

上海梅林(600073.SH)

清理亏损最后一城，2016 轻装上阵

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3月31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)	11.39
市值(百万元)	10680.74
流通市值(百万元)	10680.74

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)	10,376.4	10,590.8	12,487.7	26,938.4	29,435.8
营业收入增速	32.15%	2.07%	17.91%	115.72%	9.27%
净利润增长率	10.85%	-14.53%	-22.40%	385.58%	6.08%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.14	0.11	0.53	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	108.33	22.31	21.03
PEG	4.29	—	—	0.06	3.46
每股净资产(元)	2.42	3.27	3.32	3.79	4.30
每股现金流量(元)	0.25	0.17	0.35	0.37	0.89
净资产收益率	7.81%	4.33%	3.31%	14.06%	13.16%
市净率	3.63	2.87	3.58	3.14	2.77
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：**公司发布董事会决议公告，拟转让所持重庆梅林 84.55% 股权——受让方为上海牛奶集团，是本公司实际控制人光明集团的全资子公司。受让方同意受让本公司持有的重庆梅林 84.55% 的股权，并同意承接本公司在重庆梅林的股东借款 4.4 亿元。截至 2015 年 12 月 31 日，重庆梅林资产总额 3.68 亿元，负债 4.84 亿元，净资产 -1.16 亿元。最终交易价格将以具有相应资质的经国资授权备案的评估报告确定的评估值为定价依据，由交易双方协商确定。
- 点评：**清理亏损最后一城，新管理层执行力毋庸置疑，2016 轻装上阵，明年彻底卸下历史包袱。新管理层上任刚满 1 年，就解决了过往几年的历史遗留问题，魄力不同以往，力度超出预期，同时光明集团也鼎力相助(使得清理方案最优)。随着剥离亏损最大户重庆梅林，公司基本完成了对主要亏损企业的清理，未来减亏成效显著(亏损额超过 1 亿元)。1 月 26 日公司公告湖北梅林停产，2 月 15 日公告捷克梅林进行破产清算(其 2015 年亏损额达 3500 万)，3 月 7 日公告荣成梅林停产(其 2015 年亏损额达 3000 万)，3 月 31 日公告重庆梅林转让方案(亏损额预计超过 5000 万)，公司仅仅用了 2 个月的时间就完成了对主要亏损企业的清理，且力度超出预期，一方面兑现了去年上任后解决历史遗留问题的承诺，另一方面也显示出以沈总为代表的新管理层的行动魄力和执行力(荣成 04 年成立以来一直亏损、捷克 06 年成立以来一直亏损、重庆 08 年收购以来一直亏损)。其中湖北、捷克、荣成三者生产及收入体量都很小，重庆收入虽有 10 亿，但目前占比也已经不大，且对未来整体的战略布局无足轻重，最终关停均对整体经营影响相对较小，但却对公司整体盈利水平的提升巨大，目前亏损企业每年的亏损额高达 1 亿元以上(主要为捷克、荣成、重庆梅林三家)，而公司当前总体净利润不足 1.5 亿元。同时，由于对亏损企业的清理，也会产生一些相应的减值和费用，但主要体现在 2015 年，对 2016 年的整体影响较小，我们预计减亏成效在今年下半年后将逐渐显现，明年将彻底卸下历史的包袱。

- **短期看养殖资产重估，长期看牛肉风口和效率提升（期待后续激励）——公司生猪存栏 100 万头（51%权益占比），最新头均盈利达到 800 元，年均有望达 600 元左右，预计全年贡献 3 个亿，收购 SFF 全年并表有望贡献利润接近 1 个亿，同时公司亏损企业清理加速，减亏成效下半年将逐渐显现，公司 16 年总体业绩相比 15 年将实现翻倍式增长。以 PE 看当前估值仅 20 倍出头，以分部估值法短期目标市值 140 亿元，40% 以上空间，中期目标 200 亿元，继续强烈推荐！**
 - **（1）没被市场充分认知的养殖影子股，二线品种集体启动下公司养殖资产有望得到重估，公司一季度及全年业绩在生猪高景气下将实现大幅增长。**近期生猪养殖股尤其是二线影子品种在猪价超预期下表现优异（海大、天康、金新农、唐人神等），梅林同样作为养殖影子股没有被市场充分认知，在二线集体启动下其养殖资产有望得到重估。目前公司生猪存栏将近 100 万头（51%权益占比），一季度预计至少出栏 20 万头，而成本只比牧原稍高，最新头均盈利达到 800 元，全年平均盈利预计可达 600 元左右。公司去年 Q1 总体净利润不足 4500 万元，今年一季度加上原有业务同比有望实现翻倍增长，业绩释放可能超出市场预期，而全年来看，公司生猪板块有望贡献超过 3 亿元利润。
 - **（2）牛肉从产业风口走向资本风口，梅林收购 SFF 掌握优质牛源，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 4 月份底完成交割，全年并购贡献利润有望接近 1 亿元），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”。
- **短期目标市值 140 亿元，中期目标市值 200 亿元，重申“买入”评级。**采用分部估值法，短期在生猪景气及并购落地催化下目标市值 140 亿元（品牌资产 50 亿+屠宰贸易 30 亿+生猪养殖 40 亿+SFF20 亿），中期目标市值 200 亿元（具体拆分详见我们深度报告）。短期看资产注入和海外收购并表带来业绩的大幅增厚，长期来看公司效率持续提升（经营变革+国企改革，期待后续管理层激励）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。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 1.03、5.00、5.31 亿元，同比增长-22%、386%、6%，对应 EPS 分别为 0.11、0.53、0.57 元。
- **风险提示：**食品安全问题、猪价大幅波动。

图表 1：梅林近期报告汇总

日期	报告	类型
20160327	《养殖重估、牛肉接力，重申强烈推荐！》	大涨点评
20160308	《亏损企业清理再下一城，配股取消减轻摊薄压力，重申买入》	公司点评
20160224	《生猪景气+牛肉风口助弹性，亏损企业清理显魄力》	公司点评
20160216	《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》	深度报告
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
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 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
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	-517	-1,722	-1,899
% 销售收入	3.3%	3.2%	3.2%	4.1%	6.4%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	136	223	259	155	746	909
% 销售收入	1.7%	2.2%	2.4%	1.2%	2.8%	3.1%
财务费用	-50	-86	-107	-68	-91	-77
% 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%	10.2%	2.1%	2.0%
营业利润	111	165	143	82	672	849
营业利润率	1.4%	1.6%	1.4%	0.7%	2.5%	2.9%
营业外收支	57	39	37	65	300	150
税前利润	169	204	180	147	972	999
利润率	2.1%	2.0%	1.7%	1.2%	3.6%	3.4%
所得税	-39	-39	-51	-29	-209	-210
所得税率	23.3%	19.2%	28.2%	19.8%	21.6%	21.0%
净利润	129	165	129	118	763	789
少数股东损益	-11	10	-4	15	262	259
归属于母公司的净利润	140	155	133	103	500	531
净利率	1.8%	1.5%	1.3%	0.8%	1.9%	1.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	163	129	118	763	789
少数股东损益	0	0	0	15	262	259
非现金支出	101	116	172	161	167	192
非经营收益	38	66	79	48	-149	-15
营运资金变动	-229	-142	-220	0	-433	-134
经营活动现金净流	39	203	159	342	610	1,090
资本开支	123	136	127	260	130	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	-110	-220
股权募资	0	0	994	0	0	0
债权募资	211	190	11	1,441	101	-690
其他	-164	-203	-197	-137	-227	-211
筹资活动现金净流	47	-13	808	1,304	-127	-901
现金净流量	-108	167	679	1,401	373	-30

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	3,035	3,138	2,449
应付款项	1,566	1,669	1,363	2,084	4,385	4,782
其他流动负债	-64	66	92	-148	-390	-432
流动负债	2,977	3,331	3,046	4,971	7,132	6,799
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	5,184	7,343	7,009
普通股股东权益	1,876	1,988	3,066	3,113	3,557	4,031
少数股东权益	191	267	258	272	535	793
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	0.110	0.533	0.566
每股净资产 (元)	2.508	2.417	3.270	3.320	3.793	4.299
每股经营现金净流 (元)	0.052	0.247	0.169	0.349	0.370	0.887
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%	3.31%	14.06%	13.16%
总资产收益率	2.67%	2.69%	2.02%	1.20%	4.37%	4.48%
投入资本收益率	4.43%	7.30%	6.44%	4.13%	15.84%	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%	-40.26%	382.40%	21.87%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	-14.53%	-22.40%	385.58%	6.08%
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%	-1.95%	-1.86%	-9.88%
EBIT 利息保障倍数	2.7	2.6	2.4	2.3	8.2	11.7
资产负债率	60.69%	60.93%	49.53%	60.49%	64.22%	59.23%

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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。