

上海梅林 (600073.SH) 软饮料行业

评级：买入 首次评级

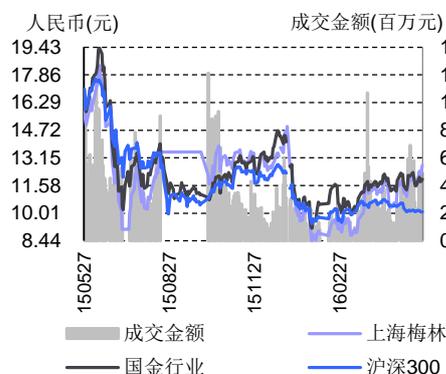
公司研究

市场价格 (人民币): 12.74 元
目标价格 (人民币): 15.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	937.73
总市值(百万元)	11,946.67
年内股价最高最低(元)	18.44/8.44
沪深 300 指数	3064.21
上证指数	2822.44



做大做强肉类业务, 猪肉+牛肉双链保盈利

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.073	0.174	0.427	0.381	0.480
每股净资产(元)	3.39	3.17	3.65	4.03	4.51
每股经营性现金流(元)	0.29	0.26	0.70	0.59	0.67
市盈率(倍)	129.36	81.16	27.07	30.35	24.10
行业优化市盈率(倍)	76.41	106.35	88.28	88.28	88.28
净利润增长率(%)	-56.22%	140.45%	144.89%	-10.80%	25.94%
净资产收益率(%)	2.14%	5.51%	11.71%	9.46%	10.64%
总股本(百万股)	937.73	937.73	937.73	937.73	937.73

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **短期生猪养殖业务提升利润:** 上海梅林 2015 年与上海农场合资成立江苏梅林畜牧公司 (占比 51%), 2016 年预计出栏量约为 70-80 万头, 叠加爱森原有 20-30 万头, 预计总出栏量 100 万头; 16Q1 生猪业务已贡献利润超 1 亿元, 我们预计猪价有望继续保持高景气度, 若按照头均 650 元的盈利水平, 则全年生猪养殖可贡献利润 3-3.25 亿元。

■ **长期看牛肉产业布局:** 上海梅林公告收购 SFF50% 股权已通过商务部反垄断审查, 尚需获得新西兰方面同意, 我们预计 SFF16H2 可实现报表。SFF 是新西兰最大的肉类加工企业, 牛肉年产量约为 15.5 万吨, 屠宰量达 120 万头。若按照 14 年出口的比例, 牛肉 12% 出口到中国, 则梅林拥有至少约为 1.9 万吨的牛肉进口量。未来公司将会努力利用银蕨的品牌效应, 打造全产品体系, 以及对接上海梅林现有渠道通路, 进一步完善牛肉从原料到渠道的全产业链覆盖。

■ **亏损企业加速清理, 新管理层提升效率:** 2015 年年底新管理层上任, 强调降本、增效率, 着手开始清理亏损公司, 并对事业部开始市场化考核。我们认为加速清理亏损子公司, 有利于费用端的改善, 体现了新管理层的改革决心, 将会给公司整体效率的提升带来积极作用。

投资建议

■ 上海梅林未来 6 个月内仍然有望受益于猪周期, 生猪养殖业务依然贡献较大利润。中长期则希望, 梅林成功打造 SFF 进口牛肉的品牌, 嫁接现有华东市场渠道, 做大市场份额, 同时积极改善 SFF 的牛产品结构, 带来利润端的进一步改善。

估值

■ 若不考 SFF 利润并表, 受益于生猪养殖, 预计 2016 年总体利润可达 4 亿元, 2017/18 年利润分别为 3.57 亿元/4.5 亿元, 对应 EPS 分别为 0.427 元/0.381 元/0.480 元。

■ 我们预计 SFF 可在 16H2 并入报表, 若收入保持 10% 的增速, 利润率分别提升至 1.5%/2.0%/2.5%, 则预计对梅林利润贡献 2016-18 年分别为 0.46 亿元/1.35 亿元/1.86 亿元, 对应综合 EPS 分别为 0.476 元/0.525 元/0.678 元。

■ 我们综合选取肉制品、生猪养殖和牛肉公司作为可比对象, 结合可比公司估值, 我们给予上海梅林平均对应 2016 年业绩 35X 的估值, 目标价 15 元。

风险

■ 猪周期影响/食品业务持续下滑/牛肉运作不达预期

申晟

联系人
(8621)60230204
shensheng@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621) 60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

上海梅林公司简介	4
过去：食品品类贡献主要利润	4
休闲食品发展增速放缓，积极拓展合作新品	5
罐头亏损企业加速剥离，未来对利润侵蚀减少	5
管理层业务重组，剥离亏损企业	6
现在：受益于猪周期红利，养殖业务贡献利润	6
16H1 利润贡献主要来源于生猪屠宰	6
爱森：定位中高端冷鲜肉，扎根上海	7
苏食：辐射长三角地区，捆绑商超渠道	7
未来：期待进口牛肉风口发力	8
国内牛肉供不应求，靠进口补给	8
收购新西兰最大屠宰商 SFF，布局优质牛肉来源	9
盈利预测	11

图表目录

图表 1：公司股权结构	4
图表 2：公司收入（亿元）、利润率	4
图表 3：梅林肉业重组时间表	4
图表 4：公司分类收入占比（人民币百万）	5
图表 5：公司分类毛利占比（人民币百万）	5
图表 6：冠生园收入和增速（人民币百万）	5
图表 7：冠生园利润和利润率（人民币百万）	5
图表 8：罐头收入和增速（人民币百万）	6
图表 9：罐头利润和利润率（人民币百万）	6
图表 10：亏损公司清理	6
图表 11：梅林猪肉产业链公司	6
图表 12：22 个省市仔猪、生猪和猪肉价格（元/kg）	7
图表 13：梅林屠宰生鲜业务收入、毛利（人民币百万）	7
图表 14：爱森收入规模（人民币万元）	7
图表 15：爱森利润及利润率（人民币万元）	7
图表 16：苏食肉品收入及利润率（人民币万元）	8
图表 17：淮安苏食收入及利润率（人民币万元）	8
图表 18：中国牛肉消费量和产量（万吨）	8
图表 19：中国鲜牛肉、鲜肉总体消费量（万吨）	8
图表 20：中国肉牛存/出栏量（万头）	9
图表 21：年出栏为 50 头以上占比	9
图表 22：中国进口牛肉历史数据	9

图表 23: 2015 年进口国数量占比.....	9
图表 24: SFF 占新西兰的屠宰份额	10
图表 25: SFF 肉类收入分类占比 (2014 年)	10
图表 26: 新西兰主要肉类加工商 (2014)	10
图表 27: SFF 收入类别国别占比 (2014.9-2015.9)	10
图表 28: SFF 牛肉收入中国别占比	10
图表 29: SFF 历年收入、利润率.....	11
图表 30: SFF 历年费用率.....	11
图表 31: 上海联豪收入盈利预测 (亿元)	11
图表 32: 梅林现有业务拆分.....	12
图表 33: 可比公司估值.....	13

上海梅林公司简介

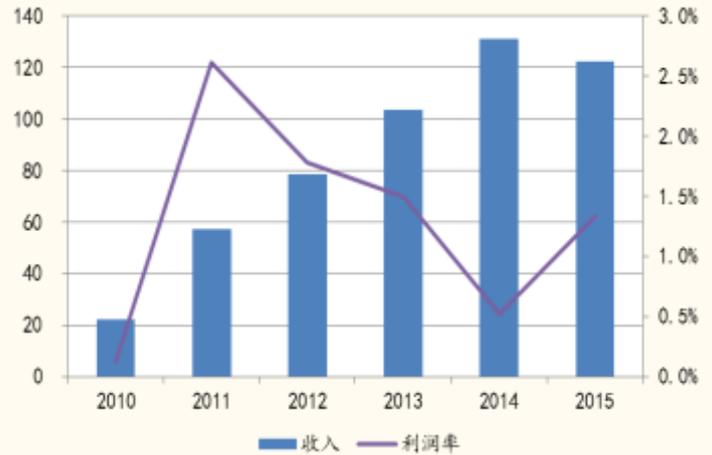
上海梅林是一家以生猪养殖，肉制品加工、罐头食品制造业以及进出口贸易为主的公司，旗下拥有“冠生园”、“大白兔”、“梅林”、“佛手”、“华佗”等著名商标。梅林隶属于光明食品集团，通过集团内部不断资源重新组合，2015年公司通过向同一集团下的牛奶集团和上海农场购买肉牛、饲料、生猪养殖等资产，梅林形成了完整的猪肉全产业链和牛肉全产业链，望弥补食品部分利润增速的不足。2016年公司计划实现营业收入130亿元，重点拓展“猪肉”和“牛肉”两条产业链。

图表 1：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司收入(亿元)、利润率



来源：国金证券研究所

截至2015年年底，公司实现营业收入122.3亿元，同一口径下下降-6.6%YoY，归母扣非净利1.6亿元，同比+56.2%YoY。16Q1公司实现营业收入35.74亿元，扣非净利1.19亿元，分别同比增长+27.1%/109.5%YoY，主要受益于公司旗下江苏梅林畜牧生猪养殖业务利润贡献及亏损企业清理加速。

图表 3：梅林肉业重组时间表

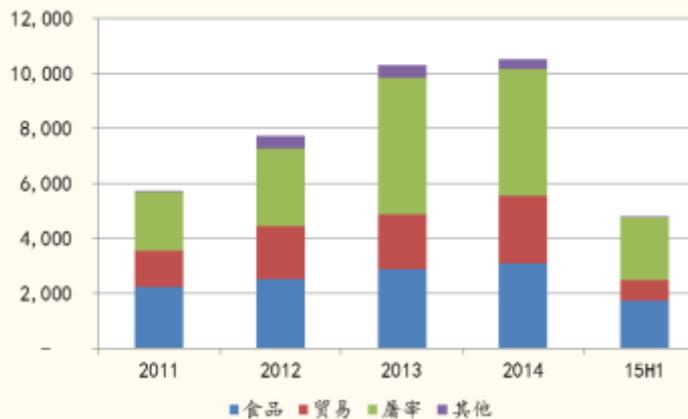
	主要资产重组、注入
2011年	非公开发行募集资金15亿元，用于收购冠生园集团全部食品主业资产(大白兔、冠生园蜂蜜等)，爱森公司100%股权(生猪养殖、屠宰)，正广和网购56.5%股权(渠道)，老外食公司(进出口)
2012年	收购苏食肉品(卖场、门店销售渠道)和淮安苏食(生猪养殖、屠宰)60%股权，拓展长三角市场
2015年	合资设立江苏梅林畜牧购买生猪养殖业务，向光明集团下上海牛奶购买肉牛、饲料、食品流通及技术服务，涉及12家公司，包括上海联豪60%股权，牛奶棚66.27%股权
2016.6	收购新西兰最大肉牛养殖、屠宰商SFF50%股权，预计并表

来源：公司公告，国金证券研究所

过去：食品品类贡献主要利润

梅林过去的收入结构中，截至15H1食品、屠宰在收入的占比分别约为36%、47%，但由于屠宰的毛利率仅为10%，而食品品类毛利率接近30%，所以毛利中超过60%来源于食品类，仅有30%左右来源于屠宰类。

图表 4：公司分类收入占比（人民币百万）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司分类毛利占比（人民币百万）

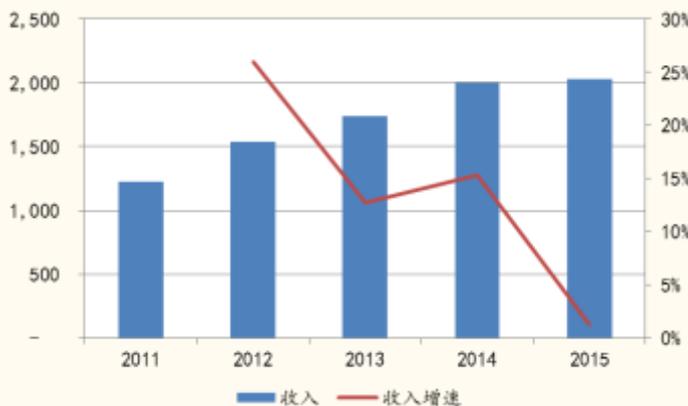


来源：国金证券研究所

休闲食品发展增速放缓，积极拓展合作新品

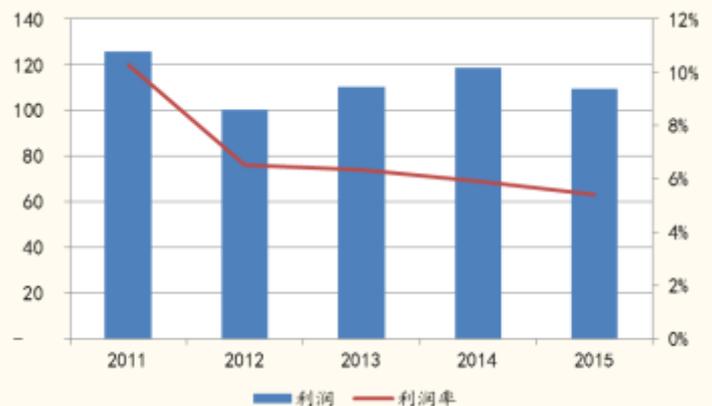
梅林于 2011 年收购冠生园后，将大白兔奶糖、冠生园蜂蜜等知名品牌收入囊中，2015 年录得收入 20 亿元，净利 1.1 亿元。为了避免品牌加速老化，冠生园积极拓展新品，开展合作。比如大白兔奶糖不断推出新口味，改变包装规格，并与法国 agnes.b 合作推出糖果礼盒。蜂蜜方面，也积极开拓新品种，如蜂胶，果茶等系列。但由于休闲食品行业的竞争激烈，华东地区以外收入贡献有限，冠生园收入增速下滑且净利率近年来逐渐下降至 5% 左右。

图表 6：冠生园收入和增速（人民币百万）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：冠生园利润和利润率（人民币百万）



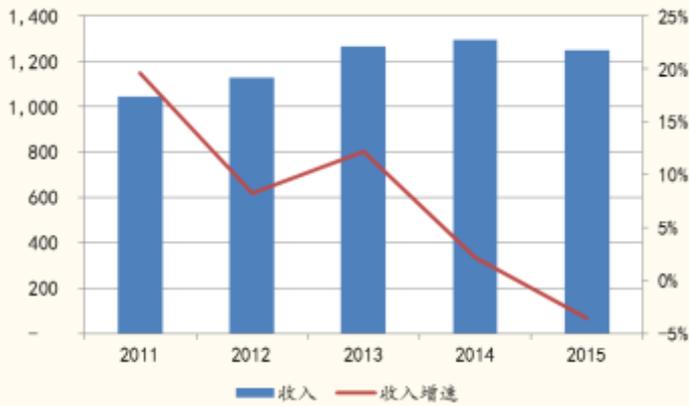
来源：公司公告，国金证券研究所

罐头亏损企业加速剥离，未来对利润侵蚀减少

梅林从罐头食品起家，2015 年贡献收入约为 12 亿元，利润 5,276 万元。但由于荣成梅林、梅林捷克长期处于亏损状态，2015 年分别亏损 2,899 万元、3,452 万元，对罐头品类拖累明显。2015 年梅林年报中，对梅林捷克等亏损企业对 2014 年做出了回溯，罐头品类 2015 年的利润率回升明显，到达 6.6%。

未来罐头品类将主要以梅林食品和梅林绵阳贡献为主，2015 年两家收入分别为 5.17 亿元/3.26 亿元，对应利润率分别为 5.7%/6.6%，两家相对体量稳定。随着亏损企业的清除，罐头品类的利润有望保持稳定。

图表 8: 罐头收入和增速 (人民币百万)



来源: 国金证券研究所

图表 9: 罐头利润和利润率 (人民币百万)



来源: 国金证券研究所

管理层业务重组, 剥离亏损企业

梅林在 2015 年 3 月调整管理层, 原上海牛奶集团的董事长沈伟平先生担任梅林的总裁和董事, 开始对公司进行较大范围的调整, 把牛奶集团上游业务并入梅林, 将原来的五大事业部扩展为八大事业部, 重新明确做大做强肉类业务的目标, 新增生猪养殖和牛羊肉业务部门。同时新的管理部门对事业部进行市场化考核, 强调降低成本提高效率, 加速对亏损企业的剥离速度, 预计对利润的进一步改善明显, 更加体现了管理层聚焦肉品业务的决心。

图表 10: 亏损公司清理

	持股比例	主营业务	净资产 (万元)	净利 (万元)	进程
捷克梅林	70%	罐头食品的生产及销售	-8,909	-3,452	申请破产
荣成梅林	64.70%	水果、蔬菜、水产品、罐头生产销售等	-5,657	-2,900	停产
重庆梅林	84.55%	生猪屠宰、销售生肉制品	-14,905	-2,062	受让给上海牛奶集团

来源: 公司公告, 国金证券研究所, 数据基于 2015 年年报

现在: 受益于猪周期红利, 养殖业务贡献利润

梅林已实现生猪养殖、屠宰和销售的产业链全覆盖。养殖方面, 2015 年与上海农场合资成立江苏梅林畜牧公司, 持股比例 51%, 2015 年经营规模为 3.6 亿元/净利 6,046 万元, 预计 2016 年的生猪出栏量约为 100 万头; 屠宰方面, 爱森、重庆食品、淮安苏食、以及江苏畜牧等总共屠宰产能 340 万头左右; 下游销售方面, 爱森、苏食以品牌店叠加商超的模式主要覆盖长三角地区。

图表 11: 梅林猪肉产业链公司

	生猪养殖	生猪屠宰	肉制品加工	终端销售	经营规模 (万元)	净利润 (万元)
爱森肉品	√	√		√	75,945	663
梅林食品			√		51,757	2,946
梅林重庆	√	√	√		113,576	-2,062
淮安苏食	√	√		√	116,256	2,303
苏食肉品				√	232,841	3,769
江苏梅林畜牧	√	√			36,281	6,046

来源: 公司公告, 国金证券研究所, 数据基于 2015 年年报

16H1 利润贡献主要来源于生猪屠宰

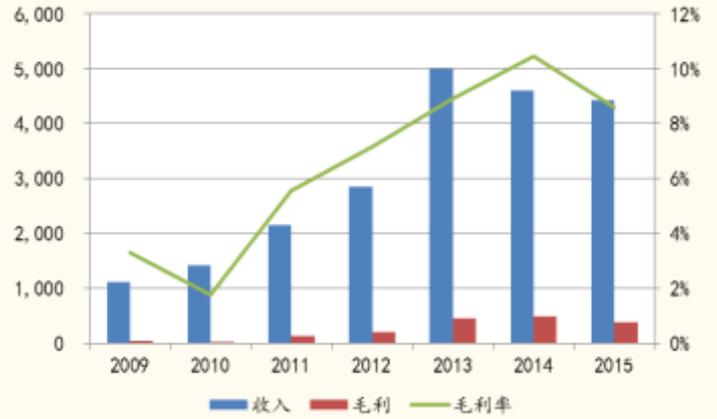
江苏梅林畜牧的 2016 年预计出栏量约为 70-80 万头, 叠加爱森原有 20-30 万头, 预计梅林总出栏量 100 万头。我们预计猪价有望继续保持高景气度, 按照头均 650 元的盈利水平, 以及梅林持股 51%, 则全年生猪养殖可贡献利润 3-3.25 亿元。

图表 12: 22 个省市仔猪、生猪和猪肉价格 (元/kg)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 梅林屠宰生鲜业务收入、毛利 (人民币百万)



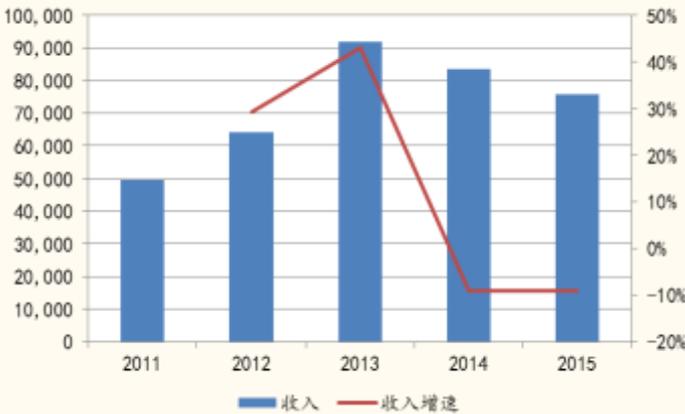
来源: 国金证券研究所

梅林的上游屠宰冷鲜肉业务主要由爱森和苏食贡献, 2015 年调整事业部分组后, 冷鲜肉录得收入 44 亿元, 同比-4.29%YoY, 毛利率同比+0.19ppt 至 8.6%。

爱森: 定位中高端冷鲜肉, 扎根上海

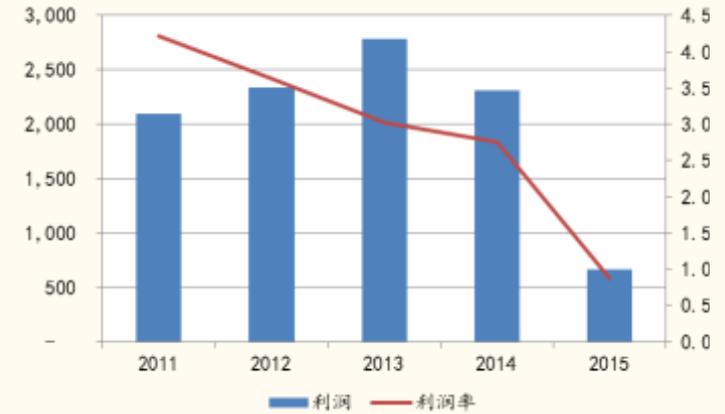
爱森定位中高端冷鲜肉, 扎根上海地区, 已在连锁超市和“爱森优选”专卖店设点 800 多家。同时, 自身拥有 20-30 万的生猪出栏规模, 70 万头产能规模的屠宰加工厂, 实现了产业链的一体化。未来爱森继续保持产业链的联动性, 上游计划在崇明、海丰建设出栏规模总计 10 万头的生猪养殖厂, 下游继续开设销售网点。2015 年爱森经营规模约为 7.6 亿元, 净利 663 万元。

图表 14: 爱森收入规模 (人民币万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 15: 爱森利润及利润率 (人民币万元)

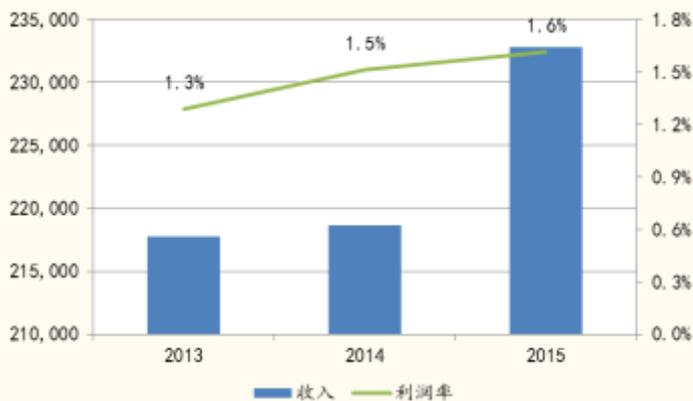


来源: 公司公告, 国金证券研究所

苏食: 辐射长三角地区, 捆绑商超渠道

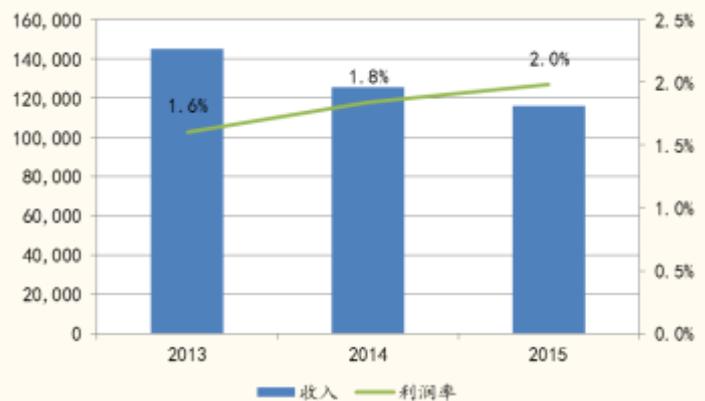
梅林 2012 年收购收购苏食肉品 (卖场、门店销售渠道) 和淮安苏食 (生猪养殖、屠宰) 60% 股权, 拓展长三角市场。苏食肉品 2015 年经营规模约 23.3 亿元, 净利 3,769 万元, 其主要立足于江苏地区, 覆盖浙江、安徽等周边区域, 与苏果、大润发、欧尚、永辉等大型连锁超市保持稳定的合作关系。而淮安苏食以生猪养殖屠宰为主营业务, 总共屠宰产能约为 120 万头, 2015 年贡献收入 11.6 亿元, 其净利约为 2,303 万元。

图表 16: 苏食肉品收入及利润率 (人民币万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 17: 淮安苏食收入及利润率 (人民币万元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

未来: 期待进口牛肉风口发力

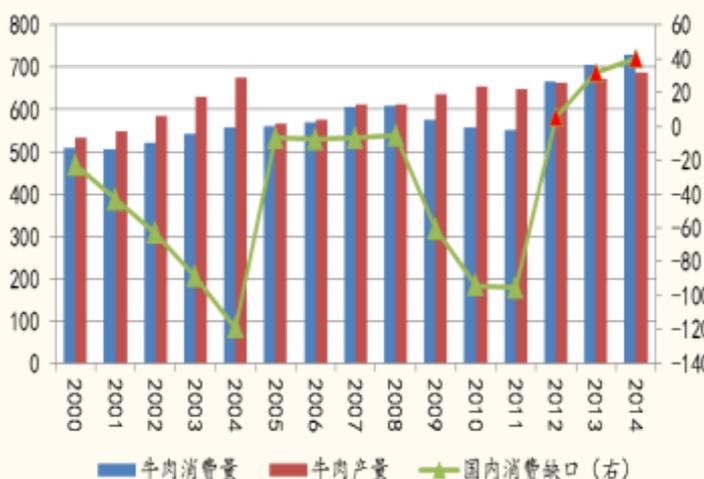
梅林拟以现金形式收购新西兰最大的牛羊肉加工企业 SFF 集团 50% 股权 (约 3.11 亿新元), 梅林将获得新西兰近 1/3 的优质牛肉资源和 1/4 的羊肉资源的控股权。

国内牛肉供不应求, 靠进口补给

消费: 根据 USDA 的数据, 中国国内 2014 年总共消费 729 万吨牛肉, +3.5%YoY, 5 年 CAGR 为 5%。中国自从 2012 年以来, 国内消费量一直大于国内牛肉的产量, 且缺口呈现每年递增的趋势。

鲜牛肉方面, 中国国内 2014 年总共消费鲜牛肉 536 万吨, 占全球消费量的 11.3%, 排名第三, 牛肉消费占总体肉类消费占比 5 年提高了 0.6pct, CAGR 达 5.1%, 高于肉类总体消费量 5 年平均 3.5% 的增速。由于国内消费者普遍认同的牛肉营养价值更高以及西方文化的影响, 同时考虑到牛肉占中国国民的肉类消费占比基数较低, 未来牛肉在中国消费的潜力较大, 特别是一、二线城市, 预计未来 5 年将继续保持销量年均 5% 左右的增速。

图表 18: 中国牛肉消费量和产量 (万吨)



来源: 国金证券研究所

图表 19: 中国鲜牛肉、鲜肉总体消费量 (万吨)

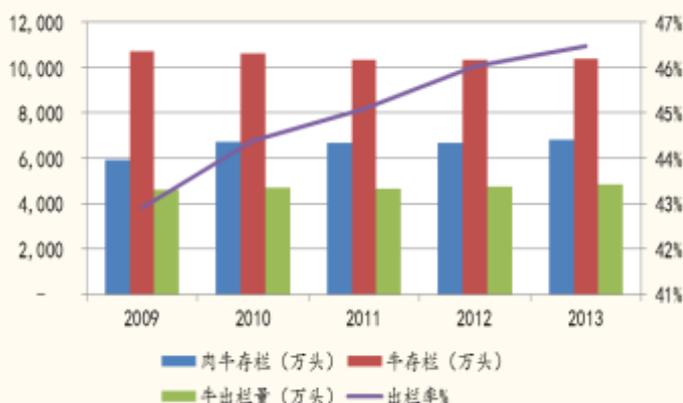


来源: 国金证券研究所

产量: 中国 14 年共生产牛肉 689 万吨, 虽同比上升 2.3%, 但增速仍低于国内牛肉消费量同期 3.4% 的增速, 国内牛肉消费一部分还需进口补充。存栏量上, 由于优质牛源的不足, 导致我国肉牛的出栏率, 出栏体重都与国外先进水平有较大差距。另外, 私屠滥宰现象的大量存在造成肉牛的屠宰量、屠宰速度严重超标, 也造成了牛源的流失。2009 年开始, 我国牛的存栏量呈逐年下滑的趋势,

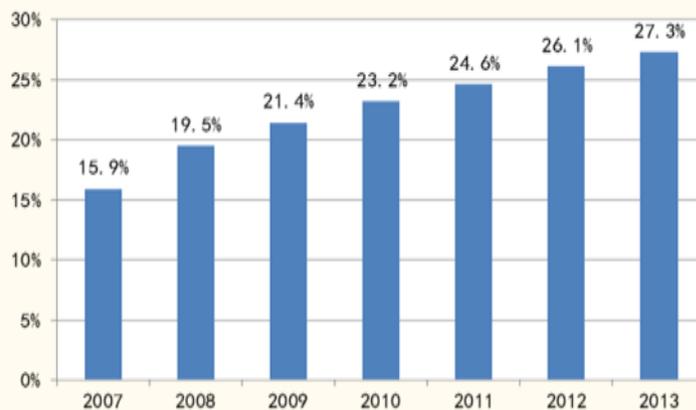
直到 2013 年底才有所好转，期间活牛存栏量下降 2.27%，而全球同期活牛存量上升了 1.48%。存栏量下降的同时，中国牛的出栏量却保持每年 2%左右的增长速度。

图表 20：中国肉牛存/出栏量（万头）



来源：中国畜牧年鉴，国金证券研究所

图表 21：年出栏为 50 头以上占比

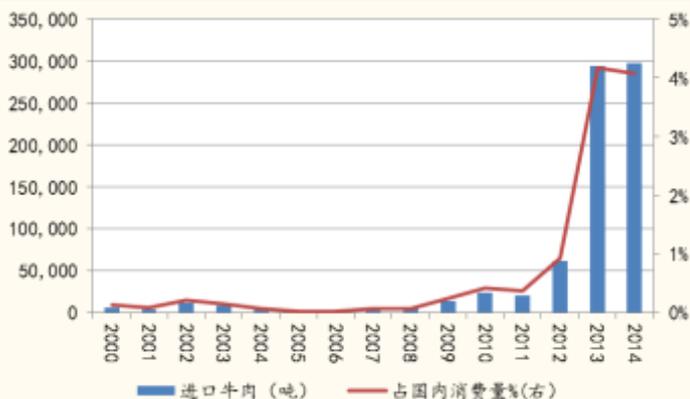


来源：中国畜牧年鉴，国金证券研究所

由于中国牛肉消费和国内供给的缺口从 12 年开始，并保持每年递增的趋势，2014 年缺口约为 40 万吨左右，使得国内的牛肉价格居高不下，部分消费需求转为进口满足。由于肉牛周期长的特性，以及国内消费需求未来每年 5%左右的增长速度，预计缺口将长期存在，短时间内仍需要靠进口补充，甚至走私牛肉。

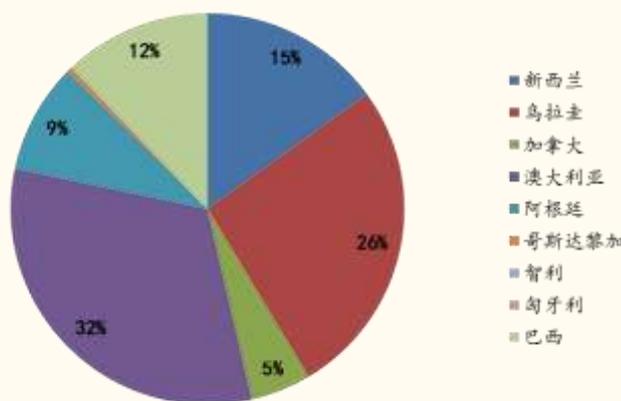
进口：中国进口冻牛肉数量在 2011 年之前基本都在 1-2 万吨之间徘徊，直到 12 年由于国内牛存栏量的连年下跌，而国内消费需求的增长，使得国内供给缺口显现，12 年进口数量同比增长 2X。2015 年共进口牛肉 46.7 万吨，同比上升+58.3%YoY。

图表 22：中国进口牛肉历史数据



来源：USDA，国金证券研究所

图表 23：2015 年进口国数量占比



来源：海关信息网，国金证券研究所

收购新西兰最大屠宰商 SFF，布局优质牛肉来源

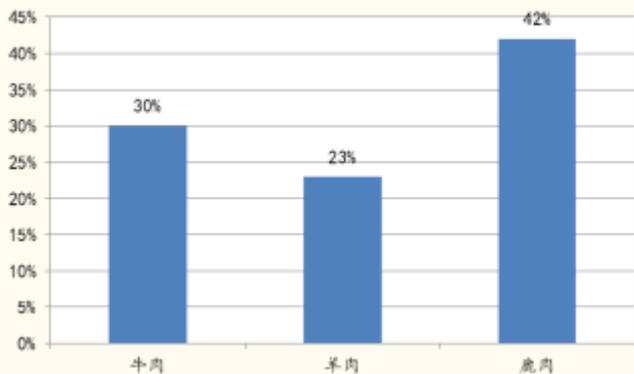
SFF 是新西兰最大的肉类加工企业（牛、羊、鹿肉），屠宰量平均占新西兰全国市场份额 30%以上，是仅次于恒天然的新西兰第二大农产品供应商。自养比例小，主要来自于外购。牛肉年产量约为 15.5 万吨，屠宰量达 120 万头，产品约 85%出口。若按照 14 年出口的比例，牛肉 12%出口到中国，则梅林拥有至少约为 1.9 万吨的牛肉进口量。梅林有望成为中国目前肉牛加工量靠前的公司。

■ SFF：新西兰最大的牛羊肉制造商

SFF 是新西兰最大的肉类加工企业，是仅次于恒天然的第二大农业出口商。2014 年在牛羊鹿肉总加工总量为 751.8 万头，肉牛屠宰约为 120 万头，销售牛肉 15.5 万吨，占肉类总体销售量的 44.7%，而肉制品的产品结构中 80%来

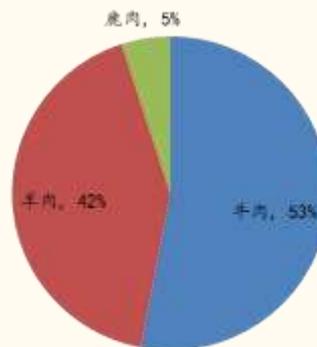
自于大包装产品销售。

图表 24: SFF 占新西兰的屠宰份额



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 25: SFF 肉类收入分类占比 (2014 年)



来源: 国金证券研究所

市场份额: SFF 屠宰量平均占新西兰全国市场份额 30% 以上, 其中牛肉 30% (第一), 羊肉 23%(第二), 鹿肉 42% (第一)。

生产模式: SFF 的畜源几乎全为外购, 自养比例很小 (截至 2015 年 9 月牛 1,950 头, 羊 1,545 头), 至今还保持着其农民合作制企业的性质。SFF 目前共有 19 个屠宰加工厂, 其中牛肉加工厂 8 家。

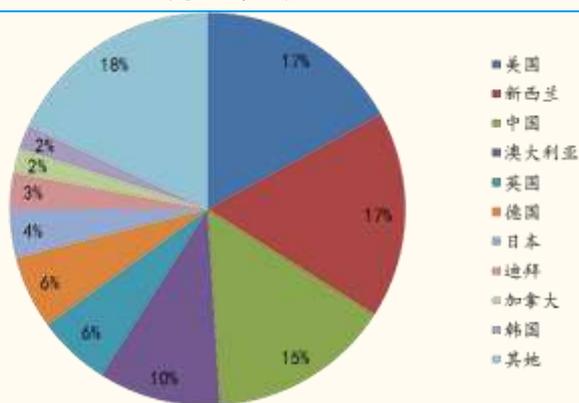
图表 26: 新西兰主要肉类加工商 (2014)

	SFF	Alliance	AFFCO	ANZCO
收入 (新西兰亿元)	22	14	12	10
地域范围	全国	南岛	北岛	零星
屠宰场数目	19	9	12	7

来源: 公司公告, 国金证券研究所

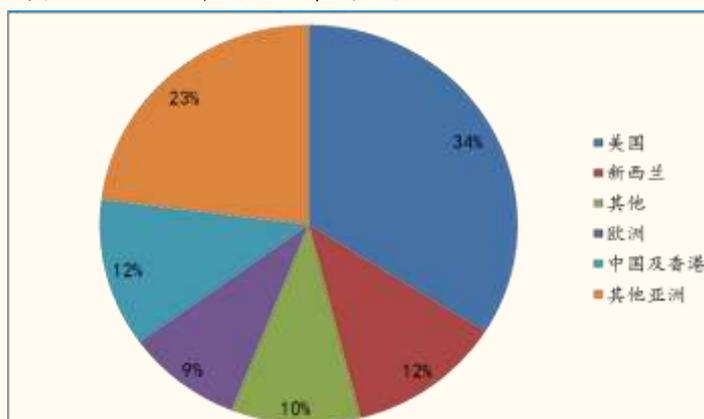
销售区域: SFF2015 年至今 17% 的产品在新西兰国内销售, 约 83% 的产品出口。其中美国、中国和澳大利亚是其最大的出口目的地, 分别占总销售额的 17%、15% 和 10%。牛肉销售收入中, 12% 为新西兰本国销售, 34% 销往美国, 12% 销往中国 (约占新西兰出口中国牛肉总量的 47% 左右), 9% 销往欧盟。

图表 27: SFF 收入类别国别占比 (2014.9-2015.9)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 28: SFF 牛肉收入中国别占比

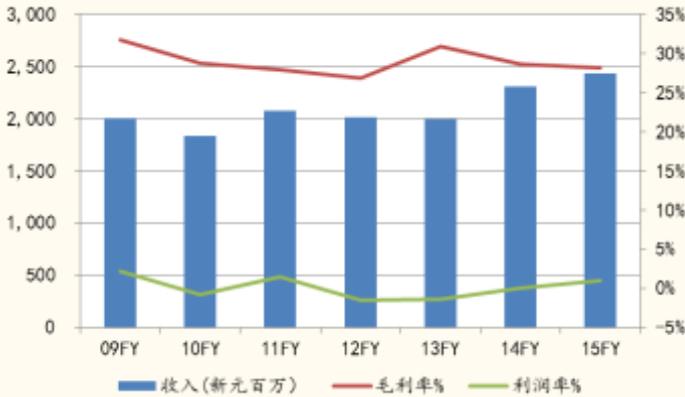


来源: 公司公告, 国金证券研究所

财务数据: 因 SFF 在 14 财年 (2013.9-2014.9) 前的管理层采取的是签订固定价格收购合同购买羊肉, 而 12 财年主要羊肉出口国英国的销量下跌 25%, 导致 SFF 羊肉一度滞销, SFF 的利润率也跌到谷底, 从而使得 13 财年的财务费用比率上升至历史最高点 1.5%, SFF 一度陷入困境。13 财年开始更换核心管理层, 采购价格开始随行就市, 并根据市场消费者的反应开始增加高附加值产品的比例后, 经营情况从 14 财年开始好转, 15 财年 (2014.9-2015.9) 共录得

收入 24.3 亿新西兰元（约 112 亿人民币），利润 2,400 万新币（约 1.1 亿人民币），利润率上升至 1%。

图表 29: SFF 历年收入、利润率



图表 30: SFF 历年费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 收购后双方发挥协同效应

SFF: 借力梅林的渠道，提高高毛利产品销售占比。牛下水：由于中国消费者需求差异化，牛下水和牛腱子、牛胸肉在中国较受欢迎。目前中国的进口牛杂基本来源于乌拉圭和澳大利亚，未来在取得相关牌照后，可进口国外受欢迎程度不高的产品，充分利用副产品价值，提高毛利。高端预制品：SFF 的产品结构中，只有 20% 来源于高毛利产品，其中品牌预制肉制品占比约为 5%，冷鲜肉占比 15%。未来 SFF 可借助梅林的国内渠道，向中国引进符合中国消费者口味的高端预制品。

梅林: 借助爱森的渠道，试水牛肉营销。梅林预备借用爱森上海 800 家品牌终端店试水进口牛肉的销售，其最终市场反应还需时间检验。未来不排除梅林将部分 SFF 的牛肉给予旗下联豪，以保证较为稳定的牛肉供给。2015 年梅林收购联豪 60% 股权，联豪食品以生产速食预制肉制品为主，主打家庭牛排消费，销售渠道开始主攻线上平台，电商销售占 30%-40% 左右，公司已启动全国经销商模式，目前在上海开设 40 余家专卖店，2015 年收入规模约为 4.2 亿元，净利润 1,348 万元，分别+55%/85% YoY。牛奶集团承诺联豪食品 2016/2017 年净利不低于 1,447 万元/1,766 万元。

图表 31: 上海联豪收入盈利预测 (亿元)

	2014	2015	2016E
收入	2.7	4.2	5.2
净利润	0.07	0.13	0.14

来源：公司公告，国金证券研究所

盈利预测

若不考 SFF 利润并表，我们预计梅林 2016-2018 年收入分别为 142.7 亿元/146.5 亿元/153.6 亿元，分别同比+16.7%/2.6%/4.9%。公司指出 2016 年 1-4 月生猪养殖贡献了 1.4 亿元的利润，我们估算 16Q1 生猪养殖收入端贡献收入 7 亿元左右，全年由于总体出来了预计 100 万头，按照头均 650 元的盈利水平，以及梅林持股 51%，则全年生猪养殖可贡献利润 3-3.25 亿元。预计 2016 年总体利润可达 4 亿元，而 2017 年由于生猪养殖景气度可能不及 2016 年，利润小幅下滑，预计 2017/18 年利润分别为 3.57 亿元/4.5 亿元，2016-2018 年对应 EPS 分别为 0.427 元/0.381 元/0.480 元。

我们预计 SFF 可在 16H2 并入报表，收入保持 10% 的增速，则 2016-2018 年收入分别为 123.2 亿元/135.5 亿元/149.0 亿元，若利润率分别提升至 1.5%/2.0%/2.5%，则对应利润为 1.84 亿元/2.71 亿元/3.725 亿元，由于 SFF16H1 才并入报表，且梅林占有 50% 的股权，则预计对梅林利润贡献

2016-18 年分别为 0.46 亿元/1.35 亿元/1.86 亿元，可增厚梅林利润至 4.46 亿元/4.92 亿元/6.36 亿元，对应 EPS 分别为 0.476 元/0.525 元/0.678 元。

图表 32：梅林现有业务拆分

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	13,101	12,233	14,272	14,650	15,363
产品	13,101	12,233	14,272	14,650	15,363
冷鲜猪肉	4,616	4,418	4,418	4,550	4,823
品牌分销	2,752	2,515	2,389	2,389	2,389
综合食品	1,986	1,991	2,001	2,011	2,021
食品	1,295	1,248	1,248	1,248	1,248
贸易	1,843	1,024	1,024	1,024	1,024
牛羊肉	550	586	645	741	889
生猪养殖		348	2,433	2,555	2,810
技术创新	60	104	115	132	158
收入增速		-6.6%	16.7%	2.6%	4.9%
产品		-6.6%	16.7%	2.6%	4.9%
冷鲜猪肉		-4.3%	0%	3%	6%
品牌分销		-8.6%	-5%	0%	0%
综合食品		0.3%	1%	1%	1%
食品		-3.6%	0%	0%	0%
贸易		-44.4%	0%	0%	0%
牛羊肉		6.6%	10%	15%	20%
生猪养殖			600%	5%	10%
技术创新		73.1%	10%	15%	20%
营业成本		10,445	11,842	12,258	12,722
产品		10,445	11,842	12,258	12,722
冷鲜猪肉		4,038	4,033	4,141	4,365
品牌分销		2,194	2,082	2,078	2,067
综合食品		1,491	1,471	1,468	1,465
食品		883	874	880	878
贸易		974	968	965	961
牛羊肉		554	610	701	840
生猪养殖		284	1,776	1,993	2,108
技术创新		27	29	33	40
毛利		1,788	2,430	2,392	2,642
产品		1,788	2,430	2,392	2,642
冷鲜猪肉		380	384	410	458
品牌分销		321	307	311	323
综合食品		500	530	543	556
食品		365	375	368	371
贸易		50	56	59	63
牛羊肉		32	35	40	50
生猪养殖		64	657	562	703
技术创新		77	86	99	119
毛利率(%)		14.62%	17.03%	16.33%	17.20%
产品		14.62%			
冷鲜猪肉	8.41%	8.60%	8.70%	9.00%	9.50%
品牌分销	12.71%	12.77%	12.85%	13.00%	13.50%
综合食品	24.90%	25.10%	26.50%	27.00%	27.50%
食品	30.27%	29.27%	30.00%	29.50%	29.70%
贸易	3.14%	4.86%	5.50%	5.80%	6.20%
牛羊肉	6.72%	5.38%	5.40%	5.45%	5.60%
生猪养殖		18.38%	27.00%	22.00%	25.00%
技术创新		74.20%	75.00%	75.00%	75.00%

来源：国金证券研究所

今年猪价上涨贡献了梅林的大部分利润水平，我们综合选取肉制品、生猪养殖和牛肉公司作为可比对象，结合可比公司估值，我们给予上海梅林平均对应 2016 年业绩 35X 的估值，目标价 15 元。

图表 33: 可比公司估值

	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE	
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E
双汇发展	680	20.61	1.43	1.58	1.73	14.4	13.0
得利斯	49	9.78	0.14			70.2	NA
煌上煌	39	31.57	0.50	0.54	0.69	63.6	58.0
龙大肉食	67	15.45	0.32	0.40	0.56	49.0	38.6
福成股份	105	12.88	0.30	0.37	0.38	43.6	34.5
牧原股份	265	51.31	3.41	3.47	3.24	15.1	14.8
温氏股份	1,586	43.76	3.29	3.13	2.86	13.3	14.0
新五丰	50	15.29	0.74	0.62	0.88	20.6	24.6
均值						36.2	28.2

来源: Wind, 国金证券研究所

附录: 三张报表预测摘要 (未考虑并表)

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	10,376	13,101	12,233	14,272	14,650	15,363	货币资金	1,079	1,898	2,049	2,326	2,578	2,890
增长率		26.3%	-6.6%	16.7%	2.6%	4.9%	应收款项	744	873	899	1,070	1,118	1,194
主营业务成本	-8,911	-11,334	-10,445	-11,842	-12,258	-12,722	存货	985	1,091	1,333	1,622	1,746	1,917
%销售收入	85.9%	86.5%	85.4%	83.0%	83.7%	82.8%	其他流动资产	281	604	394	453	480	509
毛利	1,466	1,768	1,788	2,430	2,392	2,642	流动资产	3,089	4,466	4,675	5,471	5,922	6,510
%销售收入	14.1%	13.5%	14.6%	17.0%	16.3%	17.2%	%总资产	55.6%	60.0%	60.8%	64.3%	66.0%	68.0%
营业税金及附加	-35	-43	-40	-47	-48	-51	长期投资	285	325	351	351	351	351
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,424	1,595	1,593	1,614	1,624	1,623
营业费用	-877	-1,044	-1,046	-1,213	-1,260	-1,337	%总资产	25.6%	21.4%	20.7%	19.0%	18.1%	17.0%
%销售收入	8.4%	8.0%	8.6%	8.5%	8.6%	8.7%	无形资产	758	831	775	778	785	792
管理费用	-331	-377	-398	-471	-483	-507	非流动资产	2,471	2,984	3,014	3,038	3,055	3,061
%销售收入	3.2%	2.9%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	%总资产	44.4%	40.0%	39.2%	35.7%	34.0%	32.0%
息税前利润 (EBIT)	223	304	304	699	600	747	资产总计	5,559	7,450	7,690	8,509	8,978	9,571
%销售收入	2.2%	2.3%	2.5%	4.9%	4.1%	4.9%	短期借款	1,596	1,578	1,505	1,301	1,185	1,036
财务费用	-86	-89	-43	-59	-45	-32	应付款项	1,679	1,936	2,158	2,572	2,657	2,766
%销售收入	0.8%	0.7%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	其他流动负债	-157	107	142	145	149	156
资产减值损失	-4	-58	-50	0	0	0	流动负债	3,118	3,621	3,805	4,018	3,991	3,958
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	19	9	9	9	10
投资收益	32	31	31	33	35	36	其他长期负债	177	289	291	291	291	291
%税前利润	15.8%	20.4%	10.7%	4.6%	5.4%	4.5%	负债	3,305	3,929	4,105	4,318	4,291	4,259
营业利润	165	188	243	673	590	752	普通股股东权益	1,983	3,178	2,968	3,419	3,776	4,226
营业利润率	1.6%	1.4%	2.0%	4.7%	4.0%	4.9%	少数股东权益	271	343	616	772	911	1,086
营业外收支	39	-34	49	49	54	59	负债股东权益合计	5,559	7,450	7,690	8,509	8,978	9,571
税前利润	204	154	292	722	644	811	比率分析						
利润率	2.0%	1.2%	2.4%	5.1%	4.4%	5.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-39	-54	-65	-166	-148	-187	每股指标						
所得税率	19.2%	35.0%	22.3%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.189	0.073	0.174	0.427	0.381	0.480
净利润	165	100	227	556	496	625	每股净资产	2.411	3.389	3.165	3.646	4.027	4.506
少数股东损益	10	32	64	156	139	175	每股经营现金净流	0.252	0.290	0.255	0.704	0.593	0.674
归属于母公司的净利润	155	68	163	400	357	450	每股股利	0.060	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.5%	0.5%	1.3%	2.8%	2.4%	2.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.83%	2.14%	5.51%	11.71%	9.46%	10.64%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	2.79%	0.91%	2.13%	4.71%	3.98%	4.70%
净利润	165	129	227	556	496	625	投入资本收益率	4.67%	3.86%	4.63%	9.76%	7.85%	9.04%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	116	172	226	166	178	189	主营业务收入增长率	32.15%	26.26%	-6.63%	16.67%	2.65%	4.87%
非经营收益	69	79	40	10	-7	-23	EBIT 增长率	63.96%	36.26%	-0.06%	129.86%	-14.11%	24.52%
营运资金变动	-143	-220	-253	-71	-110	-159	净利润增长率	10.85%	-56.22%	140.45%	144.89%	-10.80%	25.94%
经营活动现金净流	207	159	240	660	556	632	总资产增长率	5.75%	34.01%	3.22%	10.65%	5.51%	6.61%
资本开支	-136	-211	-94	-140	-141	-136	资产管理能力						
投资	80	-200	326	0	0	0	应收账款周转天数	21.8	18.5	21.8	22.0	22.5	23.0
其他	37	233	-1	33	35	36	存货周转天数	37.9	33.4	42.4	50.0	52.0	55.0
投资活动现金净流	-19	-179	231	-107	-106	-99	应付账款周转天数	22.8	20.8	30.0	36.0	36.0	36.0
股权募资	0	999	176	50	0	0	固定资产周转天数	41.3	42.4	46.0	38.7	36.7	33.8
债权募资	190	-9	-83	-204	-116	-148	偿债能力						
其他	-206	-995	-435	-122	-81	-73	净负债/股东权益	23.35%	-8.55%	-14.92%	-24.24%	-29.53%	-34.71%
筹资活动现金净流	-16	-5	-342	-276	-198	-220	EBIT 利息保障倍数	2.6	3.4	7.1	11.9	13.4	23.5
现金净流量	171	-24	128	277	252	312	资产负债率	59.45%	52.74%	53.39%	50.75%	47.80%	44.50%

来源: 公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD