

刘冉

021-50588666-8010

liuran@ccnew.com

2009年12月2日

大别山下的“鸭王”

——华英农业（002321）新股点评

新股点评

报告关键要素：

公司核心竞争力表现为“产业一体化”的发展高起点，以及稳定、快速发展着的客户群。鸭苗价格对公司盈利影响较大。公司产业链上游即育苗养殖环节的产能能否合理扩张，是公司未来业绩增长的重要决定因素。

事件：

- 新股华英农业上市。公司拟发行3700万股A股股票，发行后总股本为14700万股。此次发行募集资金不超过4.73亿元，主要用于公司的上游产能扩张，以及向肉鸡产业的外延增长。

点评：

- 公司位于河南信阳，地处大别山脚，是我国最大的肉鸭一体化加工企业。公司的特色是鸭源即祖代鸭来自英国的樱桃谷，号称“樱桃鸭”，是目前国际口感、质感最好的肉鸭之一。公司有三大块业务：冻鸭、鸭苗和熟食。冻鸭业务对公司收入和利润的贡献分别是60%、70%，是公司的最重要业务；冻鸭业务毛利率较为稳定，维持在16%-17%之间，因而是公司的“利润稳定器”，也是公司未来要做“强”的一个环节。鸭苗是公司另一项重要的收入和利润来源，占比分别达13%和20%；鸭苗毛利率高，达到37%，但是价格波动很大，业务盈利不稳定。熟食业务对公司的收入、利润贡献达13%、10%，且尚不具规模效应，毛利率水平较低，约为12%。公司产品的需求方主要是餐饮、商超和食品加工企业，熟食产品则主要用于外销。
- 公司优势：之一，公司是国内养殖和生产“樱桃鸭”为数不多的企业之一，肉鸭品质高于行业水平，因而享有一定的品牌溢价，产品价格也较为稳定。之二：公司产业链完整，涵盖了饲料加工-育苗-养殖-肉鸭饲养-冻鸭-熟食等环节，形成了大规模一体化生产模式。
- 公司短板：公司育苗和养殖环节的产能不足，无法供应冻鸭和熟食环节的产能需求，目前二者的产能利用率仅维持在60%和30%。公司急需扩大上游养殖产能。此次募集资金项目正是致力于扩张肉鸭的育苗和养殖产能：募投项目投产后，雏鸭产能将从6500万只增加至9500万只，商品鸭产能将从800万只增至1700万只。预计公司未来产销量将以30%的速度增长。
- 公司IPO之后，可降低资产负债率和财务费用，有利于利润释放。
- 风险提示：鸭苗价格波动较大，影响公司的盈利，但是如果冻鸭产能增加的话，可有效调节这一波动；肉鸭主要需求方是食品加工企业、餐饮和日常消费，它们的需求增长能否保持稳定对公司发展至关重要；虽然公司在防控疫病方面做的很好，但是仍不能排除潜在的疫病风险。
- 盈利预测：我们预计公司2009、2010年的每股收益分别为0.34元、0.50元，若给予公司22-25倍市盈率，股价合理区间为11-12.50元，公司首日上市股价区间为16.50-18.75元。

盈利预测

	2008 年	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	9.63	10.17	13.75
增长比率 (%)	1.87	5.56	35.25
净利润 (亿元)	0.47	0.50	0.73
增长比率 (%)	-45.24	6.38	46
每股收益 (元)	0.43	0.34	0.50
发行市盈率 (倍)			

发行数据

发行价 (元)	/
发行数量 (万股)	3700 万股
发行方式	网下询价配售 网上资金申购
发行日期	2009/12/2
上市日期	/

基础数据

每股净资产 (元)	3.16
每股经营现金流 (元)	1.35
毛利率 (%)	13.45
净资产收益率 (%)	14.41
资产负债率 (%)	71.07
总股本/流通股 (万股)	/
B 股/H 股 (万股)	/

行业投资评级

强于大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大势：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大势：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。