

## 上海梅林(600073.SH)

### 业绩释放动力加大，坚定看好公司改革进程

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **17-20.4**

分析师

胡彦超

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qizq.com.cn

2015年4月21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)     | 12.92    |
| 市值(百万元)   | 12115.47 |
| 流通市值(百万元) | 10629.80 |

#### 业绩预测

| 指标           | 2013A   | 2014A   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)    | 10,376. | 10,591. | 16,080. | 19,529. | 22,412. |
| 营业收入增速       | 32.15%  | 2.35%   | 51.83%  | 21.45%  | 14.76%  |
| 净利润增长率       | 10.85%  | -14.53% | 25.43%  | 37.28%  | 39.06%  |
| 摊薄每股收益(元)    | 0.19    | 0.16    | 0.18    | 0.24    | 0.34    |
| 前次预测每股收益(元)  | 0.19    | 0.16    | 0.18    | 0.24    | 0.34    |
| 市场预测每股收益(元)  |         |         |         |         |         |
| 偏差率(本次-市场/市) |         |         |         |         |         |
| 市盈率(倍)       | 46.51   | 66.26   | 70.06   | 51.03   | 36.70   |
| PEG          | 4.29    | 3.17    | 2.75    | 1.37    | 0.94    |
| 每股净资产(元)     | 2.41    | 2.56    | 3.39    | 3.57    | 3.85    |
| 每股现金流量(元)    | 0.25    | 0.17    | 0.26    | 0.25    | 0.43    |
| 净资产收益率       | 7.83%   | 4.33%   | 5.24%   | 6.83%   | 8.80%   |
| 市净率          | 3.64    | 2.87    | 3.67    | 3.48    | 3.23    |
| 总股本(百万元)     | 822.74  | 937.73  | 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 2015 年一季报，收入略低于预期，利润超预期。2015 年一季度公司实现销售收入 25.76 亿元，同比下滑 7.53%；实现归属上市公司股东净利润 4506.08 万元，同比增加 13.51%；扣非后净利润 4138.65 万元，同比增加 16.67%；对应一季度 EPS 为 0.048 元，ROE 为 1.46%，毛利率同比上升 1.21pct 至 16.62%，净利润率达到了 1.82%，为 2012 年底苏食并表以来的一季度新高。
- 公司一季度收入下滑的主要原因在于食品进出口收入出现较大幅度的下降，而生猪屠宰、罐头、冠生园等其他主业仍然保持稳健增长。公司食品进出口业务占比达到 15%左右，去年基数较高，2014 年一季度同比增长 60%以上，在进口奶需求逐渐放缓的情况下，公司食品进出口业务出现下滑，从而拖累公司一季度总体收入，但公司生猪屠宰、罐头、冠生园等其他主业依然保持稳健增长。
- 公司净利润增长的主要原因在于由于屠宰业务占比提升，实际所得税率较去年一季度大幅下降 4.2pct，而且公司业绩释放的动力开始加大。我们之前年报点评指出，2014 年 Q4 公司净利润大幅下滑是题中应有之意和一次性的调整，即通过更加审慎的会计处理，将历史包袱彻底清理干净，从而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。公司一季度的业绩表现验证了我们的判断，公司净利润率达到了 1.82%，为 2012 年底苏食并表以来的一季度新高。
- 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》）。但由于公司新管理层刚刚到位，很多想法和变化的落实仍需要一段时间，不过管理层态度坚决、方向正确，我们坚定看好公司改革进程，一季度的业绩释放也表明了公司市场化程度的加深。

- 资产注入完成后（预计 6 月前完成），预计 2015-16 年收入为 160、195、224 亿元，按 2015 年 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。资产注入后，预计 2015-16 年公司实现销售收入 160、195、224 亿元，对应 EPS 分别为 0.18、0.24、0.34 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**
**产品销售收入**

单位：人民币百万元

| 项 目              | 2012           | 2013            | 2014            | 2015E           | 2016E           | 2017E           |
|------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>肉及肉制品</b>     |                |                 |                 |                 |                 |                 |
| 销售收入             | 3,969.37       | 6,268.94        | 6,065.14        | 7,738.81        | 9,706.32        | 11,291.60       |
| 增长率 (YOY)        | 78.18%         | 57.93%          | -3.25%          | 27.59%          | 25.42%          | 16.33%          |
| 毛利率              | 13.25%         | 13.10%          | 13.89%          | 14.07%          | 14.13%          | 14.46%          |
| 销售成本             | 3,443.34       | 5,447.75        | 5,222.63        | 6,649.86        | 8,334.66        | 9,659.25        |
| 增长率 (YOY)        | 66.22%         | 58.21%          | -4.13%          | 27.33%          | 25.34%          | 15.89%          |
| 毛利               | 526.03         | 821.19          | 842.50          | 1,088.95        | 1,371.65        | 1,632.34        |
| 增长率 (YOY)        | 236.84%        | 56.11%          | 2.60%           | 29.25%          | 25.96%          | 19.01%          |
| 占总销售额比重          | 50.55%         | 60.41%          | 57.25%          | 48.13%          | 49.70%          | 50.38%          |
| 占主营业务利润比重        | 47.46%         | 56.50%          | 53.92%          | 52.70%          | 54.08%          | 54.51%          |
| <b>冠生园</b>       |                |                 |                 |                 |                 |                 |
| 销售收入             | 1,540.51       | 1,735.85        | 2,002.28        | 2,215.00        | 2,667.00        | 3,100.00        |
| 增长率 (YOY)        | —              | 12.68%          | 15.35%          | 10.62%          | 20.41%          | 16.24%          |
| 毛利率              | 29.27%         | 27.82%          | 27.90%          | 28.10%          | 27.60%          | 28.00%          |
| 销售成本             | 1,089.60       | 1,252.94        | 1,443.64        | 1,592.59        | 1,930.91        | 2,232.00        |
| 增长率 (YOY)        | —              | 14.99%          | 15.22%          | 10.32%          | 21.24%          | 15.59%          |
| 毛利               | 450.91         | 482.91          | 558.64          | 622.42          | 736.09          | 868.00          |
| 增长率 (YOY)        | —              | 7.10%           | 15.68%          | 11.42%          | 18.26%          | 17.92%          |
| 占总销售额比重          | 19.62%         | 16.73%          | 18.90%          | 13.77%          | 13.66%          | 13.83%          |
| 占主营业务利润比重        | 40.68%         | 33.23%          | 35.75%          | 30.12%          | 29.02%          | 28.98%          |
| <b>食品分销</b>      |                |                 |                 |                 |                 |                 |
| 销售收入             | 2,308.16       | 2,336.61        | 2,490.00        | 4,100.00        | 4,860.00        | 5,500.00        |
| 增长率 (YOY)        | —              | 1.23%           | 6.56%           | 64.66%          | 18.54%          | 13.17%          |
| 毛利率              | 4.21%          | 4.89%           | 5.00%           | 4.80%           | 4.80%           | 5.00%           |
| 销售成本             | 2,211.04       | 2,222.42        | 2,365.50        | 3,903.20        | 4,626.72        | 5,225.00        |
| 增长率 (YOY)        | —              | 0.51%           | 6.44%           | 65.01%          | 18.54%          | 12.93%          |
| 毛利               | 97.12          | 114.19          | 124.50          | 196.80          | 233.28          | 275.00          |
| 增长率 (YOY)        | —              | 17.58%          | 9.03%           | 58.07%          | 18.54%          | 17.88%          |
| 占总销售额比重          | 29.39%         | 22.52%          | 23.50%          | 25.50%          | 24.88%          | 24.54%          |
| 占主营业务利润比重        | 8.76%          | 7.86%           | 7.97%           | 9.52%           | 9.20%           | 9.18%           |
| <b>其他 (包含饲料)</b> |                |                 |                 |                 |                 |                 |
| 销售收入             | 34.24          | 35.08           | 37.00           | 2,026.35        | 2,296.64        | 2,521.20        |
| 增长率 (YOY)        | —              | 2.47%           | 5.47%           | 5376.62%        | 13.34%          | 9.78%           |
| 毛利率              | 100.00%        | 100.00%         | 100.00%         | 7.80%           | 8.50%           | 8.70%           |
| 销售成本             | 0.00           | 0.00            | 0.00            | 1,868.29        | 2,101.43        | 2,301.86        |
| 增长率 (YOY)        | —              | —               | —               | —               | 12.48%          | 9.54%           |
| 毛利               | 34.24          | 35.08           | 37.00           | 158.06          | 195.21          | 219.34          |
| 增长率 (YOY)        | —              | 2.47%           | 5.47%           | 327.18%         | 23.51%          | 12.36%          |
| 占总销售额比重          | 0.44%          | 0.34%           | 0.35%           | 12.60%          | 11.76%          | 11.25%          |
| 占主营业务利润比重        | 3.09%          | 2.41%           | 2.37%           | 7.65%           | 7.70%           | 7.32%           |
| <b>销售收入小计</b>    | <b>7852.28</b> | <b>10376.48</b> | <b>10594.42</b> | <b>16080.15</b> | <b>19529.96</b> | <b>22412.80</b> |
| <b>销售成本小计</b>    | <b>6743.99</b> | <b>8923.10</b>  | <b>9031.78</b>  | <b>14013.93</b> | <b>16993.72</b> | <b>19418.11</b> |
| <b>毛利</b>        | <b>1108.29</b> | <b>1453.38</b>  | <b>1562.64</b>  | <b>2066.22</b>  | <b>2536.24</b>  | <b>2994.69</b>  |
| <b>平均毛利率</b>     | <b>14.11%</b>  | <b>14.01%</b>   | <b>14.75%</b>   | <b>12.85%</b>   | <b>12.99%</b>   | <b>13.36%</b>   |

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  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 总收入 (百万元) | 3,188 | 3,969 | 6,269 | 6,065 | 7,739 | 9,706 | 11,292 |
| 收入yoy     | 43.1% | 24.5% | 57.9% | -3.3% | 27.6% | 25.4% | 16.3%  |
| 总毛利率      | 9.1%  | 13.3% | 13.1% | 13.9% | 14.1% | 14.1% | 14.5%  |
| 毛利率 (+/-) | 2.1%  | 4.2%  | -0.2% | 0.8%  | 0.2%  | 0.1%  | 0.3%   |
| 总毛利 (百万元) | 290   | 526   | 821   | 843   | 1,089 | 1,372 | 1,632  |

来源：齐鲁证券研究所

**图表 3：梅林罐头详细预测表**

| 梅林 (罐头)    | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 罐头产量 (万吨)  | 4.7    | 4.9    | 5.0    | 5.4    | 6.2    | 7.5    | 9.0    |
| 产量yoy      |        | 4.3%   | 2.0%   | 8.0%   | 14.8%  | 21.0%  | 20.0%  |
| 罐头产能       | 4.5    | 4.5    | 4.5    | 5.5    | 8      | 9      | 9      |
| 产能利用率      | 104%   | 109%   | 111%   | 98%    | 78%    | 83%    | 100%   |
| 平均售价 (元/吨) | 22,195 | 23,057 | 25,357 | 25,982 | 27,053 | 28,021 | 28,850 |
| 价格yoy      |        | 3.9%   | 10.0%  | 2.5%   | 4.1%   | 3.6%   | 3.0%   |
| 销售收入 (百万元) | 1,043  | 1,130  | 1,268  | 1,403  | 1,677  | 2,102  | 2,597  |
| 收入yoy      |        | 19.5%  | 8.3%   | 12.2%  | 10.7%  | 19.5%  | 23.6%  |
| 单位成本 (元/吨) | 18,550 | 16,465 | 17,845 | 18,473 | 19,208 | 19,867 | 20,397 |
| 单位成本yoy    |        | -11.2% | 8.4%   | 3.5%   | 4.0%   | 3.4%   | 2.7%   |
| 毛利率        | 16.4%  | 28.6%  | 29.6%  | 28.9%  | 29.0%  | 29.1%  | 29.3%  |
| 毛利率 (+/-)  |        | 6.8%   | 12.2%  | 1.0%   | -0.7%  | 0.1%   | 0.2%   |
| 毛利 (百万元)   | 171    | 323    | 376    | 405    | 486    | 612    | 761    |
| 单位毛利 (元/吨) | 3,645  | 6,592  | 7,512  | 7,509  | 7,845  | 8,154  | 8,453  |

来源：齐鲁证券研究所

**图表 4：爱森详细预测表**

| 爱森         | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 屠宰生猪 (万头)  | 29    | 37    | 46    | 45    | 50    | 60    | 70    |
| 屠宰量yoy     |       | 11.5% | 27.6% | 24.3% | -2.2% | 11.1% | 20.0% |
| 屠宰产能       | 30    | 50    | 70    | 80    | 100   | 100   | 100   |
| 产能利用率      | 97%   | 74%   | 66%   | 56%   | 50%   | 60%   | 70%   |
| 头均售价 (元/头) | 1,712 | 1,736 | 1,999 | 1,928 | 1,978 | 2,012 | 2,053 |
| 价格yoy      |       | 9.5%  | 1.4%  | 15.1% | -3.5% | 2.6%  | 1.7%  |
| 收入 (百万元)   | 497   | 642   | 919   | 868   | 989   | 1,207 | 1,437 |
| 收入yoy      |       | 22.2% | 29.3% | 43.2% | -5.6% | 14.0% | 22.1% |
| 头均成本 (元/头) | 1,333 | 1,354 | 1,616 | 1,550 | 1,578 | 1,608 | 1,642 |
| 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% | 20.0% |
| 毛利率 (+/-)  |       | 1.8%  | -0.2% | -2.8% | 0.5%  | 0.6%  | -0.1% |
| 毛利 (百万元)   | 110   | 141   | 176   | 170   | 200   | 243   | 287   |
| 头均毛利 (元/头) | 379   | 382   | 383   | 378   | 400   | 404   | 411   |

来源：齐鲁证券研究所

**图表 5: 苏食详细预测表**

| 苏食          | 2011  | 2012   | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 屠宰生猪(万头)    | -     | 75     | 78    | 74    | 80    | 97    | 105   |
| 屠宰量yoy      | -     |        | 4.0%  | -5.1% | 8.1%  | 21.3% | 8.2%  |
| 屠宰产能        | -     | 120    | 120   | 120   | 150   | 150   | 150   |
| 产能利用率       | -     | 63%    | 65%   | 62%   | 53%   | 65%   | 70%   |
| 头均售价(元/头)   | -     | 1,725  | 1,860 | 1,789 | 1,856 | 1,901 | 1,925 |
| 价格yoy       | -     |        | 7.8%  | -3.8% | 3.7%  | 2.4%  | 1.3%  |
| 屠宰收入(百万元)   | 1,137 | 1,294  | 1,451 | 1,324 | 1,485 | 1,844 | 2,021 |
| 屠宰收入yoy     | 46.6% | 13.8%  | 12.1% | -8.7% | 12.2% | 24.2% | 9.6%  |
| 头均成本(元/头)   | -     | 1,607  | 1,747 | 1,678 | 1,739 | 1,789 | 1,810 |
| 成本yoy       | -     |        | 8.7%  | -3.9% | 3.6%  | 2.9%  | 1.2%  |
| 屠宰毛利率       | 4.6%  | 6.9%   | 6.1%  | 6.7%  | 6.3%  | 5.9%  | 6.0%  |
| 屠宰毛利率(+/-)  | -0.7% | 2.3%   | -0.8% | 0.6%  | -0.4% | -0.4% | 0.1%  |
| 屠宰毛利(百万元)   | 52    | 89     | 88    | 89    | 94    | 109   | 121   |
| 头均毛利(元/头)   | -     | 119    | 113   | 120   | 117   | 112   | 116   |
| 其他收入(百万元)   | 661   | 552    | 727   | 950   | 1200  | 1700  | 1900  |
| 其他收入yoy     | 1.2%  | -16.5% | 31.7% | 30.8% | 26.3% | 41.7% | 11.8% |
| 其他收入毛利率     | 13.0% | 14.3%  | 14.4% | 14.0% | 14.2% | 14.1% | 14.0% |
| 其他收入毛利(百万元) | 86    | 79     | 104   | 133   | 170   | 240   | 266   |
| 总收入(百万元)    | 1,798 | 1,846  | 2,177 | 2,274 | 2,685 | 3,544 | 3,921 |
| 总收入yoy      | 25.9% | 2.6%   | 18.0% | 4.4%  | 18.1% | 32.0% | 10.6% |
| 总毛利率        | 7.7%  | 9.1%   | 8.9%  | 9.2%  | 9.8%  | 9.8%  | 9.9%  |
| 总毛利(百万元)    | 139   | 168    | 193   | 209   | 264   | 348   | 387   |

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  | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 屠宰生猪(万头)  | 104   | 110   | 102   | 85     | 90    | 105   | 120   |
| 屠宰量yoy    | 6.1%  | 5.8%  | -7.3% | -16.7% | 5.9%  | 16.7% | 14.3% |
| 屠宰产能      | 270   | 300   | 300   | 300    | 300   | 300   | 300   |
| 产能利用率     | 39%   | 37%   | 34%   | 28%    | 30%   | 35%   | 40%   |
| 头均售价(元/头) | 1,585 | 1,552 | 1,867 | 1,789  | 1,851 | 1,879 | 1,900 |
| 价格yoy     | 14.6% | -2.1% | 20.3% | -4.2%  | 3.5%  | 1.5%  | 1.1%  |
| 收入(百万元)   | 1,648 | 1,707 | 1,904 | 1,521  | 1,666 | 1,973 | 2,280 |
| 收入yoy     | 21.7% | 3.6%  | 11.5% | -20.2% | 9.6%  | 18.4% | 15.6% |
| 头均成本(元/头) | 1,577 | 1,496 | 1,792 | 1,721  | 1,777 | 1,802 | 1,824 |
| 成本yoy     | 15.8% | -5.1% | 19.8% | -3.9%  | 3.3%  | 1.4%  | 1.2%  |
| 毛利率       | 0.5%  | 3.6%  | 4.0%  | 3.8%   | 4.0%  | 4.1%  | 4.0%  |
| 毛利率(+/-)  | -1.0% | 3.1%  | 0.4%  | -0.2%  | 0.2%  | 0.1%  | -0.1% |
| 毛利(百万元)   | 9     | 62    | 77    | 58     | 67    | 81    | 91    |
| 头均毛利(元/头) | 9     | 56    | 75    | 68     | 74    | 77    | 76    |

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 7: 肉牛养殖及牛肉业务详细预测表**

| 肉牛养殖及牛肉 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(百万元) | -    | -    | -    | 628   | 722   | 881   | 1,057 |
| 收入yoy   | -    | -    | -    |       | 15.0% | 22.0% | 20.0% |
| 毛利率     | -    | -    | -    | 10.0% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 毛利(百万元) | -    | -    | -    | 63    | 72    | 88    | 106   |

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 8: 销售收入分项预测 2——休闲食品业务 (冠生园)**

| 冠生园        | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 (百万元) | 1,223 | 1,541 | 1,736 | 2,002 | 2,215 | 2,667 | 3,100 |
| 收入yoy      | 18.8% | 26.0% | 12.7% | 15.3% | 10.6% | 20.4% | 16.2% |
| 毛利率        | 34.0% | 29.3% | 27.8% | 27.9% | 28.1% | 27.6% | 28.0% |
| 毛利率 (+/-)  | 3.8%  | -4.7% | -1.5% | 0.1%  | 0.2%  | -0.5% | 0.4%  |
| 毛利 (百万元)   | 416   | 451   | 483   | 559   | 622   | 736   | 868   |

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 9: 销售收入分项预测 3——食品分销业务**

| 食品分销                 | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 进出口业务                |       |       |       |       |       |       |       |
| 收入 (百万元)             | 1,296 | 1,588 | 1,553 | 1,680 | 2,500 | 2,980 | 3,300 |
| 收入yoy                | -5.4% | 22.6% | -2.2% | 8.2%  | 48.8% | 19.2% | 10.7% |
| 食品流通业务 (光明里、牛奶棚、和吉等) |       |       |       |       |       |       |       |
| 收入 (百万元)             | -     | 720   | 784   | 810   | 1,600 | 1,880 | 2,200 |
| 收入yoy                | -     |       | 8.8%  | 3.4%  | 97.5% | 17.5% | 17.0% |
| 总收入 (百万元)            | 1,296 | 2,308 | 2,337 | 2,490 | 4,100 | 4,860 | 5,500 |
| 总收入yoy               | -5.4% | 78.1% | 1.2%  | 6.6%  | 64.7% | 18.5% | 13.2% |
| 总毛利率                 | 4.2%  | 4.2%  | 4.9%  | 5.0%  | 4.8%  | 4.8%  | 5.0%  |
| 总毛利率 (+/-)           |       | 0.0%  | 0.7%  | 0.1%  | -0.2% | 0.0%  | 0.2%  |
| 总毛利 (百万元)            | 54    | 97    | 114   | 125   | 197   | 233   | 275   |

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 10: 销售收入分项预测 4——饲料业务**

| 饲料业务       | 2011 | 2012 | 2013 | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 销售收入 (百万元) | -    | -    | -    | 1,807 | 1,987 | 2,256 | 2,481 |
| 收入yoy      | -    | -    | -    |       | 10.0% | 13.5% | 10.0% |
| 毛利率        | -    | -    | -    | 8.0%  | 7.8%  | 8.5%  | 8.7%  |
| 毛利率 (+/-)  | -    | -    | -    |       | -0.2% | 0.7%  | 0.2%  |
| 毛利 (百万元)   | -    | -    | -    | 145   | 155   | 192   | 216   |

来源: 齐鲁证券研究所



图表 11: 上海梅林财务预测三张报表

| 损益表 (人民币百万元) |        |        |        |         |         |         |
|--------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
|              | 2012   | 2013   | 2014   | 2015E   | 2016E   | 2017E   |
| 营业总收入        | 7,852  | 10,376 | 10,591 | 16,080  | 19,530  | 22,413  |
| 增长率          | 23.87% | 32.1%  | 2.1%   | 51.8%   | 21.5%   | 14.8%   |
| 营业成本         | -6,722 | -8,911 | -9,017 | -14,014 | -16,994 | -19,418 |
| %销售收入        | 85.6%  | 85.9%  | 85.1%  | 87.2%   | 87.0%   | 86.6%   |
| 毛利           | 1,131  | 1,466  | 1,574  | 2,066   | 2,536   | 2,995   |
| %销售收入        | 14.4%  | 14.1%  | 14.9%  | 12.8%   | 13.0%   | 13.4%   |
| 营业税金及附加      | -36    | -35    | -40    | -64     | -78     | -90     |
| %销售收入        | 0.5%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%    | 0.4%    | 0.4%    |
| 营业费用         | -696   | -877   | -936   | -1,330  | -1,611  | -1,860  |
| %销售收入        | 8.9%   | 8.4%   | 8.8%   | 8.3%    | 8.3%    | 8.3%    |
| 管理费用         | -263   | -331   | -340   | -458    | -547    | -628    |
| %销售收入        | 3.3%   | 3.2%   | 3.2%   | 2.9%    | 2.8%    | 2.8%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 136    | 223    | 259    | 214     | 300     | 417     |
| %销售收入        | 1.7%   | 2.2%   | 2.4%   | 1.3%    | 1.5%    | 1.9%    |
| 财务费用         | -50    | -86    | -107   | -48     | -45     | -58     |
| %销售收入        | 0.6%   | 0.8%   | 1.0%   | 0.3%    | 0.2%    | 0.3%    |
| 资产减值损失       | -10    | -4     | -41    | 1       | -2      | -2      |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | 35     | 32     | 31     | 27      | 30      | 40      |
| %税前利润        | 20.5%  | 15.8%  | 17.5%  | 11.8%   | 9.3%    | 9.0%    |
| 营业利润         | 111    | 165    | 143    | 193     | 283     | 397     |
| 营业利润率        | 1.4%   | 1.6%   | 1.4%   | 1.2%    | 1.4%    | 1.8%    |
| 营业外收支        | 57     | 39     | 37     | 35      | 40      | 45      |
| 税前利润         | 169    | 204    | 180    | 228     | 323     | 442     |
| 利润率          | 2.1%   | 2.0%   | 1.7%   | 1.4%    | 1.7%    | 2.0%    |
| 所得税          | -39    | -39    | -51    | -44     | -62     | -84     |
| 所得税率         | 23.3%  | 19.2%  | 28.2%  | 19.1%   | 19.2%   | 19.1%   |
| 净利润          | 129    | 165    | 129    | 185     | 261     | 358     |
| 少数股东损益       | -11    | 10     | -4     | 18      | 32      | 40      |
| 归属于母公司的净利润   | 140    | 155    | 133    | 167     | 229     | 318     |
| 净利率          | 1.8%   | 1.5%   | 1.3%   | 1.0%    | 1.2%    | 1.4%    |

  

| 现金流量表 (人民币百万元) |      |      |      |       |       |       |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|
|                | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
| 净利润            | 129  | 163  | 129  | 185   | 261   | 358   |
| 少数股东损益         | 0    | 0    | 0    | 18    | 32    | 40    |
| 非现金支出          | 101  | 116  | 172  | 137   | 161   | 183   |
| 非经营收益          | 38   | 66   | 79   | 27    | 7     | 8     |
| 营运资金变动         | -229 | -142 | -220 | -107  | -192  | -143  |
| 经营活动现金净流       | 39   | 203  | 159  | 261   | 269   | 446   |
| 资本开支           | 123  | 136  | 127  | 240   | 340   | 345   |
| 投资             | -121 | 77   | -200 | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 49   | 36   | 39   | 27    | 30    | 40    |
| 投资活动现金净流       | -194 | -23  | -288 | -213  | -310  | -305  |
| 股权募资           | 0    | 0    | 994  | 0     | 0     | 0     |
| 债权募资           | 211  | 190  | 11   | -667  | 306   | 148   |
| 其他             | -164 | -203 | -197 | -97   | -133  | -149  |
| 筹资活动现金净流       | 47   | -13  | 808  | -765  | 173   | -1    |
| 现金净流量          | -108 | 167  | 679  | -717  | 132   | 140   |

  

| 资产负债表 (人民币百万元) |       |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2012  | 2013  | 2014  | 2015E | 2016E | 2017E |
| 货币资金           | 964   | 1,067 | 1,735 | 1,000 | 1,100 | 1,200 |
| 应收款项           | 844   | 740   | 767   | 1,122 | 1,416 | 1,625 |
| 存货             | 868   | 981   | 808   | 1,459 | 1,816 | 2,128 |
| 其他流动资产         | 228   | 333   | 466   | 558   | 618   | 666   |
| 流动资产           | 2,904 | 3,121 | 3,777 | 4,139 | 4,949 | 5,619 |
| %总资产           | 55.2% | 54.1% | 57.3% | 58.4% | 61.0% | 62.5% |
| 长期投资           | 287   | 326   | 327   | 327   | 327   | 327   |
| 固定资产           | 1,327 | 1,422 | 1,480 | 1,598 | 1,796 | 1,972 |
| %总资产           | 25.2% | 24.7% | 22.5% | 22.5% | 22.1% | 21.9% |
| 无形资产           | 735   | 758   | 824   | 843   | 866   | 898   |
| 非流动资产          | 2,353 | 2,648 | 2,810 | 2,946 | 3,168 | 3,376 |
| %总资产           | 44.8% | 45.9% | 42.7% | 41.6% | 39.0% | 37.5% |
| 资产总计           | 5,257 | 5,769 | 6,587 | 7,085 | 8,117 | 8,995 |
| 短期借款           | 1,475 | 1,596 | 1,591 | 927   | 1,235 | 1,384 |
| 应付款项           | 1,566 | 1,669 | 1,363 | 2,699 | 3,275 | 3,749 |
| 其他流动负债         | -64   | 66    | 92    | -207  | -263  | -311  |
| 流动负债           | 2,977 | 3,331 | 3,046 | 3,420 | 4,247 | 4,823 |
| 长期贷款           | 68    | 10    | 24    | 21    | 19    | 18    |
| 其他长期负债         | 146   | 177   | 192   | 192   | 192   | 192   |
| 负债             | 3,190 | 3,518 | 3,262 | 3,632 | 4,457 | 5,032 |
| 普通股股东权益        | 1,876 | 1,988 | 3,066 | 3,176 | 3,349 | 3,610 |
| 少数股东权益         | 191   | 267   | 258   | 276   | 308   | 348   |
| 负债股东权益合计       | 5,257 | 5,774 | 6,585 | 7,084 | 8,114 | 8,991 |

  

| 比率分析        |        |        |         |         |        |        |
|-------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
|             | 2012   | 2013   | 2014    | 2015E   | 2016E  | 2017E  |
| 每股指标        |        |        |         |         |        |        |
| 每股收益(元)     | 0.187  | 0.189  | 0.142   | 0.178   | 0.244  | 0.339  |
| 每股净资产(元)    | 2.508  | 2.417  | 3.270   | 3.387   | 3.571  | 3.850  |
| 每股经营现金净流(元) | 0.052  | 0.247  | 0.169   | 0.259   | 0.252  | 0.433  |
| 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      | 7.47%  | 7.81%  | 4.33%   | 5.24%   | 6.83%  | 8.80%  |
| 总资产收益率      | 2.67%  | 2.69%  | 2.02%   | 2.35%   | 2.82%  | 3.54%  |
| 投入资本收益率     | 4.43%  | 7.30%  | 6.44%   | 5.62%   | 6.95%  | 8.79%  |
| 增长率         |        |        |         |         |        |        |
| 营业总收入增长率    | 23.87% | 32.15% | 2.07%   | 51.83%  | 21.45% | 14.76% |
| EBIT增长率     | 98.96% | 63.96% | 15.87%  | -17.36% | 40.35% | 39.04% |
| 净利润增长率      | -8.10% | 10.85% | -14.53% | 25.43%  | 37.28% | 39.06% |
| 总资产增长率      | 13.83% | 9.83%  | 14.05%  | 7.56%   | 14.56% | 10.82% |
| 资产管理能力      |        |        |         |         |        |        |
| 应收账款周转天数    | 23.8   | 21.8   | 20.8    | 19.0    | 20.0   | 20.0   |
| 存货周转天数      | 42.0   | 37.9   | 36.2    | 38.0    | 39.0   | 40.0   |
| 应付账款周转天数    | 28.8   | 22.8   | 23.8    | 22.5    | 22.5   | 22.5   |
| 固定资产周转天数    | 45.7   | 40.1   | 44.7    | 33.0    | 28.7   | 26.5   |
| 偿债能力        |        |        |         |         |        |        |
| 净负债/股东权益    | 27.99% | 23.86% | -3.62%  | -1.51%  | 4.22%  | 5.11%  |
| EBIT利息保障倍数  | 2.7    | 2.6    | 2.4     | 4.4     | 6.6    | 7.2    |
| 资产负债率       | 60.69% | 60.93% | 49.53%  | 51.27%  | 54.93% | 55.97% |

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。