

上海梅林 (600073)

收入增长加快，盈利能力承压

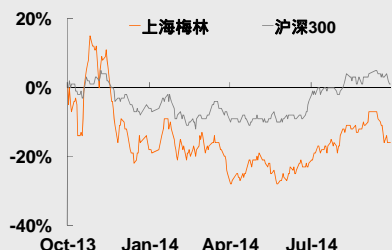
推荐 (维持)

现价：8.4元

主要数据

行业	平安食品饮料
公司网址	www.shanghaiailing.com
大股东/持股	上海益民食品一厂(集团)有限公司/36.27%
实际控制人/持股	上海市国有资产监督管理委员会/23.80%
总股本(百万股)	823
流通A股(百万股)	776
流通B/H股(百万股)	0
总市值(亿元)	69.11
流通A股市值(亿元)	65.17
每股净资产(元)	2.45
资产负债率(%)	58.0

行情走势图



相关研究报告

《上海梅林深度报告：机会源于可能的资产注入》

研究助理

王俏怡

一般从业资格编号S1060113110013
0755-822626689
wangqiaoyi597@pingan.com.cn

张宇光

一般从业资格编号1060113090015
zhangyuguang467@pasc.com.cn

证券分析师

文 献

投资咨询资格编号S1060209040123
wenxian@pasc.com.cn

汤玮亮

投资咨询资格编号S1060512040001
tangweiliang978@pasc.com.cn

投资要点

事项：上海梅林10月27日发布三季报。2014年前三季度实现营收81亿元，同比增长9%，归属母公司股东净利1亿元，同比增长11%，每股收益0.14元。3Q14营收28亿，同比增长9%，归属母公司净利0.28亿，同比增长11%，每股收益0.03元。

平安观点：

■ **3Q14业绩略低于我们的预期。**3Q14营收同比增速较2Q14有所回升，推测主要是贸易、食品业务增长较快推动，但增速还是较我们预测值13%略低，归属母公司净利同比增速亦较2Q14有所回升，但也低于我们16%的预测值，推测是贸易业务拖累了毛利率。

■ **食品业务：推测3Q14冠生园、罐头增速分别约为15%、10%，冠生园收入占比提升应对食品业务毛利率提升有促进作用。**考虑到3Q14中国罐头行业产量同比增长7%，我们推测行业龙头梅林的罐头业务收入增速可能在10%左右，根据冠生园官方网站的披露数据换算，冠生园3Q14增速也应在15%左右。高毛利率的冠生园业务增长加快，食品业务毛利率应当略有上升。四季度旺季刺激下，冠生园近年新开发的喜蜜、黑糖奶糖系列也存在放量的可能，预计4Q14食品业务收入可同比+13%左右，全年完成收入同比10%的增长目标问题不大。

■ **畜禽屠宰：猪价3Q14同比-4%，收入增速可能在0-5%之间。**7月定点企业屠宰量同比下降，考虑到公司的鲜冻品网点主要集中在冷鲜肉零售点较密集上海等华东地区开发，推测公司的屠宰量增长也在5%左右，屠宰收入增速可能在0-5%之间。从13个月前的能繁母猪数量来看，猪价在4Q14将迎来向上趋势性拐点，伴随旺季到来需求量应有保障，预计4Q14屠宰收入同比约增10%。

■ **贸易业务：推测保持较快增长，应是毛利率下降的主因。**2014年上半年，梅林的贸易业务收入同比+50%，全年公司目标是增长30%做到26亿元，1H14实现11亿元。考虑到14年梅林加强了贸易业务的重视，估计3Q14贸易业务的收入可能在8亿左右，同比增长30%-50%。但由于贸易业务的毛利率只有个位数，贸易业务占比的持续提升势必拖累公司毛利率，3Q14毛利率下降1.4PCT是最好的例证。

■ **维持“推荐”评级。**预计公司2014-16年营收分别同比增长13%、14%、14%，净利润同比增长12%、9%、3%，EPS分别为0.21、0.23和0.24元。按10月27日收盘价8.40元计算，动态PE分别为40、36、36倍。考虑到公司即将完成非公开发行，且国企改革存在资产注入可能，我们维持对公司的“推荐”评级。

■ **风险提示：**经济增速下行需求放缓，突发重大食品安全事故。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入(百万元)	7,852	10,376	11,754	13,364	15,191
YoY(%)	36.9	32.1	13.3	13.7	13.7
净利润(百万元)	140	155	174	190	195
YoY(%)	-6.5	10.9	11.8	9.4	2.5
毛利率(%)	14.4	14.1	13.7	13.6	13.4
净利率(%)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4
ROE(%)	7.6	8.0	8.6	8.9	8.6
EPS(摊薄/元)	0.19	0.19	0.21	0.23	0.24
P/E(倍)	44.8	44.5	39.8	36.4	35.5
P/B(倍)	3.3	3.5	3.4	3.2	3.0

图表 1 3Q14净利增长11%低于我们的预期

单位：百万元，元/股

	3Q13	3Q14	QoQ	(1-3Q)13	(1-3Q)14	同比增速	
营业收入	2,593	2,817	8.7%	7,426	8,083	8.9%	冠生园新品放量推动食品业务增长，贸易业务作为公司14年重心增长加快
营业成本	2,245	2,478	10.4%	6,364	6,962	9.4%	
毛利率	13.4%	12.0%	-1.4%	14.3%	13.9%	-0.4%	低毛利率的贸易业务占比提升，拖累综合毛利率
毛利	348	339	-2.6%	1,062	1,121	5.6%	
营业税金及附加	8	7	-6.1%	24	27	12.6%	
销售费用	224	206	-8.1%	636	664	4.5%	
管理费用	78	79	0.2%	236	244	3.0%	
财务费用	24	31	32.0%	68	78	15.5%	利息支出增加
资产减值损失	-1	-0	98.7%	0	-0	-153.2%	冲回坏账准备
公允价值变动收益	0	0	0.0%	0	0	0.0%	
投资收益	8	8.736	10.5%	22	23	2.7%	
营业利润	23	25	7.0%	120	131	9.4%	
营业利润率	0.9%	0.9%	0.0%	1.6%	1.6%	0.0%	
营业外收入	12	12	-5.6%	21	23	10.0%	政府补助增加
营业外支出	0	0	11.9%	2	2	16.1%	
利润总额	35	36	2.7%	140	153	9.5%	
所得税	8	8	-1.6%	30	29	-2.3%	
所得税率	53.3%	49.8%	-3.5%	30.7%	27.0%	-3.7%	
少数股东损益	2	-0	-113.3%	9	11	30.2%	
归属于母公司净利润	26	28	11.1%	101	112	11.1%	
净利率	1.0%	1.0%	0.0%	1.5%	1.5%	0.1%	
EPS	0.03	0.03	11.1%	0.12	0.14	11.1%	低于我们的预期

资料来源：公司公告、平安证券研究所、Wind

图表2 1H14贸易业务增长最快

单位：百万元

	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14
屠宰收入（百万元）	764	2076	2326	2675	2233
YOY			205%	29%	-4%
屠宰毛利率	9%	7%	9%	8%	11%
同比变化			0.6%	1.9%	1.5%
食品收入（百万元）	1446	1073	1697	1171	1829
YOY			17%	9%	8%
食品毛利率	23%	41%	25%	37%	26%
同比变化			1.8%	-3.7%	0.8%
贸易	651	1276	756	1237	1133
YOY			16%	-3%	50%
贸易毛利率	5%	2%	5%	2%	3%
同比变化			-0.1%	0.3%	-2.5%
其他	34	418	38	397	49
YOY			13%	-5%	27%
其他毛利率	35%	7%	50%	9%	43%
同比变化			14.2%	1.4%	-6.7%

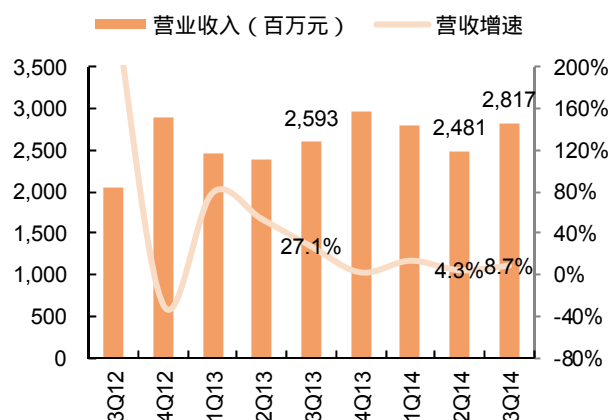
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表 3 屠宰及肉加工行业：2014年1-8月收入、利润累计同比增速分别为10%、7%（单位：%）



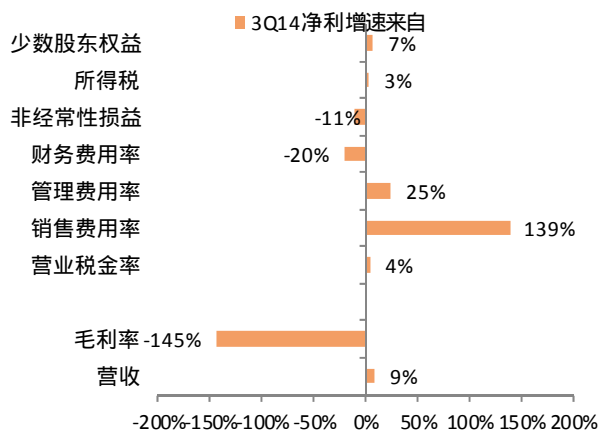
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 4 营收增速低于3Q13，但较2Q14有所回升



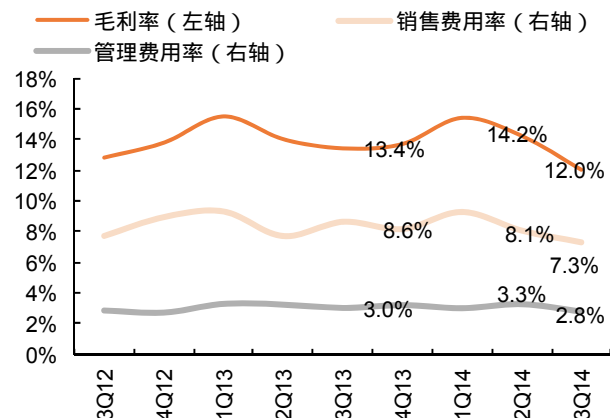
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 5 3Q14净利增长主要源于销售费用率下降



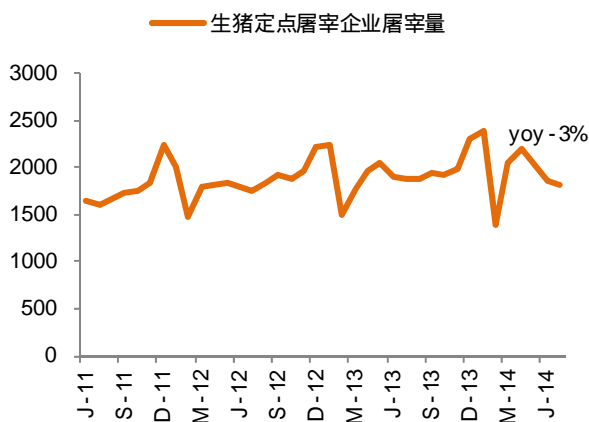
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表 6 销售费用率、毛利率分别比3Q13下降1.3、1.4PCT



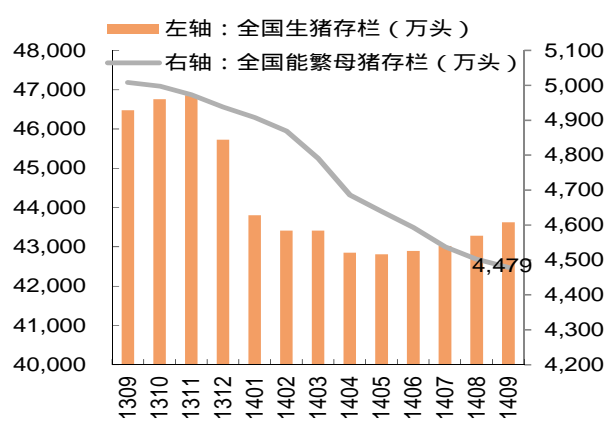
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 2014年7月全国定点屠宰量同比下降3% (单位:万头)



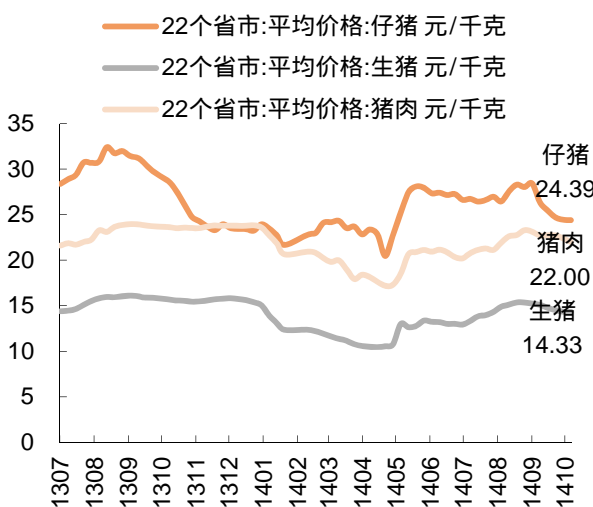
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表8 2014年9月,能繁母猪存栏同比下降11%,环比下降0.5%



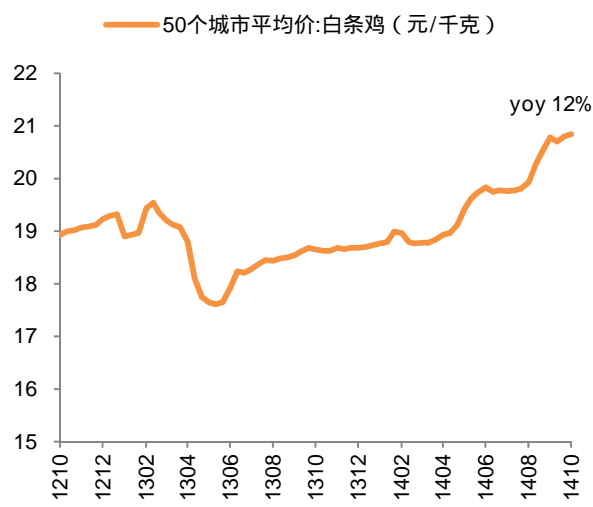
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 2014年10月17日,生猪价格同比下降8.4%,环比下降0.6%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表10 2014年10月10日,白条鸡价格同比涨11.7%,环比上升0.2%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表 11 食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价 (元)		EPS (元/股)				PE (倍)				评级	EPS 最新调整 2014E
	10月27日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E			
贵州茅台	157.50	11.65	13.25	12.96	13.68	13.5	11.9	12.2	11.5	推荐		
五粮液	17.07	2.62	2.10	1.76	1.89	6.5	8.1	9.7	9.0	暂不评级		
洋河股份	61.00	5.72	4.65	4.21	4.73	10.7	13.1	14.5	12.9	中性		
泸州老窖	16.26	3.13	2.45	1.16	1.17	5.2	6.6	14.0	13.9	中性	↓(19%)10月22日	

股票名称	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)				评级	EPS 最新调整 2014E
	10月27日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E		
青青稞酒	17.17	0.67	0.83	0.73	0.81	25.6	20.7	23.4	21.3	中性	
山西汾酒	16.18	1.53	1.11	0.40	0.47	10.6	14.6	40.0	34.4	中性	↓(15%)10月26日
顺鑫农业	16.92	0.22	0.35	0.69	0.87	76.7	48.8	24.5	19.4	推荐	↓(6%)9月26日
古井贡酒	23.65	1.44	1.24	1.22	1.38	16.4	19.1	19.3	17.2	中性	
张裕 A	28.80	2.48	1.53	1.45	1.47	11.6	18.8	19.9	19.6	中性	↑(7%)10月13日
青岛啤酒	37.39	1.30	1.46	1.52	1.70	28.7	25.6	24.7	22.0	推荐	↓(5%)10月12日
海天味业	36.41	0.81	1.07	1.36	1.66	45.1	33.9	26.7	22.0	强烈推荐	
中炬高新	10.32	0.16	0.27	0.36	0.47	65.4	38.6	28.5	21.9	推荐	↓(8%)10月23日
伊利股份	23.70	0.56	1.04	1.30	1.61	42.3	22.8	18.2	14.7	强烈推荐	
贝因美	15.88	0.50	0.71	0.35	0.46	31.9	22.5	45.5	34.7	中性	
南方食品	16.33	0.08	0.17	0.30	0.55	216.2	97.6	53.8	29.6	推荐	↓(11%)10月24日
安琪酵母	18.03	0.74	0.44	0.50	0.84	24.4	40.6	36.1	21.4	强烈推荐	↓(9%)10月12日
双汇发展	28.65	1.31	1.75	1.81	1.87	21.9	16.3	15.9	15.3	中性	↓(14%)10月24日
大北农	13.03	0.41	0.47	0.55	0.92	31.6	27.8	23.5	14.2	强烈推荐	
均值						38.0	27.1	25.0	19.7		

资料来源：平安证券研究所、wind

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	