

# 上海梅林 (600073)

## 收购新西兰最大冻肉出口商，协同效应待观察

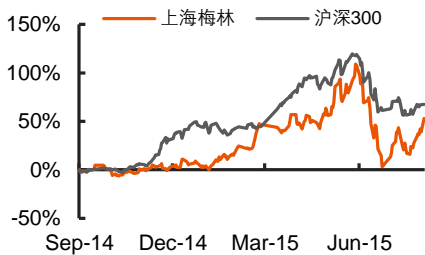
**中性 (维持)**

**现价: 13.49 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)	127.06
流通 A 股市值(亿元)	111.48
每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	45.40

### 行情走势图



### 相关研究报告

《上海梅林\*600073\*资产注入落地，下调评级至“中性”》 2015-03-30

### 证券分析师

**文献** 投资咨询资格编号  
S1060511010014  
0755-22627143  
WENXIAN001@pingan.com.cn

### 研究助理

**王俏怡** 一般从业资格编号  
S1060113110013  
0755-22626689  
WANGQIAOYI1597@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，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

**事项:** 9月15日，上海梅林公告，拟用现金收购新西兰最大综合肉类加工商：银蕨农场 Silver Fern Farms Limited (SFF) 及其下属子公司的全部经营性资产和业务的 50% 权益，支付金额预计约为 2.68 亿新西兰元，按 2014 年收入 23.2 亿新西兰元，归属母公司所有者权益 3.19 亿新西兰元计算，交易 P/S 倍数 = 2.68 / (23.2 \* 0.5) = 0.23 倍，交易 P/B 倍数 = 2.68 / (3.19 \* 0.5) = 1.68 倍。

### 平安观点:

■ **银蕨农场是新西兰最大的冻肉出口商。**银蕨农场以出口初加工鲜冻肉为主营，2014 年收入 23.09 亿新西兰元（按 5.15 汇率，折合人民币 118.9 亿元）公司 85% 收入来自出口，其中来自中国、美国、英国、澳大利亚的收入分别占总收入的 17%、13%、8%、8%。公司的产品以初加工的大包装肉为主，2014 年收入占比 80%，其余 20% 为包括冷鲜肉的下游品牌产品。银蕨农场的肉产品主要是牛、羊、鹿肉，2014 年三种肉收入比重分别为 53%、42%、5%。其中牛肉 34% 出口美国，23% 出口到除中国外的亚洲地区；羊肉 39% 出口欧洲，30% 出口中国；鹿肉 64% 出口欧洲。2014 年银蕨农场前十大客户为公司贡献约三成收入，估计主要以麦当劳等下游餐饮加工企业为主。由于产品附加价值较低，公司盈利能力受肉类价格波动影响较大，2010-2014 年 SFF 税前利润/收入比重分别为 -0.4%、1.9%、-2.1%、-1.8%、0.1%。

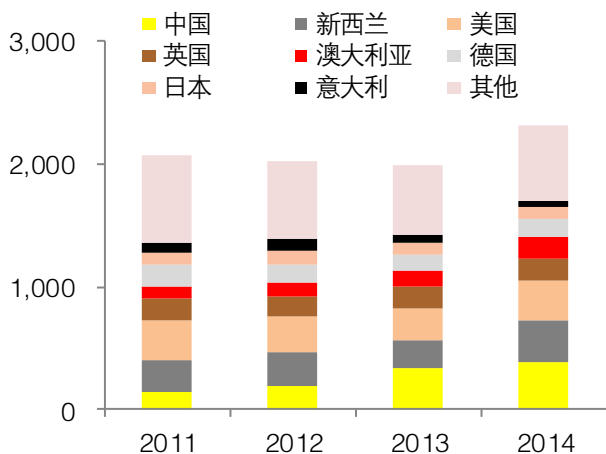
■ **受罐头业务拖累，1H15 上海梅林净利润同比下滑，3Q15 罐头好转不易。**上海梅林主要经营猪肉加工、糖果蜂蜜休闲食品、综合贸易及罐头，1H15 上述业务收入占比分别为 47%、22%、16%、14%。受罐头行业需求低迷、成本上涨过快拖累，1H15 上海梅林净利润同比 -10%。考虑到 3Q15 罐头需求可能仍然疲软，生猪价格维持在高位，上海梅林的罐头业务可能仍亏损，公司主业盈利能力可能仍然受到拖累。1H15 上海梅林净利润 8,519 万元，其中主营罐头的四家子公司合计亏损 1,613 万元。

■ **并购符合光明集团国际化战略，协同效应待观察，维持“中性”评级。**本次并购符合光明集团加强国际化布局的战略目标，但考虑海外业务在产品、管理、渠道上与梅林有差异，两家公司并购后的协同效应仍有待观察。维持原有盈利预测（不考虑收购并表），预计 15-17 年梅林归属母公司净利润分别为 1.22 亿元、1.21 亿元、1.91 亿元。按照银蕨农场、光明集团注入的牛奶集团资产及出售饮用水公司 2014 年归母净利分别为 0.0047 亿新西兰元、0.27 亿元、0.12 亿元计算，若 2015 年并表，将为梅林归母净利增加 0.16 亿元，对应 9.38 亿元总股本，并购将增厚 EPS 0.017 元。维持“中性”评级。

■ **风险提示:** 并购重组失败、食品安全事故、原料价格波动。

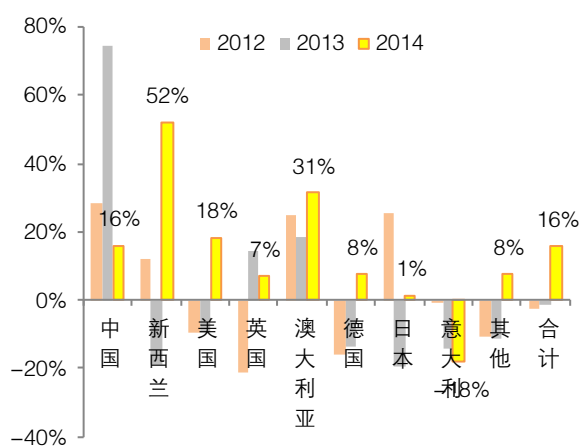
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10376	10591	12989	14768	17108
YoY(%)	32.1	2.1	22.6	13.7	15.8
净利润(百万元)	155	133	122	121	191
YoY(%)	10.9	-14.5	-7.8	-1.2	57.9
毛利率(%)	14.1	14.9	14.0	13.9	13.5
净利率(%)	1.5	1.3	0.9	0.8	1.1
ROE(%)	8.0	5.3	4.0	3.9	5.9
EPS(摊薄/元)	0.17	0.14	0.13	0.13	0.20
P/E(倍)	81.4	95.3	103.4	104.7	66.3
P/B(倍)	6.38	4.12	4.08	3.98	3.84

图表1 2011-14年，SFF出口收入占比超过一半（单位：百万新西兰元）



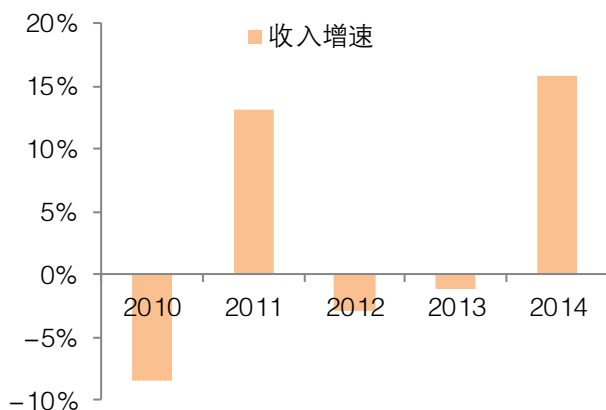
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表2 2014年，SFF收入增长最快的地区是新西兰（图为收入同比增速）



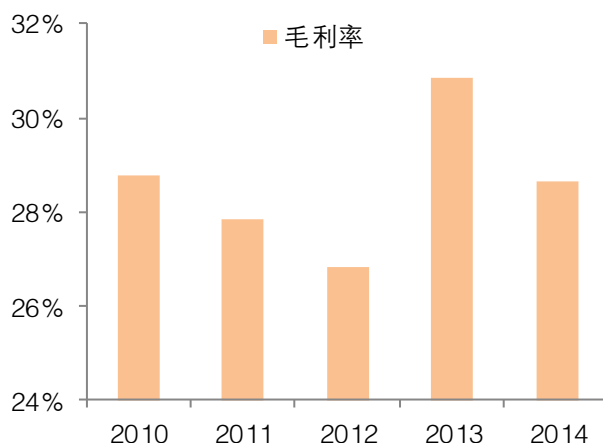
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表3 2010-2014年，SFF收入增速波动较大



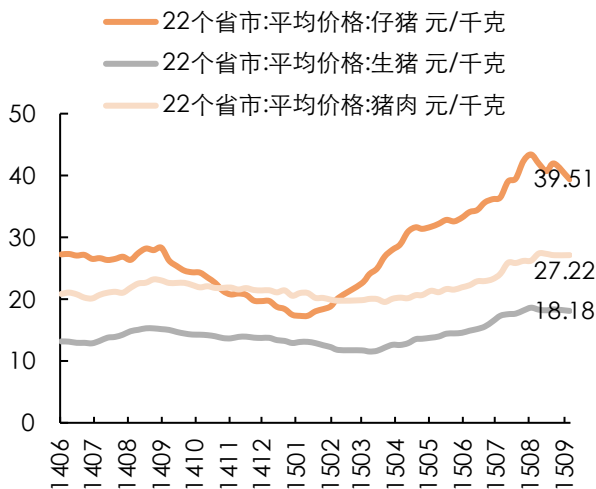
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表4 2010-2014年，SFF毛利率最高31%，最低27%



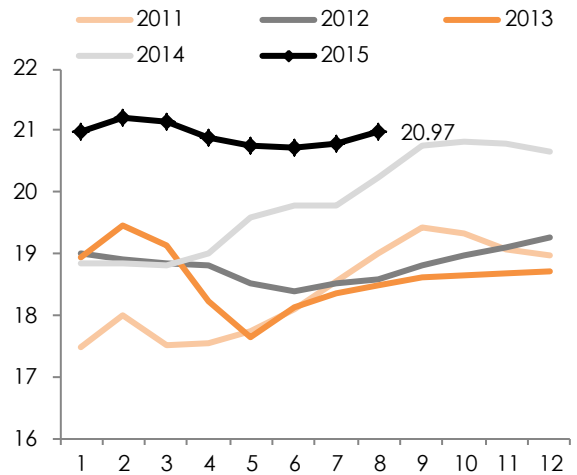
备注：毛利率按1-原料成本/销售额计算  
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 2015年9月11日, 生猪价格同比+20.4%, 环比-1.3%



资料来源: wind, 平安证券研究所

图表6 2015年8月30日, 白条鸡价格同比涨2%, 环比+0.4%



备注: 单位: 元/公斤  
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表7 重点公司年度盈利预测

股票名称	股价(元) 9月14日	EPS(元/股)			P/E			评级	EPS 最新调整 2015E
		2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E		
贵州茅台	202.53	12.22	13.14	14.30	16.6	15.4	14.2	强烈推荐	
五粮液	25.73	1.54	1.66	1.92	16.7	15.5	13.4	强烈推荐	
洋河股份	55.00	2.99	3.37	3.81	18.4	16.3	14.4	推荐	↑ 3% (8月30日)
泸州老窖	20.03	0.63	1.14	1.25	31.9	17.6	16.1	中性	
青青稞酒	18.40	0.71	0.59	0.66	26.1	31.0	27.8	中性	↓ -19% (8月26日)
山西汾酒	15.01	0.41	0.44	0.56	36.5	34.1	27.0	推荐	
顺鑫农业	15.43	0.63	0.69	0.78	24.5	22.5	19.8	推荐	
古井贡酒	27.64	1.19	1.29	1.48	23.3	21.5	18.6	中性	
张裕 A	33.87	1.45	1.64	1.78	23.4	20.6	19.1	推荐	↑ 12% (8月30日)
青岛啤酒	31.19	1.47	1.53	1.41	21.2	20.3	22.1	中性	↑ 9% (8月30日)
海天味业	31.98	0.77	0.92	1.08	41.4	34.9	29.7	强烈推荐	
中炬高新	14.39	0.36	0.28	0.32	40.0	51.5	45.3	推荐	↓ -7% (8月25日)
伊利股份	15.62	0.68	0.87	1.07	23.1	18.0	14.6	强烈推荐	
贝因美	10.70	0.07	-0.30	-0.27	158.8	-35.4	-39.5	中性	
光明乳业	16.04	0.46	0.38	0.46	34.8	41.8	34.5	中性	↓ -51% (8月30日)
黑芝麻	10.44	0.20	0.22	0.25	53.4	47.5	41.8	中性	
安琪酵母	25.38	0.45	0.87	1.40	56.8	29.3	18.1	强烈推荐	
双汇发展	17.18	1.22	1.23	1.25	14.0	14.0	13.7	推荐	
大北农	10.05	0.29	0.27	0.44	34.7	37.2	22.8	强烈推荐	
三全食品	8.65	0.10	0.10	0.11	86.0	88.8	75.8	强烈推荐	↓ -16% (8月27日)
均值					39.1	27.1	22.5		

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	2014A	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	3,089	3,777	4,404	4,608
现金	1,079	1,735	2,004	1,810
应收账款	613	594	748	839
其他应收款	101	147	153	190
预付账款	181	189	230	264
存货	985	808	1,001	1,140
其他流动资产	129	304	267	364
<b>非流动资产</b>	2,471	2,810	2,791	2,831
长期投资	256	286	286	286
固定资产	1,404	1,455	1,467	1,484
无形资产	217	221	222	223
其他非流动资产	593	847	816	838
<b>资产总计</b>	5,559	6,587	7,195	7,438
<b>流动负债</b>	3,118	3,046	3,628	3,794
短期借款	1,556	1,587	1,587	1,587
应付账款	559	619	734	855
其他流动负债	1,003	840	1,307	1,353
<b>非流动负债</b>	187	216	216	216
长期借款	10	24	24	24
其他非流动负债	177	192	192	192
<b>负债合计</b>	3,305	3,262	3,844	4,010
少数股东权益	271	258	254	251
股本	823	938	938	938
资本公积	924	1,800	1,809	1,814
留存收益	245	328	349	425
<b>归属母公司股东权益</b>	1,983	3,068	3,097	3,178
<b>负债和股东权益</b>	5,559	6,587	7,195	7,438

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	207	159	583	155
净利润	165	129	119	117
折旧摊销	112	131	166	153
财务费用	86	107	108	111
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-156	-111	59	-320
其他经营现金流	0	-97	130	93
<b>投资活动现金流</b>	-19	-288	-149	-192
资本支出	-80	-120	-149	-192
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	60	-168	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-4	823	-165	-157
短期借款	1,556	1,587	1,587	1,587
长期借款	10	24	24	24
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1,570	-788	-1,776	-1,768
<b>现金净增加额</b>	183	694	269	-194

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	10,376	10,591	12,989	14,768
营业成本	8,911	9,017	11,164	12,718
营业税金及附加	35	40	50	54
营业费用	877	936	1,147	1,305
管理费用	331	340	382	416
财务费用	86	107	108	111
资产减值损失	4	41	-1	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	32	31	31	30
<b>营业利润</b>	165	143	168	194
营业外收入	42	40	0	0
营业外支出	3	3	0	0
<b>利润总额</b>	204	180	168	194
所得税	39	51	49	77
<b>净利润</b>	165	129	119	117
少数股东损益	10	-4	-3	-3
<b>归属母公司净利润</b>	155	133	122	121
EBITDA	363	381	443	458
EPS (元)	0.17	0.14	0.13	0.13

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	32.1	2.1	22.6	13.7
营业利润(%)	47.9	-13.2	17.7	15.2
归属于母公司净利润(%)	10.9	-14.5	-7.8	-1.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	14.1	14.9	14.0	13.9
净利率(%)	1.5	1.3	0.9	0.8
ROE(%)	8.0	5.3	4.0	3.9
ROIC(%)	5.3	3.7	3.9	4.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	59.4	49.5	53.4	53.9
净负债比率(%)	0.3	0.0	-0.1	-0.0
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.7	1.0	0.9	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.9	1.7	1.9	2.0
应收账款周转率	16.7	17.5	19.4	18.6
应付账款周转率	16.0	15.3	16.5	16.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.14	0.13	0.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.17	0.62	0.17
每股净资产(最新摊薄)	2.11	3.27	3.30	3.39
<b>估值比率</b>				
P/E	81.4	95.3	103.4	104.7
P/B	6.38	4.12	4.08	3.98
EV/EBITDA	35.43	37.89	32.55	31.49

## 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：

此报告旨在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 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

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

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

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