

投资评级：推荐（维持）
分析师

王建虎 010-88366060-8787

Email:wangjh@cgws.com

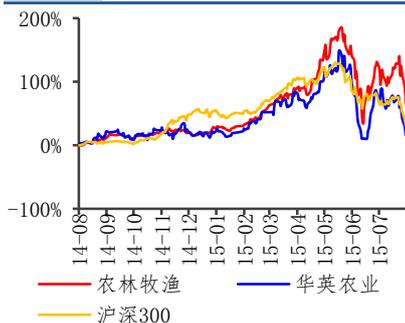
执业证书编号:S1070514050002

市场数据

目前股价	7.62
总市值（亿元）	32.45
流通市值（亿元）	32.27
总股本（万股）	42,580
流通股本（万股）	42,346
12个月最高/最低	17.08/6.54

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,513	3,129	3,659
(+/-%)	36.4%	24.5%	16.9%
净利润	145.6	242.3	293.2
(+/-%)	1057%	66%	21%
摊薄 EPS	0.34	0.57	0.69
PE	22.4	13.4	11

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

业绩符合预期，关注产品出口放量

——华英农业（002321）半年报点评

投资建议

公司当前看点 1.肉鸭养殖行业景气度处于底部区间，未来其景气度好转确定性高；2.欧盟市场打开并销售放量，优化销售结构，提升盈利能力；3.公司产业链延伸，降低盈利波动性。预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34、0.57 和 0.69 元，对应 PE 分别为 22.4X、13.4X 和 11X，维持“推荐”评级。

投资要点

- 事件：**公司发布半年报，上半年实现营业收入 9.28 亿，同比增长 15.97%；实现归属于上市公司股东净利润 2102 万元，扭亏（去年同期亏损 5255 万元）；归属于上市公司股东的扣非后净利润 1389 万元，扭亏（去年同期亏损 9038 万元）；基本每股收益 0.049 元。同时，公司预计前三季度实现净利润 3000 万元—4000 万元，同比增长 2479%至 3338%。
- 鸭类产品盈利能力提升明显：**“禽流感”持续影响的消除，养殖行情有所回暖，公司主要产品销售量及销售价格持续回升，公司经营业绩有明显改善。其中，冻鸭实现收入 4.76 亿元，同比增 20.5%，毛利率为 15.5%，较去年同期提升 11.12 个百分点；鸭苗业务上半年贡献收入 1.48 亿，同比增 189%，毛利率为 34%，较去年同期大幅提高；冻鸡业务实现收入 1.37 亿元，同比减少 21.74%，毛利率为 11.12%，较去年同期提高 5.96 个百分点；熟食收入 1 亿元，同比增 20.15%，毛利率为 9.72%，较去年同期微降 0.16 个百分点。
- 出口业务收入增速高，盈利能力强：**分地区来看，国内销售收入实现 8.08 亿元，同比增加 10.87%，毛利率为 13.13%，较去年同期增加 11.96 个百分点；出口业务实现 1.18 亿元，同比大幅增加 70.63%，毛利率为 22.42%，较去年同期增加 19.28 个百分点。
- 出口比例增加，提升综合毛利率：**营销方面，公司已建成覆盖河南全省及华东、华中、华南、香港以及日本、韩国等地区和国家立体销售网络，2015 年公司成功实现对欧盟注册；陈州华英禽业公司、淮滨分公司实现对吉尔吉斯注册，拓展了公司在全球市场的业务范围。当前欧盟对中国的配额只有几百吨，国家商务部和农业部在协调，若未来配额取消，出口量则可能会超过日韩。出口产品毛利率较国内要高，且相对稳定，其中出口日韩的产品毛利率能达到 20% 以上，出口欧盟的产品毛利率会更高。通过出口，优化公司的产品结构，提升综合毛利率。
- 延伸产业链，熨平波动：**公司具有樱桃谷鸭和肉鸡的育种、养殖、加工、熟食、饲料及羽绒加工等系列化生产于一体的完成产业链，未来的产业规划重点是向下延伸产业链，扩大下游的销售占比。熟食业务当前毛利

率水平大概 7-8% ，销售占比大概在 10%左右。熟食业务毛利率较低的主要原因在于销售量偏小，销售规模上去后，规模效应显现，毛利率水平会有提高。公司的长远愿景是把养殖和屠宰产能转变成食品加工出售，通过产业链的延伸，熨平盈利波动。

- **风险提示：**大盘系统性风险、疫病风险、肉鸭行业景气度恢复不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,513	3,129	3,659	2,513	3,129	成长性					
营业成本	36.4%	24.5%	16.9%	36.4%	24.5%	营业收入增长	-2.93%	4.94%	36.37%	24.50%	16.94%
销售费用	145.6	242.3	293.2	145.6	242.3	营业成本增长	0.73%	-2.60%	27.68%	21.91%	17.16%
管理费用	1057%	66%	21%	1057%	66%	营业利润增长	240.24%	-80.69%	-573.43%	79.75%	23.33%
财务费用	0.34	0.57	0.69	0.34	0.57	利润总额增长	-1867.33%	-112.19%	1057.39%	66.42%	20.99%
投资净收益	43.75	26.29	21.73	43.75	26.29	净利润增长	-3059.34%	-109.88%	1057.39%	66.42%	20.99%
营业利润	2,513	3,129	3,659	2,513	3,129	盈利能力					
营业外收支	36.4%	24.5%	16.9%	36.4%	24.5%	毛利率	1.82%	8.87%	14.67%	16.44%	16.28%
利润总额	145.6	242.3	293.2	145.6	242.3	销售净利率	-7.25%	0.68%	5.79%	7.74%	8.01%
所得税	1057%	66%	21%	1057%	66%	ROE	-8.32%	0.83%	8.69%	12.47%	12.94%
少数股东损益	0.34	0.57	0.69	0.34	0.57	ROIC	-2.17%	2.93%	7.77%	11.28%	13.09%
净利润	43.75	26.29	21.73	43.75	26.29	营运效率					
资产负债表 (百万)						销售费用/营业	2.24%	1.79%	1.79%	1.79%	1.79%
流动资产	1824.2	2312.4	3019.2	3900.9	4852.3	管理费用/营业	5.21%	4.47%	4.34%	4.14%	3.94%
货币资金	1091.8	1419.0	1989.9	2639.0	3374.6	财务费用/营业	3.69%	4.47%	2.56%	1.90%	1.46%
应收账款	172.2	146.9	237.9	296.1	346.3	投资收益/营业	-1.82%	-5.43%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	所得税/利润总	-2.00%	10.63%	10.63%	10.63%	10.63%
存货	494.7	524.8	613.5	748.0	876.3	应收账款周转率	11.01	9.58	9.41	9.74	9.83
非流动资产	1782.6	1963.7	1768.9	1529.1	1255.5	存货周转率	3.38	2.95	3.15	3.22	3.18
固定资产	1283.4	1395.4	1207.2	974.1	707.1	流动资产周转	0.85	0.69	0.73	0.71	0.68
资产总计	3606.8	4276.1	4788.1	5430.0	6107.9	总资产周转率	0.45	0.41	0.49	0.54	0.57
流动负债	1946.2	2636.1	3037.2	3411.6	3765.8	偿债能力					
短期借款	1233.1	1318.1	1345.3	1345.3	1345.3	资产负债率	0.58	0.65	0.65	0.64	0.63
应付款项	489.9	954.0	1218.1	1485.0	1739.9	流动比率	0.94	0.88	0.99	1.14	1.29
非流动负债	130.0	125.2	75.7	76.2	76.7	速动比率	0.68	0.68	0.79	0.92	1.06
长期借款	65.5	60.0	10.5	11.0	11.5	每股指标 (元)					
负债合计	2076.2	2761.3	3112.9	3487.8	3842.5	EPS	-0.30	0.03	0.34	0.57	0.69
股东权益	1530.5	1514.8	1675.2	1942.3	2265.4	每股净资产	3.59	3.56	3.93	4.56	5.32
股本	425.8	425.8	425.8	425.8	425.8	每股经营现金流	0.69	1.67	1.55	1.67	1.82
留存收益	1023.9	1036.5	1182.1	1424.4	1717.5	每股经营现金	-2.32	1.58	4.55	2.93	2.64
少数股东权益	80.8	52.5	67.3	92.1	122.0	估值					
负债和权益总计	3606.8	4276.1	4788.1	5430.0	6107.9	PE	-50.01	506.39	22.4	13.4	11
现金流量表 (百万)						PEG	#NUM!	2.73	1.04	1.25	-
经营活动现金流	295.3	711.7	661.7	711.1	774.3	PB	4.16	4.21	3.80	3.28	2.81
其中营运资本减	166.8	444.0	237.9	141.7	138.4	EV/EBITDA	54.99	25.48	15.36	11.80	10.71
投资活动现金流	-399.3	-347.5	-68.5	-62.5	-39.1	EV/SALES	4.40	4.24	3.10	2.49	2.13
其中资本支出	-410.1	-418.2	-68.5	-62.5	-39.1	EV/IC	2.60	2.80	2.76	2.73	2.77
融资活动现金流	675.5	-387.6	-22.3	0.5	0.5	ROIC/WACC	-0.30	0.41	1.08	1.57	1.82
净现金总变化	571.6	-23.5	571.0	649.0	735.6	REP	-8.57	6.84	2.55	1.73	1.52

研究员介绍及承诺

王建虎: 金融学硕士, 2011年7月进入长城证券研究所。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。长城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。长城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。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516127, 13808859088, wangt@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路1399号太平大厦3楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>