

短期受益猪周期，中长期看牛肉战略实施

■ **2015年业绩符合预期，16Q1业绩实现高增长：**公司发布2015年报及2016年一季报，公司2015年实现营业收入122.3亿元，同比下降6.63%，归母净利润1.63亿元，较上年（追溯调整后）增长140.45%，EPS为0.17元/股，业绩基本符合预期。2016Q1公司实现营业收入35.7亿元，同比增长27.11%，归母净利润为1.28亿元，同比增长高达109.25%。公司预计2016年上半年净利润增长在100%-150%之间，主要受益于生猪养殖业务利润增长及亏损企业亏损金额减少。

■ **传统业务相对稳定，生猪养殖与牛羊肉业务逐步贡献业绩：**公司传统罐头食品、生猪屠宰及品牌分销业务有小幅下滑，2015年收入分别为12.5亿元、44.2亿元和25.1亿元，分别同比下降3.6%/4.3%/8.6%，毛利率水平分别为29.3%/8.6%/12.8%，变动相对较小。以奶糖及蜂蜜为主的综合食品业务总体保持平稳，全年业务收入为19.9亿元，毛利率为25.1%，利润贡献稳定在1.1亿元左右。公司15年下半年成立江苏梅林畜牧公司，旗下生猪养殖业务贡献收入3.5亿元，预计2016年全年生猪出栏有望达到100万头，在当前养殖高景气背景下，有望贡献较大业绩弹性。此外，公司牛羊肉业务收入达5.9亿元，其中联豪食品子公司收入规模达4.2亿元，同比增速54%，经营呈现较快发展态势。

■ **明确牛肉与猪肉并重战略，收购SFF有望实现牛肉业务快速发展：**公司未来三年战略明确做大做强肉类业务，重点拓展猪肉和牛肉产业链。从产业角度而言，猪产业具有一定周期波动性，而国内肉类消费升级正推动牛肉产业景气度快速提升。公司2015年初新任总经理沈总有丰富的牛产业经营经验，目前收购新西兰SFF公司50%股权若顺利通过审批，将实现海外优质上游牛羊肉资源布局，未来通过品牌营销及下游渠道整合，公司牛肉业务将有望实现更快发展。

■ **亏损企业加速清理，利于公司轻装上阵：**公司已启动较大力度资产清理工作，此前已公告对梅林捷克破产清算、梅林荣成停产处理以及转让重庆梅林股权等，以上罐头及屠宰子公司资产质量较低，盈利能力差，基本处在亏损状态。公司加快亏损企业清理，有利于未来公司轻装上阵，聚焦资源发展肉类优势产业。

■ **投资建议：**我们预计2016年在生猪养殖贡献业绩，亏损企业清理效应显现及收购SFF有望落地的情况下业绩将实现快速增长，中长期公司牛肉业务空间打开及国企改革带来经营效率提升将是持续看点。公司充分受益猪周期，猪业务利润贡献大，但我们更期待中长期牛羊肉战略的实施落实。我们预计2016-18年EPS分别为0.48/0.58/0.69元，维持买入-A投资评级及目标价16元。

■ **风险提示：**收购SFF进度低于预期；国企业绩节奏低于市场预期的风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	10,562.4	12,233.4	19,586.2	26,636.9	28,640.2
净利润	46.1	163.5	452.3	545.6	644.1
每股收益(元)	0.05	0.17	0.48	0.58	0.69
每股净资产(元)	3.08	3.17	3.94	4.63	5.09

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	232.8	65.7	23.7	19.7	16.7
市净率(倍)	3.7	3.6	2.9	2.5	2.3
净利润率	0.4%	1.3%	2.3%	2.0%	2.2%
净资产收益率	1.6%	5.5%	12.3%	12.6%	13.5%
股息收益率	0.5%	0.5%	1.4%	1.7%	2.0%
ROIC	5.6%	8.7%	24.5%	24.2%	27.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

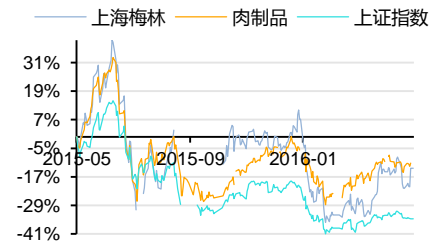
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**16元**
股价(2016-05-02) **11.45元**

交易数据

总市值(百万元)	10,737.00
流通市值(百万元)	10,737.00
总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	937.73
12个月价格区间	8.44/18.52元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.14	22.66	19.62
绝对收益	1.78	29.52	-13.98

苏斌

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001
sucheng@essence.com.cn
021-35082778

方振

报告联系人

fangzhen@essence.com.cn
021-35082373

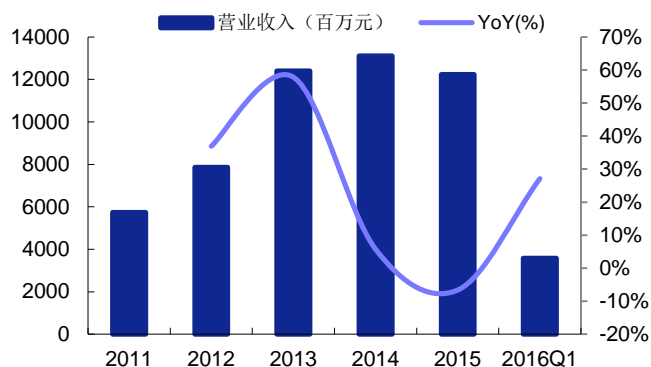
相关报告

上海梅林：短期养殖贡献业绩，中长期牛羊肉提估
2016-04-05
值

2015 年业绩符合预期，2016Q1 业绩高增长

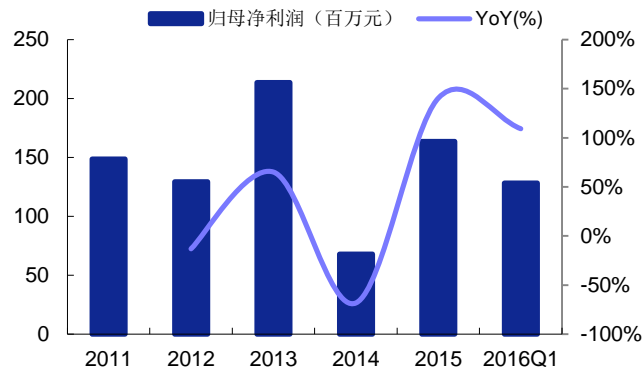
公司 2015 年实现营业收入 122.3 亿元，较上年（追溯调整后）下降 6.6%，归母净利润 1.64 亿元，较上年（追溯调整后）增长达 140.5%，全年业绩基本符合预期。2016Q1 公司实现营业收入 35.74 亿元，归母净利润 1.28 亿元，分别同比增长 27.1%和 109.3%。Q1 业绩高增长主要受益于公司旗下江苏梅林畜牧生猪养殖业务快速增长。公司预计 2016 年上半年净利润增长在 100%-150%之间，主要受益于生猪养殖业务利润增长及亏损企业亏损金额减少。

图 1：公司营业收入规模及增速



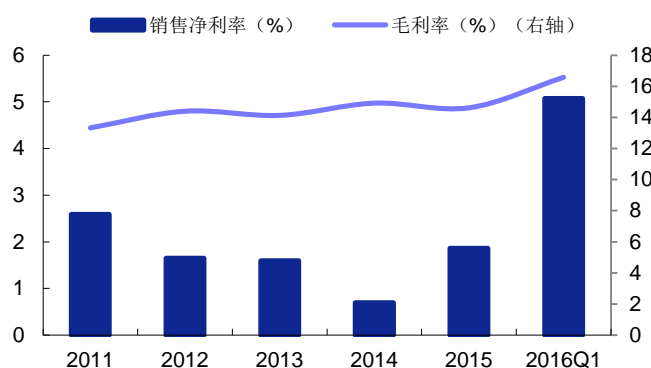
资料来源：Wind、安信证券研究中心 注：经追溯调整

图 2：公司利润规模及增速



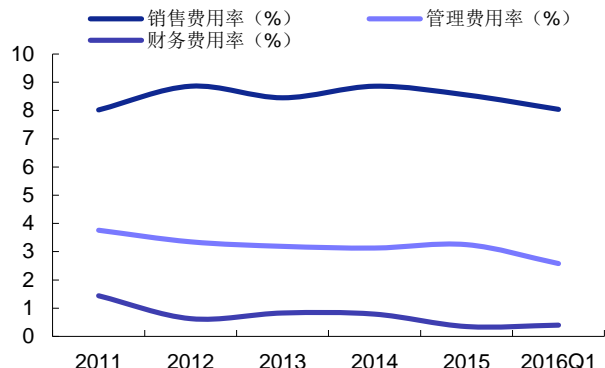
资料来源：Wind、安信证券研究中心 注：经追溯调整

图 3：公司 2016Q1 毛利率及净利率有所提升



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 4：公司费用率基本保持平稳



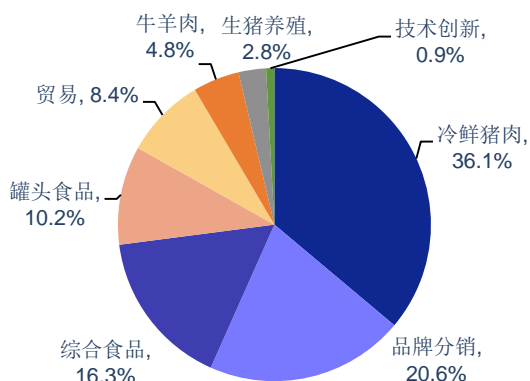
资料来源：Wind、安信证券研究中心

传统业务相对稳定，生猪养殖与牛羊肉业务逐步贡献业绩

公司传统罐头食品、生猪屠宰及品牌分销业务有小幅下滑，2015 年收入分别为 12.5 亿元、44.2 亿元和 25.1 亿元，分别同比下降 3.6%/4.3%/8.6%，毛利率水平分别为 29.3%/8.6%/12.8%，变动相对较小。以大白兔奶糖及冠生园蜂蜜为主的综合食品业务总体保持平稳，全年业务收入为 19.9 亿元，毛利率为 25.1%，综合食品业务作为过去最为优质稳定的业务板块，15 年利润贡献稳定在 1.1 亿元左右，现金牛特性依旧。

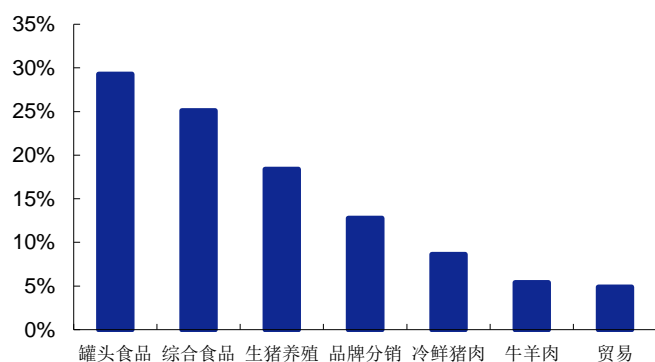
公司 15 年下半年成立江苏梅林畜牧公司，持股 51%，承接上海农场等原有生猪养殖资产。2015 年生猪养殖业务贡献收入 3.5 亿元，预计 2016 年全年生猪出栏有望达到 100 万头，在当前养殖高景气背景下，有望贡献较大业绩弹性。此外，公司牛羊肉业务收入达 5.9 亿元，其中联豪食品子公司收入规模达 4.2 亿元，同比增速 54%，利润为 1348 万元，同比增长 108%，经营呈现较快发展态势。

图 5：公司各项业务收入占比 (%)



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 6：公司各项业务毛利率情况 (2015 年)

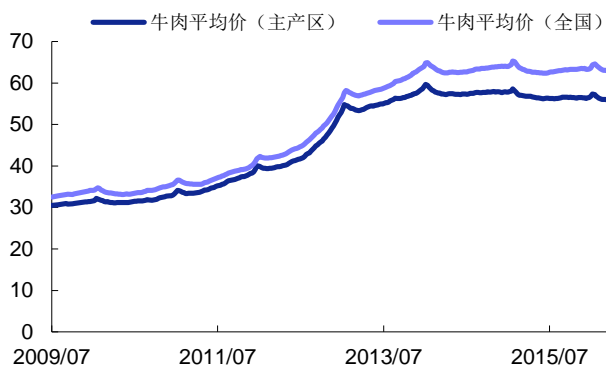


资料来源：Wind、安信证券研究中心

明确牛肉与猪肉并重战略，收购 SFF 有望实现牛肉业务快速发展

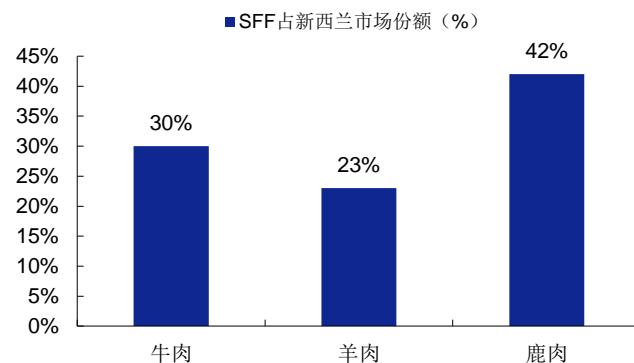
公司未来三年战略明确做大做强肉类业务，重点拓展猪肉和牛肉产业链。从产业角度而言，猪产业具有一定周期波动性，而国内肉类消费升级正推动牛肉产业景气度快速提升。公司 2015 年初新任总经理沈总有丰富的牛产业经营经验，此前公告收购新西兰 SFF 公司 50% 股权若顺利通过审批，将实现海外优质上游牛羊肉资源布局，未来通过品牌营销及下游渠道整合，公司牛肉业务将有望实现更快速发展。

图 7：牛肉价格目前稳定在 60 元/千克左右



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 8：SFF 公司为新西兰最大的肉类加工企业



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

亏损企业加速清理，利于公司轻装上阵

公司已启动较大力度资产清理工作，此前已公告对梅林捷克破产清算、梅林荣成停产处理以及转让重庆梅林股权等，以上罐头及屠宰子公司资产质量较低，盈利能力差，基本处在亏损状态。2015 年以沈总为主的新管理层到位后，对亏损企业的处理明显加速，新管理层强调降本增效，以事业部为单位进行市场化考核。公司加快亏损企业清理，有利于未来公司轻装上阵，聚焦资源发展肉类优势产业。

表 1：公司加速亏损子公司的剥离清理

子公司	收入 (2014)	净利润 (2014)	收入 (2015)	净利润 (2015)	净资产 (15 年底)	目前状况及处理进展
捷克梅林	1465	-4209	-	-3452	-8909	2 月 16 日公告，因捷克梅林无力偿还债务，债权人向当地法院申请公司破产清算。
湖北梅林	1597	-1276	-	-	-	1 月 26 日公告，因湖北梅林环保整改始终未通过，经股东协商，一致同意公司停产歇业。

梅林荣成	15825	-5043	13840	-4263	-12315	2月16日公告,因公司担保梅林荣成贷款1400万到期后,梅林荣成只归还187.3万元,公司履行担保责任,代偿本息1219.9万元。3月8日公告,梅林荣成由于已资不抵债,股东会决议同意公司停产。
重庆梅林	147634	-3556	113576	-2062	-14905	3月31日公告,公司拟转让重庆梅林84.55%股权至上海牛奶集团,同时牛奶集团承接公司在重庆梅林的股东借款4.4亿元。

资料来源:公司公告、安信证券研究中心 注:湖北梅林为参股公司,持股48%。

国企改革有望推进,公司体制活力释放将有利于景气主业做大做强

公司早在2013年计划推出限制性股票激励,体现了光明食品集团和国资委对公司发展的支持,2015年初公司换届以及拟筹划重大资产重组,公司国企改革有所放缓,我们认为重大资产重组顺利完成后,公司国企改革仍能继续推进,在公司主业清晰,切入景气牛羊肉产业的情况下,激励机制的完善将利好公司长远发展。

投资建议

我们预计2016年在生猪养殖贡献业绩,亏损企业清理效应显现及收购SFF有望落地的情况下业绩将实现快速增长,中长期公司牛肉战略实施打开牛肉业务空间及国企改革带来经营效率提升将是持续看点。公司充分受益猪周期,猪业务利润贡献大,但我们更期待中长期牛羊肉战略的实施落实。我们预计公司2016-18年净利润分别为4.5/5.5/6.4亿元,对应EPS分别为0.48/0.58/0.69元,当前股价对应17年PE仅20倍左右,维持买入-A投资评级及目标价16元。

风险提示

收购SFF进度低于预期;国企业绩节奏低于市场预期的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,562.4	12,233.4	19,586.2	26,636.9	28,640.2	成长性					
减:营业成本	8,986.0	10,445.0	16,324.3	22,360.5	23,939.8	营业收入增长率	1.8%	15.8%	60.1%	36.0%	7.5%
营业税费	39.6	40.3	67.9	93.3	98.0	营业利润增长率	-2.2%	50.7%	215.2%	21.4%	18.7%
销售费用	935.6	1,046.4	1,705.1	2,318.9	2,478.8	净利润增长率	-70.3%	254.5%	176.6%	20.6%	18.0%
管理费用	330.1	397.7	654.2	862.7	942.1	EBITDA 增长率	2.3%	19.7%	119.5%	19.4%	17.4%
财务费用	83.5	42.6	46.8	51.5	56.7	EBIT 增长率	-2.6%	16.6%	184.6%	20.8%	18.2%
资产减值损失	57.9	50.0	53.9	51.9	52.9	NOPLAT 增长率	-26.0%	47.7%	174.6%	20.8%	18.2%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-4.8%	-2.5%	22.2%	3.3%	1.8%
投资和汇兑收益	31.5	31.4	31.7	31.5	31.5	净资产增长率	40.7%	13.0%	24.4%	18.6%	12.2%
营业利润	161.2	242.9	765.6	929.6	1,103.4	利润率					
加:营业外净收支	(42.8)	49.2	38.5	40.4	41.6	毛利率	14.9%	14.6%	16.7%	16.1%	16.4%
利润总额	118.4	292.2	804.1	970.0	1,145.0	营业利润率	1.5%	2.0%	3.9%	3.5%	3.9%
减:所得税	45.7	65.1	201.0	242.5	286.3	净利润率	0.4%	1.3%	2.3%	2.0%	2.2%
净利润	46.1	163.5	452.3	545.6	644.1	EBITDA/营业收入	3.4%	3.5%	4.9%	4.3%	4.7%
						EBIT/营业收入	2.3%	2.3%	4.1%	3.7%	4.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	42	42	27	20	18
						流动资产周转天数	17	12	12	13	12
						流动营业资本周转天数	115	123	110	111	116
						应收账款周转天数	23	22	24	23	23
						存货周转天数	31	32	30	31	31
						总资产周转天数	203	207	163	149	152
						投资资本周转天数	89	74	51	42	40
						投资回报率					
						ROE	1.6%	5.5%	12.3%	12.6%	13.5%
						ROA	1.1%	3.0%	6.0%	6.0%	7.1%
						ROIC	5.6%	8.7%	24.5%	24.2%	27.7%
						费用率					
						销售费用率	8.9%	8.6%	8.7%	8.7%	8.7%
						管理费用率	3.1%	3.3%	3.3%	3.2%	3.3%
						财务费用率	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
						三费/营业收入	12.8%	12.2%	12.3%	12.1%	12.1%
						偿债能力					
						资产负债率	50.1%	53.4%	55.5%	56.2%	51.1%
						负债权益比	100.3%	114.5%	124.6%	128.1%	104.6%
						流动比率	1.26	1.23	1.37	1.42	1.55
						速动比率	0.98	0.88	1.00	1.02	1.17
						利息保障倍数	2.93	6.71	17.35	19.05	20.48
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	0.06	0.16	0.19	0.23
						分红比率	122.0%	34.4%	33.0%	33.0%	33.0%
						股息收益率	0.5%	0.5%	1.4%	1.7%	2.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	128.9	227.1	452.3	545.6	644.1	EPS(元)	0.05	0.17	0.48	0.58	0.69
加:折旧和摊销	131.1	176.1	139.6	155.8	174.5	BVPS(元)	3.08	3.17	3.94	4.63	5.09
资产减值准备	40.5	50.0	0.0	0.0	0.0	PE(X)	232.8	65.7	23.7	19.7	16.7
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	3.7	3.6	2.9	2.5	2.3
财务费用	114.1	67.2	46.8	51.5	56.7	P/FCF	155.6	44.4	34.0	13.5	40.4
投资损失	(31.5)	(31.4)	(31.7)	(31.5)	(31.5)	P/S	1.0	0.9	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	26.6	63.6	150.8	181.9	214.7	EV/EBITDA	23.3	29.5	10.6	8.4	6.9
营运资金的变动	(267.8)	(41.3)	(481.0)	(29.9)	46.5	CAGR(%)	115.5%	55.8%	54.0%	115.5%	55.8%
经营活动产生现金流量	158.7	239.5	276.8	873.3	1,105.0	PEG	2.0	1.2	0.4	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	(288.0)	230.7	(13.3)	(218.5)	(218.5)	ROIC/WACC	0.6	0.9	2.6	2.6	2.9
融资活动产生现金流量	823.4	(353.3)	625.6	402.8	(586.0)	REP	5.6	5.6	1.3	1.2	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼

邮编： 200122

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034