

## 上海梅林(600073.SH)

### 战略归核叠加管理改善，百年老企渐露青

### 春气息

 评级：**增持**

前次：

目标价(元)：

**8.8**

分析师

分析师

胡彦超

谢刚

S0740512070001

S0740510120005

021-20315176

021-20315178

huyc@r.qlzq.com.cn

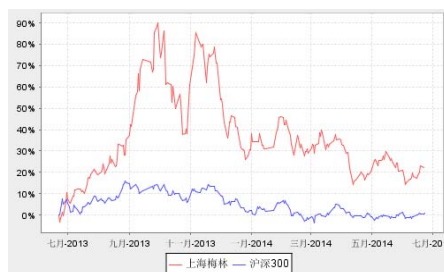
xiegang@r.qlzq.com.cn

2014年7月9日

#### 基本状况

|           |         |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股)  | 822.74  |
| 流通股本(百万股) | 775.80  |
| 市价(元)     | 7.58    |
| 市值(百万元)   | 6236.33 |
| 流通市值(百万元) | 5880.56 |

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

| 指标           | 2012A   | 2013A   | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 7,852.2 | 10,376. | 12,393. | 15,097. | 18,498. |
| 营业收入增速       | 23.87%  | 32.15%  | 19.44%  | 21.82%  | 22.52%  |
| 净利润增长率       | -8.10%  | 10.85%  | 23.28%  | 41.10%  | 32.30%  |
| 摊薄每股收益(元)    | 0.19    | 0.19    | 0.23    | 0.33    | 0.43    |
| 前次预测每股收益(元)  | 0.19    | 0.19    | 0.23    | 0.33    | n/a     |
| 市场预测每股收益(元)  |         |         |         |         |         |
| 偏差率(本次-市场/市) |         |         |         |         |         |
| 市盈率(倍)       | 34.27   | 46.51   | 36.18   | 25.64   | 19.38   |
| PEG          | —       | 4.29    | 1.55    | 0.62    | 0.60    |
| 每股净资产(元)     | 2.51    | 2.41    | 2.58    | 2.85    | 3.23    |
| 每股现金流量(元)    | 0.05    | 0.25    | 0.56    | 0.43    | 0.59    |
| 净资产收益率       | 7.47%   | 7.83%   | 9.01%   | 11.52%  | 13.47%  |
| 市净率          | 2.56    | 3.64    | 3.26    | 2.95    | 2.61    |
| 总股本(百万元)     | 747.94  | 822.74  | 822.74  | 822.74  | 822.74  |

备注：市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 上海梅林作为光明食品集团（还拥有光明乳业、海博股份、金枫酒业以及农工商超市等上市或非上市资产）旗下的核心产业，定位于集团“7+2”产业构成中的综合食品制造。现形成了以肉食品加工为核心，其他休闲食品多元发展的食品制造与食品分销双主业，其中食品制造与食品分销分别占比 77%和 23%。
- 战略归核叠加管理改善，百年老企渐露青春气息。公司身为老牌国企，长期以来具有发展定位不清晰，经营效率低下等问题。随着 2011 年光明集团旗下冠生园、爱森、正广和等优质资产的注入，以及 2012 年新领导层的更迭，公司管理逐渐改善，剥离房地产等非相关主业，聚焦食品。2013 年公司又推出了股权激励方案，开启了公司身为老牌国企改革的序幕，加速推动公司管理改善。2014 年随着上海国资改革的逐步深化，将继续推进公司的管理改善，并将有望加速公司并购整合的步伐。
- 公司食品制造业务看似复杂，但实则清晰，即“聚焦肉食，休闲食品协调发展”。肉类业务是公司长期看好和重点发展的核心业务，并得到光明集团“百亿肉业发展计划”的大力支持。公司肉类业务实行三步走战略——立足长三角：通过并购苏食，完成立足长三角的基础→内生性增长：通过定增，提高肉制品加工能力，提升肉制品占比和盈利水平→外延式扩张：公司将选择有品牌、有市场影响力，和公司战略协同的企业进行并购。目前第一步已经完成，第二步正在进行中，定增项目建设完成后公司将形成 15 万吨的肉制品产能，未来最大看点在第三步，将为公司提供较大的成长性。
- 公司现拥有爱森、苏食、重庆梅林（原重庆今普）、梅林罐头四家肉类分/子公司，实行多品牌运营。其中爱森定位中高端冷鲜肉，目前专攻上海市场；苏食布局高中低端冷鲜肉，强势区域在江苏市场，并已辐射上海以及浙江、安徽部分地区。爱森、苏食在区域细分市场差异化分销、加速协同，从年开始爱森就将向江苏和浙江地区拓展，公司依托爱森、苏食两大品牌，打造长三角区域屠宰龙头。

- 而公司在重庆地区已经是屠宰龙头企业，占据重庆主城区 40% 的鲜肉市场份额。不过由于历史遗留问题及管理不善等原因，重庆梅林近几年一直处于亏损状态，2013 年亏损超过 2000 万，不过从 2013 年开始，重庆梅林由王晓阳带领的职业经理团队掌管，并且在公司 2013 年底发布的股权激励范围内，今年的目标是大幅减亏，预计减亏幅度达 70%-80%，重庆梅林的逐步扭亏将为公司带来显著的利润提升空间。
- 梅林罐头为公司的肉制品深加工业务板块，梅林罐头在国内肉类罐头中无论品牌影响力还是市场占有率都排名第一，且长期保持领先，行业标准也都是梅林制定。近几年梅林的罐头生产一直处于超负荷状态，产品供不应求，2014 年定增方案中的军工路改造项目（由 2.5 万吨改造成 5 万吨）和绵阳梅林技改项目（在原有 2 万吨基础上新增 2 万吨），将使罐头生产迎来产能释放，至 2015 年罐头产能到达 9 万吨，实现产能翻番。预计 2014-2016 年产能释放带来的销售收入复合增速达 30%。
- 综上，我们认为公司的肉类业务长期增长空间已经打开，集团资源支持（养殖、渠道等资源）+区域性鲜肉强势品牌+罐头等差异化肉制品构筑梅林肉类业务竞争优势，结合内生性增长和外延式扩张的双重推动。我们预计未来国内猪肉市场将形成双汇、雨润、金锣、梅林，外加宝迪、众品、得利斯或未来可能爆发的中粮、新希望其中之一的五强格局。不过仅从收入规模来看，2013 年梅林肉类业务收入达 62.7 亿元，已经成为仅次于双汇、雨润、金锣的第四大肉食品企业。
- 休闲食品业务为 2011 年光明集团注入的冠生园，这块资产质地相当优质，拥有“冠生园”、“大白兔”、“佛手”、“华佗”等众多优秀品牌，而且是诸多休闲食品细分市场的王者，蜂蜜和奶糖全国市场占有率都位居第一。冠生园综合毛利率维持在 30% 左右。不过和其他大众食品公司相比，虽然毛利率相近，但净利率处于中下游水平，费用率仍有一定节约空间，运营效率有待提升。
- 食品分销业务作包括食品进出口、连锁店、饮用水以及网购业务。2013 年食品分销收入 23 亿，其中进出口 16 个亿，饮用水 3 个亿，连锁店和网购 4 个亿。目前公司正在进行的连锁业务转型（由光明便利转型为“光明里”）值得关注，转型后连锁店盈利能力有望得到提升；饮用水我们认为随着瓶装水的全国推广，未来可能成为公司一个爆发增长点；而食品进出口将继续受益于国内对进口乳品需求的高速增长。
- 总之，我们认为公司拥有大量优质的品牌资产，随着战略清晰、管理的改善将逐步推动盈利水平和业绩提升，成为贯穿投资的长期主线。同时关注公司的短期展望：1）肉类业务和休闲食品并购提供的成长性机会；2）集团养殖资产注入为大概率事件；3）上海国资改革的催化剂。
- 预计上海梅林 2014-16 年收入分别为 124、148、181 亿元，同比增长 18.2%、20.5%、22.2%；归属上市公司股东净利润为 1.9、2.7、3.6 亿元，同比增长 23.3%、41.1%、32.3%；对应 EPS 为 0.23、0.33、0.43 元。综合绝对和相对估值结果，12 个月目标价位 8.8 元，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：1）食品安全风险；2）定投项目不能按计划达产，导致业绩和盈利不及预期；3）到 2016 年，公司将拥有近 1000 家的连锁业态，需要精细运营能力的连锁业态若经营不善，则可能成为公司潜在出血点，拖累公司整体业绩。

## 内容目录

|                                   |               |
|-----------------------------------|---------------|
| <b>上海梅林：战略归核叠加管理改善，百年老企渐露青春气息</b> | <b>- 5 -</b>  |
| 核心聚焦肉食，走食品制造和分销协调发展之路             | - 5 -         |
| 股权激励加速管理改善，锁定公司未来稳定增长             | - 9 -         |
| <b>肉及肉制品：肉制品差异化竞争，屠宰打造长三角区域龙头</b> | <b>- 10 -</b> |
| 行业进入缓慢增长期，重点关注差异化竞争               | - 10 -        |
| 爱森：高质高价立足高端，上马冷鲜禽和“中央厨房”半成品顺应消费趋势 | - 13 -        |
| 苏食：深耕冷链物流、协同爱森，发力生鲜电商和进口肉品        | - 15 -        |
| 重庆梅林：超高市占率为转型铺路，逐步扭亏带来利润提升        | - 18 -        |
| 梅林罐头：肉类罐头国内市场无出其右，产能释放缓解供不应求格局    | - 19 -        |
| <b>冠生园：稳定增长可期，待挖掘的品牌金矿</b>        | <b>- 20 -</b> |
| 公司“现金牛”，稳定增长可期                    | - 20 -        |
| 百年品牌众多，潜力待挖掘的品牌金矿                 | - 21 -        |
| <b>食品分销：连锁转型值得关注，饮用水或成未来爆发点</b>   | <b>- 23 -</b> |
| 光明便利转型“光明里”，盈利能力有望提升、风险点仍不容忽视     | - 23 -        |
| 饮用水 2014 年 Q1 增速超 30%，未来可能爆发点     | - 23 -        |
| 食品进出口将继续受益于国内对进口乳品需求的高速增长         | - 24 -        |
| <b>短期展望：关注并购成长，集团养殖资产有望注入</b>     | <b>- 25 -</b> |
| 关注肉类业务和休闲食品的并购机会                  | - 25 -        |
| 光明集团优质养殖资产整合注入梅林的方向确定             | - 25 -        |
| 农工商超市注入梅林的可能性不大                   | - 26 -        |
| 上海国资改革催化剂，管理改善加速实现                | - 26 -        |
| <b>盈利预测、估值分析与投资建议</b>             | <b>- 28 -</b> |
| 盈利假设前提                            | - 28 -        |
| 盈利预测结果                            | - 28 -        |
| 相对估值结果：8.14-9.31 元                | - 29 -        |
| DCF/APV 法绝对估值结果：8.81 元            | - 29 -        |
| 投资建议：目标价 8.8 元，“增持”评级             | - 30 -        |
| <b>风险提示</b>                       | <b>- 30 -</b> |
| <b>附表：财务数据预测</b>                  | <b>- 31 -</b> |

## 图表目录

|  |              |
|--|--------------|
| <b>图表 1：光明集团“7+2”核心产业构成</b>                                  | <b>- 6 -</b> |
| <b>图表 2：2013 年公司收入结构——肉食占 60%</b>                            | <b>- 6 -</b> |
| <b>图表 3：2013 年公司净利润结构——肉食占 13%</b>                           | <b>- 6 -</b> |
| <b>图表 4：通过一系列收购和注资公司肉类业务快速发展壮大，2006 年以来收入复合增速 46.8%（百万元）</b> | <b>- 6 -</b> |
| <b>图表 5：2014 年公司定增预案继续围绕肉类主业做大做强</b>                         | <b>- 7 -</b> |

|   |        |
|---|--------|
| 图表 6: 冠生园蜂蜜和大白兔奶糖全国市场占有率第一 .....                            | - 8 -  |
| 图表 7: 公司拥有众多百年品牌——正广和 150 年、冠生园 99 年、大白兔 88 年、梅林 84 年 ..... | - 8 -  |
| 图表 8: 2013 年食品分销各项业务占比 .....                                | - 8 -  |
| 图表 9: 正广和网购公司净利润 (万元) .....                                 | - 9 -  |
| 图表 10: 上海市食品进出口公司净利润 (万元) .....                             | - 9 -  |
| 图表 11: 冠生园注入公司后盈利能力大幅提升 (万元) .....                          | - 9 -  |
| 图表 12: 光明乳业激励解锁收入条件和实际收入 .....                              | - 10 - |
| 图表 13: 光明乳业激励解锁利润条件和实际利润 .....                              | - 10 - |
| 图表 14: 上海梅林销售收入预测 (百万元) .....                               | - 10 - |
| 图表 15: 屠宰及肉制品行业已经进入销量稳健但缓慢增长的时期 .....                       | - 10 - |
| 图表 16: 冷鲜猪肉消费未来 5 年复合增速 18.7% (百万吨) .....                   | - 11 - |
| 图表 17: 长三角、重庆人均肉消费量高于全国水平 (元) .....                         | - 11 - |
| 图表 18: 十年后品牌猪肉占比将达到 50%, 品牌肉行业年均增长 17.5% .....              | - 11 - |
| 图表 19: 爱森商超及自有渠道销售占比 75% .....                              | - 12 - |
| 图表 20: 苏食拥有诸多优质商超渠道 .....                                   | - 12 - |
| 图表 21: 商超等现代零售渠道是未来发展方向 (百万吨) .....                         | - 12 - |
| 图表 22: 目前国内生鲜猪肉市场 CAR8 不足 9% .....                          | - 13 - |
| 图表 23: 目前国内猪肉制品市场 CAR10 达到 28% .....                        | - 13 - |
| 图表 24: 2013 年梅林肉类业务收入已仅次于双汇、雨润、金锣 (亿元) .....                | - 13 - |
| 图表 25: 爱森售价比他品牌高出约 20%-30% .....                            | - 14 - |
| 图表 26: 爱森屠宰毛利率远高于行业平均水平 .....                               | - 14 - |
| 图表 27: 爱森屠宰量每年保持 20% 左右的增长 .....                            | - 14 - |
| 图表 28: 爱森 2010-2103 年收入复合增速 36% .....                       | - 14 - |
| 图表 29: 爱森的自营渠道“爱森优选”门店 .....                                | - 15 - |
| 图表 30: “爱森优选”数量 2015 年将达到 500 家 .....                       | - 15 - |
| 图表 31: 爱森详细预测表——收入复合增速 26% .....                            | - 15 - |
| 图表 32: 上海地区爱森和苏食的渠道已经共享 .....                               | - 16 - |
| 图表 33: 苏食遍布长三角地区的冷链物流配送系统 .....                             | - 16 - |
| 图表 34: 苏食在天猫平台综合排名第一, 销量排名领先 .....                          | - 17 - |
| 图表 35: 国内牛肉产量增速为负 (千吨) .....                                | - 17 - |
| 图表 36: 国内进口牛肉复合增长率 130% (千吨) .....                          | - 17 - |
| 图表 37: 苏食详细预测表——未来 3 年收入复合增速 23% .....                      | - 18 - |
| 图表 38: 重庆梅林详细预测表——收入复合增速 9% .....                           | - 19 - |
| 图表 39: 2015 年公司整体将形成 550 万头的生猪屠宰产能 .....                    | - 19 - |
| 图表 40: 2014-2016 年罐头产能和产量预计 .....                           | - 20 - |



|  |        |
|--|--------|
| 图表 41: 罐头业务销售收入预计复合增速 30%.....                           | - 20 - |
| 图表 42: 肉及肉制品业务收入预测表.....                                 | - 20 - |
| 图表 43: 冠生园每年为公司贡献的利润超过 70%.....                          | - 20 - |
| 图表 44: 冠生园毛利率和其他大众食品公司相近.....                            | - 21 - |
| 图表 45: 冠生园净利率处于中下游水平.....                                | - 21 - |
| 图表 46: 冠生园各项业务占比.....                                    | - 21 - |
| 图表 47: 冠生园收入稳定, 增速约 20% (万元).....                        | - 21 - |
| 图表 48: 冠生园销售详细预测表.....                                   | - 21 - |
| 图表 49: 公司为重焕各品牌生机做了多项努力.....                             | - 22 - |
| 图表 50: 综合休闲食品企业中产生了很多市值超过 200 亿美元的大市值公司.....             | - 22 - |
| 图表 51: 综合休闲食品行业长牛股走势一览.....                              | - 23 - |
| 图表 52: 公司种类齐全、覆盖高中低端的饮用水产品线.....                         | - 24 - |
| 图表 53: 进口液态奶 CAGR 86.4% (千吨).....                        | - 24 - |
| 图表 54: 进口奶粉 CAGR 49.3% (千吨).....                         | - 24 - |
| 图表 55: 上海梅林食品分销业务详细预测表.....                              | - 25 - |
| 图表 56: 目前光明集团旗下还未上市的资产.....                              | - 25 - |
| 图表 57: 《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见 (试行)》主要目标和部分具体措施..... | - 27 - |
| 图表 58: 上海梅林三项期间费用及相关税费假设.....                            | - 28 - |
| 图表 59: 绝对估值核心假设.....                                     | - 29 - |
| 图表 60: DCF/WACC 估值结果 8.81 元.....                         | - 29 - |
| 图表 61: 上海梅林销售预测表.....                                    | - 31 - |
| 图表 62: 上海梅林财务预测三张报表.....                                 | - 32 - |

## 上海梅林：战略归核叠加管理改善，百年老企渐露青春气息

### 核心聚焦肉食，走食品制造和分销协调发展之路

- 公司依托光明食品集团，定位于集团“7+2”核心产业中的综合食品制造，现形成了以肉食品加工与制造为核心，其他休闲食品多元发展的食品制造与食品分销双主业。
- 公司肉类业务收入占比最大，也是未来发展战略的重中之重，将作为公司优先发展的核心主业，并得到光明集团“百亿肉业发展计划”的大力

支持，到 2015 年末力争形成百亿肉业产业规模，跻身全国肉类企业前六强。

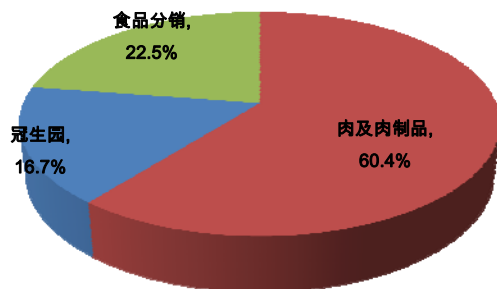
图表 1: 光明集团 “7+2” 核心产业构成



来源：公司调研、齐鲁证券研究所

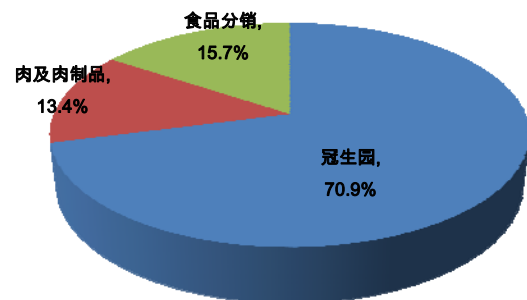
- 通过一系列注资和并购，公司现已形成了较为完整的生猪产业链布局，但更为侧重屠宰和加工端——梅林分公司进行肉类罐头的生产加工，肉类罐头国内市场占有率第一；爱森、苏食、重庆梅林（原重庆今普）占据长三角、西南地区屠宰市场，是各自区域性优势企业。

图表 2: 2013 年公司收入结构——肉食占 60%



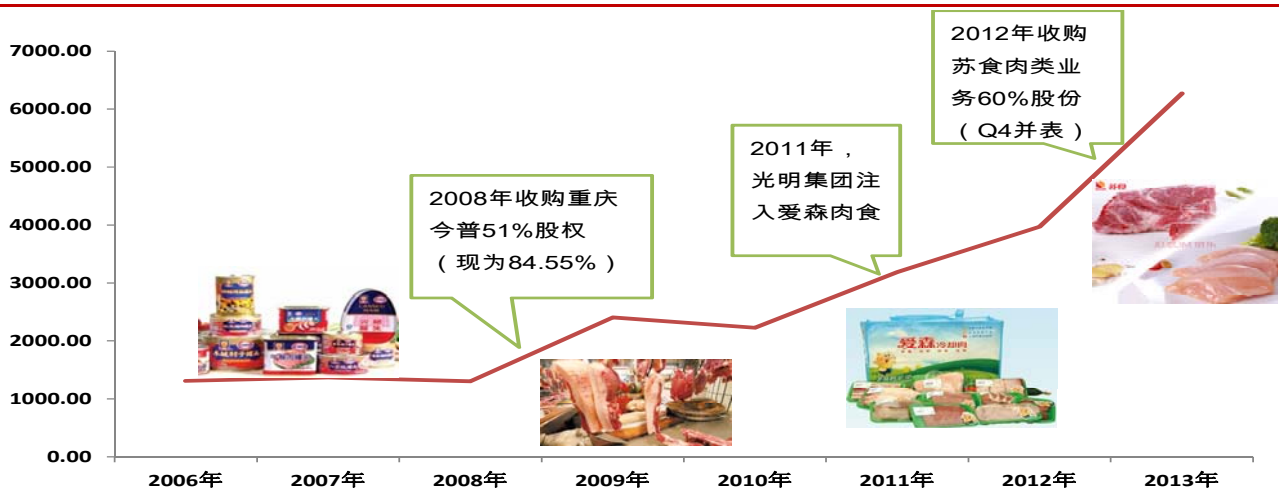
来源：公司年报、WIND、齐鲁证券研究所

图表 3: 2013 年公司净利润结构——肉食占 13%



来源：公司年报、WIND、齐鲁证券研究所

图表 4: 通过一系列收购和注资公司肉类业务快速发展壮大，2006 年以来收入复合增速 46.8%（百万元）



来源：齐鲁证券研究所

- **肉类业务实行三步走战略。立足长三角：**通过并购苏食，完成立足长三角的基础→ **内生性增长：**通过定增，提高肉制品加工能力，提升肉制品占比和盈利水平→ **外延式扩张：**公司将选择有品牌、有市场影响力，和公司战略协同的企业进行并购。目前第一步已经完成，第二步正在进行中，定增项目建设完成后公司将形成 15 万吨的肉制品产能，未来最大看点在第三步，将为公司提供较大的成长性。

**图表 5：2014 年公司定增预案继续围绕肉类主业做大做强**

| 项目                 | 核心阐述                             | 项目总投资金额<br>(万元) | 达产后营收<br>(万元) |
|--------------------|----------------------------------|-----------------|---------------|
| 上海市种猪场崇明分场建设项目     | 每年新增 2.1 万头种猪和 4.9 万头生猪的养殖产能     | 18,272          | 12,540        |
| 海丰富牧場建设项目          | 在江苏海丰农场北垦区，建设年出栏 5 万头生猪标准化生态畜牧场  | 10,189          | 7,500         |
| “爱森优选”直销连锁门店拓展项目   | 三年内上海市区及郊区开设共计 600 家“爱森优选”直销连锁门店 | 19,809          | 81,438        |
| “光明里”食品专营零售终端建设项目  | 三年内上海地区建设 200 家食品专营门店            | 7,967           | 62,878        |
| 年产 5 万吨罐头改造项目      | 新增年产 2.5 万吨罐头产能                  | 4,000           | 56,774        |
| 年产 4 万吨猪肉罐头生产线技改项目 | 2 万吨肉类罐头生产线及其他配套设施建设             | 7,554           | 39,600        |
| 食品加工及物流中心二期工程建设项目  | 淮安苏食将形成年产 3 万吨灌肠类肉制品的生产产能        | 19,243          | 47,026        |
| “96858”仓储物流技术改造项目  | 建设统一的物流仓储中心                      | 1,801           | —             |
| 补充流动资金             | —                                | 33,800          | —             |

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- 休闲食品业务即为 2011 年光明集团注入的冠生园，这是一块相当优质

的资产，拥有“冠生园”、“大白兔”、“佛手”、“华佗”等众多悠久、优质品牌，是诸多休闲食品细分市场的王者。其奶糖、蜂蜜、调味品、保健酒、面制品等主要产品在上海乃至全国市场占据领先地位，其中蜂蜜和奶糖全国市场占有率都位居第一。

**图表 6：冠生园蜂蜜和大白兔奶糖全国市场占有率第一**

| 产品    | 上海市场占有率及排名 | 全国市场占有率及排名 |
|-------|------------|------------|
| 冠生园蜂蜜 | 72.10%，第 1 | 18.84%，第 1 |
| 大白兔奶糖 | 17.48%，第 1 | 3.62%，第 7  |
| 华佗保健酒 | —          | 1.20%，第 7  |
| 佛手味精  | 23.26%，第 3 | —          |

来源：上海商情信息中心、齐鲁证券研究所（注：大白兔奶糖是在所有糖果品类中的排名，在奶糖这一细分领域则排名第 1）

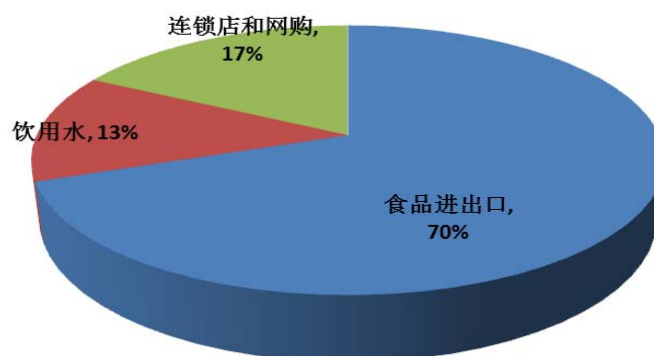
**图表 7：公司拥有众多百年品牌——正广和 150 年、冠生园 99 年、大白兔 88 年、梅林 84 年**



来源：公司网站、齐鲁证券研究所

- 食品分销作为公司的另一主业，也占据着公司业务较大的一块体量，包括食品进出口、连锁店、饮用水以及网购业务，2013 年收入 23 亿，其中进出口 16 个亿，饮用水 3 个亿，连锁店和网购 4 个亿。

**图表 8：2013 年食品分销各项业务占比**



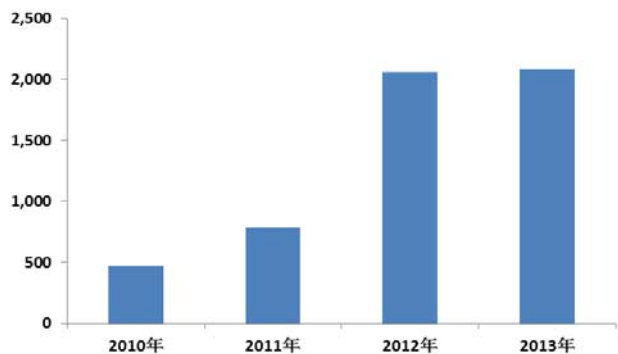
来源：公司年报、齐鲁证券研究所



### 股权激励加速管理改善，锁定公司未来稳定增长

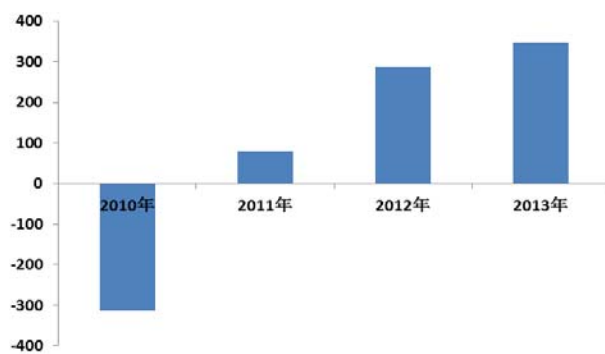
- 2011 年冠生园、正广和网购、上海市食品进出口注入公司后，盈利能力都大幅提升，这是新梅林管理层剥离非经营性资产、改善管理的结果。

**图表 9：正广和网购公司净利润（万元）**



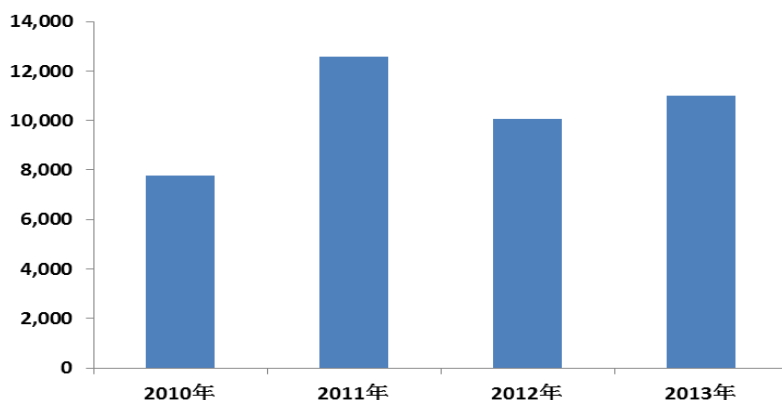
来源：公司年报、齐鲁证券研究所

**图表 10：上海市食品进出口公司净利润（万元）**



来源：公司年报、齐鲁证券研究所

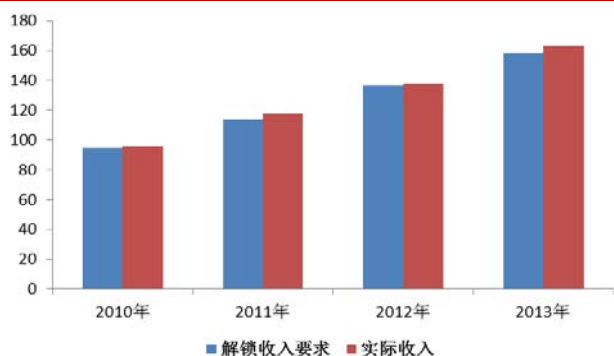
**图表 11：冠生园注入公司后盈利能力大幅提升（万元）**



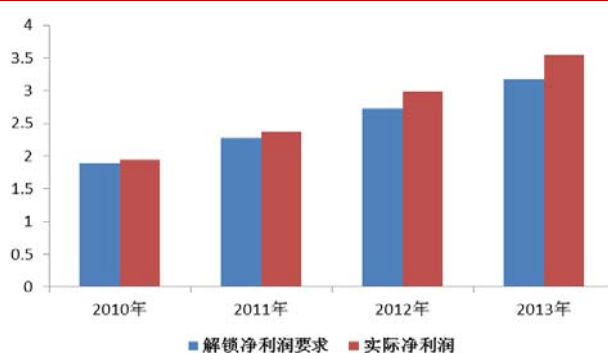
来源：公司年报、齐鲁证券研究所

- 2013 年底公司发布了股权激励草案，拟对占公司员工总数 4.03% 的 114 人授予限制性股票奖励，开启了公司身为老牌国企改革的序幕，我们认为此次股权激励将加速公司的管理改善，其驱动的效率提升及业绩成长值得关注。
- **上海梅林首次解锁的业绩条件为：**2015 年度的扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 6.5%，以 2012 年度营业收入为基数，2013-2015 年度营业收入三年复合增长率不低于 20%，2015 年度扣除非经常性损益后的净利润不低于 14527 万元，肉和肉制品收入占营业收入的比例不低于 55%；
- **上海梅林第二次解锁的业绩条件为：**2016 年度的扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 6.8%，以 2013 年度营业收入为基数，2014-2016 年度营业收入三年复合增长率不低于 20%，2016 年度扣除非经常性损益后的净利润不低于 16560 万元，肉和肉制品收入占营业收入的比例不低于 58%；

- 上海梅林第三次解锁的业绩条件为:2017 年度的扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 7.0%,以 2014 年度营业收入为基数,2015-2017 年度营业收入三年复合增长率不低于 20%,2017 年度扣除非经常性损益后的净利润不低于 18827 万元,肉和肉制品收入占营业收入的比例不低于 60%。
- 我们还对比了同属光明集团旗下的光明乳在实施股权激励后的发展路径:光明乳业即使在原材料价格上涨、产品质量问题频出等情况下,依然精确地完成了股权激励目标。我们认为上海梅林此次股权激励也将锁定公司未来的稳定增长。

**图表 12: 光明乳业激励解锁收入条件和实际收入**


来源: 公司公告、公司年报、齐鲁证券研究所

**图表 13: 光明乳业激励解锁利润条件和实际利润**


来源: 公司公告、公司年报、齐鲁证券研究所

**图表 14: 上海梅林销售收入预测 (百万元)**

| 项 目    | 2013     | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|--------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入   | 10376.48 | 12393.28 | 15097.94 | 18498.23 |
| YOY    |          | 19.44%   | 21.82%   | 22.52%   |
| CAGR   |          |          | 24.35%   | 21.25%   |
| 解锁条件   |          |          | 20.00%   | 20.00%   |
| 肉类业务占比 |          |          | 60.57%   | 61.82%   |
| 解锁条件   |          |          | 55.00%   | 58.00%   |

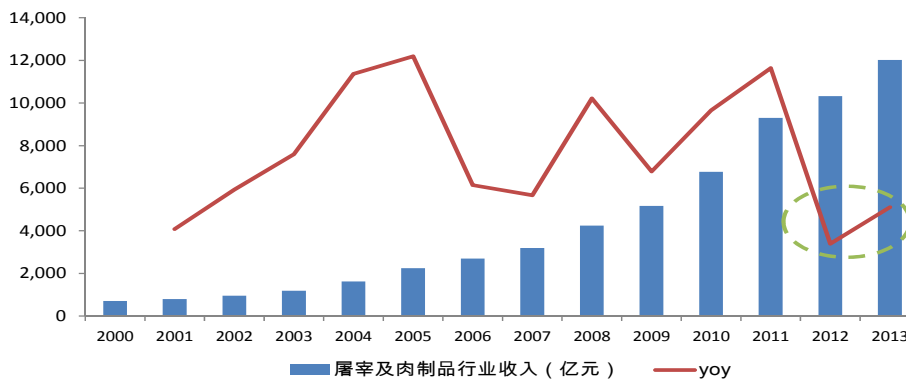
来源: 齐鲁证券研究所

## 肉及肉制品: 肉制品差异化竞争, 屠宰打造长三角区域龙头

### 行业进入缓慢增长期, 重点关注差异化竞争

- 屠宰及肉制品规模以上企业 2000-2013 年收入复合增长率达到 24.3%,但剔除价格上涨和统计口径因素后的销量复合增长率仅有 2.4%,行业已经进入销量稳健但缓慢增长的时期,因此我们对行业的关注重点放在差异化竞争(品类、品牌、渠道等)升级因素带来的利润率和占有率变化上。

**图表 15: 屠宰及肉制品行业已经进入销量稳健但缓慢增长的时期**



2013年规模以上屠宰及肉制品行业收入达到1.2万亿

自2000年以来，行业年均收入增长24.3%，但剔除价格上涨和统计口径因素，销量年均增长约2.4%

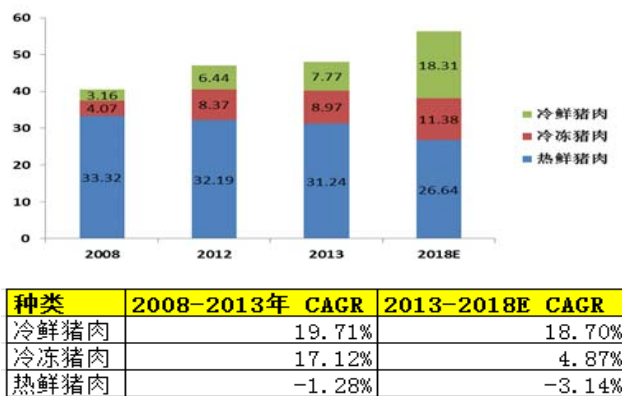
行业收入增速峰值和猪周期价格峰值对应（2004.05、2008.03、2011.09）

| 收入增长因子分解           | 肉类价格上涨 | 肉制品占比提升<br>价格上涨 | 人均消费量 | 人口自然增长率 | 统计口径—规模<br>企业占比提升 | 名义收入增长 |
|--------------------|--------|-----------------|-------|---------|-------------------|--------|
| CAGR ( 2000-2013 ) | 8.3%   | 4.1%            | 1.9%  | 0.6%    | 7.8%              | 24.3%  |

来源：齐鲁证券研究所

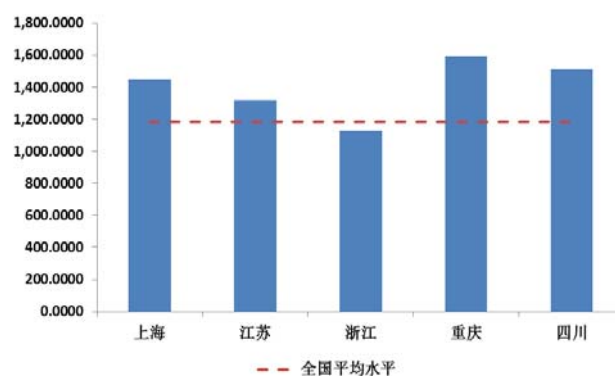
- **从品类看：**冷鲜肉是未来消费趋势，而爱森、苏食以冷鲜肉为主，且长三角地区经济发达，人均肉类消费水平高，冷链建设也相对完善，将首先受益于冷鲜肉的消费升级。目前重庆梅林主要为热鲜肉，未来也将逐渐加大冷鲜肉的销售占比。
- 公司的肉制品品类主要为梅林罐头，苏食也将通过定增加紧培育灌肠等中式低温肉制品，从而避开火腿肠的红海市场，梅林罐头在国内肉类罐头中无论品牌影响力还是市场占有率都排名第一。

图表 16：冷鲜猪肉消费未来 5 年复合增速 18.7%（百万吨）



来源：Frost & Sullivan、齐鲁证券研究所

图表 17：长三角、重庆人均肉消费量高于全国水平（元）



来源：WIND、齐鲁证券研究所

- **从品牌看：**“梅林”在全国以及“爱森”、“苏食”在各自区域都具有很强的品牌影响力。公司对于屠宰业务将坚持多品牌运作，利用消费者对当地自有品牌的认同感。
- 而中国猪肉品牌化的进程才刚刚开始。按照我们的中性假设，品牌猪肉有望从目前 10% 的渗透率提升至 50%，未来十年复合增长达 17.5%，达到 5000 亿市场空间。对于资本市场来说，受益猪肉品牌化趋势的优质企业将同时享受长期销量增长和估值提升。

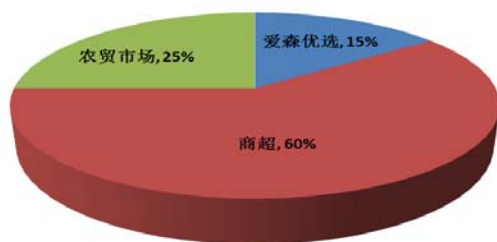
图表 18：十年后品牌猪肉占比将达到 50%，品牌肉行业年均增长 17.5%

| 价格区间 |              | 目前销量占比 | 目前市场容量<br>( 亿 ) | 预期销量占比 | 预期市场容量<br>( 亿 ) | 乐观假设下CAGR | 中性假设下CAGR | 悲观假设下CAGR |
|------|--------------|--------|-----------------|--------|-----------------|-----------|-----------|-----------|
|      |              |        |                 |        |                 | 7年完成升级    | 10年完成升级   | 15年完成升级   |
| 生态肉  | 比普通猪肉贵1-2倍   | 2%     | 400             | 6%     | 1200            | 17.0%     | 11.6%     | 7.6%      |
| 品牌肉  | 比普通猪肉贵10-30% | 10%    | 1000            | 50%    | 5000            | 25.8%     | 17.5%     | 11.3%     |
| 无品牌  | 无            | 88%    | 8600            | 44%    | 3800            | -11.0%    | -7.8%     | -5.3%     |

来源：齐鲁证券研究所

- **从渠道看：**消费者在商超等现代渠道购买生鲜产品的比例快速增长，相对于传统农贸市场，商超内品牌肉被消费者感知为价格适中、品质安全、购物环境好，居民超市购物习惯的形成将加速生鲜肉类在超市渠道的购买占比。
- 爱森主要走商超以及自营连锁店渠道“爱森优选”，两者占比高达75%，农贸市场为“申森”牌低端肉，主要是为了走量。苏食的商超渠道优势明显，是多家大型商超的肉类供应商。重庆梅林也正在从农贸为主逐渐向商超、连锁店等现代渠道转变，目前在重庆已有50家门店，并已进入家乐福等大型商超。

图表 19：爱森商超及自有渠道销售占比 75%



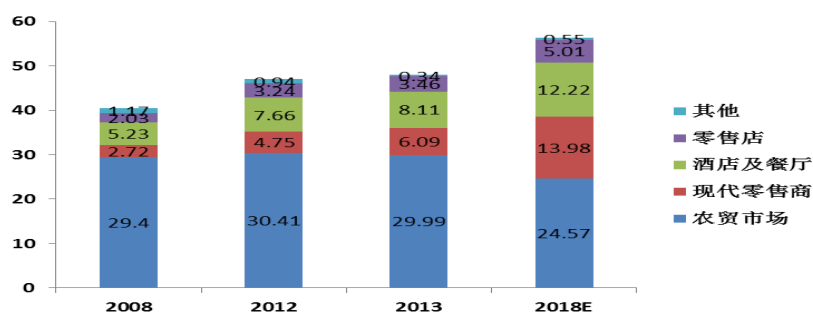
来源：公司调研、齐鲁证券研究所

图表 20：苏食拥有诸多优质商超渠道



来源：公司官网、齐鲁证券研究所

图表 21：商超等现代零售渠道是未来发展方向（百万吨）

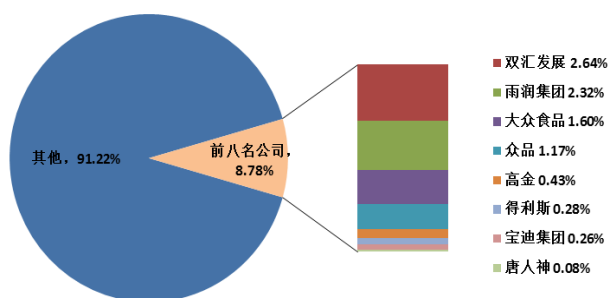


| 渠道    | 2008-2013年 CAGR | 2013-2018年 CAGR |
|-------|-----------------|-----------------|
| 农贸市场  | 0.40%           | -3.91%          |
| 现代零售商 | 17.49%          | 18.08%          |
| 酒店及餐厅 | 9.17%           | 8.55%           |
| 零售店   | 11.25%          | 7.68%           |
| 其他    | -21.90%         | -8.55%          |

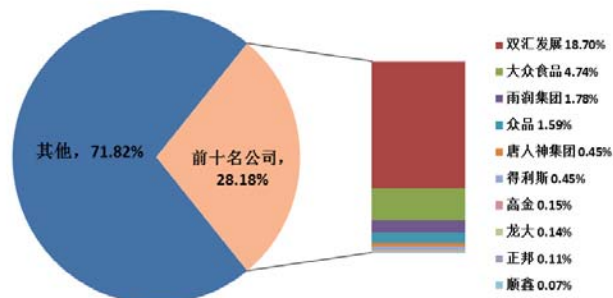
来源：Frost & Sullivan、齐鲁证券研究所



- 从目前市场格局来看，肉制品市场集中度较高，双汇、金锣（大众食品）占有绝对优势，但主要是火腿肠类产品，而梅林主要以罐头为主，形成差异化的竞争优势。生鲜猪肉市场较为分散，CAR8 不足 9%，生鲜猪肉因为运输半径和冷链限制，区域壁垒较高，利用爱森、苏食在长三角地区具有强大的品牌力和渠道、冷链优势，梅林成长为长三角区域龙头指日可待。不过仅从收入规模来看，梅林的肉类业务收入已仅次于双汇、雨润和金锣。

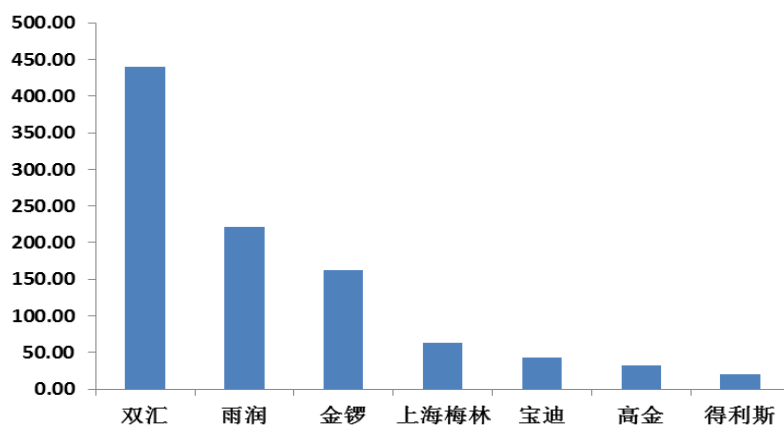
**图表 22：目前国内生鲜猪肉市场 CAR8 不足 9%**


来源：Frost &amp; Sullivan、齐鲁证券研究所

**图表 23：目前国内猪肉制品市场 CAR10 达到 28%**


来源：Frost &amp; Sullivan、齐鲁证券研究所

- 总之，我们认为公司的肉类业务长期增长空间已经打开，集团资源支持 + 区域性鲜肉强势品牌 + 罐头等差异化肉制品构筑梅林肉类业务竞争优势，我们预计未来国内猪肉市场将形成双汇、雨润、金锣、梅林，外加宝迪、众品、得利斯或未来可能爆发的中粮、新希望其中之一的五强格局。

**图表 24：2013 年梅林肉类业务收入已仅次于双汇、雨润、金锣（亿元）**


来源：各公司年报、齐鲁证券研究所

爱森：高质高价立足高端，上马冷鲜禽和“中央厨房”半成品顺应消费趋势

- 爱森立足上海市场，定位高端冷鲜肉，售价比其他品牌同类产品高出约

20%-50%，毛利率维持在 20% 左右，远高于行业平均水平。

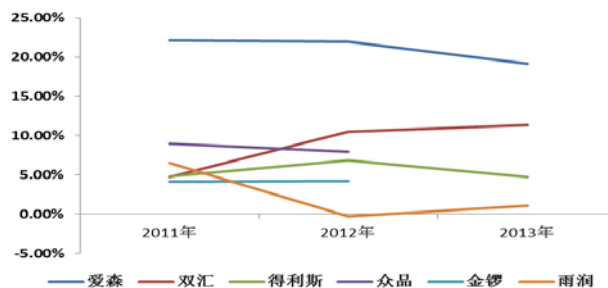
- 以我们 6 月下旬实地调研上海某超市情况看,普通品牌的小排价格为 15.8 元/500g; 而爱森的小排价格达到 23.8 元/500g。

**图表 25: 爱森售价比他品牌高出约 20%-30%**

| 品牌   | 价格区间 (元/500克) |
|------|---------------|
| 爱森   | 19.8元-23.8元   |
| 五丰上食 | 17.3元-22.0元   |
| 金锣   | 13.0元-16.8元   |
| 雨润   | 13.5元-18.0元   |
| 苏食   | 12.0元-16.9元   |

来源: 价格监测网、齐鲁证券研究所

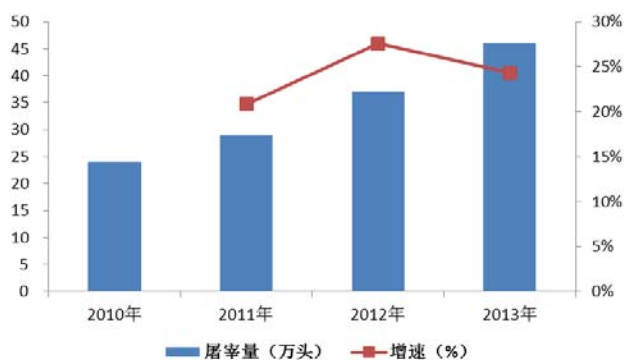
**图表 26: 爱森屠宰毛利率远高行业平均水平**



来源: 各公司年报、齐鲁证券研究所

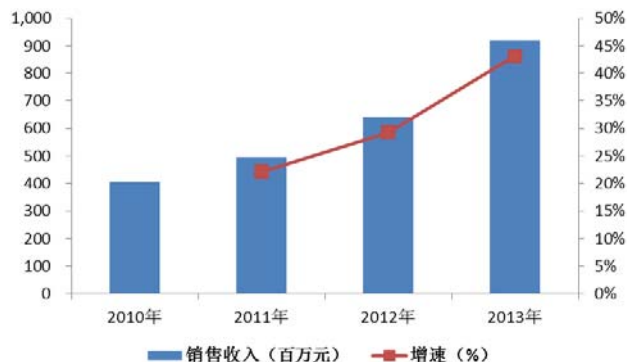
- 爱森冷鲜肉的高品质、安全性是其价高的原因,一律采用口感最好的 95 公斤出栏猪并全程可追溯。同时这也构成了其核心竞争力,得到了上海消费者的认可,特别是在 2011 年“瘦肉精”事件后,近三年屠宰量保持 20% 左右的增长,收入 CAGR 高达 36%。

**图表 27: 爱森屠宰量每年保持 20% 左右的增长**



来源: 公司调研、齐鲁证券研究所

**图表 28: 爱森 2010-2013 年收入复合增速 36%**



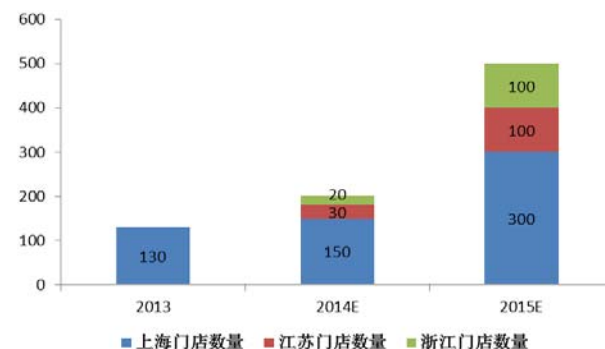
来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

- 2013 年爱森先后推出了冷鲜禽类产品 and “中央厨房”系列半成品,顺应消费升级和变革,未来两大新增长点。在禽流感带来的禽类产品消费变革中,爱森反应迅速,于 2013 年 9 月在爱森优选全线推出冷鲜禽肉类,未来还会在商超和企业团体销售,使爱森系列冷鲜禽类产品成为爱森肉类产品销售的新的增长点。爱森 2013 年底推出的“中央厨房”系列半成品只需简单加工一下即可,适合年轻人、上班族等人群,目前已有 20 多种产品,未来将通过爱森优选、商超、团购、礼品、代加工五种形式推广销售,逐步扩大影响力,三年内成为爱森肉类主业销售的新的增长点。我们非常看好这个消费趋势,同时我们从中也看到公司对于市场需求挖掘和顺应消费升级的积极转变。
- 爱森下一步将借助“爱森优选”的区域扩张以及共享苏食的商超渠道拓展整个长三角地区:

- “爱森优选”是爱森的自营商业连锁，目前上海有 130 家，主要销售爱森的鲜肉制品，经过四年多的发展，2013 年走出培育期，商业模式形成，在上海的 130 家门店全部盈利，全年利润达到 1000 多万。
- 公司已将“爱森优选”从地方品牌定位为长三角区域品牌，加大门店开设力度，到 2015 年整个长三角地区将达到 500 家。

**图表 29：爱森的自营渠道“爱森优选”门店**


来源：齐鲁证券研究所

**图表 30：“爱森优选”数量 2015 年将达到 500 家**


来源：公司公告、调研、齐鲁证券研究所

**图表 31：爱森详细预测表——收入复合增速 26%**

| 爱森        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 屠宰生猪（万头）  | 29    | 37    | 46    | 55    | 66    | 83    |
| 屠宰量yoy    | 11.5% | 27.6% | 24.3% | 19.6% | 20.0% | 25.8% |
| 屠宰产能      | 30    | 50    | 70    | 80    | 100   | 100   |
| 产能利用率     | 97%   | 74%   | 66%   | 69%   | 66%   | 83%   |
| 头均售价（元/头） | 1,712 | 1,736 | 1,999 | 2,023 | 2,176 | 2,234 |
| 价格yoy     | 9.5%  | 1.4%  | 15.1% | 1.2%  | 7.6%  | 2.7%  |
| 收入（百万元）   | 497   | 642   | 919   | 1,113 | 1,436 | 1,854 |
| 收入yoy     | 22.2% | 29.3% | 43.2% | 21.0% | 29.1% | 29.1% |
| 头均成本（元/头） | 1,333 | 1,354 | 1,616 | 1,606 | 1,732 | 1,769 |
| 成本yoy     | 7.0%  | 1.6%  | 19.3% | -0.6% | 7.8%  | 2.1%  |
| 毛利率       | 22.1% | 22.0% | 19.2% | 20.6% | 20.4% | 20.8% |
| 毛利率（+/-）  | 1.8%  | -0.2% | -2.8% | 1.5%  | -0.2% | 0.4%  |
| 毛利（百万元）   | 110   | 141   | 176   | 229   | 293   | 386   |
| 头均毛利（元/头） | 379   | 382   | 383   | 417   | 444   | 465   |

来源：齐鲁证券研究所

### 苏食：深耕冷链物流、协同爱森，发力生鲜电商和进口肉品

- 苏食是江苏省老牌国企，中国肉类 20 强企业，2013 年屠宰量 80 万头，收入超 20 个亿。苏食以江苏市场为主，辐射整个长三角外加安徽。强大的冷链物流配送系统是其最大优势，现拥有南京、淮安、上海、无锡、苏州、苏北六大冷链物流配送中心。
- 苏食定位相对爱森来说偏中低端，由于爱森和苏食都是主打长三角市场，这种区别定位有利于爱森和苏食的加速协同：
- （1）进行渠道共享，目前上海渠道苏食的产品明显增多，同时爱森也利

用苏食在大润发、苏果超市等商超渠道的优势进入江苏市场。

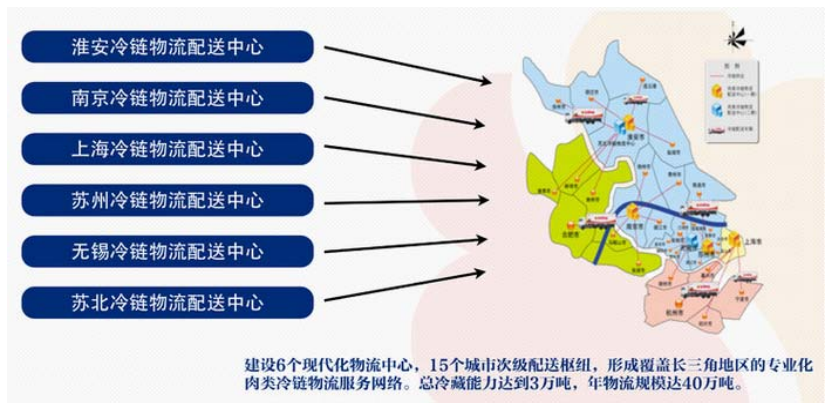
**图表 32：上海地区爱森和苏食的渠道已经共享**



来源：实地调研、齐鲁证券研究所

- (2) 苏食拥有强大冷链物流配送系统，年物流配送能力 40 万吨，但自身利用率不到一半，爱森共用冷链不仅可以增强爱森的配送能力，而且也提升了冷链的使用效率，压缩成本。

**图表 33：苏食遍布长三角地区的冷链物流配送系统**



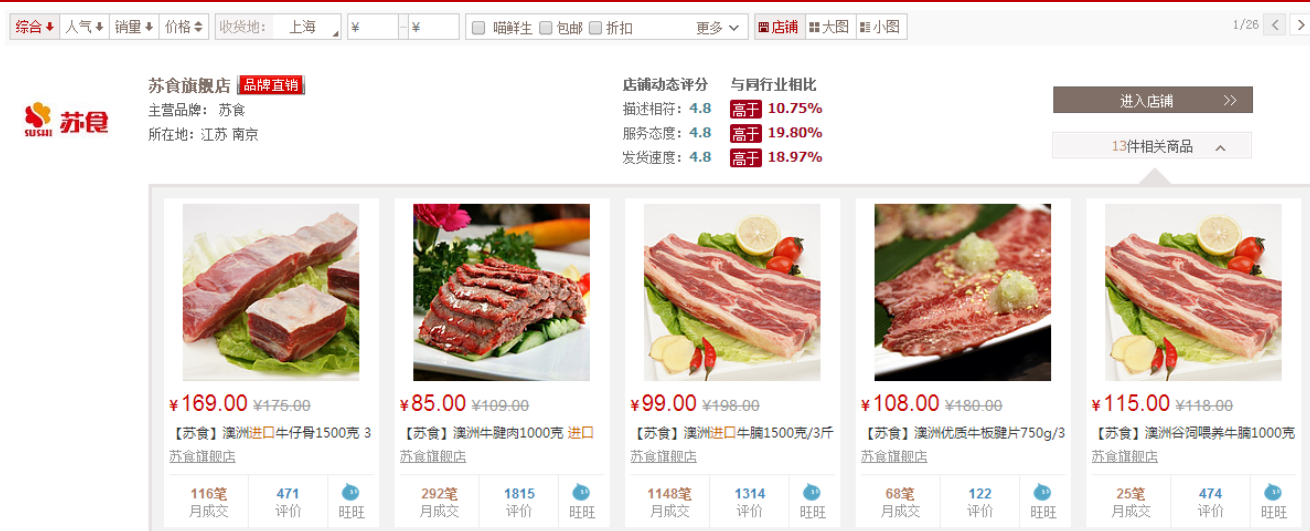
来源：公司官网、齐鲁证券研究所

- 苏食未来看点之一：定增做大肉制品深加工，开设生鲜专卖店覆盖二三线。苏食原有产品以生鲜肉类经营为主，肉制品种类较少，产能较低，定增项目建成后，苏食将形成年产 3 万吨低温灌肠类肉制品的生产能力，即肉制品产能将从现在的 1 万多吨增长到近 5 万吨，显著改善公司目前的产品结构，增加公司的盈利能力。
- 未来两年苏食计划开设 100 个生鲜旗舰店，主要是在长三角地区的二三线城市。苏食的商超渠道优势明显，但二三线城市乃至主要乡镇，除卖场、标超之外，缺乏品类齐全的大型商超，苏食计划用开设生鲜肉品专卖店的方式进行覆盖和辐射。



- **苏食未来看点之二：上线三大电商平台，发力生鲜电商。**目前苏食已上线了苏宁、天猫、京东三大电商平台，感受下来界面美观，品类齐全，用户体验很好，说明苏食电商团队的用心。苏食计划未来每年增加 50 个网购适销特色新品，做出影响力，力争三年内成为生鲜电商的领军企业。

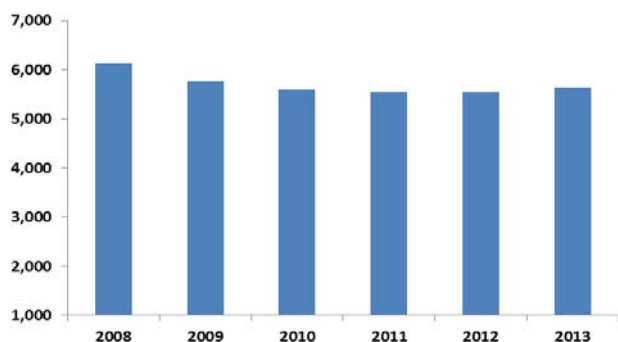
图表 34：苏食在天猫平台综合排名第一，销量排名领先



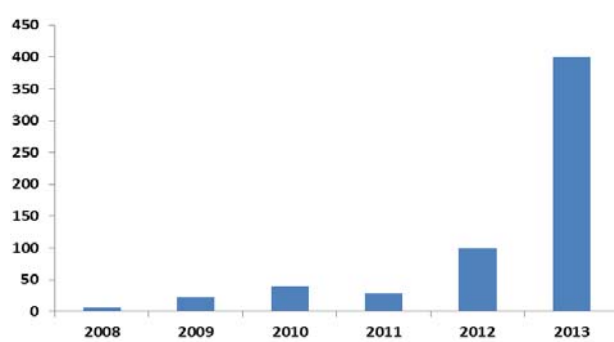
来源：网络、齐鲁证券研究所

- **苏食未来看点之三：加速进口高端肉品业务，全面对接星级酒店。**苏食是国外诸多牛肉、猪肉出口企业一级代理商，鉴于目前国内消费者对进口肉品安全性的青睐以及国内牛肉市场面临产能增速缓慢而需求快速增长的矛盾局面，苏食将加速发展进口肉品特别是进口牛肉业务，拟年新增进口牛肉销售 5000 吨、进口猪肉销售 1000 吨。并计划在南京、无锡、苏州、上海、杭州设立批发部，迅速抢占市场，将苏食培育成为长三角领先的进口牛肉经销商。
- 苏食还根据酒店渠道需求特点，开发了专门的高端进口肉品系列进行匹配。并成立了专门的酒店餐饮销售团队，主攻高端酒店市场，完成品牌肉类企业和星级酒店的全面对接。预计 2015 年之前将开发出 100 个四星级以上酒店渠道。

图表 35：国内牛肉产量增速为负(千吨)



图表 36：国内进口牛肉复合增长率 130%(千吨)



来源：WIND、齐鲁证券研究所

来源：WIND、齐鲁证券研究所

**图表 37：苏食详细预测表——未来 3 年收入复合增速 23%**

| 苏食          | 2011  | 2012   | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 屠宰生猪（万头）    | -     | 75     | 78    | 85    | 95    | 110   |
| 屠宰量yoy      | -     |        | 4.0%  | 9.0%  | 11.8% | 15.8% |
| 屠宰产能        | -     | 120    | 120   | 120   | 150   | 150   |
| 产能利用率       | -     | 63%    | 65%   | 71%   | 63%   | 73%   |
| 头均售价（元/头）   | -     | 1,725  | 1,860 | 1,889 | 2,040 | 2,170 |
| 价格yoy       | -     |        | 7.8%  | 1.6%  | 8.0%  | 6.4%  |
| 屠宰收入（百万元）   | 1,137 | 1,294  | 1,451 | 1,606 | 1,938 | 2,387 |
| 屠宰收入yoy     | 46.6% | 13.8%  | 12.1% | 10.7% | 20.7% | 23.2% |
| 头均成本（元/头）   | -     | 1,607  | 1,747 | 1,762 | 1,911 | 2,042 |
| 成本yoy       | -     |        | 8.7%  | 0.9%  | 8.5%  | 6.8%  |
| 屠宰毛利率       | 4.6%  | 6.9%   | 6.1%  | 6.7%  | 6.3%  | 5.9%  |
| 屠宰毛利率（+/-）  | -0.7% | 2.3%   | -0.8% | 0.6%  | -0.4% | -0.4% |
| 屠宰毛利（百万元）   | 52    | 89     | 88    | 108   | 122   | 141   |
| 头均毛利（元/头）   | -     | 119    | 113   | 127   | 129   | 128   |
| 其他收入（百万元）   | 661   | 552    | 727   | 950   | 1200  | 1700  |
| 其他收入yoy     | 1.2%  | -16.5% | 31.7% | 20.5% | 21.7% | 22.8% |
| 其他收入毛利率     | 13.0% | 14.3%  | 14.4% | 14.0% | 14.2% | 14.1% |
| 其他收入毛利（百万元） | 86    | 79     | 104   | 133   | 150   | 200   |
| 总收入（百万元）    | 1,798 | 1,846  | 2,177 | 2,556 | 3,138 | 4,087 |
| 总收入yoy      | 25.9% | 2.6%   | 18.0% | 17.4% | 22.8% | 30.2% |
| 总毛利率        | 7.7%  | 9.1%   | 8.9%  | 9.4%  | 8.7%  | 8.3%  |
| 总毛利（百万元）    | 139   | 168    | 193   | 241   | 272   | 341   |

来源：齐鲁证券研究所(注:2011-12 年为备考盈利数据)

### 重庆梅林：超高市占率为转型铺路，逐步扭亏带来利润提升

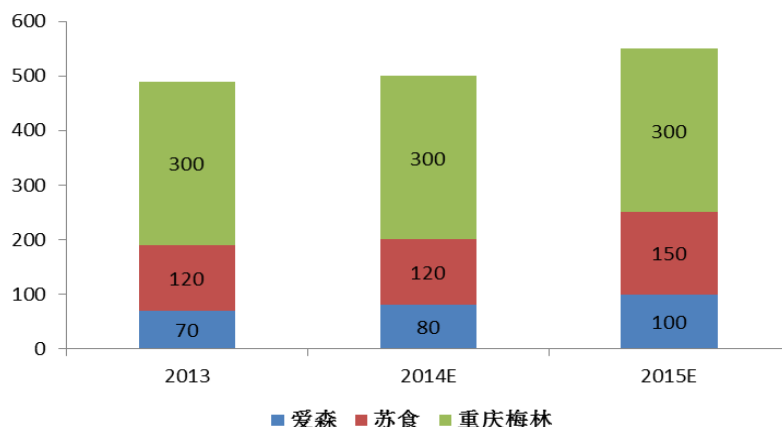
- 重庆梅林以白条肉为主，年屠宰量 100 万头左右，占据重庆主城区高达 40%的鲜肉市场份额，主要渠道为农贸市场。
- 重庆梅林的发展战略是“聚焦屠宰，培育肉制品，退出养殖”，并以提升冷鲜肉占比和开发专卖店、商超渠道为转型。目前在重庆拥有 50 家肉类连锁店，但尚未盈利，未来将借鉴“爱森优选”的成功经验，逐步培育出成熟的商业模式。占有重庆主城区农贸市场 40%份额的重庆梅林将在中国地方政府积极推动的新一轮“农改超/农贸市场超市化”进程下加速转型。
- 2013 年重庆梅林亏损 2000 多万，2014 年目标大幅减亏，预计减亏幅度达 70%-80%：由于历史遗留问题及管理不善等原因，重庆梅林近几年一直处于亏损状态，现在由业内知名经理人王晓阳带领的 32 人管理团队掌管，并且在此次股权激励范围内，今年的目标是大幅减亏，预计减亏幅度达 70%-80%。重庆梅林的逐步扭亏将为公司带来巨大的利润提升空间。

**图表 38: 重庆梅林详细预测表——收入复合增速 9%**

| 重庆梅林 (原今普) | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 屠宰生猪 (万头)  | 104   | 110   | 102   | 105   | 110   | 115   |
| 屠宰量yoy     | 6.1%  | 5.8%  | -7.3% | 2.9%  | 4.8%  | 4.5%  |
| 屠宰产能       | 270   | 300   | 300   | 300   | 300   | 300   |
| 产能利用率      | 39%   | 37%   | 34%   | 35%   | 37%   | 38%   |
| 头均售价 (元/头) | 1,585 | 1,552 | 1,867 | 1,872 | 2,040 | 2,170 |
| 价格yoy      | 14.6% | -2.1% | 20.3% | 0.3%  | 9.0%  | 6.4%  |
| 收入 (百万元)   | 1,648 | 1,707 | 1,904 | 1,966 | 2,244 | 2,496 |
| 收入yoy      | 21.7% | 3.6%  | 11.5% | 3.2%  | 14.2% | 11.2% |
| 头均成本 (元/头) | 1,577 | 1,496 | 1,792 | 1,792 | 1,946 | 2,062 |
| 成本yoy      | 15.8% | -5.1% | 19.8% | 0.0%  | 8.6%  | 5.9%  |
| 毛利率        | 0.5%  | 3.6%  | 4.0%  | 4.3%  | 4.6%  | 5.0%  |
| 毛利率 (+/-)  | -1.0% | 3.1%  | 0.4%  | 0.3%  | 0.3%  | 0.4%  |
| 毛利 (百万元)   | 9     | 62    | 77    | 85    | 103   | 125   |
| 头均毛利 (元/头) | 9     | 56    | 75    | 80    | 94    | 109   |

来源: 齐鲁证券研究所

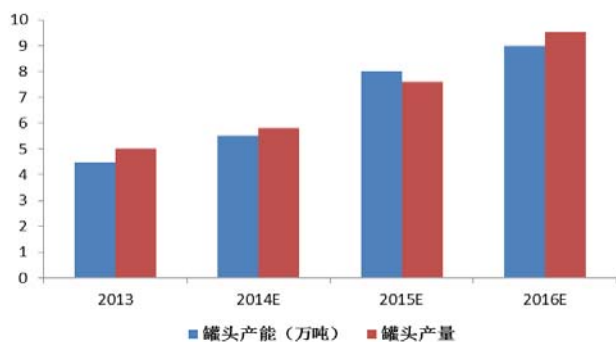
- 另外, 爱森、苏食、重庆今普还可以形成产能的互相调配, 预计到 2015 年公司整体将具有 550 万头的生猪屠宰产能。

**图表 39: 2015 年公司整体将形成 550 万头的生猪屠宰产能**


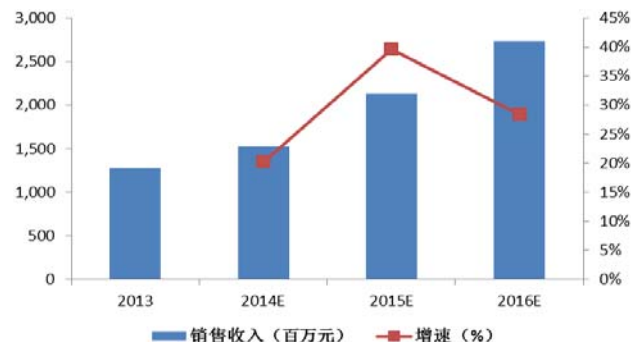
来源: 公司发展规划、齐鲁证券研究所

### 梅林罐头: 肉类罐头国内市场无出其右, 产能释放缓解供不应求格局

- 梅林肉类罐头市占率全国第一, 且长期保持领先, 行业标准也都是梅林制定。另外, 梅林罐头在东南亚以及欧洲市场销售很好, 国内产量的 35% 成用于出口, 还拥有捷克梅林等国外生产基地, 并计划开拓非洲、南美等新市场。
- 近几年梅林的罐头生产一直处于超负荷状态, 超过设计产能, 2014 年定增方案中的军工路改造项目 (由 2.5 万吨改造成 5 万吨) 和绵阳梅林技改项目 (在原有 2 万吨基础上新增 2 万吨), 将使罐头生产迎来产能释放, 至 2015 年罐头产能到达 9 万吨, 实现产能翻番。预计 2014-2016 年产能释放带来的销售收入复合增速达 30%。

**图表 40：2014-2016 年罐头产能和产量预计**


来源：定增公告、公司调研、齐鲁证券研究所

**图表 41：罐头业务销售收入预计复合增速 30%**


来源：定增公告、公司调研、齐鲁证券研究所

**图表 42：肉及肉制品业务收入预测表**

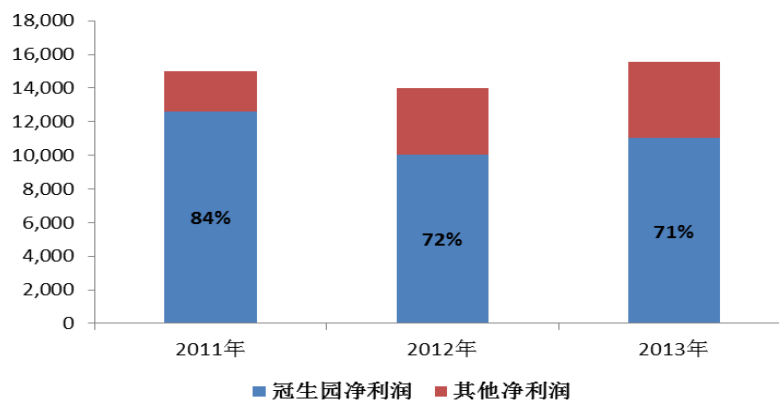
| 肉及肉制品      | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E  |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 屠宰量 (万头)   | 133   | 147   | 226   | 245   | 271   | 308    |
| 肉制品产量 (万吨) | 4.7   | 5.6   | 6.0   | 7.8   | 11.6  | 15.0   |
| 总收入 (百万元)  | 3,188 | 3,969 | 6,269 | 7,158 | 8,947 | 11,171 |
| 收入yoy      | 43.1% | 24.5% | 57.9% | 14.2% | 25.0% | 24.9%  |
| 总毛利率       | 9.1%  | 13.3% | 13.1% | 14.3% | 14.5% | 14.8%  |
| 毛利率 (+/-)  | 2.1%  | 4.2%  | -0.2% | 1.2%  | 0.3%  | 0.2%   |
| 总毛利 (百万元)  | 290   | 526   | 821   | 1,021 | 1,301 | 1,650  |

来源：齐鲁证券研究所

## 冠生园：稳定增长可期，待挖掘的品牌金矿

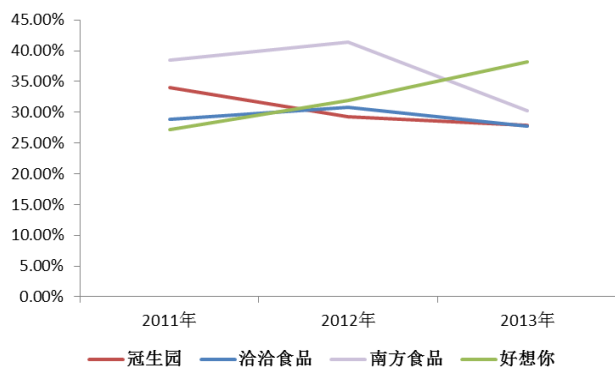
公司“现金牛”，稳定增长可期

- 冠生园每年为公司贡献超过七成的净利润，是公司的“现金牛”。冠生园综合毛利率维持在 30% 左右。不过和其他大众食品公司相比，虽然毛利率相近，但净利率处于中下游水平，费用率仍有一定节约空间。

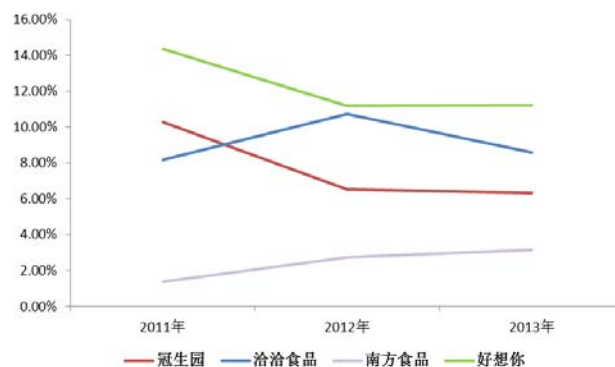
**图表 43：冠生园每年为公司贡献的利润超过 70%**


来源：公司年报、齐鲁证券研究所



**图表 44: 冠生园毛利率和其他大众食品公司相近**


来源: WIND、齐鲁证券研究所

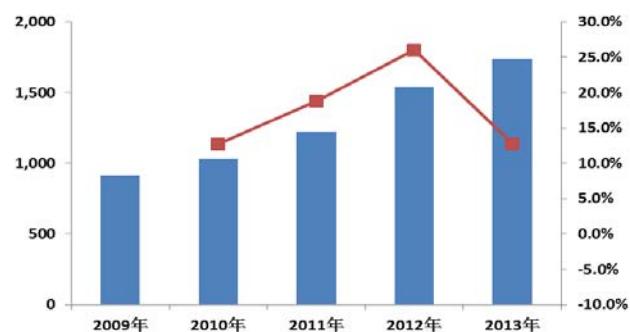
**图表 45: 冠生园净利率处于中下游水平**


来源: WIND、齐鲁证券研究所

- 冠生园现分为糖果、蜂蜜、调味品、保健酒及面制品五大业务板块，其中糖果和蜂蜜占主要比重，分别占比 40%和 20%。
- 冠生园是诸多细分食品行业的王者，其中冠生园蜂蜜和大白兔奶糖在全国蜂蜜市场和奶糖市场占有率长期保持第一，其他产品在上海和全国市场也保持领先，随着渠道下沉拓展全国市场和新品的不断推出，未来稳定增长可期。

**图表 46: 冠生园各项业务占比**


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

**图表 47: 冠生园收入稳定，增速约 20% (万元)**


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

**图表 48: 冠生园销售详细预测表**

| 冠生园        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 (百万元) | 1,223 | 1,541 | 1,736 | 1,998 | 2,312 | 2,686 |
| 收入yoy      | 18.8% | 26.0% | 12.7% | 15.1% | 15.7% | 16.2% |
| 毛利率        | 34.0% | 29.3% | 27.8% | 27.3% | 27.3% | 27.4% |
| 毛利率 (+/-)  | 3.8%  | -4.7% | -1.5% | -0.5% | 0.0%  | 0.1%  |
| 毛利 (百万元)   | 416   | 451   | 483   | 545   | 631   | 736   |

来源: 齐鲁证券研究所

### 百年品牌众多，潜力待挖掘的品牌金矿

- 品牌是冠生园的核心竞争力和最大优势，特别是“冠生园”和“大白兔”这两大全国性的百年品牌。同时冠生园也是一座待挖掘的品牌金矿，若

能通过产品、营销创新使老品牌焕发生机，获得销量和份额的双双提升，并把品牌效应延伸到其他具有较大增长空间的休闲食品品类（如饼干、巧克力），则公司也有望迎来爆发式增长。

- 目前公司已采取了众多积极措施，且已把重焕品牌生机上升到集团战略层面，作为公司今年一项非常重要的课题，并将借助明年“冠生园”100周年主推冠生园系列产品。

**图表 49：公司为重焕各品牌生机做了多项努力**

| 业务    | 措施  |
|-------|---|
| 糖果业务  | 进行品牌年轻化建设，成功上市了“大白兔百分百牛奶糖”这一款标新立异的产品。进一步加强与电商之间的合作。<br>巩固原味奶糖的市场份额，并将衍生奶糖和硬糖发展成为战略产品                    |
| 蜂蜜业务  | 研究区域市场需求及消费习惯差异，扩充品种蜜投放特定市场，开发胶囊、片剂、滴剂、喷剂等产品，提升产品所含科技含量。<br>打造符合中国传统养生理念和健康生活的产品品牌形象，蜂制品重点投入品种蜜及喜蜜系列产品。 |
| 保健酒业务 | 明确和强化各产品系列的定位，华佗老品作为主要利润来源，巩固家饮市场；得力劲酒作为重点发展品类主打餐饮市场；   |
| 调味品业务 | 提升产品定位，开发“减盐不减咸”的健康产品，研究开发复合型调味料。向中高端产品领域进军，重点推广海鲜鲣鱼酱油和天然露晒酱油。  |
| 面制品业务 | 借助冠生园整体的品牌优势，将面制品业务定位为中高端产品和品牌；尝试开发和进入饼干等休闲食品市场。  |

来源：公司年报、公司网站、齐鲁证券研究所

- 同时，我们还看好公司目前的一些培育业务：巧克力、儿童食品和老年人食品，预计这些品类未来将成为公司的新增长点。
- 在糖果、巧克力等综合休闲食品企业中产生了很多市值超过 200 亿美元的大市值公司，且都是长牛股。而品牌正是他们长盛不衰、赢得消费者的长期信赖与选择的关键，品牌溢价也使得公司可以将产品价格提高到竞争价格之上，为投资者带来更多利润。

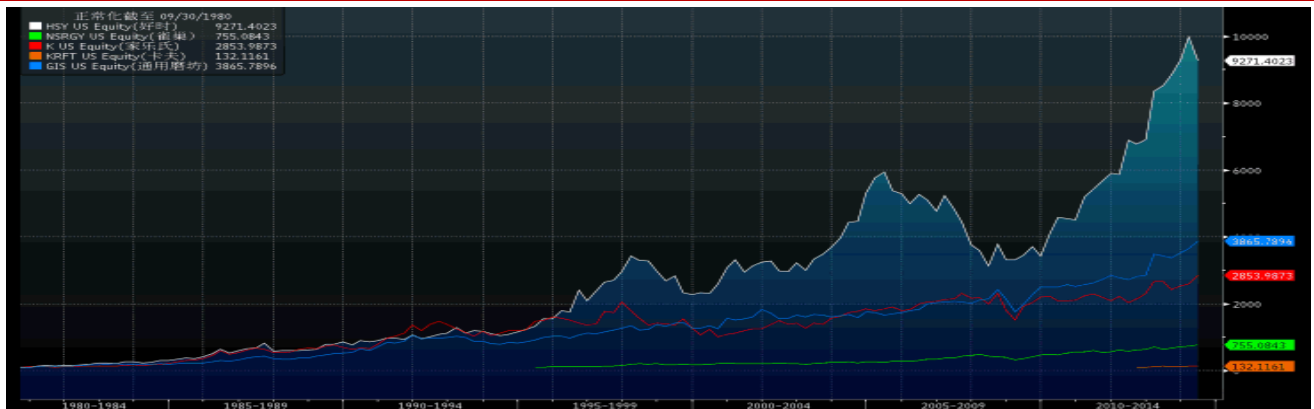
**图表 50：综合休闲食品企业中产生了很多市值超过 200 亿美元的大市值公司**

| 公司名称        | 主营产品说明                          | FY2013<br>收入 | FY2013<br>净利润 | 净利率    | 市值         | 静态PE  |
|-------------|---------------------------------|--------------|---------------|--------|------------|-------|
| 好时食品        | 巧克力、糖果、口香糖、薄荷清凉糖                | 7,146.08     | 820.47        | 11.50% | 21,546.00  | 26.43 |
| 通用磨坊        | 包括哈根达斯、贝蒂妙厨、绿巨人及湾仔码头以及多款早餐谷物品牌  | 17,774.10    | 1,855.20      | 10.40% | 33,330.00  | 19.87 |
| 家乐氏         | 麦片、饼干、酥皮点心、麦棒、水果点心、冷冻松饼、蔬菜食品    | 14,792.00    | 1,807.00      | 12.21% | 24,422.00  | 13.06 |
| 亿滋(原卡夫零食业务) | 咖啡、糖果、杂货食品、方便食品                 | 18,218.00    | 2,715.00      | 14.90% | 34,724.00  | 12.68 |
| 雀巢          | 速溶咖啡、炼乳、奶粉、婴儿食品、乳酪、巧克力制品、糖果、速饮茶 | 102,800.00   | 11,100.00     | 10.80% | 250,067.00 | 21.93 |

注：收入、净利润、市值的单位为百万美元

来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

图表 51：综合休闲食品行业长牛股走势一览



来源：Bloomberg、齐鲁证券研究所

## 食品分销：连锁转型值得关注，饮用水或成未来爆点

光明便利转型“光明里”，盈利能力有望提升、风险点仍不容忽视

- 公司计划三年内在上海地区建设 200 家“光明里”食品专营门店，其中 150 家门店为“光明便利”的转型改造，另 50 家为新增门店。
- 目前上海地区光明便利连锁有 300 多家，其中公司自营 150 家，年收入达 3 个亿，即单店 100 万左右，但几乎没有利润，甚至亏损，且面临租金上涨压力（便利店一般只有 5 年左右租期，一旦租约到期就要翻倍加租），这也是公司寻求转型的原因之一。
- 与“光明便利”相比，“光明里”将淘汰低周转率低毛利的普通大众商品，改为以出售生鲜产品（肉食品、蔬菜、水果、乳制品、半成品等）、即食类高毛利产品以及优质进口产品为主的食物专营店，其中生鲜类占比 30%。
- “光明里”通过在产品结构方面的变革有望改变微利局面，但我们仍然表示一定的担忧：因为连锁零售业态需要精细化的管理和运作，公司身为国企，在这方面能力稍显欠缺，且连锁建设需要大量资金投入，将来有可能会成为公司的一个持续出血点。不过有了“爱森优选”的成功经验，“光明里”的商业模式能否成功，仍有待观察。

饮用水 2014 年 Q1 增速超 30%，未来可能爆点

- 正广和品牌有 150 年的历史，一直是上海饮用水市场的领先者，现形成了种类齐全，覆盖高中低端桶装水、瓶装水的饮用水产品线。

图表 52: 公司种类齐全, 覆盖高中低端的饮用水产品线



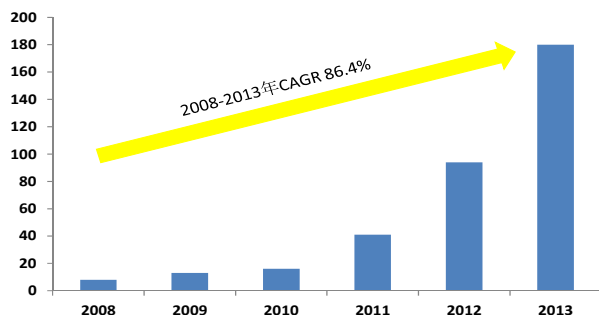
来源: 公司官网、齐鲁证券研究所

- 正广和在上海桶装水市场占有率达 30%，长期位居第一。这源于其品牌和配送的双重优势。目前主要是在家庭市场，未来将重点开拓高端商务用户。
- 瓶装水加大全国推广，短期可能迎来爆发式增长。2013 年正广和瓶装水赞助了中国好声音第二季，今年将借助正广和品牌 150 周年纪念活动加大宣传，继续加大全国推广力度。公司目前有天然苏打水、阿拉斯加冰川水等中高端产品以及深岩天然矿泉水、纯净水等中低端产品，产品线齐全。
- 随着瓶装水的全国推广，我们预计未来 2-3 年公司饮用水业务或将迎来业绩爆发，成为公司营收与利润增长的第二极，2013 年饮用水业务收入不到 3 个亿，但却为公司贡献了近 2000 万的净利润。

#### 食品进出口将继续受益于国内对进口乳品需求的高速增长

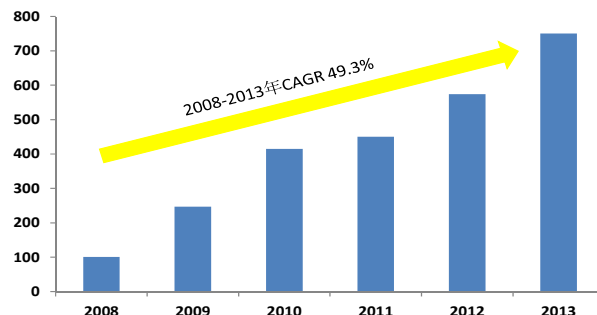
- 2014 年一季度食品进出口收入增长 65.5%，主要来自于进口奶粉的拉动。2008 年三聚氰胺事件后，进口乳品需求呈加速状态，液态奶进口复合增速 86.4%，奶粉进口复合增速 49.3%。据 USDA 预计，2014 年中国液态奶进口将达到 30 万吨，奶粉进口达到 90 万吨。

图表 53: 进口液态奶 CAGR 86.4% (千吨)



来源: USDA、齐鲁证券研究所

图表 54: 进口奶粉 CAGR 49.3% (千吨)



来源: USDA、齐鲁证券研究所

- 未来公司将加大进口食品比重，充分利用集团所拥有的好德、可的、农工商超市、第一食品等渠道资源，提升盈利水平，2013 年净利率不足



0.3%。

**图表 55：上海梅林食品分销业务详细预测表**

| 食品分销          | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 进出口业务         |       |       |       |       |       |       |
| 收入（百万元）       | 1,296 | 1,588 | 1,553 | 2,200 | 2,500 | 2,900 |
| 收入yoy         | -5.4% | 22.6% | -2.2% | 41.7% | 13.6% | 16.0% |
| 正广和网购（含饮用水业务） |       |       |       |       |       |       |
| 收入（百万元）       | -     | 720   | 784   | 1,000 | 1,300 | 1,700 |
| 收入yoy         | -     |       | 8.8%  | 27.6% | 30.0% | 30.8% |
| 总收入（百万元）      | 1,296 | 2,308 | 2,337 | 3,200 | 3,800 | 4,600 |
| 总收入yoy        | -5.4% | 78.1% | 1.2%  | 37.0% | 18.8% | 21.1% |
| 总毛利率          | 4.2%  | 4.2%  | 4.9%  | 5.0%  | 5.1%  | 5.2%  |
| 总毛利率（+/-）     |       | 0.0%  | 0.7%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  |
| 总毛利（百万元）      | 54    | 97    | 114   | 160   | 194   | 239   |

来源：齐鲁证券研究所

## 短期展望：关注并购成长，集团养殖资产有望注入

### 关注肉类业务和休闲食品的并购机会

- 公司明确表示将围绕肉类主业和休闲食品业务，选择有品牌、有市场影响力、和公司战略协同的企业进行并购。《上海梅林 2013-15 年规划》明确指出到 2015 年，梅林的市场经营将形成“54321”的业务新格局：梅林分公司 50 亿元，苏食肉品 40 亿元，冠生园和新并购企业各 30 亿元，食品进出口及爱森各 20 亿元，网购及应用水 15 亿元。
- 公司肉类业务立足长三角，我们认为公司选择长三角地区特别是还未完全覆盖的浙江市场的区域性屠宰优势企业进行并购的几率较大。
- 冠生园发展规划指出将通过并购迅速切入新的休闲食品市场，或者快速做大现有业务规模。我们认为冠生园可能会在巧克力或饼干企业中选择合适标的进行并购。

### 光明集团优质养殖资产整合注入梅林的方向确定

- 光明食品集团国企改革方案显示，资产证券化将是改革重点之一，拟在目前证券化率不足 20% 的基础上提升至 50%，方案将贯穿集团 3-5 年的工作。目前光明食品集团旗下有大量非上市资产，包括上海牛奶集团、农工商超市集团、光明米业、法国 DIVA 以及一些生猪养殖资产等。

**图表 56：目前光明集团旗下还未上市的资产**


法国diva波尔多葡萄酒

来源：公司官网、齐鲁证券研究所

- 梅林战略明确提出：“在肉类及肉制品方面，继续探索进一步整合光明食品集团系统内部相关生猪养殖资产、资源进入梅林股份，即上海农场、川东农场、长江总公司的生猪养殖资产”。光明集团的“百万生猪”计划已启动，到 2015 年将形成 100 万头的生猪养殖能力
- 目前爱森+苏食+重庆的生猪养殖量不到 20 万头，要达到梅林“上控资源”的要求，具体量化指标为爱森自养比例不低于 20%、其他不低于 10%，则到 2015 年需要 32 万头的自养生猪，所以我们认为未来集团部分养殖资产注入梅林将成为大概率事件。

#### 农工商超市注入梅林的可能性不大

- 由于梅林也有一部分连锁业务，市场预计农工商超市集团也有较大的注入可能性，从而对梅林的綜合食品制造定位形成支持，但我们单纯从逻辑上认为农工商注入可能性不大，而是会选择单独上市，理由如下：
- （1）体量太大：农工商超市集团现有农工商超市、好得、可的便利店和伍缘折扣店 4 大品牌，3000 多家门店（全部自营），涉及标准超市、卖场、折扣店和便利店几大零售业态，遍布上海、江苏和浙江，2012 年收入超过 300 个亿。
- （2）有独立发展食品制造业务的能力和想法：农工商食品销售占 70%，其中生鲜品占 30%，即 2012 年 300 多亿的销售额中，有 100 亿是肉蛋米的销售。农工商超市在全国优质农产品地区建有基地，如在东北五常设有 10 万亩大米种植区，此外还有生猪基地和禽蛋基地，同时还设立了生鲜食品加工中心，以自己的原料作食材制作熟食，进行品牌培育。
- （3）上海“菜篮子”产业链整合可能性更大：光明集团旗下的“上海菜篮子”相关产业链有上海蔬菜集团、农工商超市集团、上海农场以及西郊国际农副产品交易公司。目前“菜篮子”协同效应渐显，特别是 2014 年初上海蔬菜集团整建制并入光明集团后，将其农产品批发渠道和农工商的零售渠道合二为一。
- 鉴于上述理由，我们认为农工商超市集团更有可能选择独立上市或者整合光明米业、上海蔬菜集团等一起打包上市。

#### 上海国企改革催化剂，管理改善加速实现

- 2014 年 7 月 7 日上海发布了《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见（试行）》，明确提出经过 3-5 年的推进，基本完成国有企业公司制改革实现股权多元化。在实施途径方面，主要是有三条途径：一是通过公司制改革，包括整体上市、核心业务资产上市、公司制股份制改革以及探索特殊管理股制度四个方面；二是开放性市场化双向联合重组；三是股权激励和员工持股。

图表 57: 《关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)》主要目标和部分具体措施

|             |  |
|-------------|--|
| <p>主要目标</p> | <p>经过 3-5 年的持续推进,基本完成国有企业公司制改革,除国家政策明确必须保持国有独资外,其余企业实现股权多元化,发展混合所有制经济,推动企业股权结构进一步优化、市场经营机制进一步确立、现代企业制度进一步完善,国有经济活力进一步增强。</p>   |
| <p>具体措施</p> | <p>(一) 推进国有企业公司制股份制改革。</p> <p>利用国内外多层次资本市场,推动具备条件的企业集团实现整体上市,成为公众公司。发挥国有控股上市公司资源整合优势,推进竞争类企业主营业务资产、功能类和公共服务类企业竞争性业务资产上市,提高证券化水平。加快国有企业公司制股份制改革,实现投资主体多元化、经营机制市场化。探索建立特殊管理股制度,试点设立优先股。</p> <p>(二) 优化国有企业股权比例结构。</p> <p>根据不同企业的功能定位,合理设定国有股权比例,优化股权结构。负责国有资本运营的国有资本管理公司,保持国有独资;负责基础设施和功能区域开发建设、提供公共服务和保障改善民生的功能类和公共服务类国有企业,可保持国有全资或国有控股;战略性新兴产业、先进制造业和现代服务业中的国有重点骨干企业,可保持国有控股或相对控股;一般竞争性领域的国有企业,根据发展实际,按照市场规则有序进退、合理流动。</p> <p>(三) 加快开放性市场化联合重组。</p> <p>支持国有企业通过合资合作、战略联盟等方式,聚焦产业链、价值链,与各类所有制企业实施双向联合重组。支持国有企业通过证券市场、产权市场等引入各类投资主体参与改制重组,投资主体可用货币或实物、知识产权、土地使用权等法律法规允许的方式出资,支持国有资本投资的基础设施建设和公用事业运营项目,可通过特许经营等方式,引入风险投资、私募股权投资等非国有资本参股。鼓励非公有制企业参与国有企业改革,在企业经营管理中积极发挥作用。鼓励发展非公有资本控股的混合所有制企业。</p> <p>(四) 实施股权激励和员工持股。</p> |

鼓励整体上市企业集团的经营管理者、技术管理骨干实施股权激励；符合条件的竞争类企业集团及下属企业完成公司制股份制改革后，可实施股权激励。实施股权激励的企业应同步建立业绩挂钩、财务审计、信息披露、延期支付和追索扣回等约束机制；同步建立职工收入正常增长、工资集体协商和困难职工帮困托底机制。鼓励国有及国有控股的转制科研院所、高新技术企业对重要的技术和经营管理人员实施股权和分红激励。混合所有制企业按照国家规定探索实施员工持股。

来源：上海市政府官网、齐鲁证券研究所

- 这次文件的出台是去年 12 月《上海国资国企改革 20 条》纲领性文件的具体细化，其中不乏推动企业核心资产上市、加强纵向整合、实施股权激励和员工持股、鼓励发展非公有资本控股等亮点。
- 公司已去年底发布了股权激励草案，我们认为此轮上海国资改革的进一步深化，将对公司股权激励的实施和集团养殖资产注入产生推动作用，加速公司管理改善的实现。并将有望提速公司并购整合的步伐，契合公司肉类业务拓展整个长三角和休闲食品切入其他领域的发展战略。

## 盈利预测、估值分析与投资建议

### 盈利假设前提

- 肉及肉制品预测情况详见上文，其他业务假设参照后文的“销售收入预测表”，三项期间费用率及相关税费假设见如下图表：

图表 58：上海梅林三项期间费用及相关税费假设

|           | 2011   | 2012   | 2013   | 2014E    | 2015E    | 2016E    |
|-----------|--------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 单位：人民币百万元 |        |        |        |          |          |          |
| 销售费用      | 577.12 | 695.90 | 876.69 | 1,043.51 | 1,283.33 | 1,572.35 |
| 占营业收入比重   | 9.10%  | 8.86%  | 8.45%  | 8.42%    | 8.50%    | 8.50%    |
| 管理费用      | 258.42 | 262.80 | 331.12 | 371.80   | 412.17   | 479.10   |
| 占营业收入比重   | 4.08%  | 3.35%  | 3.19%  | 3.00%    | 2.73%    | 2.59%    |
| 财务费用      | 78.96  | 49.63  | 86.32  | 70.65    | 69.88    | 77.30    |
| 占营业收入比重   | 1.25%  | 0.63%  | 0.83%  | 0.57%    | 0.46%    | 0.42%    |
| 所得税费用     | 36.24  | 39.20  | 39.14  | 55.61    | 78.14    | 103.04   |
| 占利润总额比重   | 19.29% | 23.26% | 19.17% | 19.13%   | 19.07%   | 19.02%   |

来源：齐鲁证券研究所

- (1) 2014 年定增，补充流动资金 3.38 亿，财务费用率会下降。(2) 公司加大生猪养殖、屠宰比重，这部分是免税的，整体税率会下降。

### 盈利预测结果

- 预计 2014-2016 年上海梅林实现营业收入 123.93/150.98/184.98 亿元，同比增长 19.44%/21.82%/22.52%；实现归属于母公司净利润 1.91/2.70/3.57 亿元，同比增长 23.28%/41.10%/32.30%，对应 2014-2016

年 EPS 分别为 0.23/0.33/0.43 元。

### 相对估值结果：8.14-9.31 元

- 肉及肉制品业务国内具有比较意义的双汇、得利斯、金字火腿的 2014 年动态 PE 分别为 15.72x、33.56x、79.68x。
- 休闲食品业务国内具有比较意义的洽洽食品、好想你、南方食品的 2014 年动态 PE 分别为 17.83x、26.13x、35.39x。
- 参考可比公司，并考虑到上海国资整合预期，我们认为上海梅林 2014 年的合理动态 PE 为 35x-40x，对应目标价 8.14-9.31 元。

### DCF/APV 法绝对估值结果：8.81 元

- 我们采用 DCF/APV 估值方法进行绝对估值，主要前提假设为：
  - (1) 无风险收益率 3.50%，风险溢价 6.55%，行业 beta 1.02，公司 beta 1.34
  - (2) 永续增长率假定为 2%
  - (3) 实际税率假定为 19.13%，并假定会一直持续。

图表 59：绝对估值核心假设

| 资产贴现率Ka      |        | 股票贴现率Ke |          |
|--------------|--------|---------|----------|
| 行业Beta       | 1.02   | 股本总额    | 822.74   |
| 无风险利率Rf      | 3.50%  | 股价      | 8.42     |
| 风险溢价         | 6.55%  | 股本价值Ve  | 6,927.43 |
| 资产贴现率Ka      | 10.18% | 债务总额Vd  | 1,605.29 |
| 加权平均资本成本WACC |        | 债务利率Kd  | 7.00%    |
|              |        | 实际税率Tc  | 19.13%   |
| 债务比率D/(E+D)  | 18.81% | 股票Beta  | 1.34     |
| 权益比率E/(E+D)  | 81.19% |         |          |
| WACC         | 11.03% | 股票贴现率Ke | 12.28%   |

来源：齐鲁证券研究所

- DCF/APV 的估值结果为 8.81 元。

图表 60：DCF/WACC 估值结果 8.81 元

| I. 调整性现金流 (APV) |          |             |          | 会计年度截止日: 12/31 |        |        |       |        |        |        |        |        |        |         |          |          | TV | 合计 |
|-----------------|----------|-------------|----------|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|----------|----|----|
| 每股价值            | 8.81     | TV增长率       | 2.0%     | 2014E          | 2015E  | 2016E  | 2017E | 2018E  | 2019E  | 2020E  | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 2024E   | 2025E    | 2026E    |    |    |
| 隐含PE            | 37.84    | Ka          | 10.18%   | FCFF           | 155.65 | -56.59 | 62.81 | 481.08 | 561.64 | 647.24 | 744.13 | 842.16 | 944.68 | 1050.33 | 13095.45 | 18528.56 |    |    |
| 企业值 (公司评估总价值)   | 9,121.60 | 债务/债务价值/净债务 | 1,605.29 | ITS            | 19.48  | 19.33  | 21.27 | 10.66  | 0.04   | 0.04   | 0.04   | 0.04   | 0.04   | 0.04    | 0.52     | 71.51    |    |    |
| 股票价值 (公司内在评估价值) | 7,245.12 | 投资/非核心资产价值  | 1,364.01 | PV(FCFF)       | 141.26 | -46.61 | 46.95 | 326.43 | 345.88 | 361.76 | 377.49 | 387.74 | 394.75 | 398.35  | 4966.53  | 7700.53  |    |    |
|                 |          | 少数股东权益      | 271.19   | PV(ITS)        | 17.88  | 15.93  | 15.90 | 7.23   | 0.03   | 0.02   | 0.02   | 0.02   | 0.02   | 0.02    | 0.20     | 57.06    |    |    |

$$PV(FCFF) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFF_t}{(1+K_a)^t} + \frac{FCFF_n \times (1+TV)}{(1+K_a)^n \times (K_a - TV)}$$

$$PV(ITS) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{ITS_t}{(1+K_a)^t} + \frac{ITS_n \times (1+TV)}{(1+K_a)^n \times (K_a - TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所



投资建议：目标价 8.8 元，“增持”评级

- **战略归核叠加管理改善，百年老企渐露青春气息。**公司身为老牌国企，长期以来具有发展定位不清晰，经营效率低下等问题。随着 2011 年光明集团旗下冠生园、爱森、正广和等优质资产的注入，以及 2012 年新领导层的更迭，公司管理逐渐改善，剥离房地产等非相关主业，聚焦食品。2013 年公司又推出了股权激励方案，开启了公司身为老牌国企改革的序幕，加速推动公司管理改善。2014 年随着上海国资改革的逐步深化，未来公司可能引入战略投资者，继续推进管理层结构的改善。
- **我们认为公司拥有优质的品牌资产，随着战略清晰、管理的改善将逐步推动盈利水平和业绩提升，成为贯穿投资的主线。**同时关注公司的短期展望：1) 肉类业务和休闲食品并购提供的成长性机会；2) 集团养殖资产注入为大概率事件；3) 上海国资改革的催化剂。
- **综合相对和绝对估值结果，我们认为上海梅林 12 个月的合理目标价格为 8.8 元，首次覆盖给予“增持”评级。**

## 风险提示

- 食品安全风险；
- 定投项目不能按计划达产，导致业绩和盈利不及预期；
- 到 2016 年，公司将拥有近 1000 家的连锁业态，需要精细运营能力的连锁业态若经营不善，则可能成为公司潜在出血点，拖累公司整体业绩。

## 附表：财务数据预测

图表 61：上海梅林销售预测表

单位：人民币百万元

| 项 目          | 2011     | 2012     | 2013     | 2014E    | 2015E    | 2016E     |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| <b>肉及肉制品</b> |          |          |          |          |          |           |
| 销售收入         | 3,188.22 | 3,969.37 | 6,268.94 | 7,158.31 | 8,947.30 | 11,171.11 |
| 增长率 (YOY)    | 43.11%   | 24.50%   | 57.93%   | 14.19%   | 24.99%   | 24.85%    |
| 毛利率          | 9.10%    | 13.25%   | 13.10%   | 14.26%   | 14.54%   | 14.77%    |
| 销售成本         | 2,898.07 | 3,443.34 | 5,447.75 | 6,137.54 | 7,646.65 | 9,521.38  |
| 增长率 (YOY)    | 39.89%   | 18.82%   | 58.21%   | 12.66%   | 24.59%   | 24.52%    |
| 毛利           | 290.15   | 526.03   | 821.19   | 1,020.78 | 1,300.65 | 1,649.73  |
| 增长率 (YOY)    | 85.79%   | 81.30%   | 56.11%   | 24.30%   | 27.42%   | 26.84%    |
| 占总销售额比重      | 55.60%   | 50.55%   | 60.41%   | 57.76%   | 59.26%   | 60.39%    |
| 占主营业务利润比重    | 36.83%   | 47.46%   | 56.50%   | 57.89%   | 60.09%   | 61.88%    |
| <b>冠生园</b>   |          |          |          |          |          |           |
| 销售收入         | 1,222.58 | 1,540.51 | 1,735.85 | 1,997.96 | 2,311.64 | 2,686.13  |
| 增长率 (YOY)    | —        | 26.00%   | 12.68%   | 15.10%   | 15.70%   | 16.20%    |
| 毛利率          | 34.01%   | 29.27%   | 27.82%   | 27.30%   | 27.30%   | 27.40%    |
| 销售成本         | 806.78   | 1,089.60 | 1,252.94 | 1,452.52 | 1,680.56 | 1,950.13  |
| 增长率 (YOY)    | —        | 35.06%   | 14.99%   | 15.93%   | 15.70%   | 16.04%    |
| 毛利           | 415.80   | 450.91   | 482.91   | 545.44   | 631.08   | 736.00    |
| 增长率 (YOY)    | —        | 8.44%    | 7.10%    | 12.95%   | 15.70%   | 16.63%    |
| 占总销售额比重      | 21.32%   | 19.62%   | 16.73%   | 16.12%   | 15.31%   | 14.52%    |
| 占主营业务利润比重    | 52.78%   | 40.68%   | 33.23%   | 30.93%   | 29.16%   | 27.61%    |
| <b>食品分销</b>  |          |          |          |          |          |           |
| 销售收入         | 1,295.70 | 2,308.16 | 2,336.61 | 3,200.00 | 3,800.00 | 4,600.00  |
| 增长率 (YOY)    | —        | 78.14%   | 1.23%    | 36.95%   | 18.75%   | 21.05%    |
| 毛利率          | 4.19%    | 4.21%    | 4.89%    | 5.00%    | 5.10%    | 5.20%     |
| 销售成本         | 1,241.41 | 2,211.04 | 2,222.42 | 3,040.00 | 3,606.20 | 4,360.80  |
| 增长率 (YOY)    | —        | 78.11%   | 0.51%    | 36.79%   | 18.63%   | 20.93%    |
| 毛利           | 54.29    | 97.12    | 114.19   | 160.00   | 193.80   | 239.20    |
| 增长率 (YOY)    | —        | 78.89%   | 17.58%   | 40.11%   | 21.13%   | 23.43%    |
| 占总销售额比重      | 22.60%   | 29.39%   | 22.52%   | 25.82%   | 25.17%   | 24.87%    |
| 占主营业务利润比重    | 6.89%    | 8.76%    | 7.86%    | 9.07%    | 8.95%    | 8.97%     |
| <b>其他</b>    |          |          |          |          |          |           |
| 销售收入         | 27.60    | 34.24    | 35.08    | 37.00    | 39.00    | 41.00     |
| 增长率 (YOY)    | —        | 24.03%   | 2.47%    | 5.47%    | 5.41%    | 5.13%     |
| 毛利           | 27.60    | 34.24    | 35.08    | 37.00    | 39.00    | 41.00     |
| 增长率 (YOY)    | —        | 24.03%   | 2.47%    | 5.47%    | 5.41%    | 5.13%     |
| 占总销售额比重      | 0.48%    | 0.44%    | 0.34%    | 0.30%    | 0.26%    | 0.22%     |
| 占主营业务利润比重    | 3.50%    | 3.09%    | 2.41%    | 2.10%    | 1.80%    | 1.54%     |
| 销售收入小计       | 5734.10  | 7852.28  | 10376.48 | 12393.28 | 15097.94 | 18498.23  |
| 销售成本小计       | 4946.26  | 6743.99  | 8923.10  | 10630.06 | 12933.42 | 15832.31  |
| 毛利           | 787.84   | 1108.29  | 1453.38  | 1763.22  | 2164.53  | 2665.93   |
| 平均毛利率        | 13.74%   | 14.11%   | 14.01%   | 14.23%   | 14.34%   | 14.41%    |

来源：齐鲁证券研究所

图表 62: 上海梅林财务预测三张报表

| 损益表 (人民币百万元) |        |        |        |         |         |         |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
|              | 2011   | 2012   | 2013   | 2014E   | 2015E   | 2016E   |
| 销售净收入        | 6,339  | 7,852  | 10,376 | 12,393  | 15,098  | 18,498  |
| 增长率          | 27.03% | 23.9%  | 32.1%  | 19.4%   | 21.8%   | 22.5%   |
| 销售成本         | -5,325 | -6,630 | -8,799 | -10,513 | -12,796 | -15,673 |
| % 收入         | 84.0%  | 84.4%  | 84.8%  | 84.8%   | 84.8%   | 84.7%   |
| 毛利           | 1,014  | 1,222  | 1,578  | 1,880   | 2,302   | 2,826   |
| % 收入         | 16.0%  | 15.6%  | 15.2%  | 15.2%   | 15.2%   | 15.3%   |
| 销售及行政费用      | -867   | -994   | -1,243 | -1,465  | -1,753  | -2,120  |
| % 收入         | 13.7%  | 12.7%  | 12.0%  | 11.8%   | 11.6%   | 11.5%   |
| EBITDA       | 147    | 228    | 335    | 415     | 549     | 706     |
| % 收入         | 2.3%   | 2.9%   | 3.2%   | 3.4%    | 3.6%    | 3.8%    |
| 折旧与摊销        | -78    | -92    | -112   | -117    | -137    | -160    |
| % 收入         | 1.2%   | 1.2%   | 1.1%   | 0.9%    | 0.9%    | 0.9%    |
| EBIT         | 68     | 136    | 223    | 298     | 412     | 546     |
| % 收入         | 1.1%   | 1.7%   | 2.2%   | 2.4%    | 2.7%    | 3.0%    |
| 利息费用         | -79    | -50    | -86    | -71     | -70     | -77     |
| 投资收益         | 189    | 35     | 32     | 27      | 30      | 30      |
| 税前经营收益       | 179    | 121    | 169    | 255     | 372     | 499     |
| % 收入         | 2.8%   | 1.5%   | 1.6%   | 2.1%    | 2.5%    | 2.7%    |
| 其他非经营收益      | 9      | 47     | 35     | 36      | 38      | 43      |
| 税前利润         | 188    | 169    | 204    | 291     | 410     | 542     |
| % 收入         | 3.0%   | 2.1%   | 2.0%   | 2.3%    | 2.7%    | 2.9%    |
| 所得税          | -36    | -39    | -39    | -56     | -78     | -103    |
| 所得税率         | 19.3%  | 23.3%  | 19.2%  | 19.1%   | 19.1%   | 19.0%   |
| 少数股东损益       | -1     | -11    | 10     | 44      | 61      | 81      |
| 归属于普通股股东净利润  | 152    | 140    | 155    | 191     | 270     | 357     |
| 净利率          | 2.4%   | 1.8%   | 1.5%   | 1.5%    | 1.8%    | 1.9%    |

| 现金流量表 (人民币百万元) |        |      |      |       |       |       |
|----------------|--------|------|------|-------|-------|-------|
|                | 2011   | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 净利润            | 152    | 129  | 165  | 235   | 332   | 439   |
| 少数股东损益         | 0      | 0    | 0    | 44    | 61    | 81    |
| 非现金支出          | 110    | 101  | 116  | 116   | 139   | 162   |
| 非经营收益          | -133   | 38   | 69   | 40    | 31    | 37    |
| 营运资金变动         | 16     | -229 | -143 | 73    | -149  | -151  |
| 经营活动现金净流       | 145    | 39   | 207  | 508   | 415   | 567   |
| 资本开支           | 63     | 123  | 136  | 240   | 340   | 345   |
| 投资             | -1,264 | -121 | 80   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 79     | 49   | 37   | 27    | 30    | 30    |
| 投资活动现金净流       | -1,249 | -194 | -19  | -213  | -310  | -315  |
| 股权募资           | 1,508  | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资           | 26     | 211  | 190  | -221  | 207   | 90    |
| 其他             | -43    | -164 | -206 | -110  | -151  | -161  |
| 筹资活动现金净流       | 1,491  | 47   | -16  | -330  | 57    | -71   |
| 现金净流量          | 387    | -108 | 171  | -35   | 161   | 181   |

| 资产负债表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2011  | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金           | 1,214 | 964   | 1,079 | 1,000 | 1,100 | 1,200 |
| 应收账款           | 708   | 844   | 744   | 864   | 1,094 | 1,341 |
| 存货             | 681   | 868   | 985   | 1,107 | 1,382 | 1,735 |
| 其他流动资产         | 249   | 228   | 281   | 312   | 358   | 416   |
| 流动资产合计         | 2,852 | 2,904 | 3,089 | 3,283 | 3,934 | 4,692 |
| % 总资产          | 61.7% | 55.2% | 55.6% | 55.5% | 57.8% | 60.2% |
| 长期投资           | 308   | 287   | 285   | 285   | 285   | 285   |
| 固定资产           | 1,085 | 1,327 | 1,424 | 1,563 | 1,783 | 1,980 |
| 无形资产           | 365   | 735   | 758   | 776   | 800   | 832   |
| 非流动资产合计        | 1,767 | 2,353 | 2,471 | 2,629 | 2,872 | 3,102 |
| % 总资产          | 38.3% | 44.8% | 44.4% | 44.5% | 42.2% | 39.8% |
| 资产总计           | 4,618 | 5,257 | 5,559 | 5,912 | 6,806 | 7,794 |
| 短期借款           | 1,070 | 1,475 | 1,596 | 1,378 | 1,588 | 1,679 |
| 应付账款           | 1,415 | 1,566 | 1,679 | 2,063 | 2,510 | 3,073 |
| 其他流动负债         | 48    | -64   | -157  | -152  | -197  | -253  |
| 流动负债           | 2,533 | 2,977 | 3,118 | 3,289 | 3,901 | 4,498 |
| 长期借款           | 39    | 68    | 10    | 7     | 5     | 4     |
| 其他长期负债         | 45    | 146   | 177   | 177   | 177   | 177   |
| 负债             | 2,617 | 3,190 | 3,305 | 3,473 | 4,083 | 4,679 |
| 普通股股东权益        | 1,844 | 1,876 | 1,983 | 2,125 | 2,346 | 2,654 |
| 少数股东权益         | 157   | 191   | 271   | 315   | 376   | 458   |
| 负债股东权益合计       | 4,618 | 5,257 | 5,559 | 5,913 | 6,805 | 7,791 |

| 比率分析        |        |        |        |        |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 2011   | 2012   | 2013   | 2014E  | 2015E  | 2016E  |
| 每股指标        |        |        |        |        |        |        |
| 每股收益(元)     | 0.306  | 0.187  | 0.189  | 0.233  | 0.328  | 0.434  |
| 每股净资产(元)    | 3.699  | 2.508  | 2.411  | 2.583  | 2.852  | 3.226  |
| 每股经营现金净流(元) | 0.291  | 0.052  | 0.252  | 0.564  | 0.429  | 0.591  |
| 每股股利(元)     | 0.000  | 0.000  | 0.060  | 0.060  | 0.060  | 0.060  |
| 回报率         |        |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率      | 8.27%  | 7.47%  | 7.83%  | 9.01%  | 11.52% | 13.47% |
| 总资产收益率      | 3.30%  | 2.67%  | 2.79%  | 3.24%  | 3.97%  | 4.59%  |
| 投入资本收益率     | 3.47%  | 4.43%  | 7.22%  | 9.48%  | 11.36% | 13.35% |
| 增长率         |        |        |        |        |        |        |
| 主营业务收入增长率   | 27.03% | 23.87% | 32.15% | 19.44% | 21.82% | 22.52% |
| EBIT增长率     | -4.20% | 98.96% | 63.96% | 33.62% | 37.98% | 32.64% |
| 净利润增长率      | 88.17% | -8.10% | 10.85% | 23.28% | 41.10% | 32.30% |
| 总资产增长率      | 24.00% | 13.83% | 5.75%  | 6.34%  | 15.13% | 14.52% |
| 资产管理能力      |        |        |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数    | 22.7   | 23.8   | 21.8   | 19.0   | 20.0   | 20.0   |
| 存货周转天数      | 42.8   | 42.0   | 37.9   | 38.0   | 39.0   | 40.0   |
| 应付账款周转天数    | 32.8   | 28.8   | 22.8   | 22.5   | 22.5   | 22.5   |
| 固定资产周转天数    | 50.4   | 45.7   | 40.2   | 35.9   | 32.0   | 28.3   |
| 偿债能力        |        |        |        |        |        |        |
| 净负债/股东权益    | -5.27% | 27.99% | 23.35% | 15.77% | 18.08% | 15.50% |
| EBIT利息保障倍数  | 1.9    | 4.6    | 3.9    | 4.1    | 5.4    | 6.3    |

来源: 齐鲁证券研究所

#### 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：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。