

2016年07月29日

上海梅林 (600073.SH)

## 国企改革预期持续升温，收购 SFF 预计将平稳落地

■事件：1) 公司近期公告资产重组进展，拟将收购银蕨认购协议中先决条件满足的最后期限延长至 2016 年 9 月 30 日，拟将本次交易交割日设置为 2017 年 1 月 4 日，提交董事会审议；同时，交易对方银蕨农场拟于 8 月 12 日召开特别股东会审议公司少数股东提出对本次收购交易再次表决的议案。2) 7 月 18 日上海市国资委召开三季度工作会议，强调全力推进重要领域和关键环节改革发展，奋力推进国企改革创新。

■上海国企改革预期持续升温，公司改革推进可期：公司控股股东为上海益民食品一厂（集团）有限公司，目前直接持股 31.82%，实际控制人为光明食品集团。年初根据上海国资国企改革整体安排，光明集团股权已重新划转，目前由上海国盛、上海城投两大国资平台各持有 49%、45% 股权，市国资委持有 6% 股权。上海市作为地方国企改革排头兵，下半年国企改革有望加速，国资对集团层面的资产证券化、激励制度方面或有进一步突破。公司作为光明集团旗下明确定位的肉类运营平台，2015 年以来更换管理层后战略重新聚焦肉类，资产整合动作大，且大力剥离亏损业务，均有助于未来业绩改善。公司此前已有股权激励计划，后续待新西兰牛肉布局完成后，公司国企改革推进可期，通过完善激励机制配合目前已实施的内部事业部运作将进一步提升公司经营效率。

■收购 SFF 预计仍将平稳落地，中期牛羊肉逻辑依旧扎实：目前公司收购 SFF 股权事项仍根据计划向新西兰 OIO 提交材料审核，此前公告银蕨小股东提出反对特别预案预计不会影响交易进展，收购事项明年年初前后有望平稳落地。收购 SFF 股权后，公司将全力打造海外优质资源+品牌+渠道的牛羊肉产业链，有望成为国内牛羊肉行业龙头。

■上半年业绩预计仍将保持快速增长：上半年猪价持续高位对公司养殖业务业绩贡献突出，同时公司减少屠宰量以减轻屠宰业务压力，预计全年猪肉业务仍将保持快速增长。联豪食品全国化渠道布局基本完成，国内牛肉业务将继续保持较快增长。此前一季报公告预计上半年利润增速 100%-150% 大概率可实现。

■投资建议：我们维持 2016-18 年 EPS 为 0.48/0.58/0.69 元的预测，当前股价对应 17 年 PE 为 22X 左右，考虑当前上海国企改革有望实质突破，建议积极关注，维持买入-A 评级及 6 个月目标价 16 元。

■风险提示：收购 SFF 进度低于预期；国企改革进度低于预期。

(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)	261.7	73.8	26.7	22.1	18.7
市净率(倍)	4.2	4.1	3.3	2.8	2.5
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%	1.2%	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

公司快报

证券研究报告

肉制品

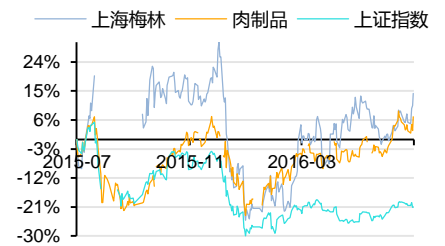
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**16.00 元**  
股价 (2016-07-28) **12.87 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	12,068.58
流通市值 (百万元)	12,068.58
总股本 (百万股)	937.73
流通股本 (百万股)	937.73
12 个月价格区间	8.44/14.66 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.89	21.98	20.53
绝对收益	13.69	23.63	2.59

苏斌

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：上海梅林：猪周期业绩保障，海外并购明晰中长期成长	2016-05-24
上海梅林：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：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：上海梅林：短期养殖贡献业绩，中长期牛羊提估值	2016-04-05

### 近期事件描述

- 1) 公司近期公告资产重组进展，拟将收购银蕨认购协议中先决条件满足的最后期限延长至 2016 年 9 月 30 日，拟将本次交易交割日设置为 2017 年 1 月 4 日，提交董事会审议；同时，交易对方银蕨农场拟于 8 月 12 日召开特别股东会审议公司少数股东提出对本次收购交易再次表决的议案。
- 2) 7 月 18 日上海市国资委召开三季度工作会议，强调全力推进重要领域和关键环节改革发展，奋力推进国企改革创新。

### 上海国企改革预期持续升温，公司改革推进可期

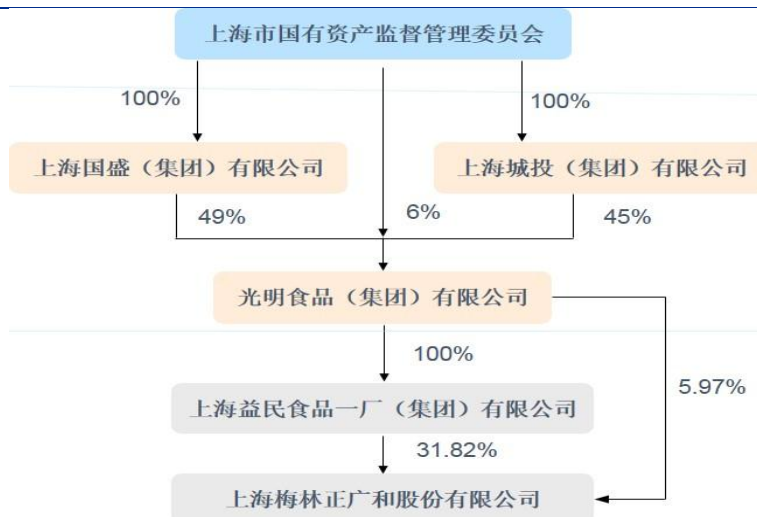
近期上海市国企改革预期持续升温，改革有望进入实质突破阶段。7 月 18 日，上海市国资委两委召开三季度工作会议，对上半年工作进行总结，对下半年工作作出部署。会议强调，三季度各项工作要紧紧围绕上海自贸试验区和具有国际影响力的科创中心建设，以提高国有企业活力竞争力为目标，以国资布局结构调整为抓手，以创新资本运作为突破，以管好资本服务企业为核心，全力推进重要领域和关键环节改革发展，努力掀起新一轮国资国企改革新高潮。同时，会议披露上半年，市国资委监管企业实现营业收入 13137 亿元，利润总额 1414 亿元，归母净利润 871 亿元，经济运行整体情况好于预期，实现了时间过半任务过半。

2016 年作为国企改革落地之年，目前全国范围内各省份均在积极推进国企改革，上海作为国企改革排头兵，在 2013 年 12 月便出台发布上海国资国企改革 20 条，2015 年初确立以上海国盛和上海国际为主体的国资流动平台，作为部分国有股权的持股主体，为后续国资运作打下基础。在下半年上海国企改革有望加速的背景下，市国资对集团层面的资产证券化、激励制度方面或有进一步突破。未来上海国企改革突破的两大方向：1) 通过资产注入等方式推动集团整合上市，提升国有企业资产证券化率；2) 推行股权激励制度，试点员工持股计划，激发国有企业员工积极性，提升企业经营效率。

**公司国改推进可期，经营效率将进一步提升。**公司控股股东为上海益民食品一厂（集团）有限公司，目前直接持股 31.82%，实际控制人为光明食品集团。年初根据上海国资国企改革整体安排，光明集团股权已重新划转，目前由上海国盛、上海城投两大国资平台各持有 49%、45% 股权，市国资委持有 6% 股权。

公司作为光明集团旗下明确定位的肉类运营平台，2015 年以来更换管理层后，新任总经理沈总具有丰富牛产业经营经验，战略聚焦牛肉与猪肉为主的肉类产业，资产整合动作大，且大力剥离亏损业务，同时还在公司内部实行事业部制考核，这些积极变化均有助于公司未来业绩改善。公司此前 2013 年底曾推出股权激励计划，后续因故搁置。我们认为，随着公司后续新西兰牛肉布局完成后，公司内部梳理进一步完善，在全市国企改革加速背景下，公司国企改革推进可期，有望通过出台股权激励机制配合目前已实施的内部事业部制，进一步提升公司经营效率。

图 1：上海梅林股权结构图



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

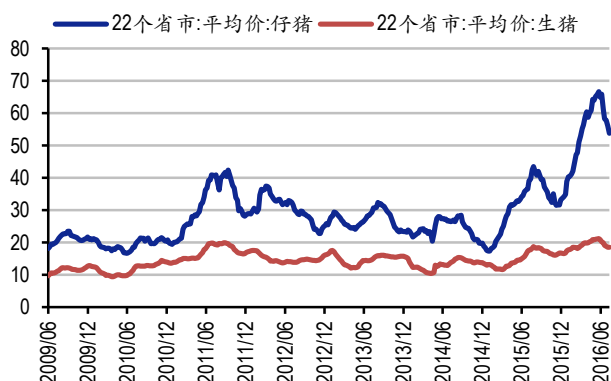
### 收购 SFF 预计仍将平稳落地，中期牛羊肉逻辑依旧扎实

公司此前公告重大资产重组进展，称因未在 6 月 30 日之前取得新西兰海外投资办公室(OIO)对收购事项的批准，拟将认购协议原计划的先决条件满足的最后期限延长至 2016 年 9 月 30 日，拟将本次交易的交割日设置为 2017 年 1 月 4 日，提交董事会审议。目前公司收购 SFF 股权事项仍根据计划向新西兰 OIO 提交材料审核，此前公告银蕨小股东提出反对特别预案预计不会影响交易进展，收购事项明年年初前后有望平稳落地。收购 SFF 股权后，公司将全力打造海外优质资源+品牌+渠道的牛羊肉产业链，有望一跃成为国内牛羊肉行业龙头。我们认为，随着肉类消费结构升级，未来牛肉市场景气度将持续提升，近 5000 亿规模的牛肉行业仍为蓝海市场，公司通过打造牛肉全产业链将带来中长期稳定业绩。

### 上半年业绩预计仍将保持快速增长，当前估值仍处合理水平

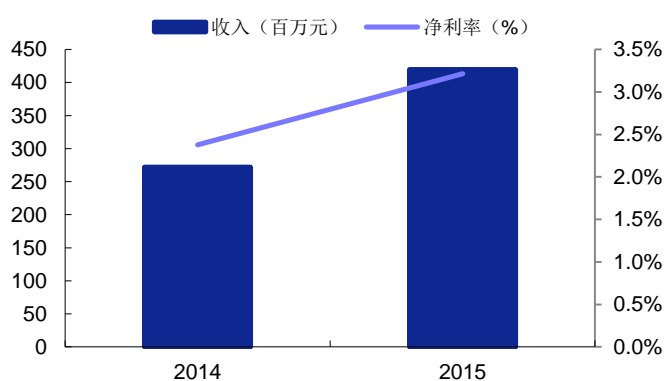
公司 2016 年一季度业绩实现较快增长，实现营业收入 35.7 亿元，同比增长 27%；净利润 1.28 亿元，同比增长 109%，主要得益于生猪养殖业务贡献和亏损企业清理带来的亏损额减少。我们认为，上半年猪价持续高位对公司养殖业务贡献依旧突出，同时公司减少屠宰量以减轻屠宰业务压力，预计全年猪肉业务仍将保持快速增长。此外，联豪食品全国化渠道布局已基本完成，各省经销商网络逐步建立，未来将考虑与当地加工厂合作就地供应事宜，预计国内牛肉业务将继续保持较快增长的同时，盈利水平也将逐步提升。此前公司公告预计上半年利润增速为 100%-150%，我们认为将大概率可实现。

图 2：生猪价格 6 月下旬以来小幅回落，全年预计仍处高位



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 3：联豪食品 2015 年收入达 4.2 亿元



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 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，估值角度当前股价对应 17 年 PE 为 22X 左右，处合理水平，考虑当前上海国企改革有望实质突破，建议积极关注，维持买入-A 评级及 6 个月目标价 16 元。

### 风险提示

收购 SFF 进度低于预期；国企改革进度低于预期等。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(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	成长性					
减:营业成本	8,986.0	10,445.0	16,324.3	22,360.5	23,939.8	营业收入增长率	1.8%	15.8%	60.1%	36.0%	7.5%
营业税费	39.6	40.3	67.9	93.3	98.0	营业利润增长率	-2.2%	50.7%	215.2%	21.4%	18.7%
销售费用	935.6	1,046.4	1,705.1	2,318.9	2,478.8	净利润增长率	-70.3%	254.5%	176.6%	20.6%	18.0%
管理费用	330.1	397.7	654.2	862.7	942.1	EBITDA 增长率	2.3%	19.7%	119.5%	19.4%	17.4%
财务费用	83.5	42.6	46.8	51.5	56.7	EBIT 增长率	-2.6%	16.6%	184.6%	20.8%	18.2%
资产减值损失	57.9	50.0	53.9	51.9	52.9	NOPLAT 增长率	-26.0%	47.7%	174.6%	20.8%	18.2%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-4.8%	-2.5%	22.2%	3.3%	1.8%
投资和汇兑收益	31.5	31.4	31.7	31.5	31.5	净资产增长率	40.7%	13.0%	24.4%	18.6%	12.2%
营业利润	161.2	242.9	765.6	929.6	1,103.4	利润率					
加:营业外净收支	(42.8)	49.2	38.5	40.4	41.6	毛利率	14.9%	14.6%	16.7%	16.1%	16.4%
利润总额	118.4	292.2	804.1	970.0	1,145.0	营业利润率	1.5%	2.0%	3.9%	3.5%	3.9%
减:所得税	45.7	65.1	201.0	242.5	286.3	净利润率	0.4%	1.3%	2.3%	2.0%	2.2%
净利润	46.1	163.5	452.3	545.6	644.1	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
						流动资产周转天数	17	12	12	13	12
						流动营业资本周转天数	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%	1.2%	1.5%	1.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	128.9	227.1	452.3	545.6	644.1	EPS(元)	0.05	0.17	0.48	0.58	0.69
加:折旧和摊销	131.1	176.1	139.6	155.8	174.5	BVPS(元)	3.08	3.17	3.94	4.63	5.09
资产减值准备	40.5	50.0	0.0	0.0	0.0	PE(X)	261.7	73.8	26.7	22.1	18.7
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	4.2	4.1	3.3	2.8	2.5
财务费用	114.1	67.2	46.8	51.5	56.7	P/FCF	174.8	49.9	38.2	15.2	45.4
投资损失	(31.5)	(31.4)	(31.7)	(31.5)	(31.5)	P/S	1.1	1.0	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	26.6	63.6	150.8	181.9	214.7	EV/EBITDA	23.3	29.5	12.0	9.6	7.9
营运资金的变动	(267.8)	(41.3)	(481.0)	(29.9)	46.5	CAGR(%)	115.5%	55.8%	54.0%	115.5%	55.8%
经营活动产生现金流量	158.7	239.5	276.8	873.3	1,105.0	PEG	2.3	1.3	0.5	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	(288.0)	230.7	(13.3)	(218.5)	(218.5)	ROIC/WACC	0.6	0.9	2.6	2.5	2.9
融资活动产生现金流量	823.4	(353.3)	625.6	402.8	(586.0)	REP	5.7	5.7	1.5	1.4	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 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
	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