



上海梅林 (600073) 三年战略业绩显著, 未来增长可持续

股票评级: **推荐**

研究机构: 五矿证券研究所

联系人: 陶敏敏

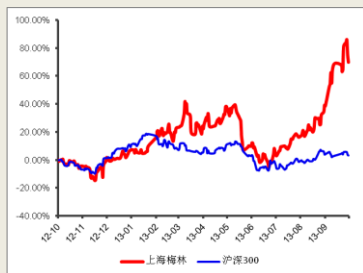
电话: 0755-23902411

邮箱: taominmin@wkzq.com.cn

基础数据 (2013年10月18日)

价 格	11.1
一年股价波动范围	6.01-11.81
最近 52 周涨幅	92.15%
同期上证指数涨幅	%
流通 A 股 (万股)	775800
总股本 (万股)	82273
流通市值 (亿元)	50.53
总市值 (亿元)	88.77

相对指数表现



资料来源: 五矿证券研究所

相关报告:
长期跟踪公司的报告, 或者跟踪行业等类型报告

报告摘要

1、**三年战略业绩超预期:** 公司计划2013年将实现“1, 2, 2, 1”的业务布局, 近年业绩增长超预期。

2、**冠生园品牌效应, 业绩稳定增长:** 冠生园创建于1915年, 是中国民族工业的名牌老字号企业。大白兔和蜂蜜全国份额第一, 是公司食品业务的收入主要来源及全公司利润的主要来源。

3、**兼并肉类企业, 业绩翻番可期。** 并购爱森、今普、苏食, 形成了从种猪养殖—生猪养殖 (目前自养11万头, 公司规划到15年, 自养100万头)—屠宰—加工—销售的一体化模式。签订保证业绩保障书, 不断的提升公司规模及盈利水平。预计公司未来会在资产、资本、股权上进一步推进并购。

4、**集团资产注入预期。** 光明食品集团将品牌食品板块确定为支柱性板块, 其中休闲食品业务和肉及肉制品业务是品牌食品板块的主要组成部分。根据光明食品集团“一项主业, 一个平台”的业务发展模式和管理架构, 上海梅林未来将被打造成为光明食品集团休闲食品主业的发展平台。

5、**盈利与预测:** 我们认为未来持续引入海外成熟产品带来的成长会再次获得市场认可, 未来并购也将增收公司收入, 我们预计公司13-15年EPS分别为0.22、0.33和0.44元。

百万元/%	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入	919.51	1,983.08	2,203.87	5,734.10	7,852.28
同比	-19.59	115.67	11.13	14.90	23.87
净利润	4.90	-68.38	2.69	149.78	140.11
同比	-17.50	-1,494.24	103.93	84.87	-8.10
毛利率	12.35	7.46	7.01	13.33	14.40

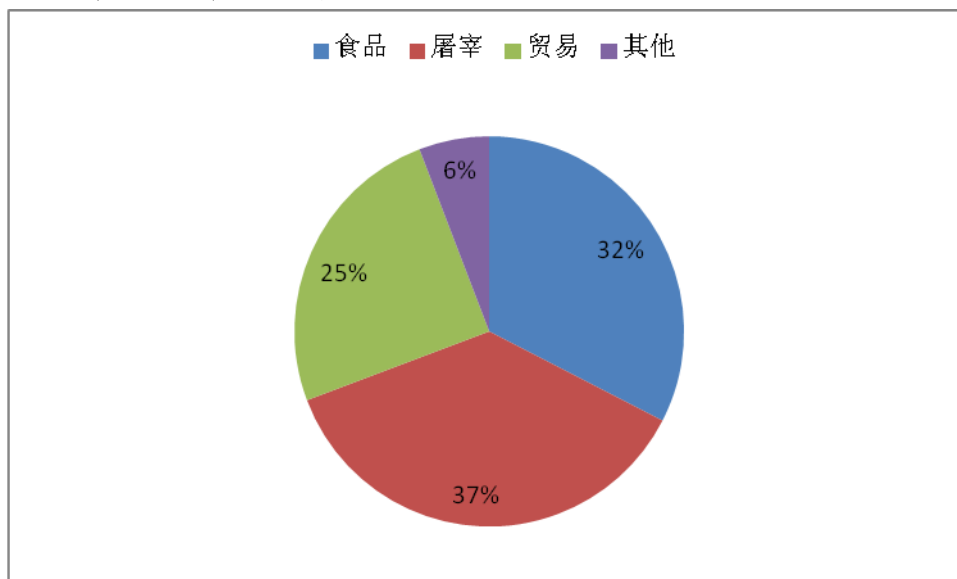


一、2013 年实现 “1, 2, 2, 1” 布局

公司形成综合食品制造与食品分销双主业并行的产业布局，食品制造主营业务包括：肉与肉制品、罐头、休闲食品和饮用水、饮料；食品分销主营业务包括：网购和食品进出口。核心主业是肉和肉制品行业。

2012年冠生园蜂蜜上海市占率80%，全国40%排名第一。食品业务未来3年的定位是公司收入和利润的基石，冠生园品牌做好甜品和饮用水，在现有大白兔和蜂蜜全国份额第一的基础上，或引入国外的巧克力和蜂蜜产品，用世界的资源，做国际市场，规划国际产品销售12亿（中国为主）。同时奉贤基地2014年7月份达产，该产能对应蜂蜜收入5亿，大白兔8-10亿，甜品毛利率均在50%左右，给了公司利润最有利的支撑。饮用水业务2013年9月会推出三款新品，分别是阿拉斯加冰川水、天然苏打水和富硒水，均定为中高端，未来计划3-5亿销售收入，40-50%毛利率。

图表：2012年主营业务收入占比



数据来源：WIND，五矿证券研究所

按照公司的三年战略目标，2013年将实现“1, 2, 2, 1”的业务布局。公司规划至2013年在新梅林形成“1, 2, 2, 1”的业务布局。即1个业务营收过30亿元（肉及肉制品业务），2个业务营收过20亿元（罐头制造业务及休闲食品业务），2个业务营收过10亿元（网购业务及食品进出口业务），1个业务营收过5亿元（饮用水业务）。

图表：2013年战略定位

	业务	品类	品牌	战略	规划收入
食品制造	肉制品	冷鲜肉、新鲜肉、低温及综合肉制品等	爱森，今普，苏食	打造养殖-屠宰-深加工全产业链模式，通过并购和资源整合作做大规模	2013年收入35亿
	罐头	肉类及非肉类罐头	梅林	产品多元化，做强非肉类罐头	2013年收入20亿



	休闲食品	糖果、蜂蜜、调味品、面制品、药补酒	冠生园、大白兔、佛手、华佗	长三角为主，华北地区开始尝试品牌拉动，产品多元化、高端化，提高整体业务的盈利能力	2013年收入20亿
	饮用水	纯净水、蒸馏水、盐汽水、乌梅汁	正广和、深岩、雪菲力	深耕上海本土市场，2013年将推出阿拉斯加冰川水、天然苏打水和富硒水，均定为中高端	2013年收入5亿
食品分销	网购业务	物流配送	“96858”	加强资本投入，做大规模	2013年收入10亿
	进出口业务	集团商品出口，食品进口	“SF”	扩大规模，提高产品结构	2013年收入13亿
其他培育业务	1、巧克力业务。2、饼干业务。3、儿童食品业务。4、老年食品业务				

数据来源：五矿证券研究所

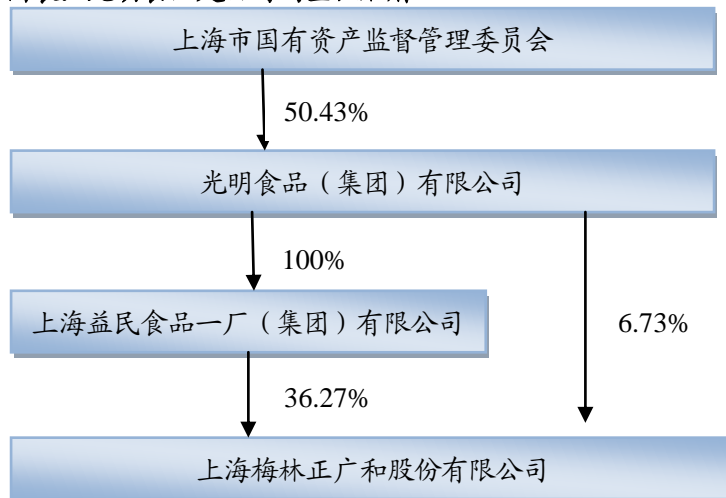
2015年公司收入计划为160亿，其中100亿来自于肉及肉制品，占比62%。未来公司的战略是肉及肉制品业务“一业特强”，领先长三角，目前已经完成了上海和江苏的布局。

二、上有集团支撑，下有增发并购

公司目前控股股东为上海益民食品一厂（集团）有限公司，实际控制人是光明食品（集团），光明集团通过益民食品持有公司36.27%股权，并直接持有公司6.73%股权。

光明食品集团将品牌食品板块确定为支柱性板块，其中休闲食品业务和肉及肉制品业务是品牌食品板块的主要组成部分。根据光明食品集团“一项主业，一个平台”的业务发展模式和管理架构，上海梅林未来将被打造成为光明食品集团休闲食品主业的发展平台。

图表：光明食品是公司的坚强后盾



数据来源：五矿证券研究所

公司依托光明食品集团强大的综合食品竞争优势，力争在2015年规划期末跻身全国肉类企业十强行列，把梅林股份打造成为长三角领先的具有核心竞争力的综合食品制造与服务提供。敬请阅读末页的重要说明



商。

光明食品集团旗下的上海农场、川东农场、海丰农场现在已经托管给梅林，相当于梅林的自有养殖场，未来也不排除集团将养殖业务注入梅林。光明集团旗下还拥有瀛丰五斗大米、自然之子、星辉有机蔬菜等业务，之前收购英国最大的早餐麦片企业维他麦长期也有注入可能。

图表：光明集团下属农场情况

上海农场	川东农场	海丰农场
现有7个规模化猪场，计划实现上市生猪25万头	基本形成种养加一体化的发展格局，以种业、优质米业、畜牧业为基础，生猪上市7.5万头	主要为种植业、养殖业；序幕以养猪为主，饲养量低于1万头

数据来源：五矿证券研究所

上海梅林1997年上市，上市后至2008年主营业务是“梅林”午餐肉和罐头食品，2009年公司完成了重庆今普的收购后布局西南肉及肉制品市场。

2011年底，公司由于非公开发行收购了实际控制人所属的冠生园集团全部食品主业经营性资产，上海爱森肉食品有限公司100%股权，上海正广和网上销售购物有限公司56.5%股权，上海食品进出口公司经营性资产，公司已从肉和肉类罐头生产制造单一主业转型成为食品制造和食品分销双主业。

2012年，公司出资3.78亿元完成了对苏食集团旗下肉业全部经营性资产60%股权的收购。苏食“批、零、配、供”四大渠道和梅林现有主业存在优势互补。并购项目引入了“一个网络，一个平台，把握两端，中间合作，控制核心资源，服务流通”的苏食模式，更为公司获得了整个江苏市场和整合江苏市场的平台。

图表：公司产能通过并购加大

	养殖	屠宰	配送能力(万吨)
爱森+今普	25	380	2
苏食	50	120	40
光明集团2015年规划	100	500	100

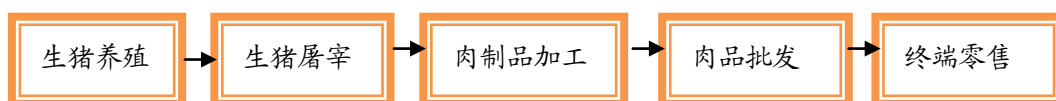
数据来源：五矿证券研究所

三、完整的产业链保证毛利率稳定

当前食品企业的竞争，已经由单要素竞争模式向全产业链竞争模式转变。全产业链竞争的模式，要求企业全面掌控从田间到餐桌所需要经过的食品原料和饲料生产、养殖与肉类加工、食品加工、分销物流、品牌推广和食品销售等所有环节。

生猪养殖业是一重资产高风险的行业，完整的产业链的公司综合毛利率相对稳定，抗风险能力强。全产业链的企业由于具有原料集中采购、专业化管理模式和先进的防疫手段等优势，其产品结构调整更为灵活，毛利率也相对稳定。

图表：生猪产业链



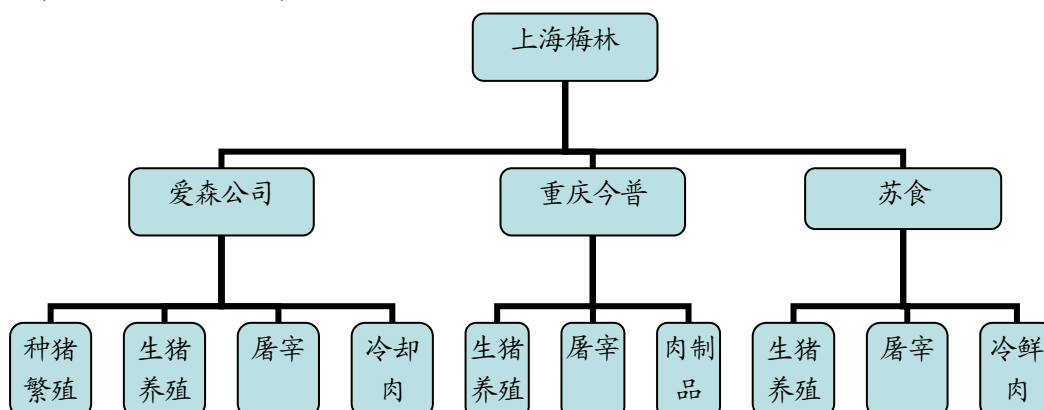
数据来源：五矿证券研究所

公司通过对上游产业链的控制保证产品质量并分享猪价上涨时的收益，又能享受下游肉制



品的巨大市场空间。

图表：公司主要的生猪产业链



数据来源：五矿证券研究所

企业内部纵、横向协同，在各个业务链条之间相互支持、均衡发展，不实现了企业对全产业链产品质量的监督、监管，提升企业的整体竞争力，增强企业的抗风险能力，实现企业的做强、做大、做深和做精。

11 年，公司首次提出向食品制造与食品分销的双主业转型，分销业务日益受到重视，其前景值得看好。目前公司已经有上海进出口公司及上海正广和网上购物公司两个子公司专门从事分销业务，此外，主品牌的销售渠道也在加速扩张中。

网络、连锁将是公司产品专卖的主要渠道，网络配送依托实体支撑，现在京东商城、1 号店、天猫商城已上线公司产品。公司也将通过光明集团的卖场、超市、便利店等个零售终端拓宽公司销售渠道。

四、冷链式、集约化将成肉制品加工的发展趋势

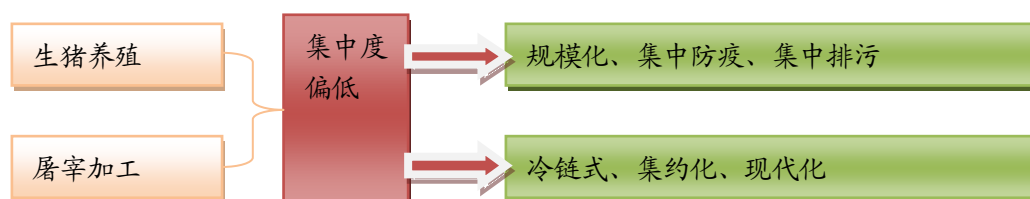
2011 年 3 月 15 日，“瘦肉精”时间曝光，河南省孟州市等地养猪场采用违禁动物药品“瘦肉精”饲养生猪，有毒猪肉流入济源双汇食品有限公司。

今年上半年，黄浦江上游死猪漂浮事件，记者 2013 年 3 月 10 日向上海市农委及松江区相关部门了解了最新进展：已打捞的死猪数量超过了 13000 头。

随着食品危害事件的频繁发生，消费者对食品安全的要求也日趋提高，民众的强烈意愿倒逼政府对食品的标准明确化。

根据国家商务部的要求，要逐步推进我国肉类加工行业的标准化，到 2013 年末，我国要淘汰落后生猪屠宰企业产能 30%，行业集中度将逐步提高，未来市场发展趋势将形成“大鱼吃小鱼”的格局；为保障肉食品的安全，生猪屠宰行业实行特许经营制度，由政府许可后定点屠宰，定点屠宰制对屠宰企业要求越来越高。规范化的大型肉类加工企业具有更大的发展空间。

图表：生猪养殖、屠宰未来发展趋势



数据来源：WIND，五矿证券研究所



2012 年屠宰和肉制品收入规模 10319 亿，远高于乳制品和调味品等大众食品行业；龙头公司双汇和雨润市占率合计不足 8%，集中度极低，提升空间巨大，国家计划在 2015 年扶植 10 家收入过百亿的企业，公司有望受益。

发达国家目前消费的生鲜肉中 90% 是冷鲜肉。低温肉制品因营养损失少，可基本保留肉类蛋白质、氨基酸、维生素、矿物质等营养成分以及肉类完整的纤维组织，在品质上明显优于高温肉制品，成为具有健康便捷特征的升级品种。

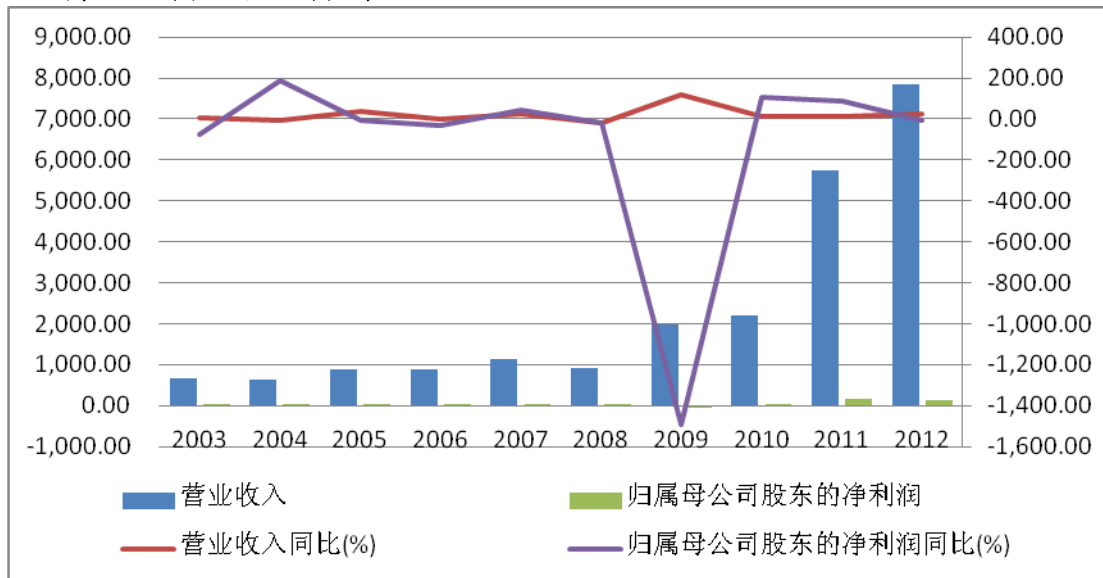
欧美等发达国家对肉品的生产、运输及销售有严格的温度控制，对各环节的温度及时间标准有严格的法规要求，使用时间-温度指示器来监督肉品流通全过程，并以区分食品事故的责任。伴随着中国消费者对猪肉产品的卫生、健康、安全以及动物福利越来越关注，以及冷链贮藏方式的普及，我国未来的猪肉消费也将以冷鲜分割肉为主。

5 月 29 日，上海市“第一批冷鲜鸡销售试点市场”名单中，列出了 4 家牵头的供货和经销企业，分别是圣华、爱森、都市菜园、六和勤强，销售点则分布在徐汇、长宁、普陀等区。冷鲜鸡的货源，来自市里指定的屠宰点，所有产品都经过了统一的检验检疫、屠宰加工和冷鲜保存等，以确保安全放心。爱森优选则属于上市公司。

五、 主营业务肉制品增长显著，超市场预期

2012 年公司实现营业收入 78.52 亿元，比上年度 63.39 亿元增长 23.87%；归属于上市公司股东的净利润 14,011 万元，比上年度 15,246 万元减少 8.10%；归属于上市公司股东的扣非后的净利润 8,752 万元，上年度为-7,874 万元。

图表：公司营业收入增长情况



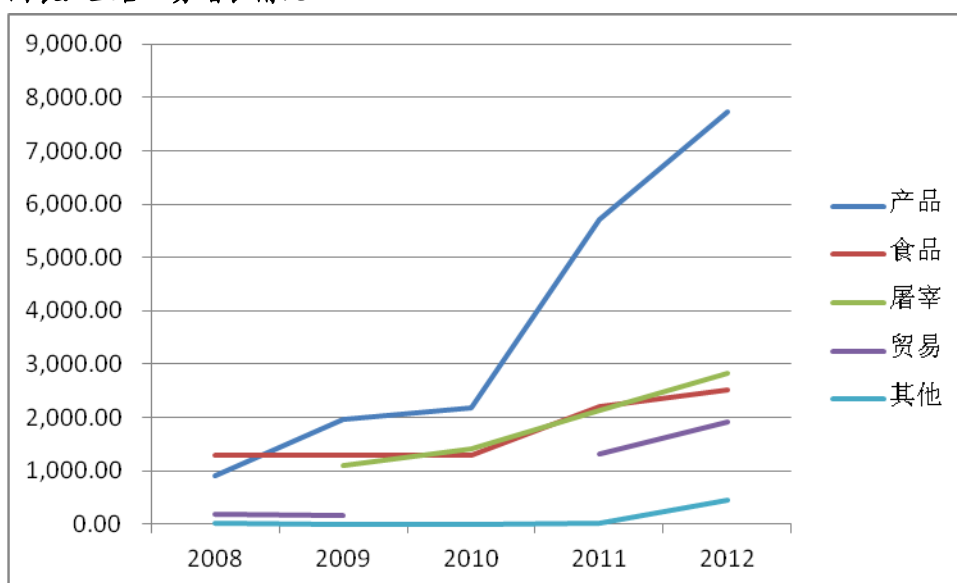
数据来源：WIND，五矿证券研究所

以肉业为主的综合食品制造业营业收入达到 55.55 亿元，同比增长 27.55%，占公司营业收入的 70.75%；食品分销业等营业收入达到 22.97 亿元，占公司营业收入的 29.25%。

聚焦最具有发展前景、市场空间最为广阔的肉及肉制品产业 2012 年肉及肉制品营业收入达到 40.16 亿元，占公司营业收入的 51.15%。



图表：主营业务增长情况



数据来源：WIND，五矿证券研究所

2013年上半年实现营业收入48.33亿元，比去年同期29.23亿元增长65.34%；归属于上市公司股东的净利润7,545万元，比去年同期6,342万元增长18.97%；扣非后归属于上市公司股东的净利润7,019万元，比去年同期2,793万元增长151.27%。

综合食品制造业营业收入达到38.43亿元，同比增长91%，占公司营业收入的80%；食品分销业营业收入达到9.37亿元，同比增长10%，占公司营业收入的20%。

2013年计划实现营业收入100亿元，营业成本84.8亿元。

七、盈利与预测

冠生园和爱森对11-13年业绩做了承诺，冠生园2013年承诺净利润不少于9600万，爱森2013年承诺净利润不少于2424万。苏食对12-15年业绩做了承诺，12年苏食肉品和淮安苏食预计贡献4300万，到15年达到6095万

图表：营业收入预测

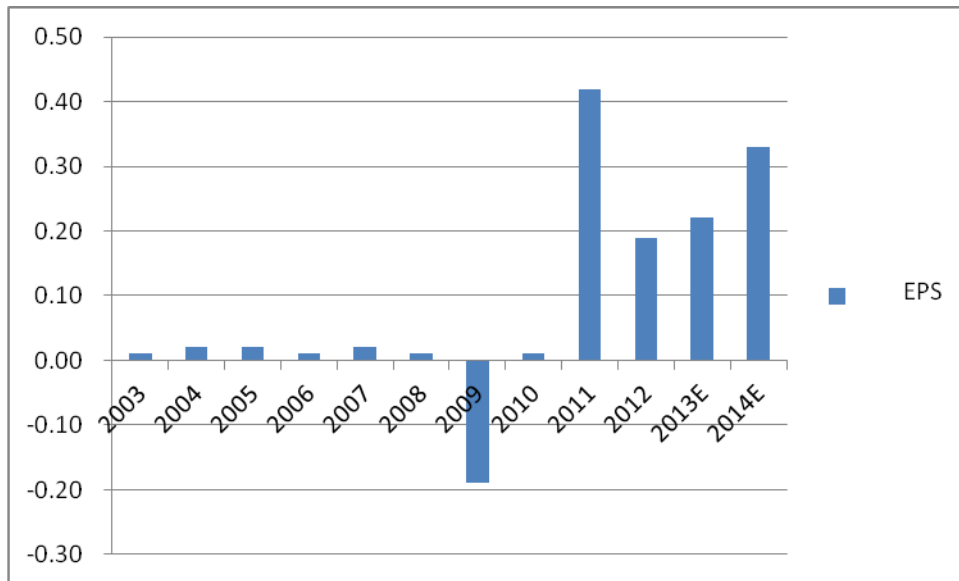
营业收入(百万元)	2011	2012	2013E
冠生园	12.23	15.1	18
食品	9.87	12.82	14.24
屠宰	21.47	28.4	52
贸易	12.96	22	26
合计	56.53	78.32	110.24

数据来源：WIND，公司年报，五矿证券研究所

产品和渠道发力收入稳定增长，各业务板块协同效应逐渐显现盈利能力逐步提升。下半年到明年，在现有内生性增长的基础上，随着奶糖产能翻倍和肉制品的发力，公司产品结构会不断优化，我们预计公司13-15年EPS分别为0.22、0.33和0.44元。



图表：上海梅林 EPS 预测



数据来源：五矿证券研究所，WIND

风险提示

食品安全问题；
融资和收购不确定；



分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供五矿证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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惟一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“五矿证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。