



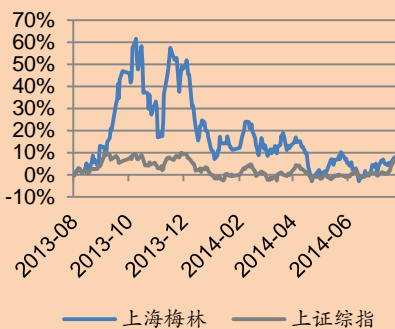
上海梅林 (600073)

投资评级: 增持

报告日期: 2014-08-09

当前价格 (元) **8.06**
目标价格 (元) **9.60**
目标期限 (月) **6**

股价走势:



主要数据

总股本(百万股) 822.74
A股股本(百万股) 822.74
B/H股股本(百万股) 0/0
总市值(亿元) 66.3
A股流通比例(%) 94.3
第一大股东 上海益民食品
第一大股东持股比例 36.27
12个月最高/最低(元) 9.33/7.1

王俊杰

021-60956106

wjjhazq@163.com

S0010513100001

业绩低于预期, 管理改善提升盈利能力

——2014 年半年报点评

主要观点:

□ 营收增长 8.96%, 归母净利润增长 11.17%, EPS0.10 元, 低于市场预期。

今年上半年公司实现营业收入 52.66 亿元, 同比增长 8.96%, 其中食品加工业务实现收入 18.28 亿元, 同比增长 7.73%, 屠宰业务实现营业收入 22.32 亿元, 同比下降 4.01%, 贸易业务实现收入 11.33 亿元, 同比增长 49.87%。公司实现归母净利润 8388 万元, 同比增长 11.17%, EPS0.10 元, 低于市场预期。

□ 猪肉价格持续低迷是导致公司业绩低于预期的主因, 下半年将改善。今年上半年公司业绩低于预期的主要原因在于上半年公司肉类业务受猪肉价格持续低迷的影响, 营业收入同比大幅下降, 我们认为, 猪肉价格目前已经处于拐点, 预计下半年猪肉价格将会企稳, 带动公司生猪屠宰业务的回升。

□ 业绩稳定增长, 国企改革促进盈利能力大幅改善。

我们认为, 公司主营业务与居民日常消费密切相关, 未来各项业务将会保持稳定增长。公司为上海市老牌国有企业, 长期以来盈利能力低下, 战略思路不清晰。2011 年随着光明集团旗下冠生园、爱森、正广和等优质资产的注入 2012 年公司管理层更迭, 2013 年公司又推出了股权激励方案, 这一系列措施显示公司经营正在发生改善。我们认为, 随着国企改革的继续推动, 公司盈利能力的提升空间巨大。当前公司净利率只有 1.6%, 与其他肉类生产企业和大众食品生产企业净利率相差较大, 具备大幅改善的空间。

□ 盈利预测和估值

我们预计公司 2014 年-2016 年营业收入分别为 113.10 亿元、127.24 亿元和 143.78 亿元, 实现归属于母公司股东净利润分别为 2.40 亿元、3.64 亿元和 4.51 亿元, 实现 EPS 分别为 0.29 元、0.44 元和 0.55 元, 对应当前股价的估值分别为 27.57、18.23 和 14.70, 给予公司“增持”评级, 6 个月目标价 9.6 元。

盈利预测:

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	10376	11310	12724	14378
收入同比(%)	32%	9%	13%	13%
归属母公司净利润	155	241	364	451
净利润同比(%)	11%	55%	51%	24%
毛利率(%)	14.1%	14.5%	14.7%	15.0%
ROE(%)	7.3%	9.7%	12.9%	14.3%
每股收益(元)	0.19	0.29	0.44	0.55
P/E	42.69	27.57	18.23	14.70
P/B	3.34	3.03	2.64	2.27
EV/EBITDA	22	20	14	11

资料来源: wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,089	3,927	4,430	5,011	营业收入	10,376	11,310	12,724	14,378
现金	1,079	1,635	1,846	2,064	营业成本	8,911	9,670	10,854	12,222
应收账款	714	899	1,011	1,142	营业税金及附加	35	34	38	43
其他应收款	101	124	139	158	销售费用	877	986	1,082	1,222
预付账款	181	273	322	403	管理费用	331	356	382	431
存货	1,052	1,060	1,189	1,339	财务费用	86	45	13	(14)
其他流动资产	(39)	(63)	(78)	(96)	资产减值损失	4	10	5	9
非流动资产	2,471	1,899	1,789	1,705	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	256	289	268	271	投资净收益	32	35	35	35
固定资产	1,155	1,082	1,008	935	营业利润	165	243	386	500
无形资产	217	203	189	177	营业外收入	42	40	40	40
其他非流动资产	843	325	323	322	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	5,559	5,825	6,219	6,716	利润总额	204	280	423	537
流动负债	3,118	3,256	3,102	3,175	所得税	39	42	63	81
短期借款	1,556	1,052	479	98	净利润	165	238	360	456
应付账款	559	662	743	837	少数股东损益	10	(3)	(4)	6
其他流动负债	1,003	1,542	1,879	2,240	归属母公司净利润	155	241	364	451
非流动负债	187	207	246	280	EBITDA	354	376	485	571
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	0.19	0.29	0.44	0.55
其他非流动负债	177	197	236	271					
负债合计	3,305	3,463	3,348	3,456					
少数股东权益	271	269	264	270					
股本	823	823	823	823					
资本公积	924	903	903	903					
留存收益	245	461	788	1,194					
归属母公司股东权益	1,983	2,187	2,514	2,920					
负债和股东权益	5,559	5,919	6,126	6,646					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	207	734	588	616
净利润	165	241	364	451
折旧摊销	112	88	87	86
财务费用	101	45	13	(14)
投资损失	(32)	(35)	(35)	(35)
营运资金变动	(131)	388	159	114
其他经营现金流	(8)	8	1	15
投资活动现金流	(19)	23	56	32
资本支出	0	0	0	0
长期投资	4	(33)	21	(3)
其他投资现金流	(24)	56	35	35
筹资活动现金流	(4)	(613)	(619)	(407)
短期借款	94	(504)	(573)	(381)
长期借款	(59)	0	0	0
普通股增加	75	0	0	0
资本公积增加	(71)	(21)	0	0
其他筹资现金流	(44)	(88)	(46)	(27)
现金净增加额	183	144	24	241

主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	32.15%	9.00%	12.50%	13.00%
营业利润	47.92%	47.42%	58.83%	29.55%
归属于母公司净利润	10.85%	54.86%	51.23%	23.97%
获利能力				
毛利率(%)	14.13%	14.50%	14.70%	15.00%
净利率(%)	1.50%	2.13%	2.86%	3.14%
ROE(%)	7.32%	9.69%	12.94%	14.31%
ROIC(%)	9.87%	10.37%	12.49%	16.77%
偿债能力				
资产负债率(%)	59.45%	58.51%	54.64%	52.00%
净负债比率(%)	25.21%	2.63%	19.24%	24.15%
流动比率	0.99	1.21	1.43	1.58
速动比率	0.65	0.88	1.04	1.16
营运能力				
总资产周转率	1.92	1.99	2.11	2.22
应收账款周转率	16.71	16.30	15.46	15.49
应付账款周转率	18.61	18.51	18.10	18.19
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.29	0.44	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.89	0.71	0.75
每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.66	3.06	3.55
估值比率				
P/E	42.7	27.6	18.2	14.7
P/B	3.3	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	22.34	19.70	13.94	11.10

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

股票投资评级

- 1、买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
- 2、增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
- 3、持有：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 4、卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

- 1、强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
- 2、中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 3、弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。