

公司经营拐点已现，15年将大幅好转

华英农业（002321.SZ）

推荐 维持评级

投资要点：

1. 事件

华英农业今日发布2014三季报，公司前三季度实现收入13.14亿元，同比增5.19%，净利润为116.33万元，同比增101.20%；扣非后净利润为亏损3780.89万元，同比增61.17%，EPS为0.003元。其中Q3实现收入5.14亿，同比增14.93%，净利润为5370.92万元，同比增283.50%，EPS为0.126元。同时，公司预计2014年净利润为1000-3000万元。

2. 我们的分析与判断

（一）三季度鸭产业链触底反转，公司扭亏为盈

三季度是鸭肉产品消费旺季，鸭产业链价格也一路攀升，从8月份开始，鸭苗价格出现大幅上涨，从7月底左右的1.2元/羽上涨至8月底的5.3元/羽，鸭苗开始大幅盈利（成本约在2.4元/羽左右），我们预计公司三季度销售鸭苗约1500万只左右。鸭肉冻品小白条价格从5月份的7700元/吨上涨至8月份的8500元/吨，公司7月份冻品价格约在9200元/吨附近，略有盈利，8-9月份上涨至9400元/吨。

价格上涨使公司毛利率从去年前三季度的1.82%上升至今年的8.27%，提升了6.45个百分点，其中Q3毛利率达到18.99%，而去年由于冻鸭价格低迷，同期毛利率为-1.56%。

公司前三季度营业外收入达到了4051万元，同比增长了38.10%，主要一方面政府补助达到2682.19万元，另外公司上半年出售了淮滨分公司土地，交易利得1367.76万元。

（二）、祖代鸭产能加速淘汰，鸭产业链触底反转

从中长期来看，今年祖代鸡和鸭的引种量、存栏量较去年有大幅减少，加之白羽肉鸡联盟成立（鸭产业联盟即将成立）对行业的管束，我们认为2015年禽类行业将会迎来周期性的反转！主要原因：1、鸭产业链去产能、去库存超预期：14年上半年祖代鸭去产能30%，今年3月-6月父母代鸭苗有20-30%转商（预计15年2月-3月供求非常紧张），屠宰加工企业、经销商库存非常低，整个产业链均处于强复苏阶段。2、鸭产业链龙头企业如华英农业、新希望、和康源等为行业长远发展，加强产业内企业协同发展，避免行业大起大落，发起成立樱桃谷鸭产业联盟。未来行业引种及生产将会更加理性。我们认为鸭产业链目前处于大幅反转行情的前夜。

（三）公司治理结构趋于优化，产能利用率将大幅提升

公司高管集体融资1.5亿增持公司股票彰显对公司信心，并有助于改善公司治理结构，目前大约还有3000万左右资金没有增持完毕，我们预计将会在今年完成。

目前，公司将拥有年孵化1.6亿只鸭苗，每年1.1亿只商品鸭屠宰量产能、9000万只鸡苗产能和羽绒加工量10000吨/年的生产能力。由于上

分析师：吴立

☎：010-83574546

✉：wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512090001

分析师：张婧

☎：010-6656 8757

✉：zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513070001

市场数据 时间 2014.10.28

A股收盘价(元)	7.49
A股一年内最高价(元)	8.38
A股一年内最低价(元)	5.05
上证指数	2337.87
市净率	2.28
总股本(亿股)	4.26
实际流通A股(亿股)	4.23
限售的流通A股(亿股)	0.03
流通A股市值(亿元)	31.72

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

2014.7.28 《公司深度-公司即将迎来行业景气与经营效率“双拐点”》

2014.8.27 《公司简评-经营效率逐季改善，公司处于行业景气与经营效率“双拐点”右侧》

半年行情不好，目前产能利用率不足 50%，随着行业周期反转，公司将加大产能投放，提高产能利用效率，从而降本增效。

未来公司将延伸产业链经营，打通终端，未来或将通过外延式扩张方式开拓渠道，直面终端消费者。并加大出口业务。一方面能避免养殖周期价格波动；另一方面，有利于公司产品结构的优化。

3. 投资建议

14 年上半年祖代鸭去产能 30%，今年 3 月-6 月父母代鸭苗有 20-30%转商（预计 15 年 2 月-3 月供求非常紧张），屠宰加工企业、经销商库存非常低，整个产业链均处于强复苏阶段。我们认为鸭产业链目前处于大幅反转行情的前夜。近日预计大型禽产业链龙头企业将再次对鸭苗、鸭肉再次提价，15 年春节后预计出现淡季不淡、旺季更旺的局面，2015 年重复 2011 年暴利行情将是大概率事件！我们预计 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.02/0.86/0.98 元，给予“推荐”评级，建议投资者积极关注。

表 2: 公司财务报表预测 2

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1092	567	708	719	营业收入	1756	2311	4073	4569
应收款项	179	222	425	460	营业成本	1724	2151	3386	3738
存货净额	495	629	994	1119	营业税金及附加	1	0	1	1
其他流动资产	59	92	184	181	销售费用	39	42	73	82
流动资产合计	1824	1510	2310	2478	管理费用	92	106	144	150
固定资产	1283	1552	1698	1822	财务费用	65	60	111	188
无形资产及其他	265	252	240	228	投资收益	3	10	5	6
投资性房地产	208	208	208	208	资产减值	(2)	0	(2)	(2)
长期股权投资	26	26	26	26	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3607	3549	4483	4763	营业利润	(164)	(38)	361	415
短期借款及交易性金融负债	1262	1164	3126	3534	营业外净收支	36	45	20	20
应付款项	490	517	865	1002	利润总额	(127)	7	381	435
其他流动负债	195	194	380	402	所得税费用	3	0	8	9
流动负债合计	1946	1875	4371	4938	少数股东损益	(2)	0	7	8
长期借款及应付债券	66	66	66	66	归属于母公司净利润	(127)	7	366	418
其他长期负债	65	73	74	77					
长期负债合计	130	139	140	142	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	2076	2014	4511	5081	净利润	(127)	7	366	418
少数股东权益	81	80	39	15	资产减值准备	(2)	5	1	1
股东权益	1450	1454	(67)	(333)	折旧摊销	203	140	165	186
负债和股东权益总计	3607	3549	4483	4763	公允价值变动损失	2	0	2	2
					财务费用	65	60	111	188
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	169	(170)	(124)	5
每股收益	-0.30	0.02	0.86	0.98	其它	(1)	(5)	(43)	(24)
每股红利	0.17	0.01	4.43	1.60	经营活动现金流	243	(24)	367	588
每股净资产	3.40	3.41	-0.16	-0.78	资本开支	(369)	(401)	(301)	(301)
ROIC	-4%	1%	16%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	-9%	0%	-546%	-126%	投资活动现金流	(370)	(401)	(301)	(301)
毛利率	2%	7%	17%	18%	权益性融资	598	0	0	0
EBIT Margin	-6%	1%	12%	13%	负债净变化	56	0	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	16%	17%	支付股利、利息	(73)	(2)	(1888)	(683)
收入增长	-3%	32%	76%	12%	其它融资现金流	191	(98)	1963	408
净利润增长率	-3059%	-105%	5196%	14%	融资活动现金流	754	(100)	75	(275)
资产负债率	60%	59%	101%	107%	现金净变动	627	(525)	141	11
息率	2.6%	0.1%	68.8%	24.9%	货币资金的期初余额	464	1092	567	708
P/E	-21.5	396.8	7.5	6.6	货币资金的期末余额	1092	567	708	719
P/B	1.9	1.9	-40.9	-8.2	企业自由现金流	(98)	(419)	199	476
EV/EBITDA	46.7	31.4	11.5	10.0	权益自由现金流	148	(595)	2023	671

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

吴立，农林牧渔行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

吴立，农林牧渔行业分析师。简介：毕业于中央财经大学，硕士学位。在中粮集团从事多年农产品期货操盘、研发工作，2010 年 6 月份至今从事农林牧渔行业研究。研究特长：擅长把握农产品（生猪、禽肉、玉米、大豆、白糖等）供求基本面及价格走势，从农产品产业链的角度发现投资机会。对畜禽养殖产业链、动物保健产业、农产品加工行业有深入研究。2012 年入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选，2013 年新财富最佳分析师第五名，2014 年荣获 21 金牌分析师第一名，天眼分析师第二名。

覆盖股票范围：

A 股：金宇集团（600201）、新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大华农（300186）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn