

华英农业(002321)调研报告

谨慎推荐

维持评级

日常消费/农业

发布时间: 2010 年 9 月 21 日

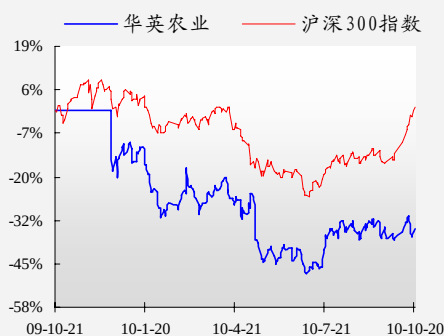
投资要点:

- 华英农业是国内实力最强肉鸭生产企业, 公司采用“签约农户”模式进行肉鸭生产、加工, 充分保证了食品安全。
- 由于控制环节较多, 公司“签约农户”发展较慢, 农户饲养量远低于公司实际产能。
- 当地政府启动了“富民计划”, 计划 2 年内新增商品鸭 6000-7500 万只, 鸡 3000 万只, 是公司目前加工量的 2 倍以上。
- 如果“富民计划”能顺利实施, 公司未来三年收入及利润增加 2 倍以上。
- 我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.28 元、0.50 元、0.69 元, 动态市盈率为 71 倍、40 倍、28 倍, 给予公司“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母 公司净 利润	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)
2009	93,238	-3.13	4,027	-13.95	0.37	4.45	54
2010E	118,045	26.6	4,046	0.4	0.28	4.3	71
2011E	182,000	54.2	7,280	80.0	0.50	7.2	40
2012E	254,937	40.0	10,197	40.0	0.69	9.0	28

走势图



市场数据

2010-9-20

收盘价:	19.86 元
52 周最高价:	34.66 元
52 周最低价:	15.00 元
平均持仓成本:	20.16 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	14,700
流通 A 股 (万股):	14,700
每股收益 (元):	0.23
每股净资产 (元):	6.26
每股经营现金流 (元):	(0.97)
市净率:	3.17

分析师: 钟大举

执业证书编号: S0550209040099

TEL: (8621)6336 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: xxxxx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、国内实力最强的养鸭龙头企业

（一）、公司业务构成和经营模式

华英农业是国内最大的樱桃谷肉鸭繁育、屠宰、加工企业，公司的年屠宰能力为 7000 万只，国内排名第一。华英农业成立于 1980 年代，公司本部位于河南省信阳市潢川县，最早是当地政府与英国樱桃谷农场公司成立的项目公司。樱桃谷公司是世界最大肉鸭种源企业，经过 20 多年的发展，华英农业已经成为国内最大的肉鸭生产企业，也是最早的肉鸭出口企业。

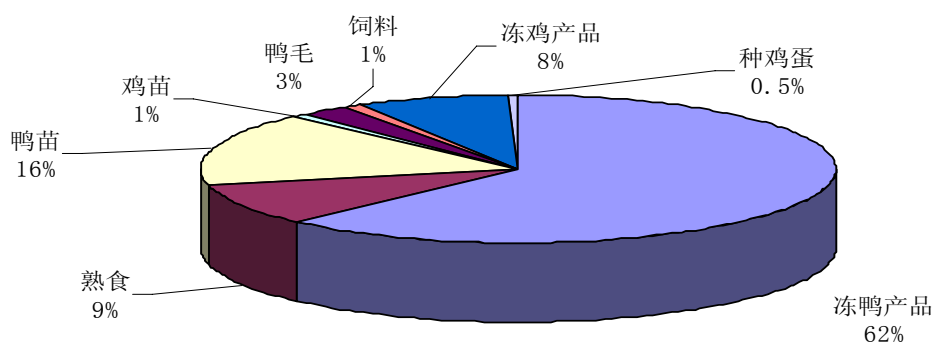
表 1、全国樱桃谷鸭一体化养殖加工企业市场份额

排名	企业名称	市场占有率
1	华英农业	15%
2	山东乐港	12%
3	内蒙古塞飞亚	8%
4	山东金河	5%
5	山东中澳农工商集团	4%
6	山东新昌	3.5%

资料来源：公司 2009 年报

公司的产品包括冻鸭、熟食、鸭苗、鸡苗、鸭毛、饲料、冻鸡等。公司的经营模式是，与英国樱桃谷农场合作，引进祖代鸭，生产商品鸭苗，销售给农户饲养，饲养成商品鸭后，其中的合同农户的产品由公司收购，公司再进行屠宰，加工成冻鸭河熟食，销售给国内外的下游客客户。公司的屠宰能力约为 5600 万只，来源主要为合同农户，公司自养的商品鸭每年不到 800 万只。公司的业务模式是典型的“公司+加农户”模式。公司还有一部分鸡的屠宰加工，在业务占比中很小。以下是公司的构成。

图 1、华英农业收入构成（2009-2010）



资料来源：东北证券

在公司的业务构成中，冻鸭销售额占比 60%以上，其次为鸭苗，其他熟食、冻鸡占比较小。在毛利构成中，冻鸭和鸭苗的利润贡献都接近 50%，在特殊年份，鸭苗的利润

贡献甚至超过了冻鸭。这显示了“公司+农户”的业务模式特征，如果公司的合同农户发展的较好，鸭苗的销售量就会上升，屠宰量也上升，继而带动深加工量的上升。

公司的产品毛利率不高，总体水平在 13%，鸭苗的毛利率最高，贡献了约 50%的毛利，其他业务毛利占比很低。鸡苗、鸭毛、冻鸡产品种蛋毛利率是负的，原因是公司的规模不够，鸡产品的产能利用较低，形成了亏损。鸭毛亏损主要是价格波动形成。鸭毛价格从 3.2 万/吨降至 8000 元/吨，形成较大亏损，但 2010 价格回升势头较好，有望盈利。

表 2、华英农业的毛利构成（2009-2010）

产品类别	平均毛利率	毛利构成
冻鸭产品	14%	56%
熟食	12%	9%
鸭苗	32%	45%
鸡苗	-45%	-1%
鸭毛	-58%	-24%
饲料	9%	1%
冻鸡产品	-5%	-5%
种蛋	-33%	-1%
合计	13%	100%

资料来源：东北证券

（二）、主要子公司

华英农业的生产基地主要分布在河南信阳地区，包括本部的鸭苗孵化厂、熟食加工厂、饲料厂，此外，在河南陈州、江西丰城、山东菏泽建立有分公司。主要子公司有：

1、河南华英樱桃谷食品有限公司（控股子公司）

该公司成立于 2004 年 10 月 29 日，本公司持股比例为 50%，英国樱桃谷农场有限公司持股比例 50%。注册资本为 1,017 万美元，该公司主要从事高低温肉制品的生产和销售业务。截至 2010 年 6 月 30 日，该公司总资产为 156,410,746.99 元，净资产为 99,229,093.12 元，2010 年 1-6 月实现净利润 918,722.33 元。

2、河南陈州华英禽业有限公司（独资子公司）

该公司成立于 2007 年 1 月 19 日，注册资本为 1,000 万元人民币，主营业务为种鸡养殖孵化、商品鸡养殖、肉鸡屠宰加工及饲料生产。该公司截至 2010 年 6 月 30 日的总资产为 176,693,282.12 元，净资产 1,929,139.27 元，2010 年 1-6 月的净利润为 -2,737,648.13 元。

3、江西丰城华英禽业有限公司（控股子公司）

该公司成立于 2004 年 11 月 11 日，本公司持股比例为 72.71%，注册资本为 219.88 万美元，主要从事商品鸭屠宰加工、原毛的加工及销售业务。该公司截至 2010 年 6 月

30 日的总资产为 37,997,028.98 元,净资产为-2,472,097.05 元,2010 年 1-6 月净利润为-3,324,107.82 元。

4、菏泽华英禽业有限公司(全资子公司)

该公司成立于 2006 年 9 月 29 日,注册资本为 1,000 万元人民币。该公司目前主要从事商品鸭屠宰加工与销售业务。该公司截至 2010 年 6 月 30 日的总资产为 76,496,767.52 元,净资产为 12,140,844.55 元,2010 年 1-6 月净利润为 2,776,772.73 元。

5、河南华隆羽绒有限公司(控股子公司)

该公司成立于 2004 年 5 月 26 日,本公司持股比例为 51%,美国合隆国际股份有限公司持股比例为 49%。注册资本为 416 万美元,该公司经营范围为羽毛、羽绒的收购、加工及销售,羽绒制品、床上用品、服装、寝具、玩具的加工制作及销售。该公司截至 2010 年 6 月 30 日的总资产为 51,842,132.17 元,净资产为 49,021,605.82 元,2010 年 1-6 月净利润为 88,093.75 元。

6、潢川县港华羽绒制品有限公司(控股子公司)

该公司成立于 2002 年 6 月 18 日,本公司持股比例为 41%,香港文华贸易公司持股比例为 40%,潢川县康源生物工程有限责任公司持股比例为 19%。注册资本为 125 万美元,该公司的经营范围为羽毛、羽绒及羽绒相关制品的加工及制作。该公司截至 2010 年 6 月 30 日的总资产为 12,467,532.27 元,净资产为 4,887,360.66 元,2010 年 1-6 月净利润为 156,899.44 元。

7、河南华英商业连锁经营有限公司(独资子公司)

该公司成立于 2002 年 7 月 15 日,注册资本为 500 万元人民币,该公司目前主要从事熟食制品、畜禽产品、速冻食品的零售业务。该公司截至 2010 年 6 月 30 日的总资产为 2,667,633.11 元,净资产为 2,288,016.25 元,2010 年 1-6 月净利润为-536,225.70 元。

二、公司产能和募集资金项目

(一)、公司产能

华英农业产能较大,实际产量不足。公司冻鸭的年屠宰能力为 5600 万只,折合重量为 13.89 万吨,但 2009 年产量约为 7.5 万吨,预计 2010 年达到 8 万吨,仍有较大的剩余。公司的熟食产能为 21000 吨,实际产量为 5400 吨。公司上市以后,募集资金所形成新增产能更大,其中饲料和冻鸡产品的产能增量较大,经营压力较大。

表 3、华英农业的产能和实际产量

	现有产能	新增产能	2009 年产量	2010 预计产量
冻鸭产品 (吨)	138880		75000	80000
熟食 (吨)	21000		5400	6188
鸭苗 (万只)	6500	3000	5730	7287
鸡苗 (万只)	1000		460	416
鸭毛 (吨)	6000		2800	2870
饲料 (吨)	390000	360000	3500	5871
冻鸡产品 (吨)	9000	67200	8000	8099

资料来源：东北证券

按照公司的计划，2011 年公司将达到年生产商品代雏鸭 9,500 万只，生产加工樱桃谷商品鸭 5,600 万只，生产加工商品鸡 3,900 万只，鸭原毛 6,000 吨、加工生产熟食 2 万吨；实现年销售收入 20 亿元以上。

以上目标大致消化了现在产能，按公司的现状推算，2011 年只能实现部分目标。实现目标的困难主要是公司能否发展更多的合同农户，在信阳当地，有地方政府的扶持，鸭养殖户发展的较好，其他地区较为困难。

(二)、募集资金项目

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。

项目 2010 年中期接近完成，亏损 273 万，未达到预期收益。

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。

2010 年中期完成，亏损 127 万，未达到预期收益。

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。

中期接近完成，未实现收益。

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。因为实施“富民计划”推迟。

三、公司盈利因素分析：价格和农户养殖量

(一)、产品价格

产品价格的变动对公司的利润影响较大。通过近几年数据，鸭苗、鸭毛价格变化最大，鸭苗最高为每只 5.69 元，最低位每只 2.61 元，正常情况下是 3 元左右，2007 年鸭苗大涨，主要是 2004-2006 年国内禽流感疫情，2007 年养鸭业恢复导致鸭苗紧缺上

涨，我们预计未来鸭苗价格稳定。鸭毛价格波动较大，2010 年为 2 万元/吨，受棉花价格影响，鸭毛价格下半年仍有可能上涨。

表 4、华英农业历年产品价格

	2010 (1-6)	2009	2008	2007	2006
冻鸭产品 (吨)	8,285	8,132	8,661	8,045	6,670
鸭苗 (只)	2.97	2.61	3.21	5.69	2.82
熟食 (吨)	18,302	15,723	16,039	13,381	10,988
鸭毛 (吨)	19,791	9,087	10,621	21,176	32,922
冻鸡产品 (吨)	9,330	9,178	9,560	8,983	8239
鸡苗 (只)	1.18	1.53	2.30	3.31	
饲料 (吨)	2,262	1,825	1,934	1,695	1,703

资料来源：东北证券

毛利率的变化与价格相关。2010 年上半年冻鸭产品毛利率下降较多，主要受饲料价格上涨影响，冻鸭毛利率平均为 15%，下半年饲料价格上涨趋缓，毛利率将回升。鸡苗产品亏损较大，主要是产量不足所致。

表 5、华英农业历年产品毛利率

	2010 (1-6)	2009	2008	2007	2006
冻鸭产品	9.82%	16.50%	14.79%	10.22%	2.70%
鸭苗	26.50%	24.20%	30.36%	57.78%	45.18%
熟食	12.67%	14.02%	13.32%	8.73%	13.93%
鸭毛	0.87%	-98.13%	-69.52%	3.86%	40.73%
冻鸡产品	2.89%	-1.24%	4.27%	12.31%	1.93%
鸡苗	-62.86%	3.96%	16.80%	30.66%	1.44
饲料	9.49%	9.39%	7.40%	3.41%	3.35%

资料来源：东北证券

(二)、发展合同养殖户是公司重要任务

华英农业的几项产品的产能都远远大于实际产量，大量无效产能降低了毛利率，拖累利润。公司产量上不去的原因是合同养殖户数量跟不上公司业务发展。合同养殖户是和公司签约的农户，由公司提供鸭苗、饲料，并负责技术服务和防疫，产品由公司回收。华英农业对食品安全要求很严格，要求农户按照公司制订的技术标准饲养。此外，饲养樱桃谷鸭需要较大的场地，投资额高于养鸡，对农户来讲，是一项资本和劳动密集型的产业，因此，公司签约农户增幅较慢。

签约农户不足，导致公司回购商品鸭数量不能满足加工需要，冻鸭加工量，只能达到产能的 50%，其中，影响最明显的是熟食业务，2 万吨产能利用率不足 30%。中国消费市场容量很大，公司的产品销售不成问题，如果公司养殖量上升，配套的饲料、熟食、鸭苗等业务都能受益，毛利率上升。

为了解决农户饲养量不足的问题，公司已经准备增加自养数量，在信阳地区，当地政府大力扶持农户养鸭，制订了“富民计划”，从财政补贴、信贷上支持。

（三）、“富民计划”拓展未来业务空间

信阳市政府 2010 年 3 月启动了“富民计划”，目标就是发动农户成为公司的养殖户，既扶持了地方龙头企业，又带动了农民致富。信阳市政府成立“富民办”，有一个副市长负责，基层乡镇也有相应设置，政府对参加“富民计划”的农户给予财政补贴和信贷支持，华英农业负责农户培训和技术支持。“富民计划”的工作目标是：

1、按照富民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。

上述目标完成后，公司的年加工量是目前的 3 倍，收入和利润大幅增长。

表 6、“富民计划”的产量目标

产品	公司发展计划
冻鸭品	加工能力 5600 万只，年宰杀 3000 万只，缺口 2600 万只。 解决方案：“富民计划”新增 6000-7500 万只。
鸡产品	加工 4700 万只，实际宰杀 800 万只，缺口 3900 万只。 解决方案：富民计划提供 3000 万只，公司计划自养 1000 万只。

资料来源：公司公告

四、业绩预测和投资建议

如果进展顺利，华英农业未来三年的鸭屠宰量有望增加 2 倍，只从 3500 万只上升到 1 亿，鸡产品增幅更大，相应的鸭苗、饲料等也会大幅增长。以下是我们的预测：

表 7、华英农业产品销量预测

年度	2009 年	2010	2011	2012
冻鸭产品（吨）	71000	75828	125828	175828
熟食（吨）	5400	6188	7426	8911
鸭苗（万只）	5730	7287	9287	11287
鸡苗（万只）	460	416	1716	3016
鸭毛（吨）	2800	2870	4758	6646
饲料（吨）	3500	5871	11742	23484
冻鸡产品（吨）	8000	8099	24099	40099

资料来源：东北证券

由于饲料粮价格上涨，2010 年华英农业处于较低水平，我们预计 2011 年、2012 将

有所恢复。以合理价格估算，公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 0.28 元、0.50 元、0.69 元，2010 业绩与 2009 年持平，2011 年、2012 年分别增长 78%、38%，公司 2010-2012 年的动态市盈率为 71 倍、40 倍、28 倍，给予“谨慎推荐”评级。

表 8、华英农业业绩预测

年度	2009	2010	2011	2012
收入	93238	110845	182000	254937
毛利率	12.83%	12%	12.50%	12.50%
主营业务利润	11962	13301	22750	31867
净利润	4027	4046	7280	10197
净利率	4.33%	3.65%	4%	4%
每股收益	0.37	0.28	0.50	0.69

资料来源：东北证券

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。