

上海梅林(600073.SH)

上海国企改革迈出“关键一步”，公司潜力有望加速释放

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **11.3**
 分析师: 胡彦超 分析师: 黄文婧
 S0740512070001 S0740514050002
 021-20315176 021-20315138
 huyc@r.qlzq.com.cn huangwj@r.qlzq.com.cn
 2015年2月3日

基本状况

总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	822.74
市价(元)	9.79
市值(百万元)	8457.77
流通市值(百万元)	7975.22

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.	11,392.	13,230.	15,505.
营业收入增速	23.87%	32.15%	9.79%	16.13%	17.20%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	12.49%	20.76%	20.03%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.19	0.19	0.22	0.27
前次预测每股收益(元)	0.19	0.19	0.19	0.22	0.27
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	39.65	32.83	27.36
PEG	—	4.29	3.17	1.58	1.37
每股净资产(元)	2.51	2.41	2.56	2.76	3.01
每股现金流量(元)	0.05	0.25	0.57	0.38	0.48
净资产收益率	7.47%	7.83%	8.29%	9.29%	10.24%
市净率	2.56	3.64	3.29	3.05	2.80
总股本(百万元)	747.94	822.74	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:** 公司昨日收盘价 **10.28** 元, 随着近期股价的持续上涨, 已经接近我们 3 个月前上调的最新目标价 **10.4** 元, 过去一年公司通过改革和各种转型带来的效率提升缓慢而坚定的进行着, 而 **2015** 年上海国企改革迈出关键一步, 有望加速公司国企改革潜力的释放。
- 在 1 月 29 日召开的上海两会上, 上海市政府把上海国际集团与上海国盛集团确定为两大国资流动平台, 且即将开始实质性运作, 这被视为上海国企改革迈出的“关键一步”, 上海国企改革也走在了全国的前列。上海市国资委主任徐逸波在两会上表示: “将首先通过建立公开、透明、规范的运作制度, 随后分步骤将相关的国有股权注入到上述两大国资流动平台, 并在此基础上选择合适的时机, 推动国资流动平台实质性运作。2015 年上海国企改革将在国资流动平台规范运作、推动集团公司整体上市、推动国有企业改革转制和创新转制及建立长效的激励约束机制四个方面进行新的探索。未来上海将逐渐形成国资委负责资本监管、平台公司负责资本运作、企业集团负责日常经营的整体工作格局”。全国来看, 在已公布的 28 个省份政府工作报告中都提及和明确了国企改革重点, **2015** 年是国企改革继续加速推进并将进入实质落实之年, 也是我们反复提及的 **2015** 年食品饮料行业最重要的投资主线之一。
- 作为光明食品集团旗下的四家上市公司之一, 上海梅林(其他 3 家为光明乳业、金枫酒业、海博股份)有望受益于上海国企改革全局推进阶段自上而下的改革提速。光明食品集团也是上海国企中最早明确混改路径的企业集团——以提高资产证券化的方式推动混合所有制改革, 3-5 年内资产证券化率由目前的不到 20% 提升到 50%。而公司去年下半年已经拿出旗下的便利连锁业务开始探索混合所有制经营, 计划 2016 年底之前引入战略投资者及管理层持股。这是公司探索混合所有制改革的第一步, 目前在稳步推进中, 未来可能逐步推进到其他子公司和业务板块。

- 同时，我们预计上海梅林正在进行战略升级，大肉食板块谋求全国化布局，其中苏食肉品将是先锋，也可能通过并购加速布局。苏食肉品自从 2012 年并进梅林后，利润稳步提升。我们认为苏食的良好表现也给公司未来的并购提供了信心和催化。而苏食在天猫、京东、1 号店等电商平台上的良好运作、积极拥抱生鲜电商的态度，也为其突破江浙沪区域性品牌打下扎实基础。
- 由于四季度猪价承压和春节较晚等原因，我们预计公司四季度基本会延续 Q3 的表现，就 2014 年全年来看，预计收入端保持大个位数的增长，利润端预计增长区间 10%-15%。虽然不算突出，但在 2014 年整体消费低迷的情况下已实属不易。
- 考虑到上海国资改革实质推进有望推动公司改革提速，我们上调目标价至 11.3 元，对应 2015 年 50 倍 PE、0.7 倍 PS，维持“买入”评级。上海梅林坐拥大量历史悠久、优质的品牌资产，目前 ROE 只有双汇的 1/4，而净利率不到双汇的 1/6，未来改善空间巨大。在国企改革进程的推动下，公司管理和盈利能力将持续改善，并有望通过引入战略投资者等获得效率提升的超预期机会。预计 2014-16 年净利润同比增长 12.49%、20.76%、20.03%，考虑定增摊薄影响，对应 EPS 为 0.19、0.22、0.27 元。
- **潜在催化剂：大肉食板块的全国化布局启航、控制人光明集团加速资产证券化**

图表 1: 上海梅林销售收入预测总表
产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
肉及肉制品						
销售收入	3,188.22	3,969.37	6,268.94	6,450.56	7,326.09	8,597.86
增长率 (YOY)	43.11%	24.50%	57.93%	2.90%	13.57%	17.36%
毛利率	9.10%	13.25%	13.10%	13.72%	14.13%	14.27%
销售成本	2,898.07	3,443.34	5,447.75	5,565.32	6,291.25	7,371.11
增长率 (YOY)	39.89%	18.82%	58.21%	2.16%	13.04%	17.16%
毛利	290.15	526.03	821.19	885.24	1,034.84	1,226.75
增长率 (YOY)	85.79%	81.30%	56.11%	7.80%	16.90%	18.54%
占总销售额比重	55.60%	50.55%	60.41%	56.62%	55.37%	55.45%
占主营业务利润比重	36.83%	47.46%	56.50%	54.67%	55.30%	56.20%
冠生园						
销售收入	1,222.58	1,540.51	1,735.85	1,973.00	2,215.00	2,567.00
增长率 (YOY)	—	26.00%	12.68%	13.66%	12.27%	15.89%
毛利率	34.01%	29.27%	27.82%	27.90%	28.10%	27.60%
销售成本	806.78	1,089.60	1,252.94	1,422.53	1,592.59	1,858.51
增长率 (YOY)	—	35.06%	14.99%	13.54%	11.95%	16.70%
毛利	415.80	450.91	482.91	550.47	622.42	708.49
增长率 (YOY)	—	8.44%	7.10%	13.99%	13.07%	13.83%
占总销售额比重	21.32%	19.62%	16.73%	17.32%	16.74%	16.56%
占主营业务利润比重	52.78%	40.68%	33.23%	33.99%	33.26%	32.46%
食品分销						
销售收入	1,295.70	2,308.16	2,336.61	2,932.00	3,650.00	4,300.00
增长率 (YOY)	—	78.14%	1.23%	25.48%	24.49%	17.81%
毛利率	4.19%	4.21%	4.89%	5.00%	4.80%	4.80%
销售成本	1,241.41	2,211.04	2,222.42	2,785.40	3,474.80	4,093.60
增长率 (YOY)	—	78.11%	0.51%	25.33%	24.75%	17.81%
毛利	54.29	97.12	114.19	146.60	175.20	206.40
增长率 (YOY)	—	78.89%	17.58%	28.38%	19.51%	17.81%
占总销售额比重	22.60%	29.39%	22.52%	25.74%	27.59%	27.73%
占主营业务利润比重	6.89%	8.76%	7.86%	9.05%	9.36%	9.46%
其他						
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%	0.32%	0.29%	0.26%
占主营业务利润比重	3.50%	3.09%	2.41%	2.28%	2.08%	1.88%
销售收入小计	5734.10	7852.28	10376.48	11392.56	13230.09	15505.86
销售成本小计	4946.26	6743.99	8923.10	9773.25	11358.63	13323.21
毛利	787.84	1108.29	1453.38	1619.30	1871.46	2182.64
平均毛利率	13.74%	14.11%	14.01%	14.21%	14.15%	14.08%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 销售收入分项预测 1——肉及肉制品业务

肉及肉制品	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总收入 (百万元)	3,188	3,969	6,269	6,451	7,326	8,598
收入yoy	43.1%	24.5%	57.9%	2.9%	13.6%	17.4%
总毛利率	9.1%	13.3%	13.1%	13.7%	14.1%	14.3%
毛利率 (+/-)	2.1%	4.2%	-0.2%	0.6%	0.4%	0.1%
总毛利 (百万元)	290	526	821	885	1,035	1,227

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 梅林罐头详细预测表

梅林	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
罐头产量 (万吨)	4.7	4.9	5.0	5.4	6.4	7.5
产量yoy		4.3%	2.0%	8.0%	17.9%	17.9%
罐头产能	4.5	4.5	4.5	5.5	8	9
产能利用率	104%	109%	111%	98%	80%	83%
平均售价 (元/吨)	22,195	23,057	25,357	25,982	27,053	28,021
价格yoy		3.9%	10.0%	2.5%	4.1%	3.6%
销售收入 (百万元)	1,043	1,130	1,268	1,403	1,722	2,103
收入yoy	19.5%	8.3%	12.2%	10.7%	22.7%	22.1%
单位成本 (元/吨)	18,550	16,465	17,845	18,473	19,208	19,867
单位成本yoy		-11.2%	8.4%	3.5%	4.0%	3.4%
毛利率	16.4%	28.6%	29.6%	28.9%	29.0%	29.1%
毛利率 (+/-)	6.8%	12.2%	1.0%	-0.7%	0.1%	0.1%
毛利 (百万元)	171	323	376	405	499	612
单位毛利 (元/吨)	3,645	6,592	7,512	7,509	7,845	8,154

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 爱森详细预测表

爱森	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰生猪 (万头)	29	37	46	52	54	58
屠宰量yoy	11.5%	27.6%	24.3%	13.0%	3.8%	7.4%
屠宰产能	30	50	70	80	100	100
产能利用率	97%	74%	66%	65%	54%	58%
头均售价 (元/头)	1,712	1,736	1,999	1,928	1,978	2,012
价格yoy	9.5%	1.4%	15.1%	-3.5%	2.6%	1.7%
收入 (百万元)	497	642	919	1,003	1,068	1,167
收入yoy	22.2%	29.3%	43.2%	9.1%	6.5%	9.3%
头均成本 (元/头)	1,333	1,354	1,616	1,550	1,578	1,608
成本yoy	7.0%	1.6%	19.3%	-4.1%	1.8%	1.8%
毛利率	22.1%	22.0%	19.2%	19.6%	20.2%	20.1%
毛利率 (+/-)	1.8%	-0.2%	-2.8%	0.5%	0.6%	-0.1%
毛利 (百万元)	110	141	176	197	216	235
头均毛利 (元/头)	379	382	383	378	400	404

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 苏食详细预测表

苏食	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰生猪(万头)	-	75	78	81	85	92
屠宰量yoy	-		4.0%	3.8%	4.9%	8.2%
屠宰产能	-	120	120	120	150	150
产能利用率	-	63%	65%	68%	57%	61%
头均售价(元/头)	-	1,725	1,860	1,789	1,856	1,901
价格yoy	-		7.8%	-3.8%	3.7%	2.4%
屠宰收入(百万元)	1,137	1,294	1,451	1,449	1,578	1,749
屠宰收入yoy	46.6%	13.8%	12.1%	-0.1%	8.9%	10.9%
头均成本(元/头)	-	1,607	1,747	1,678	1,739	1,789
成本yoy	-		8.7%	-3.9%	3.6%	2.9%
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	97	99	103
头均毛利(元/头)	-	119	113	120	117	112
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	2,399	2,778	3,449
总收入yoy	25.9%	2.6%	18.0%	10.2%	15.8%	24.2%
总毛利率	7.7%	9.1%	8.9%	9.2%	9.0%	8.8%
总毛利(百万元)	139	168	193	221	249	303

来源: 齐鲁证券研究所(注:2011-12年为备考盈利数据)

图表 6: 重庆梅林详细预测表

重庆梅林(原今普)	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
屠宰生猪(万头)	104	110	102	92	95	100
屠宰量yoy	6.1%	5.8%	-7.3%	-9.8%	3.3%	5.3%
屠宰产能	270	300	300	300	300	300
产能利用率	39%	37%	34%	31%	32%	33%
头均售价(元/头)	1,585	1,552	1,867	1,789	1,851	1,879
价格yoy	14.6%	-2.1%	20.3%	-4.2%	3.5%	1.5%
收入(百万元)	1,648	1,707	1,904	1,646	1,758	1,879
收入yoy	21.7%	3.6%	11.5%	-13.6%	6.8%	6.9%
头均成本(元/头)	1,577	1,496	1,792	1,721	1,777	1,802
成本yoy	15.8%	-5.1%	19.8%	-3.9%	3.3%	1.4%
毛利率	0.5%	3.6%	4.0%	3.8%	4.0%	4.1%
毛利率(+/-)	-1.0%	3.1%	0.4%	-0.2%	0.2%	0.1%
毛利(百万元)	9	62	77	63	70	77
头均毛利(元/头)	9	56	75	68	74	77

来源: 齐鲁证券研究所

图表 7: 销售收入分项预测 2——休闲食品业务 (冠生园)

冠生园	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	1,223	1,541	1,736	1,973	2,215	2,567
收入yoy	18.8%	26.0%	12.7%	13.7%	12.3%	15.9%
毛利率	34.0%	29.3%	27.8%	27.9%	28.1%	27.6%
毛利率率 (+/-)	3.8%	-4.7%	-1.5%	0.1%	0.2%	-0.5%
毛利 (百万元)	416	451	483	550	622	708

来源: 齐鲁证券研究所

图表 8: 销售收入分项预测 3——食品分销业务

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	1,975	2,500	2,900
收入yoy	-5.4%	22.6%	-2.2%	27.2%	26.6%	16.0%
正广和网购 (含饮用水业务)						
收入 (百万元)	-	720	784	957	1,150	1,400
收入yoy	-		8.8%	22.1%	20.2%	21.7%
总收入 (百万元)	1,296	2,308	2,337	2,932	3,650	4,300
总收入yoy	-5.4%	78.1%	1.2%	25.5%	24.5%	17.8%
总毛利率	4.2%	4.2%	4.9%	5.0%	4.8%	4.8%
总毛利率率 (+/-)		0.0%	0.7%	0.1%	-0.2%	0.0%
总毛利 (百万元)	54	97	114	147	175	206

来源: 齐鲁证券研究所

图表 9: 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
营业总收入	6,339	7,852	10,376	11,393	13,230	15,506
增长率	27.03%	23.9%	32.1%	9.8%	16.1%	17.2%
营业成本	-5,404	-6,722	-8,911	-9,773	-11,359	-13,323
%销售收入	85.2%	85.6%	85.9%	85.8%	85.9%	85.9%
毛利	936	1,131	1,466	1,619	1,871	2,183
%销售收入	14.8%	14.4%	14.1%	14.2%	14.1%	14.1%
营业税金及附加	-32	-36	-35	-46	-53	-62
%销售收入	0.5%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-577	-696	-877	-959	-1,125	-1,326
%销售收入	9.1%	8.9%	8.4%	8.4%	8.5%	8.6%
管理费用	-258	-263	-331	-342	-370	-411
%销售收入	4.1%	3.3%	3.2%	3.0%	2.8%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	68	136	223	273	324	384
%销售收入	1.1%	1.7%	2.2%	2.4%	2.4%	2.5%
财务费用	-79	-50	-86	-70	-71	-83
%销售收入	1.2%	0.6%	0.8%	0.6%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-32	-10	-4	1	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	189	35	32	27	30	40
%税前利润	100.8%	20.5%	15.8%	10.2%	9.4%	10.4%
营业利润	147	111	165	230	281	339
营业利润率	2.3%	1.4%	1.6%	2.0%	2.1%	2.2%
营业外收支	41	57	39	35	40	45
税前利润	188	169	204	265	321	384
利润率	3.0%	2.1%	2.0%	2.3%	2.4%	2.5%
所得税	-36	-39	-39	-51	-62	-73
所得税率	19.3%	23.3%	19.2%	19.1%	19.2%	19.1%
净利润	152	129	165	214	259	311
少数股东损益	-1	-11	10	40	48	58
归属于母公司的净利润	152	140	155	175	211	253
净利率	2.4%	1.8%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	152	129	165	214	259	311
少数股东损益	0	0	0	40	48	58
非现金支出	110	101	116	116	139	162
非经营收益	-133	38	69	66	85	84
营运资金变动	16	-229	-143	100	-116	-109
经营活动现金净流	145	39	207	536	414	505
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	40
投资活动现金净流	-1,249	-194	-19	-213	-310	-305
股权募资	1,508	0	0	997	0	0
债权募资	26	211	190	522	241	171
其他	-43	-164	-206	-136	-211	-225
筹资活动现金净流	1,491	47	-16	1,383	30	-55
现金净流量	387	-108	171	1,706	135	146

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	2,745	2,832	2,920
应收账款	708	844	744	795	959	1,124
存货	681	868	985	1,017	1,214	1,460
其他流动资产	249	228	281	295	327	366
流动资产	2,852	2,904	3,089	4,852	5,331	5,870
%总资产	61.7%	55.2%	55.6%	64.9%	65.0%	65.4%
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
%总资产	23.5%	25.2%	25.6%	20.9%	21.7%	22.1%
无形资产	365	735	758	776	800	832
非流动资产	1,767	2,353	2,471	2,629	2,872	3,102
%总资产	38.3%	44.8%	44.4%	35.1%	35.0%	34.6%
资产总计	4,618	5,257	5,559	7,481	8,203	8,972
短期借款	1,070	1,475	1,596	2,121	2,364	2,536
应付账款	1,415	1,566	1,679	1,897	2,203	2,582
其他流动负债	48	-64	-157	-129	-159	-197
流动负债	2,533	2,977	3,118	3,889	4,408	4,921
长期贷款	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	4,072	4,589	5,102
普通股股东权益	1,844	1,876	1,983	3,098	3,253	3,450
少数股东权益	157	191	271	311	359	417
负债股东权益合计	4,618	5,257	5,559	7,482	8,202	8,969

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	0.186	0.225	0.270
每股净资产(元)	3.699	2.508	2.411	3.304	3.469	3.679
每股经营现金净流(元)	0.291	0.052	0.252	0.529	0.391	0.478
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%	5.64%	6.49%	7.34%
总资产收益率	3.30%	2.67%	2.79%	2.34%	2.57%	2.82%
投入资本收益率	3.47%	4.43%	7.22%	8.78%	9.12%	9.69%
增长率						
营业总收入增长率	27.03%	23.87%	32.15%	9.79%	16.13%	17.20%
EBIT增长率	-4.20%	98.96%	63.96%	22.14%	18.64%	18.68%
净利润增长率	88.17%	-8.10%	10.85%	12.49%	20.76%	20.03%
总资产增长率	24.00%	13.83%	5.75%	34.56%	9.65%	9.38%
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	39.1	36.5	33.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.27%	27.99%	23.35%	-18.11%	-12.82%	-9.84%
EBIT利息保障倍数	0.9	2.7	2.6	3.9	4.6	4.6
资产负债率	56.66%	60.69%	59.45%	54.43%	55.96%	56.89%

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。