

上海梅林(600073.SH)

事业部改革效果初显，要效益成果持续显现

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7月5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)	11.53
市值(百万元)	10812.03
流通市值(百万元)	10812.03

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	13,101.4	12,233.4	25,230.3	27,429.9	30,091.6
营业收入增速	26.61%	-6.63%	106.24%	8.72%	9.70%
净利润增长率	-56.22%	140.45%	236.57%	14.42%	11.16%
摊薄每股收益(元)	0.07	0.17	0.59	0.67	0.75
前次预测每股收益(元)	0.07	0.17	0.59	0.67	0.75
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	129.36	81.16	20.19	17.65	15.88
PEG	—	0.58	0.09	1.22	1.42
每股净资产(元)	3.38	3.15	3.73	4.34	5.03
每股现金流量(元)	0.29	0.26	0.37	0.92	1.16
净资产收益率	2.14%	5.54%	15.72%	15.46%	14.84%
市净率	2.77	4.50	3.18	2.73	2.36
总股本(百万元)	937.73	937.73	937.73	937.73	937.73

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 新管理层要效益的态度坚决，事业部改革效果初显，上半年除屠宰外的7大事业部盈利全面提升，叠加减亏和生猪贡献，公司业绩有望再超预期；同时光明集团鼎力支持、新任董事长定位明确，公司天时地利人和，尤其人和对于国企的重要程度不言而喻，这一点可能超出市场认知，解决了长久以来束缚梅林发展的机制和人的问题，优秀的管理团队有望真正焕发出梅林所拥有的优质品牌和渠道价值。公司业绩和管理拐点已到，SFF延期不改战略部署，未来牛肉龙头可期，当前股价安全边际十足，短期板块有望迎来催化，重申推荐！**
- 新管理层要效益的成果持续显现，不仅是清理亏损企业带来减亏，原有业务的盈利能力也在大幅提升，事业部改革效果初显，公司业绩有望再超预期。**以沈总为代表的新管理注重效益，去年3月份上任之初就成立了解决亏损企业办公室，不到一年的时间，公司就完成了对全部亏损企业的清理，今年轻装上阵、明年彻底卸下历史包袱，执行效率和行动魄力毋庸置疑（解决了梅林十几年不敢动的难题，沈总之前在牛奶集团时也以处理亏损企业见长，把牛奶集团利润水平从4百万带到4个亿以上）。
- 但不仅仅是清理亏损企业带来的减亏影响，公司原有业务的盈利能力也在大幅提升，事业部改革效果初显，划分8大事业部且全部作为利润中心，同时坚守毛利率和投资回报率两个底线，上半年除了屠宰板块受猪价影响出现行业性的问题，其他7大事业部上半年盈利能力都直线上升，其中盈利占大头的冠生园上半年利润提升幅度预计超过30%，联豪继续保持50%以上的高速成长，再叠加生猪养殖贡献（当前头均盈利可达800元以上，环比一季度提升明显，龙大肉食已大幅上修中报业绩预增，从50%-80%上调至150%-180%），预计上半年公司整体业绩可达到甚至超过一季报中所预告的上限水平，有望再次超出市场预期。**

- **光明集团鼎力支持，新任董事长定位明确，公司天时地利人和，市场化程度有望继续大幅提升，激励机制也将持续完善。**公司定位于光明集团唯一的肉类平台，而肉业是集团“聚焦大产业”战略中筛选出的目前唯一有潜力、可以做大做强的产业，所以我们看到不论是在清理亏损企业中还是海外收购方面集团都给予梅林大力支持；同时公司也志存高远，未来有望持续进行资源及渠道方面的布局，力争打造中国牛肉行业领军企业，而其“控制海外资源+国内具有品牌/渠道”的特有模式也决定了梅林最有可能突围当前 5000 亿级别的蓝海市场。由于新西兰海外投资办公室效率较慢，SFF 的审批延期（只差 OIO 部长审批最后一个环节），预计三季度前完成，正式交割定于明年初，但前期的合作和调整已经展开——签协议进行产品结构调整，与联豪的原料供应合作，同时中国公司的团队建设也都在进行之中，不会扰乱公司整体的战略部署，坚定布局未来牛肉龙头。
- 新任董事长夏总今年 5 月份从光明乳业调任上海梅林，其对自己定位明晰，主要把握三个大的方向“选对路、选对人、做对事”，与负责具体运营的沈总分工明确、权责划分清楚（人和对于国企来说非常重要），且可把之前光明乳业一些好的经验和做法带到梅林，使得公司的市场化程度逐渐向光明乳业看齐（目前公司的考核方式已开始市场化）；未来牛肉新业务就将率先采取市场化的操作手段（市场化人才+市场化定价），集团和公司也都会保证良好机制，而等到市场化调整完全以后，期待未来更深层次和更大力度的激励形式，从而完全绑定管理层利益。
- **短期市值目标 140 亿元，中期 200 亿元，维持“买入”评级。**预计公司 2016-18 年实现收入 252、274、301 亿元，同比增长 106%、9%、9%；实现归母净利润 5.5、6.3、7.0 亿元，同比增长 237%、14%、11%，对应 EPS 分别为 0.59、0.67、0.75 元。近期定增解禁继续释放，短期基本再无压力，同时新大洲 A（恒阳牛业注入）7 月份复牌有望带来板块催化，当前为绝佳布局买点，拐点型公司、安全边际十足（不考虑 SFF 并表，100 亿以下必买）。给予短期市值目标 140 亿元（对应今年 25 倍），中期第一目标 200 亿元，对应股价 21.3 元，维持“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
20160524	《拐点已到、志存高远，坚定布局未来牛肉龙头》	大涨点评
20160428	《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！》	公司点评
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	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
肉及肉制品						
销售收入	6,268.94	5,869.89	6,567.59	17,450.55	18,877.24	21,138.00
增长率 (YOY)	181.40%	-6.37%	11.89%	165.71%	8.18%	17.98%
毛利率	13.10%	13.68%	13.42%	15.01%	17.00%	18.16%
销售成本	5,447.75	5,066.70	5,686.53	14,831.01	15,668.12	17,299.45
增长率 (YOY)	162.97%	-6.99%	12.23%	160.81%	5.64%	10.41%
毛利	821.19	803.19	881.05	2,619.54	3,209.11	3,838.56
增长率 (YOY)	425.84%	-2.19%	9.69%	197.32%	22.51%	19.61%
占总销售额比重	60.41%	56.45%	52.02%	69.16%	68.82%	70.25%
占主营业务利润比重	56.50%	52.73%	48.97%	70.06%	72.38%	74.73%
冠生园						
销售收入	1,735.85	2,002.28	2,028.00	2,110.00	2,250.00	2,400.00
增长率 (YOY)	—	15.35%	1.28%	4.04%	6.64%	6.67%
毛利率	27.82%	27.90%	25.10%	27.60%	28.00%	28.20%
销售成本	1,252.94	1,443.64	1,518.97	1,527.64	1,620.00	1,723.20
增长率 (YOY)	—	15.22%	5.22%	0.57%	6.05%	6.37%
毛利	482.91	558.64	509.03	582.36	630.00	676.80
增长率 (YOY)	—	15.68%	-8.88%	14.41%	8.18%	7.43%
占总销售额比重	16.73%	19.25%	16.06%	8.36%	8.20%	7.98%
占主营业务利润比重	33.23%	36.67%	28.29%	15.57%	14.21%	13.18%
食品分销						
销售收入	2,336.61	2,490.00	3,539.00	3,580.00	4,050.00	4,300.00
增长率 (YOY)	—	6.56%	42.13%	1.16%	13.13%	6.17%
毛利率	4.89%	5.00%	10.48%	10.04%	9.84%	9.88%
销售成本	2,222.42	2,365.50	3,168.07	3,220.40	3,651.50	3,875.00
增长率 (YOY)	—	6.44%	33.93%	1.65%	13.39%	6.12%
毛利	114.19	124.50	370.93	359.60	398.50	425.00
增长率 (YOY)	—	9.03%	197.94%	-3.05%	10.82%	6.65%
占总销售额比重	22.52%	23.94%	28.03%	14.19%	14.76%	14.29%
占主营业务利润比重	7.86%	8.17%	20.62%	9.62%	8.99%	8.27%
其他 (包含饲料)						
销售收入	35.08	37.00	490.67	2,089.78	2,252.68	2,253.68
增长率 (YOY)	—	5.47%	1226.14%	325.90%	7.80%	0.04%
毛利率	100.00%	100.00%	7.80%	8.50%	8.70%	8.70%
销售成本	0.00	0.00	452.40	1,912.14	2,056.69	2,057.61
增长率 (YOY)	—	—	—	322.67%	7.56%	0.04%
毛利	35.08	37.00	38.27	177.63	195.98	196.07
增长率 (YOY)	—	5.47%	3.44%	364.12%	10.33%	0.04%
占总销售额比重	0.34%	0.36%	3.89%	8.28%	8.21%	7.49%
占主营业务利润比重	2.41%	2.43%	2.13%	4.75%	4.42%	3.82%
销售收入小计	10376.48	10399.17	12625.26	25230.33	27429.91	30091.68
销售成本小计	8923.10	8875.85	10825.97	21491.19	22996.32	24955.25
毛利	1453.38	1523.33	1799.29	3739.13	4433.59	5136.42
平均毛利率	14.01%	14.65%	14.25%	14.82%	16.16%	17.07%

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	10,348	13,101	12,233	25,230	27,430	30,092
增长率	31.78%	26.6%	-6.6%	106.2%	8.7%	9.7%
营业成本	-8,898	-11,334	-10,445	-21,491	-22,996	-24,955
% 销售收入	86.0%	86.5%	85.4%	85.2%	83.8%	82.9%
毛利	1,449	1,768	1,788	3,739	4,434	5,136
% 销售收入	14.0%	13.5%	14.6%	14.8%	16.2%	17.1%
营业税金及附加	-35	-43	-40	-79	-110	-120
% 销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%
营业费用	-872	-1,044	-1,046	-2,185	-2,386	-2,693
% 销售收入	8.4%	8.0%	8.6%	8.7%	8.7%	9.0%
管理费用	-325	-377	-398	-893	-960	-1,096
% 销售收入	3.1%	2.9%	3.3%	3.5%	3.5%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	217	304	304	582	977	1,227
% 销售收入	2.1%	2.3%	2.5%	2.3%	3.6%	4.1%
财务费用	-86	-89	-43	-92	-96	-17
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.3%	0.4%	0.4%	0.1%
资产减值损失	-4	-58	-50	-20	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	35	31	31	15	10	10
% 税前利润	17.3%	20.4%	10.7%	1.9%	0.9%	0.8%
营业利润	161	188	243	484	889	1,218
营业利润率	1.6%	1.4%	2.0%	1.9%	3.2%	4.0%
营业外收支	39	-34	49	300	200	100
税前利润	201	154	292	784	1,089	1,318
利润率	1.9%	1.2%	2.4%	3.1%	4.0%	4.4%
所得税	-37	-54	-65	-156	-218	-277
所得税率	18.7%	35.0%	22.3%	19.8%	20.0%	21.0%
净利润	163	100	227	629	872	1,041
少数股东损益	8	32	64	78	242	341
归属于母公司的净利润	155	68	163	550	630	700
净利率	1.5%	0.5%	1.3%	2.2%	2.3%	2.3%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	163	100	227	629	872	1,041
少数股东损益	0	0	0	78	242	341
非现金支出	116	203	226	171	177	202
非经营收益	66	62	40	-118	6	-15
营运资金变动	-142	-92	-253	-330	-191	-141
经营活动现金净流	203	272	240	430	1,106	1,430
资本开支	136	211	94	25	230	290
投资	77	-200	326	0	0	0
其他	36	34	-1	15	10	10
投资活动现金净流	-23	-378	231	-10	-220	-280
股权筹资	0	999	176	0	0	0
债权筹资	190	-9	-83	4,145	-3,444	-939
其他	-203	-197	-435	-227	-216	-152
筹资活动现金净流	-13	793	-342	3,917	-3,660	-1,091
现金净流量	167	688	128	4,337	-2,774	59

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,067	1,898	2,049	6,308	3,292	3,009
应收款项	740	873	899	1,760	1,988	2,181
存货	981	1,091	1,333	2,237	2,457	2,735
其他流动资产	333	604	394	468	498	537
流动资产	3,121	4,466	4,675	10,773	8,235	8,463
% 总资产	54.1%	60.0%	60.8%	77.2%	70.5%	70.0%
长期投资	326	325	351	351	351	351
固定资产	1,422	1,595	1,593	1,748	1,979	2,136
% 总资产	24.7%	21.4%	20.7%	12.5%	16.9%	17.7%
无形资产	758	831	775	794	818	850
非流动资产	2,648	2,984	3,014	3,189	3,443	3,633
% 总资产	45.9%	40.0%	39.2%	22.8%	29.5%	30.0%
资产总计	5,769	7,450	7,690	13,962	11,679	12,096
短期借款	1,596	1,578	1,505	5,653	2,211	1,273
应付款项	1,669	1,936	2,158	4,193	4,518	4,932
其他流动负债	66	107	142	-415	-396	-441
流动负债	3,331	3,621	3,805	9,431	6,333	5,764
长期贷款	10	19	9	6	4	3
其他长期负债	25	132	142	142	142	142
负债	3,366	3,773	3,956	9,580	6,479	5,909
普通股股东权益	1,988	3,173	2,949	3,500	4,073	4,717
少数股东权益	267	343	616	695	937	1,278
负债股东权益合计	5,622	7,288	7,522	13,774	11,489	11,904

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.189	0.073	0.174	0.587	0.671	0.746
每股净资产(元)	2.417	3.383	3.145	3.732	4.343	5.030
每股经营现金净流(元)	0.247	0.290	0.255	0.375	0.921	1.161
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	7.81%	2.14%	5.54%	15.72%	15.46%	14.84%
总资产收益率	2.76%	0.93%	2.17%	4.00%	5.48%	5.88%
投入资本收益率	7.15%	6.83%	8.78%	14.55%	21.76%	24.72%
增长率						
营业总收入增长率	31.78%	26.61%	-6.63%	106.24%	8.72%	9.70%
EBIT增长率	59.59%	39.99%	-0.06%	91.27%	68.07%	25.53%
净利润增长率	10.85%	-56.22%	140.45%	236.57%	14.42%	11.16%
总资产增长率	6.94%	29.64%	3.21%	81.56%	-16.35%	3.57%
资产管理能力						
应收账款周转天数	21.9	18.5	21.8	19.0	20.0	20.0
存货周转天数	37.9	33.4	42.4	38.0	39.0	40.0
应付账款周转天数	22.9	20.8	30.0	22.5	22.5	22.5
固定资产周转天数	40.2	37.5	45.7	23.1	22.8	21.9
偿债能力						
净负债/股东权益	23.86%	-8.56%	-15.00%	-15.47%	-21.49%	-28.91%
EBIT利息保障倍数	2.5	3.4	7.1	6.3	10.2	73.3
资产负债率	59.87%	51.77%	52.60%	69.55%	56.40%	49.64%

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。