



东兴证券
DONGXING SECURITIES

深耕上海市场、长三角加速扩张

——上海梅林（600073）调研快报

2014年11月06日

推荐/首次

上海梅林

调研快报

关注 1: 战略定位清晰, 有序推进

上海梅林战略核心: 立足上海、领先长三角、走向全国。我们认为公司目前阶段处在战略第二阶段, 领先长三角。2015 年公司的收入规划是 150 亿元, 其中 100 亿元销售是肉和肉制品, 肉制品行业还是公司未来发展的重点行业, 肉制品行业集中度还很低, 整合空间很大。梅林的业绩增长来自: 1) 内生性增长, 依赖渠道和产能的扩张, 本次定增项目已经先期启动; 2) 外延性的增长, 并购战略还会继续。

关注 2: 加工业务收入占比提升盈利水平

梅林去年屠宰量 235 万头, 加工量 6 万吨, 加工量占比 20% 不到, 而对比行业内龙头公司, 肉制品的利润来源在加工环节。通过本次定增梅林加大了肉制品加工端的投资。梅林罐头的利润率在 9.8% 以上, 盈利水平高于屠宰业务。梅林罐头已经占了全国肉制品罐头食品市场 60% 的市场份额, 但市场还会扩大。

军工路项目建设周期为一年, 公司先期自筹 3000 万资金已经投入建设。预计到 2014 年底, 军工路技改项目可以达产, 加工产能从 2.5 万吨提高到 5 万吨。2013 年军工路产量为 2.8 万吨, 2014 年产量预计 3.5-3.8 万吨, 2015 年完全达产后军工路产量可以达到 5 万吨。预计 2015 年军工路产能可以实现 10 亿元销售, 给公司带来利润 4000 万增长。

关注 3: 长三角渠道加速扩张

领先长三角战略是通过渠道领先占领市场。前期收购苏食集团的目的也是在取得江苏肉制品市场的平台和渠道, 接手苏食集团销售收入 20 亿元, 收购后整合了江苏的市场, 2014 年预计销售收入可以达到 28-30 亿元。爱森在江苏也新建了 8 家直营门店, 苏食肉食新建了 5 家苏食肉庄, 都是渠道领先策略的体现。

徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

焦凯

010-66554144

jiaokai@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512090001

交易数据

52 周股价区间 (元)	8.6-9.64
总市值 (亿元)	70.76
流通市值 (亿元)	66.72
总股本/流通 A 股 (万股)	82274/77580
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.7

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

关注 4：光明里混改试点值得期待

本次定增募集资金投向变更了光明里项目，但光明里定位仍为混合所有制改革试点。光明里目前有 400 家门店，销售收入接近 4 亿元。光明里作为梅林的分销终端，是梅林核心价值的体现，混改完成的时间大致是在 2016 年以前。光明里的改革方式是采取进入战略投资者的方式，梅林可以放弃光明里的控股权，梅林和光明里管理层持有股权可以只到 49%，51%的股权出让给战略投资者。梅林还有 50 多家子公司，基本都是梅林全资子公司，未来这些子公司的改革也会陆续启动。上海梅林现在还拥有大白兔、冠生园、正广和等一批知名老字号品牌，这些知名品牌通过改革会焕发新生机。目前公司股权激励暂时延后，股权激励方案会调整，增加生产技术骨干作为激励对象，但是股权激励还会去做。

结论：

我们看好公司的逻辑主要有：1）通过定增自建产能以及并购的方式，公司产业链会更加完整，整体盈利水平会得到提升；2）虽然光明里不在本次定增项目内，但对光明里混改试点的结果值得期待；3）注入梅林的大白兔、冠生园、正广和等老字号品牌未来也可能是业绩增长点。我们预计公司 2014 年-2016 年归属于上市公司股东净利润分别为 1.83 亿元、2.21 亿元和 2.77 亿元，每股收益分别为 0.22 元、0.27 元和 0.34 元，对应 PE 分别为 38.7X、32.0X、25.6。首次关注给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	2904	3089	6153	7565	9208	营业收入	7852	10376	12557	15317	18536
货币资金	964	1079	628	766	927	营业成本	6722	8911	10777	13162	15916
应收账款	629	613	310	378	457	营业税金及附加	36	35	41	51	61
其他应收款	159	101	123	150	181	营业费用	696	877	1074	1270	1507
预付款项	129	181	289	421	580	管理费用	263	331	387	467	576
存货	868	985	4429	5409	6541	财务费用	50	86	111	149	167
其他流动资产	65	65	65	65	65	资产减值损失	9.60	4.29	3.00	3.00	3.00
非流动资产合计	2353	2471	2260	2072	1883	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	260	256	256	256	256	投资净收益	34.51	32.19	30.00	30.00	10.00
固定资产	1102	1155	1237	1070	903	营业利润	111	165	194	246	315
无形资产	195	217	196	174	152	营业外收入	59.48	42.01	35.00	30.00	30.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	2.38	2.72	3.00	3.00	3.00
资产总计	5257	5559	8413	9637	11091	利润总额	169	204	226	273	342
流动负债合计	2977	3118	5038	6173	7516	所得税	39	39	43	52	65
短期借款	1462	1556	2415	2761	3091	净利润	129	165	183	221	277
应付账款	556	559	531	649	785	少数股东损益	-11	10	0	0	0
预收款项	554	670	1173	1785	2527	归属母公司净利润	140	155	183	221	277
一年内到期的非	13	40	40	40	40	EBITDA	434	566	494	583	671
非流动负债合计	214	187	161	161	161	BPS (元)	0.19	0.19	0.22	0.27	0.34
长期借款	68	10	10	10	10	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	
负债合计	3190	3305	5199	6335	7677	成长能力					
少数股东权益	191	271	271	271	271	营业收入增长	36.94%	32.15%	21.01%	21.98%	21.01%
实收资本(或股	748	823	823	823	823	营业利润增长	-21.53%	47.92%	17.64%	26.71%	28.08%
资本公积	995	924	1802	1802	1802	归属于母公司净利润	17.83%	20.71%	17.83%	20.71%	25.30%
未分配利润	90	188	216	249	290	获利能力					
归属母公司股东	1876	1983	2943	3031	3142	毛利率(%)	14.40%	14.13%	14.17%	14.07%	14.13%
负债和所有者权	5257	5559	8413	9637	11091	净利率(%)	1.65%	1.59%	1.46%	1.44%	1.49%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2012A	2013A	2014E	2015E	2016E							
经营活动现金流	39	207	-2036	46	158	偿债能力					
净利润	129	165	183	221	277	资产负债率(%)	61%	59%	62%	66%	
折旧摊销	273.40	314.94	0.00	188.79	188.79	流动比率	0.98	0.99	1.22	1.23	1.23
财务费用	50	86	111	149	167	速动比率	0.68	0.67	0.34	0.35	0.35
应收账款减少	0	0	303	-68	-79	营运能力					
预收帐款增加	0	0	502	613	741	总资产周转率	1.65	1.92	1.80	1.70	1.79
投资活动现金流	-194	-19	83	27	7	应收账款周转率	16	17	27	45	44
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.52	18.61	23.02	25.95	25.85
长期股权投资减	0	0	21	0	0	每股指标(元)					
投资收益	35	32	30	30	10	每股收益(最新摊薄)	0.19	0.19	0.22	0.27	0.34
筹资活动现金流	48	-4	1502	65	-4	每股净现金流(最新	-0.14	0.22	-0.55	0.17	0.20
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.51	2.41	3.58	3.68	3.82
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	249	75	0	0	0	P/E	45.26	45.26	38.66	32.03	25.56
资本公积增加	-312	-71	878	0	0	P/B	3.43	3.57	2.40	2.33	2.25
现金净增加额	-107	183	-451	138	161	EV/EBITDA	16.14	13.43	18.06	15.64	13.85

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，6 年食品饮料行业研究经验。

焦凯

经济学硕士，2012 年加盟东兴证券研究所，两年工作经验，现从事食品饮料研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。