

上海梅林(600073.SH)

新管理团队上任一周年，以业绩释放消除一切疑虑，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

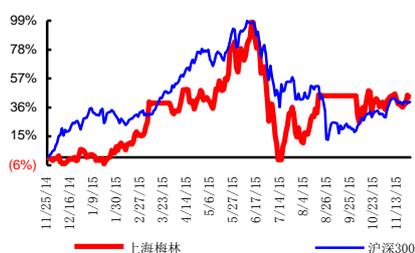
huyc@r.qlzq.com.cn

2016年4月28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)	10.41
市值(百万元)	9761.77
流通市值(百万元)	9761.77

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10,376.4	10,590.8	12,232.7	25,227.5	27,602.2
营业收入增速	32.15%	2.07%	15.50%	106.23%	9.41%
净利润增长率	10.85%	-14.53%	23.60%	235.28%	14.53%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.14	0.17	0.59	0.67
前次预测每股收益(元)	0.19	0.14	0.17	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	68.01	20.28	17.71
PEG	4.29	—	2.88	0.09	1.22
每股净资产(元)	2.42	3.27	3.38	3.91	4.52
每股现金流量(元)	0.25	0.17	0.42	0.61	1.09
净资产收益率	7.81%	4.33%	5.17%	15.00%	14.85%
市净率	3.63	2.87	3.52	3.04	2.63
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：上海梅林公布2015年报及2016年一季度报，业绩释放大超市场预期。**（1）2015年公司实现销售收入122.3亿元，同比下滑6.63%，实现归属于上市公司股东净利润1.64亿元，同比追溯调整后增长140.45%（扣非后为56.18%，同比追溯调整前下滑10.9%）。（2）2016年一季度公司实现销售收入35.74亿元，同比增长27.11%，实现归属于上市公司股东净利润1.28亿元，同比追溯调整后增长109.25%（扣非后为109.51%，同比追溯调整前增长184.48%）。同时，公司预计2016年1-6月累计净利润对比去年同期可能大幅增长100%-150%，主要原因是生猪养殖业务利润增长迅速以及公司下属亏损企业亏损金额减少，按照去年同期调整后预计，即为2-2.5亿元，业绩释放大超市场预期。
- 点评：“不看他说什么，而看他做什么”，我们一直强调新管理市场化程度和执行力不同以往、毋庸置疑，上任不到一年，海外并购落地，亏损企业全部剥离，今年轻装上阵，明年彻底卸下历史包袱，此次业绩释放打消最后疑虑，终于证明自己，期待后续激励完成彻底理顺机制，未来牛肉龙头可期，上调2016年盈利预测至5.5亿元，目前不到18倍，短期市值目标140亿（对应今年25倍），中期目标200亿元，继续强烈推荐！**
- 短期看业绩释放下养殖资产和海外并购重估，长期看牛肉风口和效率提升（期待后续管理层激励）——**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，加上原有业务预计公司16年总体业绩相比15年将实现翻倍式增长。
- 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5月底完成交割，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”。

- **目标价 21.3 元，重申“买入”评级。**预计公司 2016-17 年实现收入 252、276 亿元，同比增长 106%、9%；实现归母净利润 5.5、6.3 亿元，同比增长 235%、15%，对应 EPS 分别为 0.59、0.67 元。给予短期市值目标 140 亿元（对应今年 25 倍），中期目标 200 亿元，对应股价 21.3 元，重申“买入”评级。
- **风险提示：**食品安全问题、海外审批进度落后预期。

图表 1：梅林近期报告汇总

日期	报告	类型
20160331	《清理亏损最后一城，2016轻装上阵》	公司点评
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	7,407.10	17,047.80	18,519.55
增长率 (YOY)	78.18%	57.93%	-3.25%	22.13%	130.15%	8.63%
毛利率	13.25%	13.10%	13.89%	13.75%	24.98%	25.32%
销售成本	3,443.34	5,447.75	5,222.63	6,388.37	12,789.56	13,829.69
增长率 (YOY)	66.22%	58.21%	-4.13%	22.32%	100.20%	8.13%
毛利	526.03	821.19	842.50	1,018.74	4,258.24	4,689.86
增长率 (YOY)	236.84%	56.11%	2.60%	20.92%	317.99%	10.14%
占总销售额比重	50.55%	60.41%	57.25%	60.55%	67.58%	67.09%
占主营业务利润比重	47.46%	56.50%	53.92%	57.19%	80.34%	79.94%
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%	18.11%	9.95%	10.07%
占主营业务利润比重	40.68%	33.23%	35.75%	34.94%	13.07%	13.27%
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%	17.33%	14.19%	14.67%
占主营业务利润比重	8.76%	7.86%	7.97%	5.71%	3.24%	3.45%
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%	4.01%	8.28%	8.16%
占主营业务利润比重	3.09%	2.41%	2.37%	2.15%	3.35%	3.34%
销售收入小计	7852.28	10376.48	10594.42	12232.77	25227.57	27602.23
销售成本小计	6743.99	8923.10	9031.78	10451.59	19927.10	21735.48
毛利	1108.29	1453.38	1562.64	1781.18	5300.47	5866.75
平均毛利率	14.11%	14.01%	14.75%	14.56%	21.01%	21.25%

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	12,233	25,228	27,602
增长率	23.87%	32.1%	2.1%	15.5%	106.2%	9.4%
营业成本	-6,722	-8,911	-9,017	-10,452	-19,927	-21,735
% 销售收入	85.6%	85.9%	85.1%	85.4%	79.0%	78.7%
毛利	1,131	1,466	1,574	1,781	5,300	5,867
% 销售收入	14.4%	14.1%	14.9%	14.6%	21.0%	21.3%
营业税金及附加	-36	-35	-40	-49	-101	-110
% 销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-696	-877	-936	-1,063	-2,533	-2,827
% 销售收入	8.9%	8.4%	8.8%	8.7%	10.0%	10.2%
管理费用	-263	-331	-340	-431	-1,726	-1,794
% 销售收入	3.3%	3.2%	3.2%	3.5%	6.8%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	136	223	259	239	941	1,135
% 销售收入	1.7%	2.2%	2.4%	2.0%	3.7%	4.1%
财务费用	-50	-86	-107	-65	-80	-56
% 销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	0.5%	0.3%	0.2%
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	10	10
% 税前利润	20.5%	15.8%	17.5%	6.4%	0.9%	0.8%
营业利润	111	165	143	169	869	1,087
营业利润率	1.4%	1.6%	1.4%	1.4%	3.4%	3.9%
营业外收支	57	39	37	65	200	100
税前利润	169	204	180	234	1,069	1,187
利润率	2.1%	2.0%	1.7%	1.9%	4.2%	4.3%
所得税	-39	-39	-51	-46	-230	-249
所得税率	23.3%	19.2%	28.2%	19.8%	21.6%	21.0%
净利润	129	165	129	187	839	937
少数股东损益	-11	10	-4	23	289	307
归属于母公司的净利润	140	155	133	164	550	630
净利率	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%	2.2%	2.3%

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	3,058	3,027	2,760
应收款项	844	740	767	853	1,829	2,001
存货	868	981	808	1,088	2,129	2,382
其他流动资产	228	333	466	487	676	712
流动资产	2,904	3,121	3,777	5,486	7,662	7,856
% 总资产	55.2%	54.1%	57.3%	64.7%	70.2%	69.4%
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%	19.4%	17.3%	18.2%
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%	35.3%	29.8%	30.6%
资产总计	5,257	5,769	6,587	8,480	10,920	11,314
短期借款	1,475	1,596	1,591	2,899	2,734	1,911
应付款项	1,566	1,669	1,363	2,037	4,077	4,452
其他流动负债	-64	66	92	-144	-363	-402
流动负债	2,977	3,331	3,046	4,791	6,449	5,961
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	5,004	6,659	6,170
普通股股东权益	1,876	1,988	3,066	3,174	3,668	4,242
少数股东权益	191	267	258	281	570	877
负债股东权益合计	5,257	5,774	6,585	8,459	10,897	11,289

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	0.175	0.587	0.672
每股净资产(元)	2.508	2.417	3.270	3.385	3.911	4.523
每股经营现金净流(元)	0.052	0.247	0.169	0.422	0.606	1.089
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%	5.17%	15.00%	14.85%
总资产收益率	2.67%	2.69%	2.02%	1.94%	5.05%	5.58%
投入资本收益率	4.43%	7.30%	6.44%	6.39%	20.28%	22.61%
增长率						
营业总收入增长率	23.87%	32.15%	2.07%	15.50%	106.23%	9.41%
EBIT增长率	98.96%	63.96%	15.87%	-7.76%	294.39%	20.59%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	-14.53%	23.60%	235.28%	14.53%
总资产增长率	13.83%	9.83%	14.05%	28.75%	28.77%	3.61%
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	44.1	23.3	22.6
偿债能力						
净负债/股东权益	27.99%	23.86%	-3.62%	-4.01%	-6.47%	-16.23%
EBIT利息保障倍数	2.7	2.6	2.4	3.7	11.8	20.1
资产负债率	60.69%	60.93%	49.53%	59.16%	61.11%	54.66%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	163	129	187	839	937
少数股东损益	0	0	0	23	289	307
非现金支出	101	116	172	161	167	192
非经营收益	38	66	79	45	-54	19
营运资金变动	-229	-142	-220	3	-384	-126
经营活动现金净流	39	203	159	419	857	1,329
资本开支	123	136	127	260	230	290
投资	-121	77	-200	0	0	0
其他	49	36	39	15	10	10
投资活动现金净流	-194	-23	-288	-245	-220	-280
股权筹资	0	0	994	0	0	0
债权筹资	211	190	11	1,305	-167	-824
其他	-164	-203	-197	-133	-212	-185
筹资活动现金净流	47	-13	808	1,172	-379	-1,009
现金净流量	-108	167	679	1,346	258	40

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。