

上海梅林(600073.SH)

底部品种，受益交割完成和国企改革催化

评级： 买入 前次： 买入

目标价(元)： 14.7

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S0740512070001

zhangshuai@r.qlzq.com.cn

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

2016年11月27日

基本状况

总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	937.73
市价(元)	11.85
市值(百万元)	11112.10
流通市值(百万元)	11112.10

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	13,101.4	12,233.4	13,294.4	24,992.8	27,181.0
营业收入增速	26.61%	-6.63%	8.67%	87.99%	8.76%
净利润增长率	-56.22%	140.45%	109.92%	34.64%	11.28%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.17	0.37	0.49	0.55
前次预测每股收益(元)	0.07	0.17	0.37	0.49	0.55
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	129.36	81.16	32.38	24.05	21.61
PEG	—	0.58	0.29	0.69	1.92
每股净资产(元)	3.38	3.15	3.51	3.94	4.43
每股现金流量(元)	0.29	0.26	0.44	0.44	0.83
净资产收益率	2.14%	5.54%	10.42%	12.50%	12.37%
市净率	2.77	4.50	3.38	3.00	2.67
总股本(百万元)	937.73	937.73	937.73	937.73	937.73

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **事件：收购 SFF 交割有望于近期完成，上海国企改革又起催化，处于底部品种、安全边际高，建议关注。**
- **收购 SFF 有望近期完成交割，突围牛肉蓝海市场。**公司公告 12 月 1 日前后对 SFF 进行交割，我们预计将于近期完成，收购靴子终于落地，今年 SFF 业绩受全球牛肉市场价格波动影响，但近期以美国为代表的主要市场开始回暖，明年与梅林协同效应也将逐渐显现，而国内牛肉市场依然保持高景气，价格高位平稳运行，进口量同比继续大增(1-6 月份增长 60.8%)。公司国内品牌联豪保持高速增长，收入增速 50% 以上，当前接近满产，未来将进行扩产，同时 SFF 中国子公司及相关团队正在组建之中，且采取市场化的激励方式，未来协同值得期待。梅林定位于光明集团唯一的肉类平台，肉业是集团“聚焦大产业”战略中筛选出的目前唯一有潜力、可以做大做强的产业，公司也志存高远，未来有望持续进行资源及渠道方面的布局，力争打造中国牛肉行业领军企业，而其“控制海外资源+国内具有品牌/渠道”的特有模式也决定了梅林最有可能突围当前 5000 亿级别的蓝海市场，坚定布局未来牛肉龙头。
- **上海国资改革风又起，期待公司彻底完善激励机制。**近期上海国企改革动作频繁，华谊集团旗下三爱富抛出中国文发借壳上市方案，上海电气拟购买大股东旗下资产等都引发广泛关注，国企改革风又起，同时我们认为国企改革也是明年重要的一条投资主线。梅林为光明集团旗下四家上市公司之一，以沈总为代表的新管理层去年 3 月份上任，经营效率持续提升，带来业绩拐点，新任董事长夏总今年 5 月份从光明乳业调任上海梅林，其对自己定位明晰，与负责具体运营的沈总分工明确、权责划分清楚。未来牛肉新业务将率先采取市场化的操作手段(市场化人才+市场化定价)，而光明集团鼎力支持公司现有管理层，等到市场化调整完全以后，期待未来更深层次和更大力度的激励形式，从而完全绑定管理层利益，另外集团肉类资产有望注入，以提升集团资产证券化率。

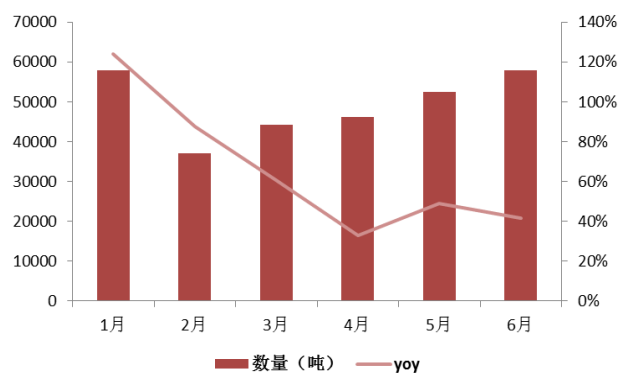
- 公司股价处于绝对底部，安全边际十足。新管理层经营效率提升叠加生猪养殖贡献，前三季度公司实现归属于母公司股东净利润 2.91 亿元，同比大增 136.73%，全年业绩指引同比增长 50%-100%，主要基于亏损企业清理可能带来减值的会计谨慎性考虑，最终有可能超过预测上限。明年看公司轻装上阵，同时 SFF 并表贡献，业绩将继续提升，分部保守估值下，冠生园（30 亿，25x）+梅林罐头（20 亿，20x）+联豪（20 亿*60%，40x）+SFF（30 亿*50%）+养殖（20 亿）+屠宰（10 亿）+食品流通等其他（15 亿）=122 亿元，且仍有价值挖潜空间，而当前公司整体市值仅为 111 亿元，安全边际十足，短期预计基本调整到位。
- 目标价 14.7 元，维持“买入”评级。预计公司 2016-18 年实现收入 133、250、272 亿元，同比增长 9%、88%、9%；实现归母净利润 3.4、4.6、5.1 亿元，同比增长 110%、35%、11%，对应 EPS 分别为 0.37、0.49、0.55 元。目标市值 140 亿元（对应 2017 年 30 倍 PE），对应股价 14.7 元，维持“买入”评级。

图表 1：美国牛肉价格近期企稳回升



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 2：2016 年中国牛肉进口量持续保持高速增长



来源：WIND、中泰证券研究所

图表 3：上海梅林财务预测三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	10,348	13,101	12,233	13,294	24,993	27,181	货币资金	1,067	1,898	2,049	3,324	2,999	2,718
增长率	31.78%	26.6%	-6.6%	8.7%	88.0%	8.8%	应收款项	740	873	899	927	1,812	1,970
营业成本	-8,898	-11,334	-10,445	-11,378	-21,095	-22,854	存货	981	1,091	1,333	1,185	2,254	2,505
% 销售收入	86.0%	86.5%	85.4%	85.6%	84.4%	84.1%	其他流动资产	333	604	394	266	460	495
毛利	1,449	1,768	1,788	1,916	3,898	4,327	流动资产	3,121	4,466	4,675	5,701	7,525	7,688
% 销售收入	14.0%	13.5%	14.6%	14.4%	15.6%	15.9%	% 总资产	55.5%	61.3%	62.2%	65.5%	69.8%	69.1%
营业税金及附加	-35	-43	-40	-42	-100	-109	长期投资	326	325	351	351	351	351
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	固定资产	1,422	1,595	1,593	1,748	1,979	2,136
营业费用	-872	-1,044	-1,046	-1,121	-2,187	-2,433	% 总资产	25.3%	21.9%	21.2%	20.1%	18.4%	19.2%
% 销售收入	8.4%	8.0%	8.6%	8.4%	8.8%	9.0%	无形资产	758	831	775	794	818	850
管理费用	-325	-377	-398	-435	-882	-990	非流动资产	2,648	2,984	3,014	3,189	3,443	3,633
% 销售收入	3.1%	2.9%	3.3%	3.3%	3.5%	3.6%	% 总资产	47.1%	40.9%	40.1%	36.6%	31.9%	32.6%
息税前利润 (EBIT)	217	304	304	319	729	796	资产总计	5,622	7,288	7,522	8,702	10,778	11,130
% 销售收入	2.1%	2.3%	2.5%	2.4%	2.9%	2.9%	短期借款	1,596	1,578	1,505	2,587	2,320	1,766
财务费用	-86	-89	-43	-45	-56	-41	应付款项	1,669	1,936	2,158	2,212	4,133	4,489
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	其他流动负债	66	107	142	-218	-355	-392
资产减值损失	-4	-58	-50	-20	-2	-2	流动负债	3,331	3,621	3,805	4,580	6,098	5,863
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	10	19	9	6	4	3
投资收益	35	31	31	5	0	0	其他长期负债	25	132	142	142	142	142
% 税前利润	17.3%	20.4%	10.7%	1.0%	0.0%	0.0%	负债	3,366	3,773	3,956	4,729	6,244	6,009
营业利润	161	188	243	259	671	754	普通股股东权益	1,988	3,173	2,949	3,292	3,698	4,156
% 营业利润率	1.6%	1.4%	2.0%	1.9%	2.7%	2.8%	少数股东权益	267	343	616	681	836	965
营业外收支	39	-34	49	250	100	50	负债股东权益合计	5,622	7,288	7,522	8,702	10,778	11,130
税前利润	201	154	292	509	771	804	比率分析						
% 利润率	1.9%	1.2%	2.4%	3.8%	3.1%	3.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-37	-54	-65	-101	-154	-161	每股指标						
% 所得税率	18.7%	35.0%	22.3%	19.8%	20.0%	20.0%	每股收益 (元)	0.189	0.073	0.174	0.366	0.493	0.548
净利润	163	100	227	408	617	643	每股净资产 (元)	2.417	3.383	3.145	3.511	3.944	4.432
少数股东损益	8	32	64	65	155	129	每股经营现金净流 (元)	0.247	0.290	0.255	0.436	0.436	0.835
归属于母公司的净利润	155	68	163	343	462	514	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.060	0.060
% 净利润	1.5%	0.5%	1.3%	2.6%	1.8%	1.9%	回报率						
							净资产收益率	7.81%	2.14%	5.54%	10.42%	12.50%	12.37%
							总资产收益率	2.76%	0.93%	2.17%	3.94%	4.29%	4.62%
							投入资本收益率	7.15%	6.83%	8.78%	8.81%	16.58%	16.62%
							增长率						
							营业总收入增长率	31.78%	26.61%	-6.63%	8.67%	87.99%	8.76%
							EBIT 增长率	59.59%	39.99%	-0.06%	4.92%	128.57%	9.18%
							净利润增长率	10.85%	-56.22%	140.45%	109.92%	34.64%	11.28%
							总资产增长率	6.94%	29.64%	3.21%	15.61%	23.38%	3.22%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	21.9	18.5	21.8	19.0	20.0	20.0
							存货周转天数	37.9	33.4	42.4	38.0	39.0	40.0
							应付账款周转天数	22.9	20.8	30.0	22.5	22.5	22.5
							固定资产周转天数	40.2	37.5	45.7	43.7	25.0	24.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	23.86%	-8.56%	-15.00%	-18.40%	-14.89%	-18.54%
							EBIT 利息保障倍数	2.5	3.4	7.1	7.0	13.1	19.6
							资产负债率	59.87%	51.77%	52.60%	54.34%	57.93%	53.99%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	163	100	227	408	617	643
少数股东损益	0	0	0	65	155	129
非现金支出	116	203	226	171	177	202
非经营收益	66	62	40	-143	35	62
营运资金变动	-142	-92	-253	-27	-420	-124
经营活动现金净流	203	272	240	474	564	911
资本开支	136	211	94	75	330	340
投资	77	-200	326	0	0	0
其他	36	34	-1	5	0	0
投资活动现金净流	-23	-378	231	-70	-330	-340
股权募资	0	999	176	0	0	0
债权募资	190	-9	-83	1,078	-269	-555
其他	-203	-197	-435	-143	-135	-168
筹资活动现金净流	-13	793	-342	935	-403	-724
现金净流量	167	688	128	1,339	-169	-152

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

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%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。