

方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈光尧

执业证书编号：S1220511020005

TEL: 010-68582893

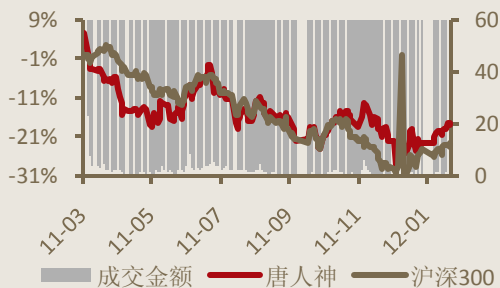
E-mail: chenguangyao@foundersc.com

联系人：汪庭满

TEL: 010-68582897

Email: wangtingman@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	4379.68	5469.16	6582.18	7994.23
(+/-)	16.84%	24.88%	20.35%	21.45%
净利润	83.14	123.96	173.00	208.17
(+/-)	25.65%	49.10%	39.56%	20.33%
EPS (元)	0.60	0.90	1.25	1.51
P/E	34.53	23.07	16.53	13.74

相关研究

种猪发力，缔造养殖全产业链领袖

投资种猪和饲料 将增厚利润四成

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

唐人神(002567)

公司事件点评报告

2012.02.18 买入

饲料 II 行业

事件

公司公布股票期权激励计划草案：(1) 拟授予激励对象（管理层及技术人员共 99 人，占员工总数的 2.3%）1300 万份股票期权，占总股本 9.42%（其中预留股票期权 100 万份）；(2) 行权价格为 20.72 元，有效期六年，自授权日起满 12 个月后，激励对象可在行权日内按 20%、20%、20%、20%、20%比例分五期行权；(3) 行权条件为以 2011 年为基期，2012-2016 年归属母公司净利润增长率不低于 30%、50%、72%、99%、145%（以 2011 年报预增下限为基准，2012-16 年对应 EPS1.17/1.35/1.55/1.79/2.21 元），2012-2016 年扣除非经常损益后的加权平均净资产收益率不低于 9.5%、10%、10.5%、11%、11.5%。

点评

1 行权条件相对合理，公司利润增长点明确

按行权条件测算 2011-2016 年归属于上市公司股东净利润复合增长率不低于 19.6%。我们认为公司利润增长点清晰，2014 年以前依靠种猪发力带动综合毛利率提升，2014 年之后商品猪、鲜肉进入快速增长阶段。依据公司 2011 年种猪投资公告，公司在湖南、河南、广东等地成立美神育种，预计 2012-2013 年种猪销售 2.2 万头、4.5 万头，种猪出栏翻番增长，待种猪出栏达到一定规模后，再进行育肥猪饲养，生猪和鲜肉专卖店业务进入快速增长时期。依上所述，行权条件实现概率高，对核心人员形成有效激励。（公司业务细节情况可参考我们深度报告：唐人神种猪发力缔造养殖全产业链领袖）

2 期权数量大、覆盖范围广，有利调动积极性

本次激励 1300 万份股票期权，占总股本 9.42%，是已公布股权激励的农业公司里股权数量占比最多的方案。激励对象共有 99 人，其中核心高管 4 人，中层管理及业务骨干 95 人，本次计划激励对象覆盖饲料、种猪、肉类加工等全产业链出发，基本涵盖所有子公司的管理人员及技术骨干，调动工作积极性，保证种猪扩张计划及饲料、肉品业务的良好运行。

3 股权激励费用对利润有限

按照期权授予日的公允价值计算，2012-2016 年期权摊销费用为 654、907、1273、1478、1724 万元，分别占当期公司业绩（按照公司行权条件业绩计算）3.7%、5.0%、5.8%、6.3%、5.6%，可见股权激励费用对净利润影响

有限，何况期权费用无需付现，不直接影响投资价值。

4 收购少数股东股权，提高公司独立性

公司以122.681万元、3,543.437万元的价格分别受让大生行持有中原湘大5.18%、大业投资100%的股权，股权转让完成后，大生行除了持有公司股份、徐州湘大股份外，不再持有其他子公司任何股权，避免董事因存在竞争业务员关系而损害上市公司利益，同时消除关联交易，提高上市公司独立性。

5 盈利预测与投资评级

股权激励有助于核心管理层和投资者利益相一致，此次股权数量大覆盖面广，有利于提高积极性，保证各项业务良性发展。由于生猪存栏量的增加，2011 年饲料销售超越我们的预期，同时畜牧业具有明显周期性，未来两年景气度下行，因此修正公司 2011-2013 年 EPS 0.90、1.25、1.51 元（上次预测 0.83、1.40、1.68 元），对应 PE 23、17、14 倍，我们认为公司具有高成长性，高毛利种猪业务进入快速增长通道，带动综合毛利率提升，股权激励释放积极信号，维持“买入”，目标价 28 元。

图表 1 股权激励明细

姓名	职务	期权数量（万份）	占授予总量比例	标的股票占总股本比例
陶一山	董事长、总经理	100	7.7%	0.72%
郭拥华	董事、副总经理	40	3.08%	0.29%
刘大建	董事、副总经理	40	3.08%	0.29%
孙双胜	董秘、财务总监	40	3.08%	0.29%
中层管理及技术人员		980	75.38%	7.10%
预留股票期权		100	7.7%	0.72%
合 计		1,300	100%	9.42%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 2 行权条件及比例明细

行权期	业绩指标	可行权数量占获授期权数量比例
第一个行权期	可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于2011年度净利润的130%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不低于9.5%。	20%
第二个行权期	可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于2011年度净利润的150%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不低于10%。	20%
第三个行权期	可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于2011年度净利润的172%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不低于10.5%。	20%
第四个行权期	可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于2011年度净利润的199%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不低于11%。	20%
第五个行权期	可行权日上一年度的公司经审计净利润不低于2011年度净利润的245%；可行权日上一年度的公司经审计加权平均净资产收益率不低于11.5%。	20%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 3 行权费用对公司业绩影响明细

年 份	归属于母公司所有者的净利润减少数额（万元）	对公司每股收益的减少额（元）	对公司净资产收益率的减少（%）
2012	654.64	0.04	0.40
2013	907.82	0.06	0.51
2014	1,273.62	0.08	0.65
2015	1,478.78	0.10	0.69
2016	1,724.59	0.11	0.72
合 计	6,039.44	0.40	0.61

资料来源：公司公告 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	633.77	1757.68	1610.87	1966.06	经营活动现金流	89.52	354.35	9.35	455.92
现金	124.35	1133.61	896.59	1020.74	净利润	89.27	134.80	186.88	224.91
应收账款	39.42	65.21	55.63	89.40	折旧摊销	53.92	56.67	69.86	86.04
其它应收款	28.03	53.94	28.56	74.03	财务费用	24.49	30.14	34.19	43.43
预付账款	73.70	122.34	125.38	180.04	投资损失	-15.82	-19.75	-29.92	-29.78
存货	364.77	373.82	499.66	592.24	营运资金变动	-62.70	154.19	-252.66	131.43
其他	3.50	8.77	5.06	9.59	其它	0.35	-1.69	1.01	-0.11
非流动资产	817.20	972.45	1117.52	1298.74	投资活动现金流	-142.87	-190.48	-186.02	-237.36
长期投资	95.57	115.57	145.57	175.57	资本支出	90.47	136.09	114.54	151.29
固定资产	507.58	616.32	710.11	823.77	长期投资	-13.86	-20.00	-30.00	-30.00
无形资产	121.92	150.70	178.49	213.95	其他	-66.26	-74.39	-101.47	-116.08
其他	92.13	89.87	83.35	85.45	筹资活动现金流	87.25	845.38	-60.35	-94.40
资产总计	1450.97	2730.13	2728.40	3264.80	短期借款	105.02	-90.68	25.45	13.26
流动负债	722.43	934.00	801.46	1182.71	长期借款	45.00	-9.34	-15.55	-15.76
短期借款	387.02	296.34	321.79	335.05	其他	-62.77	945.41	-70.26	-91.91
应付账款	160.41	285.65	204.58	382.05	现金净增加额	33.90	1009.25	-237.02	124.15
其他	174.99	352.01	275.08	465.61					
非流动负债	151.24	139.04	125.25	109.28	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	143.00	133.66	118.11	102.35	成长能力				
其他	8.24	5.38	7.14	6.92	营业收入	16.84%	24.88%	20.35%	21.45%
负债合计	873.67	1073.04	926.71	1291.99	营业利润	16.06%	58.90%	40.79%	20.36%
少数股东权益	56.67	67.51	81.39	98.13	归属母公司净利润	25.65%	49.10%	39.56%	20.33%
归属母公司股东权益	520.63	1589.59	1720.30	1874.68	获利能力				
负债和股东权益	1450.97	2730.13	2728.40	3264.80	毛利率	9.75%	10.38%	10.89%	10.99%
					净利率	2.04%	2.46%	2.84%	2.81%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	15.46%	8.13%	10.37%	11.40%
营业收入	4379.68	5469.16	6582.18	7994.23	ROIC	8.43%	6.55%	8.47%	9.52%
营业成本	3952.54	4901.69	5865.36	7115.53	偿债能力				
营业税金及附加	0.38	0.41	0.51	0.64	资产负债率	60.21%	39.30%	33.97%	39.57%
营业费用	205.70	255.96	321.21	390.12	净负债比率	60.67%	43.19%	51.56%	37.22%
管理费用	114.90	143.29	172.45	211.05	流动比率	0.88	1.88	2.01	1.66
财务费用	24.49	30.14	34.19	43.43	速动比率	0.37	1.48	1.39	1.16
资产减值损失	1.43	4.78	3.49	4.61	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	3.24	2.62	2.41	2.67
投资净收益	15.82	19.75	29.92	29.78	应收帐款周转率	117.25	104.54	108.94	110.24
营业利润	96.06	152.63	214.89	258.63	应付帐款周转率	26.87	21.98	23.93	24.26
营业外收入	10.54	8.86	8.34	9.24	每股指标(元)				
营业外支出	0.65	2.30	2.42	1.79	每股收益	0.60	0.90	1.25	1.51
利润总额	105.95	159.19	220.80	266.09	每股经营现金	0.65	2.57	0.07	3.30
所得税	16.67	24.40	33.92	41.18	每股净资产	3.77	11.52	12.47	13.58
净利润	89.27	134.80	186.88	224.91	估值比率				
少数股东损益	6.13	10.83	13.88	16.74	P/E	34.53	23.07	16.53	13.74
归属母公司净利润	83.14	123.96	173.00	208.17	P/B	3.84	1.80	1.66	1.53
EBITDA	159.86	215.86	290.66	352.13	EV/EBITDA	15.44	10.48	8.70	6.89
EPS (元)	0.60	0.90	1.25	1.51					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com