

华英农业(002321)新股定价

合理定价区间
17.28—19.52 元

农业 / 养殖业

2009 年 12 月 15 日

投资要点:

- 华英农业是国内最大的樱桃谷鸭生产企业，在国内的市场占有率为 15%，行业地位稳定。
- 公司采用的基地加农户的组织模式，冻鸭和熟食业务较强。
- 鸭产品的价格波动剧烈，对公司的盈利能力影响较大。目前鸭苗及冻国鸭价格均处于历史低位，经营环境相对稳定。
- 募集资金项目完成后，净利润从 2009 年的 4446 万增加到 1.23 万，未来三年，业绩高速增长。
- 我们认为公司上市后二级市场合理定价区间为 17.28-19.52 元。

发行数据	2008 年
发行前股本（万股）	11,000
发行数量（万股）	3,700
发行价格（元）	16.98
发行前 EPS（元）	0.43
发行后 EPS（元）	0.32
发行每股净资产（元）	2.65
发行日期	2009-12-7
上市日期	2009-12-16
主承销商	光大证券

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益 率(%)
2008	96,253	1.87	4,680	-45.24	0.43	14.41		
2009E	91,440	-5.00	4,446	-5.00	0.30			
2010E	146,304	60.00	6,669	50.00	0.45			
2011E	190,195	30.00	9,336	40.00	0.63			

分析师: 钟大举

TEL: (8621)6337 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、公司基本情况

公司以种禽养殖孵化、禽苗销售、商品禽养殖、屠宰加工及其制品的生产与销售、饲料加工为主营业务。是目前全国规模最大的樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工和禽肉制品生产销售一体化企业。

公司是由河南省潢川华英禽业总公司联合河南省农业综合开发公司、辽宁省粮油食品边贸公司、潢川县康源生物工程有限责任公司、杭州元亨饲料兽药有限公司于 2002 年 1 月 30 日共同发起设立的股份有限公司，持股数量分别为 4400 万、2,695 万、2,200 万、1,650 万、55 万股。公司发行前总股本为 1.1 亿股，本次发行 3700 万股。

华英禽业总公司是潢川县财政局的全资子公司。

二、行业分析

1、世界禽业概况

1995 年至 2007 年间世界禽肉产量从 5,460 万吨增长至 8,677 万吨，年复合增长率达到 3.94%。根据联合国粮食与农业组织的统计，全球禽肉生产主要集中在少数国家，以 2007 年为例，世界前十大禽肉生产国共计生产禽肉 5,570.61 万吨，占当年世界总产量的 65.31%，其中中国和美国禽肉产量合计占世界总产量的 41.09%。

1995 年至 2005 年世界人均禽肉消费量一直保持增长，人均日消费量已从 1995 年的 25.63 克增加至 33.93 克，增长约 32%。

表 1、2007 年世界 10 大禽肉生产国

国家	产量（万吨）	占世界比例%
美国	1,948.09	22.45%
中国	1,603.39	18.48%
巴西	890.75	10.27%
墨西哥	254.30	2.93%
印度	227.28	2.62%
俄罗斯	176.90	2.04%
英国	152.31	1.76%
法国	147.29	1.70%
印度尼西亚	144.37	1.66%
伊朗	135.62	1.56%
合计	5,680.29	65.46%

资料来源：公司招股书

我国已成为世界上仅次于美国的第二大禽肉生产国，禽肉产品产量稳步增长，占世界总产量的比重由 1990 年的 9.12% 上升到 2007 年的 18.48%。禽肉产量占国内肉类总产量的比重由 1990 年的 12.29% 上升到 2007 年的 17.7%。2005 年，受到动物疫病冲击，全国禽肉产量仍达到 1,464 万吨，比上年增加 112.8 万吨。

2008 年上半年全国禽肉产量达到 785 万吨，比上年同期增长 8.2%。从禽肉产品结构来看，传统禽肉仍以鸡肉为主，2007 年我国鸡肉产量占禽肉总产量 67.71%，鸭肉产量占禽肉总产量的 17.13%。鸡肉产量由 1990 年的 266.32 万吨增长到 2007 年的 1,085.68 万吨，增长了 3 倍，鸭肉产量由 1990 年的 59.96 万吨增长到 2007 年的 274.61 万吨，增长了 3.58 倍，该增长幅度远高于肉类同期 1.9 倍的增长幅度。

2、我国禽业的消费和贸易

禽肉尤其是鸡肉和鸭肉是具有高蛋白质、低脂肪、低胆固醇、低热量的健康肉类，发达国家对高脂肪、高胆固醇含量的红肉（主要是猪肉、牛肉）消费已加以节制，换之以健康的白肉（主要是鸡肉、鸭肉），在国内，随着营养、健康消费观念越来越深入人心，禽肉的消费也保持良好的增长势头。稳步提升的消费需求极大地带动了我国禽肉生产。

2000 年以来，世界人均猪肉消费量增长了 10%，牛肉消费量增长了 5%，禽肉消费量增长了 17%，尽管禽肉绝对消费量仍小于猪肉，但与猪肉消费量的差距正逐步缩小。

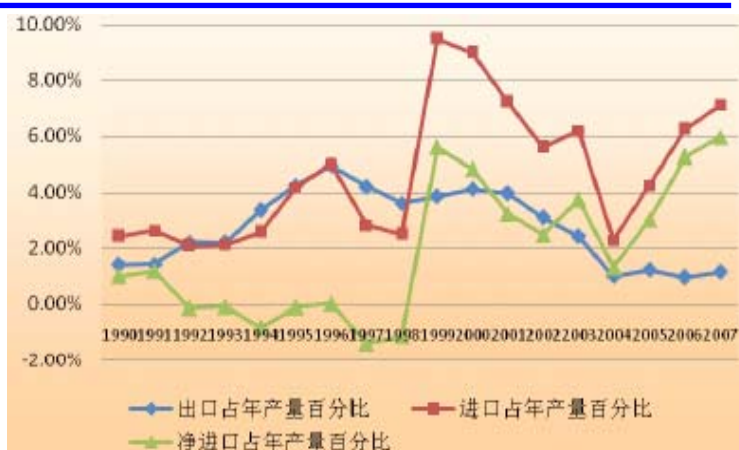
我国禽肉消费在国内肉类消费中的比重接近 20%，人均年消费量为 10.9 千克，略低于世界平均水平。根据世界银行和联合国粮农组织的调查分析，一个国家的人均收入低于 5,000 美元时，收入的增加和肉类消费的增长呈现强烈的正相关。我国的人均 GDP 刚刚超过 2,000 美元，农村人口的人均收入水平还很低，禽肉消费，禽肉生产加工仍有发展空间。

鸡肉：1996 年至 2008 年，中国鸡肉产量从 618 万吨增加到 1,265 万吨，年复合增长率达到 5.32%，鸡肉年人均消费量从 1996 年的 5.4 千克发展到 2008 年的 9.66 千克，增长 78.89%。以目前世界主要国家地区来说，美国的鸡肉年人均消费量 44.8 千克，澳大利亚 35.2 千克，英国 26.4 千克，日本 14.8 千克巴西为 34.7 千克。

这表明，除收入因素外，饮食习惯的影响也比较大。以亚洲国家日本为参考，中国的鸡肉消费尚有增长空间。参考行业历史数据，未来 10 年仍会增长，但增速会低于上一个 10 年 5.32% 的增速。

1999 年以后，受国内需求拉动，中国鸡肉进口量始终大于出口，并且自 2004 年起，净进口量每年快速增长，2004 年至 2007 年年复合增长率达到 70.47%。一方面原因是随着国内人民生活水平的提高对其产品的需求不断扩大；另一方面原因是我国与其他国家对鸡肉消费有很强的互补性，我国对鸡翅、鸡肫和鸡爪等其他国家价格较低的产品有很大需求。

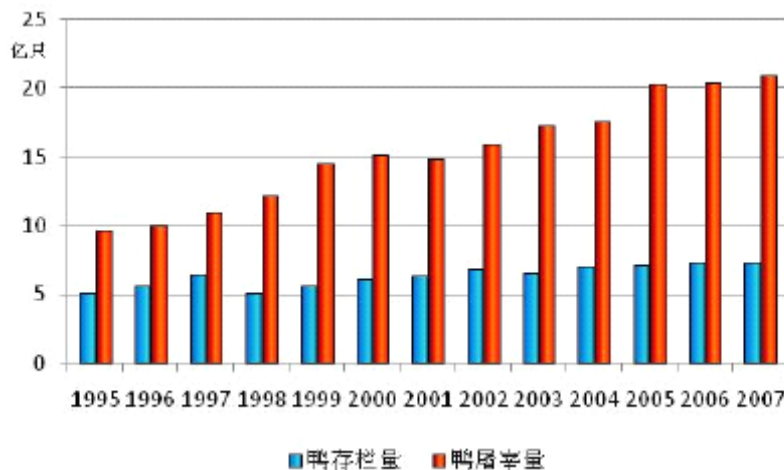
图 1、中国鸡肉进出口量



资料来源：公司招股书

鸭肉：我国鸭肉产品尽管在市场容量上小于鸡肉产品，但其增长速度略高于鸡肉产品，我国鸭的屠宰量及存栏量自 1998 年以来保持着持续增长的态势，鸭存栏量除 2003 年因 SARS 影响有所下降外，一直持续增加，并且尽管于 2004-2005 年遭遇禽流感，但存栏量数目依然不断增加，显示需求推动依然旺盛。

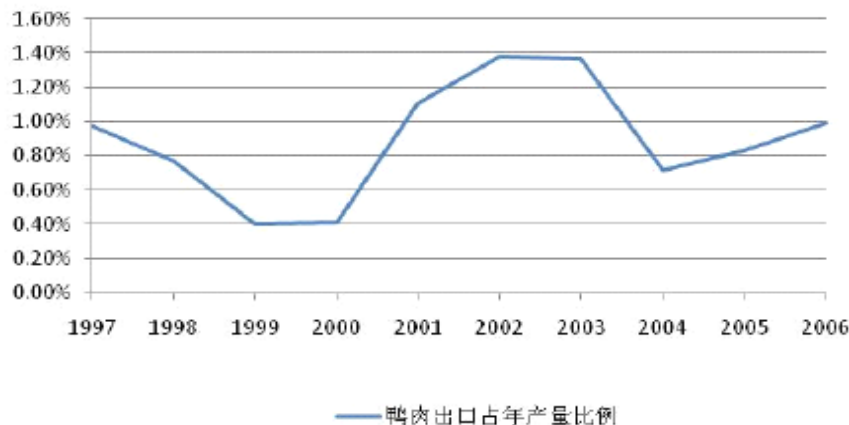
图 2、我国鸭的屠宰量和存栏量



资料来源：联合国粮农组织

中国是世界上最大的肉鸭生产和消费国家，中国白羽肉鸭产业中约 70%以上为樱桃谷鸭，根据 FAO 的数据统计：2005 年我国鸭存栏量超过 7.25 亿只，占世界总存栏量的 72%左右，我国 2005 年鸭肉、鸭绒初级产品的年总产值已经达到 500 亿元，除供应国内市场外已经大量出口到欧盟、东南亚及日本、南韩和中国台湾、香港地区。1998 年以来在我国鸭肉出口数量大幅增加的同时，进口数量持续降低。

图 2、我国鸭肉出口量



资料来源：联合国粮农组织

3、我国禽业竞争状况

禽业的集团化、产业化程度相对于其他肉类产业较高。根据肉类协会编制

肉类食品行业 50 强企业，鸡肉企业占 30%。2007 年国内鸭存栏量达到 7.37 亿只，屠宰量已经达到 20.89 亿只，市场出现了竞争态势，涌现出大批具有较强市场竞争力的龙头企业，有些年屠宰能力超过 1,000 万只，形成了种鸭养殖孵化、商品鸭养殖、屠宰加工及制品生产的完整产业链，产品在国内外市场得到大力拓展。

近年来，我国对食品加工行业产品质量安全监管逐渐加强，对动物疫病防疫、产品质量卫生的要求日益严格，促使行业规范化和集约化，个体养殖屠宰户和小型企业将因此逐渐减少。

三、公司在行业中的地位及发展前景

公司是目前全国规模最大的樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工企业。公司经过多年的发展，目前已形成集祖代和父母代种鸭、父母代种鸡的养殖、孵化、商品代鸭和鸡的养殖，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，年设计屠宰能力达 7,000 万只，在成本控制、抗风险能力等方面具有明显竞争优势。

表 2、国内樱桃谷鸭生产加工企业市场占有率

序号	企业名称	市场占有率
1	河南华英农业发展股份有限公司	15%
2	山东乐港食品股份有限公司	12%
3	内蒙古塞飞亚食品股份有限公司	8%
4	山东潍坊金河食品有限公司	5%
5	山东中澳农工商集团有限公司	4%
6	山东新昌肉食有限责任公司	3.5%

资料来源：公司招股书

公司主要产品是冻鸭，占其收入的 60%，熟食产品占 15%，鸭苗占 10%。公司的冻鸭产能、熟食产能充裕，鸭苗和自养能力基本用满。

表 3、华英农业冻鸭产量和生产能力

年度	实际产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	产销率	销售收入 (元)	销售价格 (元/吨)
2009 年 1-6 月	138,880	35,648	33,708	94.56%	261,836,749.86	7,767.79
2008 年	138,880	76,238	72,210	94.71%	625,381,106.86	8,660.59
2007 年	138,880	75,304	73,259	97.28%	589,365,709.78	8,044.97
2006 年	138,880	65,940	58,801	89.20%	392,205,692.81	6,670.00

资料来源：公司招股书

表 4、华英农业熟食产量和生产能力

年度	实际产能 (吨)	产量 (吨)	销量 (吨)	产销率	销售收入 (元)	销售价格 (元/吨)
2009 年 1-6 月	21,000	2,732.00	2,468	90.34%	40,899,888.49	16,572
2008 年	21,000	6,411.21	6,101	95.16%	97,852,931.08	16,039

资料来源：公司招股书

表 5、华英农业鸭苗产能和生产能力

年度	品种	实际产能 (万只)	产量 (万只)	外销量 (万只)	外销率	销售收入 (万元)	销售价格 (元/只)
2009 年 1-6 月	商品代	6,500	3,812.11	2,672.92	70.12%	6,765.15	2.53
	父母代	200	90.42	30.83	34.10%	483.27	15.68
2008 年	商品代	6,500	5,918.74	3,579.13	60.47%	10,553.55	2.95
	父母代	200	175.23	94.87	54.14%	1,256.08	13.24
2007 年	商品代	6,500	4,995.87	2,371.24	47.46%	12,684.98	5.35
	父母代	200	179.29	113.00	63.03%	1,451.52	12.85
2006 年	商品代	5,500	5,317.06	3,008.82	56.59%	8,490.35	2.82

资料来源：公司招股书

四、公司经营分析

1、收入的变化

2006 年至 2008 年，公司营业收入逐期增长，年均增长率为 13.45%。2007 年营业收入大幅度增长，主要是鸭产品的价格大幅上升。公司收入受鸭产品价格变化的影响较大。

2008 年度，主营业务收入中各产品所占比重与上年度相比略有变化，主要为：第一，冻鸭产品销售收入较 2007 年增加 3,601.54 万元，占比提高 2.71 个百分点，主要是该产品销售价格较上年增长 7.65%所致；第二，鸭苗收入较 2007 年减少 2,326.86 万元，占比略有下降，主要是由于鸭苗的平均售价较上年下降 43.51%，但由于鸭苗销量上升，因此综合而言，占比略有下降；第三，熟食产品销售收入较 2007 年增加 2,785 万元，占比提高 2.79 个百分点，主要是熟食产品出口形势趋好的同时熟食国内市场推广也开始取得成效，销量和平均售价分别较上年增长 16.63%和 19.86%。

公司 2009 年 1-6 月主营业务收入分别较 2008 年上半年和下半年减少 4,045.44 万元和 7,010.63 万元，其中，（1）冻鸭产品营业收入分别较 2008 年上半年和下半年减少 2,864.66 万元和 7,306.1 万元，主要系原材料价格下跌使得冻鸭销售价格较 2008 年上半年和下半年均有下降，而销量同比也略有下跌；（2）熟食营业收入分别较 2008 年上半年和下半年减少 630.55 万元和 974.77 万元，主要系销售数量较 2008 年上半年和下半年均有下降，销售价格较 2008 年上半年略有下降所致。

表 6、华英农业收入构及变化

单位：万元

项目	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
冻鸭产品	26,183.67	62.03	62,538.11	65.50	58,936.57	62.79	39,220.57	61.42
鸭苗	7,248.41	17.17	11,809.63	12.37	14,136.49	15.06	8,490.35	13.30
熟食	4,089.99	9.69	9,785.29	10.25	7,000.17	7.46	5,149.71	8.06
鸭毛	1,049.40	2.49	3,299.87	3.46	5,596.25	7.03	6,851.15	10.73
冻鸡产品	2,995.17	7.10	5,671.12	5.94	5,217.37	5.56	8.24	0.01
鸡苗	240.94	0.57	1,488.21	1.56	575.75	0.60	-	-
饲料	239.91	0.57	585.28	0.72	1,404.69	1.50	525.02	0.98
种鸡蛋	164.32	0.38	202.20	0.20	-	-	-	-
鸭绒	-	-	-	-	-	-	3,513.33	5.50
合计	42,211.82	100	95,479.71	100	93,867.30	100	63,858.37	100

资料来源：公司招股书

2、产品价格变化

冻鸭、鸭苗、鸭毛的价格变化幅度较大，对企业的收入和利润有较大影响。2007 年是价格最高的一年，2008、2009 年上半年价格较低。

表 7、华英农业产品价格变化

单位：元/吨

项目	2009 年 1-6 月			2008 年度		2007 年度		2006 年度
	销售单价	同比变化率	环比变化率	销售单价	增长率	销售单价	增长率	销售单价
冻鸭产品	7,767.71	-7.19%	-13.02%	8,660.59	7.65%	8,044.97	20.61%	5,670.00
鸭苗(元/只)	2.68	-33.20%	4.24%	3.21	-43.51%	5.69	101.66%	2.82
熟食	16,572.01	-0.47%	6.86%	16,038.83	19.86%	13,381.44	21.78%	10,988.16
冻鸡产品	8,341.10	-14.63%	-10.96%	9,560.21	6.42%	8,983.07	9.03%	8,239.12
鸡苗(元/只)	1.44	-48.64%	-31.09%	2.30	-30.45%	3.31	-	-
鸭毛	7,243.01	-42.12%	-15.47%	10,620.77	-49.84%	21,175.77	-35.68%	32,922.41
饲料	1,934.24	-4.05%	8.36%	1,933.63	14.10%	1,694.64	-0.49%	1,703.05

资料来源：公司招股书

3、公司的毛利变化

公司的主要产品中毛利贡献较大的有冻鸭产品和鸭苗产品，熟食毛利贡献率呈增长趋势。2007 年鸭产品价格较高，公司鸭苗盈利大增，是公司对业务的主动调整。在正常情况下，冻鸭产品贡献较大。冻鸡产品、鸭毛亏损。

表 8、华英农业毛利变化

单位：万元

项目	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
冻鸭产品	4,526.8	75.60	9,248.65	74.41	6,022.69	37.82	1,057.99	12.46
鸭苗	2,675.5	44.68	3,585.11	28.84	8,167.63	51.3	3,836.12	45.16
熟食	491.1	8.20	1,302.95	10.48	611.45	3.84	717.21	8.44
鸭毛	-1,224.0	-20.44	-2,294.05	-18.46	254.3	1.6	2,790.66	32.85
冻鸡产品	-378.5	-6.32	241.97	1.95	642.26	4.03	-0.84	-0.01
鸡苗	-64.3	-1.07	249.98	2.01	176.53	1.11	-	-
鸭绒	-	-	-	-	-	-	71	0.84
饲料	19.0	0.32	50.7	0.41	47.87	0.3	21.96	0.26
种鸡蛋	-57.7	-0.96	44.16	0.36	-	-	-	-
合计	5,987.8	100	12,429.48	100	15,922.74	100	8,494.10	100

资料来源：公司招股书

五、募集资金项目

募集资金依序投向以下项目：（1）增资河南陈州华英禽业有限公司并由其实施建设 4,000 万只/年商品肉鸡系列加工生产项目，投资总额 26,617 万元；（2）在丰城建设年产 1,000 万只樱桃谷商品雏鸭生产项目，投资总额 2,931 万元；（3）增资菏泽华英禽业有限公司并由其实施建设年产 2,000 万只樱桃谷商品雏鸭生产项目，投资总额 5,696 万元；（4）在潢川建设 900 万只商品樱桃谷鸭养殖场项目，投资总额 12,196 万元。上述四个项目预计投资总额为 47,440 万元，

以上项目建设均为一年，项目全部达产后可增加税后利润预期为 7910 万。

六、估值分析

公司募集资金项目已部分投入使用,如果在 3 年内完全达产实现预期收益,静态估算,公司 2012 年净利润为 1.23 亿,约为 2009 年的 2.77 倍。2008 年、2009 年是公司业务的低谷期,2010 年、2011 年产能增加较快,这两年能维持 50%左右的增长。我们预计 2009 年、2010、2011 年公司的收入及净利润分别为 9.14 亿和 4446 万,14.6 亿和 6669 万,19 亿和 9336 万,摊薄每股收益为 0.30 元、0.45 元、0.63 元。

对比已上市的养殖类上市公司股价,08 年 PE 范围为 35 至 75 倍之间,平均为 54 倍,比较高,这主要是 2008 年多数公司处在行业低谷造成的。近期中小板 08 年 PE 范围 41 至 61 倍。

我们认为公司上市后二级市场合理定价区间为 17.28-19.52 元。

表 9、可比公司估值

饲料行业可比上市公司估值情况			近期中业板上市新股估值情况		
代码	名称	08 年 PE	代码	名称	08 年 PE(按发行后股本)
000876	新希望	43	002306	湘鄂情	60.97
600438	通威股份	61	002307	北新路桥	40.11
002299	圣农发展	60	002311	海大集团	48
002157	正邦股份	75	002310	东方园林	50
002234	民和股份	35	002309	中利科技	41
			002308	威创股份	45
平均		54			47.5

资料来源: Wind

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。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。本报告版权归我公司所有。