

方正证券研究所证券研究报告

上海梅林(600073)

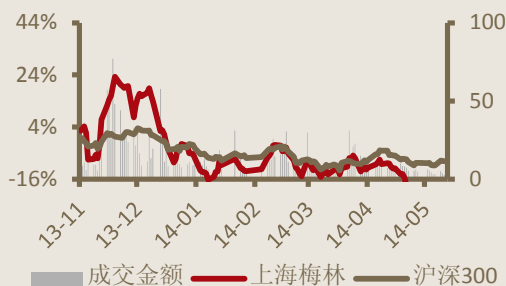
公司调研简报
2014.11.04 推荐

食品饮料高级分析师：薛玉虎
执业证书编号：S1220514070004
TEL：18655142899
E-mail：xueyuhu@foundersc.com

食品加工行业

食品饮料分析师：李德宝
执业证书编号：S1220514090001
TEL：010-68584845
传真：010-68584803
Email：lidebao@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入	10376.41	11517.27	13600.44	16127.39
(+/-)	32.15%	10.99%	18.09%	18.58%
净利润	155.32	174.36	212.37	254.46
(+/-)	10.85%	12.26%	21.81%	19.82%
EPS(元)	0.19	0.21	0.26	0.31
P/E	43.57	40.77	33.47	27.94

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

事件：我们近日对公司进行了调研，与公司高管就三季度业绩、股权激励、光明里的混改以及未来发展战略等问题进行了交流。

※我们的观点：

1.以光明里的混合所有制改革为突破口推进公司的国企改革以及光明里自身的发展。

由于涉及到与光明食品集团旗下其他便利连锁业务的同业竞争，因此“光明里”终端建设项目不再作为本次非公开发行投资项目，而且为了促进其更好更快发展，公司计划对“光明里”逐步实施混合所有制经营，通过引入战略投资者以及管理层持股方式，将持股比例降低至30%左右，退出控制权，因此后续“光明里”转型工作也将暂停，未来将通过引入战略投资者来完成，该项工作预计在2016年前完成。

由于“光明里”的新建和旧店改造所需费用较大，这在一定程度上拖累了今年公司业绩，因此通过引入战略投资者来完成“光明里”后续的转型工作，同时利好对公司和“光明里”未来发展。

2.2015年公司业绩驱动力主要来自募投项目提前投入带来的内生性增长以及持续的外延收购。

从前三季度公司收入和净利润增长情况来看，10%是收入和净利润增速的中枢，但我们预计2015年公司业绩增速有望高于该水平，其中增量增长主要来源于：

(1)募投项目提前投入带来的内生性增长，在非公开发行资金尚未到位前，公司已经利用自有资金先期投入。比如军工路梅林罐头生产技改项目年底可以完成（提前一年完成），其产能将会从2.5万吨提升至5万吨。去年军工路厂产量为2.8万吨，今年预计可达3.5-3.8万吨，明年产量预计可达5万吨。同时，苏食和爱森项目也已开工，这些提前开工和提前达产的项目都会为2015年带来增量收益。

(2)外延收购，2015年不排除公司进一步收购以及和其他企业合作的可能。

3.对标荷美尔和双汇，做大做强肉类产业。

目前国内屠宰及肉制品加工行业集中度非常低，未来行业整合空间非常大，所以公司未来会继续重点发展肉类产业。而且从控股股东光明集团的角度来看，肉类产业也是光明集团未来3-5年冲击世界500强的三大支柱产业之一（其他两个是乳业和糖业），光明集团也将全力支

持公司肉类产业的发展。

肉制品业务公司已经提出了对标荷美尔和双汇的发展要求，但相比于荷美尔和双汇，公司屠宰及肉制品的销售体量和盈利能力都不及前者，未来屠宰及肉制品加工收入和利润提升空间较大，未来整体目标为进入国内前 5 强。

4.盈利预测与评级。

作为光明集团旗下的综合类食品主业发展的唯一平台，目前公司内生性增长相对比较平稳，未来主要看点在于光明集团非证券化资产的注入和外延性收购。

如果不考虑资产注入和外延性收购，我们预计公司 2014-2016 年净利润增速为 12.26%、21.81%和 19.82%，EPS 为 0.21 元、0.26 元和 0.31 元（未考虑增发摊薄），对应 PE 分别为 41 倍、34 倍和 28 倍。由于本次公司拟发行不超过 1.33 亿股，假设公司最终发行 1.33 亿股，2015 年 EPS 将摊薄至 0.22 元，对应动态 PE 为 40 倍左右，相比于公司未来业绩增速，估值相对偏高，因此维持“推荐”的投资评级。

5.风险提示：

- （1）股权激励暂缓执行；
- （2）如果猪价长期低迷，以及产品销售不达预期都会对公司业绩产生负面影响；
- （3）行业或公司发生食品安全事件。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2013	2014E	2015E	2016E		2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3088.80	4268.73	4481.46	5313.84	经营活动现金流	207.00	343.28	387.59	331.95
现金	1078.95	1723.22	1637.73	1929.07	净利润	165.00	185.22	225.61	270.32
应收账款	612.90	801.28	874.77	1079.66	折旧摊销	111.95	99.75	109.44	128.14
其它应收款	101.31	172.82	168.43	220.86	财务费用	86.32	90.67	89.11	100.37
预付账款	181.35	195.75	234.53	275.95	投资损失	-32.19	-31.96	-32.08	-32.02
存货	984.99	1217.03	1412.56	1635.89	营运资金变动	-49.16	2.01	-5.74	-134.83
其他	129.30	158.63	153.44	172.40	其它	-74.92	-2.42	1.24	-0.03
非流动资产	2470.56	1955.37	2118.04	2202.02	投资活动现金流	-19.48	448.75	-241.15	-179.81
长期投资	255.85	202.49	150.15	112.10	资本支出	87.84	-408.89	190.85	120.49
固定资产	1174.30	983.79	1121.84	1249.42	长期投资	-0.29	-54.92	-52.58	-37.37
无形资产	217.24	237.05	275.21	322.86	其他	68.07	-15.06	-102.87	-96.69
其他	573.53	408.70	505.29	480.86	筹资活动现金流	-4.22	-147.76	-472.99	-612.40
资产总计	5559.36	6224.09	6599.50	7515.86	短期借款	94.09	144.02	-300.00	-400.00
流动负债	3118.19	3762.04	3995.57	4753.38	长期借款	-58.54	-60.45	-60.45	-60.45
短期借款	1555.98	1700.00	1641.05	1992.65	其他	-39.78	-231.33	-112.54	-151.95
应付账款	559.42	781.95	874.46	999.95	现金净增加额	183.31	644.27	-326.55	-460.25
其他	1002.80	1280.08	1480.06	1760.77					
非流动负债	186.72	71.75	37.38	-22.28	主要财务比率	2013	2014E	2015E	2016E
长期借款	9.56	-50.89	-111.34	-171.79	成长能力				
其他	177.16	122.64	148.72	149.51	营业收入	32.15%	10.99%	18.09%	18.58%
负债合计	3304.92	3833.79	4032.95	4731.10	营业利润	47.92%	11.58%	26.09%	25.27%
少数股东权益	271.19	282.06	295.29	311.15	归属母公司净利润	10.85%	12.26%	21.81%	19.82%
归属母公司股东权益	1983.25	2108.24	2271.25	2473.61	获利能力				
负债和股东权益	5559.36	6224.09	6599.50	7515.86	毛利率	14.13%	14.13%	14.09%	14.16%
					净利率	1.59%	1.61%	1.66%	1.68%
					ROE	7.19%	7.51%	8.57%	9.51%
					ROIC	5.71%	5.92%	6.68%	7.01%
利润表	2013	2014E	2015E	2016E	偿债能力				
营业收入	10376.48	11517.27	13600.44	16127.39	资产负债率	59.45%	61.60%	61.11%	62.95%
营业成本	8910.51	9889.43	11683.85	13843.75	净负债比率	71.21%	69.07%	59.68%	65.46%
营业税金及附加	34.89	45.53	49.75	61.37	流动比率	0.99	1.13	1.12	1.12
营业费用	876.69	973.21	1145.79	1351.88	速动比率	0.67	0.81	0.77	0.77
管理费用	331.12	357.04	423.72	499.94	营运能力				
财务费用	86.32	90.67	89.11	100.37	总资产周转率	1.92	1.95	2.12	2.29
资产减值损失	4.29	9.42	8.37	11.56	应收账款周转率	0.06	0.07	0.06	0.07
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	0.06	0.08	0.07	0.07
投资净收益	32.19	31.96	32.08	32.02	每股指标(元)				
营业利润	164.85	183.93	231.92	290.54	每股收益	0.19	0.21	0.26	0.31
营业外收入	42.01	47.74	49.74	46.50	每股经营现金	0.25	0.42	0.47	0.40
营业外支出	2.72	2.52	2.54	2.60	每股净资产	2.74	2.91	3.12	3.38
利润总额	204.13	229.16	279.12	334.44	估值比率				
所得税	39.14	43.94	53.52	64.12	P/E	43.57	40.77	33.47	27.94
净利润	165.00	185.22	225.61	270.32	P/B	3.41	3.37	3.13	2.87
少数股东损益	9.68	10.86	13.23	15.86	EV/EBITDA	20.49	19.38	17.08	14.53
归属母公司净利润	155.32	174.36	212.37	254.46					
EBITDA	377.70	383.88	435.73	513.45					
EPS (元)	0.19	0.21	0.26	0.31					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼（200120）	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201（418000）	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com