

华英农业 (002321) \ 农林牧渔

——肉鸭行情大幅上涨，华英业绩弹性显现

事件：

近期鸭苗价格大涨，半个月时间，鸭苗从1.3元/羽上涨至了4.2元/羽，翻了两番多，并且冻品价格也快速上涨，涨幅达到1000元/吨；冻品走货顺畅，肉鸭养殖补栏积极，基本面大幅好转。

投资要点：

➤ 行业深度亏损以及环保压力导致供给明显下降。

1.行业深度亏损倒逼养殖户退出。上半年整个肉鸭养殖行业亏损严重，特别是种鸭环节，鸭苗卖到了几毛钱一羽，倒逼种鸭养殖退出或者减少养殖量；**2.环保压力。**第二点的影响最为明显，并且时间上是长期的。今年以来，肉鸭养殖行业环保趋严格，肉鸭养殖行业散户占比较高，导致从上游的种鸭到下游的商品鸭都受到了明显的影响，山东和江苏两个主产区下降最为明显，我们预计量下降30%，这一部分退出之后很难再恢复过来。**3.夏季高温天气导致的种鸭产蛋率下降，**今年夏季高温温度和持续时间都创新高，对于产蛋率下降较为明显，我们估算预计下降幅度在20~30%。这一块的一个弹性是短暂性的，预计要过了夏季这部分才能慢慢会恢复过来。

➤ 影响消费因素减弱，整体供给减少，下半年有望维持较好行情。

今年亏损的最明显的就是上游的种鸭，上半年种鸭养殖淘汰量是比较大的，也使得短期内鸭苗的供给明显下降，最快的恢复的话应该也需要2到3个月的时间，而且环保退出的更为明显，我们认为供给整体减少明显，并且对比往年下半年是鸭肉消费旺季，所以我们认为下半年的肉鸭养殖的行情都会比较好；从目前冻品价格的一个形式来判断，近期又快速的上涨，主要的原因是屠宰场没有库存，库存消耗完了，冻品供不应求，使得价格一路抬升，近期上涨已经达到1000元/吨，另外也是受到了鸡肉冻品价格上涨的带动。受益于此华英农业冻品价格已经上涨至8000元/吨以上，单只鸭子盈利超过2元，冻品价格上涨将直接提升了屠宰利润。

➤ 副产品大幅涨价，华英业绩弹性显现。鸭子浑身只是宝，鸭肉之外副产品也非常的值钱，目前来看，现在鸭毛的价格已经达35000元/吨，16年均价是2万块钱左右，一只鸭子可以产出120克的鸭毛，单只鸭光鸭毛就能贡献4元左右；并且从去年年中以来羽绒价格也是从18万/吨上涨至了36万元/吨，华英并购的羽绒业务有望大幅受益。

➤ 盈利预测及估值。我们预计下半年市场供给仍将减少，同时又是消费旺季，看好下半年肉鸭养殖行情，预计17~18年EPS为0.37和0.46元，给予“推荐”评级。

➤ 风险提示：养殖疾病，原材料及产品价格大幅波动。

投资建议：

推荐

当前价格：

11.72元

目标价格：

元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	534/423
流通A股市值 (百万元)	4,942
每股净资产 (元)	4.53
资产负债率 (%)	59.84
一年内最高/最低 (元)	11.76/9.03

一年内股价相对走势



王承 分析师

执业证书编号：S0590513090004

电话：0510-85630532

邮箱：wangc@glsc.com.cn

王承

电话：0510-85630532

邮箱：wangc@glsc.com.cn

相关报告

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,165.1	2,340.6	1,756.33	2,168.5	2,945.7	营业收入	1,857.50	2,514.7	3,436.9	4,014.3	4,642.5
应收账款+票据	169.42	345.96	326.19	458.88	449.06	营业成本	1,640.82	2,216.5	2,983.2	3,484.4	4,029.7
预付账款	52.99	130.03	116.30	171.41	161.32	营业税金及附加	6.53	18.09	12.52	14.62	16.91
存货	510.58	621.50	1,102.83	911.19	1,418.0	营业费用	40.87	42.47	58.04	67.79	78.40
其他	45.55	262.94	262.94	262.94	262.94	管理费用	89.84	92.07	125.83	146.97	169.98
流动资产合计	2,943.6	3,701.0	3,564.58	3,972.9	5,237.1	财务费用	100.58	74.90	12.97	-8.18	-14.13
长期股权投资	9.75	60.01	60.01	60.01	60.01	资产减值损失	2.64	12.11	4.46	4.46	4.46
固定资产	1,565.2	1,835.9	1,650.02	1,462.1	1,272.0	公允价值变动收益	0.00	-0.51	0.00	0.00	0.00
在建工程	19.39	13.25	12.30	10.80	15.00	投资净收益	0.21	0.11	0.00	0.00	0.00
无形资产	177.45	297.41	285.48	273.56	261.63	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	159.95	209.67	204.29	198.90	194.00	营业利润	-23.57	58.12	239.86	304.23	357.20
非流动资产合计	1,931.8	2,416.3	2,212.10	2,005.4	1,802.6	营业外净收益	41.40	53.57	47.19	47.19	47.19
资产总计	4,875.4	6,117.3	5,776.68	5,978.4	7,039.7	利润总额	17.83	111.69	287.04	351.41	404.39
短期借款	1,673.0	1,257.6	0.00	0.00	0.00	所得税	0.50	8.45	71.76	87.85	101.10
应付账款+票据	1,181.6	1,477.8	2,101.53	2,079.2	2,755.8	净利润	17.33	103.24	215.28	263.56	303.29
其他	379.12	369.87	447.95	408.42	489.89	少数股东损益	-0.16	11.77	14.18	17.36	19.97
流动负债合计	3,233.7	3,105.4	2,549.48	2,487.6	3,245.7	归属于母公司净利	17.48	91.47	201.10	246.20	283.32
长期带息负债	20.00	187.47	187.47	187.47	187.47						
长期应付款	87.57	95.10	95.10	95.10	95.10						
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
非流动负债合计	107.57	282.57	282.57	282.57	282.57						
负债合计	3,341.3	3,387.9	2,832.05	2,770.2	3,528.2						
少数股东权益	54.32	321.53	335.70	353.06	373.03						
股本	425.80	534.29	534.29	534.29	534.29						
资本公积	885.09	1,614.6	1,614.69	1,614.6	1,614.6						
留存收益	168.90	260.37	461.48	707.68	991.00						
股东权益合计	1,534.1	2,730.8	2,946.16	3,209.7	3,513.0						
负债和股东权益总	4,875.4	6,118.8	5,778.21	5,979.9	7,041.3						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	-5.73	105.71	179.89	228.17	267.90
折旧摊销	283.50	208.68	212.04	212.99	213.34
财务费用	120.78	94.68	8.09	-13.06	-19.01
存货减少	13.73	-111.23	-481.33	191.64	-506.83
营运资金变动	208.16	-25.73	735.22	-249.63	777.98
其它	7.64	7.72	4.46	4.46	4.46
经营活动现金流	628.08	279.83	658.37	374.56	737.83
资本支出	234.17	400.36	12.30	10.80	15.00
长期投资	5.00	273.86	0.00	0.00	0.00
其他	170.19	5.04	35.39	35.39	35.39
投资活动现金流	-68.98	-669.19	23.09	24.59	20.39
债权融资	290.98	-236.61	-1,257.6	0.00	0.00
股权融资	2.00	856.90	0.00	0.00	0.00
其他	-132.76	-180.04	-8.09	13.06	19.01
筹资活动现金流	160.22	440.25	-1,265.7	13.06	19.01
现金净增加额	719.32	50.90	-584.28	412.21	777.23

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	0.78%	35.38%	36.67%	16.80%	15.65%
EBIT	15.69%	69.35%	59.73%	14.65%	13.90%
EBITDA	28.19%	0.22%	28.90%	8.71%	8.59%
归属于母公司净利	-109.88	423.21	119.86	22.43%	15.08%
获利能力					
毛利率	11.67%	11.86%	13.20%	13.20%	13.20%
净利率	0.93%	4.11%	6.26%	6.57%	6.53%
ROE	1.18%	3.80%	7.70%	8.62%	9.02%
ROIC	3.15%	9.66%	8.99%	12.83%	15.74%
偿债能力					
资产负债率	68.53%	55.38%	49.03%	46.34%	50.12%
流动比率	0.91	1.19	1.40	1.60	1.61
速动比率	0.74	0.91	0.86	1.13	1.10
营运能力					
应收账款周转率	13.25	8.08	11.24	9.68	11.10
存货周转率	3.21	3.57	2.71	3.82	2.84
总资产周转率	0.38	0.41	0.59	0.67	0.66
每股指标 (元)					
每股收益	0.03	0.17	0.38	0.46	0.53
每股经营现金流	1.18	0.52	1.23	0.70	1.38
每股净资产	2.77	4.51	4.89	5.35	5.88
估值比率					
市盈率	358.18	68.46	31.14	25.43	22.10
市净率	4.23	2.60	2.40	2.19	1.99
EV/EBITDA	12.07	15.05	10.56	9.10	7.22
EV/EBIT	43.44	32.05	18.14	14.83	11.22

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064