

华英农业 (002321)

证券研究报告

2018年06月05日

肉鸭行业景气，“世界鸭王”再起航！

1、2017年以来环保产能去化超20%，肉鸭行业已进入景气阶段！

2017年环保给肉禽养殖，特别是水禽养殖带来明显的产能去化。根据我国白羽肉鸭协会统计，2017年下半年开始，由于环保影响，预计白羽肉鸭产能已经去化20%以上，2018年全年白羽肉鸭出栏有望从25-30亿羽下降到20-25亿羽。环保收紧，叠加上轮周期产业亏损养殖户退出，此轮周期产能下降明显。

近期肉鸭产业链价格快速上涨，周期右侧已到来！根据Wind及水禽网统计数据，2018年5月，主产区鸭苗价格高点达4.5元/羽，同增390%，（1-5月均价2.8元/羽，突破公司完全成本线），鸭分割产品价格达8000元/吨，同增20%，鸭副产品价格达15500元/吨，同增30%。

我们认为此轮鸭价上涨中长期仍可持续！根据白羽肉鸭协会统计，目前父母代鸭苗价格已经上涨到成本的两倍左右，从祖代苗扩产到肉鸭出栏需要20个月左右时间。在产能去化供给有限的格局下，中长期鸭价上涨仍可持续。而公司作为A股肉鸭全产业链唯一标的，将充分受益于鸭价上涨！

2、未来的“世界鸭王”受益行业景气，2018年业绩高增长可期！

根据公司公告，未来3-5年，公司朝“世界鸭王”的战略定位不断发展。目前，公司是商品鸭的养殖、屠宰、深加工、食品的A股唯一标的。公司养鸭规模持续扩张，市占率不断提升。根据公司2017年年报，公司总部、新蔡、尉氏等养殖项目持续推进，屠宰量由16年的6100万只、17年8700万只到18年1.22亿只（规划量），而行业白羽肉鸭出栏规模受环保影响下降明显，公司市占率有望快速提升。

我们预计公司18年业绩2亿元，业绩大幅改善！其中1）养殖：预计18年公司鸭苗生产2亿羽左右，其中外销1亿羽，屠宰9000万羽。预计鸭苗养殖完全成本2.7元/羽左右。2）冻品：18年预计27万吨左右，其中冻鸭21万吨，预计冻鸭完全成本9750元/吨左右，目前单吨盈利750元，冻鸡6万吨，盈利相对贡献不大。3）羽绒：预计18年20亿收入（新塘羽绒），利润1.1亿元，并表51%，去年羽绒全年净利8850万元，未来预计每年20%的增长。

3、国企改革不断推进，管理层持续增持彰显公司信心。

根据公司公告，2017年起，公司对内实行保证金制，对外实行业绩对赌的经营模式，子公司的管理团队参与业绩绑定，业绩超额部分的30%归管理层分配，在国有体系下采用灵活的激励机制，助推公司管理能力的提升改善。2018年3月27日，公司发布公告，管理人员拟自3月27日至9月26日增持不少于1亿元，进一步彰显了公司管理层对未来发展的信心。

4、投资建议：我们预计2018-2020年预测净利润分别为2.02/2.64/3.23亿元，EPS 0.38/0.49/0.61元，目标价13元，给予“买入”投资评级。

风险提示：鸭价上涨不达预期、业绩对赌不达预期、信托计划强制平仓

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,514.71	4,121.93	5,608.06	7,003.87	8,401.95
增长率(%)	35.38	63.91	36.05	24.89	19.96
EBITDA(百万元)	340.88	445.69	553.71	686.15	780.03
净利润(百万元)	91.47	61.26	202.40	263.56	323.31
增长率(%)	423.21	(33.02)	230.38	30.21	22.67
EPS(元/股)	0.17	0.11	0.38	0.49	0.61
市盈率(P/E)	41.41	61.83	18.72	14.37	11.72
市净率(P/B)	1.57	1.52	1.42	1.29	1.16
市销率(P/S)	1.51	0.92	0.68	0.54	0.45
EV/EBITDA	14.94	16.39	7.69	5.79	5.27

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/畜禽养殖
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	7.09元
目标价格	13元

基本数据

A股总股本(百万股)	534.29
流通A股股本(百万股)	423.69
A股总市值(百万元)	3,788.12
流通A股市值(百万元)	3,003.95
每股净资产(元)	4.68
资产负债率(%)	64.77
一年内最高/最低(元)	14.39/5.94

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

杨钊 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070003
yangzhao@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华英农业-公司点评:推荐华英农业:鸡涨了,那鸭呢》2018-06-01
- 《华英农业-公司点评:争做世界鸭产业龙头,战略布局再下一城》2017-12-13
- 《华英农业-公司点评:环保推动业绩弹性巨大,国改催化产业资源整合》2017-09-04

1. 环保带来产能去化，肉鸭行业已进去景气周期！

1.1. 环保是商品代产能去化的主要原因

此轮环保带来的水禽养殖产能去化，更多体现在环保要求提升，特别是对水源的污染和粪便干湿分离上，由于临水养殖和湿粪处理对环保技术要求更高，相比于其他家畜，鸭的环保问题处理难度更大。2017年6月发布的《关于加快推进畜禽养殖废弃物资源化利用的意见》中要求：在2020年，规模养殖场粪污处理设施装备配套率达到95%以上，大规模养殖场要提前一年达到100%以上。此外，2018年1月正式实施首部“绿色税法”《中华人民共和国环境保护税法》也提出对不同危害程度的污染因子差别化征税。

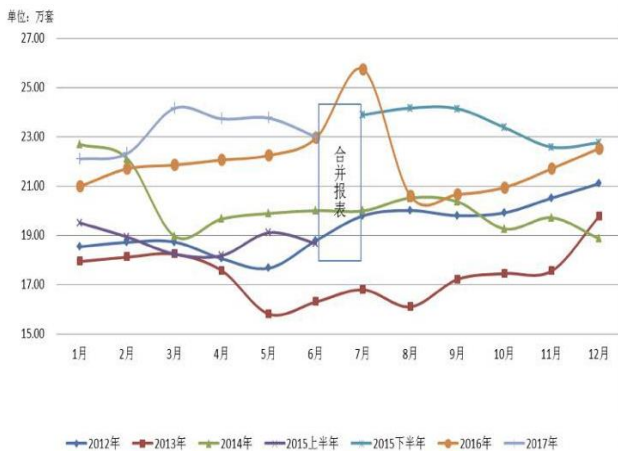
不少小型养殖户因为环保不达标，产能落后而退出市场，环保投入较高的鸭养殖业龙头将更具有市场优势；除此之外，伴随着环保带来的去产能化，鸭产业供给紧缩能够带动鸭价上升。

据我国白羽肉鸭协会统计，2017年下半年开始，由于环保影响，预计白羽肉鸭产能已经去化20%以上，18年全年白羽肉鸭出栏有望从25-30亿羽下降到20-25亿羽。

1.2. 上游：祖代鸭存栏稳定，父母代价格上涨

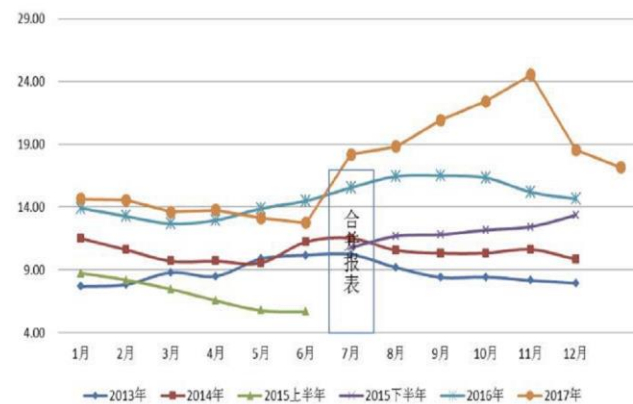
祖代鸭存栏量从2009年到2013年呈持续上涨态势，在2013年达到峰值，祖代鸭存栏量的增加使2012年和2013年鸭肉产量增加过快，然而由于消费量增加相对较缓，鸭肉价格逐步下降，最终造成行业连续三年亏损，种禽企业和活禽销售几近停滞，养殖业者惨淡经营。大面积亏损导致大量企业从行业中退出，鸭肉和相关鸭产品的产能出现大幅下滑。根据中国畜牧业协会数据，在2017年，在产祖代白羽肉种鸭平均存栏量为25.82万套，祖代后备白羽肉种鸭平均为17.17万套。

图 1：我国监测企业祖代白羽肉鸭在产存栏（万套）



资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

图 2：我国监测企业祖代白羽肉鸭后备存栏（万套）

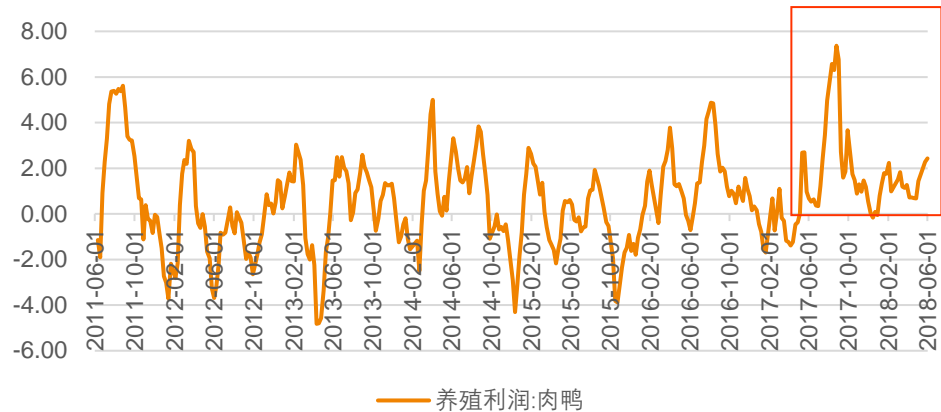


资料来源：中国畜牧业协会，天风证券研究所

产能退出，父母代价格大幅上升。根据白羽肉鸭协会统计，目前父母代鸭苗价格已经上涨到成本的两倍左右，从祖代苗扩产到肉鸭出栏需要20个月左右时间。在产能去化供给有限的格局下，中长期鸭价上涨仍可持续。

同时随着去产能的进行，库存量也随之减少，大部分经销商、深加工企业中库存产品很少，有的没有库存。随着鸭产品消费逐渐进入旺季，下游经销商补库存的行为将推动相关产品价格的上涨。

图 3：肉鸭养殖有利可图（元/羽）



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 鸡价上行，助力鸭价上涨

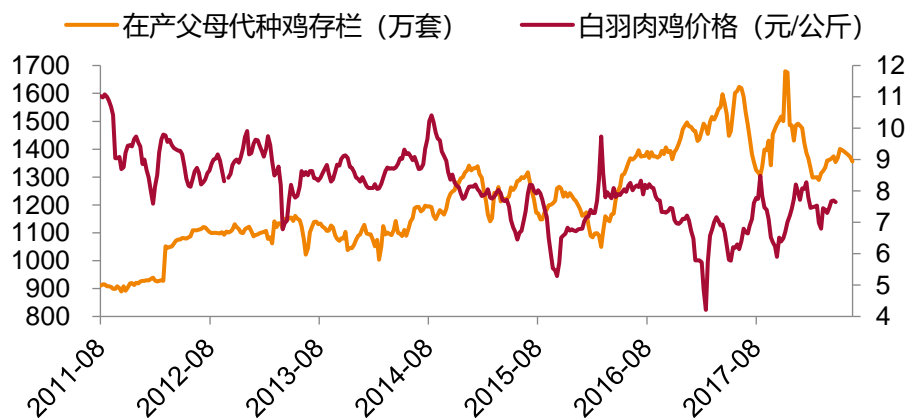
在产父母代存栏是商品代鸡苗的直接产能，代表了中短期的供给能力。它是综合了祖代、父母代换羽之后的结果，因此也是相对有效的产能指标。

理论上，经过 3 周孵化期+6 周育肥期后毛鸡出栏，则在产父母代存栏是毛鸡价格提前 9-10 周的先行指标，与毛鸡价格走势呈反相关。从实际运行中，理论上走势与实际走势大体吻合。

2018 年 1 月起，在产父母代种鸡存栏从低点的 1289 万套开始回升，在 3 月中旬达到 1400 万套的高点。这意味着 2 季度鸡价大概率回落。但是，最高点 1400 万套对应 2017 年同期存栏水平下的鸡价水平，仍在相对景气区间，2 季度鸡价回落幅度有限。

更为重要的是，从 3 月中旬开始，在产父母代种鸡存栏开始再次回落。尤其是 4 月初，降幅开始显著。这也就意味着从 5 月底开始，尤其是 6 月中旬，供应量的减少将推动毛鸡价格的上升。

图 4：在产父母代种鸡存栏是毛鸡价格提前 9-10 周的先行指标

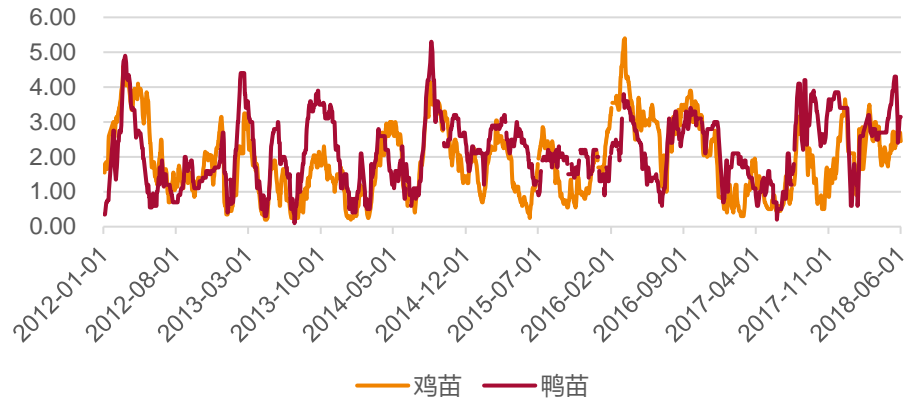


资料来源：中国畜牧业协会、天风证券研究所

毛鸡价格上升，带动鸭产品价格上升：鸭肉对于鸡肉的消费替代作用推动相关鸭产品价格的进一步上涨。从历史价格走势上看，两者之间也确实呈现出明显的相关性。

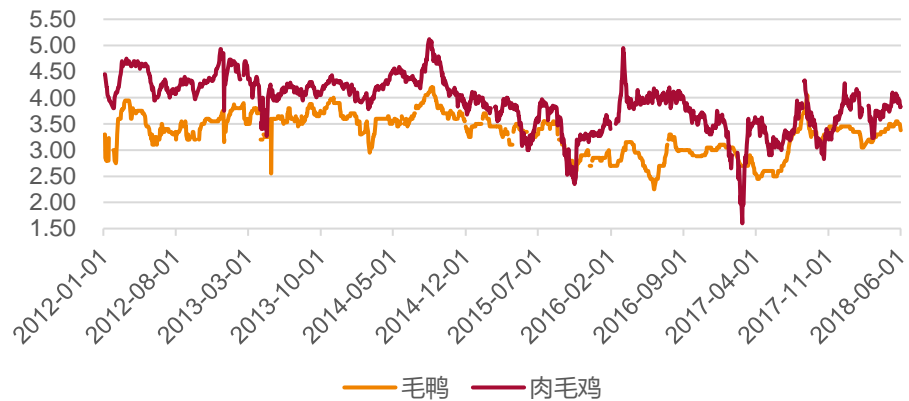
因此，在养殖高景气下，公司种鸭、商品鸭养殖业务将充分受益，享受盈利高增长。

图 5：鸡苗与鸭苗价格基本同步 元/羽



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：毛鸭与肉毛鸡价格基本同步 元/斤



资料来源：Wind，天风证券研究所

肉鸭产业链价格快速上涨，周期右侧已到来！根据 Wind 及水禽网统计数据，2018 年 5 月，主产区鸭苗价格高点达 4.5 元/羽，同增 390%，（1-5 月均价 2.8 元/羽，突破公司完全成本线），鸭分割产品价格达 8000 元/吨，同增 20%，鸭副产品价格达 15500 元/吨，同增 30%。

我们认为此轮鸭价上涨中长期仍可持续！根据白羽肉鸭协会统计，目前父母代鸭苗价格已经上涨到成本的两倍左右，从祖代苗扩产到肉鸭出栏需要 20 个月左右时间。在产能去化供给有限的格局下，中长期鸭价上涨仍可持续。而公司作为 A 股肉鸭全产业链唯一标的，将充分受益于鸭价上涨！

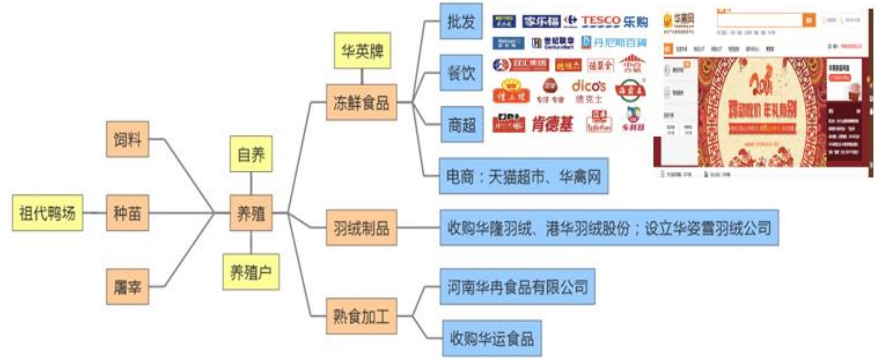
2. 专注肉鸭行业，营收持续增长

2.1. A 股肉鸭全产业链唯一标的

公司起步于我国和英国樱桃谷鸭合作项目，于 90 年代初于河南成立，通过不断的收购和自建形成了集合祖代种鸭繁育、父母代种鸭种鸡孵化、商品鸭/鸡养殖、屠宰冷冻加工、熟食加工、饲料生产、羽绒加工等业务的一体化布局。2016 年起，公司坚定延伸鸭上下游产业链，整合产业资源，在肉鸭养殖屠宰规模扩张的同时，羽绒产品、鸭血等副产品业务不断推进。公司未来将重点发展鸭产业，肉鸡板块有望逐步收缩，通过扩大商品鸭的养殖、屠宰、加工、食品规模和品牌，力争实现公司规模效益的提升。我们预计，未来 3-5 年公司有望实现 1.5 亿羽自繁自养商品鸭全产业链布局。

公司以鸭产业为主线，以食品安全体系建设为保障，以创新发展为动力，以实现股东、顾客、供应商、员工和社会综合效益最大化为目的，着力打造育种繁育、屠宰加工、饲料生产、熟食加工、羽绒及其制品、商贸物流、互联网+、及生物科技八大板块于一体的全产业链，不断提升华英作为世界知名禽肉供应商的地位。

图 7：公司商业模式布局图



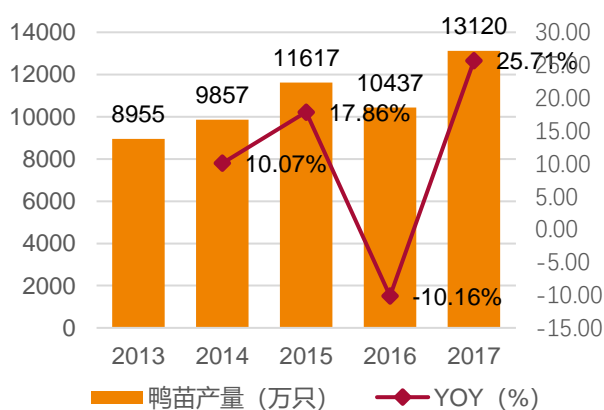
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

2.2. 业绩分析：营收快速扩张，盈利能力持续改善

公司最大的优势在于其产业链一体化。目前，公司已建立了集祖代种鸭和父母代种鸭/鸡的养殖与孵化、商品代鸭/鸡的养殖、禽类产品及其制品的加工与销售、饲料生产与销售为一体的完整产业链，具备一体化的生产与销售能力。一体化优势既保证了生产的连续性、稳定性，又能提高产品质量，加强成本的可控性，增强了企业的综合竞争力。同时，由于农产品价格具有周期性较大幅度波动的特点，公司可结合多年积累的行业经验根据短期市场需求结构的变化主动调节鸭/鸡苗、冻品及熟食等产业链上各类产品的生产及销售比例，充分发挥一体化优势，以获得最佳的经济效益。

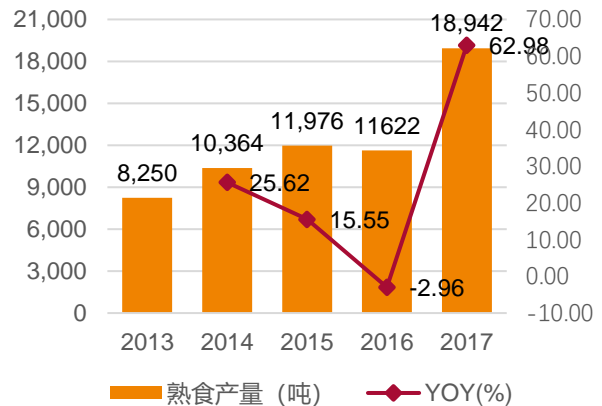
传统的上游养殖业务方面，2017 年业务规模高速增长。2017 年，公司鸭苗产量 1.3 亿只，同比增长 25%；鸡苗产量 3106 万只，同比增长 3%；屠宰业务增长较快，熟食 2017 产量达到 1.89 亿吨，同比增长 63%。

图 8：2016-17 年公司鸭苗产量快速增长



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 9：2016-17 年屠宰加工业务快速增长

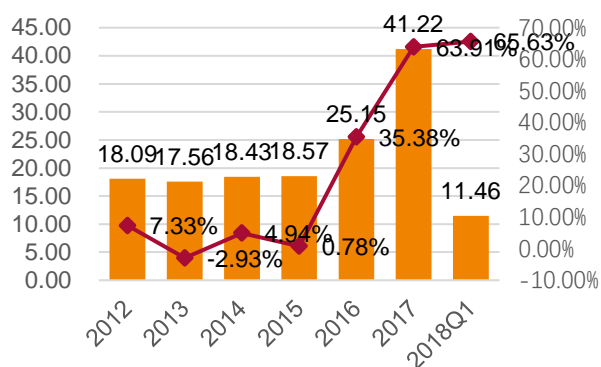


资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2016 年以来，公司收入实现大幅增长，归母净利润水平较为稳定。2017 年公司实现营收 41.22 亿元，同比增长 63.91%，主要受益于市占率提高和鸭价上涨；2018 年一季度收入的增长来自于鸭板块的持续景气。2017 年，公司归母净利润为 0.61 亿元，同比下降 33%。

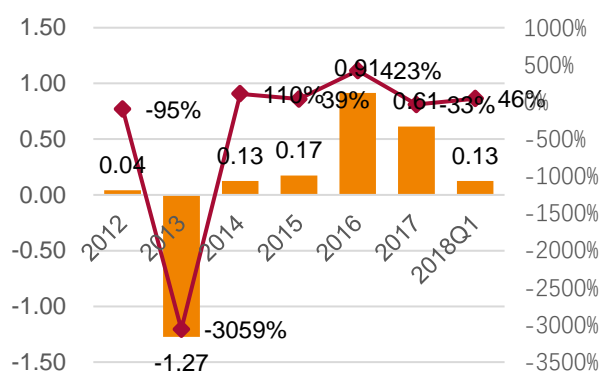
总体来看，18 年受益鸭价上涨，鸭苗、鸭产品盈利能力相较于 17 年有望大幅提升。

图 10：公司收入大幅增长（亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

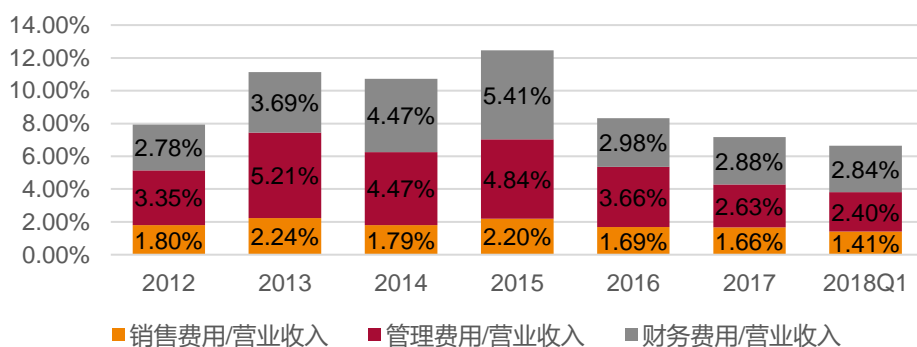
图 11：公司归母净利润震荡增长（亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

从费用情况来看，公司三项费用占营业收入连续三年稳步下降，得益于公司积极推进 MBO，实行目标管理与预算管理，财务费用和管理费用得到有效控制。

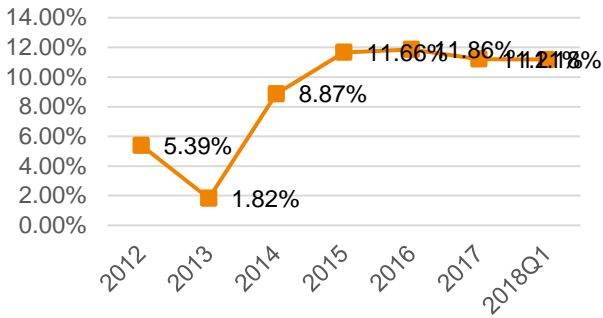
图 12：公司三项费用稳步下降



资料来源：wind 天风证券研究所

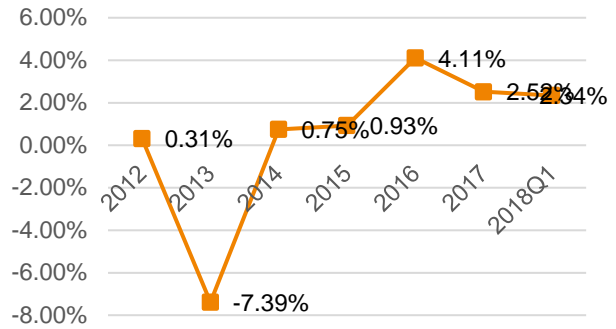
从盈利能力来看，公司毛利率水平自 2014 年起大幅提升，之后进入较为平稳的水平，连续三年保持在 11%-12% 之间；公司盈利水平受行业价格影响明显，2013 年禽类养殖行业受禽流感影响，部分产品销售价格大幅下降，导致净利率在 2013 年大幅下降。后随行业回暖，公司盈利水平回升。16 年净利率出现小幅增长，达到 4.11%，而 17 年到 18 年一季度下降至 2.5% 左右。

图 13：公司毛利率水平持续提升



资料来源：wind 天风证券研究所

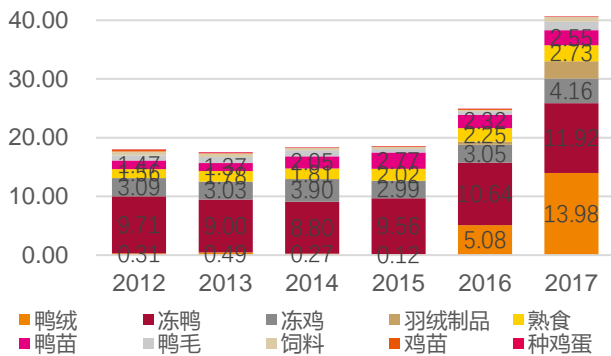
图 14：公司净利率水平持续提升



资料来源：wind 天风证券研究所

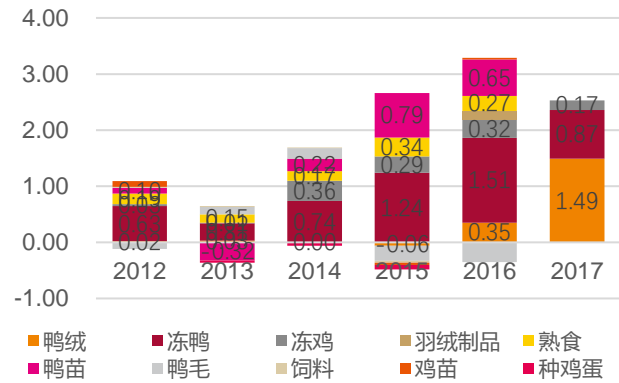
从公司各业务分项来看，2016 年以来，鸭绒和冻鸭构成公司收入和毛利的主要来源。冻鸭作为公司的传统业务对公司营收贡献率保持在稳定较高的水平；鸭绒 2016 年以来实现营收和毛利的大幅增长，成为公司新的盈利增长点。

图 15：公司营业收入分业务构成情况（亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

图 16：公司毛利分业务构成情况（亿元）



资料来源：wind 天风证券研究所

我们预计公司 18 年业绩 2 亿元，业绩大幅改善！其中：

- 1) 养殖：预计 18 年公司鸭苗生产 2 亿羽左右，其中外销 1 亿羽，屠宰 9000 万羽。预计鸭苗养殖完全成本 2.7 元/羽左右。
- 2) 冻品：18 年预计 27 万吨左右，其中冻鸭 21 万吨，预计冻鸭完全成本 9750 元/吨左右，目前单吨盈利 750 元，冻鸡 6 万吨，盈利相对贡献不大。
- 3) 羽绒：预计 18 年 20 亿收入（新塘羽绒），利润 1.1 亿元，并表 51%，去年羽绒全年净利 8850 万元，未来预计每年 20% 的增长。

3. 世界鸭王内生外延，完善一体化布局

实现“全球鸭王”，从路径来看，我们认为公司：

- 第一，通过增加自建养殖场继续扩大商品鸭鸭自繁自养出栏量（公司在建工程投入不断增加，其中上半年新增 600 万羽商品鸭养殖场），同时考虑同业资源并购整合；
- 第二，通过收缩肉鸡板块业务并将集中精力在肉鸭业务，提高商品鸭养殖效率（公司鸡苗产能 4000 万羽左右，其中屠宰量 3000 万羽左右，外销量 1000 万羽左右）；

第三，通过产业链的延伸，公司实现商品鸭副产品价值的充分挖掘（其中鸭绒、鸭血等产品品质已逐步获得市场认可）。

表 1：世界范围内鸭业公司情况

范围	公司名称	主营	控制环节	
国外	法国克里莫	私营育种公司，以肉鸭（奥百星、番鸭）、鹅为主	育种	
	法国欧立斯集团	生产法国露杰牌肥鸭肝及鸭产品	鸭产品	
	英国樱桃谷	樱桃谷种鸭加工及樱桃谷鸭育种	育种	
	美国枫叶	主要培育进行枫叶鸭育种	育种	
	Brome lake	生产冻鸭为主，年总产量 400 万只，加拿大三巨头之一	养殖	
	King Cole Ducks	生产冻鸭为主，加拿大三巨头之一	养殖	
	Fraser Valley	生产冻鸭为主，加拿大三巨头之一	养殖	
	Specialty Poultry			
	国内	惠农鸭业	种鸭繁育、肉鸭饲养、饲料加工、肉鸭屠宰、冷藏销售、肉制品加工	养殖
		黄石白鸭	松花蛋	鸭产品
周黑鸭		卤味、食品连锁经营	鸭产品	
绝味食品		卤味、食品连锁经营	鸭产品	
楚大鸭业		蛋制品、肉制品（酱卤肉制品）	鸭产品	
永生鸭业		种鸭/肉鸭养殖销售、饲料批零售兼鸭苗	养殖	
鸿华鸭业		麻鸭繁育、养殖、加工	养殖	
兴程股份		种鸭饲养、肉鸭繁育、饲料加工、肉鸭养殖	养殖	
永强农业		家禽及特禽育种、孵化、养殖和禽产品经营	养殖	
和正农牧		肉鸭孵化、养殖、生产、销售一体化的产业化道路	养殖	
正方农牧		肥肝、优质鸭肉的生产、深加工及销售；饲料的生产及销售	养殖	
智诚股份		樱桃谷鸭 SM3、枫叶鸭、南特鸭的养殖、繁育、孵化及鸭苗、商品鸭销售	养殖	
华英农业		樱桃谷鸭孵化、养殖、屠宰加工和禽肉制品生产销售一体化企业	养殖、鸭产品	

资料来源：各公司官网，天风证券研究所

3.1. 养殖+屠宰产能持续扩张

2009 年公司上市以来，养殖产能继续在河南扩展的同时，开始在山东、江西形成布局。2016 年开始，公司在肉鸭养殖的传统江苏徐州、四川成都、山东临沂、河南的新蔡和郑州中牟分别成立了合资公司，进一步形成了全国范围的产业链。截止 2017 年年报，公司丰城产业园、菏泽种鸭及商品鸭养殖项目、泽众技改项目均已完成，淮滨、淮阳养殖项目、总部 900 万只及新蔡 1200 万只、尉氏 1200 万只养殖等项目持续推进，2017 年鸭苗出栏量养殖达到 1.31 亿只，商品鸭屠宰量达到 6539 万只，产量不断扩张。

表 2：公司产量不断扩张。

	鸭苗(万只)	冻鸭(吨)	原毛(吨)	冻鸡(吨)	成鸭屠宰量 (万只)	成鸡屠宰量 (万只)
2013	8955	95373	3630	28697	3970	1808
2014	9857	88776	3418	32602	3656	2023
2015	11617	94835	3567	27533	3850	1703
2016	10437	115003	4380	27402	4631	1628
2017	13120	152838	5873	39907	6539	2219

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

目前，公司拥有 1 个祖代鸭场、近 30 个父母代种鸭场、9 个种鸡场、160 个大型标准化养

殖基地、17 条肉鸭屠宰加工生产线，我们估计 18 年公司鸭苗生产 2 亿只左右，其中外销 1 亿羽，屠宰 9000 万羽。鸭苗养殖成本 2.7 元/只左右。我们预计 18-20 年公司外销鸭苗量在 1 亿、1.2 亿和 1.4 亿羽，商品鸭屠宰分别为 9000 万只、1.2 亿只、1.6 亿只。

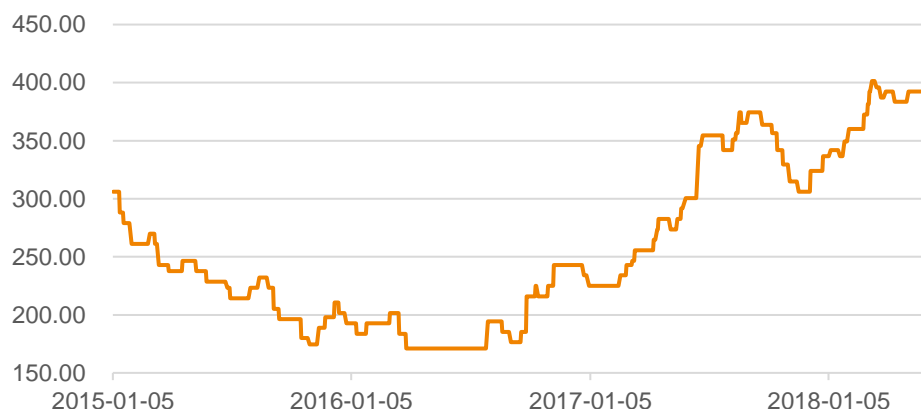
3.2. 鸭绒业务持续扩张，成为业绩新增长点！

鸭绒是肉鸭重要的副产品。我们测算，羽绒产量在 0.015kg/每只鸭左右，以 25 亿只肉鸭，利用率在 72%左右，市场均价以保守值 170 元计算，则仅作为肉鸭副产品的鸭绒，市场空间达到 45.7 亿元（详见表 3）。

下游羽绒产品市场巨大。根据市场调研公司 HTF MI 报告数据，全球羽绒服市场 2013 年-2016 年年均增长率达到 18.4%，2021 年有望将达到 2085 亿美元。我国中国的羽绒行业经历 140 多年的历史，目前羽绒服普及率约为 10%左右，但普及率远低于日本、欧美等国家的 30%-70%，羽绒服和羽绒被等下游产品销量的增加将直接刺激羽绒产业的景气提升，公司通过合资设立新塘羽绒（持股 51%）逐步进入羽绒制品下游，有望在行业扩容实现毛利率和市场份额的同时提升。

鸭绒价格上涨，进一步提升公司盈利能力。2017 年以来，随着棉花等替代品的价格上升和下游需求的不断增加，鸭羽绒价格逐步上扬，以 90%鸭灰羽绒为例，目前价格已超过 400 元/公斤。公司目前公司羽绒约自给率只有 12%，在屠宰量由 2017 年 6500 万只上升到 2018 年的 9000 万只以后，预计原毛的自供量有望上涨，从而实现鸭绒业务的毛利率的上扬。

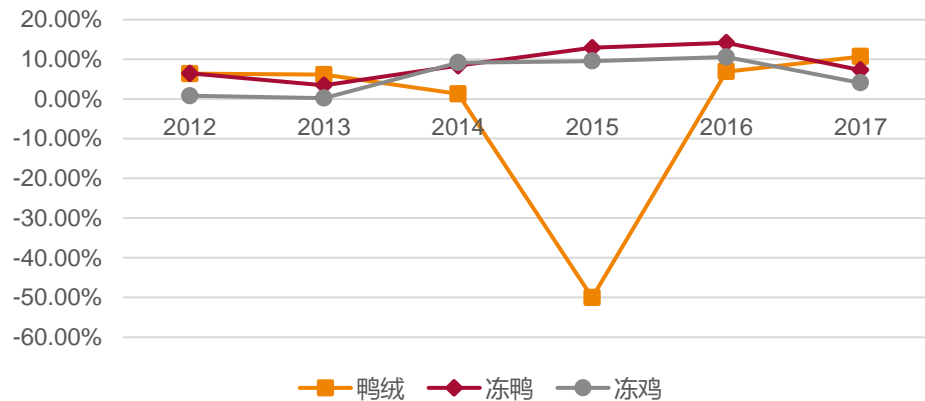
图 17：90%鸭灰羽绒价格逐步上扬（元/公斤）



资料来源：wind，天风证券研究所

从公司近年来各项主要业务毛利率情况来看，冻鸭和冻鸡业务毛利率相对稳定；鸭绒业务毛利率波动较大，主要在 2015 年存在负增长，2016 年以后重新实现增长并保持了持续增长的态势。

图 18: 2017 年鸭绒毛利率明显改善



资料来源: wind 天风证券研究所

公司不断整合产业鸭绒资源，羽绒产能有望持续放量！通过整合产业鸭绒资源，公司实现了羽绒产品产能的扩张，公司羽绒约自给率只有 12%。2018 年公司羽绒鸭产品总计有望达到 20 亿的销量，利润达到 1.2 亿、未来羽绒产品产能有望以 20% 的速度扩张。

3.3. 强强联合，布局食品端

布局食品端，进军鸭血、零食等千亿市场。

以鸭血市场为例：以每只肉鸭生产 0.1kg 的鸭血，市场均价 10 元/kg 测算，则以 25% 的鸭血利用率，25 亿只出栏肉鸭，鸭血原料市场空间目前约为 6.2 亿元，而毛血旺鸭血、火锅鸭血等制品将是公司未来提升产业附加值的途径。目前，公司的鸭血制品已经初获市场认可，且鸭血豆腐研发仍在进行，未来在进一步打开鸭血制品的市场空间。

表 3: 肉鸭产品市场空间测算

产品	出栏量 2018E (亿羽)	产量(kg/只)	市场均价(元/kg)	利用率	市场空间(亿元)
鸭肉	25	2.5	18.07	100%	1129
卤味	25	0.1	130	80%	260
鸭血	25	0.1	10	25%	6.2
羽绒	25	0.015	170	72%	45.7
有机肥	25	2.654	0.7	50%	23.2
总计					1461

资料来源: 公司公告、Wind、中国畜牧业协会, 天风证券研究所测算

2017 年底，公司公告拟收购或参股的乐港食品，包括现有鸭相关产业的产能祖代、父母代种鸭存栏能力 135 万只，肉鸭加工流水线 3 条，日宰杀能力 10 万只，并建有羽绒加工厂、鸭骨架加工厂、羽毛粉加工厂，为公司加速实现全产业链布局进了一步，同时兼顾提高全产业链各环节的产能匹配，从而提高产能利用率和毛利率水平。

强化公司产品品牌优势，协同发展国内外细分市场，打通日韩和欧美等出口渠道。乐港食品主要出口市场包括欧盟、韩国、日本、新加坡、加拿大及香港等国家和地区，并且乐港

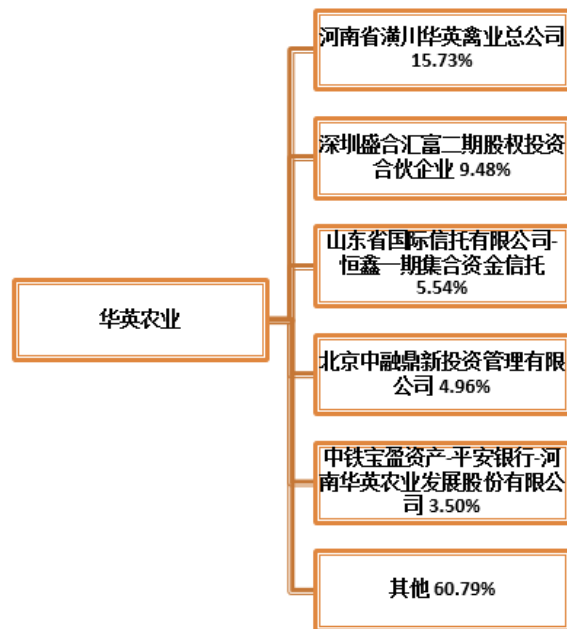
是国内唯一出口加拿大的出口商，并已顺利通过了美国官方对养殖场、加工厂的验收。公司在国内市场和出口日韩等国具备渠道布局，二者的整合有助于市场的互补和渠道的协同。此外，乐港食品与军方合作研发的军需食品，近年均有批量军需物资订单，有助于弥补公司深耕国内高端细分市场。

除此之外，公司体外合资公司陆续成立，提振国企改革预期！公司公告设立上海华英和郑州华英，近年也正在研发鸭产品（其新产品鸭血、零食等产品以其原材料品质获得了市场认可），现已进入渠道布局阶段，新设立的两家公司均以鸭制品的研发、生产、销售为主，并分别承诺 2018 年净利润 100 万元、200 万元。

4. 国企改革不断推进，管理层持续增持彰显公司信心

公司股权结构较为稳定，机构投资者占到公司十大股东多数，河南省潢川华英禽业总公司长期为公司第一大股东，2016 年 1 月起减持公司股份至 15.73%，仍然为公司控股股东，保证了公司管理层的战略清晰和较高的执行力。

图 19： 公司股权结构稳定，河南省潢川华英禽业总公司为公司控股股东（2018 年一季报）



资料来源：wind 天风证券研究所

根据公司公告，2017 年起，公司对内实行保证金制，对外实行业绩对赌的经营模式，子公司的管理团队参与业绩绑定，在国有体系下采用灵活的激励机制，助推公司管理能力的提升改善。2018 年 3 月 27 日，公司发布公告，管理人员拟自 3 月 27 日至 9 月 26 日增持不少于 1 亿元，进一步彰显了公司管理层对未来发展的信心。

5. 投资建议

我们预计公司 18 年业绩 2 亿元，业绩大幅改善！其中 1) 养殖：预计 18 年公司鸭苗生产 2 亿羽左右，其中外销 1 亿羽，屠宰 9000 万羽。预计鸭苗养殖完全成本 2.7 元/羽左右。2) 冻品：18 年预计 27 万吨左右，其中冻鸭 21 万吨，预计冻鸭完全成本 9750-9800 元/吨左右，全年均价 10300-10500 元/吨，则单吨盈利 500-750 元，冻鸡 6 万吨，盈利相对贡献不大。3) 羽绒：预计 18 年 20 亿收入（新塘羽绒），利润 1.1 亿元，并表 51%，去年羽绒全年净利 8850 万元，未来预计每年 20% 的增长。我们预计 2018-2020 年预测净利润分别为 2.02/2.64/3.23 亿元，EPS 0.38/0.49/0.61 元，维持目标价 13 元，给予“买入”评级。

风险提示：鸭价上涨不达预期、业绩对赌不达预期、信托计划强制平仓

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,423.81	2,561.39	3,113.99	3,242.02	3,288.14
应收账款	329.77	524.14	566.32	834.72	850.27
预付账款	130.03	407.31	192.82	694.63	318.10
存货	621.50	1,041.96	1,714.44	1,698.84	2,395.67
其他	280.67	674.63	308.29	336.40	317.62
流动资产合计	3,785.77	5,209.43	5,895.86	6,806.61	7,169.80
长期股权投资	60.01	89.63	89.63	89.63	89.63
固定资产	1,835.95	2,023.34	2,021.16	1,999.12	1,777.08
在建工程	13.25	52.31	164.31	398.31	731.31
无形资产	297.41	294.34	285.98	277.63	269.28
其他	211.70	393.60	390.42	380.32	387.81
非流动资产合计	2,418.32	2,853.22	2,951.52	3,145.02	3,255.12
资产总计	6,204.09	8,062.65	8,847.37	9,951.62	10,424.92
短期借款	1,257.65	2,222.10	2,500.00	2,500.00	2,500.00
应付账款	618.90	801.05	1,499.89	1,186.18	1,969.61
其他	1,280.09	1,387.42	1,067.50	2,273.06	1,489.54
流动负债合计	3,156.63	4,410.57	5,067.39	5,959.24	5,959.14
长期借款	187.47	206.83	200.00	200.00	200.00
应付债券	0.00	347.07	340.00	229.02	305.36
其他	129.11	222.93	159.33	170.46	184.24
非流动负债合计	316.58	776.83	699.33	599.48	689.60
负债合计	3,473.22	5,187.40	5,766.72	6,558.72	6,648.75
少数股东权益	321.53	385.05	420.77	467.28	524.33
股本	534.29	534.29	534.29	534.29	534.29
资本公积	1,614.69	1,614.65	1,601.56	1,603.74	1,606.65
留存收益	1,875.06	1,936.28	2,125.60	2,391.34	2,717.55
其他	(1,614.69)	(1,595.01)	(1,601.56)	(1,603.74)	(1,606.65)
股东权益合计	2,730.88	2,875.25	3,080.66	3,392.90	3,776.17
负债和股东权益总	6,204.09	8,062.65	8,847.37	9,951.62	10,424.92

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	103.24	103.91	202.40	263.56	323.31
折旧摊销	208.68	202.96	210.53	230.39	230.39
财务费用	94.68	130.02	116.70	119.70	138.20
投资损失	(0.62)	(4.48)	(6.00)	(8.00)	(10.00)
营运资金变动	(289.00)	(1,040.43)	133.55	239.14	(366.36)
其它	161.03	278.79	35.72	46.51	57.05
经营活动现金流	278.01	(329.24)	692.90	891.30	372.60
资本支出	754.50	356.21	375.61	422.87	319.22
长期投资	50.25	29.63	0.00	0.00	0.00
其他	(1,473.94)	(1,751.12)	(668.52)	(851.05)	(645.13)
投资活动现金流	(669.19)	(1,365.28)	(292.91)	(428.18)	(325.91)
债权融资	1,563.39	3,137.98	3,440.00	3,222.44	3,357.16
股权融资	763.19	(99.22)	(149.42)	(117.52)	(135.29)
其他	(1,886.32)	(1,647.99)	(3,137.98)	(3,440.00)	(3,222.44)
筹资活动现金流	440.25	1,390.77	152.60	(335.08)	(0.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	49.08	(303.75)	552.59	128.03	46.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,514.71	4,121.93	5,608.06	7,003.87	8,401.95
营业成本	2,216.55	3,659.66	4,961.51	6,143.90	7,370.12
营业税金及附加	18.09	27.08	53.28	84.05	117.63
营业费用	42.47	68.39	90.29	123.27	136.11
管理费用	92.07	108.24	145.81	184.90	218.45
财务费用	74.90	118.81	116.70	119.70	138.20
资产减值损失	12.11	20.43	20.00	20.00	20.00
公允价值变动收益	(0.51)	0.73	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.62	4.48	6.00	8.00	10.00
其他	(0.23)	(22.20)	(12.00)	(16.00)	(20.00)
营业利润	58.63	136.32	226.48	336.05	411.44
营业外收入	56.57	4.88	32.42	2.40	2.00
营业外支出	3.51	1.08	1.77	2.12	1.66
利润总额	111.69	140.12	257.12	336.33	411.78
所得税	8.45	36.21	19.00	26.27	31.42
净利润	103.24	103.91	238.12	310.07	380.36
少数股东损益	11.77	42.64	35.72	46.51	57.05
归属于母公司净利润	91.47	61.26	202.40	263.56	323.31
每股收益(元)	0.17	0.11	0.38	0.49	0.61

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	35.38%	63.91%	36.05%	24.89%	19.96%
营业利润	-348.72%	132.50%	66.13%	48.38%	22.43%
归属于母公司净利润	423.21%	-33.02%	230.38%	30.21%	22.67%
获利能力					
毛利率	11.86%	11.21%	11.53%	12.28%	12.28%
净利率	3.64%	1.49%	3.61%	3.76%	3.85%
ROE	3.80%	2.46%	7.61%	9.01%	9.94%
ROIC	14.20%	10.63%	10.01%	13.42%	16.33%
偿债能力					
资产负债率	55.98%	64.34%	65.18%	65.91%	63.78%
净负债率	-20.73%	-17.88%	-16.62%	-23.20%	2.50%
流动比率	1.20	1.18	1.16	1.14	1.20
速动比率	1.00	0.94	0.83	0.86	0.80
营运能力					
应收账款周转率	10.08	9.65	10.29	10.00	9.97
存货周转率	4.44	4.96	4.07	4.10	4.10
总资产周转率	0.45	0.58	0.66	0.75	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.17	0.11	0.38	0.49	0.61
每股经营现金流	0.52	-0.62	1.30	1.67	0.70
每股净资产	4.51	4.66	4.98	5.48	6.09
估值比率					
市盈率	41.41	61.83	18.72	14.37	11.72
市净率	1.57	1.52	1.42	1.29	1.16
EV/EBITDA	14.94	16.39	7.69	5.79	5.27
EV/EBIT	38.14	30.01	12.41	8.71	7.48

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com