安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 05 月 24 日

公司快报

证券研究报告

肉制品

上海梅林（600073.SH）

猪周期业绩保障，海外并购明晰中长期成长

■**收购 SFF 股权预计近期审批落地可能性大，下半年有望实现交割并表：**公司本月初公告收购新西兰 SFF 公司 50%股权事项已通过商务部反垄断审查，后续提交新西兰海外投资办公室部长审议。我们预计二季度收购实现审批落地可能性较大，后续有望在下半年实现交割并表。短期来看 SFF 公司并表将带来一定的利润贡献，中长期来看公司收购后将实现海外优质上游牛羊肉资源的布局，未来通过品牌营销及下游渠道整合，公司牛羊肉业务将有望实现盈利能力提升及收入规模扩张。

■**未来聚焦牛肉与猪肉战略清晰，中期看好牛羊肉战略实施效果：**公司 2015 年初新任总经理沈总有丰富的牛产业经营经验，接手公司经营后，逐步明确未来三年做大做强肉类业务战略，重点拓展牛羊肉和猪肉产业链。公司已成立牛羊肉事业部，2015 年全年收入规模达 5.9 亿元，其中联豪食品子公司收入规模达 4.2 亿元，同比增长 54%，经营呈现较快发展态势，渠道也逐步形成全国化布局。未来在收购 SFF 完成后，预计公司一方面将努力打造新西兰银蕨品牌及相应产品体系，另一方面将做好品牌营销和全国化渠道拓展，其中包括对梅林现有肉类渠道及光明集团部分渠道的协同对接。在牛羊肉战略受到重视且国内运作思路清晰背景下，SFF 收购后将更加完善公司牛羊肉从上游海外优质资源到下游品牌+渠道的整条产业链，中期看好公司牛羊肉战略持续实施带来的业绩提升。

■**短期受益猪周期，亏损企业清理效应逐步显现：**公司在 2015 年下半年成立江苏梅林畜牧，生猪养殖产能大幅提升，预计 2016 年全年生猪出栏量在 100 万头左右，在全年猪价持续高位背景下，生猪养殖业务短期对公司业绩贡献显著，预计全年利润贡献在 2.5 亿元以上。此外，公司已启动较大力度资产清理工作，对部分亏损罐头及屠宰子公司进行清理，预计亏损企业清理效应短期内也将逐步显现。此前公司公告预计 2016H1 利润预增 100%-150%，主要系生猪养殖业务贡献和亏损企业亏损额减少。

■**投资建议：**我们重申推荐逻辑，即短期生猪养殖业务对公司业绩贡献较大，中长期则看好新管理层发力打开牛羊肉业务成长空间，及期待国企改革推进带来经营效率进一步提升。我们维持 2016-18 年 EPS 分别为 0.48/0.58/0.69 元的预测，当前股价对应 17 年 PE 为 21X 左右，维持买入-A 投资评级及目标价 16 元。

■**风险提示：**收购 SFF 进度低于预期；国企业绩节奏低于市场预期的风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	10,562.4	12,233.4	19,586.2	26,636.9	28,640.2
净利润	46.1	163.5	452.3	545.6	644.1
每股收益(元)	0.05	0.17	0.48	0.58	0.69
每股净资产(元)	3.08	3.17	3.94	4.63	5.09

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	251.9	71.1	25.7	21.3	18.0
市净率(倍)	4.0	3.9	3.1	2.7	2.4
净利润率	0.4%	1.3%	2.3%	2.0%	2.2%
净资产收益率	1.6%	5.5%	12.3%	12.6%	13.5%
股息收益率	0.5%	0.5%	1.3%	1.5%	1.8%
ROIC	5.6%	8.7%	24.5%	24.2%	27.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

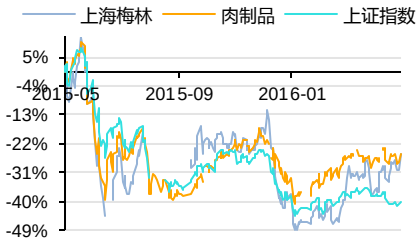
6 个月目标价： 16 元

股价（2016-05-23） 12.39 元

交易数据

总市值（百万元）	11,618.47
流通市值（百万元）	11,618.47
总股本（百万股）	937.73
流通股本（百万股）	937.73
12 个月价格区间	8.44/18.52 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.85	33.44	16.18
绝对收益	19.94	31.39	-22.54

苏铖 分析师

SAC 执业证书编号：S1450515040001

sucheng@essence.com.cn

021-35082778

方振 报告联系人

fangzhen@essence.com.cn

021-35082373

相关报告

上海梅林深度分析报告：新貌初展，中期看好发力牛肉产业	2016-05-09
上海梅林：短期受益猪周期，中长期看牛肉战略实施	2016-05-03
上海梅林：短期养殖贡献业绩，中长期牛羊肉提估值	2016-04-05

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	10,562.4	12,233.4	19,586.2	26,636.9	28,640.2
减:营业成本	8,986.0	10,445.0	16,324.3	22,360.5	23,939.8
营业税费	39.6	40.3	67.9	93.3	98.0
销售费用	935.6	1,046.4	1,705.1	2,318.9	2,478.8
管理费用	330.1	397.7	654.2	862.7	942.1
财务费用	83.5	42.6	46.8	51.5	56.7
资产减值损失	57.9	50.0	53.9	51.9	52.9
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资和汇兑收益	31.5	31.4	31.7	31.5	31.5
营业利润	161.2	242.9	765.6	929.6	1,103.4
加:营业外净收支	(42.8)	49.2	38.5	40.4	41.6
利润总额	118.4	292.2	804.1	970.0	1,145.0
减:所得税	45.7	65.1	201.0	242.5	286.3
净利润	46.1	163.5	452.3	545.6	644.1

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	1.8%	15.8%	60.1%	36.0%	7.5%
营业利润增长率	-2.2%	50.7%	215.2%	21.4%	18.7%
净利润增长率	-70.3%	254.5%	176.6%	20.6%	18.0%
EBITDA 增长率	2.3%	19.7%	119.5%	19.4%	17.4%
EBIT 增长率	-2.6%	16.6%	184.6%	20.8%	18.2%
NOPLAT 增长率	-26.0%	47.7%	174.6%	20.8%	18.2%
投资资本增长率	-4.8%	-2.5%	22.2%	3.3%	1.8%
净资产增长率	40.7%	13.0%	24.4%	18.6%	12.2%
利润率					
毛利率	14.9%	14.6%	16.7%	16.1%	16.4%
营业利润率	1.5%	2.0%	3.9%	3.5%	3.9%
净利润率	0.4%	1.3%	2.3%	2.0%	2.2%
EBITDA/营业收入	3.4%	3.5%	4.9%	4.3%	4.7%
EBIT/营业收入	2.3%	2.3%	4.1%	3.7%	4.1%
运营效率					
固定资产周转天数	42	42	27	20	18
流动营业资本周转天数	17	12	12	13	12
流动资产周转天数	115	123	110	111	116
应收帐款周转天数	23	22	24	23	23
存货周转天数	31	32	30	31	31
总资产周转天数	203	207	163	149	152
投资资本周转天数	89	74	51	42	40
投资回报率					
ROE	1.6%	5.5%	12.3%	12.6%	13.5%
ROA	1.1%	3.0%	6.0%	6.0%	7.1%
ROIC	5.6%	8.7%	24.5%	24.2%	27.7%
费用率					
销售费用率	8.9%	8.6%	8.7%	8.7%	8.7%
管理费用率	3.1%	3.3%	3.3%	3.2%	3.3%
财务费用率	0.8%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
三费/营业收入	12.8%	12.2%	12.3%	12.1%	12.1%
偿债能力					
资产负债率	50.1%	53.4%	55.5%	56.2%	51.1%
负债权益比	100.3%	114.5%	124.6%	128.1%	104.6%
流动比率	1.26	1.23	1.37	1.42	1.55
速动比率	0.98	0.88	1.00	1.02	1.17
利息保障倍数	2.93	6.71	17.35	19.05	20.48
分红指标					
DPS(元)	0.06	0.06	0.16	0.19	0.23
分红比率	122.0%	34.4%	33.0%	33.0%	33.0%
股息收益率	0.5%	0.5%	1.4%	1.7%	2.0%

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,725.7	2,048.8	2,937.9	3,995.5	4,296.0
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收帐款	622.2	891.1	1,687.6	1,703.2	1,949.9
应收票据	26.3	7.6	79.4	91.0	107.0
预付帐款	185.0	356.0	399.5	696.9	443.9
存货	815.2	1,333.4	1,980.8	2,588.9	2,287.5
其他流动资产	277.6	38.3	158.0	98.2	128.1
可供出售金融资产	29.5	54.7	54.7	54.7	54.7
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	274.9	287.8	287.8	287.8	287.8
投资性房地产	5.3	4.9	4.9	4.9	4.9
固定资产	1,287.2	1,540.8	1,449.8	1,460.7	1,479.5
在建工程	58.9	52.0	53.9	142.7	204.9
无形资产	215.7	213.5	208.0	202.5	196.9
其他非流动资产	833.5	860.7	708.2	730.1	697.6
资产总额	6,357.2	7,689.8	10,010.4	12,057.1	12,138.9
短期债务	1,476.2	1,495.2	1,895.4	2,246.5	1,948.6
应付帐款	812.9	1,548.8	1,949.6	2,974.4	2,226.7
应付票据	1.3	52.7	22.8	66.3	14.8
其他流动负债	603.5	708.4	1,420.4	1,189.2	1,746.6
长期借款	19.0	9.0	18.4	24.4	0.0
其他非流动负债	271.1	291.3	246.5	269.7	269.2
负债总额	3,184.1	4,105.4	5,553.2	6,770.4	6,206.0
少数股东权益	283.3	616.4	767.1	949.0	1,163.7
股本	937.7	937.7	937.7	937.7	937.7
留存收益	1,946.9	2,011.5	2,752.4	3,399.9	3,831.5
股东权益	3,173.1	3,584.3	4,457.3	5,286.7	5,932.9

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	128.9	227.1	452.3	545.6	644.1
加:折旧和摊销	131.1	176.1	139.6	155.8	174.5
资产减值准备	40.5	50.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	114.1	67.2	46.8	51.5	56.7
投资损失	(31.5)	(31.4)	(31.7)	(31.5)	(31.5)
少数股东损益	26.6	63.6	150.8	181.9	214.7
营运资金的变动	(267.8)	(41.3)	(481.0)	(29.9)	46.5
经营活动产生现金流量	158.7	239.5	276.8	873.3	1,105.0
投资活动产生现金流量	(288.0)	230.7	(13.3)	(218.5)	(218.5)
融资活动产生现金流量	823.4	(353.3)	625.6	402.8	(586.0)

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.05	0.17	0.48	0.58	0.69
BVPS(元)	3.08	3.17	3.94	4.63	5.09
PE(X)	232.8	65.7	23.7	19.7	16.7
PB(X)	3.7	3.6	2.9	2.5	2.3
P/FCF	155.6	44.4	34.0	13.5	40.4
P/S	1.0	0.9	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	23.3	29.5	10.6	8.4	6.9
CAGR(%)	115.5%	55.8%	54.0%	115.5%	55.8%
PEG	2.0	1.2	0.4	0.2	0.3
ROIC/WACC	0.6	0.9	2.6	2.6	2.9
REP	5.6	5.6	1.3	1.2	1.0

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

苏铖声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号3楼

邮　编： 200122

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。