

2010-07-29

农、林、牧、渔业/家禽饲养业

公司研究 / 更新报告

华英农业 (002321)

## 量增利不增 下半年转好

中性/ 下调评级

股价：RMB19.89

## 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

禽业行业上半年整体不景气，公司顽强实现业绩同比持平。公司 2010 年上半年实现营业收入和归属于上市公司股东的净利润分别为 56756 万元和 1797 万元，同比分别增长 33.18%和-0.16%。公司在上半年禽类行业整体不景气的状况下取得了令人欣慰的业绩。

原料价格高涨致“量增利不增”，预计下半年盈利状况将有所改善。公司的主要产品的销量和价格大都取得了不同程度的增长，使得公司收入同比增长 33%，但是产品价格的上涨更多地是源于原料（粮食）价格的上涨，而肉类市场的不景气也使得企业无法完全转嫁原料价格的上涨。因此公司主要产品冻鸭、鸭苗、熟食的毛利率均有所下滑。而冻鸡产品的毛利率则由于开工增加折旧费用下降而有所回升、鸭毛则由于价格大幅度上涨而亏损大幅缩小。总体而言，产品价格涨幅小于原料价格涨幅导致了公司增量不增利的经营状况。目前猪肉和禽肉的价格已经实现了快速的反弹，预计下半年禽肉价格将走高而粮食价格涨势将有所缓和，禽类企业的盈利状况将会得到有效修复。并且下半年随着公司募投项目的逐步投产，各产品的产量也将环比增长。

## 相关研究

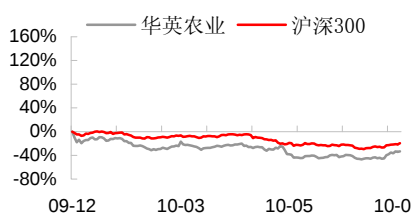
“富民计划”弥补养殖环节产能瓶颈，提升未来发展潜力。IPO 项目完成后，公司在鸭产业链上的产能包括 9000 万只鸭苗、3000 万只养殖和 7000 万只屠宰；鸡产业链上则包括 4800 万只鸡苗、600 万只养殖和 4000 万只屠宰产能。公司在养殖环节的瓶颈十分突出。随着近期“富民计划”的推出，标志着公司明确了补足短缺环节，做全做强禽业产业链的战略。并且公司能够充分利用当地政府资源，争取到一系列的政策支持和优惠以发展养殖户，这对公司推进

## 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） | 736  |

**盈利预测与投资建议：**在上半年来禽肉价格不景气且原材料价格大幅上涨的不利情况下，公司保持盈利与上年同期基本持平殊为不易。我们判断下半年禽肉价格将会明显复苏，而粮食价格涨势也将趋缓，禽类养殖公司的盈利能力将得到恢复，我们维持公司 10-12 年 EPS 为 0.39 元、0.63 元和 0.87 元的盈利预测。但是考虑到公司近期涨幅较大，目前动态市盈率接近 50 倍，因此我们给予其“中性”的投资评级，但我们同时提示在下半年来禽类价格上涨过程中，公司将是一个较好的趋势投资标的。

## 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 | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 932.4 | 1388.9 | 1770.4 | 2378.3 |
| (+/-%)        | -3.1  | 49.0   | 27.5   | 34.3   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 40.3  | 56.6   | 92.0   | 128.1  |
| (+/-%)        | -14.0 | 40.6   | 62.4   | 39.3   |
| EPS(元)        | 0.27  | 0.39   | 0.63   | 0.87   |
| P/E(倍)        | 72.6  | 46.8   | 28.8   | 20.7   |

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

**表 1：华英农业主要业务指标同比及环比分析**

|           | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E    | 1H2009   | 2H2009   | 1H2010  | 同比<br>增长 | 环比<br>增长 |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|
| <b>冻鸭</b> |         |         |         |          |          |          |         |          |          |
| 销量（万吨）    | 7.09    | 9.64    | 11.53   | 13.68    | 3.37     | 3.72     | 3.59    | 6.60%    | -3.43%   |
| 价格（元/吨）   | 8132    | 8295    | 8461    | 8630     | 7768     | 8462     | 8285    | 6.66%    | -2.09%   |
| 销售收入      | 576.70  | 799.60  | 975.41  | 1,180.55 | 261.84   | 314.86   | 297.70  | 13.70%   | -5.45%   |
| 毛利率       | 16.50%  | 16.00%  | 16.00%  | 16.00%   | 17.29%   | 15.84%   | 9.82%   | -7.47%   | -6.02%   |
| <b>熟食</b> |         |         |         |          |          |          |         |          |          |
| 销量（万吨）    | 0.54    | 1.10    | 1.38    | 1.72     | 0.25     | 0.29     | 0.28    | 14.67%   | -3.46%   |
| 价格（元/吨）   | 15723   | 16000   | 16320   | 16646    | 16572    | 15008    | 18302   | 10.44%   | 21.95%   |
| 销售收入      | 84.89   | 176.00  | 224.40  | 286.11   | 40.90    | 43.99    | 51.79   | 26.64%   | 17.73%   |
| 毛利率       | 14.02%  | 14.00%  | 14.00%  | 14.00%   | 12.01%   | 15.89%   | 12.67%  | 0.66%    | -3.22%   |
| <b>鸭苗</b> |         |         |         |          |          |          |         |          |          |
| 销量（万只）    | 5729    | 5600    | 5900    | 5000     | 2704     | 3025     | 3459.98 | 27.97%   | 14.37%   |
| 价格（元/只）   | 2.61    | 2.80    | 2.80    | 2.80     | 2.68     | 2.55     | 2.97    | 10.82%   | 16.62%   |
| 销售收入      | 149.53  | 156.80  | 165.20  | 140.00   | 72.48    | 77.04    | 102.76  | 41.77%   | 33.38%   |
| 毛利率       | 24.20%  | 25.00%  | 30.00%  | 30.00%   | 36.91%   | 12.24%   | 26.50%  | -10.41%  | 14.26%   |
| <b>鸭毛</b> |         |         |         |          |          |          |         |          |          |
| 销量（吨）     | 2,808   | 3,644   | 4,358   | 5,171    | 1,449    | 1359     | 1,484   | 2.40%    | 9.21%    |
| 价格（元/吨）   | 9,087   | 10,000  | 10,000  | 10,000   | 7,243    | 11,054   | 19,791  | 173.24%  | 79.04%   |
| 销售收入      | 25.51   | 36.44   | 43.58   | 51.71    | 10.49    | 15.02    | 29.37   | 179.83%  | 95.52%   |
| 毛利率       | -98.13% | -48.32% | -49.33% | -50.32%  | -116.64% | -236.57% | 0.87%   | 117.51%  | 237.44%  |
| <b>冻鸡</b> |         |         |         |          |          |          |         |          |          |
| 销量（万吨）    | 0.80    | 2.29    | 3.81    | 7.62     | 0.36     | 0.44     | 0.81    | 124.42%  | 83.95%   |
| 价格（元/吨）   | 9,178   | 8,800   | 9,000   | 9,200    | 8,341    | 9,864    | 9,330   | 11.85%   | -5.41%   |
| 收入        | 73.16   | 201.17  | 342.90  | 701.04   | 29.95    | 43.21    | 75.19   | 151.03%  | 74.00%   |
| 毛利率       | -1.24%  | 2.00%   | 5.00%   | 9.00%    | -12.64%  | 6.66%    | 2.89%   | 15.53%   | -3.77%   |
| <b>鸡苗</b> |         |         |         |          |          |          |         |          |          |
| 外销量（万只）   | 463.333 | 700     | 700     | 700      | 167.36   | 295.97   | 151.093 | -9.72%   | -48.95%  |
| 价格（元/只）   | 1.53    | 1.5     | 1.5     | 1.5      | 1.44     | 1.5811   | 1.18    | -18.06%  | -25.37%  |
| 收入        | 7.09    | 10.50   | 10.50   | 10.50    | 2.41     | 4.68     | 1.78    | -26.00%  | -61.90%  |
| 毛利率       | 3.96%   | 0.00%   | 15.00%  | 15.00%   | -26.69%  | 19.74%   | -62.86% | -36.17%  | -82.60%  |

数据来源：华泰联合证券研究所

**表 2：华英农业主要原料量价变化分析**

|             | 2008     | 2009     | 1H2009   | 2H2009   | 1H2010   | 同比增长      | 环比增长    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|---------|
| <b>玉米</b>   |          |          |          |          |          |           |         |
| 采购量（吨）      | 80,042   | 130,163  | 60,630   | 69,533   | 51,216   | -15.53%   | -26.34% |
| 采购价格（元/吨）   | 1,744.00 | 1,741.00 | 1,608.40 | 1,856.62 | 1,983.41 | 23.32%    | 6.83%   |
| 采购金额（百万元）   | 139.59   | 226.61   | 97.52    | 129.10   | 101.58   | 4.17%     | -21.31% |
| <b>豆粕</b>   |          |          |          |          |          |           |         |
| 采购量（吨）      | 26,804   | 33,014   | 14,412   | 18,602   | 20,917   | 45.14%    | 12.44%  |
| 采购价格（元/吨）   | 3,827.00 | 3,466.00 | 3,245.51 | 3,636.83 | 3,305.54 | 1.85%     | -9.11%  |
| 采购金额（百万元）   | 102.58   | 114.43   | 46.77    | 67.65    | 69.14    | 47.82%    | 2.20%   |
| <b>小麦</b>   |          |          |          |          |          |           |         |
| 采购量（吨）      | 72,926   | 9,518    | 231      | 9,287    | 21,735   | 9309.09%  | 134.04% |
| 采购价格（元/吨）   | 1,548.00 | 1,828.00 | 1,650.00 | 1,832.43 | 1,964.15 | 19.04%    | 7.19%   |
| 采购金额（百万元）   | 112.89   | 17.40    | 0.38     | 17.02    | 42.69    | 11100.52% | 150.86% |
| <b>以上总计</b> |          |          |          |          |          |           |         |
| 采购量         | 179,772  | 172,695  | 75,273   | 97,422   | 93,868   | 24.70%    | -3.65%  |
| 采购金额        | 355      | 358      | 145      | 214      | 213      | 47.52%    | -0.16%  |

数据来源：华泰联合证券研究所

**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        |
| <b>流动资产</b>    | 1091        | 975          | 1088         | 1387         | <b>营业收入</b>     | 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            |
| <b>非流动资产</b>   | 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          | <b>营业利润</b>     | 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            |
| <b>资产总计</b>    | 1977        | 1792         | 1928         | 2155         | <b>利润总额</b>     | 41          | 58           | 94           | 131          |
| <b>流动负债</b>    | 855         | 752          | 796          | 895          | 所得税             | 0           | 1            | 2            | 3            |
| 短期借款           | 547         | 347          | 386          | 335          | <b>净利润</b>      | 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          | <b>归属母公司净利润</b> | 40          | 57           | 92           | 128          |
| <b>非流动负债</b>   | 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            | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1000        | 854          | 898          | 997          | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | 76          | 76           | 76           | 76           | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 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         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 1977        | 1792         | 1928         | 2155         | 毛利率 (%)         | 12.8%       | 11.7%        | 12.1%        | 11.9%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 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%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROIC (%)        | 6.3%        | 7.3%         | 8.8%         | 10.6%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 85          | 84           | 185          | 193          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 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         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 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         |
| <b>投资活动现金流</b> | -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            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 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         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 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            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 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            |
| <b>现金净增加额</b>  | 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