

华英农业 (002321)

增持/ 维持评级

股价：RMB18.01

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S0930208020141

021-68498615 jiangxiaodong@lhqz.com

联系人

吴晓丹

021-68498528 wuxd@lhqz.com

“富民计划”完善禽业产业链 全力打造一体化优质企业

事件：信阳市政府为发挥华英农业作为农业产业化龙头企业的引领作用，制定了鼓励农户建设养殖场用于养殖樱桃谷鸭和肉鸡的政策，公司亦推出了“富民计划”以扩大合作养殖规模。1、按照计划拟在华英农业樱桃谷鸭加工厂（潢川）60 公里范围内，鼓励和支持农户建设养殖场（养殖小区）500 个，每个场年出栏商品鸭 12-15 万只，全部建成后可实现新增出栏 6000-7500 万只樱桃谷鸭，其中 2010 年底完成 260 个，2011 年底完成 240 个。2、拟在华英农业肉鸡加工厂（淮滨）60 公里范围内，鼓励和支持农户建设养殖场（养殖小区）200 个，每个场年出栏商品鸡 14-16 万只，全部建成后可实现新增出栏商品鸡 3000 万只左右，其中 2010 年底完成 120 个，2011 年底完成 80 个。

我们对此事件的点评如下：

“富民计划”致力于完善公司养殖产业链。公司 IPO 募投项目包括：3000 万只鸭苗、900 万只商品鸭养殖、4000 万只肉鸡系列加工项目。募投项目完工后公司在鸭产业链上拥有 9000 万只鸭苗、3000 万只商品鸭养殖和 7000 万只鸭屠宰产能；鸡产业链上则包括 4800 万只鸡苗、600 万只肉鸡养殖和 4000 万只屠宰产能。公司在鸡、鸭两条产业链产能瓶颈都集中于养殖环节。本次“富民计划”完成后，公司的养殖产能瓶颈将得到补齐，公司产业链一体化的优势将得以发挥，同时规模效应将使加工成本进一步降低。我们看好公司长期成长性。

政府支持平抑养殖风险：公司在 IPO 项目后实行养殖产能扩张计划本在意料之中，但是公司争取到了政府一系列的政策支持，包括用地支持、实行税收优惠、建场财政直补、信贷担保支持、开展养殖保险、加强设施配套、实行优惠电价、提供环保服务和建设沼气池用于清洁生产等。我们认为这些政府的支持措施对于不确定性较大的养殖业来说意义重大，等于是给公司和养殖户上了多道保险，对于公司降低养殖环节风险而言意义重大。

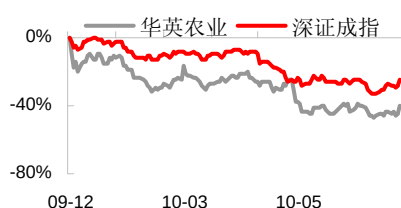
盈利预测和投资建议：根据规划 2011 年末公司的鸡、鸭产能可分别达到 4000 万只和 6000 万只，届时将成为重要的禽类养殖企业，业绩对禽肉价格的弹性将进一步提高。我们预测公司 10-12 年的 EPS 为 0.39 元、0.63 元和 0.87 元，建议对公司保持积极关注，在下半年禽肉价格回升过程中公司将是较好投资标的。

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	147
流通 A 股（百万股）	37
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	666

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	932.4	233.4	1388.9	1770.4	2378.3
(+/-%)	-3.1	0.0	49.0	27.5	34.3
归属母公司净利润(百万元)	40.3	8.7	56.6	92.0	128.1
(+/-%)	-14.0	0.0	40.6	62.4	39.3
EPS(元)	0.27	0.06	0.39	0.63	0.87
P/E(倍)	65.7	304.1	46.8	28.8	20.7

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

图 1：华英农业主要业务预测分析

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
冻鸭					
产能（万吨）	13.89	13.89	13.89	13.89	13.89
销量（万吨）	7.22	7.09	9.64	11.53	13.68
销售收入	625.38	576.70	799.60	975.41	1,180.55
销售成本	532.89	481.54	671.67	819.35	991.66
毛利	92.49	95.16	127.94	156.07	188.89
毛利率	14.79%	16.50%	16.00%	16.00%	16.00%
价格（元/吨）	8,660.59	8,132.00	8,294.64	8,460.53	8,629.74
屠宰量（万只）	3,049.52	2,836.69	3,800.00	5,100.00	6,000.00
熟食					
产能（万吨）	2.10	2.10	2.10	2.10	2.10
销量（万吨）	0.61	0.70	1.10	1.38	1.72
销售收入	97.85	84.89	176.00	224.40	286.11
销售成本	84.82	72.99	151.36	192.98	246.05
毛利	13.03	11.90	24.64	31.42	40.06
毛利率	13.32%	14.02%	14.00%	14.00%	14.00%
价格（元/吨）	16,039	15,723	16,000	16,320	16,646
鸭苗					
产能（万吨）	6,500	9,500	9,500	11,000	11,000
销量（万只）	3674.00	5600.00	5600.00	5900.00	5000.00
销售收入	118.10	149.53	156.80	165.20	140.00
销售成本	82.25	113.34	117.60	115.64	98.00
毛利	35.85	36.19	39.20	49.56	42.00
毛利率	30.36%	24.20%	25.00%	30.00%	30.00%
价格（元/只）	3.21	2.61	2.80	2.80	2.80
鸭毛					
销量（吨）	3,107	2,681	3,644	4,358	5,171
销售收入	33.00	25.51	36.44	43.58	51.71
成本	55.94	50.55	70.51	86.01	104.10
毛利	-22.94	-25.04	-34.07	-42.43	-52.39
毛利率	-69.52%	-98.13%	-48.32%	-49.33%	-50.32%
冻鸡					
产能（万吨）	0.90	7.62	7.62	7.62	7.62
销量（万吨）	0.59	0.80	2.29		7.62
屠宰量（万只）	303.32	421.05	1203.16	2005.26	4010.53
销售收入	56.71	73.16	201.17	342.90	701.04
成本	54.29	74.07	197.14	325.76	637.95
毛利	2.42	-0.91	4.02	17.15	63.09
毛利率	4.27%	-1.24%	2.00%	5.00%	9.00%
价格（元/吨）	9,561	9,178	8,800	9,000	9,200

数据来源：华泰联合证券研究所

图 2: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1091	975	1088	1387	营业收入	932	1389	1770	2378
现金	638	278	266	238	营业成本	813	1227	1557	2095
应收账款	95	136	168	233	营业税金及附加	0	0	1	1
其他应收款	14	94	52	75	营业费用	18	28	35	47
预付账款	77	65	87	121	管理费用	35	52	66	89
存货	266	296	381	540	财务费用	37	37	33	33
其他流动资产	0	105	134	181	资产减值损失	3	0	0	0
非流动资产	886	817	840	768	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	617	656	659	576	营业利润	26	46	79	114
无形资产	114	124	137	147	营业外收入	16	14	16	18
其他非流动资产	155	38	45	45	营业外支出	1	1	2	2
资产总计	1977	1792	1928	2155	利润总额	41	58	94	131
流动负债	855	752	796	895	所得税	0	1	2	3
短期借款	547	347	386	335	净利润	40	57	92	128
应付账款	113	170	215	306	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	195	234	195	253	归属母公司净利润	40	57	92	128
非流动负债	145	102	102	102	EBITDA	163	226	292	357
长期借款	102	102	102	102	EPS (元)	0.27	0.39	0.63	0.87
其他非流动负债	43	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1000	854	898	997	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	76	76	76	76	成长能力				
股本	147	147	147	147	营业收入	-3.1%	49.0%	27.5%	34.3%
资本公积	575	494	494	494	营业利润	-27.5%	76.6%	73.7%	44.4%
留存收益	179	221	313	441	归属于母公司净利润	-14.0%	40.6%	62.4%	39.3%
归属母公司股东权益	901	862	954	1082	获利能力				
负债和股东权益	1977	1792	1928	2155	毛利率 (%)	12.8%	11.7%	12.1%	11.9%
现金流量表					净利率 (%)	4.3%	4.1%	5.2%	5.4%
单位: 百万元					ROE (%)	4.5%	6.6%	9.6%	11.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	6.3%	7.3%	8.8%	10.6%
经营活动现金流	85	84	185	193	偿债能力				
净利润	40	57	92	128	资产负债率 (%)	50.6%	47.6%	46.6%	46.2%
折旧摊销	100	144	180	210	净负债比率 (%)	68.77%	52.62%	54.33%	43.88%
财务费用	37	37	33	33	流动比率	1.28	1.30	1.37	1.55
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	0.96	0.90	0.89	0.95
营运资金变动	-91	-114	-119	-178	营运能力				
其他经营现金流	-1	-39	0	0	总资产周转率	0.59	0.74	0.95	1.16
投资活动现金流	-189	-75	-203	-138	应收账款周转率	10	11	12	12
资本支出	195	108	188	125	应付账款周转率	6.41	8.68	8.09	8.04
长期投资	0	-46	-0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	6	-12	-15	-13	每股收益 (最新摊薄)	0.27	0.39	0.63	0.87
筹资活动现金流	653	-370	6	-83	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.58	0.57	1.26	1.31
短期借款	82	-200	39	-50	每股净资产 (最新摊薄)	6.13	5.87	6.49	7.36
长期借款	15	0	0	0	估值比率				
普通股增加	37	0	0	0	P/E	65.74	46.76	28.79	20.67
资本公积增加	552	-80	0	0	P/B	2.94	3.07	2.77	2.45
其他筹资现金流	-33	-90	-33	-33	EV/EBITDA	17	12	9	8
现金净增加额	549	-361	-12	-28					

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com