



2018-06-04

公司深度报告

买入/首次

华英农业 (002321.SZ)

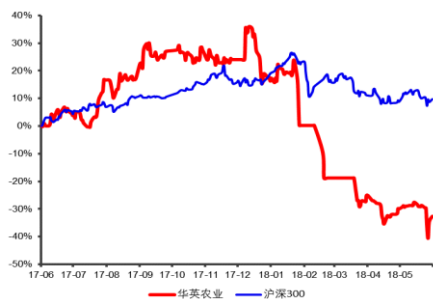
目标价: 11.40

昨收盘: 7.02

农林牧渔

鸭！鸭！鸭！春江水暖鸭先知，正是华英欲上时

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股): 534.29  
 总市值/流通(百万元): 3750.72  
 12个月最高/最低(元): 14.16/6.19

## 相关研究报告:

证券分析师: 周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518040002

## 报告摘要

2018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。

1. 新年鸡鸭已反转，正是华英欲上时。鸡与鸭作为相似的禽肉消费品，具有较强的替代性，一般价格趋同。2016年白羽肉鸡的盈利是结构性调整的结果，利润在产业链内部转移，并未实现全产业链的盈利，不可持续。而2018年白羽肉鸡产业链各环节盈利向好，肉鸡价格上涨趋势确立，鸭价上涨势不可挡。多年以来，华英受制于行业低迷，产能利用率一直不足，鸭价反转将带动产能利用率快速提升。以2011年景气高点毛鸭、鸭苗单羽盈利2.0、1.4元/羽估计，在满产假设下，2018年华英的毛鸭、鸭苗这两项主营业务将合计产生3.4亿的净利润，业绩弹性巨大。

2. 最全产业链，羽绒熟食齐发力。公司从种鸭到餐桌，从主产品到副产品都有布局，堪称鸭业最全产业链；随着全产业链配套的逐步完成，协同效益进一步提高。1) 鸭绒：2016年新成立的华英新塘业务范围主要是羽绒加工和贸易，鸭绒市场在经历2014、2015两年持续低迷后触底反弹，公司抄底精准。华英新塘2016-2018年的业绩承诺分别为0.60、0.85、1.1亿元，相当于再造一个华英。2) 熟食：截止2018年Q1，公司账面现金余额达15.3亿元，在内生增长及外延并购预期下，熟食业务将进入快速发展期，前期引入的鼎力盛合、中融鼎新均具有丰富的产业资源。

3. 改革桃花三两枝，供改国改齐助力。公司长期激励机制不到位，经营效率低下，2018年11位高管拟出资1亿元增持，董事长现已增持1000万，MBO稳步推进。2017年，公司三项费用率7.16%，同比下降1.15个百分点，治理改善显著。供给侧改革倡导优质优价、规模经营，我国肉鸭产业中分散饲养占90%，华英作为鸭业规模和品牌的绝对龙头，将显著受益于环保严查倒逼行业集中度提升的红利。

### 盈利预测

我们预计 2018/19 年公司的归母净利润为 3.0 亿/3.5 亿元，对应 EPS 为 0.57/0.66 元，给予 2018 年 20-25 倍 PE，目标价 11.2-14 元，较现价具有 60%-100% 的上涨空间，首次覆盖并给予“买入”评级。

### 风险提示

1. 突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。

2. 价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

3. 原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

### ■ 盈利预测和财务指标：

|           | 2017    | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 4121.93 | 4646.34 | 5564.69 | 6723.33 |
| (+/-%)    | 64%     | 13%     | 20%     | 21%     |
| 净利润(百万元)  | 61.26   | 302.33  | 350.35  | 407.69  |
| (+/-%)    | 10%     | 394%    | 16%     | 19%     |
| 摊薄每股收益(元) | 0.11    | 0.57    | 0.66    | 0.76    |
| 市盈率(PE)   | 108.05  | 12.41   | 10.71   | 9.20    |

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 一、新年鸡鸭已反转，正是华英欲上时 .....      | 5  |
| (一) 鸭价反转，华英弹性十足 .....        | 5  |
| (二) 鸭价回暖，华英弹性十足 .....        | 6  |
| (三) 供给侧改革，鸭业也需集约化 .....      | 6  |
| 二、最全产业链，羽绒熟食欲发力 .....        | 9  |
| (一) 最全产业链：配套提效率 .....        | 9  |
| (二) 业绩新核：鸭绒欲发力 .....         | 11 |
| (三) 终端熟食：内生外延双轮驱动 .....      | 13 |
| 三、改革桃花三两枝，国改 MBO 齐助力 .....   | 14 |
| (一) 改革需求迫切 .....             | 15 |
| (二) 华英国改在路上 .....            | 16 |
| (三) 它山之石——MBO 显著改善公司经营 ..... | 17 |
| 四、盈利预测与估值 .....              | 19 |
| (一) 盈利预测 .....               | 19 |
| (二) 估值对比 .....               | 21 |
| 五、附录 .....                   | 22 |
| (一) 饮食理念转变 .....             | 22 |
| (二) 鸭肉营养价值超群 .....           | 23 |
| 六、风险提示 .....                 | 24 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 1 鸡鸭苗价格走势相同 .....                   | 5  |
| 图表 2 鸡鸭终端价格走势相同 .....                  | 5  |
| 图表 3 协会口径下父母代种鸡总存栏量 .....              | 5  |
| 图表 4 2012 年以来父母代鸡苗销量 .....             | 5  |
| 图表 5 华英农业鸭产业链产能利用率情况 .....             | 6  |
| 图表 6 2011 年景气高点毛鸭、鸭苗价格及盈利情况 .....      | 6  |
| 图表 7 供给侧改革九方向及养殖龙头受益方面 .....           | 7  |
| 图表 8 2014 年白羽肉鸡规模养殖出栏占比 .....          | 8  |
| 图表 9 鸡、鸭养殖效率对比 .....                   | 9  |
| 图表 10 禽类上市公司归母净利润对比 .....              | 9  |
| 图表 11 华英农业产业链一览 .....                  | 10 |
| 图表 12 华英鸭血 .....                       | 10 |
| 图表 13 华英烤鸭 .....                       | 10 |
| 图表 14 华英可袋鸭 .....                      | 11 |
| 图表 15 华英酱鸭 .....                       | 11 |
| 图表 16 2016 年产业链布局及盈利承诺 .....           | 11 |
| 图表 17 鸭绒价格走势 .....                     | 12 |
| 图表 18 公司定增项目羽绒及羽绒制品加工项目投向（单位：万元） ..... | 13 |
| 图表 19 华英农业熟食项目 .....                   | 14 |
| 图表 20 上市前后净利润变化 .....                  | 15 |
| 图表 21 华英农业股权比例 .....                   | 15 |
| 图表 22 公司 15 年定向增发引入战略投资者 .....         | 16 |
| 图表 23 员工持股计划 .....                     | 16 |
| 图表 24 三项费用率显著下降 .....                  | 17 |
| 图表 25 双汇发展营业收入增长情况 .....               | 17 |
| 图表 26 双汇发展净利润增长情况 .....                | 17 |
| 图表 27 双汇发展资产负债率及销售毛利率 .....            | 18 |
| 图表 28 双汇发展市值之路 .....                   | 18 |
| 图表 29 各季度业绩回顾 .....                    | 19 |
| 图表 30 销售收入结构预测 .....                   | 20 |
| 图表 31 2011 年景气高点毛鸭、鸭苗价格及盈利情况 .....     | 21 |
| 图表 32 估值对比表 .....                      | 21 |
| 图表 33 饮食理念转变示意图 .....                  | 22 |
| 图表 34 中美肉类消费对比 .....                   | 23 |
| 图表 35 肉类营养对比表 .....                    | 23 |
| 图表 36 肉类不饱和脂肪酸比重对比 .....               | 24 |

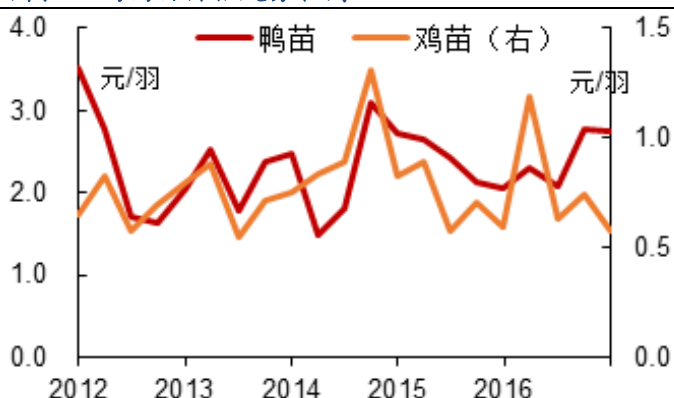
## 一、新年鸡鸭已反转，正是华英欲上时

### (一) 鸭价反转，华英弹性十足

#### 1、鸡鸭价格对比

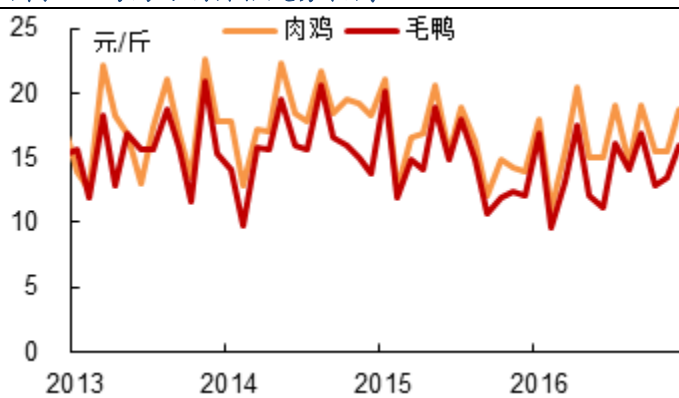
从往年价格走势来看，鸡鸭存在较为明显的联动作用。鸡与鸭作为主要的禽类消费品，在种类、体型、饲养方式、营养价值等方面具有较大的相似性。二者口感、消费群体和消费结构高度重合，主要消费群体都包括工厂企业类及机关、学校食堂等团膳配餐消费以及城乡居民商超购买消费，彼此具有较强的替代性，因此价格趋同明显。

图表 1 鸡鸭苗价格走势相同



资料来源：太平洋证券

图表 2 鸡鸭终端价格走势相同

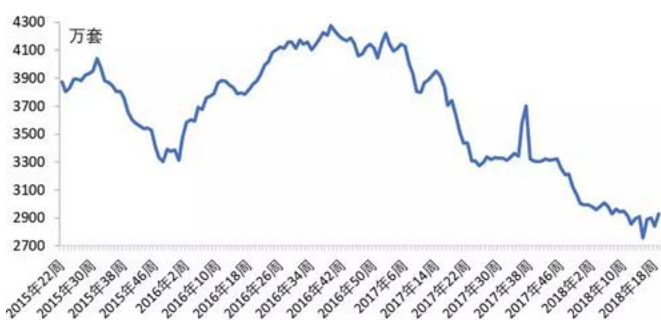


资料来源：太平洋证券

#### 2、鸡价已经反转

2016 年白羽肉鸡的盈利是结构性调整的结果，利润在产业链内部转移，并未实现全产业链的盈利，因此不可持续，只是反弹，而非反转。2018 年白羽肉鸡产业链各环节盈利向好，祖代引种向商品代的传导已经实现。其关键在于父母代存栏和父母代鸡苗销量从 2017 年开始双双掉头向下，并在 2018 年得以延续。2018 年白羽肉鸡行情反转的可能性极大。

图表 3 协会口径下父母代种鸡总存栏量



资料来源：太平洋证券

图表 4 2012 年以来父母代鸡苗销量



资料来源：太平洋证券

## (二) 鸭价回暖，华英弹性十足

目前，华英现有产能：鸭苗约 2.2 亿羽，肉鸭养殖 0.8 亿羽，肉鸭屠宰加工 1.8 亿羽、肉鸡屠宰加工 8000 万羽，熟食 6 万吨，羽绒 5 万吨，饲料 120 万吨。但受制于行业低迷，产能利用率一直不足，2017 年公司生产鸭苗 1.13 亿羽，肉鸭屠宰 6539 万羽，肉鸡屠宰 2219 万羽，分别占公司当年产能的 57%、81%、22%。公司肉鸭产业链产能利用率的提升空间大，一旦行业回暖，业绩弹性十足。

此外，进入 2017 年，公司通过设立新蔡华英和进行一系列收购，进一步扩大屠宰产能，单单新蔡华英肉鸭年屠宰产能就新增 3000 万羽，2018 年产能进一步释放。

图表 5 华英农业鸭产业链产能利用率情况

|           | 饲料    | 祖代鸭      | 父母代鸭            | 鸭苗      | 毛鸭      | 屠宰      | 熟食     |
|-----------|-------|----------|-----------------|---------|---------|---------|--------|
| 产能        | 120万吨 |          |                 | 2 亿羽    | 0.8 亿羽  | 1 亿羽    | 8 万吨   |
| 产量 (2015) | 39 万吨 | 存栏约 3 万套 | 供应量约 160-170 万套 | 1.16 亿羽 | 3850 万羽 | 3850 万羽 | 1.2 万吨 |

资料来源：太平洋证券，注：1 只鸭胴体重 2.5 公斤，毛鸭约 6 斤出栏。

随着鸡价上涨，鸡鸭替代效应显现，价格上涨将传递到商品肉鸭和鸭苗。从 2011 年周期来看，鸭苗价格高点达 6.2 元/羽，全年均价为 3.6 元/羽；毛鸭价格高点达 9.2 元/kg，全年均价 7.8 元/kg。综合替代效应及整个养殖业当前超长景气度考虑，我们认为此次鸭价景气程度或超过 2011 年。

若以 2011 年景气期的情况估计，毛鸭、鸭苗单羽盈利 2.0、1.4 元/羽。2018 年华英农业在产能满产下，毛鸭、鸭苗这两项主营业务将带来 3.4 亿的利润（鸭苗 1 亿羽，毛鸭 1 亿羽）。前期扩大的产能将在行业景气期得到释放，业绩弹性十分明显。

图表 6 2011 年景气高点毛鸭、鸭苗价格及盈利情况

| 类别 | 均价       | 平均单羽盈利  | 高点价格     | 高点单羽盈利  |
|----|----------|---------|----------|---------|
| 毛鸭 | 7.8 元/kg | 2.0 元/羽 | 9.2 元/kg | 5.5 元/羽 |
| 鸭苗 | 3.6 元/羽  | 1.4 元/羽 | 6.2 元/羽  | 3.5 元/羽 |

资料来源：公司公告，太平洋证券

## (三) 供给侧改革，鸭业也需集约化

### 1、优质优价规模经营，世界鸭王受益

农业供给侧改革的核心是结构调整，通过自身的努力调整，让农民生产出的产品，包括质量和数量，符合消费者的需求，实现产地与消费地的无缝对接。促进国际国内两个市场联动，能够减轻国内耕地、水等自然资源的压力，缓解经济发展和环境容量之间的矛盾；促进农业生产由以数量为主转向数量质量并重，更加注重效益，注重市场导向，更好满足消费者需求。这次结构调整的主体是近年来新型经营主体，即专业大户、家庭农场、农民专业合作社和农业企业，包括农业产业化龙头企业，他们是商品农产品供给的主体，也是农业现代化的主体。

中国的鸭肉产量占世界总产量的 70%左右，是世界第一的肉鸭生产国，同时也是世界最大的鸭肉制品出口国。华英作为“世界鸭王”，在鸭肉出口领域一直是一枝独秀，几组数据可以表明：华英占日本在中国进口鸭肉制品总量的 55%至 60%，占韩国在中国进口总量的 70%左右；在欧盟方面，华英计划出口 2500 吨左右，目标是三年内要达到欧盟在中国鸭肉制品总进口量的 40%，也就是 4500 吨左右。在内销方面，华英作为 A 股唯一养鸭标的，市场占有率高达 30%，是行业内绝对龙头。

在农业供给侧改革、禽类消费增长空间巨大的背景下，作为全国农业产业化重点龙头企业及国内最大的鸭产品加工企业，华英农业具有突出的规模产业链优势、品牌优势、质量优势及营销网络优势，由此华英鸭会飞得更高、更远。

图表 7 供给侧改革九大方向及养殖龙头受益方面

| 序号 | 供给侧改革方向     | 侧重点           | 养殖受益方面                                    |
|----|-------------|---------------|-------------------------------------------|
| 1  | 种植业结构调整     | 玉米            | 玉米去库存，价格与国际接轨，饲料成本下降。                     |
| 2  | 畜牧业结构调整     | 生猪和草食畜牧业      | 养殖为畜牧业结构调整的重点。                            |
| 3  | 渔业结构调整      | 保护资源和减量增收     | /                                         |
| 4  | 促进一二三产业融合发展 | 扶持农民工和大学生返乡创业 | 本质上延伸农业价值链、效益链，为农民增收，生产、加工、消费与服务可带动扶贫和就业。 |
| 5  | 确保农产品质量安全   | 推进标准化和可追溯     | 利好具有较好防疫、检疫措施，产品质量可控的规模化养殖企业。             |
| 6  | 推进经营方式转变    | 发展多种形式适度规模经营  | 利好规模化养殖企业。                                |
| 7  | 推进农业生产方式转变  | 节本增效          | 利好具有核心竞争力、成本低的规模化企业。                      |
| 8  | 提高农产品流通效率   | 发展电子商务        | 利好调配资源能力强的规模化企业                           |
| 9  | 推进农业资源环境保护  | 打好农业面源污染治理攻坚战 | 利好拥有资金实力、环保技术布局领先及政商关系良好的规模化企业。           |

资料来源：农业部，太平洋证券整理

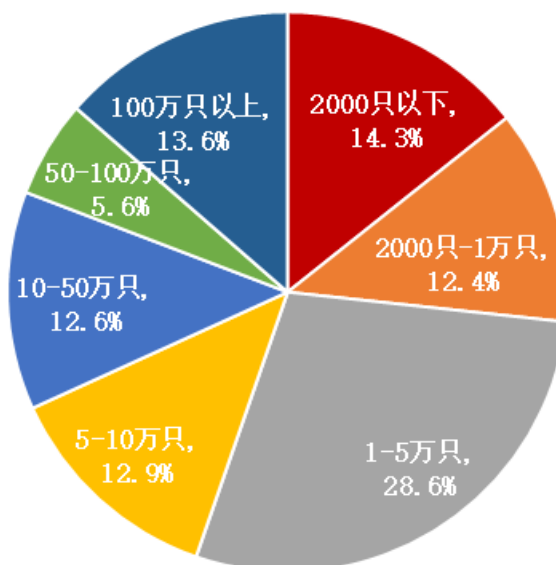
## 2、农业集中度排名最后，鸭业极为分散

多数上万亿的行业都是寡头垄断格局。比如空调有格力和美的，乳业有伊利和蒙牛，

机械有三一和中联。供给侧改革的实质就是淘汰落后产能，在行业快速规模化的过程中，龙头企业正在野蛮生长。

截至 2016 年，全国年出栏 5 万只以上规模的商品代肉鸡养殖场出栏总数已占全国规模养殖场总出栏数的 53.5%，10 万只以上出栏占比 40%。而我国的肉鸭养殖业主要采用低投入、开放式大棚生产模式，农村家庭庭院大棚分散饲养占全国总饲养量的 90%。作为两个最主要的禽类消费品，鸭与鸡有很多的相似点，但是在养殖规模上，二者差异化比较大，鸭产业的养殖规模化程度远远不如鸡产业。

图表 8 2014 年白羽肉鸡规模养殖出栏占比



数据来源：中国畜牧业协会，太平洋证券

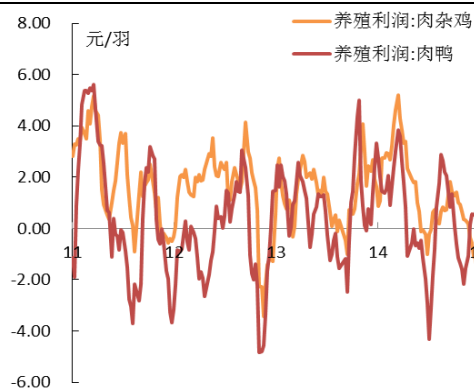
### 3、禽业波动大，华英相对小

我国鸭业进入 21 世纪后，经历了一个高速发展时期，其中 2011 年达到盈利的顶峰，鸭业高度景气，养殖利润大，大批散养户补栏或新进入。此后，受供给增多及 H7N9 事件等因素影响，鸭价大幅走低，鸭业迎来长达三年的低迷行情。众多小型养殖场经济上不堪重负，已经停产或倒闭，中等以上规模养殖场则因为转行难度大，只能选择坚持，寄希望于下一个行情高峰的到来，弥补近年来的亏损。

同为主要禽肉消费品，肉鸭与肉鸡养殖利润差别并不大，波动大体一致。但是具体到公司层面，华英农业的优势就显现出来。与同为上市的禽类养殖公司益生股份、民和股份、圣农发展、仙坛股份相比，可以看到，华英农业业绩波动明显小于其他几家公司。在禽类景气时候，华英与其他公司一样，净利润走高，而在禽类市场持续低迷之际，华英的业绩下降幅度则低于其他几家公司。抗周期性更强是得益于公司的鸭苗具有成本和溢价优势、齐全的产业链布局、终端的食品品牌等等，都是龙头才具有的特征，且扩张空间仍然巨大。

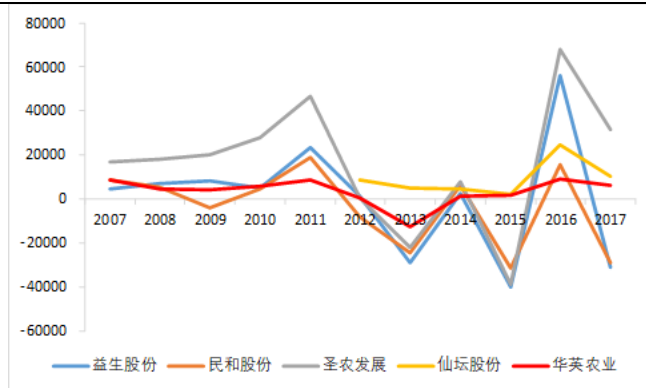
而且，目前鸭业暂时缺少一个像白羽肉鸡联盟那样的强力约束和引导行业产能良性发展的协会，加上国内饲养方式落后，加大禽流感感染的可能性，养殖利润波动大。未来，来自环保、资源约束的压力越来越大，环境保护意识和需求将催生养殖模式创新及产业整合。只有规模化企业才有规模优势以及产业链上下游一体化的协同效益才能打造安全又低成本的产品，穿越周期。作为国内乃至世界鸭业的绝对龙头，华英将率先受益于行业调整与整合。

图表 9 鸡、鸭养殖效率对比



资料来源：太平洋证券

图表 10 禽类上市公司归母净利润对比



资料来源：太平洋证券

## 二、最全产业链，羽绒熟食欲发力

### （一）最全产业链：配套提效率

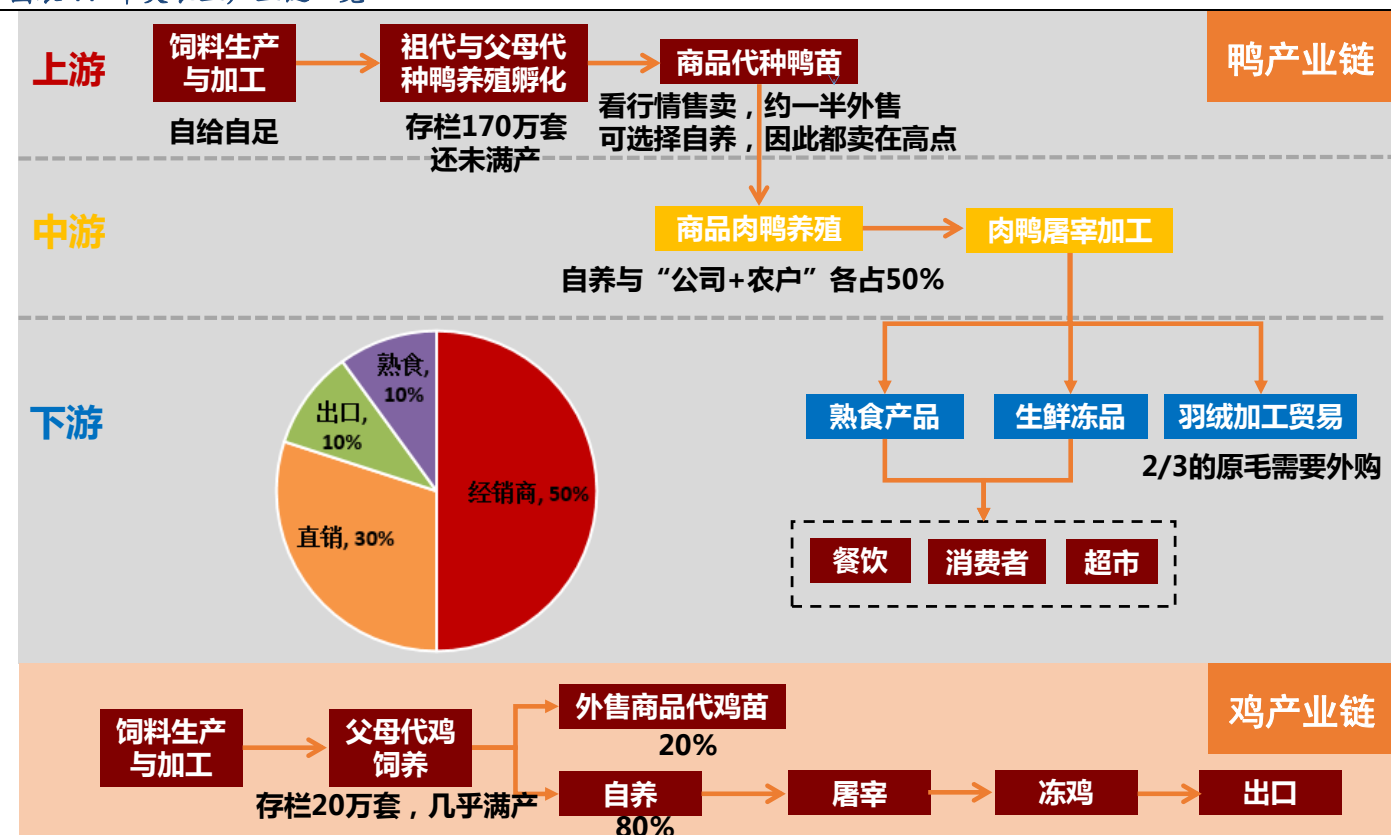
作为国内第一家 A 股上市的养鸭企业，华英农业鸭产能在国内处于绝对领先地位。中国的鸭制品出口量中，华英一家占总量的 30%。在主要鸭肉进口国中，华英更是处于垄断地位，其中华英占日本在中国进口鸭肉制品总量的 55%至 60%、占韩国在中国进口鸭肉制品总量的 70%左右，并计划在三年内要达到欧盟在中国鸭肉制品总进口量的 40%，因此享有“世界鸭王”美誉。

华英“世界鸭王”的美誉不仅仅与其产能和出口市场有关，更与其在鸭产业的全布局息息相关。上游包括祖代种鸭养殖孵化、父母代种鸭养殖孵化，中游则涵盖商品鸭养殖、饲料加工、屠宰加工，下游从鸭肉精细深加工延伸至羽绒加工，并配套物流配送。其中，商品鸭养殖还通过与肯德基、煌上煌、家乐福、沃尔玛、双汇集团等国内知名企业合作进行对外销售，保持稳定收入，下游终端网络上，则利用上游养殖基地优势，开发出烤鸭、酱鸭、熏鸭、休闲产品、精细化切片等产品结构，通过强有力的产业链优势、和电子商务合作，建立 500 多家终端网点，并率先在行业内推出社区便利店。从种鸭到餐桌，从主产品到副产品都有生产且有品牌，堪称最全产业链。

“公司+农户”模式中，养殖场大部分是农户自建的（也有一部分公司负责建设，出租给农户），鸭（鸡）苗、饲料等都是公司提供，农户只负责代养，农户不承担市场风险。目前农户代养在 50% 左右。

但公司发展受限于近两年禽类市场低迷，出现产能未完全匹配，产能利用率不足问题。17 年肉鸡屠宰量仅为 2219 万羽，而实际设计养殖及屠宰规模达 8000 万羽，产能利用率仅为 28%；而主营业务肉鸭的产能利用率相对较好，17 年屠宰量为 6539 万羽，而实际设计养殖及屠宰规模达 8000 万羽，产能利用率为 82%。对比圣农发展的成长路径中也曾出现这一状况，产业链配套需要时间，饲料、屠宰环节的量更容易做大，而养殖和终端食品则更需时日，显然公司定增抓住了这一点。正因为如此，我们有理由相信随着全产业配套的逐步完成，协同效益将进一步提高。

图表 11 华英农业产业链一览



数据来源：太平洋证券

图表 12 华英鸭血

图表 13 华英烤鸭



资料来源：太平洋证券

图表 14 华英可袋鸭



资料来源：太平洋证券

图表 15 华英酱鸭



资料来源：太平洋证券



资料来源：太平洋证券

图表 16 2017 年产业链布局及盈利承诺

| 日期       | 项目                 | 持股比例 | 投资额<br>(万元) | 业务                           | 盈利承诺 (万元) |         |         |
|----------|--------------------|------|-------------|------------------------------|-----------|---------|---------|
|          |                    |      |             |                              | 2018      | 2019    | 2020    |
| 5 月 24 日 | 投资设立新蔡华英禽业有限公司     | 88%  | 880         | 禽类养殖、屠宰加工，年屠宰设计产能为 3000 万只左右 |           |         |         |
| 8 月 8 日  | 现金收购山东泽众食品有限公司部分股权 | 61%  | 1525        | 禽类屠宰、销售                      | 540       | 600     | 720     |
| 8 月 28 日 | 投资设立上海华英华上食品有限公司   | 51%  | 510         | 肉禽蛋批发                        | 100       | 100     | 200     |
| 8 月 29 日 | 投资设立郑州华英鸿源食品有限公司   | 51%  | 816         | 鸭类养殖、销售、屠宰                   | 不低于 200   | 不低于 200 | 不低于 200 |
| 合计       |                    |      | 3731        |                              | 840       | 900     | 1020    |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 业绩新核：鸭绒欲发力

华英将在鸭的身上做足文章，既开发鸭肉制品又把鸭毛再利用，实现从传统的农业养

殖到畜产品精深加工的延伸。公司历史上三次布局羽绒，但本次力度和确定性最高，前期铺垫得以释放。

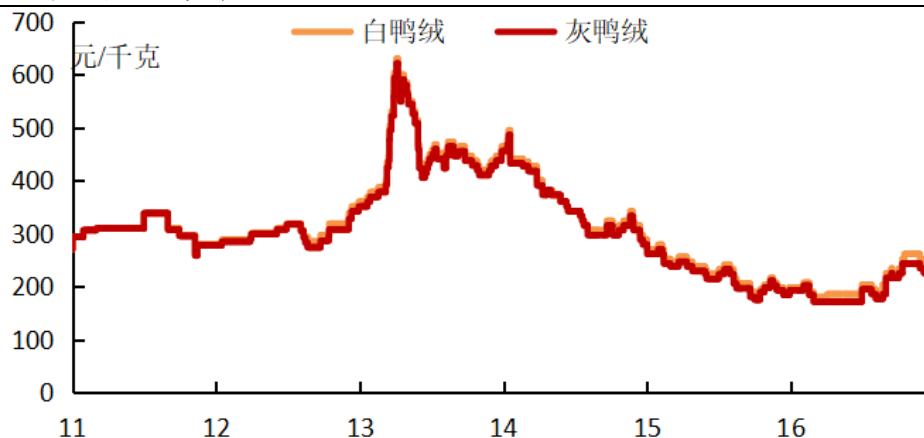
2004 年，华英与美国合隆国际股份有限公司共同投资 1200 万美元成立河南华隆羽绒有限公司。2007~2008 年的金融危机使得定位于出口订单的华隆公司元气大伤。

2010 年，华英再次进军羽绒产业，华英选择与浙江东兴羽绒共同出资 1000 万元创立“华姿雪”品牌。其中，华英农业出资 480 万元（占 48%），主要生产羽绒服、羽绒被、靠垫、寝具等一系列羽绒制品及填充棉产品的加工、制作、销售一条龙服务。但经过近 6 年的合作之后，目前华姿雪的经营状况并不理想。

华隆公司专注于鸭毛深加工，华姿雪专注于羽绒服制造，而此次新成立的华英新塘其业务范围主要是羽绒加工和贸易，从原毛开始，然后加工羽绒，根据市场选择存还是卖。公司自己的鸭苗是不够羽绒业务生产需求的，自产鸭毛大概占原材料 1/3 左右，其他需要外购。同羽绒服等项目相比，羽毛线的价格优势更明显，并且由于新公司主要是海外订单，所以在抵御国内市场风险方面，将有更大的优势。同时，羽绒由于没有保质期限制，一旦有流动资金能够囤积，在市场行情好的时候就会有很大利益。当然也有很大风险，一个是市场判断，一个是资金需求大。公司可以利用原料和加工优势，以及新塘世界羽绒之都的地理优势，合作方多年的合作伙伴关系，渠道非常畅通，力争做到中国第一。

鸭绒市场在经历 2014、2015 两年持续低迷后触底反弹，未来上涨是大概率事件。华英农业此时大举进入鸭绒产业，在市场低谷期投入巨资，当前市场回暖迹象显著，待后期市场持续爆发时，投资收入可超预期，真正实现业绩新核,时机选择可谓“恰到好处”。

图表 17 鸭绒价格走势



资料来源：wind，太平洋证券

根据华英农业 2017 年报，2017 年华英农业实现净利润 6126.39 万元，代表其主业盈利能力的扣非后净利润为 4,614.06 万元。按照华英农业与新塘羽绒的对赌，2016-2018 年华英

新塘羽绒公司承诺业绩为 6000 万、8500 万和 1.1 亿元。2017 年华英新塘实现净利润 8584 万元，完成业绩承诺，按照华英农业持股 51% 计算，华英新塘的净利润与华英农业原有的扣非净利润持平，再造一个华英农业。

图表 18 2016 年 6 月公司定增项目羽绒及羽绒制品加工项目投向（单位：万元）

| 投资项目                 |        | 41679 万             | 备注                                      |
|----------------------|--------|---------------------|-----------------------------------------|
| 实物出资及<br>购买已建成<br>资产 | 土地     | 8831 万              | 其中价值 6828.35 万元的土地使用权由新塘羽绒以出资形式投入实施主体   |
|                      | 厂房及构筑物 | 12582 万             | 其中价值 2002.73 万元的土地使用权由实施主体向金弘三鸟购买       |
|                      |        |                     | 其中价值 4709.27 万元的厂房及构筑物由新塘羽绒以出资形式投入实施主体  |
|                      | 设备     | 3254 万              | 其中价值 7872.33 万元的厂房及构筑物由实施主体向浙江金弘及金弘三鸟购买 |
| 新建厂房                 |        | 3600 万              | 由实施主体向新塘羽绒、浙江金弘、金弘三鸟购买                  |
| 新增设备                 |        | 1849 万              | 新建部分厂房                                  |
| 铺底流动资金               |        | 11562 万             | 购买新增设备                                  |
| 使用募集金额               |        | 21200 万             | 运营铺底流动资金                                |
| 项目产能                 |        | 预计达产后每年可生产 4200 吨羽绒 |                                         |
| 建设周期                 |        | 12 个月               |                                         |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### （三）终端熟食：内生外延双轮驱动

随着人们饮食理念的转变，消费理念由传统向方便、快捷转变，由追求数量向追求健康、个性、年轻化和功能化转变，华英在鸭制品熟食方面的长期沉淀与品牌产能优势，将显著受益于当前及未来的饮食与消费转变。

#### 1、品牌打造

作为国内鸭行业首家上市企业，华英产品先后被评定为“中国名牌”、“无公害农产品”和“中国名牌农产品”等。品牌价值体现在市场上，同样的产品，华英品牌要比其它产品高出 800-1500 元/吨。

华英重视熟食开发、市场推广、渠道建设及出口。特别是鸭血产品势头很猛，其被公司定位为“小产品、大产业”，树立了行业内鸭血第一品牌形象。公司成立华英生物科技子分公司，目前鸭血产销率 100%，品牌已经建立，目标是把规模扩大（限制点在公司自产血源不足）。公司鸭血产品在技术上专门有个团队，保质期长（半年），不添加防腐剂，以自然为基础原则。鸭血的品质上主要是和加工技术有关系，血源可以和其他加工厂合作建厂，用自己的品牌加工和销售。

公司投资成立了华禽网，进而打造“互联网+智慧华英”。此外，建立了国际国内战略合作同盟。加快熟制品的出口步伐，特别是鸡肉熟食制品首次实现了对日、韩出口。想要做全国鸭血第一品牌。

## 2、产能扩张

我国是全球最大的鸭肉及其制品出口国，年出口量占全球出口量的 20%~30%，其中熟食是最主要的出口形式，主要出口到日本、韩国、欧盟等国家和地区。华英 2017 年销售熟食 1.89 万吨，其实际产能 6 万吨，产能利用率仅为 31.50%。未来，随着熟食需求不断扩大，产能利用率地提高，熟食板块将提供新的业绩来源。公司层面也认识到这方面的未来利润空间，于 2016 年 6 月发布的定增预案中，有 1.5 亿元资金用于上马年产 2 万吨精品熟食加工项目，将熟食产能扩张至 8 万吨，此项目将于 2018 年达产。

## 3、并购积极

公司近年来一直积极进行产业链延伸，自 2015 年以来公司已收购菏泽华运食品，扩大熟食加工产能，并投资设立华英生物、华冉食品以及华欣食品大力开展鸭血以及熟食业务。2017 年先后完成了总部新塘羽绒、新蔡华英、成都丰丰、山东泽众等 10 余家并购及投融资项目，特别是总部新塘羽绒加工项目，将成为公司又一新的效益增长点。2018 年 2 月公司非公开发行 6 亿元用于年出栏 2286 万只商品鸭立体生态养殖项目和年处理 3 万吨羽毛加工项目。

截止 2018 年 Q1，公司账面现金余额达 15.3 亿元，在内生增长及外延并购预期下，我们判断公司熟食业务将进入快速发展期，进一步增厚公司业绩。公司前期定增引入投资者鼎力盛合、中融鼎新均在产业内具有较多资源。且公司已于 2015 年 7 月成立华英盛合并拟设立华英农业产业并购基金，后期或将陆续有项目落地。预计未来公司或将继续布局区域性、有品牌、有渠道、有一定市场影响力的熟食企业，完善下游食品终端。

图表 19 2016 年华英农业熟食项目

| 项目名称   | 年产 2 万吨精品熟食加工项目                         | 年产 5000 万只樱桃谷商品代雏鸭生产项目                   |
|--------|-----------------------------------------|------------------------------------------|
| 实施主体   | 丰城华英食业有限公司                              | 菏泽华英禽业有限公司                               |
| 投资总额   | 19,657.00 万元                            | 15,907.08 万元                             |
| 使用募集资金 | 15,000.00 万元                            | 15,900.00 万元                             |
| 项目产能   | 本项目建成后将逐年释放产能，预计达产后每年可加工鸭类精品熟食品 20000 吨 | 本项目建成后将逐年释放产能，预计达产后每年可生产 5000 万只樱桃谷商品代雏鸭 |
| 建设周期   | 24 个月                                   | 24 个月                                    |

资料来源：公司公告，太平洋证券

## 三、改革桃花三两枝，国改 MBO 齐助力

## （一）改革需求迫切

2018 年一季报显示，公司控股股东为河南省潢川华英禽业总公司，持股 15.73%；新引入的战略投资者鼎力盛合、中融鼎新分别持股 9.48%、4.96%，合计持股 14.44%；管理层及员工则通过恒鑫一期、中铁宝盈合计持股 9.04%。公司总体股权结构十分分散，任何一方都容易通过增股成为控股股东。

其中，第一大股东潢川华英禽业总公司实际控制人为潢川财政局，这种背景下的华英农业实际上就是一个地方国企，因此公司长期以来存在激励机制不到位，管理层及员工动力不足的问题，导致经营效率低下。直观的表现就是 2010 年上市后，公司净利润远远不如上市之前，2013 年甚至 1.2 亿的亏损。当前分散的股权结构、管理激励问题与改善净利润的强烈需求下，公司改革需求更是迫切。

图表 20 上市前后归母净利润变化



资料来源：wind，太平洋证券

图表 21 2018Q1 华英农业股权比例

| 排名 | 股东名称                       | 持股数量(万股) | 占总股本比例(%) |
|----|----------------------------|----------|-----------|
| 1  | 河南省潢川华英禽业总公司               | 8405     | 15.73     |
| 2  | 深圳盛合汇富二期股权投资合伙企业(有限合伙)     | 5063     | 9.48      |
| 3  | 山东省国际信托有限公司-恒鑫一期集合资金信托     | 2960     | 5.54      |
| 4  | 北京中融鼎新投资管理有限公司             | 2650     | 4.96      |
| 5  | 中铁宝盈资产-平安银行-河南华英农业发展股份有限公司 | 1870     | 3.50      |
| 6  | 陈利泉                        | 1266     | 2.37      |
| 7  | 裴长根                        | 569      | 1.07      |
| 8  | 薛秀花                        | 406      | 0.76      |

|    |            |       |       |
|----|------------|-------|-------|
| 9  | 浙江港越纺织有限公司 | 397   | 0.74  |
| 10 | 厦门恒兴集团有限公司 | 270   | 0.51  |
| 合计 |            | 23856 | 44.66 |

资料来源：公司公告，太平洋证券

## （二）华英国改在路上

2018 年 3 月公司发布公告，11 名高管将于今年增持 1 亿元，2018 年 5 月公司董事长 3 次共计增持约 1000 万。2015 年公司高管通过定向增发合计认购 1 亿股，同年发布员工开展员工持股计划，展现出公司高管和员工对公司的良好预期。

图表 22 公司 15 年定向增发引入战略投资者

| 序号 | 发行对象        | 认购数量（万股） | 认购金额（万元） |
|----|-------------|----------|----------|
| 1  | 盛合汇富        | 5063     | 40000    |
| 2  | 中融鼎新        | 2650     | 20935    |
| 3  | 陈利泉         | 1266     | 10000    |
| 4  | 宝益 16 号资管计划 | 1870     | 14773    |
| 合计 |             | 10849    | 85708    |

资料来源：公司公告，太平洋证券

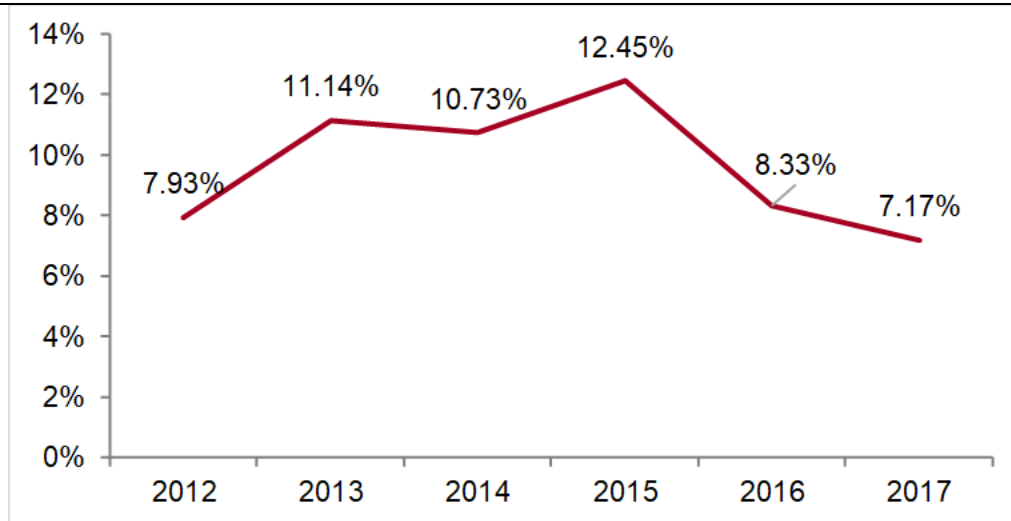
图表 23 2015 年员工持股计划

| 序号 | 持有人                                | 出资额（万元） | 认购数量（万股） | 占比     |
|----|------------------------------------|---------|----------|--------|
| 1  | 公司董事、监事和高级管理人员曹家富、闵群、张家明、李远平等 10 人 | 4,743   | 600.38   | 32.11% |
| 2  | 其他员工                               | 10,030  | 1,269.62 | 67.89% |
| 合计 |                                    | 14,773  | 1,870    | 100%   |

资料来源：公司公告，太平洋证券

公司前几年三项费用呈现逐步上升趋势，运营效率比较低，在 2015 年引入战略投资者和进行管理层增持后，2016 年，公司三项费用率 8.33%，同比下降 4.12 个百分点，效果显著，2017 年三项费用率再下降 1.16 个百分点至 7.17%。未来，随着国企改革推进，国有股份持股会进一步降低，管理层及员工的持股比例会不断上升，MBO 将显著提高经营效率。

图表 24 三项费用率显著下降



资料来源: wind, 太平洋证券

### (三) 它山之石——MBO 显著改善公司经营

MBO——即管理层收购，是指公司的管理者或经营者利用自筹、借贷等方式所融资本购买本公司股份，从而改变企业内的控制格局以及公司资本结构，使企业的原经营者变为企业所有者的一种收购行为。

A 股市场影响最大也是最为成功的 MBO 案例，当属双汇管理层——万隆团队 MBO。自 2002 年，双汇管理层就开始了实施 MBO 的计划，并且从未停止过。双汇管理层曾试图通过直接收购、间接收购来实现 MBO，却没有成功，最终通过对母公司的控股方式，于 2010 年 11 月实现 MBO。

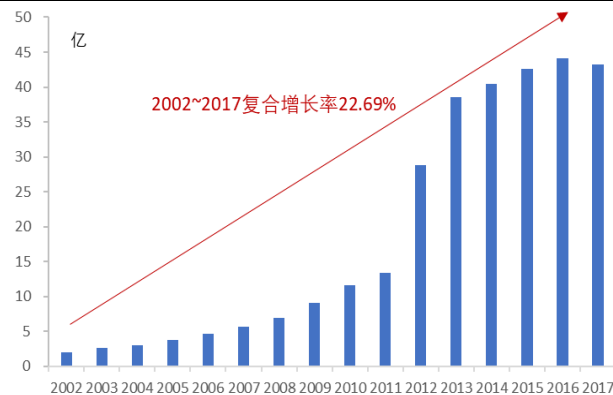
MBO 之后，双汇发展连续取得大发展。运营上，双汇集团营业收入不断增长，年复合增长率达 17.34%，运营能力整体呈上升趋势。盈利上的表现尤为突出，2010 年完成 MBO 时，净利润为 14 亿，到 2015 年，净利润飞速上升至 44 亿，而同期销售毛利率也从 9% 跳跃式增长至 20%。即使从 2002 年 MBO 进程开始计算，净利润复合增长率也高达 23.31%。具有较强的赚取利润的能力。偿债能力方面，双汇集团的资产负债率不仅长期均低于 50%，还呈现不断下降趋势，2015 年仅为 22%，偿债能力良好。市值表现方面，从 2002 年 40 亿增长到 2018 年的 900 亿，特别是 2010 年 MBO 完成后，市值一路高歌猛进，一度突破了千亿，达到历史最高点。

图表 25 双汇发展营业收入增长情况

图表 26 双汇发展净利润增长情况

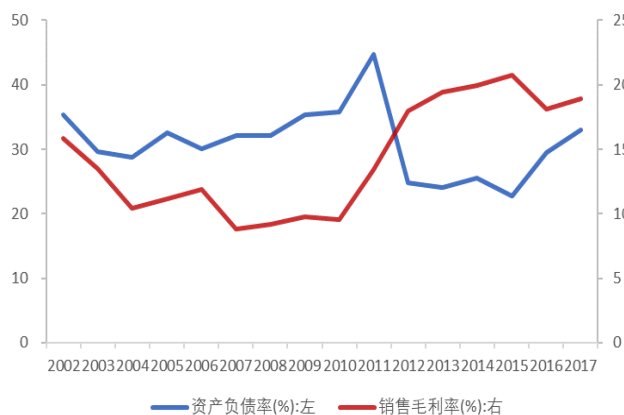


资料来源：太平洋证券



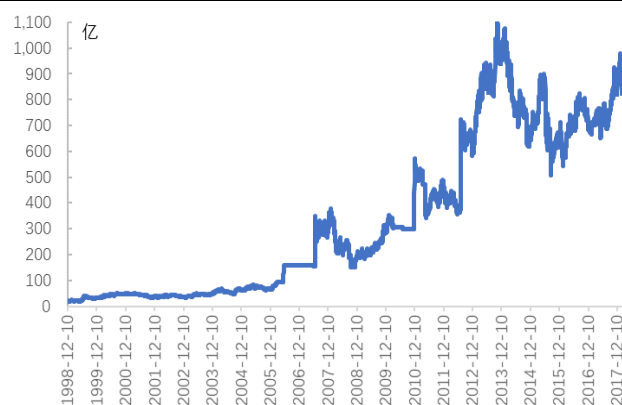
资料来源：太平洋证券

图表 27 双汇发展资产负债率及销售毛利率（



资料来源：太平洋证券

图表 28 双汇发展市值之路



资料来源：太平洋证券

## 四、盈利预测与估值

### (一) 盈利预测

基于以下几点判断我们对华英农业进行盈利预测：

- 1) 2018-2019 年禽苗销售 1 亿、1.3 亿羽，冻鸭销售 27、30 万吨；屠宰 0.9 亿、1.2 亿羽。
- 2) 2018 年羽绒业务预期 20 亿元，预计每年保持 20% 的增速；
- 3) 鸡苗、冻鸡业务保持稳定增长；
- 4) 熟食业务在内生外延双轮驱动下快速发展；
- 5) 公司三费保持现有水平并逐年略微下降。

我们预计 2018/19 年公司的归母净利润为 3.0 亿/3.5 亿元，对应 EPS 为 0.57/0.66 元，给予 2018 年 20-25 倍 PE，目标价 11.4-14 元，较现价具有 60%-100% 的上涨空间，首次覆盖并给予“买入”评级。

另外，财务预测表中的一些项目值得注意：

- 1) 公司账上有大量的现金，一方面源于引入战略投资者，另一方面源于定增募集资金，与此同时公司的短期借款并没有立即下降，长期借款反而有所增加。
- 2) 少数股东权益主要来自新建的华英新塘羽绒业务，持股比例位 51%，同时也带动了羽绒存货的增长。

图表 29 各季度业绩回顾

| (百万元)    | 16Q4   | 17Q1   | 17Q2    | 17Q3    | 17Q4    | 18Q1   |
|----------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|
| 营业收入     | 733    | 692    | 957     | 1,240   | 1,233   | 1,146  |
| 营业毛利     | 91     | 75     | 76      | 139     | 172     | 128    |
| 营业费用     | 16     | 13     | 11      | 19      | 25      | 16     |
| 管理费用     | 27     | 22     | 23      | 40      | 23      | 28     |
| 财务费用     | 16     | 17     | 19      | 29      | 53      | 33     |
| 投资收益     | 0      | 0      | 2       | 0       | 2       | 3      |
| 营业利润     | 14     | 15     | 15      | 40      | 58      | 41     |
| 归属母公司净利润 | -1     | 9      | 8       | 32      | 12      | 13     |
| EPS (元)  | 0.00   | 0.02   | 0.02    | 0.06    | 0.02    | 0.02   |
| 主要比率     | 16Q4   | 17Q1   | 17Q2    | 17Q3    | 17Q4    | 18Q1   |
| 毛利率      | 12.41% | 10.84% | 7.94%   | 11.21%  | 13.95%  | 11.17% |
| 营业费用率    | 2.18%  | 1.88%  | 1.15%   | 1.53%   | 2.03%   | 1.40%  |
| 管理费用率    | 3.68%  | 3.18%  | 2.40%   | 3.23%   | 1.87%   | 2.44%  |
| 营业利润率    | 1.91%  | 2.17%  | 1.57%   | 3.23%   | 4.70%   | 3.58%  |
| 有效税率     | 1.09%  | 0.43%  | 0.42%   | 0.40%   | 1.95%   | 1.13%  |
| 净利率      | 1.50%  | 1.88%  | 1.78%   | 3.15%   | 2.84%   | 2.36%  |
| YoY      | 16Q4   | 17Q1   | 17Q2    | 17Q3    | 17Q4    | 18Q1   |
| 收入       | 0.69%  | -5.59% | 38.29%  | 29.57%  | -0.56%  | -7.06% |
| 归属母公司净利润 |        |        | -11.11% | 300.00% | -62.50% | 8.33%  |

资料来源：wind，太平洋证券

图表 30 销售收入结构预测

| 单位：百万元 | 2017 | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|--------|------|--------|--------|--------|
| 合计收入   | 4122 | 4633   | 5534   | 6672   |
| 鸭苗     | 255  | 283    | 317    | 361    |
| 冻鸭     | 1192 | 1347   | 1536   | 1781   |
| 鸡苗     | 8    | 9      | 10     | 11     |
| 冻鸡     | 416  | 491    | 594    | 725    |
| 羽绒     | 1694 | 2033   | 2500   | 3100   |
| 熟食     | 273  | 336    | 416    | 500    |
| 收入增长率  | 64%  | 12%    | 19%    | 21%    |
| 鸭苗     | 10%  | 11%    | 12%    | 14%    |
| 冻鸭     | 12%  | 13%    | 14%    | 16%    |
| 鸡苗     | -49% | 10%    | 11%    | 9%     |
| 冻鸡     | 36%  | 18%    | 21%    | 22%    |
| 羽绒     | 175% | 20%    | 23%    | 24%    |
| 熟食     | 21%  | 23%    | 24%    | 20%    |
| 毛利率    | 12%  | 17.90% | 20.80% | 22.10% |
| 鸭苗     | /    | 18%    | 24%    | 19%    |
| 冻鸭     | 7%   | 8%     | 9%     | 11%    |
| 鸡苗     | /    | 19%    | 23%    | 16%    |
| 冻鸡     | 4%   | 7%     | 6%     | 7%     |
| 羽绒     | 11   | 13%    | 12%    | 14%    |
| 熟食     | /    | 12%    | 14%    | 15%    |

资料来源：公司公告，太平洋证券

图表 31 历史财务数据

| 单位：百万元    | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E |
|-----------|------|------|------|------|-------|
| 营业收入      | 1843 | 1857 | 2515 | 4122 | 3772  |
| 营业成本      | 1680 | 1641 | 2217 | 3660 | 2937  |
| 营业税金及附加   | 0    | 7    | 18   | 27   | 13    |
| 营业费用      | 33   | 41   | 42   | 68   | 49    |
| 管理费用      | 82   | 90   | 92   | 108  | 132   |
| 财务费用      | 82   | 101  | 75   | 119  | 77    |
| 资产减值损失    | (1)  | 3    | 12   | 20   | 3     |
| 公允价值变动收益  | 0    | 0    | (1)  | 1    | 0     |
| 投资收益      | 2    | 0    | 1    | 4    | 0     |
| 营业利润      | (32) | (24) | 59   | 136  | 560   |
| 营业外收入     | 48   | 42   | 57   | 5    | 0     |
| 营业外支出     | 1    | 1    | 4    | 1    | 0     |
| 利润总额      | 16   | 18   | 112  | 140  | 560   |
| 所得税       | 2    | 1    | 8    | 36   | 16    |
| 净利润       | 14   | 17   | 103  | 104  | 545   |
| 少数股东损益    | 1    | (0)  | 12   | 43   | 272   |
| 归属于母公司净利润 | 13   | 17   | 91   | 61   | 272   |
| EPS（元）    | 0.03 | 0.04 | 0.17 | 0.11 | 0.51  |

资料来源：公司公告，太平洋证券

## （二）估值对比

图表 32 估值对比表

| 公司简称 | 最新股价  | EPS（元） |       |      | 净利润增长率（%） |        |       | PE |     |     | PB（MRQ） | ROE（TTM） | 市值（亿） |
|------|-------|--------|-------|------|-----------|--------|-------|----|-----|-----|---------|----------|-------|
|      |       | 16     | 17    | 18E  | 16        | 17     | 18E   | 16 | 17  | 18E |         |          |       |
| 华英农业 | 7.02  | 0.17   | 0.11  | 0.51 | 423       | -33    | 149   | 63 | 108 | 24  | 1.50    | 2.50     | 38    |
| 益生股份 | 17.46 | 1.70   | -0.92 | 2.28 | 240       | -155   | 196   | 20 | -25 | 19  | 4.82    | -23.13   | 59    |
| 民和股份 | 17.24 | 0.51   | -0.96 | 1.09 | 149       | -289   | 178   | 43 | -11 | 17  | 5.34    | -32.82   | 39    |
| 仙坛股份 | 12.89 | 1.49   | 0.56  | 1.32 | 988       | -58    | 134   | 36 | 41  | 32  | 1.85    | 4.89     | 40    |
| 圣农发展 | 15.10 | 0.08   | -0.37 | 0.83 | 275       | -59    | 230   | 35 | 57  | 65  | 2.94    | 5.18     | 187   |
| 平均   |       |        |       |      | 415       | -118.8 | 177.4 | 48 | 41  | 31  | 3.29    | -8.68    |       |

资料来源：wind，太平洋证券

## 五、附录

### (一) 饮食理念转变

食品消费由速冻向生鲜转变、由传统向方便快捷转变、由追求数量向追求健康个性年轻化和功能性转变。以猪肉为主的肉食结构发生转变，2016 年，中国猪肉总产量 5200 万吨，禽肉总产量 1909 万吨，猪肉与禽类的消费比为 3:1。美国禽肉消费是猪肉的 1.6 倍，与美国相比，我国禽类还有近 4 倍的提升空间。

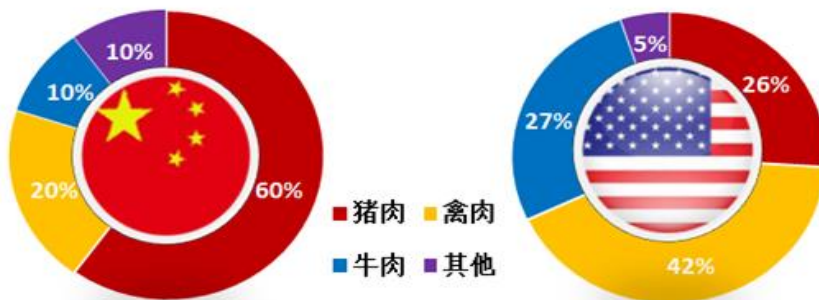
我国禽肉市场近十年来取得了较快的发展。2003 年至 2013 年，我国鸭肉产量从 191.74 万吨增长至 298.68 万吨，增幅 55.77%，年复合增长率 4.53%；同期间，我国鸡肉产量从 944.82 万吨增长至 1337.18 万吨，增幅 41.53%，年复合增长率 3.53%。尽管我国的禽肉消费总量保持了较快的增长速度，但 2013 年我国人均家禽类产品消费 6.4 千克，较美国农业部统计的 2012 年美国人均 31.39 千克禽类消费量仍有很大差距。我国禽肉市场总量尚有很大的增长空间，具有良好的发展前景。

图表 33 饮食理念转变示意图



资料来源：太平洋证券

图表 34 中美肉类消费对比



资料来源：太平洋证券

## (二) 鸭肉营养价值超群

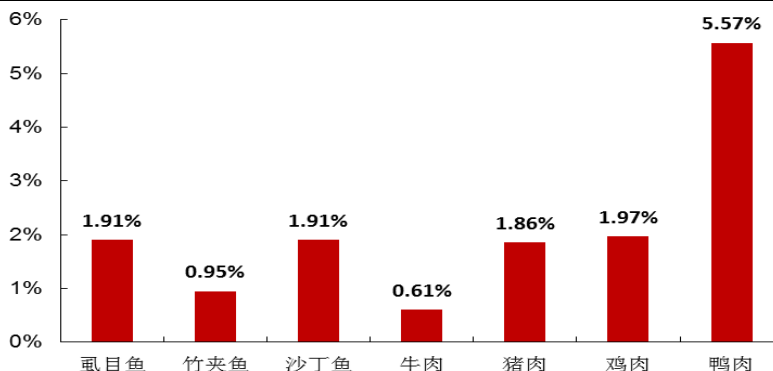
肉类所含的铁质是血基质，较易被人体吸收，而鸭肉的铁为其他肉品的 4 倍，女性的生理周期常会导致铁质流失，因此鸭肉可视为妇女朋友们的补血圣品。维生素 A 能保持眼、鼻口腔黏膜健康，避免病毒入侵，对于经常使用电脑，或鼻子口腔黏膜长期受机车废气刺激的现代人而言，是不可或缺的营养素，而鸭肉的维生素 A 含量比其他肉类多 3-10 倍。缺乏维生素 B 容易造成食欲不振、疲劳、失眠等症状，甚至会影响人们的心情，补充维生素 B，多吃鸭肉是很好的选择。鸭肉含有的不饱和脂肪酸高达 5.57%，比其他肉类高出许多，不饱和脂肪酸有降低胆固醇的作用，对防治心脑血管疾病，有益，对于担心摄入太多饱和脂肪酸会形成动脉硬化与肥胖症的人群尤为适宜。

图表 35 肉类营养对比表

| 肉的种类/营养素 (100g) 中 | 铁质 (mg) | 维生素 A (mg) | 维生素 B1 (mg) | 维生素 B2(mg) |
|-------------------|---------|------------|-------------|------------|
| 鸭肉                | 4.3     | 15         | 0.4         | 0.69       |
| 牛肉                | 2.7     | 0          | 0.09        | 0.22       |
| 猪肉                | 0.9     | 4          | 1.01        | 0.21       |
| 鸡肉                | 0.7     | 18         | 0.08        | 0.22       |

资料来源：太平洋证券整理

图表 36 肉类不饱和脂肪酸比重对比



资料来源：太平洋证券

## 六、风险提示

1. 突发重大疫情风险：禽畜养殖过程中会发生大规模疫病，导致禽畜死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响行业以及相关企业的盈利能力。
2. 价格不及预期风险：禽畜肉类价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，影响行业以及相关公司的盈利能力，存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。
3. 原材料价格波动风险：公司生产经营所用的主要原材料及农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，若未来主要原材料价格大幅波动，将会影响行业以及相关公司的盈利能力。

## 农林牧渔行业分析师介绍

周莎：

FRM，四川大学应用数学系本科，南开大学应用数学系硕士；四年消费行业买方研究经历，三年农林牧渔卖方研究经历；曾先后任职于红塔红土基金、国海证券、招商证券、国金证券，2018年3月加盟太平洋证券研究院，担任农林牧渔行业分析师

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                   |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 销售负责人   | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com     |
| 北京销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 北京销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 北京销售    | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com       |
| 北京销售    | 张小永 | 18511833248 | zxy_lmm@126.com      |
| 北京销售    | 袁进  | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com    |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 上海销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售    | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com    |
| 上海销售    | 洪绚  | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com   |
| 上海销售    | 沈颖  | 13636356209 | shenyling@tpyzq.com  |
| 上海销售    | 宋悦  | 13764661684 | songyue@tpyzq.com    |
| 广深销售副总监 | 杨帆  | 13925264660 | yangf@tpyzq.com      |
| 深圳销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhafanglong@126.com  |
| 深圳销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com    |
| 深圳销售    | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com     |
| 深圳销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。