

日期: 2011年11月29日

行业: 农业



郭昌盛

021-53519888-1924



guochangsheng@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120009

基本数据 (Y11'Q3)

报告日股价 (元)	17.89
12mth A 股价格区间 (元)	30.75/ 16.10
总股本 (百万股)	147.00
无限售 A 股/总股本	70.07%
流通市值 (百万元)	1842.72
每股净资产 (元)	6.69
PBR (X)	2.67
DPS (Y10, 元)	1 派 0.20

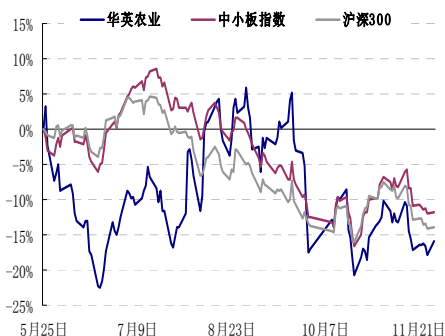
主要股东 (Y11'Q3)

河南省潢川华英禽业总公司	28.59%
潢川县康源生物工程公司	15.41%
河南省农业综合开发公司	14.29%
辽宁粮油食品边贸公司	5.76%
曹红亚	2.05%

收入结构 (Y11'H1)

冻鸭	51.10%
熟食	10.26%
鸭苗	12.86%
冻鸡	16.20%

最近 6 个月股票走势与沪深 300 的比较



报告编号: GCS11-CI12

首次报告日期: 2009-12-1

新一轮成长进程已经上路

■ 报告背景

日前,对华英农业公司实地调研访谈,现就调研情况予以归纳及评述,并重估业绩预测及首次评级。

■ 主要观点

禽类行情相对平稳, 饲料价格回调, 令主业综合毛利率趋升。

与生猪价格持续暴跌行情形成对比的是,肉鸭、肉鸡等禽类价格波动较小,而且下游的冻鸭、冻鸡及熟食等产品还在择机提价。

积极应对环保问题, 变害为利有作为。

通过将养殖场所优化布局,并严格执行统一的“富民计划”配套设施验收,可初步控制环保问题。近期还启动了推广“鸭粪沼气发电技术设备”的应用。一系列举措可能反而令其变被动为主动。

欧盟市场大门行将打开, 新一轮成长进程已上路。

不久前现场接受欧盟注册检验顺利,并赢得口头认可,料获正式注册指日可待。“鸭王”应有的产品高品质将得到印证。借此东风,公司熟食及冻品销售有望持续放量。

未来净利润年复合增长率可达 53%, 消费品新蓝筹雏型已现。

预计后三年归属于母公司股东的净利润依次增长 67%、50%、44%; 每股收益为 0.64 元、0.97 元、1.39 元,就此跻身绩优高成长行列。

■ 估值与建议

于未来六个月内, 对该股给予“跑赢大市”的评级。

当前股票的估值优势明显,近期亦未见股价超涨,可酌情逢低买入。

■ 数据预测:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	932.38	1303.32	1784.16	2368.31	3057.86
年增长率 (%)	-3.13	39.78	36.89	32.74	29.12
属于母公司的净利润	40.27	56.57	94.66	142.31	204.53
年增长率 (%)	-19.45	40.47	67.35	50.34	43.72
每股收益 (元)	0.27	0.38	0.64	0.97	1.39
PER (X)	65.29	46.49	27.78	18.48	12.86

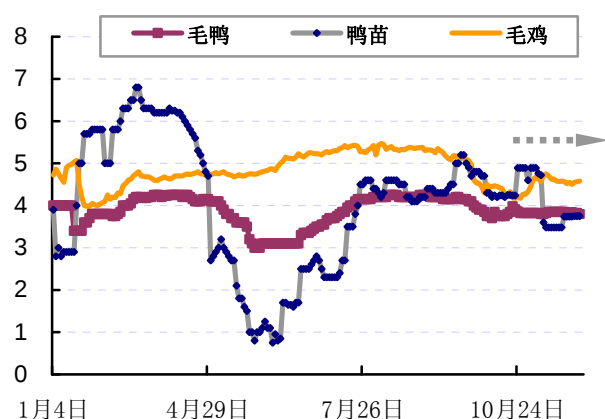
注: 有关指标按当前总股本为 147 百万股、11 月 28 日收盘价计算

一、肉禽行情相对平稳，主业综合毛利趋升

1. 近期肉鸭市场相对平稳，且将成本压力后向传递。与生猪市场的一路急跌走势形成对照，公司依托的肉禽市场近来相对平稳，只是鸭苗的价格波动稍大些，但售价仍在 4 元/羽以上，远高于五六月间的谷底水平；同时，肉鸡的行情也未单边下跌，公司还通过加工产品的提价而转移成本压力，实际当中亦未遇到多大阻力。

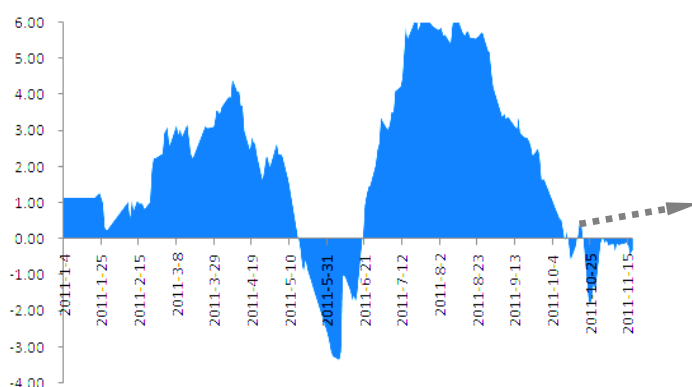
河南省作为国内最大的肉禽生产基地，规模化率也居领先水平，尽管其价格低于全国平均及山东的水平，但肉禽的成本优势十分突出，单位利润仍大大高出。据了解，因政策的扶持与企业自身努力，肉鸡业的大用、永达及肉鸭业的华英等行业龙头的影响力，较生猪、肉牛等领域突出得多，拓展下游及终端市场成为企业经营的关键。

图 1 今年河南省肉禽市场价格（元/公斤、元/羽）



数据来源：农业部及博亚和讯；上海证券研究所整理

图 2 今年全国肉鸭养殖业的平均单位毛利（元/只）



数据来源：农业部及博亚和讯；上海证券研究所整理

2. 下游产销量和持续放大，且毛利率趋于回升。随着募集资金计划内外项目的相继投产，公司的冻鸭、冻鸡、肉禽熟食产品的产销量三四季度继续保持较快增长，各自的毛利率都处于回升状态。熟食制品的主销路——出口销量仍有 30% 以上的增长，且出口价格也在择机提高，熟食的内销则平稳增长。相反，上游的鸭苗对外销售在继续收缩，主要为保障公司自有屠宰加工生产线的原料供应。

3. 政府力推“富民计划”，公司营销承压。自 2010 年 3 月中旬“华英农业富民计划”启动至今，因市县两级政府主要领导亲自抓，目标的“500 个养鸭小区”已全部建成并基本投产，“200 个养鸡小区”今年底也能基本建成并大部分投产，最迟明年上半年内可全部投产。

关键是“计划”新增的 7500 万只成鸭产能释放，将使其下游市场的营销压力陡升。依现有的市场扩张趋势看，明、后年对新增成鸭的消化会是分部达成的过程。这当然需要上下游之间的协同一致。

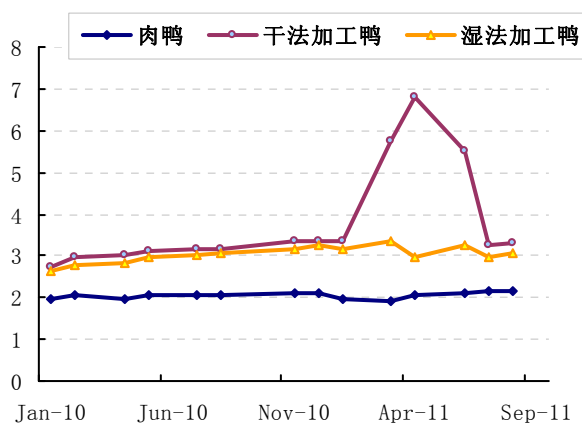
二、在环保整治中应能更加居于主动

对养殖场所的禽畜粪便处理，一直是规模化养殖企业发展的制约因素之一。近年国内尤其是贫困地区的养殖业搞循环经济相对滞后。华英农业也同样面临着挑战并遭媒体的指责。公司对于大量、分散的养殖场可持续达标排放，也一直在寻求优化方案。最新的情况是，在“富民计划”实施中，除了将养殖场所尽量远离河流、较多地布局于山区林果区域外，还严格执行统一的环保配套设施验收，并开始推广鸭粪沼气发电技术设备的应用，鼓励养殖户进行相关投入。我们预计在不久的将来，全国养殖行业环境整治将会趋紧，相关法规措施的会很快出台，这将导致对有关技术设备的大规模投入，产业也将加速集中，淘汰无力实施环保措施者。公司会居于相对积极、有利地位。

三、欧盟注册或胜券在握，未来出口空间洞开

进入高质量壁垒的欧盟市场，可视为公司强化未来成长性的必要途径之一。就在 11 月上旬，欧盟官员已对国内包括华英农业在内的四家禽肉企业（山东 2 家、附件 1 家）注册申请进行了现场考核。多方信息显示：验收结果可能对华英极其有利。一个时期以来，在各级政府与公司自身努力下，获得出口欧盟的注册正日益接近现实。

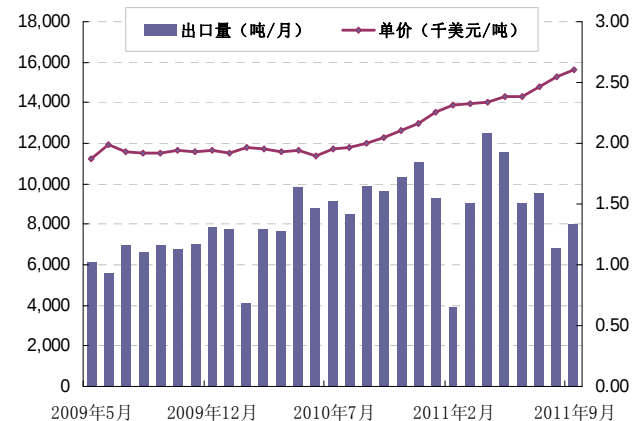
图 3 英国伦敦批发市场肉鸭价格（英镑/公斤）



数据来源：商务部；上海证券研究所整理

2011 年 11 月 29 日

图 4 我国冻鸡出口量、价的分月度走势



数据来源：海关总署；上海证券研究所整理

据欧盟的最新官方报告，全欧盟每年禽肉需求约 1140 万吨，进口量约 78 万吨，巴西、泰国及中国是其前三大供应国，中国企业主要出口肉鸡熟食；至于鸭肉熟食制品，现主要由泰国两三家企业供应，我国两家肉鸡企业仅零星出口。令人兴奋的是，中国肉鸭制品出口欧盟的盈利空间十分可观，伦敦市场的生鸭批发价达 5100 美元/吨以上（1 英镑 = 1.55 美元），而熟鸭制品更达 7000 美元/吨以上，远高于肉鸡制品的盈利水平！这对于上下游一体化的“世界鸭王”华英农业来说，无疑意味着又一座巨大金矿将启动开采，其成本优势将得到较充分的显现；且公司产品的一流品质也可就此获得最有力的印证。

四、前景展望：成长趋势乐观

公司四季度尚可延续已有的产销态势，且明后年随着毛鸭、肉鸡供给能力的迅速放大，不仅出口收入可望大幅上升，而且国内市场渠道营运走上正轨，开拓的成效也将显现，屠宰工序的产能利用率将迅速回升并接近饱和。届时，来自肉禽制品的收入比重将依次跃升至 86%、88%。冻鸭和冻鸡的总销量将突破 18 万吨，熟食 1.5 万吨。

表 1. 华英农业的主要产品收入、毛利预测（百万元）

主要产品及指标		2010'A	2011'E	2012'E	2013'E
营业收入	营业收入总计	1303.32	1784.16	2368.31	3057.86
	其中：冻鸭	671.04	911.93	1356.25	1813.48
	熟食	112.88	187.43	310.00	384.80
	鸭苗	241.88	198.79	152.08	134.94
	冻鸡	175.33	312.08	367.53	493.00
营业毛利	营业毛利总计	152.95	219.20	305.43	412.49
	其中：冻鸭	50.08	79.79	155.97	226.68
	熟食	11.92	26.71	48.83	63.49
	鸭苗	72.25	52.68	33.84	25.30
	冻鸡	12.03	18.88	30.32	46.84
综合毛利率（%）		11.87	12.29	12.90	13.49

资料来源：公司年报；上海证券研究所数据库

华英农业成为一家地地道道的必需消费品供应商的时刻已渐渐逼近，公司的定价能力将更强。预计：进入欧盟市场的正面效应也将扩散到各项产品的定价上，加之江西丰城华英的高附加值“富硒肉鸭”批量上市，将共同拉高其肉禽制品板块乃至整个主营业务的毛利率。

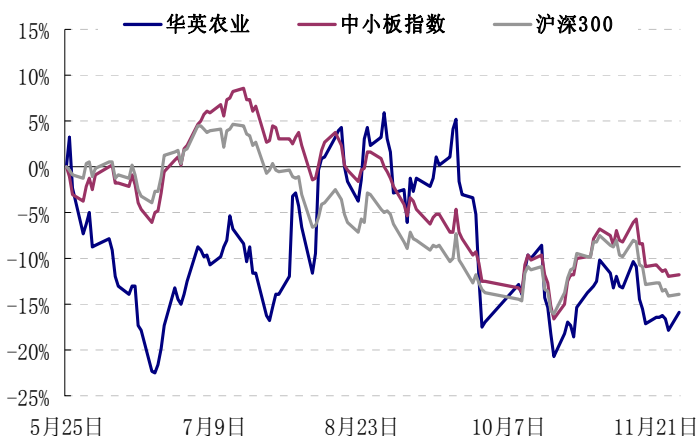
经初步测算，其 2011~2013 年营业收入将依次增长 37%、33%、29%；归属于母公司股东的净利润依次增长 67%、50%、44%，三年复合增长率约为 53%。公司曾经预增 2011 年净利润增长的幅度 50~80% 应能实现。届时每股收益可依次达 0.64 元、0.97 元、1.39 元。华英农业的预期业绩增长趋势远高于同类行业公司平均值，也显著好于中小板市场的平均水平。

五、估值与建议：有一定的吸引力，可择机买入

基于未来中长期的业绩预期，公司股票的动态相对估值（18~28 倍 PE）并未反映出较明朗而突出的成长性，股票估值的优势决定了二级市场存在相对的投资机会。在此，首次给予华英农业“跑赢大市”评级，可考虑择机买入。

关于风险因素：可能影响未来业绩的首要潜在风险应该不是环保因素，而是现有的“公司+农户+合同”供应机制的稳定性——若彼此间不再有政府主导，上述机制和关系能否免受其他的大中型规模企业对手的挑战或冲击，养殖户是否排斥外部的利益诱惑而始终与公司捆绑在一起，长期内存在一定的变数。这有可能使得肉鸭的供应量与价格（或养殖毛利）变得敏感。本报告认为：公司近中期尚有足够的能力余地管理、运营好现有的机制并加以完善，以保障供应。

图 5 近 6 个月华英农业的股票走势与市场指数比较



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

（次页附表：华英农业的会计报表预测及财务分析）

附表1 华英农业的会计报表预测及财务分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1093	1107	1400	1652	营业收入	1303	1784	2368	3058
现金	447	366	469	508	营业成本	1149	1565	2063	2645
应收账款	110	164	200	217	营业税金及附加	0	0	1	1
其他应收款	37	37	60	91	营业费用	20	27	40	54
预付账款	181	153	187	225	管理费用	54	59	82	107
存货	319	388	486	610	财务费用	31	43	45	49
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	7	4	5	7
非流动资产	1186	1341	1437	1443	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	4	3	3	投资净收益	-0	0	2	8
固定资产	793	917	972	945	营业利润	43	86	134	203
无形资产	112	137	133	163	营业外收入	12	13	18	21
其他非流动资产	277	283	328	332	营业外支出	0	2	5	10
资产总计	2280	2448	2837	3095	利润总额	55	97	147	213
流动负债	1168	1318	1591	1673	所得税	-1	1	2	4
短期借款	808	725	902	893	净利润	55	96	145	209
应付账款	142	274	313	357	少数股东损益	-1	1	2	5
其他流动负债	218	319	376	423	归属母公司净利润	57	95	142	205
非流动负债	95	47	52	67	EBITDA	189	255	336	432
长期借款	57	47	52	67	EPS (元)	0.38	0.64	0.97	1.39
其他非流动负债	38	0	0	0					
负债合计	1263	1365	1642	1740					
少数股东权益	75	76	78	83					
股本	147	147	147	147					
资本公积	575	575	575	575					
留存收益	221	286	395	550					
归属母公司股东权益	942	1008	1117	1272					
负债和股东权益	2280	2448	2837	3095					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	33	364	247	310	成长能力				
净利润	55	96	145	209	营业收入	39.78%	36.89%	32.74%	29.12%
折旧摊销	115	126	157	181	营业利润	65.87%	100.54%	56.11%	51.00%
财务费用	31	43	45	49	归属于母公司净利润	40.47%	67.35%	50.34%	43.72%
投资损失	0	-0	-2	-8	获利能力				
营运资金变动	-173	119	-97	-118	毛利率(%)	11.87%	12.29%	12.90%	13.49%
其他经营现金流	5	-19	-0	-3	净利率(%)	3.4%	4.34%	5.31%	6.01%
投资活动现金流	-379	-279	-249	-177	ROE(%)	6.00%	9.39%	12.74%	16.08%
资本支出	375	253	250	153	ROIC(%)	5.23%	8.67%	10.65%	13.83%
长期投资	-5	-2	-0	-0	偿债能力				
其他投资现金流	-9	-28	2	-25	资产负债率(%)	55.38%	55.74%	57.88%	56.23%
筹资活动现金流	155	-166	104	-94	净负债比率(%)	70.51%	58.38%	59.61%	56.57%
短期借款	261	-83	177	-10	流动比率	0.94	0.84	0.88	0.99
长期借款	-45	-10	5	15	速动比率	0.66	0.55	0.57	0.62
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.75	0.90	1.03
其他筹资现金流	-61	-73	-79	-99	应收账款周转率	10	11	12	14
现金净增加额	-191	-81	102	39	应付账款周转率	9.04	7.53	7.04	7.90

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.64	0.97	1.39	P/E	46.49	27.78	18.48	12.86
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.23	2.48	1.68	2.11	P/B	2.79	2.61	2.35	2.07
每股净资产 (最新摊薄)	6.41	6.86	7.60	8.65	EV/EBITDA	16.44	12.16	9.21	7.17

数据来源: 公司招股书及年报, 上海证券研究所数据库

分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。