

2017年07月23日

华英农业 (002321.SZ)

鸭价有望持续上涨，推动公司业绩改善

■国内A股第一鸭企，产能快速扩张：公司目前已形成集祖代和父母代种鸭、父母代种鸡的养殖、孵化、商品代鸭/鸡的养殖、禽肉产品及其制品的加工与销售以及饲料生产为一体的禽类产品生产企业，是国内最大的工厂化养殖鸭产品加工企业之一。16年实现营业收入251,470.85万元，同比增长35.38%；净利润10,323.99万元，同比增长495.90%；归属于母公司净利润9,147.05万元，同比增长423.21%。16年国内鸭价持续低迷，公司鸭苗产量1.04亿羽，同比减少10%；屠宰成鸭4631万羽，同比增加20.3%。目前公司鸭苗产能约1.5亿羽，随着“5000万只雏鸭生产项目”建成投产，鸭苗产能将继续扩大。

■持续并购加速全产业链布局、羽绒业务跃居第二大板块：16年公司通过收购和新设，向下游业务延伸，覆盖食品、羽绒、融资租赁等业务。16年，公司成立子公司华英生物科技股份有限公司，专门从事鸭血制品的生产和销售，同年，实现营收1500万元，净利润166万元，净利率达到11%。鸭血业务有望快速成长，成为公司新的利润增长点。16年，公司与杭州萧山新塘羽绒有限公司投资设立杭州华英新塘羽绒制品有限公司，公司持股比例51%，同年公司羽绒板块实现营业收入5.08亿元，占公司总营收的20.20%；羽绒业务贡献毛利3500万元。羽绒业务成为对公司营收贡献第二大业务板块。

■鸭价有望持续上涨，推动公司业绩改善：鸭产业链行情持续低迷多年，公司16年鸭苗销售均价约2.2元/羽，冻鸭价格下跌至约9200元/吨。17年肉鸭副产品类（如鸭掌、鸭舌鸭胗等）终端消费持续向好，叠加三季度气温较高和环保拆迁等因素，毛鸭供应量持续紧张，价格开始走高。目前，环保禁养和拆迁行动仍正在快速进行，山东泰安的新泰、宁阳等地以及莱芜地区等又相继划出了禁养区。据博亚和讯统计，近期毛鸭价格上涨约30%，有望持续上涨，推动公司业绩改善。

■欧盟配额违反规定，鸭肉出口迎来重大机遇：欧盟是我国禽肉主销市场之一，13年以来，中国与其他国家竞争仅有的220吨配额，且国内企业出口超出额度需缴纳税率（折合从价关税）51%，严重削弱国内鸭肉熟制品企业出口竞争力。17年3月28日，世贸组织颁布报告认定欧盟对鸭肉产品采用的关税配额分配违反世贸规则。本次裁定将改善国内鸭肉企业对欧盟的出口竞争环境，提高竞争优势，未来中国鸭肉产业在出口欧盟及全球市场规模的竞争力有望快速提高，华英农业

公司快报

证券研究报告

畜牧养殖

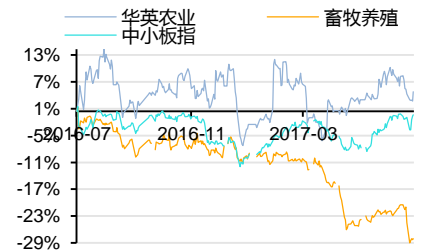
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**14.5元**
股价(2017-07-21) **10.58元**

交易数据

总市值(百万元)	5,652.80
流通市值(百万元)	4,480.20
总股本(百万股)	534.29
流通股本(百万股)	423.46
12个月价格区间	9.36/11.54元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.38	-2.23	0.27
绝对收益	-3.38	1.73	-0.38

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

相关报告

- 华英农业：行业反转，国改助力，鸭王在发力！/吴立 2016-08-22
- 华英农业：充分受益禽链复苏 业绩增长高弹性/吴立 2016-08-12
- 华英农业：华英农业上半年业绩快报点评：受益禽链景气复苏 盈利提升/吴立 2016-08-01
- 华英农业：销量提升，受益禽链景气，业绩超预期！/吴立 2016-07-17

作为国内鸭肉龙头企业将直接受益。

■ **投资建议：** 买入-A 投资评级，6 个月目标价 14.5 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 9.3%、15.1%、19.9%，净利润分别为 1.01、2.02、3.06 亿元，净利润增速分别为 10.7%、99.0%、52.1%，给予买入-A 的投资评级。

■ **风险提示：** 鸭苗价格上涨不达预期，禽流感等疾病风险

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,857.5	2,514.7	2,747.3	3,163.2	3,793.4
净利润	17.5	91.5	101.3	201.5	306.4
每股收益(元)	0.03	0.17	0.19	0.38	0.57
每股净资产(元)	2.77	4.51	4.70	5.08	5.65
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	323.3	61.8	55.8	28.1	18.4
市净率(倍)	3.8	2.3	2.3	2.1	1.9
净利润率	0.9%	3.6%	3.7%	6.4%	8.1%
净资产收益率	1.2%	3.8%	4.0%	7.4%	10.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.7%	14.2%	4.6%	13.1%	36.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,857.5	2,514.7	2,747.3	3,163.2	3,793.4	成长性					
减:营业成本	1,640.8	2,216.6	2,483.9	2,765.9	3,263.1	营业收入增长率	0.8%	35.4%	9.3%	15.1%	19.9%
营业税费	6.5	18.1	10.0	15.1	19.8	营业利润增长率	-25.4%	-348.7%	34.5%	155.1%	63.5%
销售费用	40.9	42.5	46.8	48.8	48.8	净利润增长率	39.0%	423.2%	10.7%	99.0%	52.1%
管理费用	89.8	92.1	106.9	108.1	108.5	EBITDA 增长率	37.4%	-4.9%	-15.2%	42.6%	30.8%
财务费用	100.6	74.9	17.3	18.2	17.4	EBIT 增长率	51.8%	73.4%	-28.0%	128.2%	57.8%
资产减值损失	2.6	12.1	4.5	6.4	7.7	NOPLAT 增长率	65.1%	64.9%	-33.0%	128.2%	61.5%
加:公允价值变动收益	-	-0.5	-	-	-	投资资本增长率	-34.0%	104.8%	-19.3%	-41.5%	6.7%
投资和汇兑收益	0.2	0.6	0.8	0.6	0.7	净资产增长率	1.3%	78.0%	4.0%	7.5%	10.9%
营业利润	-23.6	58.6	78.9	201.2	328.9	利润率					
加:营业外净收支	41.4	53.1	47.2	47.2	49.2	毛利率	11.7%	11.9%	9.6%	12.6%	14.0%
利润总额	17.8	111.7	126.0	248.4	378.1	营业利润率	-1.3%	2.3%	2.9%	6.4%	8.7%
减:所得税	0.5	8.4	17.6	34.8	45.4	净利润率	0.9%	3.6%	3.7%	6.4%	8.1%
净利润	17.5	91.5	101.3	201.5	306.4	EBITDA/营业收入	19.3%	13.6%	10.5%	13.0%	14.2%
						EBIT/营业收入	4.1%	5.3%	3.5%	6.9%	9.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	301	243	228	177	130
						流动资产周转天数	-116	-86	-66	-89	-81
						流动营业资本周转天数	518	488	419	356	371
						应收账款周转天数	32	36	33	34	34
						存货周转天数	100	81	95	90	86
						总资产周转天数	895	799	726	602	558
						投资资本周转天数	212	190	211	130	82
						投资回报率					
						ROE	1.2%	3.8%	4.0%	7.4%	10.2%
						ROA	0.3%	1.7%	2.2%	3.7%	5.5%
						ROIC	5.7%	14.2%	4.6%	13.1%	36.3%
						费用率					
						销售费用率	2.2%	1.7%	1.7%	1.5%	1.3%
						管理费用率	4.8%	3.7%	3.9%	3.4%	2.9%
						财务费用率	5.4%	3.0%	0.6%	0.6%	0.5%
						三费/营业收入	12.5%	8.3%	6.2%	5.5%	4.6%
						偿债能力					
						资产负债率	69.1%	56.0%	41.9%	46.4%	44.1%
						负债权益比	223.5%	127.2%	72.0%	86.7%	79.0%
						流动比率	0.92	1.20	1.35	1.44	1.64
						速动比率	0.77	1.00	0.92	1.14	1.23
						利息保障倍数	0.77	1.78	5.56	12.06	19.90
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	17.3	103.2	101.3	201.5	306.4	EPS(元)	0.03	0.17	0.19	0.38	0.57
加:折旧和摊销	283.5	208.7	193.0	193.0	193.0	BVPS(元)	2.77	4.51	4.70	5.08	5.65
资产减值准备	2.6	12.1	-	-	-	PE(X)	323.3	61.8	55.8	28.1	18.4
公允价值变动损失	-	0.5	-	-	-	PB(X)	3.8	2.3	2.3	2.1	1.9
财务费用	120.8	94.7	17.3	18.2	17.4	P/FCF	6.9	-5.7	-5.3	6.9	21.8
投资损失	-0.2	-0.6	-0.8	-0.6	-0.7	P/S	3.0	2.2	2.1	1.8	1.5
少数股东损益	-0.2	11.8	7.1	12.2	26.3	EV/EBITDA	14.0	14.9	15.8	9.2	6.5
营运资金的变动	284.4	-289.0	107.2	412.3	-240.2	CAGR(%)	131.0%	47.7%	98.5%	131.0%	47.7%
经营活动产生现金流量	618.8	278.0	425.1	836.6	302.2	PEG	2.5	1.3	0.6	0.2	0.4
投资活动产生现金流量	-69.0	-669.2	0.8	0.6	0.7	ROIC/WACC	0.5	1.4	0.4	1.3	3.5
融资活动产生现金流量	160.2	440.2	-1,522.4	-1.5	-9.3	REP	10.6	2.1	7.2	3.6	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034