

唐人神 (002567) 非公开发行预案点评

大股东增持+员工持股计划， 业绩与管理双重拐点将至



中信证券研究部

2014年11月18日

施亮 电话: 010-60838274 邮件: liangshi@citics.com 执业证书编号: S1010510120044	刘洋 电话: 010-60838897 邮件: lyocean@citics.com 执业证书编号: S1010512080007	盛夏 电话: 010-60838155 邮件: xsheng@citics.com 执业证书编号: S1010514060004	联系人: 吴尚阳 电话: 010-60836735 邮件: wushangyang@citics.com
------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------	-------------------------------------------------------------------

事项:

唐人神 11 月 17 日公告, 公司拟以 8.14 元/股价格向唐人神控股、大生行、湘投高科、德威德佳、温氏投资、员工持股计划、刘以林、陈枝、李家权共计 9 名特定对象发行不超过 71,253,069 股。我们的评论如下:

评论:

大股东、产业资本底部增持+员工持股计划, 彰显各方对公司发展强烈信心

本次非公开发行预案的主要内容: 向特定 9 名对象发行股份不超过 0.71 亿股, 募集资金不超过 5.8 亿元, 全部以现金方式认购, 锁定期三年, 募集资金主要用于安徽、广东等地新增高科技生物饲料产能共 48 万吨 (1.7 亿), 同时补充流动资金 4.1 亿元。

本次预案最大亮点是, 方案被设计为一揽子定增方案。发行对象几乎囊括了所有的利益相关方, 既有控股股东 (唐人神控股)、第二、三大股东 (大生行、湘投高科) 真金白银的直接参与增发; 也有产业资本 (温氏投资, 0.5 亿)、同行领袖 (李家权, 0.5 亿) 和股权投资机构 (德威德佳) 对公司中长期看好, 希望分享公司未来成长; 更有员工持股计划 (0.8 亿) 全面推进, 以及前期被收购公司和美集团控制人 (刘以林, 0.5 亿) 置换上市公司股权, 实现各方深度利益捆绑。

我们认为, 本次非公开发行预案至少表达三个层面的意思: 一) 股东、员工、产业资本、股权资本等对公司中长期发展的强烈很好; 二) 实现了大股东、员工、重要子公司的利益协同; 三) 更为重要的是本次方案体现了公司管理方式的重大变革, 大股东及管理層将以更加开放和包容的心态吸纳各方有利于公司长远发展的力量, 共同做大做强上市公司。

我们预期, 各方力量在上市公司股权层面有效联合后, 公司外延合作、内生提效将加速, 在更广泛的生猪产业育种和养殖平台建设上, 预期将有更深层次的推进。

同时, 公司作为饲料企业, 其最核心的竞争力在于管理和营销模式。这种模式的本质是对员工积极性的无限挖潜, 因而公司增长速度一直与员工效益保持非常高的相关性。我们认为, 公司在此时顺势启动大规模员工持股计划激励, 也将加大公司在周期上行时业绩弹性。

行业景气持续上行, 顺周期放大业绩弹性

随着猪价反转逐步兑现, 我们预期公司饲料业务将从四季度开始加速改善, 2015 年上半年就将体现出同比高增长效应, 并在 2015 年全年都处于高景气中, 和美集团的高端禽料业务也将充分受益行业景气上行, 形成正向共振。同时, 猪价上涨后, 养殖盈利扩大将逐步拉动种猪补栏性提高, 将推升公司种猪业务增速, 我们预期 15 年公司种猪销量有望突破 4 万头, 且辽宁曙光农牧盈利水平也将显著提升。周期视角来看, 公司 2015 年将重新迎来业绩高增长长期并表现出极大的弹性。

业务变革提速，“饲料+种猪”综合运营模式愈发清晰

公司从 2012 年开始，全力推进饲料业务产品结构升级、渠道结构优化和组织变革。主要体现在四个方面：1、产品结构上，增加高毛利率前端料占比；2、客户结构上，转向规模户和专业户，提升直销猪场的饲料比例；3、组织改革方面，下方管理权、缩小管理半径、加强销售人员激励、激发组织活力。经过两年的实践，饲料业务变革效应开始显现，饲料吨利润稳步提升。2014 年开始优化养殖户担保贷款模式，解决现阶段对养殖户发展最重要的资金问题，尽管行业不景气，饲料销量表现不如人意，但是公司对优质养殖户的占领却逆势提升。同时，随着种猪业务逐步放量，公司“饲料+种猪”的综合运营模式也越来越发挥出更大的协同优势，养殖服务综合性提供商的角色定位也更加清晰。

风险提示：

饲料销量低于预测；种猪持续亏损；大型动物疫病。

投资建议：维持“买入”评级，上调目标价至 14 元。

我们认为，随着畜禽产业链行业景气回升，公司各项业务将全面复苏，未来一年将表现出极大弹性。同时公司业务变革上轨道和顺周期加码员工激励，将加大业绩释放的动能，我们维持 2014/15/16 年公司 EPS 分别为 0.28/0.54/0.71 元的预测，继续维持公司“买入”评级，鉴于周期与业务变革双重拐点叠加，我们上调目标价至 14 元。

表 1：唐人神盈利预测表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	6,719	7,121	10,507	12,785	15,342
增长率 YoY%	17.84	5.98	47.55	21.68	20.00
净利润（百万元）	177	127	117	226	295
增长率 YoY%	46.72	-27.98	-8.05	93.08	30.78
毛利率%	9.93	9.56	8.39	9.14	9.29
每股收益 EPS（全面摊薄）（元）	0.64	0.31	0.28	0.54	0.70
净资产收益率 ROE%	10.74	7.19	6.26	10.80	12.47
PE	14	30	33	17	13
PB	3	3	2	1	1
EV/EBITDA	10	10	11	7	6

资料来源：中信量化投资分析系统

注：股价为 2014 年 11 月 17 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6719	7121	10507	12785	15342	货币资金	298	252	56	154	207
营业成本	6052	6440	9625	11617	13917	存货	447	555	764	927	1138
毛利率	9.9%	9.6%	8.4%	9.1%	9.3%	应收账款	66	64	99	121	142
营业税金及附加	3	2	4	5	5	其他流动资产	197	241	454	486	601
销售费用	262	336	420	511	614	流动资产	1009	1111	1374	1688	2088
销售费用率	3.9%	4.7%	4.0%	4.0%	4.0%	固定资产	837	968	990	989	991
管理费用	204	220	315	358	430	长期股权投资	122	123	123	123	123
管理费用率	3.0%	3.1%	3.0%	2.8%	2.8%	无形资产	159	168	168	168	168
财务费用	-2	18	19	20	20	其他长期资产	253	305	326	347	367
财务费用率	0.0%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	非流动资产	1371	1563	1606	1626	1648
投资收益	9	9	10	11	12	资产总计	2381	2674	2980	3313	3735
营业利润	208	105	134	285	368	短期借款	260	419	439	459	479
营业利润率	3.1%	1.5%	1.3%	2.2%	2.4%	应付账款	200	213	335	391	470
营业外收入	8	64	27	33	41	其他流动负债	261	258	319	353	396
营业外支出	5	8	8	8	8	流动负债	721	890	1094	1202	1346
利润总额	211	161	152	310	401	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	35	36	34	70	90	其他长期负债	15	14	17	19	20
所得税率	16.7%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%	非流动性负债	15	14	17	19	20
少数股东损益	(0)	(2)	1	14	16	负债合计	737	905	1111	1222	1367
归属于母公司股东的净利润	177	127	117	226	295	股本	276	421	421	421	421
净利率	2.6%	1.8%	1.1%	1.8%	1.9%	资本公积	853	756	756	756	756
现金流量表 (百万元)						股东权益合计	1644	1770	1869	2092	2369
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	少数股东权益	22	22	24	38	54
税前利润	211	161	152	310	401	负债股东权益总计	2381	2674	2980	3313	3735
所得税支出	-35	-36	-34	-70	-90	主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
折旧和摊销	79	99	87	102	109	增长率 (%)					
营运资金变动	234	67	-274	-127	-224	营业收入	17.8%	6.0%	47.5%	21.7%	20.0%
其他	-206	-227	9	9	8	营业利润	42.8%	-49.5%	27.5%	112.9%	29.0%
经营现金流	283	63	-61	223	205	净利润	46.7%	-28.0%	-8.0%	93.1%	30.8%
资本支出	-443	-331	-130	-122	-131	利润率 (%)					
投资收益	19	89	10	11	12	毛利率	9.9%	9.6%	8.4%	9.1%	9.3%
资产变卖	-1	-12	0	0	0	EBIT Margin	3.1%	2.6%	1.6%	2.5%	2.6%
其他	1	12	0	0	0	EBITDA Margin	4.3%	3.9%	2.4%	3.3%	3.4%
投资现金流	-423	-241	-120	-110	-119	净利率	2.6%	1.8%	1.1%	1.8%	1.9%
发行股票	12	47	0	0	0	回报率 (%)					
负债变化	322	321	23	22	21	净资产收益率	10.7%	7.2%	6.3%	10.8%	12.5%
股息支出	-58	-66	-19	-18	-34	总资产收益率	7.4%	4.7%	4.0%	7.3%	8.3%
其他	-142	-163	-19	-20	-20	其他 (%)					
融资现金流	134	139	-15	-15	-33	资产负债率	30.9%	33.8%	37.3%	36.9%	36.6%
现金及现金等价物净增加额	-6	-39	-196	98	53	所得税率	16.7%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
						股利支付率	28.1%	29.8%	15.0%	15.0%	15.0%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

中国：本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A(1)定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

新加坡：监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国：本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。