中国平安 PING AN 平安证券公司

食品饮料

2015 年 03 月 30 日

上海梅林 (600073)

资产注入落地，下调评级至“中性”

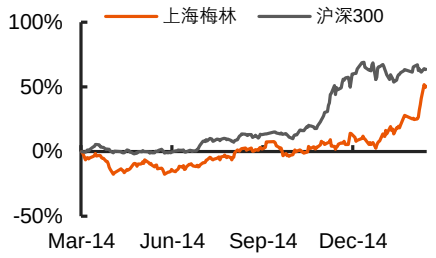
中性（下调）

现价：12.72 元

主要数据

行业	食品饮料
公司网址	www.shanghaimaling.com
大股东/持股	上海益民食品一厂（集团）有限公司/31.82%
实际控制人/持股	上海市国有资产监督管理委员会/23.80%
总股本(百万股)	938
流通 A 股(百万股)	823
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值（亿元）	119
流通 A 股市值(亿元)	105
每股净资产(元)	2.47
资产负债率(%)	57.90

行情走势图



相关研究报告

《上海梅林深度报告：机会源于可能的资产注入》（2013-4-28）

证券分析师

文献 投资资格编号 S1060511010014
WENXIAN001@pingan.com.cn

研究助理

王俏怡 一般从业资格编号 S1060113110013
0755-22626689
WANGQIAOYI597@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，

投资要点

事项：上海梅林发布公告拟向光明集团出售和购买资产，具体为：1）用现金购买上海牛奶集团的肉牛养殖业务资产、食品流通业务资产、饲料业务资产、相关的技术服务类资产及上海市万荣路 467 号 40-43 幢房产用于公司研发、培训、办公；2）用现金购买上海农场、上海市川东农场的生猪养殖业务资产；3）出售饮用水公司 100%股权。

平安观点：

■ **资产重组有望增厚公司 2014 年 EPS 至少 0.02 元：**公告中披露了拟购买的上海牛奶集团资产未经审计的财务数据，合计 2014 年归属母公司净利润是 2,729 万元，除掉售出的饮用水公司 2014 年 1,228 万元的归属母公司净利润后，按照梅林 9.38 亿总股本算，可为公司 EPS 增厚 0.02 元。

■ **上海国企改革加快，资产重组彰显公司做强肉业决心，可完善梅林产业链布局，丰富肉类业务产品结构。**梅林是上海国资委旗下光明集团定位做综合食品的上市公司平台，本次资产重组与光明集团提高资产证券化率的国企改革目标相符，显示上海国企改革速度在加快。本次重组可帮助梅林 1）完善产业链布局,稳定原料供应及把控原料质量；2）丰富肉类业务产品结构，增加牛肉产品可促进公司收入增长、扩大市场份额；3）聚集肉类业务：出售饮用水公司，体现了公司集中资源做好肉类业务的决心。

■ **其他业务仍需观察。**对梅林的利润贡献最大的两块业务是冠生园和肉类，2013 年二者净利润占比分别为 53%、29%，罐头、连锁经营、贸易分别占比为 11%、10%、1%。按业务分部来看：1）冠生园：2015 年公司正在通过推广新产品调整结构，来应对不断加剧的行业竞争，但考虑到 2015 年糖价下降红利消失，冠生园的压力会有所增加；2）罐头：梅林的罐头以出口为主，近年公司想转型做国内市场，但由于需求低迷，转型速度可能会放慢，出口的增长也可能放缓，同时 2015 年猪周期反转，猪肉价格同比上涨是大概率事件，罐头的盈利能力将面临挑战；3）连锁经营：光明里 2015 年将继续转型做生鲜连锁，未来若成功引入战略投资者，转型速度可能加快，但考虑到行业竞争的问题，推测 2015 年连锁经营对梅林的利润贡献仍较为有限。

■ **下调评级至“中性”。**不考虑此次重组，预计 14-16 年 EPS 分别为 0.17 元、0.18 元、0.21 元，对应 3 月 26 日收盘价 P/E 分别为 74、69、62 倍。考虑到公司资产注入落地利好兑现，部分业务发展情况仍有待观察，下调评级至“中性”。

■ **风险提示：**资产重组不达预期、食品安全事故。

	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10376	11407	12989	14768	17108
YoY(%)	32.1	9.9	13.9	13.7	15.8
净利润(百万元)	155.3	161.2	173.4	194.0	222.4
YoY(%)	10.9	3.8	7.5	11.9	14.6
毛利率(%)	14.1	14.1	14.0	13.9	13.5
净利率(%)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.4
ROE(%)	8.0	8.0	8.2	8.6	9.3
EPS(摊薄/元)	0.17	0.17	0.18	0.21	0.24
P/E(倍)	76.8	74.0	68.8	61.5	53.6
P/B(倍)	6.01	5.80	5.47	5.14	4.82

中国平安 PING AN 平安证券公司

食品饮料

2015 年 03 月 30 日

上海梅林 (600073)

资产注入落地，下调评级至“中性”

请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

图表 1　拟购买出售的资产，未经审计的2014年财务数据一览

（单位：万元）	肉牛养殖资产（拟购买）	食品流通资产（拟购买）	饲料资产（拟购买）	技术服务资产（拟购买）	上海农场、川东农场（拟购买）	饮用水公司（拟出售）
总资产	23,182.29	9,479.64	85,185.73	1,643.93	未披露	16,815.65
净资产	6,063.19	4,623.07	23,775.75	1,047.74	未披露	13,368.70
营业收入	62,767.07	61,800.10	180,668.42	267.07	未披露	20,064.28
归属母公司净利润	94.74	984.72	1,829.38	-179.69	未披露	1,228.35

资料来源：平安证券研究所、公司公告

图表 2　食品饮料重点公司估值对比

股票名称	股价（元）	EPS（元/股）				PE（倍）				评级	EPS 最新调整
	3 月 26 日	2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E		2015E
贵州茅台	194.55	11.65	13.25	13.43	13.23	16.7	14.7	14.5	14.7	推荐	
五粮液	23.13	2.62	2.10	1.55	1.74	8.8	11.0	14.9	13.3	推荐	
洋河股份	81.91	5.72	4.65	4.20	4.28	14.3	17.6	19.5	19.1	中性	
泸州老窖	24.29	3.13	2.45	0.94	1.14	7.8	9.9	25.8	21.4	中性	
青青稞酒	25.76	0.67	0.83	0.70	0.73	38.5	31.0	36.6	35.4	中性	
山西汾酒	22.42	1.53	1.11	0.44	0.52	14.6	20.2	51.1	42.7	推荐	
顺鑫农业	22.69	0.22	0.35	0.71	0.75	102.9	65.5	32.0	30.3	推荐	
古井贡酒	36.22	1.44	1.24	1.22	1.35	25.1	29.3	29.6	26.9	中性	
张裕 A	38.60	2.48	1.53	1.45	1.47	15.6	25.2	26.7	26.3	中性	
青岛啤酒	42.80	1.30	1.46	1.52	1.58	32.9	29.3	28.2	27.0	推荐	
海天味业	51.93	0.80	1.07	1.39	1.68	64.7	48.6	37.4	30.9	强烈推荐	
中炬高新	14.79	0.16	0.27	0.36	0.45	93.7	55.4	41.5	32.7	推荐	
伊利股份	31.10	0.56	1.04	1.43	1.70	55.5	29.9	21.7	18.3	强烈推荐	
贝因美	20.43	0.50	0.71	0.06	0.23	41.0	29.0	318.0	87.0	中性	
光明乳业	19.84	0.25	0.38	0.44	0.78	78.4	52.2	45.6	25.3	强烈推荐	
黑芝麻	17.00	0.06	0.13	0.20	0.48	285.5	128.9	87.0	35.3	推荐	
安琪酵母	25.13	0.74	0.44	0.47	0.77	34.1	56.6	53.5	32.6	强烈推荐	
双汇发展	36.61	1.31	1.75	1.84	2.03	27.9	20.9	19.9	18.0	推荐	↑ 9%（ 3 月 25 日）
大北农	24.47	0.41	0.46	0.48	0.79	60.3	53.0	51.3	30.9	强烈推荐	
上海梅林	12.72	0.15	0.17	0.17	0.18	85.1	76.8	74.0	68.8	中性	
均值						55.2	40.3	51.4	31.9		

资料来源：平安证券研究所、wind

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	3,089	3,413	3,641	4,132
现金	1,079	1,046	1,035	1,115
应收账款	613	794	835	989
其他应收款	101	111	127	144
预付账款	181	194	224	254
存货	985	1,084	1,234	1,406
其他流动资产	129	184	186	224
非流动资产	2,471	2,478	2,493	2,509
长期投资	256	256	256	256
固定资产	1,404	1,411	1,425	1,441
无形资产	217	217	218	219
其他非流动资产	593	593	594	593
资产总计	5,559	5,890	6,134	6,641
流动负债	3,118	3,367	3,474	3,829
短期借款	1,556	1,366	1,366	1,366
应付账款	559	713	756	893
其他流动负债	1,003	1,288	1,352	1,570
非流动负债	187	187	187	187
长期借款	10	10	10	10
其他非流动负债	177	177	177	177
负债合计	3,305	3,554	3,661	4,016
少数股东权益	271	281	292	305
股本	823	823	823	823
资本公积	924	931	939	944
留存收益	245	310	427	561
归属母公司股东权益	1,983	2,055	2,181	2,320
负债和股东权益	5,559	5,890	6,134	6,641

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	207	425	262	366
净利润	165	171	185	207
折旧摊销	112	120	121	124
财务费用	86	91	91	90
投资损失	-	-	-	-
营运资金变动	-156	-15	-222	-148
其他经营现金流	-0	58	87	94
投资活动现金流	-19	-127	-136	-140
资本支出	-86	-127	-136	-140
长期投资	-	-	-	-
其他投资现金流	-106	-255	-273	-281
筹资活动现金流	-4	-331	-137	-146
短期借款	1,556	1,366	1,366	1,366
长期借款	10	10	10	10
普通股增加	-	-	-	-
资本公积增加	-	-	-	-
其他筹资现金流	-1,570	-1,706	-1,512	-1,522
现金净增加额	183	-33	-11	80

利润表 单位：百万元

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	10376	11407	12989	14768
营业成本	8911	9803	11164	12718
营业税金及附加	35	47	52	57
营业费用	877	949	1080	1228
管理费用	331	354	391	426
财务费用	86	91	91	90
资产减值损失	4	-0	0	-0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	32	32	32	32
营业利润	165	194	243	282
营业外收入	42	23	0	0
营业外支出	3	2	0	0
利润总额	204	216	243	282
所得税	39	44	58	75
净利润	165	171	185	207
少数股东损益	10	10	11	13
归属母公司净利润	155	161	173	194
EBITDA	363	405	454	496
EPS（元）	0.17	0.17	0.18	0.21

主要财务比率

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	32.1	9.9	13.9	13.7
营业利润(%)	47.9	17.8	25.0	16.1
归属于母公司净利润(%)	10.9	3.8	7.5	11.9
获利能力				
毛利率(%)	14.1	14.1	14.0	13.9
净利率(%)	1.6	1.5	1.4	1.4
ROE(%)	8.0	8.0	8.2	8.6
ROIC(%)	5.3	5.8	6.5	6.8
偿债能力				
资产负债率(%)	59.4	60.3	59.7	60.5
净负债比率(%)	0.3	0.2	0.2	0.2
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	1.9	2.0	2.2	2.3
应收账款周转率	16.7	16.2	15.9	16.2
应付账款周转率	16.0	15.4	15.2	15.4
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.17	0.18	0.21
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.45	0.28	0.39
每股净资产(最新摊薄)	2.11	2.19	2.33	2.47
估值比率				
P/E	76.80	73.98	68.79	61.49
P/B	6.01	5.80	5.47	5.14
EV/EBITDA	33.68	29.72	26.55	24.36

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼 邮编：518048 传真：（0755）82449257	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼 邮编：200120 传真：（021）33830395	北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层 邮编：100033