

牛羊肉战略效果显现，17年银蕨并表贡献业绩弹性

■事件：公司发布2016年报及17年一季度报，公司2016年实现营收138.3亿元，同比增长13.1%；归属母公司净利润2.6亿元，同比增长56.9%；扣非净利润2.1亿元，同比增长32.9%。EPS为0.27元。单4季度实现营收41.0亿元，归属母公司净利润-3402万元。公司2017年一季度实现营收63.1亿元，同比增长76.6%，归属母公司净利润1.8亿元，同比增长44.2%。公司17年目标实现营收220亿元。

■银蕨并表贡献业绩，联豪品牌加快扩张，牛羊肉战略效果显现。银蕨公司于2016年12月起纳入合并报表，2016年银蕨并表贡献收入9.0亿元，毛利率为9.9%，由于2016年银蕨公司受屠宰量下降及主要出口市场下滑等影响，全年银蕨并表利润贡献小。银蕨2017年开始业绩显著改善，1季度预计贡献归母净利润4000-5000万元，主要原因在于：新西兰当地气候好转，屠宰量有所恢复；梅林增资收购后，银蕨财务费用及运营成本逐步下降。未来银蕨将逐步加大深加工及自有品牌产品销售比例，正积极筹划成立银蕨中国销售公司，深耕国内牛羊肉市场。国内联豪品牌则继续加快扩张，成长性突出。2016年联豪食品实现营收6.3亿元，净利润5017万元，分别同比增长50.2%和272.2%，净利率提升至8.0%。联豪已实现全国化渠道布局，线上业务增长迅速，未来力争成为主打家庭牛排产品的标杆企业。我们继续看好国内牛羊肉消费景气度持续提升，公司牛羊肉业务将打造“品牌+全国化渠道+优质海外资源布局”商业模式，受益肉类消费结构升级，未来有望成为国内牛羊肉行业的潜在龙头。

■养殖业务积极贡献业绩，传统罐头及综合食品业务表现稳定。养殖业务方面，全年生猪养殖收入15.6亿元，同比增长达349.3%，毛利率为19.65%，同比提升1.27pct。其中江苏梅林畜牧实现收入16.5亿元，净利润达3.7亿元，并表业绩贡献达1.8亿元。2017年一季度预计养殖业务仍贡献稳定业绩。屠宰业务方面，2016年冷鲜猪肉收入37.9亿元，同比下降14.2%，随着猪价有所调整，自16年下半年起盈利有所回升，全年毛利率达15%，同比提升6.4pct。2017年1季度预计屠宰业务盈利继续好转。传统罐头食品和综合食品业务方面，收入小幅下滑，盈利则保持平稳，分别实现收入11.6亿元和18.4亿元，同比下降7.1%和7.6%；罐头业务毛利率29.1%，同比下降0.13pct，综合食品业务毛利率为27.62%，同比提升2.52pct，主要系冠生园实施大白兔奶糖等产品升级所致，全年冠生园实现净利润1.3亿元，同比增长达18.7%。

■盈利能力逐步提升，亏损企业清理进入尾声。公司2016年全年净利率为3.3%，若剔除重庆梅林计提资产减值准备因素，全年净利率在4%以上，2017Q1净利率继续提升至4.7%。公司逐步重视经营效率提升，实施事业部制加强精细化管理，针对传统经营业务积极挖潜提升盈利能力，同时对亏损企业进行全面盘点清理，目前针对罐头和屠宰亏损子公司湖北梅林、荣成梅林及重庆梅林的清理工作已进入尾声，其中重庆梅林2016年计提资产减值准备1.68亿元，全年亏损1.95亿元，预计从2018年起将停止亏损影响，对后续盈利能力提升有积极影响。此外，银蕨业务板块方面，并表后将对公司收入规模提升显著，未来随着公司介入银蕨实际经营，整合国内业务逐步开展后，银蕨板块盈利水平也有望逐步提升。

■投资建议：公司高度聚焦肉类主业战略清晰，银蕨并表积极贡献业绩，中长期继续看好公司牛羊肉战略深入实施。预计2017-19年EPS为0.47/0.59/0.73元，维持买入-A评级及6个月目标价16元，对应18年PE为27倍左右。

■风险提示：SFF业绩低于预期；国企改革进度低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	12,233.4	13,833.6	23,743.0	25,313.8	26,663.3
净利润	163.5	256.5	436.0	550.0	680.8
每股收益(元)	0.17	0.27	0.47	0.59	0.73
每股净资产(元)	3.17	3.41	3.77	4.21	4.75
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.0	36.3	21.4	16.9	13.7
市净率(倍)	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1
净利率	1.3%	1.9%	1.8%	2.2%	2.6%
净资产收益率	5.5%	8.0%	12.3%	13.9%	15.3%
股息收益率	0.0%	0.6%	1.2%	1.5%	1.8%
ROIC	8.7%	17.0%	14.5%	19.8%	21.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

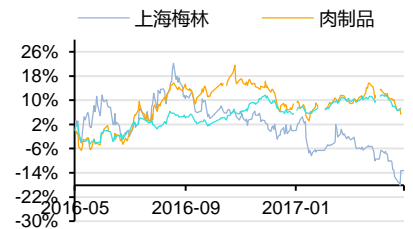
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价：16.00元
股价(2017-05-01) 9.93元

交易数据

总市值(百万元)	9,311.65
流通市值(百万元)	9,311.65
总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	937.73
12个月价格区间	9.38/13.99元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.14	-6.97	-11.97
绝对收益	-4.24	-7.11	-4.61

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：上海梅林点评	2016-12-07
上海梅林：上海梅林：重组审批障碍扫清，加码布局牛羊肉景气行业	2016-09-21
上海梅林：上海梅林：养殖大年利润贡献大，期待并购和国企改革	2016-08-18
上海梅林：上海梅林：国企改革预期持续升温，收购SFF预计将平稳落地	2016-07-29
上海梅林：上海梅林：猪周期业绩保障，海外并购明晰中长期成长	2016-05-24

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	12,233.4	13,833.6	23,743.0	25,313.8	26,663.3	成长性					
减:营业成本	10,445.0	11,565.8	19,944.2	21,111.7	22,077.2	营业收入增长率	15.8%	13.1%	71.6%	6.6%	5.3%
营业税费	40.3	55.7	87.6	92.9	101.2	营业利润增长率	50.7%	87.6%	87.8%	27.1%	24.5%
销售费用	1,046.4	1,092.3	1,946.9	2,079.9	2,160.8	净利润增长率	254.5%	56.9%	70.0%	26.1%	23.8%
管理费用	397.7	461.1	831.0	911.3	933.2	EBITDA 增长率	19.7%	55.0%	53.2%	24.6%	22.7%
财务费用	42.6	28.0	30.8	33.9	37.3	EBIT 增长率	16.6%	69.5%	83.3%	26.5%	24.1%
资产减值损失	50.0	195.2	50.0	35.0	40.0	NOPLAT 增长率	47.7%	91.2%	56.8%	26.5%	24.1%
加:公允价值变动收益	0.0	(16.5)	(29.8)	5.0	6.6	投资资本增长率	-2.5%	83.9%	-7.1%	15.6%	-3.9%
投资和汇兑收益	31.4	36.9	33.2	33.8	34.6	净资产增长率	13.0%	43.5%	11.0%	12.4%	13.7%
营业利润	242.9	455.8	856.0	1,087.9	1,354.8	利润率					
加:营业外净收支	49.2	66.4	38.5	40.4	41.6	毛利率	14.6%	16.4%	16.0%	16.6%	17.2%
利润总额	292.2	522.2	894.5	1,128.3	1,396.4	营业利润率	2.0%	3.3%	3.6%	4.3%	5.1%
减:所得税	65.1	64.3	223.6	282.1	349.1	净利润率	1.3%	1.9%	1.8%	2.2%	2.6%
净利润	163.5	256.5	436.0	550.0	680.8	EBITDA/营业收入	3.5%	4.9%	4.3%	5.1%	5.9%
						EBIT/营业收入	2.3%	3.5%	3.7%	4.4%	5.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	42	57	42	39	38
货币资金	2,048.8	3,309.2	3,561.5	3,797.1	3,999.5	流动营业资本周转天数	12	16	12	13	15
交易性金融资产	0.0	11.3	3.8	5.0	6.7	流动资产周转天数	123	154	124	128	128
应收帐款	891.1	1,653.5	1,782.7	2,034.3	2,226.9	应收帐款周转天数	22	33	26	27	29
应收票据	7.6	9.3	47.5	40.8	48.2	存货周转天数	32	40	35	37	36
预付帐款	356.0	300.3	782.0	389.9	821.9	总资产周转天数	207	251	191	190	188
存货	1,333.4	1,706.2	2,965.9	2,281.1	3,048.3	投资资本周转天数	74	92	67	65	65
其他流动资产	38.3	173.3	105.8	139.5	122.7	投资回报率					
可供出售金融资产	54.7	48.0	48.0	48.0	48.0	ROE	5.5%	8.0%	12.3%	13.9%	15.3%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	3.0%	4.0%	4.9%	6.5%	7.1%
长期股权投资	287.8	363.8	363.8	363.8	363.8	ROIC	8.7%	17.0%	14.5%	19.8%	21.2%
投资性房地产	4.9	4.6	4.6	4.6	4.6	费用率					
固定资产	1,540.8	2,814.2	2,756.1	2,786.8	2,816.2	销售费用率	8.6%	7.9%	8.2%	8.2%	8.1%
在建工程	52.0	170.4	136.8	200.8	245.5	管理费用率	3.3%	3.3%	3.5%	3.6%	3.5%
无形资产	213.5	214.8	208.6	202.5	196.3	财务费用率	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	860.7	784.2	835.1	803.6	748.9	三费/营业收入	12.2%	11.4%	11.8%	12.0%	11.7%
资产总额	7,689.8	11,563.1	13,602.2	13,097.7	14,697.4	偿债能力					
短期债务	1,495.2	2,538.9	2,550.0	2,710.3	1,791.1	资产负债率	53.4%	55.5%	58.0%	51.0%	50.3%
应付帐款	1,548.8	1,959.4	3,320.2	2,676.0	3,381.3	负债权益比	114.5%	124.8%	138.1%	104.0%	101.4%
应付票据	52.7	19.4	94.4	31.7	97.2	流动比率	1.23	1.31	1.22	1.36	1.45
其他流动负债	708.4	960.7	1,625.6	949.3	1,814.0	速动比率	0.88	1.00	0.83	1.01	1.02
长期借款	9.0	603.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	6.71	17.28	28.79	33.11	37.35
其他非流动负债	291.3	338.1	300.2	309.9	316.1	分红指标					
负债总额	4,105.4	6,419.5	7,890.4	6,677.2	7,399.8	DPS(元)	0.00	0.06	0.12	0.15	0.18
少数股东权益	616.4	1,944.5	2,179.3	2,475.5	2,842.0	分红比率	0.0%	21.9%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	937.7	937.7	937.7	937.7	937.7	股息收益率	0.0%	0.6%	1.2%	1.5%	1.8%
留存收益	2,011.5	2,267.7	2,594.7	3,007.3	3,517.8						
股东权益	3,584.3	5,143.5	5,711.8	6,420.5	7,297.6						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	227.1	457.9	436.0	550.0	680.8	EPS(元)	0.17	0.27	0.47	0.59	0.73
加:折旧和摊销	176.1	217.7	142.9	161.5	182.0	BVPS(元)	3.17	3.41	3.77	4.21	4.75
资产减值准备	50.0	195.2	0.0	0.0	0.0	PE(X)	57.0	36.3	21.4	16.9	13.7
公允价值变动损失	0.0	16.5	(29.8)	5.0	6.6	PB(X)	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1
财务费用	67.2	43.8	30.8	33.9	37.3	P/FCF	38.5	-48.3	57.0	199.3	-198.0
投资损失	(31.4)	(36.9)	(33.2)	(33.8)	(34.6)	P/S	0.8	0.7	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	63.6	201.4	234.8	296.2	366.6	EV/EBITDA	29.5	18.0	9.7	8.0	6.1
营运资金的变动	(41.3)	510.0	204.7	(554.1)	309.7	CAGR(%)	55.0%	31.8%	109.7%	55.0%	31.8%
经营活动产生现金流量	239.5	1,161.0	986.2	458.6	1,548.3	PEG	1.0	1.1	0.2	0.3	0.4
投资活动产生现金流量	230.7	(185.4)	3.4	(218.7)	(218.7)	ROIC/WACC	1.0	2.0	1.7	2.3	2.4
融资活动产生现金流量	(353.3)	245.6	(737.3)	(4.3)	(1,127.1)	REP	5.1	1.4	1.4	0.9	0.8

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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