

# 上海梅林 (600073.SH) 软饮料行业

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币)：9.90元

## SFF 并表贡献增速，生猪养殖拖累本部利润

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	937.73
总市值(百万元)	9,283.52
年内股价最高最低(元)	12.89/8.56
沪深 300 指数	3834.30
上证指数	3363.63



### 相关报告

1. 《收购银蕨获 OIO 批准，牛肉业务提速-上海梅林公司点评》，2016.9.21

### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.174	0.274	0.520	0.582	0.777
每股净资产(元)	3.17	3.41	3.99	4.57	5.35
每股经营性现金流(元)	0.26	1.24	0.85	1.19	1.37
市盈率(倍)	81.16	41.86	19.04	17.02	12.74
行业优化市盈率(倍)	106.35	100.06	84.19	84.19	84.19
净利润增长率(%)	140.45%	56.88%	90.10%	11.85%	33.60%
净资产收益率(%)	5.51%	8.02%	13.03%	12.72%	14.52%
总股本(百万股)	937.73	937.73	937.73	937.73	937.73

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

### 业绩简评

- 上海梅林公布半年报，今年上半年录得收入 121.76 亿元，同比+85.1%，主要是新西兰 SFF 并表影响，若剔除 SFF 66 亿元的收入，则梅林本部收入约 55.7 亿元，同比-15.3%，主要是受猪价影响，养殖端收入的下滑。上半年归母净利润录得 2.79 亿元，同比+37.4%，若扣除 SFF 并表的 8,049 万元，则梅林本部净利约为 1.98 亿元，同比-2.3%，总体业绩基本符合预期。公司拟每 10 股派发现金红利 0.9 元(含税)。

### 经营分析

- 受猪价影响，养殖业务下滑：去年生猪养殖江苏梅林畜牧贡献了约 1.87 亿的利润，今年上半年以来生猪均价较去年同期下滑超 20%，受此影响，江苏梅林畜牧收入同比-8.8%至 7.7 亿元，利润同比-15.4%至 1.65 亿元。2016 年全年江苏畜牧及爱森共出栏生猪接近 100 万头，今年 Q1 出栏约 22 万头，预计上半年总出栏 40 多万头，今年公司预计将保持 100 万头的出栏计划不变。我们预计全年养殖端依然保持收入、利润同比去年下滑的趋势，江苏梅林畜牧预计今年利润在 3 亿左右，贡献利润在 1.5 亿左右。
- SFF 利润平稳，期待肉制品开发带来的业绩改善：今年上半年 SFF 录得收入 66 亿元，利润约为 1.61 亿元，考虑到 SFF 业务具备较为明显的季节性波动，12 月到次年 5 月为传统屠宰旺季，也就说下半年开工率下降，而固定成本照常计入，会影响到利润水平。所以公司维持 SFF 全年收入 100 亿元，归母净利 8,000 万的目标不变。公司收购 SFF 后，真正整合从今年开始，短期看，SFF 屠宰业务毛利不高，拉低公司整体利润率，长远来看，公司将着力于改善 SFF 屠宰毛利率(切割部位重新规划，提高牛腩及牛下水的利用率)，同时将推出符合中国市场需求的小包装产品，后续盈利提升以及规模效应将逐步显现。
- 生鲜肉品收入基本持平或小幅上扬，受益成本和渠道利润改善明显：上海爱森收入同比-7.3%至 3.73 亿元，但利润受益成本端，同比+8.9%，利润率同比+1.4ppt。而得益于苏食农庄的建设，淮安苏食(生猪养殖、屠宰、生鲜肉)收入同比+34%，利润率+1.8ppt，苏食肉品(卖场、门店销售渠道)收入基本持平，利润率+1.5ppt。我们预计生鲜肉品今年收入端保持持平或低个位数增长，利润端受益于成本下行，将有较为明显改善，预计贡献利润约 1 亿左右。

申晟

分析师 SAC 执业编号：S1130517080003  
(8621)60230204  
shensheng@gjq.com.cn

于杰

分析师 SAC 执业编号：S1130516070001  
yujie@gjq.com.cn

- **亏损公司清理基本完毕，传统业务平稳发展：**目前针对罐头和屠宰亏损子公司湖北梅林、荣成梅林以及重庆梅林的清理工作已经结束。去年重庆梅林计提的 1.68 亿资产减值准备能否转回以及转回多少，取决于后续和母公司协商情况。今年上半年公司传统业务发展平稳，冠生园收入略有下滑，而随着中高端产品占比以及生产效率的提升，利润率提升 1.9ppt，而罐头企业绵阳正广和梅林食品亦收入提升+18%，利润水平与去年基本持平，我们预计今年全年传统食品业务依然保持一个稳定的水平。

#### 投资建议

- 我们预计 2017-2019 年上海梅林收入分别为 236.4 亿元/248.0 亿元/270.0 亿元，利润分别为 4.88 亿元/5.45 亿元/7.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.520 元/0.582 元/0.777 元，目前股价对应 17/18 年 PE 分别为 19X/17X，维持“买入”评级。

#### 风险提示

- SFF 利润不达预期/养殖业务利润继续下滑

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>13,101</b>	<b>12,233</b>	<b>13,834</b>	<b>23,642</b>	<b>24,803</b>	<b>26,999</b>
增长率		-6.6%	13.1%	70.9%	4.9%	8.9%
<b>主营业务成本</b>	<b>-11,334</b>	<b>-10,445</b>	<b>-11,566</b>	<b>-20,104</b>	<b>-20,895</b>	<b>-22,452</b>
%销售收入	86.5%	85.4%	83.6%	85.0%	84.2%	83.2%
<b>毛利</b>	<b>1,768</b>	<b>1,788</b>	<b>2,268</b>	<b>3,538</b>	<b>3,908</b>	<b>4,547</b>
%销售收入	13.5%	14.6%	16.4%	15.0%	15.8%	16.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-43</b>	<b>-40</b>	<b>-56</b>	<b>-71</b>	<b>-74</b>	<b>-81</b>
%销售收入	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
<b>营业费用</b>	<b>-1,044</b>	<b>-1,046</b>	<b>-1,092</b>	<b>-1,820</b>	<b>-1,935</b>	<b>-2,133</b>
%销售收入	8.0%	8.6%	7.9%	7.7%	7.8%	7.9%
<b>管理费用</b>	<b>-377</b>	<b>-398</b>	<b>-461</b>	<b>-709</b>	<b>-769</b>	<b>-864</b>
%销售收入	2.9%	3.3%	3.3%	3.0%	3.1%	3.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>304</b>	<b>304</b>	<b>659</b>	<b>938</b>	<b>1,130</b>	<b>1,469</b>
%销售收入	2.3%	2.5%	4.8%	4.0%	4.6%	5.4%
<b>财务费用</b>	<b>-89</b>	<b>-43</b>	<b>-28</b>	<b>-111</b>	<b>-84</b>	<b>-39</b>
%销售收入	0.7%	0.3%	0.2%	0.5%	0.3%	0.1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-58</b>	<b>-50</b>	<b>-195</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-16</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>40</b>
%税前利润	20.4%	10.7%	7.1%	3.7%	3.4%	2.6%
<b>营业利润</b>	<b>188</b>	<b>243</b>	<b>456</b>	<b>864</b>	<b>1,085</b>	<b>1,470</b>
营业利润率	1.4%	2.0%	3.3%	3.7%	4.4%	5.4%
<b>营业外收支</b>	<b>-34</b>	<b>49</b>	<b>66</b>	<b>160</b>	<b>60</b>	<b>60</b>
<b>税前利润</b>	<b>154</b>	<b>292</b>	<b>522</b>	<b>1,024</b>	<b>1,145</b>	<b>1,530</b>
利润率	1.2%	2.4%	3.8%	4.3%	4.6%	5.7%
<b>所得税</b>	<b>-54</b>	<b>-65</b>	<b>-64</b>	<b>-154</b>	<b>-172</b>	<b>-230</b>
所得税率	35.0%	22.3%	12.3%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>100</b>	<b>227</b>	<b>458</b>	<b>870</b>	<b>974</b>	<b>1,301</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>32</b>	<b>64</b>	<b>201</b>	<b>383</b>	<b>428</b>	<b>572</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>68</b>	<b>163</b>	<b>256</b>	<b>488</b>	<b>545</b>	<b>729</b>
净利率	0.5%	1.3%	1.9%	2.1%	2.2%	2.7%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>129</b>	<b>227</b>	<b>458</b>	<b>870</b>	<b>974</b>	<b>1,301</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>172</b>	<b>226</b>	<b>413</b>	<b>262</b>	<b>272</b>	<b>281</b>
<b>非经营收益</b>	<b>79</b>	<b>40</b>	<b>23</b>	<b>-35</b>	<b>39</b>	<b>-4</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-220</b>	<b>-253</b>	<b>267</b>	<b>-305</b>	<b>-166</b>	<b>-293</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>159</b>	<b>240</b>	<b>1,161</b>	<b>793</b>	<b>1,118</b>	<b>1,285</b>
<b>资本开支</b>	<b>-211</b>	<b>-94</b>	<b>-109</b>	<b>-6</b>	<b>-120</b>	<b>-120</b>
<b>投资</b>	<b>-200</b>	<b>326</b>	<b>-33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>233</b>	<b>-1</b>	<b>-44</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>40</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-179</b>	<b>231</b>	<b>-185</b>	<b>32</b>	<b>-81</b>	<b>-80</b>
<b>股权募资</b>	<b>999</b>	<b>176</b>	<b>0</b>	<b>50</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-9</b>	<b>-83</b>	<b>707</b>	<b>-432</b>	<b>-779</b>	<b>-904</b>
<b>其他</b>	<b>-995</b>	<b>-435</b>	<b>-445</b>	<b>-187</b>	<b>-138</b>	<b>-96</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-5</b>	<b>-342</b>	<b>262</b>	<b>-569</b>	<b>-917</b>	<b>-1,000</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-24</b>	<b>128</b>	<b>1,238</b>	<b>256</b>	<b>120</b>	<b>205</b>

来源：公司公告、国金证券研究所、聚源数据

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>1,898</b>	<b>2,049</b>	<b>3,309</b>	<b>3,565</b>	<b>3,685</b>	<b>3,890</b>
<b>应收款项</b>	<b>873</b>	<b>899</b>	<b>1,663</b>	<b>2,336</b>	<b>2,451</b>	<b>2,668</b>
<b>存货</b>	<b>1,091</b>	<b>1,333</b>	<b>1,706</b>	<b>2,754</b>	<b>2,977</b>	<b>3,383</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>604</b>	<b>394</b>	<b>485</b>	<b>788</b>	<b>811</b>	<b>858</b>
<b>流动资产</b>	<b>4,466</b>	<b>4,675</b>	<b>7,163</b>	<b>9,443</b>	<b>9,924</b>	<b>10,799</b>
%总资产	60.0%	60.8%	61.9%	68.7%	70.2%	72.4%
<b>长期投资</b>	<b>325</b>	<b>351</b>	<b>419</b>	<b>419</b>	<b>419</b>	<b>419</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,595</b>	<b>1,593</b>	<b>2,985</b>	<b>2,910</b>	<b>2,826</b>	<b>2,731</b>
%总资产	21.4%	20.7%	25.8%	21.2%	20.0%	18.3%
<b>无形资产</b>	<b>831</b>	<b>775</b>	<b>855</b>	<b>833</b>	<b>826</b>	<b>819</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,984</b>	<b>3,014</b>	<b>4,400</b>	<b>4,304</b>	<b>4,212</b>	<b>4,111</b>
%总资产	40.0%	39.2%	38.1%	31.3%	29.8%	27.6%
<b>资产总计</b>	<b>7,450</b>	<b>7,690</b>	<b>11,563</b>	<b>13,747</b>	<b>14,136</b>	<b>14,910</b>
<b>短期借款</b>	<b>1,578</b>	<b>1,505</b>	<b>2,553</b>	<b>2,325</b>	<b>1,546</b>	<b>641</b>
<b>应付款项</b>	<b>1,936</b>	<b>2,158</b>	<b>2,573</b>	<b>4,116</b>	<b>4,292</b>	<b>4,631</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>107</b>	<b>142</b>	<b>352</b>	<b>465</b>	<b>484</b>	<b>522</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,621</b>	<b>3,805</b>	<b>5,478</b>	<b>6,906</b>	<b>6,322</b>	<b>5,794</b>
<b>长期贷款</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>603</b>	<b>604</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>283</b>	<b>291</b>	<b>338</b>	<b>167</b>	<b>167</b>	<b>167</b>
<b>负债</b>	<b>3,923</b>	<b>4,105</b>	<b>6,420</b>	<b>7,676</b>	<b>7,092</b>	<b>6,565</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>3,178</b>	<b>2,968</b>	<b>3,199</b>	<b>3,743</b>	<b>4,289</b>	<b>5,017</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>343</b>	<b>616</b>	<b>1,945</b>	<b>2,327</b>	<b>2,756</b>	<b>3,328</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,443</b>	<b>7,690</b>	<b>11,563</b>	<b>13,747</b>	<b>14,136</b>	<b>14,910</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.073	0.174	0.274	0.520	0.582	0.777
每股净资产	3.389	3.165	3.411	3.992	4.574	5.350
每股经营现金净流	0.290	0.255	1.238	0.846	1.192	1.371
每股股利	0.060	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	2.14%	5.51%	8.02%	13.03%	12.72%	14.52%
总资产收益率	0.91%	2.13%	2.22%	3.55%	3.86%	4.89%
投入资本收益率	3.86%	4.63%	6.95%	8.85%	10.44%	13.01%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	26.26%	-6.63%	13.08%	70.90%	4.91%	8.85%
EBIT 增长率	36.26%	-0.06%	116.64%	42.33%	20.52%	30.03%
净利润增长率	-56.22%	140.45%	56.88%	90.10%	11.85%	33.60%
总资产增长率	33.89%	3.31%	50.37%	18.88%	2.83%	5.47%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	18.5	21.8	27.7	27.7	27.7	27.7
存货周转天数	33.4	42.4	48.0	50.0	52.0	55.0
应付账款周转天数	20.8	30.0	34.8	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	42.4	46.0	74.3	41.5	37.6	32.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-8.55%	-14.92%	-3.20%	-10.67%	-21.96%	-31.83%
EBIT 利息保障倍数	3.4	7.1	23.5	8.4	13.5	37.7
资产负债率	52.70%	53.39%	55.52%	55.84%	50.17%	44.03%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	1
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-05-30	买入	12.40	15.00~15.00
2	2016-09-21	买入	12.65	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD