

## 上海梅林(600073.SH)

### 亏损企业清理加速，牛肉风口持续显现

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

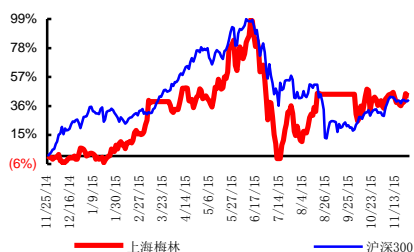
huyc@r.qlzq.com.cn

2016年2月16日

#### 基本状况

总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	937.73
市价(元)	9.07
市值(百万元)	8505.21
流通市值(百万元)	8502.21

#### 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/市场)					
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：**昨日公司发布《关于债权人向法院申请捷克梅林破产清算的提示性公告》，因上海梅林（捷克）有限公司无能力偿还到期债务，债权人向捷克布拉格市政法院申请捷克梅林破产清算，法院正式受理债权人对捷克梅林的破产清算申请。捷克梅林成立于2006年1月，主要从事罐头食品的生产与销售，梅林持有70%的股权。捷克梅林自成立之日起长期亏损，目前已资不抵债，截止2015年12月31日，捷克梅林资产总额8530万元，负债总额17439万元，净资产-8909万元，2015年1-12月份累计亏损达3452万元。
- 点评：**(1) 由于捷克梅林的罐头生产及收入体量都很小，我们认为即使最终关停对公司的影响也相对较小，长痛不如短痛，加上之前湖北梅林停产，表明公司开始加速对亏损企业的清理，且力度超出预期，彰显新管理层解决长期困扰公司“亏损企业问题”的决心，亏损企业（主要为捷克、荣成、重庆梅林三家）每年的亏损额高达1-1.5亿元，而目前公司总体净利润不到2亿元，随着减亏完成将对公司整体盈利能力提升巨大。(2) 重申推荐逻辑，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牛羊猪肉综合性肉食龙头，尤其在牛肉这一空间巨大的蓝海市场大有作为。随着市场大幅调整，目前公司股价对应2016年PS不足0.4倍（也仅略高于去年定增价），而以分部估值法来看价值低估更为明显，目标市值200亿元，对应股价21.3元，维持“买入”评级。
- 牛肉是空间巨大的蓝海市场，且正从产业风口走向资本风口，梅林未来有望成长为国内领军企业。**国内牛肉行业规模保守估计在5000亿元左右，且成长潜力仍足，目前市场仍然处于较为初级的竞争阶段，品牌化、冷鲜化都刚刚起步，未来空间和机会不言而喻。1月25日新大洲A公告，恒阳牛业拟以6.997亿

元受让原第一大股东股份，成为上市公司第一大股东，恒阳牛业为国内进口牛肉龙头（牛肉进口量居首位），其业绩承诺让人眼前一亮（2016-2018 年度净利润不低于 4、5、6 亿元），上市后市值接近百亿，牛肉有望从我们持续提示的产业风口走向资本风口。而梅林未来的模式和恒阳也极为相近，恒阳掌握着澳大利亚最大的牛肉出口企业，梅林收购的 SFF 同样为新西兰最大的牛羊肉出口企业，而且单从屠宰体量上来说，SFF 可能更大，同时梅林终端渠道资源丰富，两者都符合我们所认为最有可能突围中国牛肉市场的特质：“控制海外资源+国内具有品牌/渠道”（详见我们多篇行业和公司报告，最早提示和挖掘最深的卖方团队，并在年度策略中把其列为 2016 年最值得期待的新机遇之一）。

- **中长期推荐逻辑不改——新梅林、新起点，经营变革+国企改革，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（公司新管理层上任不到一年，但已能感受到明显变化）。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性龙头。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、产业协同等方面给予公司大力支持，尤其是解决国有机制方面的束缚问题、充分释放发展活力。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牛羊猪肉综合性肉食龙头。
- **目标市值 200 亿元，对应股价 21.3 元，维持“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
20151229	《经营变革+国企改革，明年首选弹性标的之一，继续推荐》	公司点评
20151214	《非公开发行限售股解禁有望提供更佳买点，重申买入》	公司点评
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：恒阳牛业的全产业链优势——全球资源嫁接中国需求



来源：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
<b>肉及肉制品</b>						
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%
<b>冠生园</b>						
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%
<b>食品分销</b>						
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%
<b>其他 (包含饲料)</b>						
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%
<b>销售收入小计</b>	<b>7852.28</b>	<b>10376.48</b>	<b>10594.42</b>	<b>12487.77</b>	<b>26938.47</b>	<b>29435.81</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>6743.99</b>	<b>8923.10</b>	<b>9031.78</b>	<b>10681.09</b>	<b>21567.85</b>	<b>23495.72</b>
<b>毛利</b>	<b>1108.29</b>	<b>1453.38</b>	<b>1562.64</b>	<b>1806.68</b>	<b>5370.62</b>	<b>5940.09</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>14.11%</b>	<b>14.01%</b>	<b>14.75%</b>	<b>14.47%</b>	<b>19.94%</b>	<b>20.18%</b>

来源: 中泰证券研究所 (注: 收购 SFF 按 2016 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
<b>营业总收入</b>	<b>7,852</b>	<b>10,376</b>	<b>10,591</b>	<b>12,488</b>	<b>26,938</b>	<b>29,436</b>
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
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>140</b>	<b>155</b>	<b>133</b>	<b>183</b>	<b>432</b>	<b>530</b>
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%
<b>资产总计</b>	<b>5,257</b>	<b>5,769</b>	<b>6,587</b>	<b>8,590</b>	<b>11,458</b>	<b>11,859</b>
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
<b>负债</b>	<b>3,190</b>	<b>3,518</b>	<b>3,262</b>	<b>5,093</b>	<b>7,355</b>	<b>7,022</b>
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
<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,257</b>	<b>5,774</b>	<b>6,585</b>	<b>8,569</b>	<b>11,434</b>	<b>11,833</b>

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>39</b>	<b>203</b>	<b>159</b>	<b>436</b>	<b>576</b>	<b>1,089</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-194</b>	<b>-23</b>	<b>-288</b>	<b>-245</b>	<b>-210</b>	<b>-220</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>47</b>	<b>-13</b>	<b>808</b>	<b>1,221</b>	<b>-28</b>	<b>-899</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-108</b>	<b>167</b>	<b>679</b>	<b>1,413</b>	<b>338</b>	<b>-30</b>

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。