

全产业链推进中的饲料翘楚

唐人神
002567

品牌优势及产品质量优势

在饲料和肉品生产中，公司拥有 ISO9001 质量管理体系、ISO22000 食品安全管理体系/HACCP 安全管理体系等多项认证证书，目前拥有 2 个驰名商标和 3 个中国名牌。“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”，两项业务均较为成熟，增长稳定。在新业务种猪繁育方面，美神育种被美国国家种猪登记系统（NSR）接纳为美国本土以外第一个国际联合育种单位。

上游原材料价格和下游需求波动的风险

公司收入中饲料占比 85%以上，而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。

公司饲料收入占到全部销售额的 90%左右，种猪业务也是公司未来重要的增长点，这两项业务都受下游猪价变化和疫情的影响较为明显。

估值与定价

公司在饲料业务方面发展较为成熟，市场渠道较完善，业务增长稳定；肉品方面中式肉制品市场成熟，在湖南省内知名度高，目前西式肉制品和冷鲜肉正在发展中。公司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。种猪业务将可能成为公司最大的业务增长点。

基于上述考虑，再综合可比公司的市盈率水平，我们给与公司 2011 年 EPS 市盈率区间为 30-35 倍，对应的询价区间为 24.9-29.05 元之间。

附表 公司业绩预测表

	A-1	A	A+1	A+2
营业收入（百万元）	3,748.5	4,379.7	5,527.8	6,709.1
营业收入同比	15.18%	16.84%	26.21%	21.37%
净利润（百万元）	71.4	89.3	122.4	149.5
净利润同比	26.16%	25.65%	38.52%	23.05%

注：A 为 2010 年

新股

点评

分析师：李臣燕

投资咨询执业证书编号：

S0630511010002

联系信息：

010-59707102

lcy@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 03 月 11 日

调研：无

价格

预测发行价：27.39 元

预测上市价：32.87 元

公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.48	0.60	0.83	1.03
PE	68.55	54.56	39.39	32.01
PB	9.52	8.71	7.13	5.83

注：A 为 2010 年度，EPS 为最新股本摊薄后数据，PE、PB 以预测上市价 32.87 元为基础

相关研究报告

一、公司基本情况

1、公司股权结构

公司控股股东为株洲成业。本次发行前，株洲成业持有公司 3,412.29 万股股份，占股份总额的 33.12%。

公司实际控制人为陶一山。本次发行前，陶一山持有山业投资 70% 股权，陶一山之子陶业作为其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，进而间接控制本公司 33.12% 的股份。公司发行前后股本构成情况如下表所示：

表1. 公司发行前后股权结构表

序号	股东名称	发行前		发行后	
		股份数	比例	股份数	比例
1	株洲成业投资股份有限公司	3,412.29	33.12%	3,412.29	24.72%
2	大生行饲料有限公司	2,814.20	27.32%	2,814.20	20.39%
3	湖南湘投高科技创业投资有限公司（SLS）	2,268.00	22.02%	2,268.00	16.43%
4	上海盛万投资有限公司	600	5.83%	600	4.35%
5	长沙兴创投资管理合伙企业（有限合伙）	500	4.85%	500	3.62%
6	深圳市海恒投资有限公司	317	3.08%	317	2.30%
7	深圳市南海成长创业投资合伙企业（有限合伙）	150	1.46%	150	1.09%
8	湖南金中科技开发有限公司	106.8	1.04%	106.8	0.77%
9	中国肉类食品综合研究中心（SLS）	78.4	0.76%	78.4	0.57%
10	中国农业大学（SLS）	53.31	0.52%	53.31	0.38%
	本次拟发行股份	-	-	3,500	25.36%
	合计	10,300.00	100	13,800.00	100

资料来源：公司招股说明书

2、公司主营业务

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。饲料和肉制品产量均排在全国前十位。在产业链经营布局上，公司已在饲料、肉品领域打造出了较强的市场竞争力与品牌知名度。目前销售收入以饲料和肉品为主，种猪业务处于成长阶段。

饲料业务是公司核心业务。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，湖南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。“骆驼”品牌猪饲料和水产饲料为全国驰名商标。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，“唐人神”商标被国家工商总局认定为中国

驰名商标。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。

经过多年的种猪改良实践，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。

表2. 公司主要业务及各业务所占比例表

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
主营业务收入	437,366.60	99.86	373,881.56	99.74	324,217.44	99.62
其中：饲料	392,171.51	89.54	332,146.99	88.61	283,962.79	87.25
肉品	41601.31	9.5	38098.1	10.16	38158.97	11.73
动物保健品	1,489.59	0.34	2,091.51	0.56	1,562.71	0.48
生猪及种猪	2,104.19	0.48	1,544.96	0.41	532.97	0.16
其他业务收入	601.55	0.14	966.33	0.26	1,231.42	0.38
营业收入合计	437,968.15	100	374,847.89	100	325,448.86	100

资料来源：公司招股说明书

二、行业背景

1、饲料行业背景

我国饲料行业整体上还处于长期的需求上升阶段。近三十年来，我国饲料行业经历了快速增长，已经形成了包括饲料加工业、饲料添加剂工业、饲料原料工业、饲料机械制造工业和饲料科研、教育、标准、检测等较为完备的饲料工业体系。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%。2009年我国饲料工业总产值为4,713.2亿元，同比增长11.7%。由于我国正经历食品结构升级，肉类消费将持续上升，对饲料的需求也将持续上升。另外，目前我国工业饲料的普及率并不高，猪肉的工业饲料普及率也只有45%。假设我国肉类生产工业饲料普及率达到100%，以料肉比不变计，2009年饲料的需求量将达到3.65亿吨。总量与普及率两方面预示饲料行业未来具有巨大潜力。

饲料行业呈现完全竞争的基本态势，并在发展的过程中逐渐出现行业领导者。近年来，随着行业高利润、高速增长时期结束，饲料产品同质化程度越来越高，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。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%。

由于下游养殖业的周期性变化、上游原料价格的不确定性变化，再加上疾病对养殖业的冲击，使得饲料行业处于一个困难的生存空间中，行业利润水平较低，饲料企业主要是依靠自身规模化的生产、品牌的营销、区域性的销售以及精细化的成本控制来维持企业的生存。

2、屠宰及肉类加工行业背景

从未来需求看，我国人均肉类占有量远远少于西方发达国家，显示出巨大的上升空间。目前我国人均占有量保持在50公斤左右，而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。此外，饮食结构改变将推动这一空间的填补。根据《全国食品工业十一五发展纲要》，到2010年，肉类总产量超过8,000万吨，其中肉类制品产量超过1,100万吨，占肉类总产量的13.1%。

从供给方面来看，长期以来，我国肉品市场都是由当地的屠宰加工企业垄断控制。肉类加工企业数量众多，但规模都比较小，地域性、区域性明显，行业集中程度不高。此外，由于产品同质化程度严重，创新程度低，价格竞争相当激烈；同时，企业又要受到上游猪价周期性波动的影响，一直以来都使肉类产品的毛利率水平维持在较低的水平上。2009年，行业龙头企业“双汇”的高温肉制品和低温肉制品的毛利率分别为12.64%和9.90%，生鲜冻肉的毛利率只有4.81%。

加强行业集中度与纵向一体化因此成为屠宰及肉类加工企业应对严峻生存压力的方法。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，形成了一批地区性甚至全国性品牌。政府对肉类加工企业监管程度的加强，如定点屠宰政策的实施，也使生猪屠宰加工趋向规范化和集中化。另一方面，围绕生猪屠宰、肉类加工，大型的肉类加工企业纷纷寻求产业链上的纵向延伸，通过在重点养殖区域收购或者合作建设生猪养殖基地，降低原材料的采购成本，从源头上保证了原料的质量，提升了产品的增值能力。同时，这些企业也通过扩大自己的销售网络，建立起直销网点、品牌连锁专卖，拓展了产品的销售渠道，改变了过去单一农贸市场的销售模式。

此外，品牌和食品安全将成为此行业内企业发展的两个重要影响因素。一方面，消费者更加讲究食品的安全、卫生、营养以及风味，需求将从一般价格便宜的低档产品转向高档品牌产品的消费。另一方面，作为食品基本质量要求，一旦出现食品安全方面出现事故，企业多年来苦心经营的品牌也将毁于一旦。新的《食品安全法》实施之后，肉类食品安全更加会成为人们关注的焦点。

3、种猪行业背景

我国巨大的生猪存栏基数意味着每年大量更新母猪的需求，这催动种猪行业的繁荣。2008 年底，我国能繁母猪存栏 4,990.7 万头，按母猪年更新率 33%，良种母猪占 60%计算，我国每年需要补充良种后备母猪 988 万头。在公司所在的湖南省，如果按每头存栏母猪年提供出栏生猪 16 头计算，到 2010 年存栏能繁母猪 500 万头，其中良种母猪占 65%，即良种母猪 325 万头。母猪按年更新率 33%计算，每年需要更新良种母猪 107 万头。无论是全国还是湖南省，良种猪场的市场容量巨大。

从供给角度看，2007 年全国有种猪场 3,500 个左右。近年来，我国种猪企业一直处于高利润期，不断吸引企业进入。另外，由于种猪繁育在生猪养殖行业的基础性地位，我国各级政府对种猪场的扶持力度逐年加大，出台了许多鼓励繁育良种的优惠政策。

三、公司竞争优势分析

1、品牌优势及产品质量优势

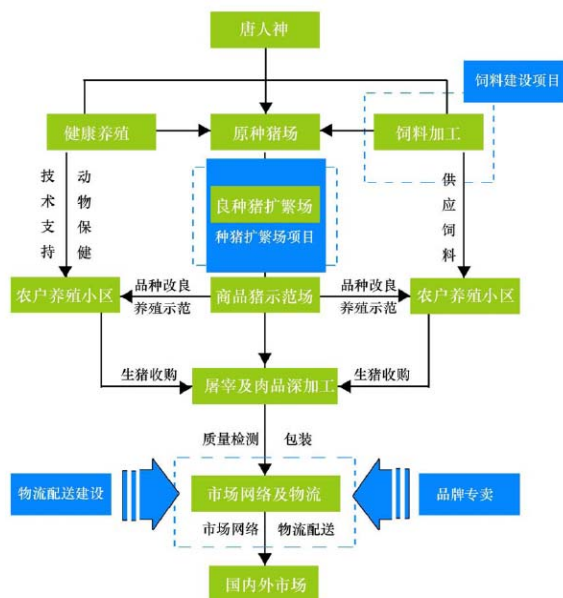
公司目前拥有 2 个驰名商标和 3 个中国名牌。“骆驼”牌猪饲料、水产饲料、“唐人神”牌低温肉制品分别荣获“中国名牌产品”；“唐人神”、“骆驼”商标被认定为“中国驰名商标”。

在饲料和肉品生产中，公司拥有 ISO9001 质量管理体系、ISO22000 食品安全管理体系/HACCP 安全管理体系等多项认证证书，确保食品安全底线。在种猪繁育方面，美神育种（唐人神与美方合资成立的育种企业）通过美国国家种猪登记系统（NSR）经过现场认证，被 NSR 接纳为美国本土以外第一个国际联合育种单位。

2 产业链优势

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。其产业布局关系图如下：

图1. 唐人神产业布局关系图



资料来源：公司招股说明书

由于产业链从饲料主业向上、向下延伸，从而能够有效避免产业链条中特定环节风险所带来的冲击。由于饲料行业受下游生猪疫情、价格等影响较大，所以纵向一体化战略有助于其内在化原本不可控的下游风险。

3、营销优势

1998 年，公司推出服务营销战略，通过科技讲座、科技示范等形式，以高档次的猪浓缩料直接在终端养殖户层面撬动需求。终端需求反过来牵引渠道，实现了“现款现货”的饲料销售变革，做到了零风险销售。

2009年起，公司针对不同饲料细分市场，执行差异化营销策略。公司建立起“四级”营销服务体系。这一体系以专家、专职技术人员等多层次人才为依托，借助于公司猪料、禽料、水产料三条业务专线，对终端养殖户进行全方位养殖服务支持。这一做法是公司“服务营销战略”的延伸，体现出与竞争对手的差异化。在进行营销的同时对产品质量进行了终端控制。

公司已经成功建立极为靠近农户的经销商网络。依托于子公司网络，公司按照距离每个子公司生产基地 150 公里左右的销售半径内重点开发饲料经销商。为实现销售网络下沉和减少销售网络层级，进行经销商密集性开发。公司开发饲料经销商主要在乡镇，部分设点在村级。

四、公司财务分析

1、收入、利润结构分析

公司主营产品包括饲料、肉品、动物保健品、生猪及种猪等。其中，饲料和肉品合计占到总收入的 98%以上，而饲料销售占到总收入的 85%以上，饲料当中又以猪饲料为主，约占饲料毛利的 85%左右，是主要的收入来源，见表 2。饲料、肉品两项收入占比近三年来保持略微上升的态势。种猪作为公司新业务，销售收入在 08-10 年大幅增长，分别为 207.39 万元和 2104.19 万元。反映在毛利上面，表现为“生猪和种猪”一项从 2008 年 139 万元上升到 2009 年 1011.34 万元，见表 3。从毛利率来看，饲料毛利率最低，肉品次之，动物保健品、生猪及种猪等最高。

表3. 公司毛利结构表

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度	
	毛利 (万元)	比例 (%)	毛利 (万元)	比例 (%)	毛利 (万元)	比例 (%)
饲料	33,817.95	79.59	31,156.71	80.14	23,599.16	76.85
猪料	27,254.63	64.14	27,557.27	70.88	21,027.83	68.48
预混料	538.79	1.27	599.92	1.54	464.08	1.51
浓缩料	14,958.89	35.21	18,560.87	47.74	13,480.55	43.9
配合料	11,756.95	27.67	8,396.48	21.6	7,083.20	23.07
禽料	2,325.16	5.47	1,676.50	4.31	1,395.01	4.54
水产料	4,238.16	9.97	1,922.94	4.95	1,176.32	3.83
肉品	6,967.98	16.4	6,176.95	15.89	6,064.59	19.75
中式肉制品	4,817.44	11.34	3,970.71	10.21	4,566.00	14.87
生鲜肉	1,019.14	2.4	1,188.58	3.06	998.9	3.25
西式肉制品	1,131.40	2.66	1,017.66	2.62	499.69	1.63
动物保健品	693.44	1.63	734.96	1.89	638.25	2.08
生猪及种猪	1,011.34	2.38	649.11	1.67	139.05	0.45
合计	42,490.72	100	38,717.73	100	30,441.05	100

资料来源：公司招股说明书

2、盈利能力分析

1、收入增长

公司主营饲料和肉产品的生产和销售，主营业务突出。报告期内，公司营业收入保持较快增长，其中饲料收入 2008 年至 2010 年三年同比增长分别为 17%、18%。公司饲料业务具备良好的成长性。

肉品业务方面，2008 年比 2007 年增加 7,131.53 万元，同比增长 22.98%，2009 年比 2008 年减少 60.87 万元，同比下降 0.16%，三年平均复合增长率为 10.81%。2010 年肉品收入为 41,601.31 万元，比 2009 年增加 3,503.21 万元，同比增长 9%。总体来看，公司肉品业务成长趋势一般。

此外，公司还经营生猪及种猪、动物保健品业务。这两块业务目前收入占比很小，然而种猪业务是公司2008年开始涉足的增长型业务。种猪业务2008年销售额为207.39万元，2009年为985.47万元，2010年为1,364.26万元，年复合增长率达156.48%，显示出很好的成长性。

2、毛利率分析

从表4来看，公司饲料三个品种中，水产料毛利率上升较快，猪料和禽料比较稳定，分别保持在10.5%和2.3%左右，年度变化不大。但从表5来看，公司饲料的整体毛利率水平处于同行业中等的水平。

表4. 公司饲料分类别毛利率情况

项目	2010 年度	2009 年度	2008 年度
猪料	10.46%	11.84%	10.42%
其中：预混料	21.32%	24.22%	24.38%
浓缩料	16.45%	16.81%	13.62%
配合料	7.03%	7.01%	7.02%
禽料	2.45%	2.31%	2.14%
水产料	11.53%	7.13%	6.89%

表5. 唐人神饲料产品毛利率同行业对比

公司名称	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
正邦科技	6.03	6.53	6.6	7.99
正虹科技	8.17	10.33	10.55	9.7
新希望	6.2	8.38	7.77	6.73
通威股份	8.71	9.33	7.91	8.26
海大集团	8.66	8.54	8.02	8.8
大北农	21.28	20.95	16.28	16.01
天邦股份	12.62	16.44	13	17.9
唐人神	8	9.38	8.31	8.21

资料来源：公司招股说明书

饲料行业的毛利率水平整体较低。唐人神饲料产品并没有种类或成本上的优势，毛利率水平与同行业上市公司对比处于中游水平。同时公司毛利率的历年波动情况与同行业上市公司的波动情况基本一致，2010年上半年由于受原材料涨价和猪肉降价的双重挤压，行业内公司毛利率基本上都出现了不同程度的下降。

表6. 唐人神肉产品毛利率同行业对比

公司名称	2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
得利斯	15.28	17.38	14.09	14.63
双汇发展	9.55	9.82	8.38	8.02

高金食品	4.69	7.44	6.82	8.01
唐人神	15.3	16.21	15.89	14.41

注：表中可比上市公司数据为肉制品综合毛利率，数据来源于招股说明书

公司肉品的毛利率水平处于行业较高水平，主要原因包括：公司销售的毛利水平较低的生鲜肉的销售比重与同行业上市公司相比较低；此外，本公司“唐人神”品牌的肉制品产品定位较高。公司中式肉制品毛利占到肉产品毛利的 60%以上，其毛利率为 24%左右，由此大幅提高了公司肉产品平均毛利率。

3、偿债能力分析

公司 2008 年-2010 年合并报表的资产负债率基本保持在 55%左右，公司的财务结构较为稳健；流动比率和速动比率基本稳定，但数值偏低，显示了公司的短期偿债压力较大，一年内到期的短期借款和应付账款数额较大。主要原因是公司生产经营规模扩大，对资金的需求增大，但资金来源主要依靠银行的短期借款，负债结构不合理，导致流动性低于行业内可比上市公司。但利息保障倍数较高，说明偿还借款利息的能力较强。与可比上市公司的相关指标比较，公司的流动比率、速动比率处于较低水平。

同时，公司获取现金的能力也较强。由于公司执行以现销为主的销售政策，所以 2007 年以来公司应收账款增长率均低于营业收入增长率。总体来说，公司具备较强的偿债能力。

表7. 公司其他财务指标

其他财务指标	2010 年 12 月 31 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	0.88	0.88	0.82	0.94
速动比率	0.37	0.43	0.48	0.53
应收账款周转率	117.25	105.04	91.35	67.53
存货周转率	12.40	14.62	12.80	9.66
资产负债率（母公司，%）	57.26	53.86	53.48	65.75
	2010 年度	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润（万元）	18,349.65	14,567.13	12,251.63	8,650.56
利息保障倍数	5.41	5.59	3.91	3.28
每股经营活动的净现金流量（元）	0.98	0.58	1.57	0.39
基本每股收益（元/股）	0.73	0.63	0.46	0.41
加权平均净资产收益率（%）	15.38	14.45	11.66	12.41

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

五、公司主要风险

1、上游原材料价格风险

公司收入中饲料占比 85%以上，而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。玉米、豆粕的价格受种植业、油脂工业等影响，波动频繁。公司毛利率在一定程度上受到影响。敏感度分析显示，1%的原材料价格变化将导致公司毛利率明显下降。其中，玉米、豆粕两项影响尤其明显，见表 8。

表8. 饲料原材料价格变动对毛利率的影响

项目	销售价格变动	毛利变动			
		2010 年度	2009 年度	2008 年度	2007 年度
玉米	1%	-2.43%	-1.92%	-1.85%	-2.05%
豆粕		-1.98%	-2.04%	-2.16%	-1.94%
鱼粉		-0.31%	-0.56%	-0.45%	-0.52%
棉粕		-0.23%	-0.34%	-0.46%	-0.39%
菜粕		-0.38%	-0.39%	-0.27%	-0.26%

资料来源：公司招股说明书

此外，屠宰及肉类加工业务方面，由于我国生猪养殖主要还是农户散养，生猪出栏的淡旺季现象还较为明显，因此容易造成原材料猪肉的价格波动，也会对公司的经营业绩产生不利的影响。

2、下游需求变化风险

公司猪料收入占到全部销售额的 70%左右，而猪料需求受到下游猪价变化的明显影响。猪肉价格高的时候，养殖户纷纷补栏和蓄养母猪，饲料需求量上升，并且浓缩料等高等饲料耗用量逐渐增长，销量增长较快。猪价行情大幅下跌的时候或疫情扩大的时候，可能导致养猪出现净亏损。所以中小养殖户减少生猪存栏，推迟生猪出栏时间，改喂低质低价的饲料。

除却疫情带来的价格效应造成饲料需求的萎缩外，下游生猪、家禽、水产等行业疫情爆发的情况下，养殖户将不可避免地大幅降低养殖规模。另外，疫情对于种猪蓄养业务也有直接影响。疫情导致种猪死亡，直接减少生产能力；并且，养殖户对于种猪的需求可能下降。

3、销售集中风险

公司的销售呈现较为明显的区域特征。首先，饲料业务营业收入中，华中地区贡献率超过 60%。目前饲料行业正处于加速整合的阶段，未来拥有技术、人才、管理和资金优势并在全中国范围内有着平衡布局的企业才能占据市场领导地位。此外，肉品加工业务营业收入中，湖南省内贡献也将近 90%，面临更大的销售集中风险。

六、募集资金投向

● 项目概览

本次 IPO 计划发行 3,500 万股,募集资金拟投资于表 9 所列的 6 个项目,项目投资总额 34,422.33 万元,募集资金将全部投入到项目中。若实际募集资金量少于项目资金需求量,公司将通过自有资金或银行贷款解决;如实际募集资金量超过项目资金需求量,公司将富余的募集资金用于补充公司流动资金。

表9. 表 4: 公司募集资金投向

单位: 万元

序号	项目名称	总投资 (万元)	建设期
1	株洲年产 36 万吨全价配合饲料生产线项目	8,439.97	1 年
2	邳州年产 18 万吨配合饲料项目	5,228.73	1 年
3	成都年产 18 万吨配合饲料项目	5,532.77	1 年
4	永州年产 30 万吨畜禽饲料生产线项目	7,504.01	1 年
5	肉品市场网络及冷链物流体系建设项目	3,612	1 年
6	年产 3 万头良种猪扩繁场建设项目	4,104.85	1 年

资料来源: 公司招股说明书

● 募投项目对公司发展的意义

本次募集资金所投资的饲料项目均在已有子公司所在的省市进行,前期进行了大量的市场调研和深入的可行性研究工作,并且经过一段时间市场和品牌的培育,建立起了较完善的市场网络和广泛品牌知名度,饲料项目投产后,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,形成很强的产业链系统拉动力,有助于公司执行“从单一的产品制造商向综合服务商转型”的产业链发展战略。

七、估值与市场定价

1、公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

1、公司在 2010-2012 年饲料业务增长率为 15%、19%，肉品业务增长率为 16.2%、17.9%；

2、2011 年除猪料毛利率略有上升外，其他产品毛利率与年度平均基本持平；2012 年整体毛利水平略有下降；

3、公司的各项税率保持不变。

公司的盈利预测，如表 5 所示：

表10. 唐人神盈利预测

单位：百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,485.2	3,254.5	3,748.5	4,379.7	5,527.8	6,709.1
营业总成本	2449.5	3195.5	3673.7	4299.4	5422.9	6572.0
营业成本	2257.3	2947.4	3359.7	3952.5	4988.3	6072.1
营业税金及附加	1.1	0.2	0.3	0.4	0.5	0.5
销售费用	96.4	134.2	197.0	205.7	265.3	301.9
管理费用	74.9	86.5	98.5	114.9	154.8	187.9
财务费用	16.1	21.0	16.8	24.5	11.1	6.7
资产减值损失	3.8	6.2	1.5	1.4	3.0	3.0
公允价值变动净收益	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	1.1	1.2	8.0	15.8	15.0	0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	37.3	60.1	82.8	96.1	119.9	147.0
加：营业外收入	10.2	10.4	5.6	10.5	3.0	3.0
减：营业外支出	9.2	1.9	4.3	0.6	0.5	0.5
利润总额	38.3	68.6	84.1	105.9	122.4	149.5
减：所得税	(2.1)	10.4	12.6	16.7	0.0	0.0
净利润	40.4	58.2	71.4	89.3	122.4	149.5
减：少数股东损益	3.2	5.7	5.3	6.1	7.2	7.8
归属母公司净利润	37.2	52.4	66.2	83.1	115.2	141.7
每股收益(元/股)	0.27	0.38	0.48	0.60	0.83	1.03
每股净资产	2.21	3.14	3.45	3.77	4.61	5.63

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

2、上市定价

公司在饲料业务方面发展较为成熟，市场渠道较完善，业务增长稳定；肉品方面中式肉制品市场成熟，在湖南省内知名度高，目前西式肉制品和冷鲜肉正在发展中。公司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。公司的种猪业务将可能成为最大的业务增长点。

基于上述考虑，再综合可比公司的市盈率水平，我们给与公司 2011 年 EPS 市盈率区间为 30-35 倍，对应的询价区间为 24.9-29.05 元之间。

作者简介

李臣燕，农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010年2月加盟东海证券。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897