

上海梅林 (600073)

2015年11月3日

分析师: 马浩博

执业资格证书编号: S0850513090003

联系电话: 18917609091

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人: 丁一

联系电话: 0512-62936057

A 股进口牛肉平台龙头+国企改革+新团队新思路 买入 (维持)

盈利预测及估值	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10,590.81	15,649.89	25,597.38	29,076.85
同比(+/-%)	2.1%	47.7%	63.6%	13.6%
净利润(百万元)	132.75	182.60	461.32	540.70
同比(+/-%)	-14.5%	37.7%	153.3%	18.0%
毛利率(%)	14.5%	13.8%	14.5%	14.5%
净资产收益率(%)	4.3%	6.0%	12.1%	13.6%
每股收益(元)	0.14	0.20	0.44	0.59
PE	95.29	68.4	25.8	22.7
PB	4.12	4.15	4.19	4.25

投资要点:

- **上海梅林 2015 年三季报, 业绩略低于预期:** 前三季度公司实现营业收入 91.52 亿元, 同比下降 7.57%; 实现归属于母公司净利润 1.09 亿元, 同比下降 14.92%; 扣非后实现归母净利润 9456 万元, 同比下降 11.87%。基本每股收益 0.116 元/股。
- **聚焦牛肉全产业链, 打造肉制品行业龙头:** 公司新的管理层给公司发展带来新的活力, 效率得到大幅提升, 未来发展思路明确。经市场法估值合算, SFF 的股权价值 3.5 亿新西兰元, 人民币 14.9 亿元, 50% 的股权为人民币 7.45 亿元。企业价值 6.2 亿新西兰元, 人民币 26.3 亿元, 50% 约为 13.15 亿元。上市公司合并报表层面预计将新增资产 34.00 亿元, 新增负债为 19.30 亿元。预计 15 年销售额 22.55 亿新西兰元, 16 年 25 亿新西兰元, 人民币 105 亿元, 按照对应 2% 的净利润率水平估算, 16 年净利润约为 2.1 亿元, 50% 股权对应净利润约为 1.05 亿元左右。
- **光明生猪养殖资产注入, 全产业链优势继续加强:** 2015 年 7 月, 公司发布公告, 光明集团拟将旗下上海农场、川东农场生猪养殖资产注入公司。Q4 生猪资产注入将会并表, 预计 2016 年头均盈利 500 元左右, 出栏量由于新增资产注入增加 70-80 万头左右, 合计 100 万头, 对应 51% 的控股股权, 公司将由此块业务增厚净利润 2.55 亿元左右。
- **盈利预测与投资建议:** 预计公司 16 年收入将达到 250-300 亿元, 资产注入和海外收购并表, 公司业绩将大幅增厚, 实现跨越式发展。按照 SFF 公司 15 年预计 EBITDA 为 0.84 亿新西兰元, 人民币 3.53 亿元估算, 预计上市公司净利润增加约 1.05 亿元 (息税后); 猪肉业务将增厚净利润 2.55 亿元左右; 传统业务净利润 1 亿元左右, 整体净利润 4.61 亿元, 对应 16 年 25.8XPE, 15-17 年 EPS 分别为 0.20、0.44、0.59 元, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 贸易政策变化的风险; 市场竞争风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.68
一年最低价/最高价(元)	19.10/7.95
市净率	3.7
流通 A 股市值(百万元)	10300

基础数据

每股净资产(元)	3.35
资产负债率(%)	57
总股本(百万股)	938
流通 A 股(百万股)	823

1. 上海梅林 15 年三季报，业绩略低于预期

前三季度公司实现营业收入 91.52 亿元，同比下降 7.57%；实现归属于母公司净利润 1.09 亿元，同比下降 14.92%；扣非后实现归母公司净利润 9456 万元，同比下降 11.87%。基本每股收益 0.116 元/股。其中单三季度，营业收入 29.94 亿元，同比下降 11.32%；归属母公司净利润 2740.44 万元，同比下降 37.58%。前三年季度公司综合毛利率为 13.18%，同比下降 0.7%。具体来看，营收方面，公司原有业务收入约 24-25 亿元，同比下滑 12%，下滑的原因主要是贸易类业务收入同比上年大幅下滑。Q3 牛奶集团相关资产注入，公司报表收入 43.4 亿元，其中前三季度牛奶集团并表收入 18-19 亿元。净利润方面，牛奶集团并表利润预计 500 万元左右，公司原有业务实现净利润 2200 万左右，同比下滑 21%，下滑原因还是由于冠生园新工厂开工处于调整期，折旧费用增加，拖累公司业绩。

2. 聚焦牛肉全产业链，打造肉制品行业龙头

公司新的管理层给公司发展带来新的活力，效率得到大幅提升，未来发展思路明确。九月中旬，公司发布重大资产购买预案，拟以现金形式收购新西兰最大肉类企业 SFF 集团 50% 股权。SFF 是新西兰第二大农业出口商，仅次于恒天然，约 85% 的牛肉、羊肉和鹿肉产品出口至 60 多个国家。此次收购是公司牛肉产业链战略的全面落地，收购标的并表后将带来业绩的大幅增厚。新西兰牛羊肉商品在中国价格优势凸显，肉源优质无污染，本次收购有助于公司实现控制国外优质牛羊肉上游资源的战略布局，将有助于公司控制新西兰约 1/3 的优质牛源和 1/4 的羊肉资源。

从 SFF 的主要财务数据来看，销售额方面 12 年为 19.21 亿新西兰元，14 年为 21.79 亿新西兰元，增长 2.83 亿新西兰元，增长 14%，主要是由于 1) 屠宰量有所上升，12 年 680 万头，14 年 760 万头。2) 牛肉价格于 2014 财年复苏，以及羊肉市场继 2012 财年调整后出现复苏。2013 财年和 2014 财年，SFF 归属于母公司所有者的净利润分别为 -2,855 万新西兰元、47 万新西兰元，波动幅度较大，主要原因是 2014 财年销售毛利大幅上升和固定成本被压缩。经市场法估值合算，SFF 的股权价值 3.5 亿新西兰元，人民币 14.9 亿元，50% 的股权为人民币 7.45 亿元。企业价值 6.2 亿新西兰元，人民币 26.3 亿元，50% 约为 13.15 亿元。上市公司合并报表层面预计将新增资产 34.00 亿元，新增负债为 19.30 亿元。预计 15 年销售额 22.55 亿新西兰元，16 年 25 亿新西兰元，人民币 105 亿元，按照对应 2% 的净利

润率水平估算，16 年净利润约为 2.1 亿元，50%股权对应净利润约为 1.05 亿元左右。（折算汇率以 2015 年 6 月 30 日评估基准日的汇率为准）。

3. 光明生猪养殖资产注入，全产业链优势继续加强

2015 年 7 月，公司发布公告，光明集团拟将旗下上海农场、川东农场生猪养殖资产注入公司。Q4 生猪资产注入将会并表，预计 2016 年头均盈利 500 元左右，出栏量由于新增资产注入增加 70-80 万头左右，合计 100 万头，对应 51%的控股股权，公司将由此块业务增厚净利润 2.55 亿元左右。长期来看公司管理层效率持续提升和肉类全产业链布局战略不断推进，公司有望成长为国内猪牛羊肉综合性肉食龙头。

4. 盈利预测及投资建议

收购使得梅林全产业链协同及聚合效应显现，进一步扩大中国市场占有率，盈利能力实现大幅提升。我国当前的牛羊行业空间很大，在肉类食品行业内部，牛羊肉的需求量和销量成长迅速，市场份额不断提升，深加工产品品类不断丰富，产品快速发展。海外并购顺利推进将带动公司成为中国最大的牛羊肉综合产业集团，打造成全国化的领导品牌。

预计公司 16 年收入将达到 250-300 亿元，利润增加一倍，资产注入和海外收购并表，公司业绩将大幅增厚，实现跨越式发展。按照 SFF 公司 15 年预计 EBITDA 为 0.84 亿元新西兰币，人民币 3.53 亿元估算，预计上市公司净利润增加约 1.05 亿元（息税后）。猪肉业务将增厚净利润 2.55 亿元左右。传统业务净利润 1 亿元左右，全年整体净利润 4.61 亿元，对应 16 年 25.8XPE，对应 15-17 年 EPS 分别为 0.20、0.44、0.59 元，维持“买入”评级。

5. 风险因素

贸易政策变化风险；市场竞争风险；海外业务管理风险；食品安全风险。

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3777.1	3500.7	3865.9	4437.0	营业收入	10590.8	15,649.8	25,597.3	29,076.8
现金	1735.3	1000.0	1000.0	1000.0	营业成本	9017.0	9982.8	11391.8	13665.3
应收款项	767.2	925.6	1064.4	1277.3	营业税金及附加	39.6	58.2	67.0	80.4
存货	808.4	984.6	1123.6	1347.8	营业费用	935.6	1048.5	1205.8	1446.9
其他	466.1	590.5	677.9	811.8	管理费用	345.2	356.9	409.2	489.4
非流动资产	2809.6	2864.7	2954.4	3004.7	财务费用	106.6	54.8	52.1	68.0
长期股权投资	286.0	281.9	312.0	312.0	投资净收益	31.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	1455.3	1518.9	1582.7	1637.1	其他	-35.2	7.4	7.2	7.1
无形资产	221.4	217.0	212.8	208.7	营业利润	143.0	156.0	278.8	333.9
其他	847.0	847.0	847.0	847.0	营业外净收支	36.7	7.0	7.0	7.0
资产总计	6586.7	6365.4	6820.3	7441.7	利润总额	179.7	163.0	285.8	340.9
流动负债	3046.0	2832.2	3274.1	3918.8	所得税费用	50.8	40.8	71.4	85.2
短期借款	1591.2	1096.8	1292.7	1541.9	少数股东损益	-3.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	620.5	711.1	811.5	973.4	归属母公司净利润	132.7	182.60	461.32	540.70
其他	834.4	1024.3	1170.0	1403.5	EBIT	258.7	210.9	330.9	401.9
非流动负债	215.5	230.5	245.5	260.5	EBITDA	376.3	367.0	497.9	580.8
长期借款	23.9	23.9	23.9	23.9					
其他	191.6	206.6	221.6	236.6	重要财务与估值指 标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	3261.5	3062.7	3519.6	4179.4	每股收益(元)	0.14	0.20	0.44	0.59
少数股东权益	257.5	257.5	257.5	257.5	每股净资产(元)	3.27	3.25	3.22	3.18
归属母公司股东 权益	3067.7	3049.3	3017.2	2978.8	发行在外股份(百万 股)	937.7	937.7	937.7	937.7
负债和股东权益总 计	6586.7	6369.6	6794.3	7415.7	ROIC(%)	4.5%	3.6%	5.9%	6.8%
					ROE(%)	4.3%	4.0%	7.1%	8.6%
现金流量表 (百万 元)	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	14.5%	13.8%	14.5%	14.5%
经营活动现金流	158.7	82.5	277.2	274.0	EBIT Margin(%)	2.4%	1.8%	2.5%	2.5%
投资活动现金流	-288.0	-182.8	-226.6	-229.2	销售净利率(%)	1.3%	1.0%	1.6%	1.6%
筹资活动现金流	823.4	-634.9	-50.6	-44.8	资产负债率(%)	49.5%	48.1%	51.6%	56.2%
现金净增加额	679.1	-735.3	0.0	0.0	收入增长率(%)	2.1%	47.7%	63.6%	13.6%
企业自由现金流	-86.4	-53.5	87.5	93.6	净利润增长率(%)	-14.5%	37.7%	153.3%	18.0%

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

