

2017年08月18日

华英农业 (002321.SZ)

鸭肉价格维持高位，公司业绩有望迎来拐点

■事件一：8月17日，公司发布了17年半年报公告：2017年1-6月实现营业收入164,907.54万元，同比增长56.44%；归属于母公司净利润1,686.71万元，同比下降75.21%。基本每股收益0.031元/股，同比下降75.21%。

事件二：公司同时发布了对2017年1-9月经营业绩的预计：2017年1-9月归属于上市公司股东的净利润变动区间：2000万-5000万，变动幅度-78.27%~-45.69%。公司预计经营业绩下滑的主要原因有：一是根据目前禽类行业大环境预测，禽类产品需求有所减退，会导致主要产品销量及价格较上年同期下降；二是上年同期公司收到江西省丰城市政府特色产业扶持资金3589万元，本期则无。

我们的分析和判断：

一、鸭肉价格维持高位，公司业绩有望迎来拐点

17年H1公司营业收入16.5亿，其中冻鸭产品贡献收入5.49亿元，占总营业收入33.30%，同比减少16.07%，羽绒贡献收入4.64亿元，占总营业收入28.13%，羽绒制品贡献收入1.13亿元，占总营业收入6.86%，鸭苗贡献收入9005.2万元，占营业收入5.46%，同比减少23.20%，冻鸡产品贡献收入1.83亿元，同比上升11.07%。报告期，公司鸭苗产量6038万羽，同比增加13%；屠宰成鸭3096万羽，同比增加80.8%，羽绒生产量2883万吨。目前公司鸭苗产能约1.5亿羽，未来随着公司公告的“5000万只雏鸭生产项目”建成投产，鸭苗产能将继续扩大。鸭产业链行情持续低迷多年，17年肉鸭副产品类终端消费持续向好，叠加三季度气温较高和环保拆迁（环保禁养和拆迁行动仍正在快速进行，山东泰安的新泰、宁阳等地又相继划出了禁养区）等因素，毛鸭供应量持续紧张，鸭苗、毛鸭和终端价格开始走高。8月份以来鸭苗价格高位震荡，山东地区毛鸭价格约3.7元/斤，山东新泰大白条鸭售价约7800元/吨，三季度鸭价有望维持高位，公司业绩有望迎来拐点。

二、羽绒业务产能逐步扩大，有望贡献高盈利

公司控股子公司杭州华英新塘羽绒制品有限公司于17年8月10日与潢川县人民政府签订《招商引资合同》及补充协议，华英新塘拟出资5.5亿元用于在潢川县新建“华英新塘羽毛加工项目”。华英新塘为公司控股子公司，公司持有其51%的股份，杭州萧山新塘羽绒有限公司持有其49%股份。项目建设内容：主要产品是羽绒、毛片；生产产能：30000吨/年，建设羽毛加工车间、仓储配套设施等。项目总投资55000万元人民币，其中固定资产投资23000万元。公司公告：

公司快报

证券研究报告

畜牧养殖

投资评级 **买入-A**

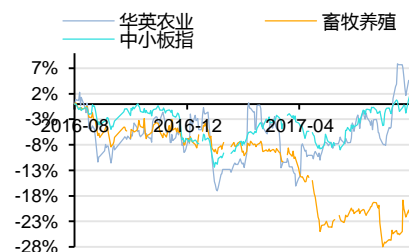
维持评级

6个月目标价：**14.5元**
股价(2017-08-17) **12.40元**

交易数据

总市值(百万元)	6,625.21
流通市值(百万元)	5,253.13
总股本(百万股)	534.29
流通股本(百万股)	423.64
12个月价格区间	9.36/12.40元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.37	9.41	6.78
绝对收益	19.46	19.0	9.13

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：拟投资新建羽毛加工项目公告点评：羽绒业务产能迅速扩大，拟设立产业基金加速全产业链布局/李佳丰 2017-08-11
- 华英农业：鸭价有望持续上涨，推动公司业绩改善/李佳丰 2017-07-23
- 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

预计华英新塘羽毛加工项目实现营业收入 10 亿元/年，利润 5000 万元/年。未来随着华英新塘羽毛加工项目的逐步落地，羽绒业务有望贡献高盈利。

三、设立产业基金持续并购、加速全产业链布局

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。华英盛合现代农业产业一期股权投资基金合伙企业的设立，通过双方的资源优化整合，借助鼎力盛合在股权投资领域的丰富经验及专业能力，将有效增加公司并购项目的储备，提升并购效率，有利于实现公司自身并购扩张和产业整合的战略目标。

■ **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，项目推进速度低于预期

(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%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	301	243	228	177	130
货币资金	2,253.0	2,423.8	1,327.3	2,162.9	2,456.5	流动资产周转天数	-116	-86	-66	-89	-81
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	518	488	419	356	371
应收账款	169.4	329.8	181.2	410.3	312.4	应收帐款周转天数	32	36	33	34	34
应收票据	-	16.2	2.9	6.1	8.4	存货周转天数	100	81	95	90	86
预付帐款	53.0	130.0	159.7	147.0	190.2	总资产周转天数	895	799	726	602	558
存货	510.6	621.5	826.3	763.7	1,051.1	投资资本周转天数	212	190	211	130	82
其他流动资产	45.6	264.5	118.1	142.7	175.1	投资回报率					
可供出售金融资产	18.5	18.5	18.5	18.5	18.5	ROE	1.2%	3.8%	4.0%	7.4%	10.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.3%	1.7%	2.2%	3.7%	5.5%
长期股权投资	9.8	60.0	60.0	60.0	60.0	ROIC	5.7%	14.2%	4.6%	13.1%	36.3%
投资性房地产	35.6	34.0	34.0	34.0	34.0	费用率					
固定资产	1,565.3	1,836.0	1,651.0	1,466.1	1,281.2	销售费用率	2.2%	1.7%	1.7%	1.5%	1.3%
在建工程	19.4	13.3	13.3	13.3	13.3	管理费用率	4.8%	3.7%	3.9%	3.4%	2.9%
无形资产	177.5	297.4	289.3	281.3	273.2	财务费用率	5.4%	3.0%	0.6%	0.6%	0.5%
其他非流动资产	106.0	159.2	202.0	193.4	184.5	三费/营业收入	12.5%	8.3%	6.2%	5.5%	4.6%
资产总额	4,963.5	6,204.1	4,883.7	5,699.3	6,058.3	偿债能力					
短期债务	1,673.1	1,257.7	-	-	-	资产负债率	69.1%	56.0%	41.9%	46.4%	44.1%
应付帐款	567.0	618.9	837.2	819.4	1,051.6	负债权益比	223.5%	127.2%	72.0%	86.7%	79.0%
应付票据	852.0	1,034.9	829.1	1,469.7	1,176.5	流动比率	0.92	1.20	1.35	1.44	1.64
其他流动负债	191.5	245.2	271.7	237.3	326.8	速动比率	0.77	1.00	0.92	1.14	1.23
长期借款	20.0	187.5	-	-	-	利息保障倍数	0.77	1.78	5.56	12.06	19.90
其他非流动负债	125.9	129.1	106.7	120.6	118.8	分红指标					
负债总额	3,429.4	3,473.2	2,044.8	2,647.0	2,673.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	54.3	321.5	328.3	340.3	365.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	425.8	534.3	534.3	534.3	534.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,054.0	1,875.1	1,976.3	2,177.8	2,484.2						
股东权益	1,534.1	2,730.9	2,838.9	3,052.4	3,384.5						

现金流量表

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
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@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