

上海梅林(600073.SH)

大股东注入相关资产，肉类航母扬帆启航

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 17-20.4
 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3月27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)	12.99
市值(百万元)	12181.11
流通市值(百万元)	10687.39

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

- 上海梅林的国企改革迈出坚实一步，实际控制人光明集团旗下的牛肉猪肉相关资产将注入上市公司，意在打造中国肉类航母企业。**(1) 向上海牛奶集团购买的资产包括肉牛养殖业务资产、食品流通业务资产、饲料业务资产及相关的技术服务业务资产，四项业务收入体量合计 30.55 亿元、净利润合计 2729 万元；(2) 拟向上海农场及川东农场收购生猪养殖业务资产，具体资产仍在评估中；(3) 向大股东出售饮用水业务，年收入 2 亿元，净利润 1228 万元。(4) 本次交易以现金交割，不发行股份。
- 本次注入将使公司收入增厚 30-40 亿元，品类上从猪肉进一步拓展至牛羊肉等各类肉制品，同时完成了上下游一体化的布局，真正形成了大肉食板块，养殖采取适度规模又控制了养殖风险。**(1) 此次注入的牛肉业务我们比较看好，行业发展前景也较为乐观，包括 1.5 万头肉牛养殖规模、10 亿收入的牛肉进口、在天猫上创记录单品卖出 40 万份的联豪牛排，遍布上海的牛奶棚西点连锁等等；(2) 注入资产还包括上游的饲料和生猪养殖资产，有些投资者表示担心资产较重，我们认为中国目前食品安全大背景下，自有全产业链的养殖业务仍是必需的，我们预计公司养殖自给比例会控制在 20% 左右，既能有效降低养殖重资产运营风险，又能保证旗下中高端产品的一流品质。
- 新管理层雄心勃勃，计划加强激励、整合渠道、并购强化产业链，我们预计 2018 年收入达到 250 亿，2021 年收入达到 500 亿。**(1) 原牛奶集团 CEO 沈伟平出任上海梅林总裁，上海牛奶集团在沈总的带领下，近十年发展非常快，收入由 2003 年的不到 3 亿，增长到 2014 年的近百亿，净利润由 400 万增长到 4 个多亿；(2) 运营全面去行政化，按照市场化运作和激励；(3) 整合梅林的流通渠道，把原有的梅林、冠生园、爱森、苏食、光明便利以及注入的牛奶棚、联豪等整合起来，形成全国化统一的销售网络和物流配送体系；(4) 继续通过收购兼并获得肉类产业的外延式发展，弥补公司现有短板和产业链上的不足。

- **看好上海梅林在高端肉牛养殖和打造牛肉销售领导品牌的潜质。**国内目前肉牛行业处在快速发展阶段，牛肉占肉类消费占比 1990 年的从 5% 提升至目前 9%，还在不断上升中，海关正规进口牛肉量 3 年翻了 3 倍，但国内目前自养流程可控的高端牛肉非常少，而且也没有真正意义上的全国化领导品牌。这次注入的联豪家庭牛排目前销售收入达 3 亿元，还维持着天猫牛排单品销售 40 万份的纪录，有成为领导品牌的潜质。
- **资产注入完成后，预计 2015-16 年收入为 160 亿、195 亿元，按 1-1.2 倍市销率计算，目标市值 160-192 亿元，对应目标价 17-20.4 元，重申“买入”。**我们看好上海梅林的逻辑维持不变，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。若不考虑资产注入预计 2014-16 年销售收入 114、132、155 亿元，对应 EPS0.19、0.22、0.27 元。
- **风险提示：**食品安全问题、注入进度不达预期

图表 1：梅林系列报告汇总——去年 7 月以来持续看好梅林的国企改革进程

2015/2/3	公司点评	上海国资改革迈出“关键一步”，公司潜力有望加速释放
2014/10/28	公司点评	业绩平稳，大肉食板块有望全国化布局
2014/9/28	公司点评	连锁业务探索混合所有制，吹响国企改革新一轮号角
2014/8/17	研究简报	坚定改革步伐，优化产业布局
2014/8/7	公司点评	ROE 上升势头不改，国企改革犹有潜力待挖
2014/7/9	投资价值分析报告	战略归核叠加管理改善，百年老企渐露青春气息

来源：齐鲁证券研究所

内容目录

资产重组方案说明：意在打造中国肉类航母.....	- 4 -
重组影响：收入增厚 30-40 亿元，优质资产完善产业布局.....	- 6 -
新管理团队的思路：加强激励、整合渠道、并购整合产业链.....	- 7 -
国内牛肉行业分析：行业高速增长，尚无全国化领导品牌.....	- 8 -
牛肉消费情况：近十年增长迅速，未来潜力仍然巨大.....	- 8 -
牛肉供给情况：供给增加主要来自于出栏提速，牛源短期现象严重.....	- 10 -
市场竞争格局：中档牛肉市场集中度很低，高档牛肉市场国产占比不足.....	- 11 -
财务预测和投资建议.....	- 13 -

图表目录

图表 1：梅林系列报告汇总——去年 7 月以来持续看好梅林的国企改革进程....	- 2 -
图表 2：公司本次重组方案标的具体股权及财务数据.....	- 4 -
图表 3：联豪牛排单品销量 40 万分，维持天猫记录.....	- 6 -
图表 4：遍布上海的牛奶棚连锁门店.....	- 6 -
图表 5：2005 年-2013 年我国牛肉表观消费量.....	- 8 -
图表 6：国内牛肉产量近几年几乎没有增长.....	- 8 -
图表 7：牛肉消费占主要肉类消费的比重从 4%提高到 9%.....	- 8 -
图表 8：牛肉价格 2008 年至今翻一番.....	- 9 -
图表 9：我国牛肉进口量近几年猛增.....	- 9 -
图表 10：我国人均牛肉消费量和其他国家还有很大差距.....	- 9 -
图表 11：2001 年-2012 年我国活牛存栏变动.....	- 10 -
图表 12：2001 年-2012 年我国活牛出栏数量.....	- 10 -
图表 13：国内肉牛散养利润率呈上升趋势.....	- 10 -
图表 14：国内高端牛肉市场代表公司.....	- 11 -
图表 15：2013 年美国牛肉市场 CR5 高达 75%.....	- 12 -
图表 16：国内高端牛肉市场代表公司.....	- 12 -
图表 17：上海梅林销售收入预测总表（暂不考虑资产注入）.....	- 14 -
图表 18：销售收入分项预测 1——肉及肉制品业务.....	- 14 -
图表 19：梅林罐头详细预测表.....	- 14 -
图表 20：爱森详细预测表.....	- 15 -
图表 21：苏食详细预测表.....	- 15 -
图表 22：重庆梅林详细预测表.....	- 16 -
图表 23：销售收入分项预测 2——休闲食品业务（冠生园）.....	- 16 -

图表 24: 销售收入分项预测 3——食品分销业务..... - 17 -

图表 25: 上海梅林财务预测三张报表..... - 17 -

资产重组方案说明：意在打造中国肉类航母

- 上海梅林本次资产重组方案涉及向实际控制人光明食品集团购买资产（光明集团旗下子公司牛奶集团和上海、川东农场），以及向第一大股东益民食品一厂出售资产两个方面：
 - （一）向牛奶集团购买资产
 - 拟向牛奶集团购买的资产包括肉牛养殖业务资产、食品流通业务资产、饲料业务资产及相关的技术服务业务资产，四项业务收入体量合计 30.55 亿元、净利润合计 2729 万元，标的具体股权及财务数据（未经审计）如下表所示：。

图表 2: 公司本次重组方案标的的具体股权及财务数据

板块	序号	企业名称	股权比例 (%)	总资产 (万元)	净资产 (万元)	营业收入 (万元)
肉牛养殖业务资产	1	上海联豪食品有限公司	60	23,182.29	6,063.19	62,767.07
	2	上海牧仙神牛食品发展有限公司	60			
	3	上海德牛食品有限公司	100			
	4	上海牛奶集团金博奶牛科技发展有限公司	100			
	5	上海佳辰牧业有限公司	99			
	6	上牛国际有限公司	100			
	7	连云港金正牧业公司	51			
	8	连云港市绿缘牧业有限公司	51			
食品流通业务资产	1	上海牛奶棚食品有限公司	66.27	9,479.64	4,623.07	61,800.10
	2	上海和吉食品有限公司	100			
饲料业务	1	上海鼎牛饲料有限公司	100	85,185.73	23,775.75	180,668.42

资产	2	天津鼎牛弘业饲料有限公司	100			
	3	山东鼎牧国际贸易有限公司	100			
	4	上海鼎瀛农业有限公司	100			
	5	大丰鼎盛农业有限公司	100			
	6	上海鼎健饲料有限公司	100			
	7	上海金禾再生资源有限责任公司	100			
	8	单县派力秸秆饲料制粒有限公司	90			
	9	单县金凯饲料有限公司	55			
	10	上海天圣种业发展有限公司	66.66			
	11	上海大冠饲料科技有限公司	35			
	12	江苏东裕大冠饲料科技有限公司	43.5			
	技术服务业务资产	1	上海奶牛研究所有限公司			
2		上海乳品培训研究中心有限公司	100			
3		澳能畜牧科技发展有限公司	51			

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- **(二) 向上海农场、川东农场购买资产**
- 拟向上海农场及川东农场收购生猪养殖业务资产,具体包括生物性资产、存货、生猪养殖涉及的生产设备及相关的知识产权等资产。
- **(三) 向益民集团出售资产**
- 本公司及本公司全资子公司正广和网购拟分别向益民集团出售饮用水公

司 50%的股权，合计出售饮用水公司 100%股权。饮用水公司 2014 年度的营业收入为 20,064.28 万元、归属于母公司的净利润为 1,228.35 万元。最终交易价格将以第三方机构出具的评估结果为依据，由交易各方协商确定。出售饮用水公司符合光明集团对旗下饮用水资源和业务的协同整合，专注于以肉与肉制品为主的综合食品业务的发展。

- 涉及标的资产的审计、评估事项尚在进行中，根据未经审计的财务数据，预计本次交易不构成重大资产重组；本次交易均以现金交割，不涉及发行股份。

重组影响：收入增厚 30-40 亿元，优质资产完善产业布局

- 本次交易为光明集团理顺内部肉业板块关系，做强做大肉业板块的战略举措，同时也是继续推进集团资产证券化率提升的举措。光明集团三大食品主业中，乳业和糖业已经形成规模，集团未来要在肉业上取得重大突破，把肉类业务做大做强（2013 年提出了“百亿肉业发展计划”）。另外，光明集团确定了以资产证券化的方式推进混合所有制改革和国际化进程，计划 3-5 年内资产证券化率由目前的不到 20%提升到 50%。
- 我们认为此次注入的资产实际上可以分为两大块，一块是全产业链形式的牛肉业务资产，一块是生猪养殖资产。（1）此次注入的牛肉业务我们比较看好，行业发展前景也较为乐观（对行业的分析请见后文详细分析），包括 1.5 万头肉牛养殖规模、10 亿收入的牛肉进口、在天猫上创记录单品卖出 40 万份的联豪牛排，遍布上海的牛奶棚西点连锁等等；（2）注入资产还包括上游的饲料和生猪养殖资产，有些投资者表示担心资产较重，我们认为中国目前食品安全大背景下，自有全产业链的养殖业务仍是必需的，我们预计公司养殖自给比例会控制在 20%左右，既能有效降低养殖重资产运营风险，又能保证旗下中高端产品的一流品质：
 - 饲料业务：饲料业务是此次资产注入中体量最大的一块，收入达到 18 个亿，同时盈利保持正常水平。目前以奶牛、肉牛和猪饲料为主，其中奶牛饲料技术方面全国领先，拥有全国唯一的发酵 TMR 专利，并已建立了全国性的销售渠道。
 - 养殖业务：此次收购的肉牛养殖和生猪养殖资产主要为生物资产（据公开资料，上海牛奶集团肉牛养殖规模 1.5 万头左右，上海/川东农场生猪养殖规模在 30-40 万头）、生产设备以及知识产权，土地和房屋采用租赁的形式，所以资产并不是很重。而且养殖规模也将适度，自养比例控制在 20%，并通过饲料技术、管理手段和市场化价格控制养殖风险（牛奶集团养牛头均盈利是国内平均水平的 3-4 倍）。另外，随着光明集团海外布局的加快，进行资源的全球化配置，未来养殖成本会降得更低。

图表 3：联豪牛排单品销量 40 万分，维持天猫记录

图表 4：遍布上海的牛奶棚连锁门店



来源：齐鲁证券研究所



来源：齐鲁证券研究所

- 总之，随着上海牛奶集团和上海、川东农场相关资产的注入，上海梅林的肉制品业务将从猪肉，进一步拓展至牛羊肉等各类肉制品，同时完成了上下游一体化的布局，真正形成了大肉食板块，而采取适度规模又控制了养殖风险。我们预计 2015 年相关资产的注入将给公司带来 30-40 亿元的收入增厚。

新管理团队的思路：加强激励、整合渠道、并购整合产业链

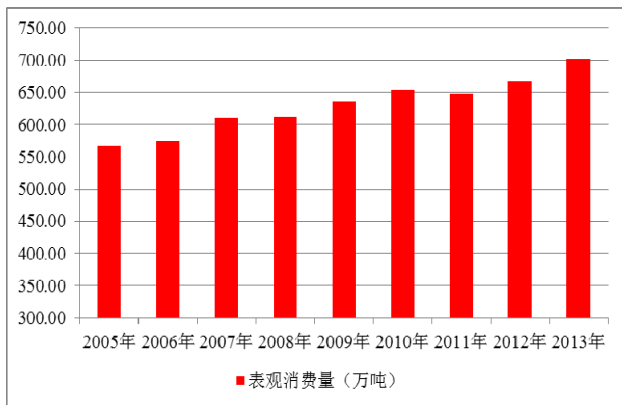
- 除了牛奶集团相关资产的注入外，公司的管理层也发生了改变，原牛奶集团董事长兼总经理沈伟平出任上海梅林总裁，也为公司经营管理和战略规划上带来了变化。上海牛奶集团在沈总的带领下，近十年发展非常快，收入由 2003 年的不到 3 亿，增长到 2014 年的近百亿，净利润由 400 万增长到 4 个多亿，并在奶牛养殖做出了很大成就。
- 变化一：运营去行政化，按照市场化运作和激励。沈总把自己定位为职业经理人，不要党委等行政头衔，站在全体股东的层面，完全按照市场化的运作方式和激励制度。股权激励以及混合方向态度坚决，集团也会大力支持。另外，牛奶集团在技术研发上的优势全部整合进来，沈总在技术研发上愿意花钱，会给予好的机制，加快大白兔、冠生园等老字号产品的升级。
- 变化二：渠道资源整合串联，减少费用支出。梅林的流通资源很好，但并没有利用好。新管理层上任后首先就是整合梅林的流通渠道，把原有的梅林、冠生园、爱森、苏食、光明便利以及注入的牛奶棚、联豪等整合起来，形成一个统一的网络和物流配送体系，从而减少费用和不必要的成本浪费。另外，公司的渠道布局未来是定位在全国的（冠生园、联豪目前已是全国性的），而不只是在长三角，会加大对经销商的扶持力度。
- 变化三：内生外延并举，两阶段发展规划。我们预计新管理层上任后，第一个三年即 2018 年收入达到 250 亿，利润翻番达到 4 个亿；第二个三年即 2021 年收入达到 500 亿、利润再翻番达到 8 个亿。而在内生性增长的同时，不排除适通过收购兼并获得外延式发展，弥补公司现有短板和产业链上的不足。

国内牛肉行业分析：行业高速增长，尚无全国化领导品牌

牛肉消费情况：近十年增长迅速，未来潜力仍然巨大

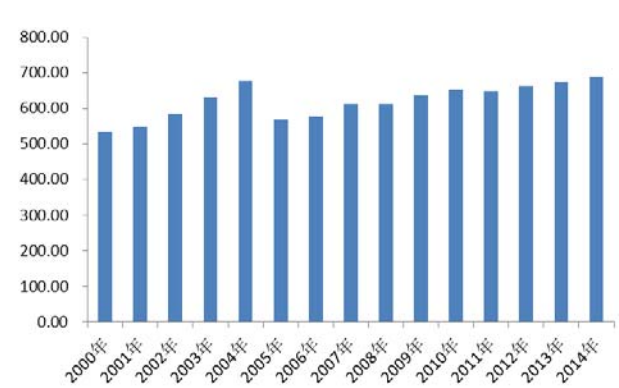
- 随着居民消费升级和膳食结构的转变，我国居民的人均牛肉消费量以及牛肉消费总量都出现了较大幅度的增长。在人均牛肉消费方面，我国人均牛肉年消费量由1990年的1.1千克上升到2010年的5千克左右，累计增长幅度达5倍；同期我国牛肉消费量占主要肉类消费的比重也显著提高，1990年-2008年牛肉消费占主要肉类消费的比重从4%提高到9%，提升了5个百分点，增长幅度仅次于禽肉消费。
- 在牛肉消费总量方面，2005年我国牛肉表观消费量为566.3万吨，2013年该数字上升到700余万吨，累计增长24%。我国每年牛肉产量与国内消费量基本相当，每年牛肉出口量很小，出口占我国牛肉总产量的比重不足0.5个百分点，且近年来持续下降。

图表 5：2005 年-2013 年我国牛肉表观消费量



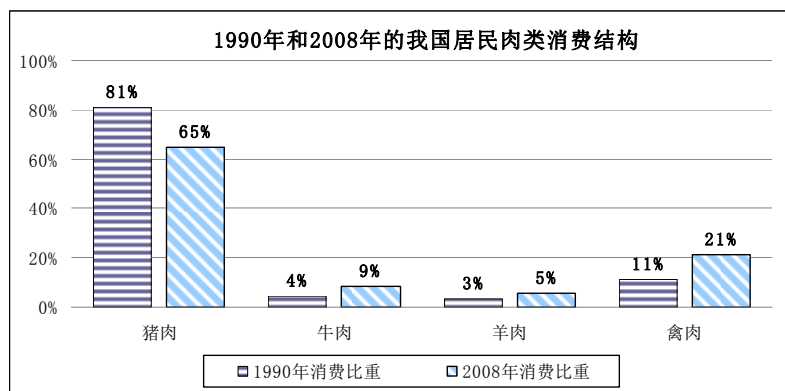
来源：出口数据来自海关信息网、齐鲁证券研究所

图表 6：国内牛肉产量近几年几乎没有增长



来源：WIND、齐鲁证券研究所

图表 7：牛肉消费占主要肉类消费的比重从 4% 提高到 9%



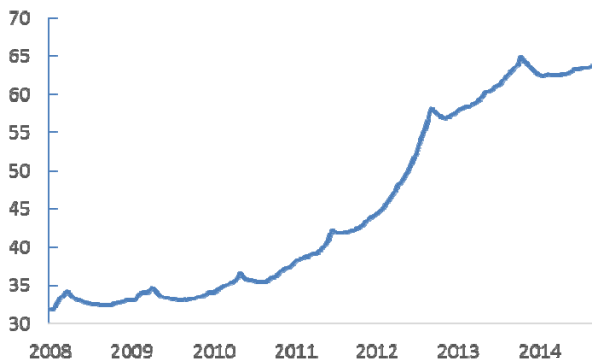
来源：《中国肉类年鉴 2008》、齐鲁证券研究所

- 近年来，我国牛肉市场一直处于供不应求状态，需求缺口不断增大。一方面，消费者收入增长、消费升级，不断增加牛肉的需求量；另一方面，受牛源供给不足影响，正规优质屠宰加工企业产能利用不足，牛肉供给总体上增长乏力，中、高档牛肉明显供给不足。因此，在供需逐渐失衡

的影响下，牛肉价格不断攀升。其中，以牛腿肉价格为例，2009年初牛腿肉价格约每公斤32元，2014年初价格上涨接近每公斤70元，涨幅一倍以上。可以预测，如果短时间内不能有效解决牛源紧张问题，牛肉供给就难以满足强劲的市场需求，牛肉价格将延续上涨趋势。

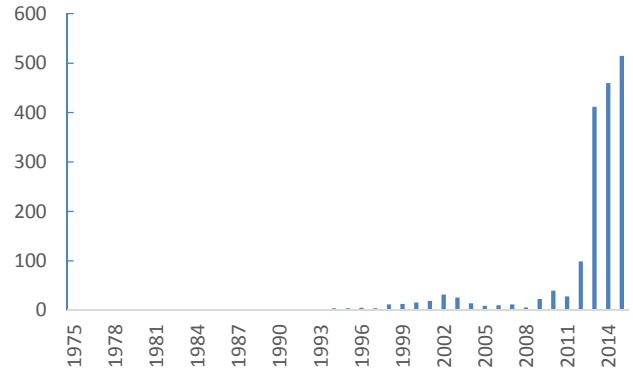
- 自2012年以来，我国进口牛肉量呈爆发式增长，预计2015年进口牛肉量将达51.5万吨，近3年总增长超过3倍。由于品质上的优势，进口牛肉已经逐渐在高端市场拥有了较强的竞争力。

图表 8: 牛肉价格 2008 年至今翻一番



来源: WIND、齐鲁证券研究所

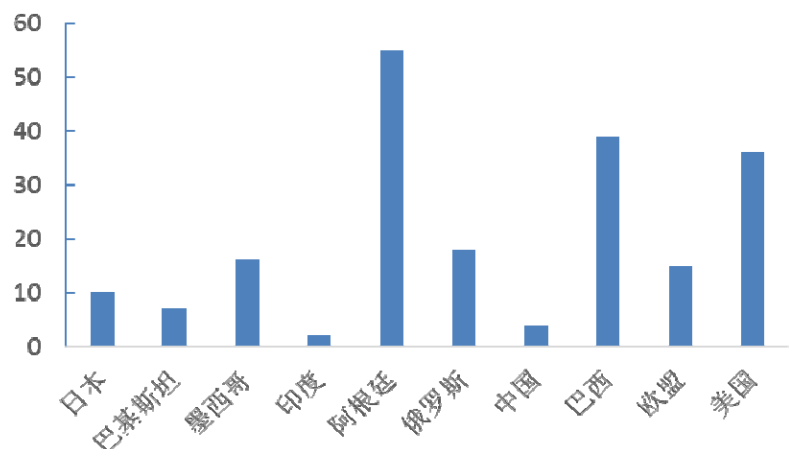
图表 9: 我国牛肉进口量近几年猛增



来源: WIND、齐鲁证券研究所

- 中国牛肉消费市场空间巨大。2010年国内人均牛肉年消费量在5千克左右(2010年的表观消费量/人口总量)，牛肉产销规模600多万吨，而若达到世界人均牛肉平均消费水平，我国牛肉市场尚有600万吨左右的增长空间，相当于国内目前的产量翻一倍。在规模巨大的牛肉市场中，低档牛肉的市场份额在萎缩，而中、高档牛肉的市场份额不断增加，相应的消费量将会出现快速增长，为行业内从事中高档牛肉生产的企业带来了巨大的市场机遇。

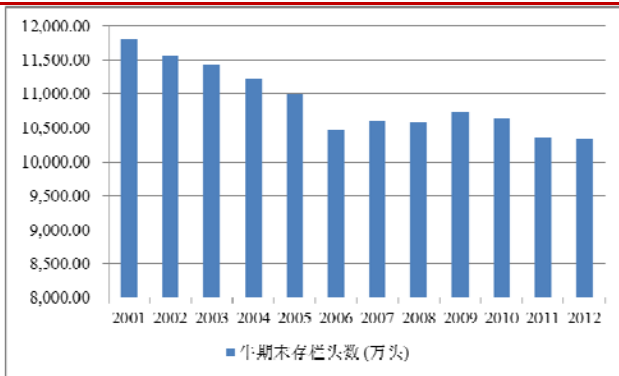
图表 10: 我国人均牛肉消费量和其他国家还有很大差距



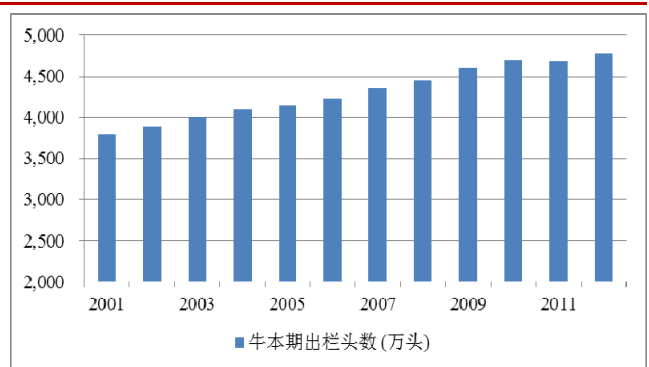
来源: Euromonitor、齐鲁证券研究所

牛肉供给情况：供给增加主要来自于出栏提速，牛源短期现象严重

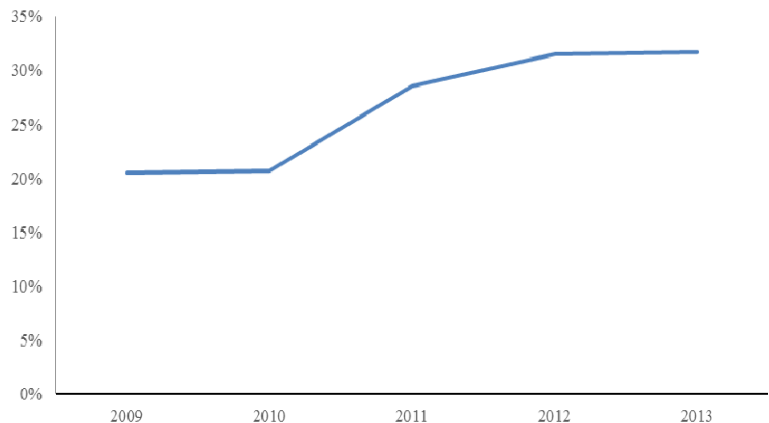
- 2000年至2012年我国牛肉年产量增长了160万吨，占肉类总产量的比重也上升到8%以上，但牛肉产量的增长并不是来源于活牛饲养数量的增长，而是来自于屠宰出栏速度的提高。2001年到2012年我国活牛出栏量由3,794万头上升到4,781万头，出栏速度远高于同期存栏增长速度；同期出栏率由30%上升到40%以上，严重超出25%的世界平均安全出栏水平。
- 出栏速度的不合理提高，虽然短期内可以增加牛肉供给，但是长期而言则加速了我国活牛存栏量的下降，损害了牛肉产业发展的根基——牛源，从而限制了我国未来牛肉生产行业的可持续发展。最近几年我国牛肉产量一直徘徊在600余万吨之间，活牛养殖情况的恶化导致了牛肉产量增长明显乏力，牛肉后续供给潜力严重不足，很多地方出现了“牛荒”的现象。
- 就目前我国肉牛产业所处的阶段以及牛源的稀缺性，我们认为公司目前采用全产业链模式有一定的优势和必要性。

图表 11：2001年-2012年我国活牛存栏变动


来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 12：2001年-2012年我国活牛出栏数量


来源：国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 13：国内肉牛散养利润率呈上升趋势


来源：WIND、齐鲁证券研究所

市场竞争格局：中档牛肉市场集中度很低，高档牛肉市场国产占比不足

- 根据艾格农业咨询，目前全国正规肉牛屠宰加工企业有 3,000 家左右。近年来，我国政府对肉类食品安全高度重视，对屠宰及肉类加工企业的监管力度日益加强，通过政府强制推广定点屠宰政策、技术设施标准、卫生防疫标准和环保要求，肉牛屠宰及肉制品加工行业的进入门槛大大提高，个体屠宰户和小型屠宰场逐渐减少，行业内逐渐产生了一批大型现代化肉牛屠宰加工企业，如长春皓月、福成五丰、内蒙古科尔沁、伊赛牛肉及秦宝牧业等。该类大型肉牛屠宰企业的产品大多以中档牛肉产品为主，主要给商场超市、宾馆酒店及食品公司供货。
- 中档牛肉市场集中度很低，没有形成全国化强势企业。虽然行业内已经形成了不少区域性领先企业，但是行业的集中度和集团化程度仍然较低，大型企业屠宰量占全国总量的比例很低。屠宰量排名领先的福成五丰的屠宰量为 3 万头左右，尚不足全国肉牛出栏量的 0.1%。大型企业之间的竞争并不激烈。

图表 14：国内高端牛肉市场代表公司

企业名称	发展情况
吉林省长春皓月清真肉业集团股份有限公司	该公司是集肉牛、肉羊屠宰加工于一体的综合农牧集团，其肉牛屠宰产能达到了 70 万头（数据取自该公司网站），是国内屠宰产能最大的企业，也是行业内公认的规模最大的企业。该公司的产品系列较全，涵盖了生鲜牛肉、熟食制品、生化制品以及皮革制品等；产品销售规模较大，且销售区域广泛，除在大陆地区销售外还出口香港、中东等地区。
河北福成五丰食品股份有限公司	该公司是行业规模较大的企业之一，行业地位突出。其产品主要为鲜冻牛肉，以中档牛肉产品为主。该公司市场主要集中在北京地区，该地区销售收入占其销售收入总额的 70% 左右。根据该公司披露的 2009 年、2010 年和 2011 年的财务报告，2009 年活牛屠宰量为 45,194 头、牛肉销售收入 32,848.31 万元、净利润 1,939.31 万元；2010 年活牛屠宰量下降到 31,073 头、牛肉销售收入下降到 25,635.87 万元、净利润下降到 -3,340.48 万元；2011 年活牛屠宰量为 30,252 头，牛肉销售收入下降到 23,967.28 万元、净利润为 1,427.81 万元。2012 年、2013 年牛肉销售收入分别为 23,507.98、19,245.17 万元。
内蒙古科尔沁牛业股份有限公司	该公司是行业内为数不多的农业产业化国家重点龙头企业之一，拥有育肥牛基地、屠宰加工场、草牧场、胚胎移植中心、餐饮连锁公司等多家下属企业，其年屠宰产能为 10 万头，产品以经过排酸、分割后的冷鲜、冷冻牛肉为主。

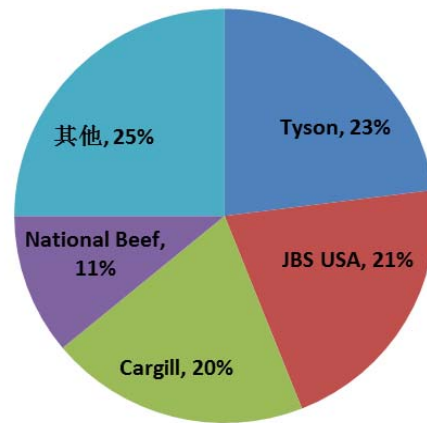
河南伊赛牛肉股份有限公司

该公司是行业内规模较大的企业，主导产品为排酸冰鲜分割牛肉、排酸调理品牛肉、排酸熟制品等。近年来该公司业务规模发展较快，根据该公司在天津股权交易所披露的 2011 年度报告，2011 年该公司销售收入 21,017.46 万元、净利润 1,539.71 万元。目前该公司正在建设肉牛养殖基地和专卖店，产品有向中高端市场发展的趋势。

此外，山东大地肉牛清真食品股份有限公司、沈阳绿丰食品有限公司、辽宁宏福肉类有限公司、云南爱妮农牧集团等大型肉牛屠宰企业的规模也较大，其产品分别在山东、辽宁、云南等地区具有一定的影响力。

来源：公司官网、齐鲁证券研究所

图表 15: 2013 年美国牛肉市场 CR5 高达 75%



来源：Euromonitor、齐鲁证券研究所

- 国内高端牛肉市场主要由国产高档牛肉、澳大利亚、新西兰等地的进口牛肉及部分走私牛肉构成，但国产高档牛肉市场占有率较低。目前，国内高档牛肉市场需求增长快速，但高档牛肉供给紧张。由于高档肉牛的繁育、饲养及高档牛肉生产的技术要求较高，国内从事高档牛肉生产企业数量较少（雪龙股份、秦宝牧业、吉林黑牛、大地肉牛、大连华牧等），各家企业高档肉牛的出栏量较小，市场占有率普遍较低。因此，国内高档牛肉企业之间的竞争并不激烈。
- 面对快速增长的高端牛肉市场及打击走私牛肉后出现的市场空白，高档牛肉生产企业的产量难以满足市场需求，因此这些企业主要将精力放在扩大高档肉牛的存栏量（这类企业大多采取从肉牛繁育到牛肉生产的一体化经营模式）、提高产品市场占有率以及增强自身品牌影响力等方面。由于高档牛肉市场行情紧俏，高档牛肉产品供不应求，行业内部分已经形成规模的大型企业以及行业外投资者也开始介入高档牛肉的生产。

图表 16: 国内高端牛肉市场代表公司

企业名称	发展情况
雪龙黑牛股份有限公司	<p>该公司成立于 2002 年 7 月（原名大连雪龙产业集团有限公司），是国内较早从事高档肉牛养殖及高档牛肉生产的企业。经过多年发展，目前该公司已形成了集高品质肉牛繁育、养殖、屠宰、加工、销售于一体的全产业链经营格局，同时还从事饲料加工、粪肥处理等业务，为高新技术企业和国家级农业产业化龙头企业。</p> <p>雪龙股份通过将当地黄牛与澳大利亚和牛等品种进行杂交或胚胎移植培育成了“雪龙黑牛”，在国内高档牛肉市场知名度较高。雪龙股份的主要经营模式为“公司+基地+农户”，产品除在大连地区销售外，还通过中高档餐饮、宾馆饭店、商超连锁店及专卖店等渠道在全国主要城市销售。该公司网站资料显示，“雪龙黑牛”存栏量在 1 万头左右。</p>
吉林黑毛牛业有限公司	<p>该公司成立于 2003 年，是从事优质高档肉牛开发和生产的专业公司。该公司于 2003 年引进日本和牛，将蛟河当地的黄牛与和牛杂交培育了“天一冈山黑牛”，是典型的高档肉牛。该公司网站资料显示，其采取公司+农户的方式繁育优质高档肉牛，现已繁育 1.2 万头，育肥 6,000 头，出栏屠宰育肥牛 3,200 头。</p>
山东大地肉牛清真食品股份有限公司	<p>该公司是一家以饲料加工、肉牛繁育养殖、屠宰、分割、精细加工、冷藏销售为一体的农业产业化省级重点龙头企业，该公司于 2009 年 12 月底在天津股权交易所上市，于 2011 年 12 月终止挂牌交易。根据该公司在天津股权交易所披露的 2010 年年报，2010 年实现销售收入 11,341.93 万元、净利润 1,203.84 万元。</p>

来源：公司官网、齐鲁证券研究所

财务预测和投资建议

- 资产注入完成后，预计 2015-16 年收入为 160 亿、195 亿元，按 1-1.2 倍市销率计算，目标市值 160-192 亿元，对应目标价 17-20.4 元，重申“买入”。我们看好上海梅林的逻辑维持不变，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，不考虑资产注入预计 2014-16 年销售收入 114、132、155 亿元，对应 EPS0.19、0.22、0.27 元。

■ 以下财务预测暂不考虑本次资产注入。

图表 17: 上海梅林销售收入预测总表 (暂不考虑资产注入)

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 18: 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 19: 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%
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 20: 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%	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%
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%
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%
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 21: 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 22: 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 23: 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 (+/-)	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 24：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 (+/-)		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 25：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
负债总计	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

	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。