

## 上海梅林(600073.SH)

### 生猪景气+牛肉风口助弹性，亏损企业清理

#### 显魄力

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

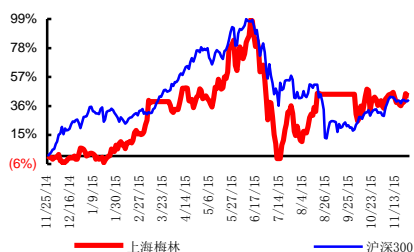
huyc@r.qlzq.com.cn

2016年2月24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)     | 10.01   |
| 市值(百万元)   | 9386.68 |
| 流通市值(百万元) | 9386.68 |

#### 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

- 没被市场充分认知的养殖影子股，公司一季度业绩在生猪高景气下有望实现大幅增长。昨日养殖股大涨，温氏、牧原双双7%+，滞胀预期下生猪高景气有望持续，梅林作为养殖影子股没有被市场充分认知，目前其存栏将近100万头，一季度预计至少出栏20万头(51%权益占比)，而成本只比牧原稍高，头均盈利可达600元左右，而公司去年Q1总体净利润不足4500万元，加上原有业务今年一季度同比有望实现大幅增长，业绩释放有望超出市场预期。目前公司股价对应2016年PS不足0.4倍，而以分部估值法来看价值低估更为明显。中期目标市值200亿元，短期在生猪景气及收购落地催化下目标140亿元(品牌资产50亿+屠宰贸易30亿+生猪养殖40亿+SFF20亿)，50%空间，重申“买入”。
- 牛肉风口持续显现(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。牛肉是空间巨大的蓝海市场，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(预计最快3月份完成交割)，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”。
- 亏损企业清理加速，力度和魄力不同以往，期待未来减亏成效(类似于顺鑫的加速剥离)。公司2月15日公告称捷克梅林可能进行破产清算(其2015年亏损额达3500万)，由于捷克梅林生产及收入体量都

很小，我们认为即使最终关停影响也相对较小，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，且力度超出预计，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。实际上，我们认为梅林和顺鑫非常相似，业务都比较繁杂，顺鑫开始剥离非主业，得到市场的认可，梅林的不同在于其业务繁杂但都集中于食品相关，直接剥离不太可能，其主要问题在于历史原因等导致的亏损企业的长期困扰，捷克梅林的清算显示出新管理层的行动魄力及对亏损企业清理的实质加速（06年成立以来一直亏损），也即类似于顺鑫的加速剥离。

- **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。**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（国企改革+更市场化的管理层）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。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   |
|----------|---|------|
| 20150216 | 《亏损企业清理加速，牛肉风口持续显现》                     | 公司点评 |
| 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: 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 3: 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       |
| <b>% 销售收入</b>     | <b>85.6%</b> | <b>85.9%</b>  | <b>85.1%</b>  | <b>85.5%</b>  | <b>80.1%</b>  | <b>79.8%</b>  |
| 毛利                | 1,131        | 1,466         | 1,574         | 1,807         | 5,371         | 5,940         |
| <b>% 销售收入</b>     | <b>14.4%</b> | <b>14.1%</b>  | <b>14.9%</b>  | <b>14.5%</b>  | <b>19.9%</b>  | <b>20.2%</b>  |
| 营业税金及附加           | -36          | -35           | -40           | -50           | -108          | -118          |
| <b>% 销售收入</b>     | <b>0.5%</b>  | <b>0.3%</b>   | <b>0.4%</b>   | <b>0.4%</b>   | <b>0.4%</b>   | <b>0.4%</b>   |
| 营业费用              | -696         | -877          | -936          | -1,085        | -2,795        | -3,015        |
| <b>% 销售收入</b>     | <b>8.9%</b>  | <b>8.4%</b>   | <b>8.8%</b>   | <b>8.7%</b>   | <b>10.4%</b>  | <b>10.2%</b>  |
| 管理费用              | -263         | -331          | -340          | -406          | -1,756        | -1,899        |
| <b>% 销售收入</b>     | <b>3.3%</b>  | <b>3.2%</b>   | <b>3.2%</b>   | <b>3.3%</b>   | <b>6.5%</b>   | <b>6.5%</b>   |
| 息税前利润 (EBIT)      | 136          | 223           | 259           | 266           | 712           | 909           |
| <b>% 销售收入</b>     | <b>1.7%</b>  | <b>2.2%</b>   | <b>2.4%</b>   | <b>2.1%</b>   | <b>2.6%</b>   | <b>3.1%</b>   |
| 财务费用              | -50          | -86           | -107          | -65           | -89           | -78           |
| <b>% 销售收入</b>     | <b>0.6%</b>  | <b>0.8%</b>   | <b>1.0%</b>   | <b>0.5%</b>   | <b>0.3%</b>   | <b>0.3%</b>   |
| 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            |
| <b>% 税前利润</b>     | <b>20.5%</b> | <b>15.8%</b>  | <b>17.5%</b>  | <b>5.8%</b>   | <b>2.4%</b>   | <b>2.0%</b>   |
| 营业利润              | 111          | 165           | 143           | 195           | 640           | 849           |
| <b>营业利润率</b>      | <b>1.4%</b>  | <b>1.6%</b>   | <b>1.4%</b>   | <b>1.6%</b>   | <b>2.4%</b>   | <b>2.9%</b>   |
| 营业外收支             | 57           | 39            | 37            | 65            | 200           | 150           |
| 税前利润              | <b>169</b>   | <b>204</b>    | <b>180</b>    | <b>260</b>    | <b>840</b>    | <b>999</b>    |
| <b>利润率</b>        | <b>2.1%</b>  | <b>2.0%</b>   | <b>1.7%</b>   | <b>2.1%</b>   | <b>3.1%</b>   | <b>3.4%</b>   |
| 所得税               | -39          | -39           | -51           | -52           | -181          | -210          |
| <b>所得税率</b>       | <b>23.3%</b> | <b>19.2%</b>  | <b>28.2%</b>  | <b>19.8%</b>  | <b>21.6%</b>  | <b>21.0%</b>  |
| 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>    |
| <b>净利率</b>        | <b>1.8%</b>  | <b>1.5%</b>   | <b>1.3%</b>   | <b>1.5%</b>   | <b>1.6%</b>   | <b>1.8%</b>   |

| 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         |
| <b>% 总资产</b>    | <b>55.2%</b> | <b>54.1%</b> | <b>57.3%</b> | <b>65.1%</b> | <b>71.6%</b>  | <b>70.8%</b>  |
| 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         |
| <b>% 总资产</b>    | <b>25.2%</b> | <b>24.7%</b> | <b>22.5%</b> | <b>19.2%</b> | <b>16.5%</b>  | <b>17.3%</b>  |
| 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         |
| <b>% 总资产</b>    | <b>44.8%</b> | <b>45.9%</b> | <b>42.7%</b> | <b>34.9%</b> | <b>28.4%</b>  | <b>29.2%</b>  |
| <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。