

上海梅林 (600073.SH) 软饮料行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

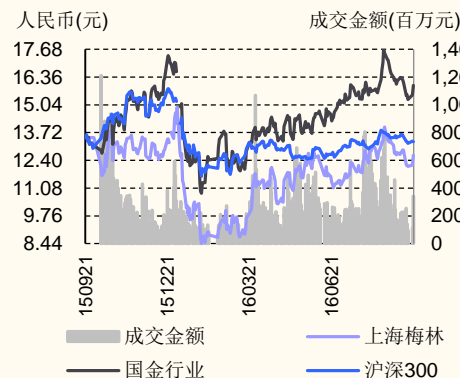
市场价格(人民币): 12.65元

收购银蕨获 OIO 批准, 牛肉业务提速

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)	11,862.28
年内股价最高最低(元)	14.93/8.44
沪深 300 指数	3257.40
上证指数	3023.00



相关报告

1. 《做大做强肉类业务, 猪肉+牛肉双链保盈利-上海梅林公司研究》, 2016.5.30

公司基本情况(人民币, 未包括银蕨并表)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.049	0.174	0.427	0.381	0.480
每股净资产(元)	3.08	3.17	3.65	4.03	4.51
每股经营性现金流(元)	0.17	0.26	0.70	0.59	0.67
市盈率(倍)	190.72	81.16	31.13	34.90	27.71
行业优化市盈率(倍)	76.41	106.35	110.58	110.58	110.58
净利润增长率(%)	-70.31%	254.50%	144.89%	-10.80%	25.94%
净资产收益率(%)	1.60%	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

事件综述:

- 新西兰海外投资办公室(OIO)附条件批准了上海梅林收购银蕨 50% 股权的交易, 至此, 认购协议中约定的全部先决条件都已经完成。交割日按此前计划设置为 2017 年 1 月 4 日, 并表有望明年年初完成。

经营分析

- 银蕨为新西兰最大的牛肉出口商, 梅林获取优质牛肉来源: 银蕨是新西兰最大的肉类加工企业, 屠宰量约占新西兰市场份额 30%。牛肉年产量约为 15.5 万吨, 若按照 15 年出口的比例, 牛肉 12% 出口到中国, 则梅林拥有至少 1.9 万吨的牛肉进口量, 有望成为中国目前肉牛加工量靠前的公司。
- 梅林将协助改善银蕨产品结构, 提升利润率: 银蕨 80% 的收入来源于大宗粗加工冻肉产品, 利润率较低。梅林收购后, 将会委派人员去新西兰指导牛肉切割部位, 以更好的满足中国消费者口味。同时梅林也在积极的帮助 SFF 申请牛下水进口业务, 提高屠宰副产品的利用率, 提高利润率。
- 全面对接梅林现有渠道, 塑造银蕨品牌形象: 梅林在上海拥有 750 家商超网点, 56 家肉类专营店, 银蕨可对接梅林联豪、爱森、苏食的渠道, 计划以餐饮+家庭为重点目标客户, 塑造安全的新西兰草饲牛肉形象。

投资建议

- 银蕨 2015 财年(2014.9-2015.9)共录得收入 24.3 亿新西兰元(112 亿人民币), 利润 2,400 万新币(1.1 亿人民币)。今年由于美国牛肉价格的下跌, 盈利不太理想。
- 梅林主体: 2016 年上海梅林仍然有望受益于猪周期, 预计 2016 年梅林主体利润可达 4 亿元, 2017 年预计养殖业务贡献利润下滑, 2017/18 年梅林主体利润分别为 3.57 亿元/4.5 亿元, 对应 2016-2018 年 EPS 分别为 0.427 元/0.381 元/0.480 元。
- 银蕨并表: 2017 年上半年预计银蕨可并入报表, 若银蕨收入 2017/18 年均保持 10% 的增速, 利润率分别提升至 1.5%/2.0%, 则预计对梅林利润贡献 2017/18 年分别为 1.0 亿元/1.44 亿元, 增厚梅林 2017-2018 年 EPS 分别至 0.487 元/0.633 元。
- SFF 并表后, 则目前股价对应 2017 年 PE 26X。考虑到未来梅林嫁接 SFF 开拓牛肉市场的前景, 我们维持“买入”评级。

申晟

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

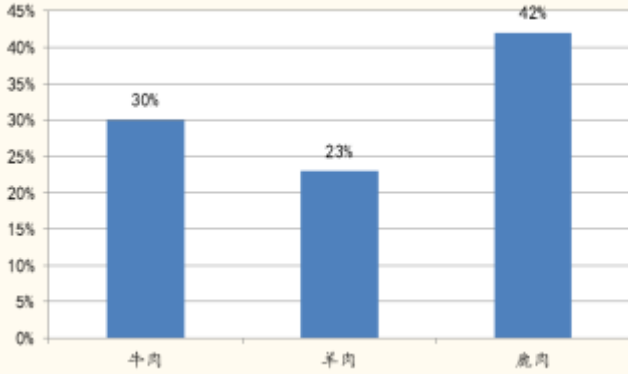
于杰

分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
yujie@gjzq.com.cn

SFF：新西兰最大的牛羊肉制造商

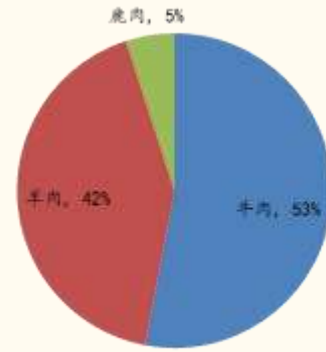
SFF 是新西兰最大的肉类加工企业（牛、羊、鹿肉），屠宰量平均占新西兰全国市场份额 30%以上，是仅次于恒天然的新西兰第二大农产品供应商。自养比例小，主要来自于外购。牛肉年产量约为 15.5 万吨，屠宰量达 120 万头，产品约 85%出口。若按照 14 年出口的比例，牛肉 12%出口到中国，则梅林拥有至少约为 1.9 万吨的牛肉进口量。梅林有望成为中国目前肉牛加工量靠前的公司。

图表 1：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 2：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。

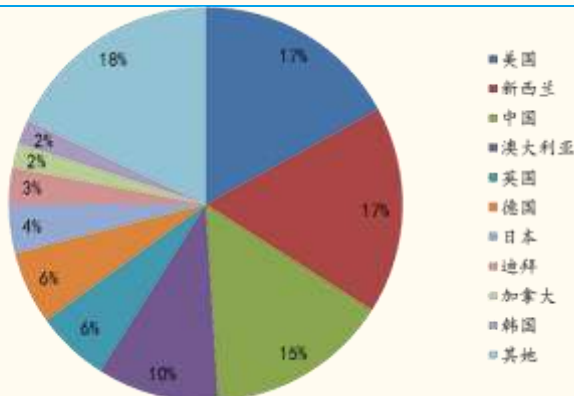
图表 3：新西兰主要肉类加工商 (2014)

	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

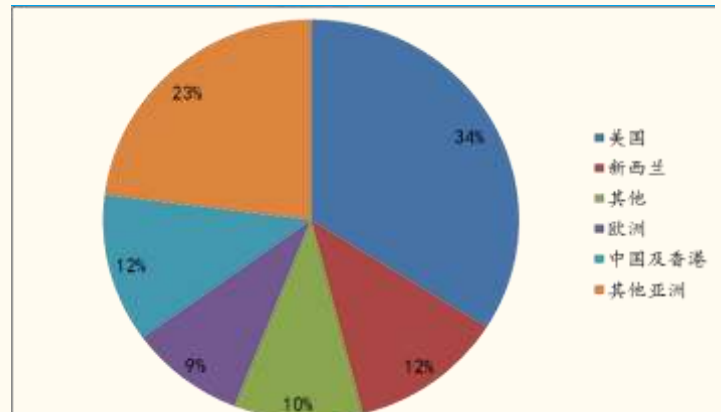
销售区域：SFF 约 17%的产品在新西兰国内销售，约 83%的产品出口。其中美国、中国和澳大利亚是其最大的出口目的地，分别占总销售额的 17%、15%和 10%。牛肉销售收入中，12%为新西兰本国销售，34%销往美国，12%销往中国（约占新西兰出口中国牛肉总量的 47%左右），9%销往欧盟。

图表 4：SFF 总收入类别国别占比



来源：公司公告，国金证券研究所

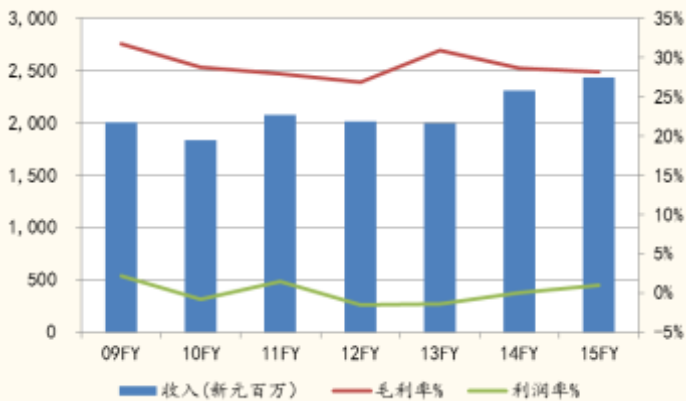
图表 5：SFF 牛肉收入中国别占比



来源：公司公告，国金证券研究所

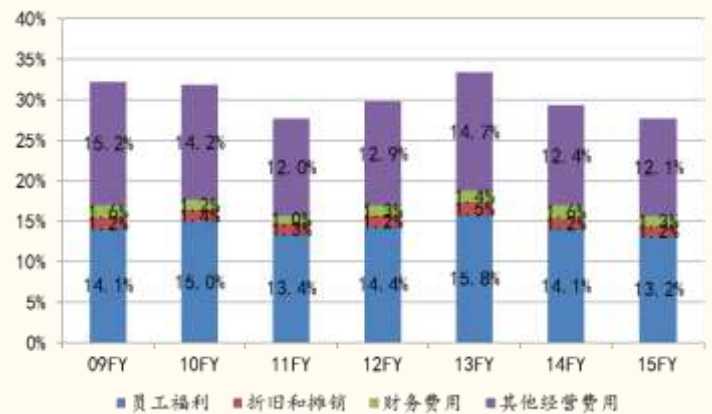
财务数据：因 SFF 在 14 财年（2013.9-2014.9）前的管理层采取的是签订固定价格收购合同购买羊肉，而 12 财年主要羊肉出口国英国的销量下跌 25%，导致 SFF 羊肉一度滞销，SFF 的利润率也跌到谷底，从而使得 13 财年的财务费用比率上升至历史最高点 1.5%，SFF 一度陷入困境。13 财年开始更换核心管理层，采购价格开始随行就市，并根据市场消费者的反应开始增加高附加值产品的比例后，经营情况从 14 财年开始好转，15 财年（2014.9-2015.9）共录得收入 24.3 亿新西兰元（约 112 亿人民币），利润 2,400 万新币（约 1.1 亿人民币），利润率上升至 1%。

图表 6：SFF 历年收入、利润率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：SFF 历年费用率



来源：公司公告，国金证券研究所

图表8：财务报表预测（未包括银藏并表）

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	10,562	12,233	14,272	14,650	15,363	货币资金	1,079	1,726	2,049	2,326	2,578	2,890
增长率		1.8%	15.8%	16.7%	2.6%	4.9%	应收款项	744	649	899	1,070	1,118	1,194
主营业务成本	-8,911	-8,986	-10,445	-11,842	-12,258	-12,722	存货	985	815	1,333	1,622	1,746	1,917
% 销售收入	85.9%	85.1%	85.4%	83.0%	83.7%	82.8%	其他流动资产	281	463	394	453	480	509
毛利	1,466	1,576	1,788	2,430	2,392	2,642	流动资产	3,089	3,652	4,675	5,471	5,922	6,510
% 销售收入	14.1%	14.9%	14.6%	17.0%	16.3%	17.2%	% 总资产	55.6%	57.4%	60.8%	64.3%	66.0%	68.0%
营业税金及附加	-35	-40	-40	-47	-48	-51	长期投资	285	316	351	351	351	351
% 销售收入	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,424	1,346	1,593	1,614	1,624	1,623
营业费用	-877	-936	-1,046	-1,213	-1,260	-1,337	% 总资产	25.6%	21.2%	20.7%	19.0%	18.1%	17.0%
% 销售收入	8.4%	8.9%	8.6%	8.5%	8.6%	8.7%	无形资产	758	818	775	778	785	792
管理费用	-331	-330	-398	-471	-483	-507	非流动资产	2,471	2,705	3,014	3,038	3,055	3,061
% 销售收入	3.2%	3.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	% 总资产	44.4%	42.6%	39.2%	35.7%	34.0%	32.0%
息税前利润（EBIT）	223	271	304	699	600	747	资产总计	5,559	6,357	7,690	8,509	8,978	9,571
% 销售收入	2.2%	2.6%	2.5%	4.9%	4.1%	4.9%	短期借款	1,596	1,480	1,505	1,301	1,185	1,036
财务费用	-86	-84	-43	-59	-45	-32	应付款项	1,679	1,314	2,158	2,572	2,657	2,766
% 销售收入	0.8%	0.8%	0.3%	0.4%	0.3%	0.2%	其他流动负债	-157	99	142	145	149	156
资产减值损失	-4	-58	-50	0	0	0	流动负债	3,118	2,894	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	278	291	291	291	291
% 税前利润	15.8%	26.6%	10.7%	4.6%	5.4%	4.5%	负债	3,305	3,191	4,105	4,318	4,291	4,259
营业利润	165	161	243	673	590	752	普通股股东权益	1,983	2,890	2,968	3,419	3,776	4,226
营业利润率	1.6%	1.5%	2.0%	4.7%	4.0%	4.9%	少数股东权益	271	283	616	772	911	1,086
营业外收支	39	-43	49	49	54	59	负债股东权益合计	5,559	6,364	7,690	8,509	8,978	9,571
税前利润	204	118	292	722	644	811							
利润率	2.0%	1.1%	2.4%	5.1%	4.4%	5.3%							
所得税	-39	-46	-65	-166	-148	-187							
所得税率	19.2%	38.6%	22.3%	23.0%	23.0%	23.0%							
净利润	165	73	227	556	496	625							
少数股东损益	10	27	64	156	139	175							
归属于母公司的净利润	155	46	163	400	357	450							
净利率	1.5%	0.4%	1.3%	2.8%	2.4%	2.9%							
现金流量表（人民币百万元）							比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	165	129	227	556	496	625	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	0.189	0.049	0.174	0.427	0.381	0.480
非现金支出	116	172	226	166	178	189	每股净资产	2.411	3.082	3.165	3.646	4.027	4.506
非经营收益	69	79	40	10	-7	-23	每股经营现金净流	0.252	0.169	0.255	0.704	0.593	0.674
营运资金变动	-143	-220	-253	-71	-110	-159	每股股利	0.060	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	207	159	240	660	556	632	回报率						
资本开支	-136	-127	-94	-140	-141	-136	净资产收益率	7.83%	1.60%	5.51%	11.71%	9.46%	10.64%
投资	80	-200	326	0	0	0	总资产收益率	2.79%	0.72%	2.13%	4.71%	3.98%	4.70%
其他	37	39	-1	33	35	36	投入资本收益率	4.67%	3.56%	4.63%	9.76%	7.85%	9.04%
投资活动现金净流	-19	-288	231	-107	-106	-99	增长率						
股权募资	0	994	176	50	0	0	主营业务收入增长率	32.15%	1.79%	15.82%	16.67%	2.65%	4.87%
债权募资	190	11	-83	-204	-116	-148	EBIT增长率	63.96%	21.43%	12.15%	129.86%	-14.11%	24.52%
其他	-206	-197	-435	-122	-81	-73	净利润增长率	10.85%	-70.31%	254.50%	144.89%	-10.80%	25.94%
筹资活动现金净流	-16	808	-342	-276	-198	-220	总资产增长率	5.75%	14.47%	20.84%	10.65%	5.51%	6.61%
现金净流量	171	679	128	277	252	312	资产管理能力						
							应收账款周转天数	21.8	20.1	19.3	22.0	22.5	23.0
							存货周转天数	37.9	36.6	37.5	50.0	52.0	55.0
							应付账款周转天数	22.8	23.8	28.0	36.0	36.0	36.0
							固定资产周转天数	41.3	44.5	46.0	38.7	36.7	33.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	23.35%	-7.14%	-14.92%	-24.24%	-29.53%	-34.71%
							EBIT利息保障倍数	2.6	3.2	7.1	11.9	13.4	23.5
							资产负债率	59.45%	50.14%	53.39%	50.75%	47.80%	44.50%

来源：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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-05-30	买入	12.40	15.00~15.00

来源：国金证券研究所

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