

审慎推荐-A (下调)

华英农业 002321.SZ

目标估值: 5.70-6.08 元  
 当前股价: 5.5 元  
 2019年12月29日

行业景气度有望持续, 等待公司经营拐点

基础数据

上证综指	3005
总股本(万股)	53429
已上市流通股(万股)	53104
总市值(亿元)	29
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	4.9
ROE(TTM)	3.9
资产负债率	62.7%
主要股东	河南省潢川华英禽业
主要股东持股比例	15.73%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-16	5
相对表现	-2	-20	-29

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

雷轶

075583218146  
 lei yi@cmschina.com.cn  
 S1090519020003

研究助理

陈晗  
 chenhan2@cmschina.com.cn

2019年, 毛鸭及鸭苗供给相对紧张叠加需求提振, 鸭价涨势明显, 行业景气度推动公司鸭苗业务业绩增长。但公司业务板块布局较多, 部分板块亏损较大导致公司整体经营业绩有所下滑, 因此暂下调投资评级为“审慎推荐-A”。

□ **事件:** 近日公司披露了最新的月度销售报告。2019年11月, 公司鸭苗销售数量为1123.21万只, 同比增加44.81%, 环比下降8.48%; 销售收入7506.74万元, 同比增加74.58%, 环比下降12.21%。公司鸭苗销售收入同比大幅上升, 主要受益于行业景气度高, 鸭苗产品销售价格维持高位。

□ **供给紧张叠加需求上涨, 2020年内鸭行业有望持续高景气**

受2017年环保收紧叠加上轮周期产业亏损养殖户退出影响, 2018年种鸭存栏恢复缓慢, 2019年毛鸭及鸭苗供给仍相对紧张。同时受非洲猪瘟影响, 我国生猪养殖产能大幅下降, 生猪供应缺口明显, 鸡鸭肉作为猪肉替代品, 消费量提振明显。根据博亚和讯数据显示, 截至12月20日, 2019年全国主产区鸭苗均价5.42元/羽, 同比增加32.62%; 主产区毛鸭价为8.56元/kg, 同比增长8.95%。根据农业部数据, 截至2019年11月, 能繁母猪存栏2001万头, 同比下降34.57%。展望2020年, 预计猪价仍将维持高位, 肉鸭板块景气度有望持续。

□ **成本提升叠加债务费用, 短期利润承压**

尽管受益于肉鸭行业景气度, 公司鸭苗销售收入同比大幅上升, 但是公司在屠宰冷冻加工板块因主要产品原料采购价格上涨导致成本提升, 导致营业利润下滑明显。2019年前三季度公司营业利润同比下降48.83%。与此同时, 受融资环境收紧影响, 公司流动性受到一定影响。经营活动现金流量净额较上年同期减少2.69亿元, 同比下降78.98%, 主要用于支付到期应付票据。

□ **盈利预测与估值:** 我们预计公司2019-2021年的归母净利润分别为0.92/1.03/1.15亿元, 对应EPS为0.17/0.19/0.22元。给予2020年30-32倍PE得出目标价5.70-6.08元, 较现价具有4%-11%的上涨空间, 给予“审慎推荐-A”评级。

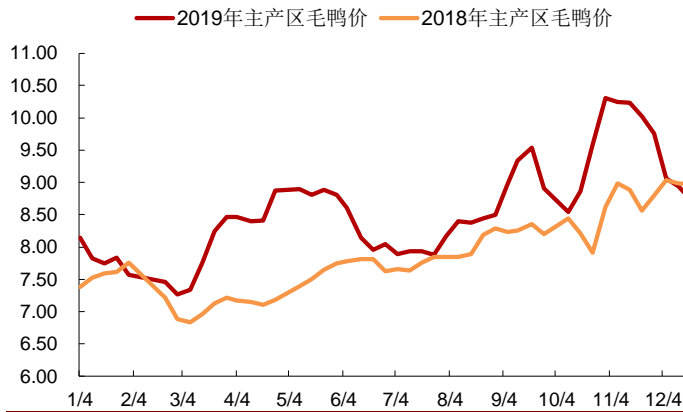
**风险提示:** 公司经营不达预期、鸭价不达预期、成本控制不达预期, 高致病性疾病导致养殖死亡率提升、重大食品安全事件。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	4122	5349	6058	6273	6478
同比增长	64%	30%	13%	4%	3%
营业利润(百万元)	123	228	172	193	219
同比增长	116%	86%	-25%	12%	13%
净利润(百万元)	48	119	92	103	115
同比增长	-47%	148%	-22%	11%	12%
每股收益(元)	0.09	0.22	0.17	0.19	0.22
PE	61.4	24.7	31.9	28.7	25.5
PB	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0

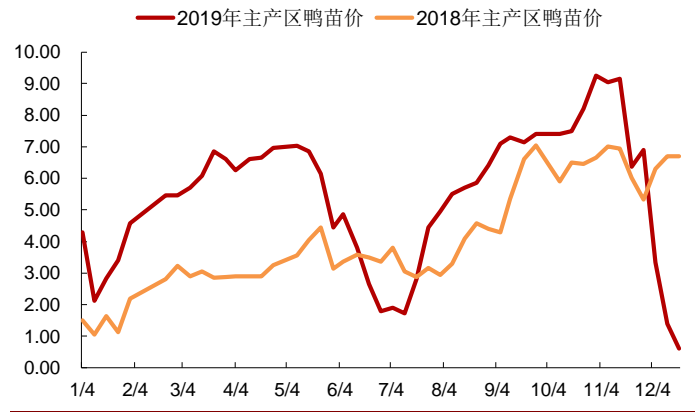
资料来源: 公司数据、招商证券 注: 2019-2021年股本均为5.34亿股。

图 1: 2018-2019 年毛鸭价格变化 (元/kg)



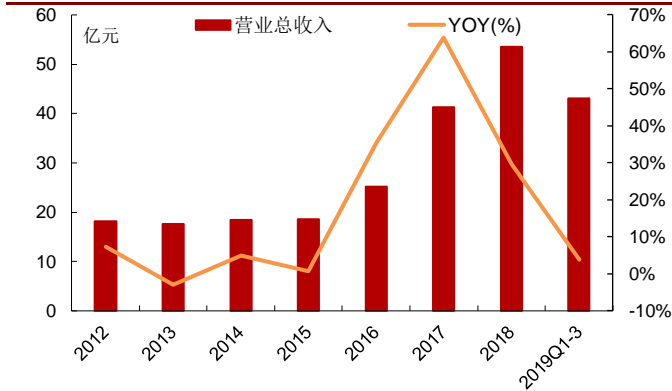
资料来源: wind、招商证券

图 2: 2018-2019 年鸭苗价格变化(元/羽)



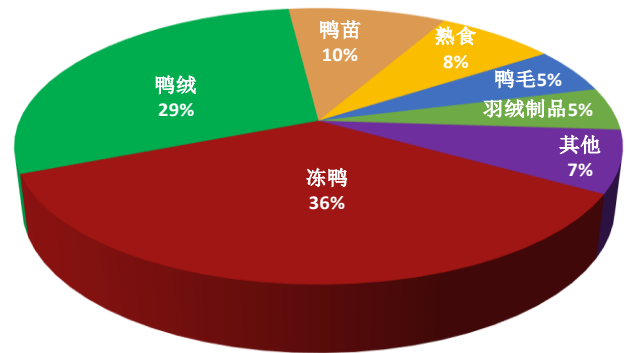
资料来源: wind、招商证券

图 3: 2012-2019 公司营业收入变化



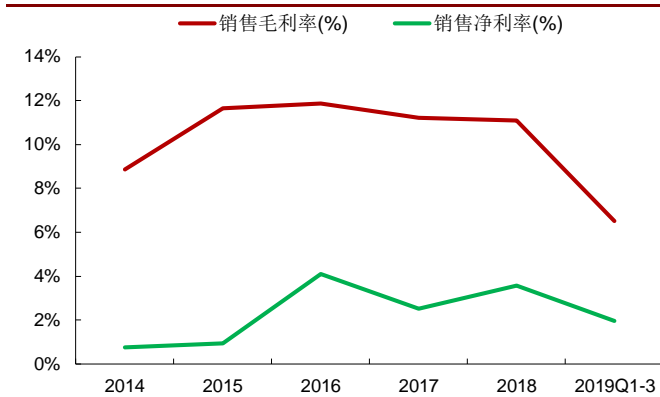
资料来源: wind, 招商证券

图 4: 2019 年公司业务构成



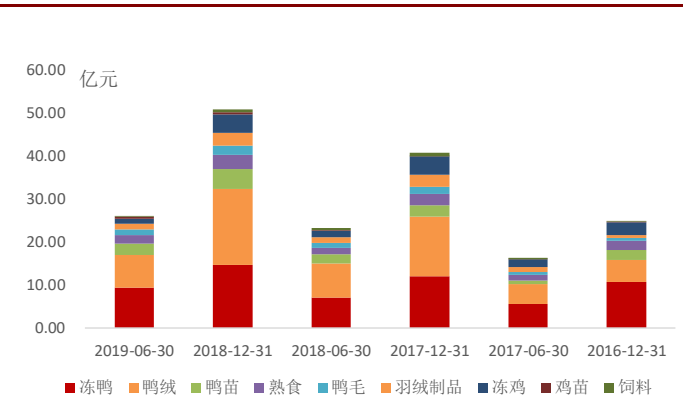
资料来源: wind, 招商证券

图 5: 2014-2019 销售毛利率和净利率变化



资料来源: wind、招商证券

图 6: 2016-2109 业务变化情况



资料来源: 公司年报、招商证券

## 盈利预测与估值

### (1) 盈利预测

我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润分别为 0.92/1.03/1.15 亿元，对应 EPS 为 0.17/0.19/0.22 元。给予 2020 年 30-32 倍 PE 得出目标价 5.70-6.08 元，较现价具有 4%-11% 的上涨空间，给予“审慎推荐-A”评级。

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
营业收入	1407	1599	1197	1185	1438	1687
营业毛利	148	163	153	93	91	97
营业费用	18	22	23	12	21	26
管理费用	33	40	15	25	28	30
研发费用	0	0	1	1	0	0
财务费用	43	34	51	30	13	9
投资收益	4	0	3	2	1	3
营业利润	62	64	61	28	33	25
归母净利润	40	36	30	18	38	17
EPS (元)	0.08	0.07	0.06	0.03	0.07	0.03
主要比率	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
毛利率	10.5%	10.2%	12.8%	7.8%	6.3%	5.8%
营业费用率	1.3%	1.4%	1.9%	1.0%	1.4%	1.6%
管理费用率	2.3%	2.5%	1.3%	2.1%	2.0%	1.8%
营业利润率	4.4%	4.0%	5.1%	2.4%	2.3%	1.5%
有效税率	14.2%	19.2%	12.3%	21.2%	11.9%	16.7%
净利率	2.9%	2.2%	2.5%	1.6%	2.7%	1.0%
YoY	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3
收入增长率	47.0%	28.9%	-2.9%	3.4%	2.2%	5.5%
净利润增长率	392.9%	11.4%	143.9%	45.9%	-5.5%	-51.4%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 盈利预测简表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4122	5349	6058	6273	6478
营业成本	3660	4756	5602	5832	6003
营业税金及附加	27	32	36	38	39
营业费用	68	79	83	86	89
管理费用	108	116	97	100	104
研发费用	1	1	1	1	1
财务费用	119	161	117	67	67
资产减值损失	20	16	(5)	0	0
公允价值变动收益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
投资收益	4	41	45	45	45
营业利润	123	228	172	193	219
营业外收入	5	7	7	7	7
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	127	234	178	200	225
所得税	36	43	29	34	40
净利润	91	192	149	165	186
少数股东损益	43	73	56	63	70
归属于母公司净利润	48	119	92	103	115

EPS (元)	0.09	0.22	0.17	0.19	0.22
---------	------	------	------	------	------

资料来源：公司数据、招商证券

### (2) 估值对比

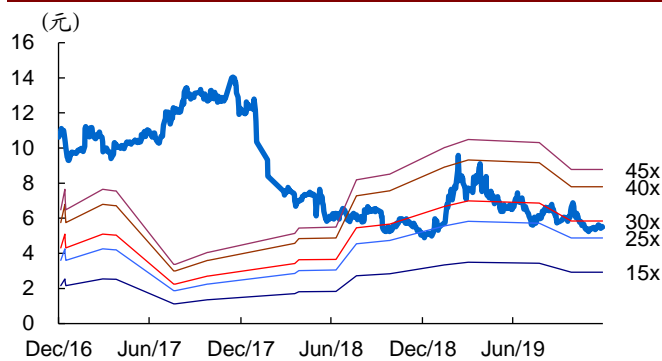
表 1: 估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		17	18	19E	17	18	19E	17	18	19E			
华英农业	5.50	0.09	0.22	0.17	-47%	148%	-22%	61	25	32	1.17	3.95%	29
益生股份	27.76	-0.92	1.08	3.12	-156%	215%	395%	-30	26	9	4.46	58.98%	160
民和股份	31.08	-0.96	1.26	5.30	-289%	231%	320%	-32	25	6	3.86	62.79%	94
仙坛股份	15.60	0.56	1.30	1.94	-58%	314%	124%	28	12	8	2.44	28.19%	72
圣农发展	24.34	0.26	1.21	2.95	-66%	484%	143%	95	20	8	3.33	37.15%	302
平均					-123%	278%	192%	24	21	13	3.05	38.21%	

资料来源：公司数据、招商证券

### (3) PE-PB Band

图 7: 华英农业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 8: 华英农业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

### 风险提示

公司经营不达预期、鸭价不达预期、成本控制不达预期，高致病性疫病导致养殖死亡率提升、重大食品安全事件

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>5209</b>	<b>6094</b>	<b>4651</b>	<b>4702</b>	<b>4908</b>
现金	2561	2426	593	525	630
交易性投资	0	930	930	930	930
应收票据	28	64	72	75	77
应收款项	453	486	529	548	566
其它应收款	71	53	59	62	64
存货	1042	1134	1326	1380	1421
其他	1054	1002	1141	1183	1221
<b>非流动资产</b>	<b>2853</b>	<b>2970</b>	<b>3114</b>	<b>3239</b>	<b>3349</b>
长期股权投资	90	184	184	184	184
固定资产	1899	2086	2261	2414	2549
无形资产	294	309	278	250	225
其他	570	391	391	391	391
<b>资产总计</b>	<b>8063</b>	<b>9064</b>	<b>7765</b>	<b>7942</b>	<b>8257</b>
<b>流动负债</b>	<b>4411</b>	<b>5458</b>	<b>4037</b>	<b>4076</b>	<b>4237</b>
短期借款	2222	2165	809	737	815
应付账款	1433	2139	2519	2623	2700
预收账款	91	144	170	176	182
其他	664	1010	539	540	540
<b>长期负债</b>	<b>777</b>	<b>611</b>	<b>611</b>	<b>611</b>	<b>611</b>
长期借款	207	422	422	422	422
其他	570	189	189	189	189
<b>负债合计</b>	<b>5187</b>	<b>6070</b>	<b>4648</b>	<b>4687</b>	<b>4848</b>
股本	534	534	534	534	534
资本公积金	1615	1615	1615	1615	1615
留存收益	341	434	500	575	659
少数股东权益	385	411	468	530	601
归属于母公司所有者权益	2490	2583	2649	2724	2808
<b>负债及权益合计</b>	<b>8063</b>	<b>9064</b>	<b>7765</b>	<b>7942</b>	<b>8257</b>

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>(329)</b>	<b>1343</b>	<b>525</b>	<b>485</b>	<b>511</b>
净利润	48	119	92	103	115
折旧摊销	203	253	286	304	320
财务费用	130	200	117	67	67
投资收益	(4)	(10)	(45)	(45)	(45)
营运资金变动	(746)	712	14	(10)	(19)
其它	40	69	61	65	73
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1365)</b>	<b>(2012)</b>	<b>(386)</b>	<b>(386)</b>	<b>(386)</b>
资本支出	(569)	(421)	(431)	(431)	(431)
其他投资	(796)	(1590)	45	45	45
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1391</b>	<b>(666)</b>	<b>(1972)</b>	<b>(167)</b>	<b>(20)</b>
借款变动	1069	(124)	(1829)	(72)	78
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0	0
股利分配	0	0	(27)	(28)	(31)
其他	322	(542)	(117)	(67)	(67)
<b>现金净增加额</b>	<b>(304)</b>	<b>(1335)</b>	<b>(1833)</b>	<b>(68)</b>	<b>105</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>4122</b>	<b>5349</b>	<b>6058</b>	<b>6273</b>	<b>6478</b>
营业成本	3660	4756	5602	5832	6003
营业税金及附加	27	32	36	38	39
营业费用	68	79	83	86	89
管理费用	108	116	97	100	104
研发费用	1	1	1	1	1
财务费用	119	161	117	67	67
资产减值损失	20	16	(5)	0	0
公允价值变动	1	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>投资收益</b>	<b>4</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>45</b>
营业利润	123	228	172	193	219
营业外收入	5	7	7	7	7
<b>营业外支出</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
利润总额	127	234	178	200	225
所得税	36	43	29	34	40
净利润	91	192	149	165	186
<b>少数股东损益</b>	<b>43</b>	<b>73</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>70</b>
<b>归属于母公司净</b>	<b>48</b>	<b>119</b>	<b>92</b>	<b>103</b>	<b>115</b>

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率</b>					
营业收入	64%	30%	13%	4%	3%
营业利润	116%	86%	-25%	12%	13%
净利润	-47%	148%	-22%	11%	12%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.2%	11.1%	7.5%	7.0%	7.3%
净利率	1.2%	2.2%	1.5%	1.6%	1.8%
ROE	1.9%	4.6%	3.5%	3.8%	4.1%
ROIC	3.0%	5.0%	5.2%	4.6%	4.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.3%	67.0%	59.9%	59.0%	58.7%
净负债比率	34.6%	33.8%	15.9%	14.6%	15.0%
流动比率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.4	4.4	4.6	4.3	4.3
应收帐款周转率	10.4	10.4	10.5	10.3	10.2
应付帐款周转率	2.5	2.7	2.4	2.3	2.3
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.09	0.22	0.17	0.19	0.22
每股经营现金	-0.62	2.51	0.98	0.91	0.96
每股净资产	4.66	4.84	4.96	5.10	5.26
每股股利	0.00	0.05	0.05	0.06	0.06
<b>估值比率</b>					
PE	61.4	24.7	31.9	28.7	25.5
PB	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	16.1	11.1	12.2	12.4	11.5

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

**雷轶：**中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016 年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。以产业分析见长，全方位深度剖析生猪养殖业，独家提出“工业化养猪黄金十年”，并从中挖掘出工厂化养殖典型代表公司的投资性机会。

**陈晗：**四川大学公司金融硕士，四川大学应用化学学士，2016 年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

**团队荣誉：**2018 年 wind 平台农林牧渔行业影响力排行第二名；2018 年 wind 平台农林牧渔行业研报排行第二名；包揽 wind 农林牧渔行业最热报告排行 1-5 名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。