

新貌初展，中期看好发力牛肉产业

■ **资本运作不断，换届后，公司呈现新面貌。**自 2011 年公司非公开增发融资购买以冠生园食品和爱森猪肉为核心的品牌资产，其后收购苏食等，公司逐渐成为光明食品集团旗下品牌食品和肉类综合运营平台，2015 年初公司进一步购入集团肉牛相关资产。15 年 3 月换届后动作不断，一方面集团注入生猪养殖等肉类相关资产，另一方面公司拟大力度进军景气牛肉产业，扩大肉类业务外延。进入 2016 年，公司也在资产清理方面采取了一些动作，湖北梅林停产，荣成梅林停产，出售重庆梅林股权给牛奶集团，公司目前呈现出更为崭新的面貌。

■ **拟收购新西兰 SFF，“品牌+渠道+海外优质资源”牛羊肉产业龙头隐现，新近通过反垄断调查。**公司此前公告收购新西兰 SFF 公司 50% 股权，SFF 公司是新西兰最大的牛羊肉加工企业，拥有较为完整的产业链条。我们战略看多牛肉消费产业，牛肉符合国内肉类消费升级趋势，市场空间巨大，而牛肉需求在内供给在外的状况短期不会扭转，若收购完成，公司将获得海外优质稳定上游资源，打造出完整的“品牌+渠道+海外优质资源”产业链，构建牛肉业务核心竞争力，受益中国肉类消费结构升级趋势。新近公司收到商务部《不实施进一步审查通知》，通过反垄断调查，牛肉产业布局更近一步。

■ **休闲食品现金牛，业绩弹性受益“猪周期”。**公司 2015 年下半年和集团合资成立江苏梅林畜牧，11 月完成资产交易，公司生猪养殖产能大幅提升，预计 2016 年全年出栏 100 万头左右，受益于猪周期，短期将给公司带来重大利润贡献，公司 1 季报显示净利润增幅 184.48%，主要系并表生猪业务贡献。公司综合食品具有稳定性特点，尤其奶糖、蜂蜜品牌食品业务具有典型的现金牛特征。公司短期充分受益猪周期，但我们更期待中长期牛羊肉战略的实施效果。

■ **展开亏损企业清理，助力盈利改善，后续期待国企改革。**进入 2016 年公司已启动罐头及屠宰等亏损子公司的资产清理工作，海外捷克梅林因债权人提起破产清算申请（捷克梅林 2015 年亏损 3,452 万元），荣成梅林和重庆梅林均有业绩拖累，停产、转让股权都有助于公司改善盈利和轻装上阵聚焦主业。公司此前已有国企改革股权激励计划，如公司新西兰牛肉布局完成，公司国企改革推进可期。

■ **投资建议：**我们预计 2016 年在生猪养殖贡献大，后续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。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；食品安全事件；内部管理改善放缓等。

(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)	227.9	64.3	23.2	19.3	16.3
市净率(倍)	3.6	3.5	2.8	2.4	2.2
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

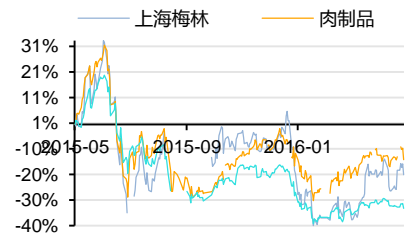
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**16.00 元**
股价 (2016-05-06) **11.21 元**

交易数据

总市值 (百万元)	10,511.95
流通市值 (百万元)	10,511.95
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	0.31	21.1	20.55
绝对收益	-2.1	26.52	-9.93

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：上海梅林：短期受益猪周期，中长期看牛肉战略实施 2016-05-03
上海梅林：上海梅林：短期养殖贡献业绩，中长期牛羊肉提估值 2016-04-05

内容目录

1.公司概况	5
1.1.业务发展：逐步成为肉类与食品综合大平台	5
1.2.光明集团旗下肉食类平台，新管理层带来新变化	6
2.肉类业务：品牌渠道为王，牛肉业务站上最大风口	8
2.1.牛肉行业：战略看多牛肉，消费空间正在快速打开	8
2.1.1.供给：国内出栏率居高不下，海外进口不断攀升	8
2.1.2.需求：牛肉价格持续景气，消费空间已然打开	8
2.2.牛肉业务：纳入联豪食品，海外收购 SFF 站上牛肉风口	9
2.2.1.联豪食品：品牌初现端倪，业绩增长势头良好	9
2.2.2.海外收购 SFF，牛肉布局落下重要一子	10
2.3.猪肉业务：养殖受益高景气，屠宰盈利稳定，终端渠道优势明显	12
2.3.1.爱森：上游产能保障，下游拓展直销门店	13
2.3.2.苏食：基本覆盖长三角，卖场渠道为主	13
3.综合食品业务：罐头业务有望加速改善，休闲食品贡献稳定现金流	15
3.1.休闲食品：纯正“现金牛”业务	15
3.1.1.大白兔奶糖：老品牌焕发新光彩	15
3.1.2.冠生园蜂蜜：历久弥坚，持续创新	15
3.2.罐头食品：亏损公司拖累业绩，未来有望加速剥离	16
3.3.烘焙食品：牛奶棚深耕上海市场，逐步辐射江浙一带	17
3.4.食品分销业务：便利店转型“光明里”，专注品牌食品销售	18
4.未来盈利能力提升的三大看点	19
4.1.内部管理提升，激励机制有望改善	19
4.2.站上牛肉风口，关注肉食业务协同效应	19
4.3.亏损企业加速出清，轻装上阵再出发	19
5.盈利预测与投资建议	20
6.风险提示：	20

图表目录

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司历年营业收入及增速	5
图 3：公司历年归母净利润及增速	5
图 4：公司业务收入结构：屠宰与食品为主	6
图 5：公司业务毛利结构：食品毛利占比在 60%以上	6
图 6：公司业务收入结构（2015 年）	6
图 7：公司各业务毛利率水平（2015 年）	6
图 8：公司 2016Q1 毛利率及净利率有所提升	6
图 9：公司费用率基本保持平稳	6
图 10：上海梅林股权结构图	7
图 11：一张图看清上海梅林业务条线	7
图 12：中国出栏率高，导致存栏量持续减少	8
图 13：出栏率比较	8

图 14: 中国牛肉进出口情况	8
图 15: 中国正规牛肉进口主要来自澳大利亚乌拉圭等 5 国	8
图 16: 各国牛肉于肉类消费当中占比情况对比 (三种肉计)	9
图 17: 主要国家人均牛肉消费比较 (2012 年)	9
图 18: 牛肉平均价持续景气, 目前仍在高位	9
图 19: 牛肉大宗价稳步上涨超过 10 年	9
图 20: 联豪食品专卖店	10
图 21: 联豪天猫旗舰店总销量前三均为核心牛排产品	10
图 22: 公司为新西兰最大的肉类加工企业	10
图 23: 公司目前大包装产品占比较高, 未来升级空间大	10
图 24: 公司出口海外占比在 85% 左右	11
图 25: 公司牛肉在国内销售收入占比仅 12%, 提升空间大	11
图 26: 银蕨牛肉产品	11
图 27: 银蕨牛羊肉国内初涉电商, 品牌定位高端牛肉	11
图 28: 生猪价格景气度持续提升 (元/千克)	12
图 29: 生猪养殖利润 2015 年下半年以来不断提升	12
图 30: 公司屠宰业务收入及增速	13
图 31: 屠宰业务 2015 年毛利率为 8.6%	13
图 32: 爱森收入及增速	13
图 33: 爱森净利率 2015 年有所下降	13
图 34: 苏食板块收入规模 (亿元)	14
图 35: 苏食板块净利润规模 (万元)	14
图 36: 苏食肉品长三角大卖场渠道销售稳定	14
图 37: 苏食肉品加工及冷链物流基本覆盖长三角地区	14
图 38: 冠生园收入及增速	15
图 39: 冠生园净利润及净利率	15
图 40: 新品大白兔-agnes b.糖果礼盒蕴含时尚元素	15
图 41: 冠生园蜂蜜瓶装 900g 包装为电商常年爆款	15
图 42: 罐头食品业务历年收入及增速	16
图 43: 亏损子公司拖累罐头业务业绩	16
图 44: 肉类罐头行业收入及增速	16
图 45: 国内罐头食品消费仍有提升空间	16
图 46: 公司罐头产能稳步扩大	17
图 47: 公司肉类罐头品种多样	17
图 48: 梅林收购后新的门店设计	18
图 49: 与冠生园食品合作, 实现品牌优势与渠道互补	18
图 50: 品牌分销业务收入规模	18
图 51: 光明里上海门店	18
表 1: 公司肉类业务主要产品及子公司情况	12
表 2: 公司加速亏损子公司的剥离清理	17

投资摘要:

梅林正在发生转变，业务和管理改善均可期。公司定位清晰，尤其 2015 年换届后，公司新一届管理层坚定贯彻集团对公司的定位，不断完善和强化。在 2011 年第一轮资产整合（注入冠生园食品和爱森肉食）之后，2015 年第二轮资产整合（注入肉牛相关资产，生猪养殖资产）也顺利完成，公司品牌食品+肉类（猪+牛）两大核心主业方向清晰明确。我们认为猪业务具有周期性，而且在肉类消费结构升级大背景下，长期景气度不如牛肉，公司目前正在推进新西兰 SFF 公司收购事项，扩大肉类经营外延，顺应肉类消费结构升级大趋势。

肉类业务结构将发生大的转变，拟进入的牛肉产业更景气，公司拥有行业内更好的基础条件。

我们此前牛肉行业深度报告预计牛肉终端消费市场在 5000 亿以上，我们认为行业内未来有望成长起类似猪肉产业当中双汇发展这样的龙头企业。基于资源禀赋，国内牛肉产业链特点，我们认为传统养殖屠宰加工销售一体化企业可能并非既是又大又强的企业，尤其是国外牛肉产业发展更为成熟，且国内供需缺口巨大必须要进口满足的情况下，走“品牌+渠道+海外上游资源”的消费品牌型企业更有发展张力，一方面从 0 到 1 切入市场，不存在冲击原有产业链的情况，另外海外成熟的“合作社企业”运作模式，使得控制屠宰环节即实质性控制养殖牛源也使得企业以相对轻资产模式实现了完整产业链的打造。为此，我们在认知企业海外资源质地的同时，更应关注企业国内“品牌+渠道”运作模式发展情况，才能更好判断企业发展前景和更好把握相关企业的投资机会。

公司公告拟收购新西兰 SFF 公司 50% 股权，海外布局牛肉产业上游，站上牛肉消费的最大风口，一方面符合公司贯彻集团继续做大肉类规模和体量的思路，另一方面，布局牛肉产业链中期对公司肉类业务盈利质量提升更为关键（猪业务具有周期性特点）。SFF 是新西兰最大的牛羊肉屠宰加工企业，若收购成功，公司将获得新西兰 25% 以上的优质稳定牛羊肉上游资源，将有力支持公司未来向高档牛羊肉类产品进军。此外，旗下联豪品牌成长迅速，已初步建立“商超专柜+专卖店+全国加盟店+电商”的全面立体销售网络。在收购完成后，海外优质资源+品牌+渠道的牛肉产业链将更趋完善，公司有望一跃成为国内综合竞争力领先的牛羊肉龙头。

历史包袱清理的关键时点，未来轻装上阵。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、梅林湖北停产歇业、梅林荣成停产处理以及转让重庆梅林股权等，其中有被动，也有主动，但这恰恰证明了这是公司发展进入新阶段的一个关键时点。一般而言，国有企业重视资产规模大于盈利水平，低效甚至亏损资产存在的现象很普遍，主动清理一般都是变革的信号（参考光明乳业较少清理亏损企业，顺鑫农业剥离非主业资产）。我们认为，公司对历史包袱的清理，对公司短期收入规模影响不大，但对业务结构调整和业绩改善有着较为积极的作用，有利于未来公司轻装上阵，聚焦资源发展优势主业。

激励机制有望改善。管理层为 2015 年换届新上，具有激励条件。公司国企改革得到集团和国资委支持，此前 2013 年已计划推出股权激励方案，但随后因 2015 年初公司换届及拟筹划重大资产重组而暂停，我们认为，重大资产重组若顺利完成，公司国企改革仍能继续推进，在公司主业清晰、内部管理提升等情况下，激励机制的完善将利好公司长远发展。

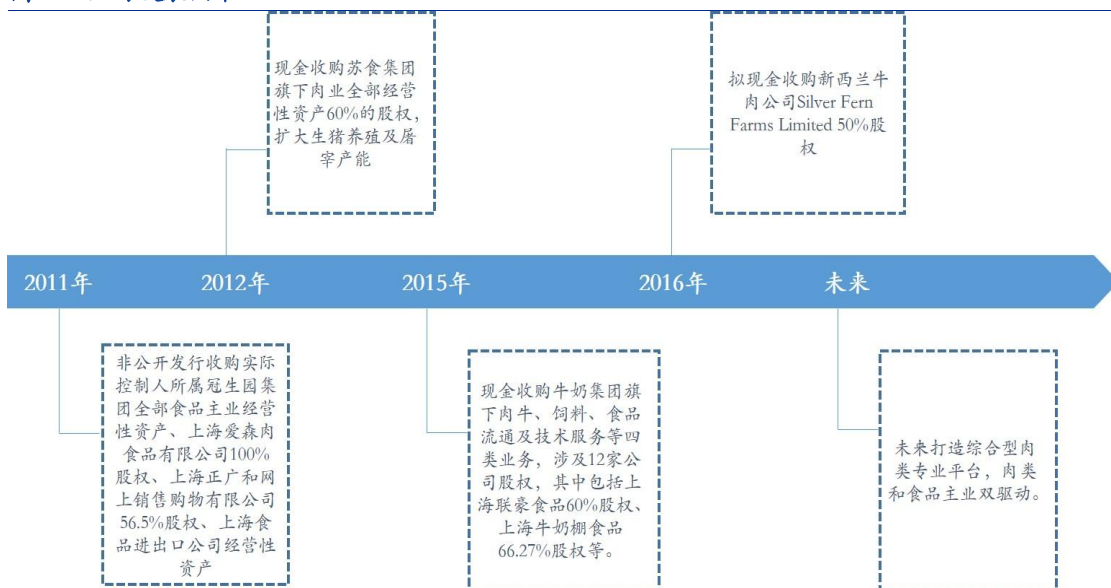
投资建议：短期受益猪周期，中长期看牛羊肉战略实施，维持买入-A 评级。我们预计 2016 年在生猪养殖贡献业绩，亏损企业清理效应显现及收购 SFF 有望落地的情况下业绩将实现快速增长，中长期公司牛肉业务空间打开及国企改革带来经营效率提升将是持续看点。我们预计 2016-18 年 EPS 分别为 0.48/0.58/0.69 元，维持买入-A 投资评级及目标价 16 元。

1. 公司概况

1.1. 业务发展：逐步成为肉类与食品综合大平台

公司自 1997 年上市以来，主营长期为肉类罐头食品和部分饮用水等业务，后随着公司对外收购资产，经营业务不断扩张，目前已涵盖肉类屠宰、肉类食品、休闲食品、贸易等多元化业务，旗下拥有“冠生园”、“大白兔”、“苏食”三大中国驰名商标和“梅林”、“佛手”、“华佗”、“正广和”、“爱森”等一系列著名商标。公司定位于光明集团旗下重要食品类全产业链经营平台，聚焦肉及肉制品主业发展。

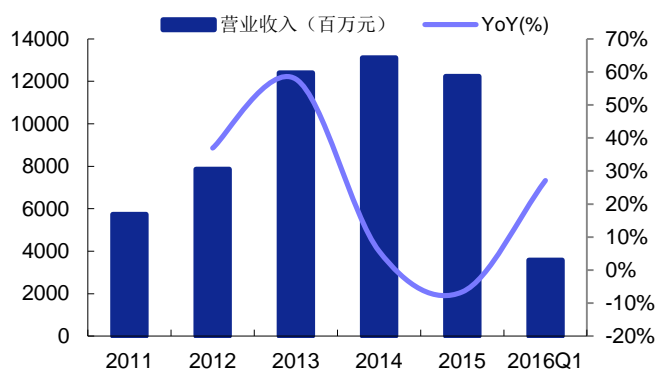
图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

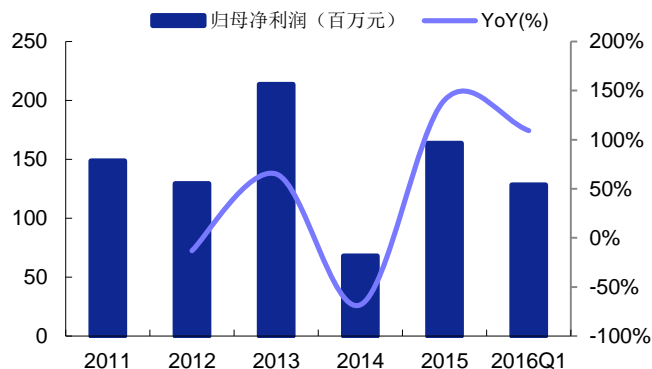
公司自 2010 年以来，营业收入规模总体稳步提升，2015 年公司收入规模达 122.3 亿元，较上年同比下降 6.6%（经追溯调整后）。净利润方面，2015 年公司归母净利润为 1.64 亿元，同比增长达 140.5%（经追溯调整后）。2016Q1 公司业绩实现高增长，期间营业收入达 35.7 亿元，归母净利润为 1.28 亿元，分别同比增长 27.1% 和 109.3%。

图 2：公司历年营业收入及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心 注：2015 年报对 2013-2014 年收入进行追溯调整

图 3：公司历年归母净利润及增速

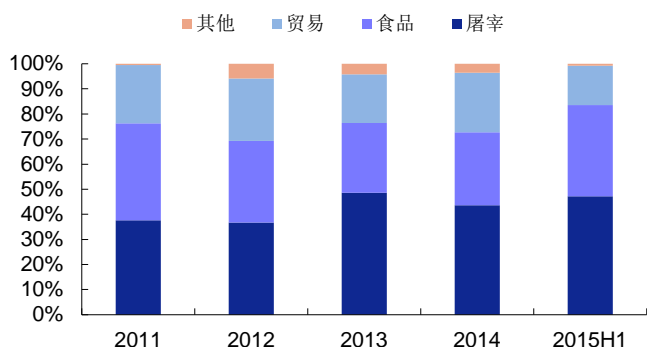


资料来源：Wind、安信证券研究中心 注：2015 年报对 2013-2014 年利润进行追溯调整

公司此前收入结构中以屠宰和食品业务为主，2015H1 两块业务收入占比分别为 47% 和 36%；

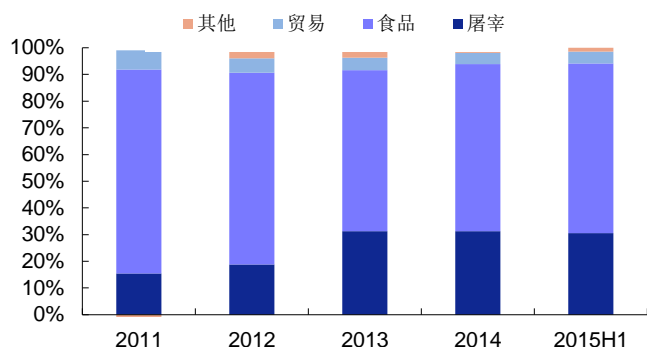
毛利结构方面，公司食品业务毛利率相对较高，2015H1 食品业务毛利占比达 64%，屠宰业务毛利占比约 31%，其余为贸易等业务。2015 年报公司对业务分类进行调整，将牛羊肉业务及生猪养殖业务单列，全年冷鲜猪肉、品牌分销及综合食品业务收入分别为 44.2 亿元、25.1 亿元及 19.9 亿元，收入占比分别为 36%、21%和 16%，罐头食品及贸易收入规模分别为 12.5 亿元和 10.2 亿元，单列的牛羊肉业务及生猪养殖业务收入分别为 5.8 亿和 3.5 亿元。

图 4：公司业务收入结构：屠宰与食品为主



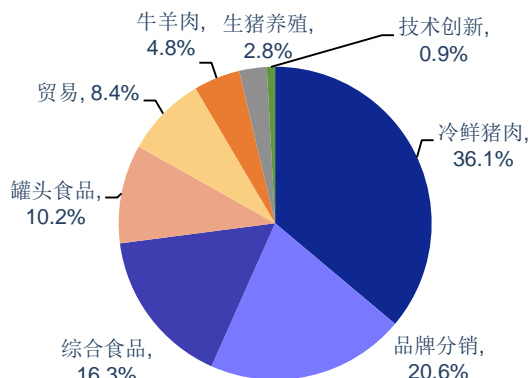
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：公司业务毛利结构：食品毛利占比在 60% 以上



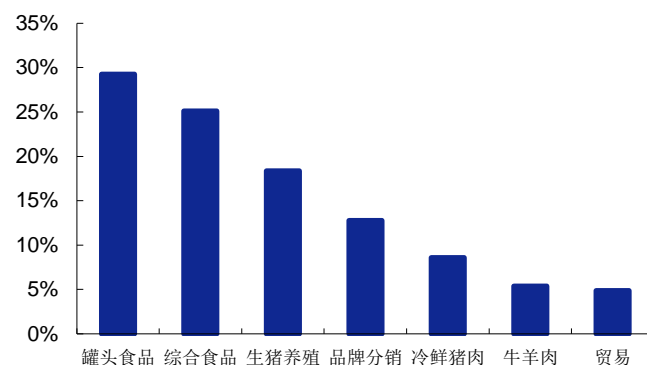
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：公司业务收入结构 (2015 年)



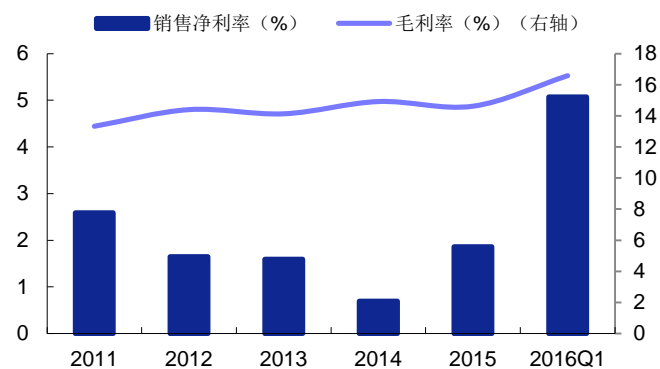
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 7：公司各业务毛利率水平 (2015 年)



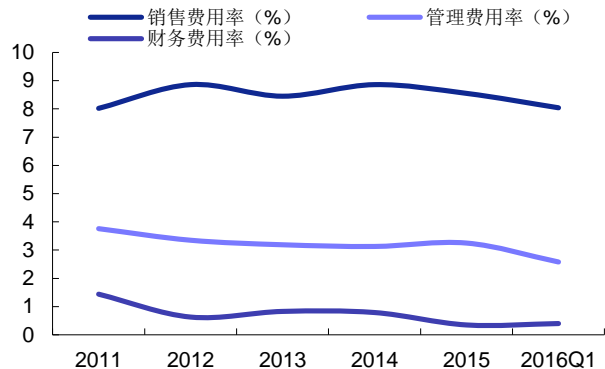
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 8：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 9：公司费用率基本保持平稳



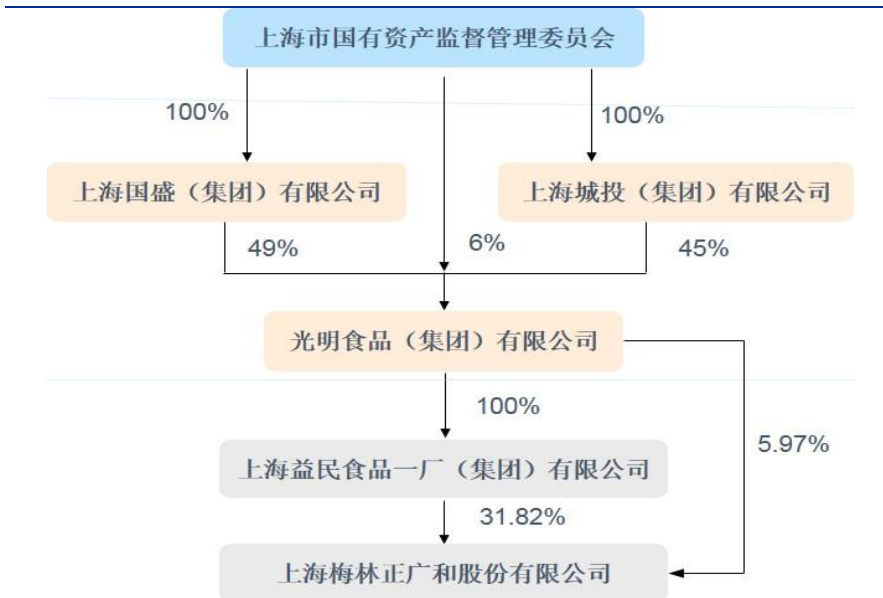
资料来源：Wind、安信证券研究中心

1.2. 光明集团旗下肉食类平台，新管理层带来新变化

公司控股股东为上海益民食品一厂（集团）有限公司，直接持股 31.82%；实际控制人为光

明食品（集团）有限公司。光明食品集团目前已确立乳业、糖业、肉业、粮油、蔬菜、现代农业、品牌食品、分销零售、地产物流和金融的“8+2”主营业务。公司是集团下属重要的肉类及食品类资产运营平台。

图 10：上海梅林股权结构图

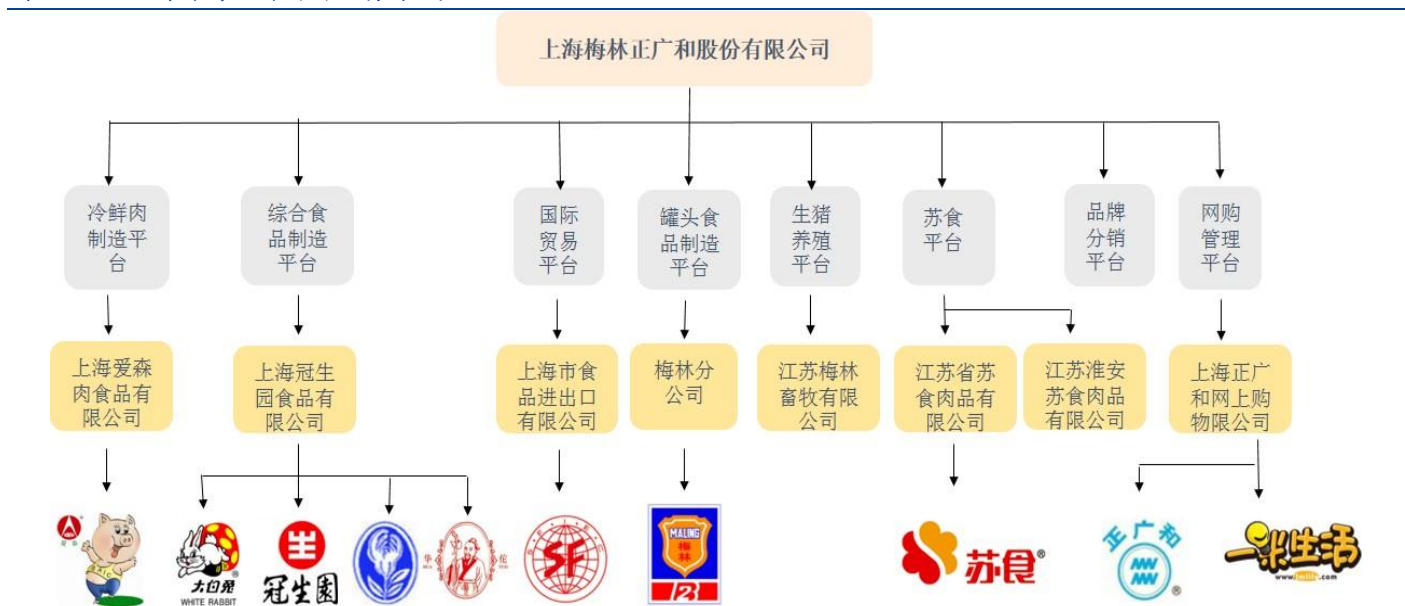


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2016 年为光明集团第四个三年战略规划开局之年，梅林作为集团下属肉类及食品运营平台，将力争按照集团战略规划推动各项业务发展。公司未来三年战略即明确做大做强肉类业务，重点拓展猪肉和牛肉产业链。

公司 2015 年 3 月调整董事会与管理层，沈伟平担任公司总裁、党委书记和董事，沈总此前长期担任上海牛奶集团董事长、总经理职务。沈总对推动牛奶集团发展起到重要作用，在牛产业有着丰富的经营管理经验，新管理层入主公司后，在资产整合、内部管理、业务扩张方面都进行了大范围的调整。2015 年底，公司将原来 5 大事业部扩大成 8 大事业部，新增生猪养殖和牛羊肉事业部等，对事业部的考核更趋市场化，各大业务平台精细化管理持续改善，平台间协同效应明显加强。应该说，新管理层在内部管理改善上带来了新的气息。

图 11：一张图看清上海梅林业务条线



资料来源：公司网站、公司公告、安信证券研究中心

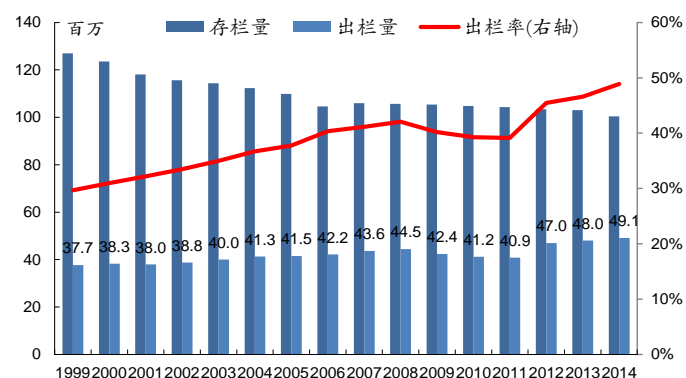
2. 肉类业务：品牌渠道为王，牛肉业务站上最大风口

2.1. 牛肉行业：战略看多牛肉，消费空间正在快速打开

2.1.1. 供给：国内出栏率居高不下，海外进口不断攀升

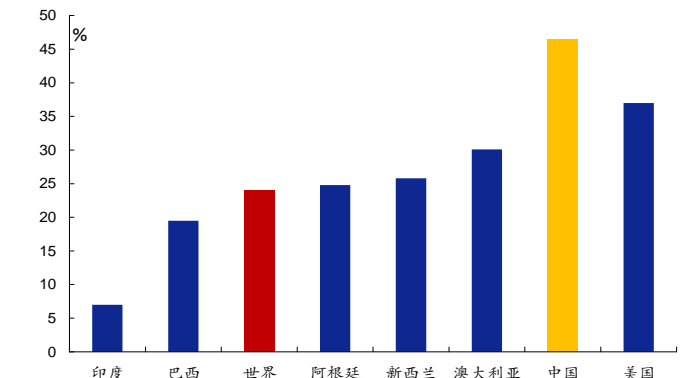
国内肉牛养殖以散养为主，规模化程度较低。肉牛养殖周期一般要远长于猪、禽、羊等，对养殖要求也较高。国内肉牛存栏量从1999年的1.27亿头持续下降至2014年的1.06亿头。同时，国内肉牛出栏率较高，2014年屠宰量4929万头，出栏率达46.6%，远超安全出栏率线。存栏量下降和出栏率居高不下反映出国内牛肉供给不足相对需求景气的供需紧张状况。

图 12：中国出栏率高，导致存栏量持续减少



资料来源：USDA、安信证券研究中心

图 13：出栏率比较

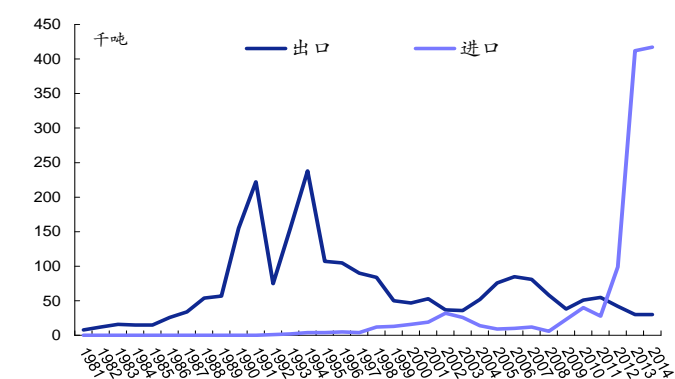


资料来源：FAO、USDA、安信证券研究中心

与此同时，随着国内牛肉消费景气攀升，国内牛肉进口不断增长。我国从2012年开始成为牛肉净进口国，2014年净进口量已经达到39万吨左右，占国内牛肉产量6%附近，并呈逐年放大走势。我国对牛肉进口管控严格，牛肉进口来源地集中在澳大利亚、乌拉圭、加拿大、新西兰、阿根廷等地，2014年从以上五国进口牛肉量占到总进口量的70%。

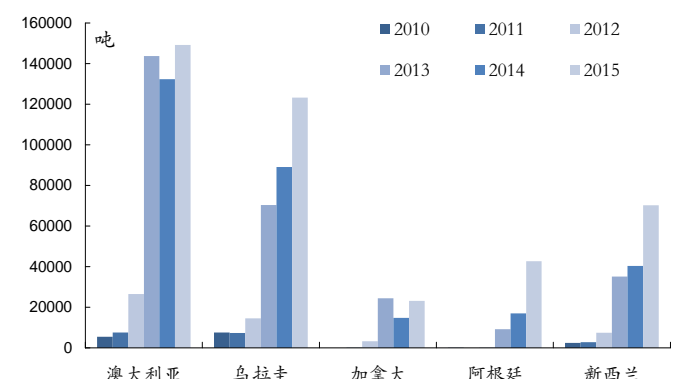
除正规进口渠道外，由于国内牛肉供需缺口逐步放大，国内外牛肉价差存在，使得牛肉进口存在大量走私，预计国内实际牛肉消费量远超表观消费量（计算方式产量+净进口）。

图 14：中国牛肉进出口情况



资料来源：USDA、安信证券研究中心

图 15：中国正规牛肉进口主要来自澳大利亚乌拉圭等5国



资料来源：海关总署、安信证券研究中心

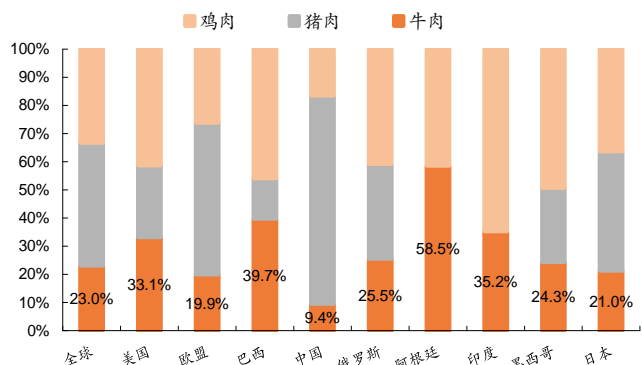
2.1.2. 需求：牛肉价格持续景气，消费空间已然打开

国内的人均牛肉消费量较低，USDA 数据显示2012年中国人均牛肉消费4千克，仅为世界平均水平的50%，低于亚洲的日本（日本牛肉自足率较低，进口牛肉占消费量比达到60%，即便如此，日本人均牛肉消费超过中国人均水平一倍），不到俄罗斯的四分之一，俄罗斯同样是牛肉自足率低的国家，2013年进口牛肉占国内牛肉消费比重达到43%；美国、巴西和

阿根廷本身盛产牛肉，因此人均消费水平较高。

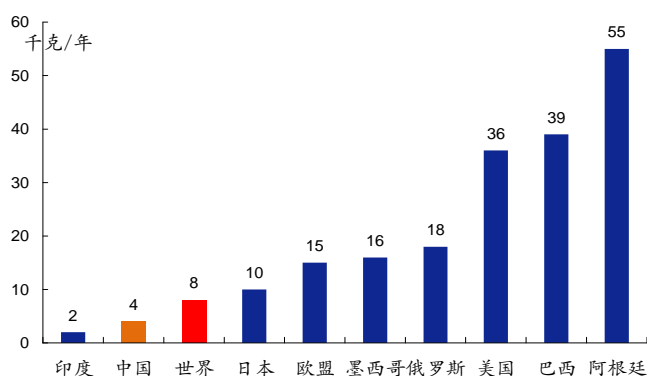
牛肉价格持续景气。牛肉作为高端肉代表，在消费升级当中将明显受益。2008 年牛肉全国平均价 32 元/kg，2014 年全国平均价为 63 元/kg（2015 年仍然维持在这一水平），涨幅为 96%，期间牛肉供应量（产量，不含进口）增幅约为 12%。

图 16：各国牛肉于肉类消费当中占比情况对比（三种肉计）



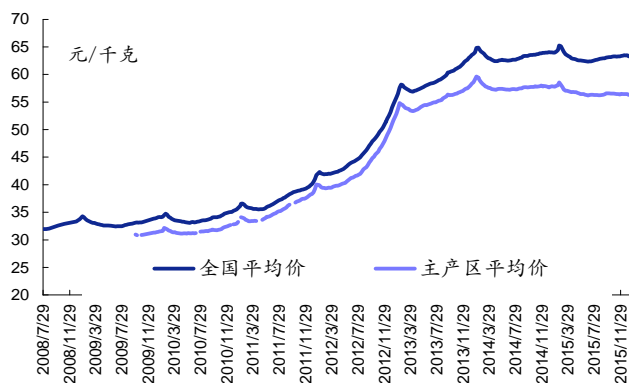
资料来源：USDA、安信证券研究中心

图 17：主要国家人均牛肉消费比较（2012 年）



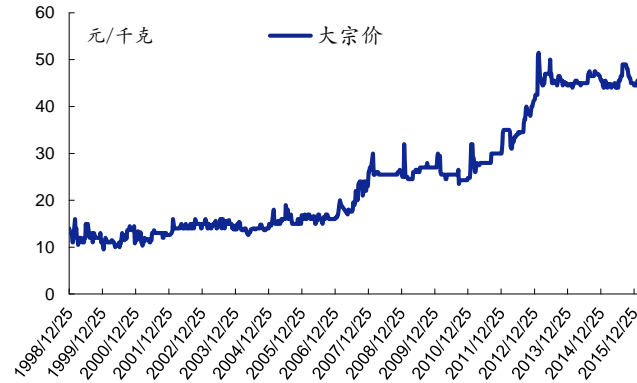
资料来源：USDA、安信证券研究中心

图 18：牛肉平均价持续景气，目前仍在高位



资料来源：农业部、安信证券研究中心

图 19：牛肉大宗价稳步上涨超过 10 年



资料来源：农业部、安信证券研究中心

2.2.牛肉业务：纳入联豪食品，海外收购 SFF 站上牛肉风口

2.2.1.联豪食品：品牌初现端倪，业绩增长势头良好

2015 年公司收购牛奶集团持有联豪食品的 60% 股权，联豪食品生产速冻肉制品为主，主营各类牛排及肉牛产品，目前已在上海地区开设 40 余家专卖店。牛奶集团承诺联豪食品 2015-2017 年归母净利润不低于 1041.7 万元、1447.5 万元、1766.2 万元。联豪食品 2015 年收入规模为 4.2 亿元，净利润 1348 万元，分别同比增长 54% 和 108%。

联豪品牌主打家庭牛排消费，核心打造“方便简洁营养”的牛肉产品，品牌效应持续提升。线下渠道方面，公司已启动全国经销商模式，在各地开展经销网络拓展下沉工作，力争未来实现全国化布局。目前长三角的上海、江苏、浙江地区专卖店销售较好，盈利不断向好。

线上方面，借助国内生鲜电商发展之势，公司在天猫、京东、一号店等电商平台进行销售，目前电商销售已占比 30%-40% 左右，销售业绩增长明显。

我们认为，随着消费者肉类消费持续升级，以品牌家庭牛排代表的牛肉消费预计将持续增长，未来联豪食品收入规模也将呈现非线性快速发展。

图 20: 联豪食品专卖店



资料来源: 百度、安信证券研究中心

图 21: 联豪天猫旗舰店总销量前三均为核心牛排产品



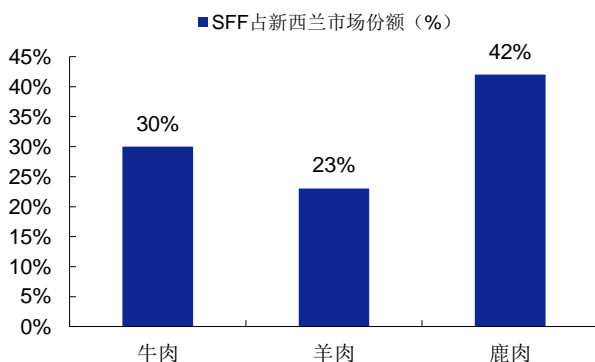
资料来源: 联豪天猫旗舰店、安信证券研究中心

2.2.2.海外收购 SFF, 牛肉布局落下重要一子

收购 SFF, 布局海外牛羊肉综合平台

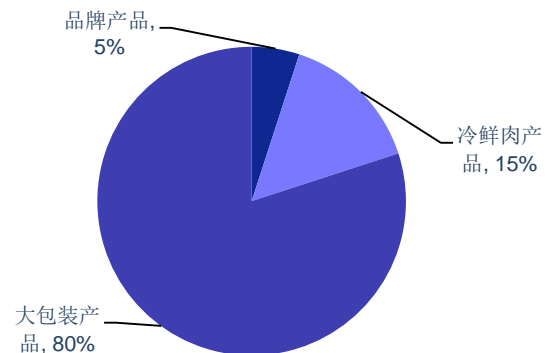
新西兰 SFF 公司主营牛、羊、鹿肉屠宰加工业务, 是新西兰最大的肉类加工企业及牛羊鹿肉出口商, 是仅次于恒天然的新西兰第二大农产品供应商, 目前牛肉、羊肉及鹿肉业务分别占新西兰市场份额的第 1、2、1 位。SFF 公司目前在新西兰设有 19 个工厂, 屠宰量占到新西兰全境牛羊鹿屠宰量的 25% 以上。公司产品以出口为主, 占比约 85% 左右, 出口国家达 60 多个。

图 22: 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

图 23: 公司目前大包装产品占比较高, 未来升级空间大



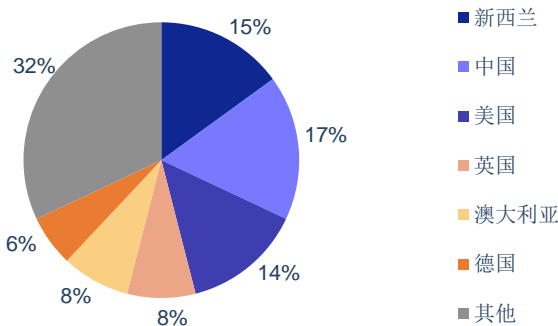
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

产品出口多国, 牛肉进口中国有巨大潜力

SFF 集团 2014 财年营业收入达 23.09 亿新西兰元, 约合 99.7 亿人民币 (以目前 4.32 汇率估算), 其中牛肉收入占比为 53%, 其次为羊肉和鹿肉, 分别占比 42% 和 5%。目前 SFF 集团出口近 60 个国家, 以收入占比计, 中国已是其出口第一大市场, 销售收入约为 17 亿元人民币; 其次为美国及欧洲地区等国家。

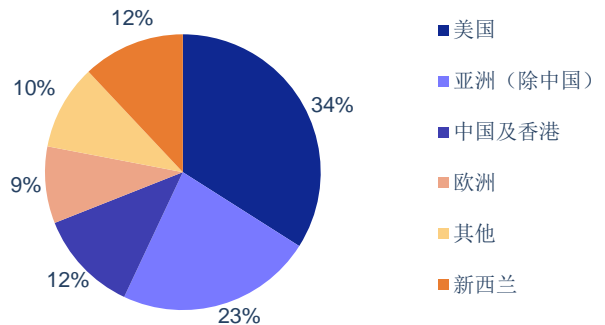
牛肉出口方面, 美国地区销售收入占比较高, 达到 34%, 中国市场销售占比仅 12%, 销售额约为 6.3 亿元人民币左右。无论是从牛肉销售规模还是占比上来看, 公司未来在国内牛肉业务的提升空间值得期待。

图 24：公司出口海外占比在 85%左右



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 25：公司牛肉在国内销售收入占比仅 12%，提升空间大



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 26：银蕨牛肉产品



资料来源：互联网整理、安信证券研究中心

图 27：银蕨牛羊肉国内初涉电商，品牌定位高端牛肉



资料来源：天猫、安信证券研究中心

若收购完成后，国内市场开拓以及与联豪等协同将是最大看点

目前牛肉行业真正建立品牌化产品的公司并不多，近年来从澳洲、新西兰、乌拉圭等地进口的牛肉也多数未建立真正的海外品牌。Silver Fern（银蕨）产品在新西兰当地市场份额高，全球范围内有一定的品牌知名度，利于收购后国内市场的品牌推广及营销。

此前 SFF 公司主要通过其在国内代理商进行渠道推广，公司收购完成后，预计公司将专门开设银蕨中国销售分公司，通过在各地区与大经销商合作，铺开渠道进行全国化布局。此外，SFF 有望向联豪食品渠道供应牛羊肉产品，牛肉罐头食品预计也可能随之推出，带来显著协同效应。

若收购成功，公司将获得新西兰 25% 以上的优质稳定牛羊肉上游资源，将有力支持公司未来向高档牛羊肉类产品进军，我们预计 SFF 公司 16 年下半年并表，有望贡献 1 亿元左右利润。加之旗下国内联豪品牌也成长迅速，已初步建立“商超专柜+专卖店+全国加盟店+电商”的全面立体销售网络。公司明确未来牛肉与猪肉业务战略齐头并进，公司牛肉产业链已初具雏形，在收购完成后，海外优质资源+品牌+渠道的牛肉产业链将更趋完善，公司有望一跃成为国内综合竞争力领先的牛羊肉龙头。

2.3.猪肉业务：养殖受益高景气，屠宰盈利稳定，终端渠道优势明显

公司猪业务已初步形成集生猪养殖、屠宰和连锁销售一体化的完整产业链条。上游养殖方面，在原先爱森公司部分养殖产能基础上，2015 年公司与上海农场合资成立江苏梅林畜牧公司（持股占比 51%），将上海农场下属多家养殖公司的生猪养殖业务全部注入江苏梅林畜牧，预计公司 2016 年整体生猪出栏量在 100 万头左右。屠宰方面，爱森、淮安及梅林重庆合计屠宰年产能可在 340 万头左右，其中爱森及淮安产能利用率较为充分。下游终端分销方面，爱森与苏食以品牌专卖店和商超渠道为主，梅林重庆则以流通批发市场为主。

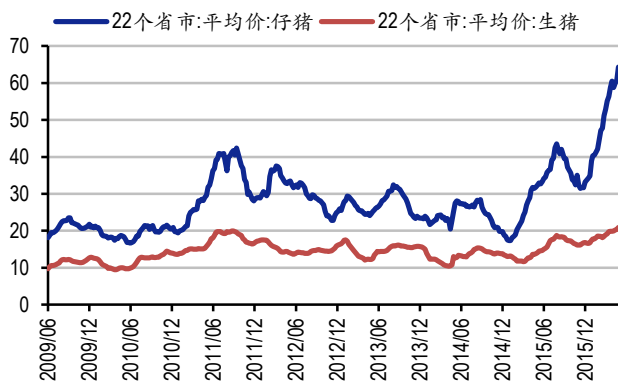
表 1：公司肉类业务主要产品及子公司情况

业务	主要产品	从事业务的子公司
生猪养殖	商品种猪、商品猪	爱森公司、江苏梅林
生猪屠宰	冷鲜肉、冷冻肉、热鲜肉	爱森公司、淮安苏食、梅林重庆
肉制品加工	灌肠类、速冻调理品、酱卤制品、腌腊制品	淮安苏食、梅林重庆
	以午餐肉为主的罐头产品	梅林食品、梅林绵阳、梅林荣成、梅林捷克
肉食品分销	通过菜场、超市专柜及专营店出售猪肉及肉类制品	爱森公司、苏食肉品、梅林重庆

资料来源：公司公告、安信证券研究中心 注：肉制品加工之罐头食品业务在综合食品中单独分析；

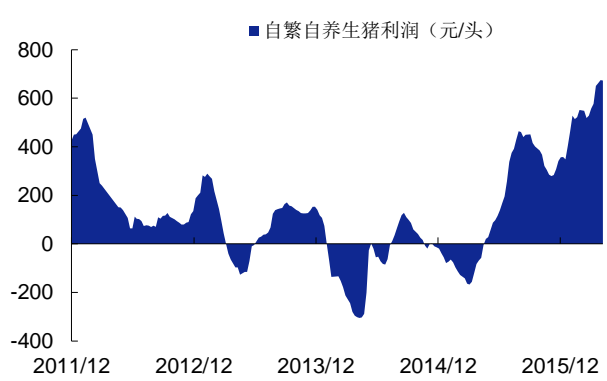
公司养殖生猪出栏稳步扩大，将受益于当前生猪价格高景气。江苏梅林生猪业务注入后，预计增加年出栏 70-80 万头，加上原先爱森年出栏 20-30 万头，因此公司 2016 年预计生猪出栏 100 万头左右。当前生猪价格持续保持高景气度，5 月生猪均价已上涨至 20 元/千克以上，仔猪均价更是涨至 64 元/千克水平之上，我们假设头均盈利 500 元/头，并考虑公司持有江苏梅林 51% 股权，保守预计生猪养殖业务将增厚公司全年净利润 2-2.5 亿元左右。

图 28：生猪价格景气度持续提升（元/千克）



资料来源：中国畜牧业信息网、安信证券研究中心

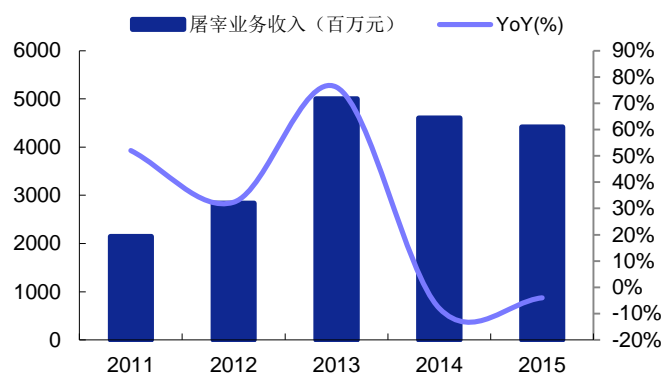
图 29：生猪养殖利润 2015 年下半年以来不断提升



资料来源：Wind、安信证券研究中心

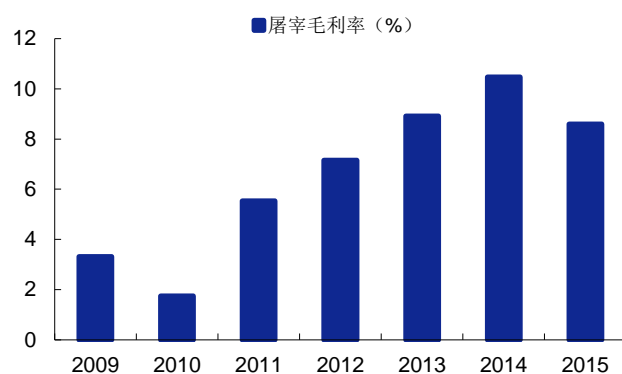
公司猪肉屠宰业务主要通过爱森公司、淮安苏食及重庆梅林等子公司开展。2012 年收购苏食集团肉类业务后，公司屠宰业务上一台阶，2013 年屠宰业务收入达 50 亿元。2015 年公司屠宰业务收入为 44.2 亿元，同比下降 4%；公司屠宰业务毛利率近年来总体保持稳定，2015 年毛利率为 8.6%。

图 30: 公司屠宰业务收入及增速



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 31: 屠宰业务 2015 年毛利率为 8.6%



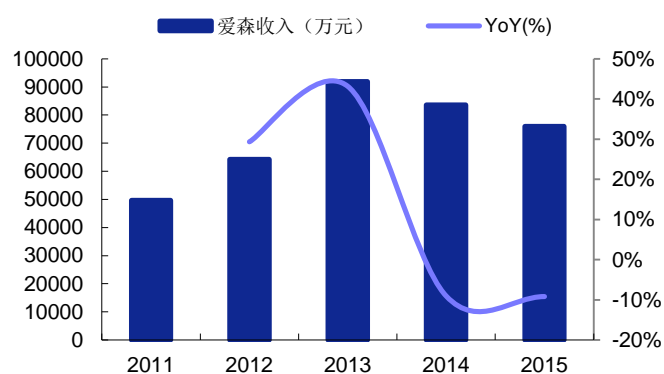
资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

2.3.1. 爱森: 上游产能保障, 下游拓展直销门店

上海爱森肉食品公司主要生产销售“爱森”牌冷鲜猪肉和种猪, 品牌定位中高端, 毛利率水平预计在 20% 左右, 公司目前已在上海市区及长三角地区开设超市门店及“爱森优选”专卖店 800 余家。公司冷却猪肉业务实行产业链一条龙经营模式, 上游生猪出栏规模在 25-30 万头左右, 自身拥有产能约 70 万头的屠宰加工厂, 有效保障了下游门店的自有猪肉供应。爱森猪肉业务 2015 年收入规模为 7.6 亿元。

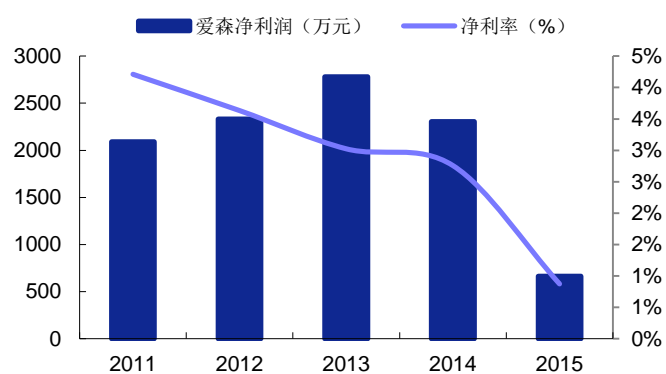
未来爱森公司将继续拓展上下游, 一方面在上游稳步扩大生猪养殖规模, 在上海崇明、江苏海丰分别建设年出栏 4.9 万头和 5 万头的生猪养殖场; 一方面在下游逐步开设爱森优选直销连锁门店 600 余家, 继续推进在上海地区的营销网络布点。

图 32: 爱森收入及增速



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 33: 爱森净利率 2015 年有所下降



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

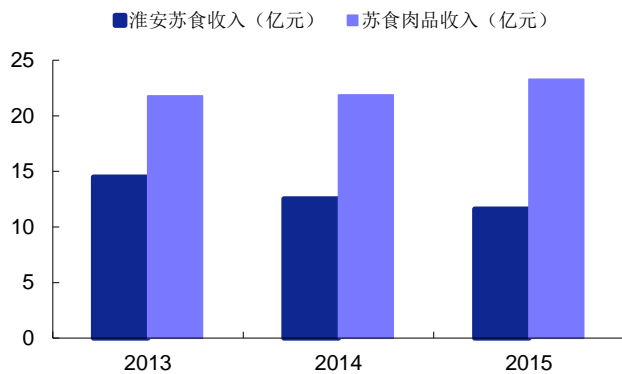
2.3.2. 苏食: 基本覆盖长三角, 卖场渠道为主

公司 2012 年 9 月收购苏食集团旗下肉类业务资产苏食肉品和淮安苏食各 60% 股权, 将肉类业务实质性拓展至长三角地区。

苏食肉品 2015 年销售规模达 23.3 亿元, 净利润 3769 万元, 其加工及销售网络主要集中在上海和江苏地区, 并辐射浙江及安徽等地。公司销售渠道以大卖场与零售门店为主, 是大润发、苏果、欧尚、麦德龙、家得利等大型商超 700 余家门店畜禽产品的主供应商, 保持稳定良好的合作关系。

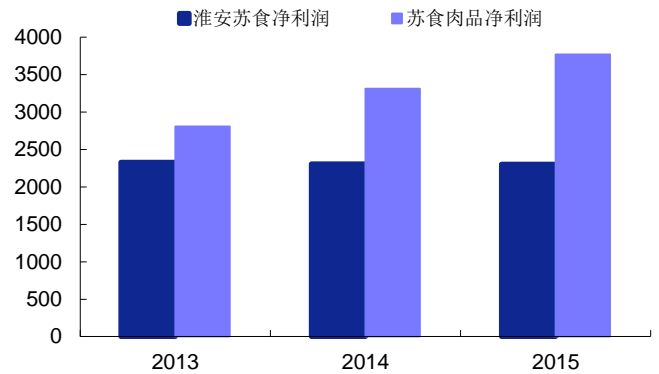
淮安苏食则以生猪屠宰加工业务为主, 目前拥有 3 条生猪屠宰线, 年屠宰产能达 120 万头。公司 2015 年收入规模达 11.6 亿元, 净利润 2303 万元。苏食板块肉类业务协同性强, 在长三角地区渠道优势稳固, 业绩总体保持稳定。

图 34：苏食板块收入规模（亿元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心 注：两者之间有部分关联交易

图 35：苏食板块净利润规模（万元）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 36：苏食肉品长三角大卖场渠道销售稳定



资料来源：苏食网站、安信证券研究中心

图 37：苏食肉品加工及冷链物流基本覆盖长三角地区



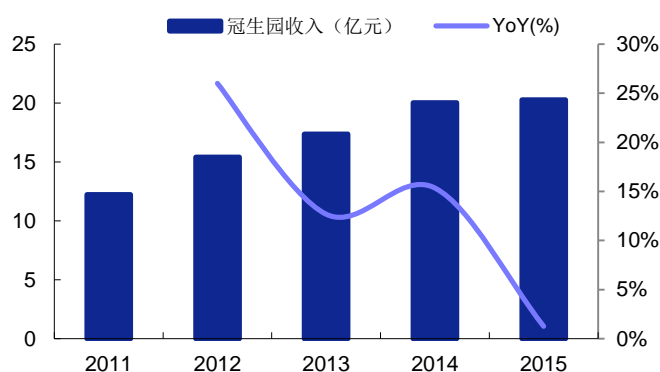
资料来源：苏食网站、安信证券研究中心

3.综合食品业务：罐头业务有望加速改善，休闲食品贡献稳定现金流

3.1.休闲食品：纯正“现金牛”业务

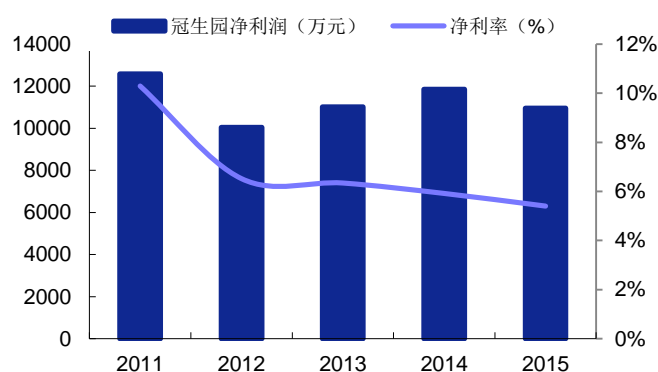
公司于 2011 年收购冠生园集团全部食品主业经营性资产，将大白兔奶糖、冠生园蜂蜜以及华佗药酒等历史悠久的著名品牌纳入旗下。收购后，冠生园食品收入规模保持稳定增长，从 2011 年的 12 亿元增至 2014 年的 20 亿元，期间 CAGR 达 17.9%；净利润则保持稳定，2011-2015 年净利润规模均在 1-1.2 亿左右，2015 年净利润为 1.1 亿元，对公司整体利润贡献颇为重要，稳定现金牛特性显著。冠生园食品业务以奶糖和蜂蜜为主，药酒及调味品为辅。收入结构来看，预计奶糖和蜂蜜占比在 60%左右。

图 38：冠生园收入及增速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 39：冠生园净利润及净利率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3.1.1.大白兔奶糖：老品牌焕发新光彩

大白兔奶糖老少皆知，品牌美誉度享誉全国，在细分奶糖市场占有率稳居第一。为避免品牌老化，告别过去十分单一的产品类型，近年来大白兔奶糖在新品推出、包装选择（大小包装、礼盒装等）、时尚元素方面有所突破，近期与法国 agnes b.公司推出跨界产品“大白兔-agnes b.”糖果礼盒便是例证，礼盒首批推出粉蓝经典原味奶糖和粉红外豆奶糖两款包装，目前电商零售价在 68 元/128g。可以看出，公司也在通过产品品类丰富和营销创新来提升大白兔奶糖的产品附加值。此外，公司在渠道上也积极拥抱电商，期待大白兔焕发新光彩，未来稳定增长依旧可期。

3.1.2.冠生园蜂蜜：历久弥坚，持续创新

公司冠生园食品旗下蜂蜜产品在细分市场内同样稳居前列，瓶装蜂蜜销售额多年位列全国市场首位，上海市场占有率高达 70%左右。公司还通过产品线延伸，不断推出相关新品种，目前冠生园蜂制品已形成蜂蜜、蜂胶、皇浆、果茶等系列产品。

图 40：新品大白兔-agnes b.糖果礼盒蕴含时尚元素



图 41：冠生园蜂蜜瓶装 900g 包装为电商常年爆款



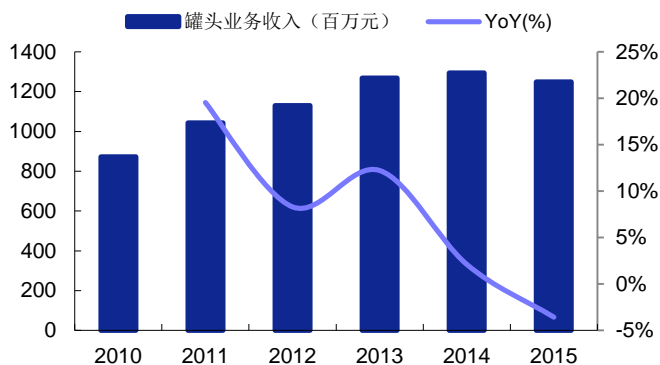
资料来源：互联网、安信证券研究中心

资料来源：天猫、安信证券研究中心

3.2. 罐头食品：亏损公司拖累业绩，未来有望加速剥离

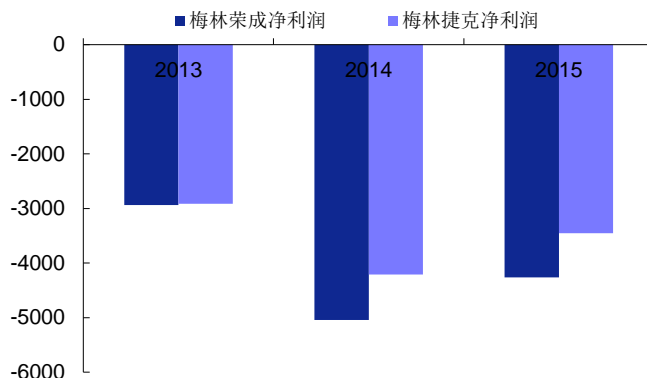
公司以罐头食品业务起家，主要从事罐头食品业务的公司为梅林食品、梅林绵阳、梅林荣成和梅林捷克等子公司。2010年以来，公司罐头食品业务收入保持稳定增长，2015年全年收入达12.5亿元。但由于近年来，梅林荣成、梅林捷克子公司经营不善，长期处在亏损状态，对罐头整体业务拖累较为明显。

图 42：罐头食品业务历年收入及增速



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

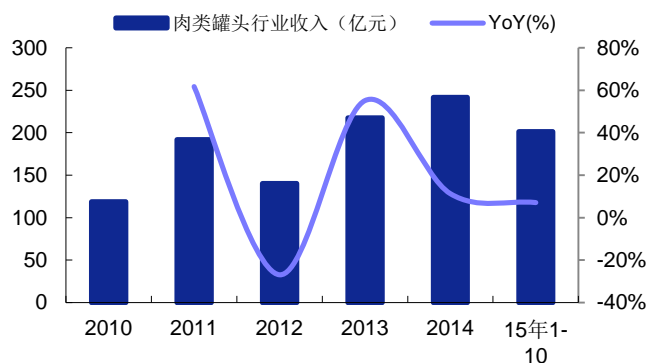
图 43：亏损子公司拖累罐头业务业绩



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

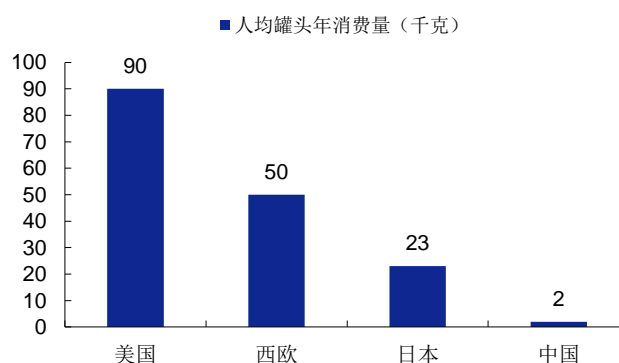
罐头食品具有保质期长、食用方便、安全卫生、营养健康等特点，消费群体涵盖广泛，随着生活节奏加快以及消费观念转变，罐头食品日益受到消费者欢迎，近年来行业发展稳定。内需方面，从人均消费量来看，国内罐头食品消费水平远低于国外发达国家，未来仍有较大提升空间。外销方面，受益于欧美、东南亚等国家对于罐头食品消费的稳定增长，国内具有品牌和产能优势的罐头企业出口仍将保持增长态势。

图 44：肉类罐头行业收入及增速



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 45：国内罐头食品消费仍有提升空间



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司梅林牌食品已有80多年历史，罐头食品的品牌力强，在肉类罐头行业内市场份额稳居前列，出口欧美、日本等50多个国家地区。未来罐头业务改善将来自三大方面：产能扩张、品类创新、剥离亏损业务。

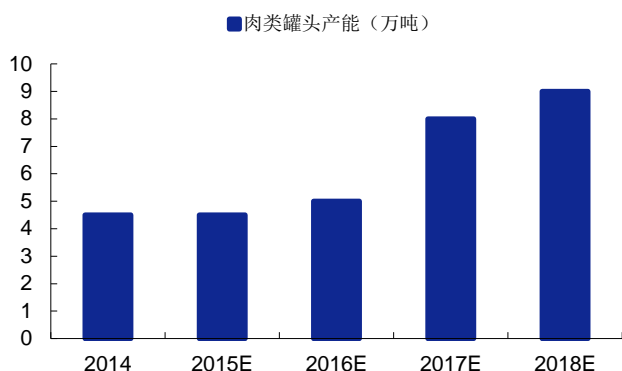
1) 梅林食品和梅林绵阳继续扩大产能满足需求。梅林食品和梅林绵阳相对收入体量大，盈利较为稳定。两家子公司目前产能利用率已接近饱和，2014年募投项目年产5万吨罐头改造项目（梅林食品）、年产4万吨猪肉罐头生产线技改项目（梅林绵阳）未来投产后，将大大改善当前产能不足现状，有效扩大经营规模。

2) 内销市场，加快品类创新以及渠道创新。公司通过品类创新、渠道多元化等手段力图实

现传统罐头食品业务的稳定增长。公司罐头食品不断推出新品类，品类包装更加注重时尚元素，如采用韩式包装以吸引年轻消费群体等。

3) 新管理层加速剥离亏损业务。梅林荣成与梅林捷克由于历史遗留、产品结构等原因多年来业绩亏损。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。我们认为，加快剥离亏损子公司业务，对公司短期收入影响较小，且有利于节约成本及财务费用，对改善公司整体业绩带来积极作用。

图 46: 公司罐头产能稳步扩大



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 47: 公司肉类罐头品种多样



资料来源: 1 号店网站、安信证券研究中心

表 2: 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%; 重庆梅林为屠宰子公司。

3.3. 烘焙食品: 牛奶棚深耕上海市场, 逐步辐射江浙一带

公司此前收购牛奶集团下属上海牛奶棚食品有限公司 66.27% 股权, 牛奶棚公司主要业务为烘焙食品的生产及销售, 并搭配部分乳制品销售。目前牛奶棚零售门店数在 200 家以上, 主要集中在上海地区。公司 2015 年营业收入从上年的 2.2 亿元快速增长至 6.4 亿元, 2012-2014 年公司主营收入复合增长超 15%, 未来在烘焙行业快速增长、公司门店稳步扩张的带动下, 预计牛奶棚仍将保持良好成长性。

图 48：梅林收购后新的门店设计



资料来源：公司网站、安信证券研究中心

图 49：与冠生园食品合作，实现品牌优势与渠道互补



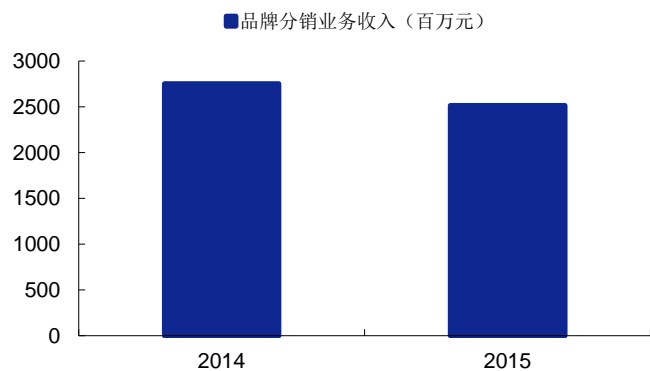
资料来源：公司网站、安信证券研究中心

3.4 食品分销业务：便利店转型“光明里”，专注品牌食品销售

公司食品分销业务包括进出口贸易、便利连锁店、电话及线上产品销售等业务，从事子公司分别为外卖公司、正广和便利连锁、正广和网购等。目前食品分销业务收入规模较大，但盈利水平普遍较低。

公司子公司正广和网购旗下“光明便利”正逐步转型为“光明里”食品连锁专卖店。上海地区便利连锁店品牌众多，竞争较为激烈，旗下光明便利直营店数量较少、规模效应不明显，产品并无差异化导致盈利较差。转型光明里，将调整产品结构，专注即食类、生鲜类及进口类食品销售，有望通过差异化竞争提升盈利水平。截止 2015 年 8 月，公司光明里门店 81 家，余下光明便利直营门店 58 家。

图 50：品牌分销业务收入规模



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 51：光明里上海门店



资料来源：大众点评网、安信证券研究中心

4. 未来盈利能力提升的三大看点

通过以上业务梳理，初看梅林业务繁杂，但细看则可清晰看出梅林未来发展的业务重点和战略导向。**在大股东光明集团的战略定位和支持下，未来梅林将作为肉类资产核心运营平台定位不会发生变化，且只会强化。**肉类资产持续注入、强力支持海外收购 SFF 便是集团支持梅林做大肉类的例证。在此基础上，随着以沈总为主的新管理层入主梅林，强调内部精细化管理和市场化激励，预计将给上海国资下长期盈利能力较弱的老梅林带来新气息和新变化。

我们认为，梅林当前在业务继续外延深化和管理趋于精细化市场化的双重作用下，业绩真正拐点已经到来，预计收入在牛肉产业布局后将得到大幅提升，盈利能力逐步改善，净利率有望从不到 2% 提升到 5% 以上的合理水平。

4.1. 内部管理提升，激励机制有望改善

新管理层以事业部制为基础、市场化考核为导向，对梅林老国企存在的内部管理相对落后、市场反应相对滞后等问题率先开刀。内部管理改善将是一个持续性和渐变式的过程，但我们从事业部改革、对电商等新业务逐步重视、亏损业务坚决整合等多方面可见一斑。从国企改革的角度看，公司存在较为强烈的国改预期。一方面，梅林是上海国资平台下面盈利能力较为疲弱的业务，加之体量较大，若率先国改突破业绩改善显著；另一方面，公司此前 2013 年计划推出股权激励方案，但随后因 2015 年初公司换届及拟筹划重大资产重组而有所放缓，我们认为，重大资产重组若顺利完成，公司国企改革仍能继续推进，在公司主业清晰、内部管理提升等情况下，激励机制的完善将利好公司长远发展。

4.2. 站上牛肉风口，关注肉食业务协同效应

公司公告拟收购新西兰 SFF 公司 50% 股权，布局海外牛肉产业对于公司具有重大意义，一方面符合公司贯彻集团继续做大肉类规模和体量的思路，另一方面，走出去布局牛肉产业链对公司肉类业务盈利质量提升更为关键。SFF 是新西兰最大的牛羊肉屠宰加工企业，若收购成功，公司将获得新西兰 25% 以上的优质稳定牛羊肉上游资源，将有力支持公司未来向高档牛羊肉类产品进军。加上旗下联豪品牌成长迅速，已初步建立“商超专柜+专卖店+全国加盟店+电商”的全面立体销售网络。公司明确未来牛肉与猪肉业务战略齐头并进，公司牛肉产业链已初具雏形，在收购完成后，海外优质资源+品牌+渠道的牛肉产业链将更趋完善，公司有望一跃成为国内综合竞争力领先的牛羊肉龙头。

牛肉作为高端肉代表，在当前供需结构、消费升级的双重作用下，有望成为消费端的一大风口。公司牛肉业务产业链不断完善，品牌渠道更是优势明显，业务规模有望快速做大，站上牛肉消费的最大风口。我们预计 SFF 公司 16 年下半年并表，有望贡献 1 亿元左右利润。此外，还应关注公司肉食业务之间协同效应的不断加强。

4.3. 亏损企业加速出清，轻装上阵再出发

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、梅林湖北停产歇业、梅林荣成停产处理以及转让重庆梅林股权等，这符合新管理层市场化管理和业绩导向的思路，以上罐头食品及屠宰子公司资产质量较低，盈利能力差，基本处于多年亏损状态。我们认为，公司加快亏损企业清理，对公司短期收入规模影响不大，但对业务结构调整和业绩改善有着较为积极的作用，有利于未来公司轻装上阵，聚焦资源发展肉类优势产业。

5. 盈利预测与投资建议

考虑收购 SFF 公司在 16 年下半年并表的情况下，我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 195.9 亿元、266.4 亿元、286.4 亿元，分别增长 60%、36%、8%。公司 2016-2018 年归属母公司净利润分别为 4.5 亿元、5.5 亿元、6.4 亿元，分别同比增长 177%、21%、18%，对应 2016-2018 年 EPS 分别为 0.48 元、0.58 元、0.69 元。

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。我们继续维持公司买入-A 投资评级及 6 个月目标价 16 元，当前股价对应 2017 年 PE 仅 19 倍。

6. 风险提示：

影响公司投资价值的可能风险：海外收购 SFF 进度低于预期致使公司进军景气牛羊肉的逻辑不能较早兑现；公司主营食品，包括生鲜肉食，对食品安全风险敏感；存在亏损企业处理进度低于预期风险，尤其是或有负债的影响；猪周期向下带来的盈利风险。

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
						应收帐款周转天数	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%

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,725.7	2,048.8	2,937.9	3,995.5	4,296.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款	622.2	891.1	1,687.6	1,703.2	1,949.9
应收票据	26.3	7.6	79.4	91.0	107.0
预付帐款	185.0	356.0	399.5	696.9	443.9
存货	815.2	1,333.4	1,980.8	2,588.9	2,287.5
其他流动资产	277.6	38.3	158.0	98.2	128.1
可供出售金融资产	29.5	54.7	54.7	54.7	54.7
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	274.9	287.8	287.8	287.8	287.8
投资性房地产	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9
固定资产	1,287.2	1,540.8	1,449.8	1,460.7	1,479.5
在建工程	58.9	52.0	53.9	142.7	204.9
无形资产	215.7	213.5	208.0	202.5	196.9
其他非流动资产	833.5	860.7	708.2	730.1	697.6
资产总额	6,357.2	7,689.8	10,010.4	12,057.1	12,138.9
短期债务	1,476.2	1,495.2	1,895.4	2,246.5	1,948.6
应付帐款	812.9	1,548.8	1,949.6	2,974.4	2,226.7
应付票据	1.3	52.7	22.8	66.3	14.8
其他流动负债	603.5	708.4	1,420.4	1,189.2	1,746.6
长期借款	19.0	9.0	18.4	24.4	0.0
其他非流动负债	271.1	291.3	246.5	269.7	269.2
负债总额	3,184.1	4,105.4	5,553.2	6,770.4	6,206.0
少数股东权益	283.3	616.4	767.1	949.0	1,163.7
股本	937.7	937.7	937.7	937.7	937.7
留存收益	1,946.9	2,011.5	2,752.4	3,399.9	3,831.5
股东权益	3,173.1	3,584.3	4,457.3	5,286.7	5,932.9

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	128.9	227.1	452.3	545.6	644.1
加:折旧和摊销	131.1	176.1	139.6	155.8	174.5
资产减值准备	40.5	50.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	114.1	67.2	46.8	51.5	56.7
投资损失	(31.5)	(31.4)	(31.7)	(31.5)	(31.5)
少数股东损益	26.6	63.6	150.8	181.9	214.7
营运资金的变动	(267.8)	(41.3)	(481.0)	(29.9)	46.5
经营活动产生现金流量	158.7	239.5	276.8	873.3	1,105.0
投资活动产生现金流量	(288.0)	230.7	(13.3)	(218.5)	(218.5)
融资活动产生现金流量	823.4	(353.3)	625.6	402.8	(586.0)

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.05	0.17	0.48	0.58	0.69
BVPS(元)	3.08	3.17	3.94	4.63	5.09
PE(X)	227.9	64.3	23.2	19.3	16.3
PB(X)	3.6	3.5	2.8	2.4	2.2
P/FCF	152.3	43.4	33.3	13.2	39.5
P/S	1.0	0.9	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	23.3	29.5	10.4	8.2	6.7
CAGR(%)	115.5%	55.8%	54.0%	115.5%	55.8%
PEG	2.0	1.2	0.4	0.2	0.3
ROIC/WACC	0.6	0.9	2.6	2.6	2.9
REP	5.5	5.5	1.2	1.1	0.9

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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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