

上海梅林(600073.SH)

非公发行限售股解禁有望提供更佳买点,

重申买入

评级: 买入 前次: 买入

目标价(元): -21.3

分析师

联系人

胡彦超

张帅

S0740512070001

zhangshuai@r.qlzq.com.cn

021-20315176

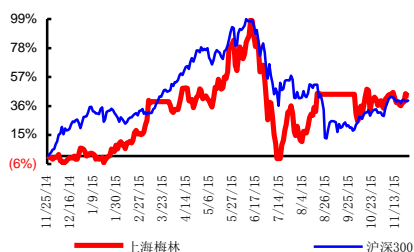
huyc@r.qlzq.com.cn

2015年12月14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)	12.68
市值(百万元)	11890.42
流通市值(百万元)	10432.34

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10,376.	10,590.	12,487.	26,938.	29,435.
营业收入增速	32.15%	2.07%	17.91%	115.7%	9.27%
净利润增长率	10.85%	-14.53%	37.59%	136.7%	22.65%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.14	0.19	0.46	0.57
前次预测每股收益(元)	0.19	0.14	0.19	0.46	0.57
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	61.10	25.81	21.05
PEG	4.29	—	1.63	0.19	0.93
每股净资产(元)	2.42	3.27	3.40	3.81	4.31
每股现金流量(元)	0.25	0.17	0.44	0.37	0.89
净资产收益率	7.81%	4.33%	5.72%	12.11%	13.12%
市净率	3.63	2.87	3.50	3.13	2.76
总股本(百万元)	822.74	937.73	937.73	937.73	937.73

备注: 假设 2016 年收购 SFF 实现全年并表

投资要点

- 事件: 公司发布《2014 年非公开发行限售股上市流通公告》, 本次限售股上市流通数量为 114,994,331 股, 占股本总数的 12.26%, 上市流通日期为 2015 年 12 月 17 日。
- 点评: 由于此次定增参与对象多为资管计划(持有时间受限), 限售股流产后短期可能导致股价承压, 但我们认为也会提供很舒服的买点, 建议 110 亿以下可以逐步建仓, 跌至 100 亿左右必买, 此时将具有非常高的风险收益比。公司新管理层上任不到一年, 但已能感受到明显变化, 注重效益、战略清晰, 尤其有望在牛肉这一蓝海市场大有所为(海外并购落地迅速), 且光明集团聚焦肉类, 在产业协同、员工激励等方面都将给予公司大力支持。短期看生猪资产注入和海外收购并表大幅增厚业绩, 预计公司 2016 年收入突破 250 亿、利润翻番, 长期来看公司效率持续提升和肉类战略不断推进, 梅林有望成长为中国猪牛羊肉综合性肉食龙头。目标价市值 200 亿元, 对应目标价 21.3 元, 重申“买入”评级。
- 牛肉是空间巨大的蓝海市场和渐行渐近的食品饮料产业性机会, 梅林未来有望成长为国内领军企业。(1) 牛肉产业风起云涌, 各路资本和上市公司争相抢夺海外相关资源, 国内牛肉规模超过 5000 亿元, 且成长潜力仍足, 目前尚无全国化领导品牌, 空间和机会都不言而喻。作为最先挖掘国内牛羊肉产业和研究最深的卖方团队, 中泰食品饮料一直在提示牛肉这一食品饮料领域未来的产业性机会, 近期我们继续草根调研牛肉产业链, 诸多观点判断再次得到验证(具体参加行业报告《“牛肉产业风起云涌”系列调研报告_空间不言而喻, 渐行渐近的食品饮料产业性机会》)。(2) 梅林收购新西兰最大的牛羊肉生产商 SFF 集团, 短期内就将成为中国最大的牛羊肉企业(从总屠宰量上看), 且未来协同效应值得期待, 梅林具有丰富的渠道优势和产业优势, 旗下联豪牛排高速增长、并创下天猫 40 万份的单品销量记录, 而禀赋差距决定了国内牛肉行业未来的竞争成本就在于海外布局, 梅林未来有望成长为国内牛肉领域的领军企业(具体请

参见公司报告《牛肉战略全面落地，肉类航母扬帆起航》。

- **Q4 集团生猪资产并表将大幅增厚业绩，明年 SFF 并表公司收入有望突破 250 亿元。**（1）Q4 集团生猪资产注入将会并表（并 4 个月），扣除关联交易，预计收入可增厚 4-5 亿元，利润可增厚 5000 万元左右。全年来看，公司达到收入 120 亿元、净利润 1.8 亿元的经营目标基本无忧。预计明年公司生猪存栏将达到 120 万头，且公司养殖成本处于较低水平、每公斤 12.8-13 元，按照头均盈利 400-500 元计算，明年生猪业务预计可增厚净利润 2-2.5 亿元（51%权益占比）。（2）收购 SFF 集团 50% 股权预计明年二季度前实现并表，预计 2016 年 SFF 集团实现销售收入 105 亿元、净利润 2 亿元，公司将实现利润增厚 1 亿元。我们看到 SFF 的盈利能力在新西兰羊肉市场反弹及取消固定采购合同后恢复势头良好，2015 财年（2014 年 9 月 30 日至 2015 年 9 月 30 日）已审财务报表显示实现净利润 1.05 亿元，随着梅林进入大幅降低财务费用以及带来的协同，我们认为明年 SFF 有望回归历史平均盈利水平，即 2% 左右净利率。
- **新梅林、新起点，经营拐点显现，肉类航母扬帆起航。**我们之前一直强调的效率提升逻辑随着新管理层的上任更加强化，原牛奶集团沈总非常市场化、注重效益，改变国企单纯追求收入的发展模式。且公司战略逐步清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链，尤其是牛羊肉方面有望成长为全国龙头。而市场之前的偏见就在于公司管理效率低下和业务繁杂（净利率不足双汇的 1/6）。同时光明集团聚焦肉类产业，志在打造肉类航母，将在股权激励、海外并购等方面给予公司大力支持。短期看资产注入和海外收购并表带来业绩的大幅增厚，预计公司 2016 年收入突破 250 亿、利润翻番，长期来看公司效率持续提升和肉类战略不断推进，梅林有望成长为中国猪牛羊肉综合性肉食龙头。
- **目标市值 200 亿元，对应股价 21.3 元，重申“买入”评级。**采用分部估值法，分别给予公司传统业务 100 亿元估值、生猪养殖资产 50 亿元估值、SFF 海外资产 50 亿元估值（具体拆分详见我们深度报告），目标市值总计 200 亿元。由于并表节奏影响，调整今年收入及盈利预测，预计公司 2015 年收入为 125、268、294 亿元，同比增长 18%、116%、9%（收购 SFF 按 2016 年全年并表估计）；实现净利润 1.83、4.32、5.30 亿元，同比增长 38%、137%、23%，对应 EPS 分别为 0.19、0.46、0.57 元。
- **风险提示：**食品安全问题、猪价大幅波动、海外并购审批风险。

图表 1：梅林近期报告汇总

日期	报告	类型
20151126	《补涨需求强烈，处在牛肉产业、猪价上涨双风口》	公司点评
20151031	《牛奶集团注入资产率先实现并表，全年达到经营目标无忧》	季报点评
20151014	《被低估的未来综合性肉食龙头，重申买入》	异动点评
20151009	《牛肉战略全面落地，肉类航母扬帆起航》	公司深度
20150811	《业绩受非经营因素拖累，Q4 注入资产并表将显著增厚，食品饮料国企改革的优选标》	公司点评
20150721	《享受猪价上涨和国企改革双重向上弹性，重申“买入”》	公司点评
20150715	《资产注入接近完成，光明集团参与配股、计划增持、推动激励彰显支持决心》	跟踪报告
20150525	《上海食品国企改革先锋，下半年国企改革主题有望迎来催化，重申“买入”》	公司点评
20150429	《做强主业、做大利润、做响品牌》	调研报告
20150422	《业绩释放动力加大，坚定看好公司改革进程》	公司点评
20150331	《Q4 业绩骤降是题中应有之意，2015 轻装上阵打造肉类航母》	公司点评
20150327	《大股东注入相关资产，肉类航母扬帆起航》	深度报告
20150204	《上海国资改革迈出“关键一步”，公司潜力有望加速释放》	公司点评

来源：中泰证券研究所

图表 2：本次限售股上市流通情况

序号	股东名称	持有限售股数量（股）	持有限售股占公司总股本比例	本次上市流通数量（股）	剩余限售股数量（股）
1	汇添富基金管理股份有限公司	11,500,000	1.23%	11,500,000	0
2	信达国萃股权投资基金（上海）合伙企业（有限合伙）	17,006,802	1.81%	17,006,802	0
3	北京华创智业投资有限公司	11,594,671	1.24%	11,594,671	0
4	兴证证券资产管理有限公司	12,272,108	1.31%	12,272,108	0
5	财通基金管理有限公司	23,412,698	2.50%	23,412,698	0
6	宝盈基金管理有限公司	13,605,442	1.45%	13,605,442	0
7	中国银河证券股份有限公司	11,564,625	1.23%	11,564,625	0
8	工银瑞信投资管理有限公司	11,500,000	1.23%	11,500,000	0
9	长安基金管理有限公司	2,537,985	0.27%	2,537,985	0
	合计	114,994,331	12.26%	114,994,331	0

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 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
肉及肉制品						
销售收入	3,969.37	6,268.94	6,065.14	7,662.10	18,758.70	20,353.13
增长率 (YOY)	78.18%	57.93%	-3.25%	26.33%	144.82%	8.50%
毛利率	13.25%	13.10%	13.89%	13.63%	23.07%	23.40%
销售成本	3,443.34	5,447.75	5,222.63	6,617.87	14,430.31	15,589.92
增长率 (YOY)	66.22%	58.21%	-4.13%	26.72%	118.05%	8.04%
毛利	526.03	821.19	842.50	1,044.24	4,328.39	4,763.21
增长率 (YOY)	236.84%	56.11%	2.60%	23.94%	314.50%	10.05%
占总销售额比重	50.55%	60.41%	57.25%	61.36%	69.64%	69.14%
占主营业务利润比重	47.46%	56.50%	53.92%	57.80%	80.59%	80.19%
冠生园						
销售收入	1,540.51	1,735.85	2,002.28	2,215.00	2,510.00	2,780.00
增长率 (YOY)	—	12.68%	15.35%	10.62%	13.32%	10.76%
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	1,817.24	2,001.60
增长率 (YOY)	—	14.99%	15.22%	10.32%	14.11%	10.15%
毛利	450.91	482.91	558.64	622.42	692.76	778.40
增长率 (YOY)	—	7.10%	15.68%	11.42%	11.30%	12.36%
占总销售额比重	19.62%	16.73%	18.90%	17.74%	9.32%	9.44%
占主营业务利润比重	40.68%	33.23%	35.75%	34.45%	12.90%	13.10%
食品分销						
销售收入	2,308.16	2,336.61	2,490.00	2,120.00	3,580.00	4,050.00
增长率 (YOY)	—	1.23%	6.56%	-14.86%	68.87%	13.13%
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	2,018.24	3,408.16	3,847.50
增长率 (YOY)	—	0.51%	6.44%	-14.68%	68.87%	12.89%
毛利	97.12	114.19	124.50	101.76	171.84	202.50
增长率 (YOY)	—	17.58%	9.03%	-18.27%	68.87%	17.84%
占总销售额比重	29.39%	22.52%	23.50%	16.98%	13.29%	13.76%
占主营业务利润比重	8.76%	7.86%	7.97%	5.63%	3.20%	3.41%
其他 (包含饲料)						
销售收入	34.24	35.08	37.00	490.67	2,089.78	2,252.68
增长率 (YOY)	—	2.47%	5.47%	1226.14%	325.90%	7.80%
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	452.40	1,912.14	2,056.69
增长率 (YOY)	—	—	—	—	322.67%	7.56%
毛利	34.24	35.08	37.00	38.27	177.63	195.98
增长率 (YOY)	—	2.47%	5.47%	3.44%	364.12%	10.33%
占总销售额比重	0.44%	0.34%	0.35%	3.93%	7.76%	7.65%
占主营业务利润比重	3.09%	2.41%	2.37%	2.12%	3.31%	3.30%
销售收入小计	7852.28	10376.48	10594.42	12487.77	26938.47	29435.81
销售成本小计	6743.99	8923.10	9031.78	10681.09	21567.85	23495.72
毛利	1108.29	1453.38	1562.64	1806.68	5370.62	5940.09
平均毛利率	14.11%	14.01%	14.75%	14.47%	19.94%	20.18%

来源: 中泰证券研究所 (注: 收购 SFF 按 2015 年全年并表估计)

图表 4：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	12,488	26,938	29,436
增长率	23.87%	32.1%	2.1%	17.9%	115.7%	9.3%
营业成本	-6,722	-8,911	-9,017	-10,681	-21,568	-23,496
% 销售收入	85.6%	85.9%	85.1%	85.5%	80.1%	79.8%
毛利	1,131	1,466	1,574	1,807	5,371	5,940
% 销售收入	14.4%	14.1%	14.9%	14.5%	19.9%	20.2%
营业税金及附加	-36	-35	-40	-50	-108	-118
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-696	-877	-936	-1,085	-2,795	-3,015
% 销售收入	8.9%	8.4%	8.8%	8.7%	10.4%	10.2%
管理费用	-263	-331	-340	-406	-1,756	-1,899
% 销售收入	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	136	223	259	266	712	909
% 销售收入	1.7%	2.2%	2.4%	2.1%	2.6%	3.1%
财务费用	-50	-86	-107	-65	-89	-78
% 销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	0.5%	0.3%	0.3%
资产减值损失	-10	-4	-41	-20	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	35	32	31	15	20	20
% 税前利润	20.5%	15.8%	17.5%	5.8%	2.4%	2.0%
营业利润	111	165	143	195	640	849
营业利润率	1.4%	1.6%	1.4%	1.6%	2.4%	2.9%
营业外收支	57	39	37	65	200	150
税前利润	169	204	180	260	840	999
利润率	2.1%	2.0%	1.7%	2.1%	3.1%	3.4%
所得税	-39	-39	-51	-52	-181	-210
所得税率	23.3%	19.2%	28.2%	19.8%	21.6%	21.0%
净利润	129	165	129	209	659	789
少数股东损益	-11	10	-4	26	227	259
归属于母公司的净利润	140	155	133	183	432	530
净利率	1.8%	1.5%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%

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	3,122	3,233	2,944
应收款项	844	740	767	871	1,953	2,134
存货	868	981	808	1,112	2,305	2,575
其他流动资产	228	333	466	491	709	748
流动资产	2,904	3,121	3,777	5,596	8,199	8,400
% 总资产	55.2%	54.1%	57.3%	65.1%	71.6%	70.8%
长期投资	287	326	327	327	327	327
固定资产	1,327	1,422	1,480	1,645	1,887	2,055
% 总资产	25.2%	24.7%	22.5%	19.2%	16.5%	17.3%
无形资产	735	758	824	843	866	898
非流动资产	2,353	2,648	2,810	2,994	3,259	3,459
% 总资产	44.8%	45.9%	42.7%	34.9%	28.4%	29.2%
资产总计	5,257	5,769	6,587	8,590	11,458	11,859
短期借款	1,475	1,596	1,591	2,950	3,148	2,462
应付款项	1,566	1,669	1,363	2,079	4,386	4,782
其他流动负债	-64	66	92	-148	-390	-432
流动负债	2,977	3,331	3,046	4,880	7,145	6,812
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	5,093	7,355	7,022
普通股股东权益	1,876	1,988	3,066	3,193	3,569	4,043
少数股东权益	191	267	258	284	510	769
负债股东权益合计	5,257	5,774	6,585	8,569	11,434	11,833

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	0.195	0.461	0.565
每股净资产(元)	2.508	2.417	3.270	3.405	3.806	4.311
每股经营现金净流(元)	0.052	0.247	0.169	0.438	0.372	0.885
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%	5.72%	12.11%	13.12%
总资产收益率	2.67%	2.69%	2.02%	2.13%	3.78%	4.48%
投入资本收益率	4.43%	7.30%	6.44%	7.10%	15.12%	17.83%
增长率						
营业总收入增长率	23.87%	32.15%	2.07%	17.91%	115.72%	9.27%
EBIT增长率	98.96%	63.96%	15.87%	2.70%	167.83%	27.69%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	-14.53%	37.59%	136.70%	22.65%
总资产增长率	13.83%	9.83%	14.05%	30.42%	33.38%	3.50%
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	43.2	21.8	21.2
偿债能力						
净负债/股东权益	27.99%	23.86%	-3.62%	-4.35%	-1.60%	-9.64%
EBIT利息保障倍数	2.7	2.6	2.4	4.1	8.0	11.6
资产负债率	60.69%	60.93%	49.53%	59.43%	64.33%	59.34%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	163	129	209	659	789
少数股东损益	0	0	0	26	227	259
非现金支出	101	116	172	161	167	192
非经营收益	38	66	79	46	-51	-15
营运资金变动	-229	-142	-220	-5	-426	-136
经营活动现金净流	39	203	159	436	576	1,089
资本开支	123	136	127	260	230	240
投资	-121	77	-200	0	0	0
其他	49	36	39	15	20	20
投资活动现金净流	-194	-23	-288	-245	-210	-220
股权筹资	0	0	994	0	0	0
债权筹资	211	190	11	1,356	197	-688
其他	-164	-203	-197	-134	-225	-212
筹资活动现金净流	47	-13	808	1,221	-28	-899
现金净流量	-108	167	679	1,413	338	-30

来源：中泰证券研究所

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：

本报告仅供中泰证券有限公司（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“中泰证券有限公司”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。