

强烈推荐-A (维持)

华英农业 002321.SZ

目标估值: 12-14 元
 当前股价: 9.92 元
 2017 年 03 月 30 日

羽绒业务亮眼, 后期弹性十足

基础数据

上证综指	3210
总股本(万股)	53429
已上市流通股(万股)	42346
总市值(亿元)	53
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	3.8
资产负债率	56.0%
主要股东	河南省潢川华英禽业
主要股东持股比例	15.73%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-4	-16
相对表现	-11	-11	-26



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《华英农业(002321)——鸭! 鸭! 鸭! 春江水暖鸭先知, 正是华英欲上时》2017-02-21

周莎

0755-82960734
 zhousha@cmschina.com.cn
 S1090516020002

研究助理

雷轶
 075583218146
 lei yi@cmschina.com.cn

3月27日, 公司发布2016年年报, 全年实现营收25.15亿, 同增35.38%; 归母净利润9147万, 同增423.21%。扣非后归母净利润为4002万, 同增273.23%, 业绩符合预期。

费用降低产能扩张, 华英弹性十足

2016年, 行业形势依然严峻, 毛鸭全年平均价6.51元/公斤, 比形势同样严峻的2015年还低9%。在此情况下, 公司一方面实行目标管理与预算管理双轨制, 积极推进MBO, 全年三费支出相较2015降低了4.2%。一方面大力扩张产能, 2016年, 公司通过收购郑州瑞益及和成都丰丰食品达成合作, 预计肉鸭年屠宰能力将新增2000万羽至1亿羽, 鸭苗养殖产能将新增5000万羽达2亿羽。目前, 公司鸭苗、鸡苗、肉鸭屠宰、肉鸡屠宰平均产能利用率并未超过70%, 仍有较大提升空间, 一旦行业回暖, 业绩弹性十足。

全产业链布局, 羽绒成新的利润增长点

2016年公司围绕一体化布局, 收购、新设多个主体。目前已建立了集祖代种鸭和父母代种鸭/鸡的养殖与孵化、商品代鸭/鸡的养殖、禽类产品及其制品的加工与销售、饲料生产与销售为一体的完整产业链, 具备一体化的生产与销售能力。特别是投资7亿设立的杭州华英新塘羽绒, 已成为公司新得利润增长点, 2016年实现净利润2094万元, 占公司扣非后归母净利润的26.7%。

“世界鸭王”一枝独秀, 出口业务稳步提升

中国是世界第一的肉鸭生产国, 也是最大的鸭肉制品出口国。公司以其良好的食品安全和质量控制体系, 取得了日本、韩国、欧盟等多个国家及地区禽类熟食及冻品制品的出口资格。利用出口与内销的互补优势, 提高公司产品附加值。2016年, 公司国外收入一举突破3亿元, 同比增长26.7%。

盈利预测与估值: 我们预计公司2017-2019年的归母净利润分别为1.53/2.15/2.85亿元, 对应EPS为0.29/0.40/0.53元。给予2018年30-35倍PE得出目标价12-14, 较现价具有21%-41%的上涨空间, 给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 鸭价上涨不达预期、高致病性疫病、重大食品安全事件、MBO不顺利。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1857	2515	3300	3727	4157
同比增长	1%	35%	31%	13%	12%
营业利润(百万元)	-24	59	134	210	295
同比增长	-25%	-349%	129%	56%	41%
净利润(百万元)	17	91	153	215	285
同比增长	39%	423%	67%	40%	33%
每股收益(元)	0.04	0.17	0.29	0.40	0.53
PE	241.6	57.9	34.6	24.7	18.6
PB	2.9	2.2	2.1	1.9	1.8

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 2015-2017年股本分别为4.26、5.34、5.34亿股。

一、费用降低产能扩张，华英弹性十足

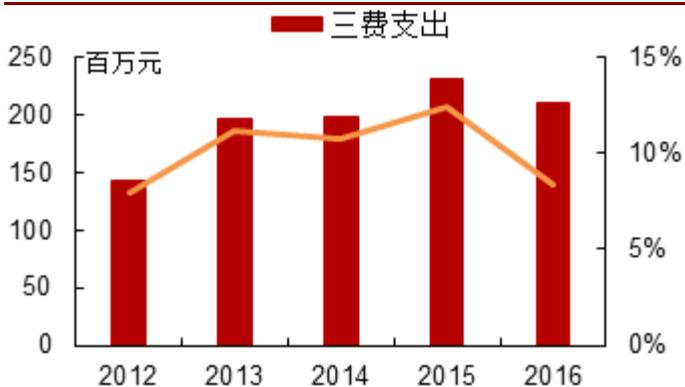
2016年，行业形势依然严峻，毛鸭全年平均价6.51元/公斤，比形势同样严峻的2015年还低9%。在此情况下，公司一方面实行目标管理与预算管理双轨制，积极推进MBO，全年三费支出相较2015降低了4.2%。一方面大力扩张产能，2016年，公司通过收购郑州瑞益及和成都丰丰食品达成合作，预计肉鸭年屠宰能力将新增2000万羽至1亿羽，鸭苗养殖产能将新增5000万羽达2亿羽，2017年公司未来产能还将继续扩大。目前，公司鸭苗、鸡苗、肉鸭屠宰、肉鸡屠宰平均产能利用率并未超过70%，仍有较大提升空间，一旦行业回暖，业绩弹性十足。

图1：2016年毛鸭价格低迷



资料来源：wind、招商证券

图2：公司三费支出大幅下降



资料来源：公司年报、招商证券

图3：华英农业鸭产业链产能利用率情况



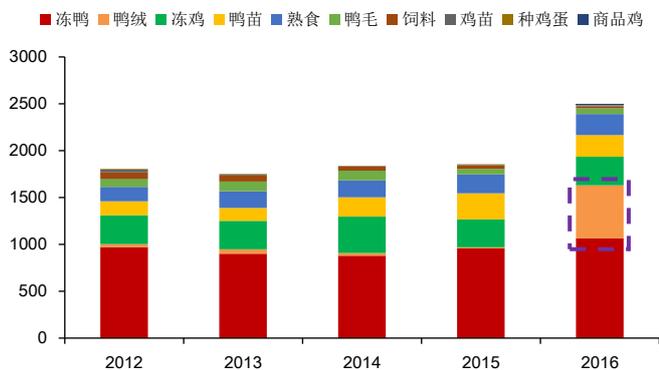
资料来源：招商证券 注：1只鸭胴体重2.5公斤，毛鸭约6斤出栏。

二、全产业链布局，羽绒成新的利润增长点

2016年公司围绕一体化布局，收购、新设多个主体。目前已建立了集祖代种鸭和父母代种鸭/鸡的养殖与孵化、商品代鸭/鸡的养殖、禽类产品及其制品的加工与销售、饲料生产与销售为一体的完整产业链，具备一体化的生产与销售能力。特别是投资7亿设立的杭州华英新塘羽绒，已成为公司新得利润增长点，2016年实现净利润2094万元，

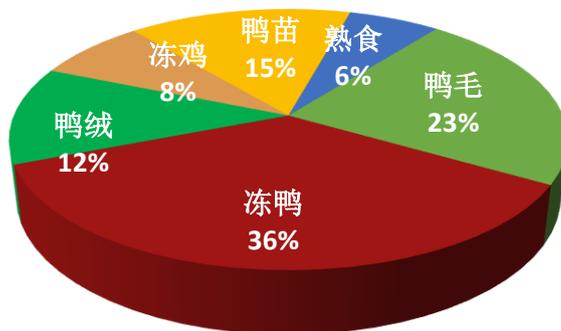
其中归属于母公司部分为 1068 万元，占公司扣非后归母净利润的 26.7%。

图 4：2012-2015 公司营业收入构成，鸭绒大幅增加



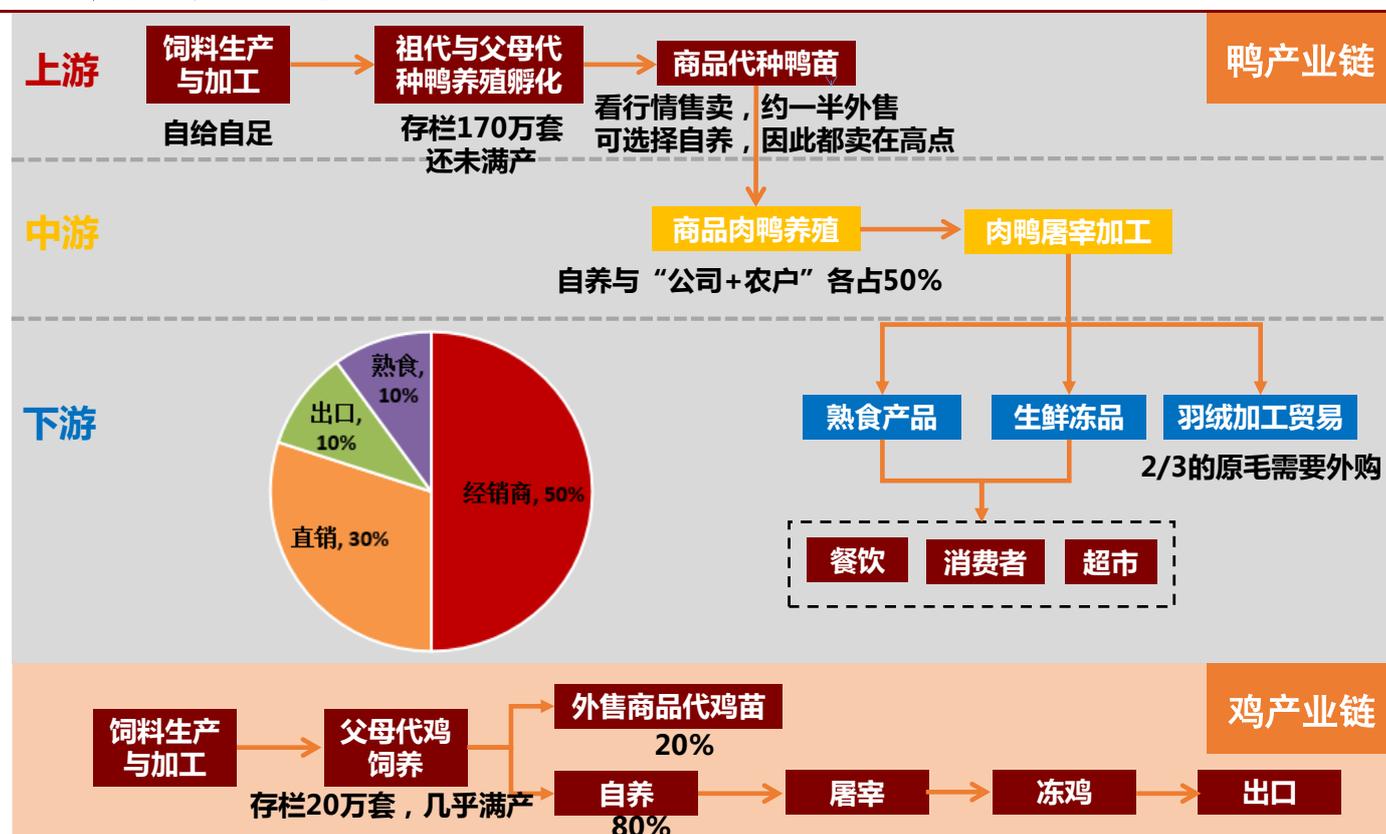
资料来源：招商证券

图 5：2016 年公司毛利构成，鸭绒业务位于第三



资料来源：招商证券

图 6：华英农业产业链一览

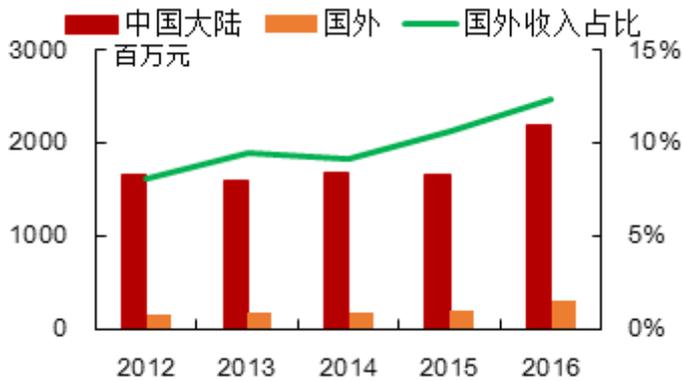


资料来源：招商证券

三、“世界鸭王”一枝独秀，出口业务稳步提升

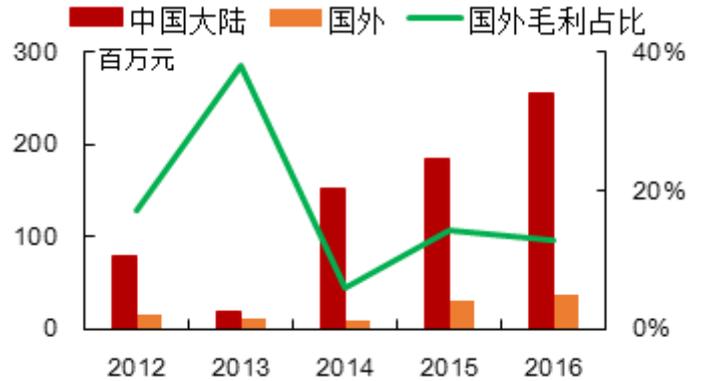
中国是世界第一的肉鸭生产国，也是最大的鸭肉制品出口国。公司以其良好的食品安全和质量控制体系，取得了日本、韩国、欧盟等多个国家及地区禽类熟食及冻品制品的出口资格。利用出口与内销的互补优势，提高公司单位产品的附加值。2016 年，公司国外收入一举突破 3 亿元，同比增长 56.3%。

图 7：公司国内外业务收入变化情况



资料来源：公司年报、招商证券

图 8：公司国内外业务毛利变化情况



资料来源：公司年报、招商证券

四、盈利预测与估值

(1) 盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 1.53/2.15/2.85 亿元，对应 EPS 为 0.29/0.40/0.53 元。给予 2018 年 30-35 倍 PE 得出目标价 12-14，较现价具有 21%-41% 的上涨空间，给予“强烈推荐-A”评级。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入	497	432	390	664	728	733
营业毛利	7	-46	8	21	15	15
营业费用	6	12	7	5	14	16
管理费用	33	20	19	11	35	27
财务费用	26	20	21	9	28	16
投资收益	0	0	0	0	1	0
营业利润	7	-46	8	21	16	14
归母净利润	11	-15	10	58	24	-1
EPS (元)	0.02	-0.03	0.02	0.11	0.04	0.00
主要比率	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
毛利率	14.6%	2.6%	14.6%	7.1%	14.2%	12.3%
营业费用率	1.3%	2.7%	1.8%	0.8%	1.9%	2.2%
管理费用率	6.6%	4.5%	4.8%	1.7%	4.8%	3.7%
营业利润率	1.3%	-10.5%	2.0%	3.1%	2.2%	2.0%
有效税率	0.2%	3.9%	2.7%	0.3%	0.9%	40.3%
净利率	2.2%	-3.4%	2.5%	8.8%	3.3%	-0.1%
YoY	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
收入	-3.3%	-18.3%	-17.1%	45.2%	46.4%	69.4%
归属母公司净利润	-79.5%	-227.6%	-26.8%	670.9%	117.7%	-96.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
合计收入	2497	3278	3702	4128
冻鸭	1064	1230	1235	1470
鸭绒	508	1000	1358	1427
冻鸡	305	308	330	368
鸭苗	232	300	312	368
熟食	225	252	261	271
鸭毛	61	75	80	87
羽绒制品	58	60	62	64
饲料	18	20	25	30
鸡苗	16	20	22	24
种鸡蛋	8	9	10	11
商品鸡	2	4	6	8
收入增长率	34.6%	31.2%	12.9%	11.5%
冻鸭	11.3%	15.6%	0.4%	19.0%
鸭绒	4175.9%	96.9%	35.8%	5.1%
冻鸡	2.1%	0.8%	7.1%	11.4%
鸭苗	-16.3%	29.3%	4.0%	17.9%
熟食	11.5%	11.9%	3.8%	3.7%
鸭毛	1.5%	23.0%	6.3%	9.1%
羽绒制品	/	3.8%	3.3%	3.2%
饲料	-51.2%	12.8%	25.0%	20.0%
鸡苗	139.9%	24.6%	10.0%	9.1%
种鸡蛋	48.3%	11.4%	11.1%	10.0%
商品鸡	/	99.0%	50.0%	33.3%
毛利率	11.7%	12.8%	11.1%	10.9%
冻鸭	14.2%	15.0%	14.5%	14.0%
鸭绒	6.9%	6.7%	6.5%	6.3%
冻鸡	10.6%	10.7%	10.5%	10.4%
鸭苗	28.0%	45.0%	35.0%	32.0%
熟食	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
鸭毛	-57.2%	-57.2%	-57.2%	-57.2%
羽绒制品	27.7%	27.7%	27.7%	27.7%
饲料	-1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%
鸡苗	18.3%	20.0%	20.0%	20.0%
种鸡蛋	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
商品鸡	-23.9%	-23.9%	-23.9%	-23.9%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1857	2515	3300	3727	4157
营业成本	1641	2217	2901	3287	3631
营业税金及附加	7	18	24	27	21
营业费用	41	42	66	63	71
管理费用	90	92	139	142	141
财务费用	101	75	37	(1)	(2)
资产减值损失	3	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	(24)	59	134	210	295
营业外收入	42	57	57	57	57
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	18	112	187	263	348
所得税	1	8	14	20	26
净利润	17	103	173	243	322
少数股东损益	(0)	12	20	28	37
归属于母公司净利润	17	91	153	215	285
EPS (元)	0.04	0.17	0.29	0.40	0.53

资料来源：公司数据、招商证券

(2) 估值对比

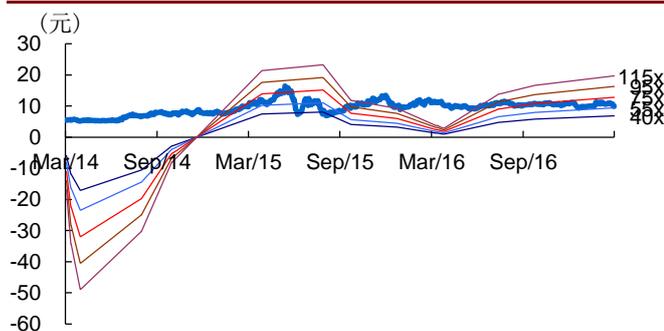
表 4：估值对比表

公司	最新	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		14	15	16E	14	15	16E	14	15	16E			
简称	股价												
华英农业	9.92	0.04	0.17	0.29	39%	423%	67%	242	58	35	2.11	2.70%	53
益生股份	27.82	0.08	-1.43	2.28	-108%	-1888%	-259%	348	-19	12	12.46	5.21%	93
民和股份	17.29	0.21	-1.04	1.09	-126%	-595%	-205%	82	-17	16	8.61	-2.55%	52
仙坛股份	42.50	0.37	0.15	1.32	-8%	-59%	781%	115	283	32	6.28	8.54%	77
圣农发展	18.59	0.08	-0.37	0.83	-135%	-544%	-323%	232	-50	22	5.26	3.85%	207
平均					-94%	-772%	-2%	194	49	21	8.15	3.76%	

资料来源：公司数据、招商证券

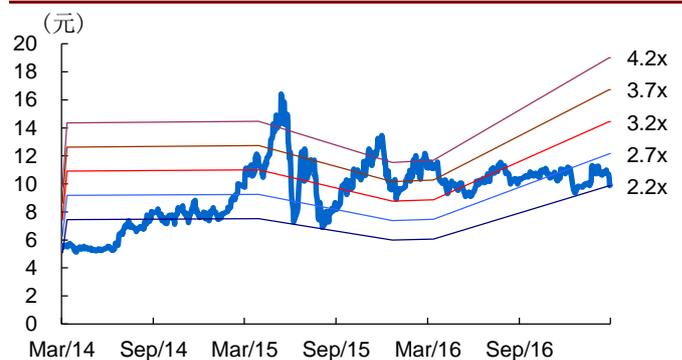
(3) PE-PB Band

图 9：华英农业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 10：华英农业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

鸭价上涨不达预期、高致病性疫病、重大食品安全事件、MBO 不顺利

参考报告:

1、《华英农业(002321.sz)深度报告-鸭!鸭!鸭!春江水暖鸭先知,正是华英欲上时》
2017-02-21, 鸡年禽链价格上涨趋势确立,华英的独特优势在于产能利用率的提升空间大、羽绒新核的业绩大爆发、以及大量可用于外延并购的现金,基本面向上趋势确立。
<http://t.cn/Riu6q9k>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3032	3786	2909	3240	3617
现金	2253	2424	1470	1611	1811
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	16	21	24	27
应收款项	140	295	188	213	237
其它应收款	29	35	46	52	58
存货	511	621	667	755	834
其他	99	395	517	585	650
非流动资产	1932	2418	2572	2709	2830
长期股权投资	10	60	60	60	60
固定资产	1407	1680	1864	2027	2173
无形资产	177	297	268	241	217
其他	338	381	381	381	381
资产总计	4964	6204	5481	5948	6447
流动负债	3283	3157	2261	2531	2772
短期借款	1673	1258	0	0	0
应付账款	330	443	580	657	726
预收账款	92	76	99	112	124
其他	1189	1380	1582	1762	1923
长期负债	146	317	317	317	317
长期借款	20	187	187	187	187
其他	126	129	129	129	129
负债合计	3429	3473	2577	2848	3089
股本	426	534	534	534	534
资本公积金	885	1615	1615	1615	1615
留存收益	169	260	414	583	803
少数股东权益	54	322	341	369	406
归属于母公司所有者权益	1480	2409	2563	2732	2952
负债及权益合计	4964	6204	5481	5948	6447

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	619	278	884	612	687
净利润	17	91	153	215	285
折旧摊销	283	209	243	263	282
财务费用	121	95	37	(1)	(2)
投资收益	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	183	(61)	505	36	20
其它	14	(55)	(54)	99	103
投资活动现金流	(69)	(669)	(426)	(426)	(426)
资本支出	(234)	(400)	(426)	(426)	(426)
其他投资	165	(269)	0	0	0
筹资活动现金流	160	440	(1413)	(45)	(62)
借款变动	200	(326)	(1376)	0	0
普通股增加	0	108	0	0	0
资本公积增加	0	730	0	0	0
股利分配	0	0	0	(46)	(65)
其他	(40)	(72)	(37)	1	2
现金净增加额	710	49	(954)	141	200

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1857	2515	3300	3727	4157
营业成本	1641	2217	2901	3287	3631
营业税金及附加	7	18	24	27	21
营业费用	41	42	66	63	71
管理费用	90	92	139	142	141
财务费用	101	75	37	(1)	(2)
资产减值损失	3	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	(24)	59	134	210	295
营业外收入	42	57	57	57	57
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	18	112	187	263	348
所得税	1	8	14	20	26
净利润	17	103	173	243	322
少数股东损益	(0)	12	20	28	37
归属于母公司净利润	17	91	153	215	285
EPS (元)	0.04	0.17	0.29	0.40	0.53

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	1%	35%	31%	13%	12%
营业利润	-25%	-349%	129%	56%	41%
净利润	39%	423%	67%	40%	33%
获利能力					
毛利率	11.7%	11.9%	12.1%	11.8%	12.6%
净利率	0.9%	3.6%	4.6%	5.8%	6.9%
ROE	1.2%	3.8%	6.0%	7.9%	9.7%
ROIC	2.3%	2.9%	5.1%	5.9%	7.6%
偿债能力					
资产负债率	69.1%	56.0%	47.0%	47.9%	47.9%
净负债比率	35.1%	25.2%	3.4%	3.2%	2.9%
流动比率	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.2	3.9	4.5	4.6	4.6
应收帐款周转率	12.9	11.6	13.7	18.6	18.5
应付帐款周转率	4.9	5.7	5.7	5.3	5.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.04	0.17	0.29	0.40	0.53
每股经营现金	1.45	0.52	1.65	1.15	1.29
每股净资产	3.48	4.51	4.80	5.11	5.53
每股股利	0.00	0.00	0.09	0.12	0.16
估值比率					
PE	241.6	57.9	34.6	24.7	18.6
PB	2.9	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	18.7	19.8	16.0	14.1	11.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。