

研究所

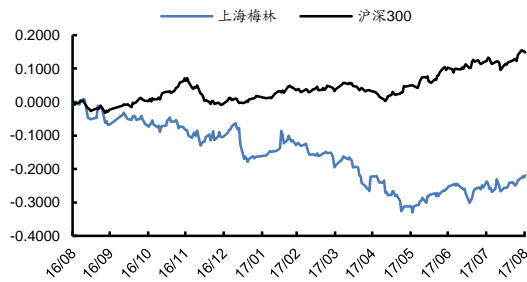
证券分析师：
021-68591576

余春生 S0350513090001
yucs@ghzq.com.cn

银蕨并表业绩上升，亏损业务逐渐清理

——上海梅林（600073）中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
上海梅林	4.8	13.4	-21.6
沪深300	2.3	9.4	14.9

市场数据

	2017-08-31
当前价格（元）	9.98
52周价格区间（元）	8.52 - 13.10
总市值（百万）	9358.54
流通市值（百万）	9358.54
总股本（万股）	93772.95
流通股（万股）	93772.95
日均成交额（百万）	108.18
近一月换手（%）	28.11

相关报告

《上海梅林（600073）跟踪报告：生猪养殖业务受益猪周期盈利弹性大，收购SFF切入牛肉市场发展空间大（买入）*食品饮料行业*余春生》
——2016-05-04

《上海梅林(600073)点评报告：收购新西兰SFF公司，开启牛肉业务新增长（增持）*食品饮料*余春生》
——2015-11-28

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

8月30日晚，上海梅林（600073）公布了2017年中报，2017年上半年公司实现营业收入121.76亿元，同比增长85.14%；实现归属于上市公司股东的净利润2.79亿元，同比增长37.39%；实现扣除非经常性损益后的归母净利润为2.63亿元，同比增长41.71%；基本每股收益0.30元，同比增长37.50%。

其中二季度，公司实现营收58.66亿元，同比增长95.34%；实现归属于上市公司股东的净利润0.94亿元，同比增长25.33%

投资要点：

- 银蕨农场并表营收大增，期待牛肉业务未来发展** 上半年，公司营收121.76亿元，同比增长85.14%。公司营收增长的原因在于银蕨农场并表，营收贡献66.05亿元，净利润1.61亿元。由于上半年为新西兰传统的屠宰旺季，银蕨下半年开工率将下降，利润不及上半年。但由于公司收购银蕨农场时以现金支付，改善了银蕨农场资本结构，其贷款利率从高峰时期的9%左右下降到4%左右，利息费用将明显下降。从长远来看，收购银蕨农场后，公司将着力提升SFF高附加值产品的占比（切割部位重新规划，提高牛腩及牛下水的利用率等），并和国内的梅林、爱森、联豪、苏食等开展业务和渠道资源的对接，后续银蕨农场的牛羊肉业务的发展值得期待。
- 养殖业务受猪价下跌影响，下游子公司普遍利润较好** 去除银蕨公司并表影响，公司其他业务收入55.7亿元，同比减少15.29%。营收下降的原因主要是受饲料、养殖及屠宰业务下滑的影响。上半年猪肉价格同比下降20%以上，受此影响，江苏梅林畜牧收入7.7亿元，同比减少8.8%，利润1.65亿元，同比减少15.4%。上海鼎牛饲料公司营收5.15亿元，同比下降28.02%，利润894万元，同比下降48.86%。但是公司战略上重点发展的下游子公司普遍效益较好，比如冠生园净利润7718万，同比增长28.31%；苏食净利润2673万，同比增长202.38%；爱森净利润3353万，同比增长8.93%；联豪净利润2156万，同比增长7.46%。
- 亏损业务逐渐清理，摆脱包袱轻装上阵** 公司上半年继续推进湖北梅林、荣成梅林、重庆梅林、捷克梅林的清理工作，试图堵住亏损企业出血点。2016年，荣成梅林和重庆梅林分别亏损0.23亿元和1.95

亿元，造成了公司净利润减少超过 2 亿元。截至报告期末，亏损的重庆梅林已经没有开展业务了，荣成梅林还维持部分营销工作。随着公司逐步清理亏损业务，有望摆脱“包袱”，重新轻装上阵，业绩弹性很大可能在下半年体现出来。

- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 银蕨农场将通过提升高附加值产品占比以及改善切割方式等手段来提高其盈利能力，我们看好公司和银蕨在牛羊肉业务方面的合作。其次，公司不断清理亏损业务，业绩弹性有望体现在下半年。综上所述，我们预测 2017/18/19 年 EPS 分别为 0.47/0.55/0.62 元，对应 2017/18/19 年 PE 为 21.05/18.08/16.06 倍，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：** 食品安全事故，牛羊肉业务不及预期，亏损业务清理不及预期

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	13834	24465	27013	29835
增长率(%)	13%	77%	10%	10%
净利润（百万元）	256.5	444	518	583
增长率(%)	57%	73%	16%	13%
摊薄每股收益（元）	0.27	0.47	0.55	0.62
ROE(%)	4.99%	7.79%	8.14%	8.21%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 上海梅林盈利预测表

证券代码:	600073.Sh				股票价格:	9.98	投资评级:	增持		日期:	2017/8/31
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E		
盈利能力					每股指标						
ROE	4.99%	7.79%	8.14%	8.21%	EPS	0.27	0.47	0.55	0.62		
毛利率	16%	16%	16%	16%	BVPS	3.41	3.74	4.13	4.56		
期间费率	12%	13%	12%	12%	估值						
销售净利率	2%	2%	2%	2%	P/E	36.49	21.05	18.08	16.06		
成长能力					P/B	2.93	2.67	2.42	2.19		
收入增长率	13%	77%	10%	10%	P/S	0.68	0.38	0.35	0.31		
利润增长率	57%	73%	16%	13%							
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	1.20	1.83	1.96	2.08	营业收入	13834	24465	27013	29835		
应收账款周转率	8.32	8.32	8.32	8.32	营业成本	11566	20539	22680	25056		
存货周转率	6.81	6.81	6.81	6.81	营业税金及附加	56	99	109	120		
偿债能力					销售费用	1092	2064	2241	2449		
资产负债率	56%	57%	54%	51%	管理费用	461	792	884	979		
流动比	1.31	1.37	1.51	1.67	财务费用	28	109	108	104		
速动比	1.00	0.92	1.00	1.09	其他费用 / (-收入)	(175)	32	32	32		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	456	894	1023	1158		
现金及现金等价物	3309	4235	4349	4574	营业外净收支	66	24	47	46		
应收款项	1663	1070	1211	1314	利润总额	522	919	1070	1204		
存货净额	1706	3030	3346	3696	所得税费用	64	224	261	294		
其他流动资产	485	849	936	1033	净利润	458	695	809	910		
流动资产合计	7163	9172	9830	10606	少数股东损益	201	250	291	328		
固定资产	2710	2479	2271	2084	归属于母公司净利润	256	444	518	583		
在建工程	170	180	190	200							
无形资产及其他	215	215	193	172	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E		
长期股权投资	364	364	364	364	经营活动现金流	1161	(1085)	1040	1092		
资产总计	11563	13351	13790	14367	净利润	458	695	809	910		
短期借款	2539	2539	2539	2539	少数股东权益	201	250	291	328		
应付款项	1238	2198	2427	2681	折旧摊销	188	292	269	246		
预收帐款	594	1051	1161	1282	公允价值变动	(16)	0	0	0		
其他流动负债	1107	917	364	(170)	营运资金变动	330	(2322)	(329)	(392)		
流动负债合计	5478	6706	6491	6332	投资活动现金流	(185)	221	198	177		
长期借款及应付债券	603	603	603	603	资本支出	(1424)	221	198	177		
其他长期负债	338	338	338	338	长期投资	(76)	0	0	0		
长期负债合计	941	941	941	941	其他	1314	0	0	0		
负债合计	6420	7647	7432	7273	筹资活动现金流	(50)	(133)	(155)	(175)		
股本	938	938	938	938	债务融资	1638	0	0	0		
股东权益	5144	5705	6358	7094	权益融资	0	0	0	0		
负债和股东权益总计	11563	13351	13790	14367	其它	(1688)	(133)	(155)	(175)		
					现金净增加额	926	(998)	1083	1095		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【食品饮料组介绍】

余春生，8年实业工作经验，7年证券从业经验。自2009年以来，一直从事食品饮料行业研究。
陈鹏，武汉大学金融学硕士，4年证券研究经验，从事食品饮料行业研究。

【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。