

上海梅林(600073.SH)

Q4 业绩骤降是题中应有之意, 2015 轻装上阵 打造肉类航母

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.qizq.com.cn huangwj@r.qizq.com.cn
 2015 年 3 月 31 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)	12.35
市值(百万元)	11580.97
流通市值(百万元)	10160.84

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7,852.2	10,376.	10,591.	12,230.	14,505.
营业收入增速	23.87%	32.15%	2.35%	15.47%	18.61%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	-14.53%	20.06%	19.17%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.19	0.16	0.19	0.23
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	59.65	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%	6.31%	7.29%	8.24%
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

股价与行业 市场走势对比



投资要点

- 上海梅林公布 2014 年年报, 财报结果低于市场预期。**2014 年公司实现销售收入 105.91 亿元, 同比增长 2.35%; 实现归属上市公司股东净利润 1.33 亿元, 同比下滑 14.53%; 对应 2014 年 EPS 为 0.16 元, ROE 为 6.31%。分红预案为每 10 股派现金红利 0.6 元, 分红率 42%。
- 前三季度业绩增长, 但 Q4 净利润同比下滑 6 成, 是题中应有之意, 通过更加审慎的会计处理, 将历史包袱彻底清理干净。**Q4 单季毛利额由 4000 万上升至 4500 万, 同比增长 12%, 但期间费用同比大幅增长 4000 万元, 使净利润率大幅下滑至 0.21%。我们认为对 Q4 业绩的大幅下滑是一次性的调整, 无需过于恐慌, 相反更加有助于新管理团队进行内部整合和理顺激励体系, 在 2015 年轻装上阵。
- 回顾 2014 年, 屠宰业务受猪价影响下滑幅度较大, 肉制品业务增长稳健, 休闲食品、食品分销业务保持较快增长。**由于 2014 年猪价承压(均价同比去年下滑 10.7%)和春节较晚等原因, 公司收入受占比近一半的屠宰业务影响较大, 爱森、苏食等屠宰子公司收入均出现下滑, 但肉制品业务罐头深加工仍然保持了 10%左右的稳健增长, 军工路罐头改造项目也接近完成, 产能限制明后两年将逐渐破除; 公司另一大食品主业休闲食品业务保持较快增长, 2014 年冠生园收入同比增长 15.3%, 超过 20 亿元; 公司食品分销业务受进口食品需求强劲影响, 收入同比增长 25%, 达到 25 亿元。就 2014 年全年来看, 公司收入增长虽然不算突出, 但在 2014 年整体消费低迷的情况下已实属不易。
- 我们自去年 7 月份推荐以来, 看好上海梅林的逻辑始终在于国企改革进程带来的效率提升, 2015 年上海梅林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, 同时新管理层值得期待。**2015 年 3 月 27 日公司发布公告, 拟注入实际控制人光明集团旗下的牛肉猪肉相关资产, 资产注入后将使公司收入增厚 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，并完成了上下游一体化的布局，真正形成了大肉食板块，而养殖采取适度规模又控制了养殖风险。同时，原牛奶集团 CEO 沈伟平出任上海梅林总裁，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（具体请参见我们 3 月 27 日深度报告《上海梅林_大股东注入相关资产，肉类航母扬帆启航》）。
- 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”。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 2015-16 年销售收入 122、145 亿元，略微下调盈利预测，预计 2015-16 年对应 EPS 分别为 0.19、0.23 元。
- 风险提示：食品安全问题、注入进度不达预期

图表 1：上海梅林销售收入预测总表

单位：人民币百万元

项 目	2011	2012	2013	2014A	2015E	2016E
肉及肉制品						
销售收入	3,188.22	3,969.37	6,268.94	6,029.36	7,061.62	8,310.48
增长率 (YOY)	43.11%	24.50%	57.93%	-3.82%	17.12%	17.69%
毛利率	9.10%	13.25%	13.10%	13.92%	14.29%	14.47%
销售成本	2,898.07	3,443.34	5,447.75	5,190.15	6,052.31	7,107.56
增长率 (YOY)	39.89%	18.82%	58.21%	-4.73%	16.61%	17.44%
毛利	290.15	526.03	821.19	839.21	1,009.31	1,202.91
增长率 (YOY)	85.79%	81.30%	56.11%	2.19%	20.27%	19.18%
占总销售额比重	55.60%	50.55%	60.41%	57.00%	57.34%	57.24%
占主营业务利润比重	36.83%	47.46%	56.50%	53.78%	55.62%	56.60%
冠生园						
销售收入	1,222.58	1,540.51	1,735.85	2,002.28	2,215.00	2,567.00
增长率 (YOY)	—	26.00%	12.68%	15.35%	10.62%	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	1,443.64	1,592.59	1,858.51
增长率 (YOY)	—	35.06%	14.99%	15.22%	10.32%	16.70%
毛利	415.80	450.91	482.91	558.64	622.42	708.49
增长率 (YOY)	—	8.44%	7.10%	15.68%	11.42%	13.83%
占总销售额比重	21.32%	19.62%	16.73%	18.93%	17.99%	17.68%
占主营业务利润比重	52.78%	40.68%	33.23%	35.80%	34.30%	33.34%
食品分销						
销售收入	1,295.70	2,308.16	2,336.61	2,510.00	3,000.00	3,600.00
增长率 (YOY)	—	78.14%	1.23%	7.42%	19.52%	20.00%
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	2,384.50	2,856.00	3,427.20
增长率 (YOY)	—	78.11%	0.51%	7.29%	19.77%	20.00%
毛利	54.29	97.12	114.19	125.50	144.00	172.80
增长率 (YOY)	—	78.89%	17.58%	9.90%	14.74%	20.00%
占总销售额比重	22.60%	29.39%	22.52%	23.73%	24.36%	24.80%
占主营业务利润比重	6.89%	8.76%	7.86%	8.04%	7.94%	8.13%
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%	0.35%	0.32%	0.28%
占主营业务利润比重	3.50%	3.09%	2.41%	2.37%	2.15%	1.93%
销售收入小计	5734.10	7852.28	10376.48	10578.64	12315.62	14518.48
销售成本小计	4946.26	6743.99	8923.10	9018.29	10500.89	12393.27
毛利	787.84	1108.29	1453.38	1560.35	1814.73	2125.21
平均毛利率	13.74%	14.11%	14.01%	14.75%	14.74%	14.64%

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	2014A	2015E	2016E
总收入 (百万元)	3,188	3,969	6,269	6,029	7,062	8,310
收入yoy	43.1%	24.5%	57.9%	-3.8%	17.1%	17.7%
总毛利率	9.1%	13.3%	13.1%	13.9%	14.3%	14.5%
毛利率 (+/-)	2.1%	4.2%	-0.2%	0.8%	0.4%	0.2%
总毛利 (百万元)	290	526	821	839	1,009	1,203

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	2014A	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	2014A	2015E	2016E
屠宰生猪 (万头)	29	37	46	45	54	58
屠宰量yoy	11.5%	27.6%	24.3%	-2.2%	20.0%	7.4%
屠宰产能	30	50	70	80	100	100
产能利用率	97%	74%	66%	56%	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	868	1,068	1,167
收入yoy	22.2%	29.3%	43.2%	-5.6%	23.1%	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	170	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	2014A	2015E	2016E
屠宰生猪(万头)	-	75	78	72	80	85
屠宰量yoy	-		4.0%	-7.7%	11.1%	6.3%
屠宰产能	-	120	120	120	150	150
产能利用率	-	63%	65%	60%	53%	57%
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	1,288	1,485	1,616
屠宰收入yoy	46.6%	13.8%	12.1%	-11.2%	15.3%	8.8%
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	86	94	95
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	2,238	2,685	3,316
总收入yoy	25.9%	2.6%	18.0%	2.8%	20.0%	23.5%
总毛利率	7.7%	9.1%	8.9%	9.2%	9.1%	8.9%
总毛利(百万元)	139	168	193	206	244	295

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	2014A	2015E	2016E
屠宰生猪(万头)	104	110	102	85	90	95
屠宰量yoy	6.1%	5.8%	-7.3%	-16.7%	5.9%	5.6%
屠宰产能	270	300	300	300	300	300
产能利用率	39%	37%	34%	28%	30%	32%
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	1,521	1,666	1,785
收入yoy	21.7%	3.6%	11.5%	-20.2%	9.6%	7.2%
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	58	67	73
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	2014A	2015E	2016E
销售收入 (百万元)	1,223	1,541	1,736	2,002	2,215	2,567
收入yoy	18.8%	26.0%	12.7%	15.3%	10.6%	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	559	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	2014A	2015E	2016E
进出口业务						
收入 (百万元)	1,296	1,588	1,553	1,680	1,850	2,200
收入yoy	-5.4%	22.6%	-2.2%	8.2%	10.1%	18.9%
正广和网购 (含饮用水业务)						
收入 (百万元)	-	720	784	830	1,150	1,400
收入yoy	-		8.8%	5.9%	38.6%	21.7%
总收入 (百万元)	1,296	2,308	2,337	2,510	3,000	3,600
总收入yoy	-5.4%	78.1%	1.2%	7.4%	19.5%	20.0%
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	126	144	173

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	2014A	2015E	2016E
销售净收入	6,339	7,852	10,376	10,614	12,316	14,518
增长率	27.03%	23.9%	32.1%	2.3%	16.0%	17.9%
销售成本	-5,325	-6,630	-8,799	-8,934	-10,364	-12,234
%收入	84.0%	84.4%	84.8%	84.2%	84.2%	84.3%
毛利	1,014	1,222	1,578	1,681	1,952	2,285
%收入	16.0%	15.6%	15.2%	15.8%	15.8%	15.7%
销售及行政费用	-867	-994	-1,243	-1,357	-1,552	-1,829
%收入	13.7%	12.7%	12.0%	12.8%	12.6%	12.6%
EBITDA	147	228	335	324	400	456
%收入	2.3%	2.9%	3.2%	3.1%	3.2%	3.1%
折旧与摊销	-78	-92	-112	-117	-137	-160
%收入	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
EBIT	68	136	223	207	263	296
%收入	1.1%	1.7%	2.2%	2.0%	2.1%	2.0%
利息费用	-79	-50	-86	-71	-74	-90
投资收益	189	35	32	27	30	40
税前经营收益	179	121	169	163	219	246
%收入	2.8%	1.5%	1.6%	1.5%	1.8%	1.7%
其他非经营收益	9	47	35	36	38	43
税前利润	188	169	204	199	257	289
%收入	3.0%	2.1%	2.0%	1.9%	2.1%	2.0%
所得税	-36	-39	-39	-38	-49	-55
所得税率	19.3%	23.3%	19.2%	19.1%	19.2%	19.1%
少数股东损益	-1	-11	10	14	31	22
归属于普通股股东净利润	152	140	155	147	176	211
净利率	2.4%	1.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014A	2015E	2016E
净利润	152	129	165	161	207	234
少数股东损益	0	0	0	14	31	22
非现金支出	110	101	116	116	139	162
非经营收益	-133	38	69	67	88	91
营运资金变动	16	-229	-143	126	-107	-102
经营活动现金净流	145	39	207	483	358	407
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	550	284	241
其他	-43	-164	-206	-137	-214	-233
筹资活动现金净流	1,491	47	-16	1,410	69	9
现金净流量	387	-108	171	1,680	118	111

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014A	2015E	2016E
货币资金	1,214	964	1,079	2,745	2,832	2,920
应收账款	708	844	744	740	893	1,052
存货	681	868	985	942	1,122	1,358
其他流动资产	249	228	281	280	309	347
流动资产合计	2,852	2,904	3,089	4,708	5,156	5,678
%总资产	61.7%	55.2%	55.6%	64.2%	64.2%	64.7%
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%	35.8%	35.8%	35.3%
资产总计	4,618	5,257	5,559	7,337	8,027	8,780
短期借款	1,070	1,475	1,596	2,149	2,435	2,677
应付账款	1,415	1,566	1,679	1,766	2,048	2,416
其他流动负债	48	-64	-157	-116	-144	-181
流动负债	2,533	2,977	3,118	3,799	4,338	4,912
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	3,982	4,520	5,093
普通股股东权益	1,844	1,876	1,983	3,070	3,190	3,345
少数股东权益	157	191	271	285	316	339
负债股东权益合计	4,618	5,257	5,559	7,338	8,026	8,777

比率分析						
	2011	2012	2013	2014A	2015E	2016E
每股指标						
每股收益(元)	0.306	0.187	0.189	0.157	0.188	0.225
每股净资产(元)	3.699	2.508	2.411	3.274	3.402	3.568
每股经营现金净流(元)	0.291	0.052	0.252	0.500	0.349	0.410
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%	4.78%	5.53%	6.31%
总资产收益率	3.30%	2.67%	2.79%	2.00%	2.20%	2.41%
投入资本收益率	3.47%	4.43%	7.22%	6.74%	7.50%	7.57%
增长率						
主营业务收入增长率	27.03%	23.87%	32.15%	2.29%	16.03%	17.89%
EBIT增长率	-4.20%	98.96%	63.96%	-7.23%	26.96%	12.52%
净利润增长率	88.17%	-8.10%	10.85%	-5.51%	20.12%	19.82%
总资产增长率	24.00%	13.83%	5.75%	31.97%	9.42%	9.37%
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	41.9	39.2	36.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.27%	27.99%	23.35%	-17.57%	-11.20%	-6.50%
EBIT利息保障倍数	1.9	4.6	3.9	2.5	2.5	2.6

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。