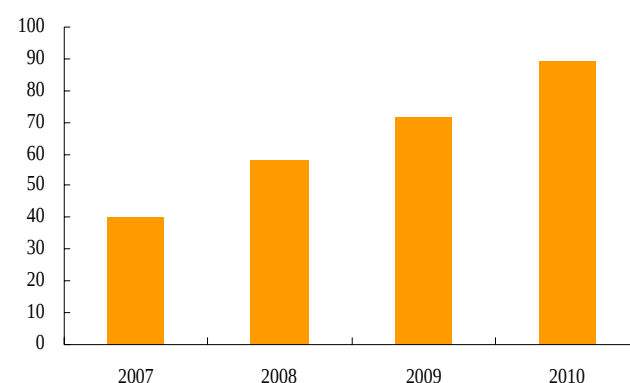
近年来, 凭借公司较强的研发实力, 创新能力, 质量控制能力, 管理能力等方面的优势, 公司在经营业绩上有较快的发展。2007-2010 年公司的营业收入分别为 24.9/32.5/37.5/43.8 亿元, 复合增长率为 21%; 2007-2010 年净利润为 3718/5245/6617/8314 万元, 复合增长率为 31%。

图 2: 2007-2010H 公司营业收入 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

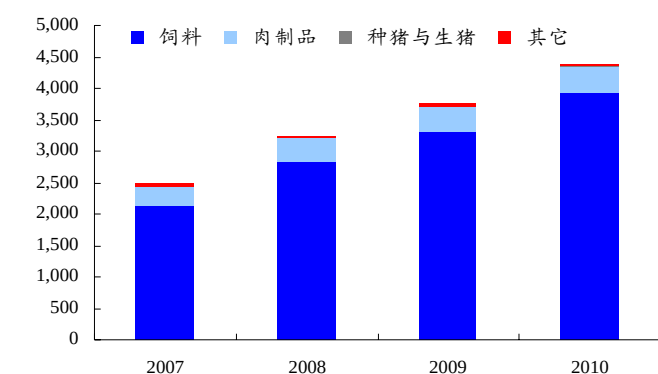
图 3: 2007-2010H 公司净利润收入 (万元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

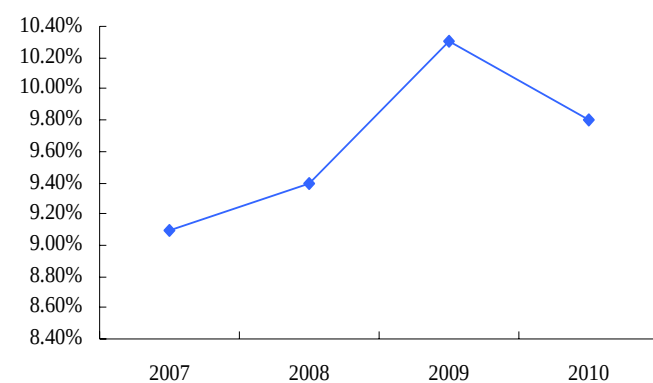
饲料产品是公司主要的收入和利润来源, 贡献公司 90% 左右的销售收入。同时, 随着公司饲料销售规模的扩大, 公司对销售产品结构进行调整, 加大了毛利率较高的水产料的投入, 使得公司近年来毛利率处于逐年提高的过程。

图 4: 2007-2010H 公司产品收入结构 (亿元)



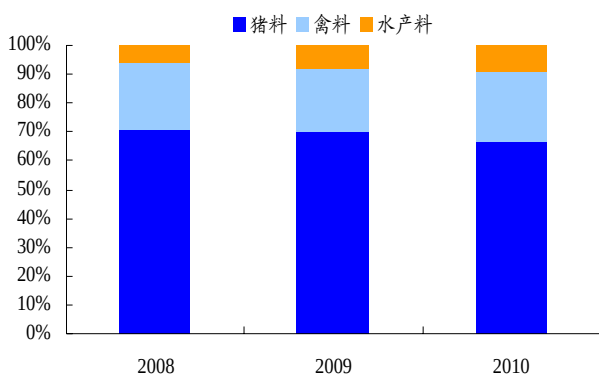
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 5: 2007-2010H 公司综合毛利率



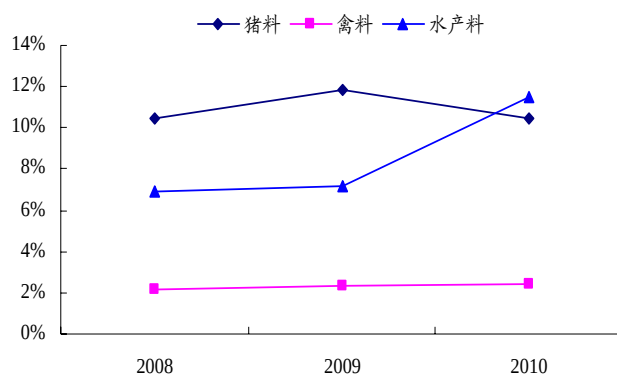
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 6: 2007-2010H 公司饲料产品收入结构 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

图 7: 2007-2010H 饲料产品毛利率情况



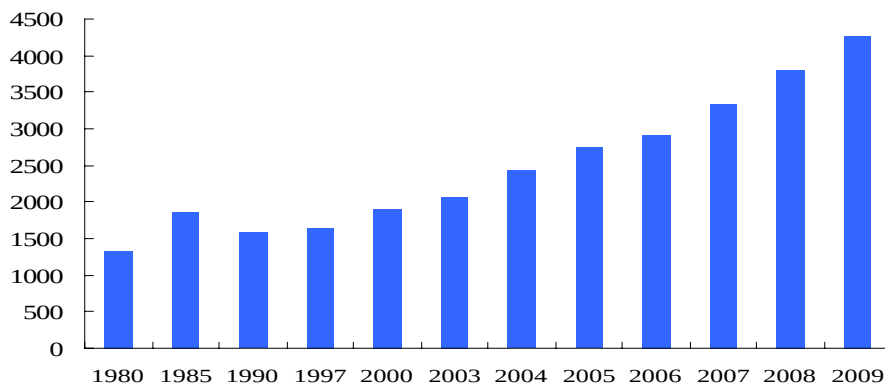
数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

3. 行业概况

饲料行业: 市场容量大, 行业整合加速

我国的饲料工业从 20 世纪 70 年代中后期开始发展, 在 20 年时间里处于一个快速发展的过程中。1980-2009 年间, 饲料产品由 200 万吨增加到 1.48 亿吨, 增长了 74 倍, 年均复合增长率为 16%。同时随着我国城市化进程的加快, 居民饮食结构的调整, 肉, 蛋, 奶等副食需求越来越大, 从而将带动饲料产业的发展。

图 8: 中国工业饲料总产值情况 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

同时, 近年来, 饲料工业近年来面临一个下游养殖业的周期性变化, 上游原料价格的不确定性变化, 行业利润水平总体较低, 也使得一部分中小企业生存困境变的较为艰难。饲料企业今后的发展主要将依靠自身规模和品牌营销方面的实力。

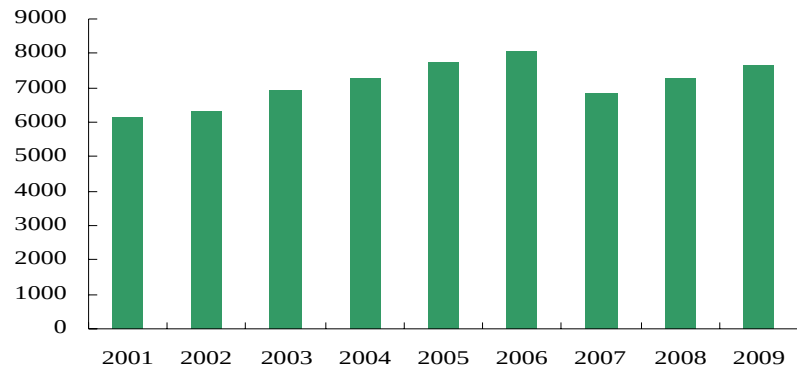
屠宰行业: 市场容量大, 寻求产业链一体化的公司

从肉类生产总量上来看, 我国自从 1992 年起成为世界产肉量最大的国家后, 此后一直在全球肉类生产的份额不断上升。从人均占有量来看, 现阶段我国人均肉类消费量在 55 公斤左右, 还低于发达国家平均 100

公斤的占有率，有很大的提升空间。

同时，屠宰行业作为一个完全竞争的行业，面临着企业数量众多，产品同质化程度严重，以及上游猪肉价格周期性波动的风险，行业内企业生存压力较大。一些中小企业被收购兼并将是未来的发展趋势，同时为了更好的规避猪价风险带来的利润波动，越来越多的屠宰加工企业寻求产业链上的纵伸，通过合建养殖基地和发展冷链物流等多种方式，来提升自己产品的竞争力。

图 9：2001-2009 我国肉类总产量（亿元）



数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

4. 竞争优势

产业链一体化带来的竞争力

公司近年来有单一的饲料制造商向围绕生猪养殖的整个产业链进行迈进。涵盖一个由种猪繁育，饲料加工，生猪养殖，屠宰加工，产品销售等环节构成的现代化农业企业。全产业链的经营可以使得公司的产品质量更为可靠安全，同时产品可以较小的收到上下游市场价格带来的利润波动。

技术研发优势

公司研发力量雄厚，中国农业大学和中国肉类研究中心作为公司的股东，将给公司提供较强的技术实力。公司在种猪业务技术方面优势非常明显，旗下的合资公司美神育种（外资方威特先公司，拥有全美最大的 SPF 级别核心种猪场）专门从事种猪业务，从美国直接引进原种进行繁育，很好的保证了公司产品的品质。

品牌及网络优势

公司经过多年品牌经营，目前在饲料和肉制品行业分别拥有“骆驼”和“唐人神”两个各自行业内前十名的“中国驰名商标”。公司注重产品质量体系的建设和生产过程管理，不断提高产品质量。在饲料生产方面，公司拥有 ISO9001 质量管理体系，ISO22000 食品安全体系/HACCP 安全管理体系。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。

在营销网络建设方面，公司已经成功在全国的 16 个省市及直辖市建立了子公司。通过创新的“四级”营销服务体系，帮助广大养殖户进行科学的饲养和营养调控，提升养殖效益。

5. 募投项目

公司本次拟公开发行 3500 万股，募集资金 3.44 亿元，其中将 2.7 亿元投资与主营业务饲料生产线，其余将投向上游种猪业务及下游肉制品业务。

表 2：公司募投项目介绍

项目名称	投资金额（万元）	新增净利（万元）
株洲年产 36 万吨全价配合饲料	8440	1138
邳州年产 18 万吨配合饲料	5229	594
成都年产 18 万吨配合饲料	5533	592
永州年产 30 万吨禽畜饲料	7504	849
肉品市场网络及物流体系建设	3612	291
年产 3 万头原种猪扩繁场建设项目	4105	720
合计	34422	4184

数据来源：招股说明书，国泰君安证券研究

6. 盈利预测和估值

盈利预测假设：

- 1: 2010-12 年公司猪料，禽料，水产料分别年均增长 20%，25%，30%；中式，西式，生鲜肉分别年均增长 25%，40%，30%。
- 2: 玉米等原材料饲料价格上涨，2011 年公司主要饲料产品销售价格比 2010 年价格上涨 5%-10%；猪肉价格也随之上涨，幅度在 10%-15% 左右。
- 3: 期间费用率基本保持不变，上市募集资金后减轻财务负担费用，财务费用率有所下降。

我们预计公司 2010-12 年营业收入分别为 44/54/64 亿元，净利润分别为 0.83/1.24/1.53 亿元，对应 10-12 年 EPS 为：0.60/0.90/1.11 元。建议询价区间为：22.50-27.00 元，上市首日定价区间：27.00-32.40 元。

主业收入						
猪预混料						
销量（吨）	4022	3760	4991	5472	6566	7880
销售均价（元/吨）	4652	5063	4964	4618	4800	4800
销售收入（万元）	1871	1904	2478	2527	3152	3782
YoY		1.75%	30.14%	2.00%	24.72%	20.01%
销售成本（万元）	1422	1447	1883	1996	2490	2988
YoY		1.75%	30.14%	6.02%	24.72%	20.01%
毛利率	24%	24%	24%	21%	21%	21%
猪浓缩料						

销量 (吨)	171021	201737	232303	181120	217344	260813
销售均价 (元/吨)	4024	4905	4752	5020	5100	4700
销售收入 (万元)	68819	98952	110390	90922	110845	122582
YoY		43.79%	11.56%	-17.64%	21.91%	10.59%
销售成本 (万元)	58496	85099	91624	75465	92002	101743
YoY		45.48%	7.67%	-17.64%	21.91%	10.59%
毛利率	15%	14%	17%	17%	17%	17%
猪配合料						
销量 (吨)	313927	374461	476977	618514	742217	890660
销售均价 (元/吨)	2270	2694	2513	2703	2700	2600
销售收入 (万元)	71261	100880	119864	167184	200399	231572
YoY		41.56%	18.82%	39.48%	19.87%	15.56%
销售成本 (万元)	66273	93818	111474	155481	186371	215362
YoY		41.56%	18.82%	39.48%	19.87%	15.56%
毛利率	7%	7%	7%	7%	7%	7%
禽料						
销量 (吨)	298014	280343	335231	386604	463925	556710
销售均价 (元/吨)	1961	2324	2162	2452	2500	2500
销售收入 (万元)	58441	65152	72477	94795	115981	139178
YoY		11.48%	11.24%	30.79%	22.35%	20.00%
销售成本 (万元)	57272	63849	71027	91951	112502	135002
YoY		11.48%	11.24%	29.46%	22.35%	20.00%
毛利率	2%	2%	2%	3%	3%	3%
水产料						
销量 (吨)	63390	59471	105286	126552	151862	197421
销售均价 (元/吨)	1963	2869	2561	2905	3200	3000
销售收入 (万元)	12443	17062	26964	36763	48596	59226
YoY		37.12%	58.03%	36.34%	32.19%	21.88%
销售成本 (万元)	11697	15868	25076	32719	43736	53304
YoY		35.66%	58.03%	30.48%	33.67%	21.88%
毛利率	6%	7%	7%	11%	10%	10%
中式肉制品						
销量 (吨)	3870	4133	4042	4204	5045	6558
销售均价 (元/吨)	37292	44604	41048	44135	42000	39000
销售收入 (万元)	14432	18435	16592	18554	21189	25576
YoY		27.74%	-10.00%	11.83%	14.20%	20.71%
销售成本 (万元)	10968	13826	12610	13730	16104	19438
YoY		26.06%	-8.80%	8.89%	17.29%	20.71%
毛利率	24%	25%	24%	26%	24%	24%
西式肉制品						
销量 (吨)	3670	6252	7547	9206	12888	18044
销售均价 (元/吨)	13067	10667	10032	11172	11000	11000
销售收入 (万元)	4796	6669	7571	10285	14177	19848
YoY		39.07%	13.53%	35.84%	37.84%	40.01%
销售成本 (万元)	4220	5669	6360	8639	11909	16673
YoY		34.32%	12.19%	35.84%	37.84%	40.01%
毛利率	12%	15%	16%	16%	16%	16%

生鲜肉						
销量 (吨)	6741	7285	11040	9308	12100	15730
销售均价 (元/吨)	17504	17921	12623	13712	14000	14000
销售收入 (万元)	11799	13055	13936	12763	16940	22022
YoY		10.64%	6.74%	-8.41%	32.73%	30.00%
销售成本 (万元)	11327	12533	12960	11870	15754	20480
YoY		10.64%	3.41%	-8.41%	32.73%	30.00%
毛利率	4%	4%	7%	7%	7%	7%
种猪						
销量 (吨)		415	1970	5162	8775	14918
销售均价 (元/吨)		5000	5000	4076	6000	6000
销售收入 (万元)	0	208	985	2104	5265	8951
YoY			374.7%	113.6%	150.2%	70.0%
销售成本 (万元)	0	83	394	842	2001	3401
YoY			374.7%	113.6%	137.7%	70.0%
毛利率		60%	60%	60%	62%	62%

作者简介:

秦军:

S0880511010013

021-38676768

qinjun@gtjas.com

傅佳琦 (贡献作者):

S0880110024659

021-38674635

fujiaqi008094@gtjas.com

同济大学理学学士/爱丁堡大学生物医学研究型硕士, 2009 年度加入国泰君安销售交易部, 现从事农业行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		