

# 上海梅林 (600073)

2015年9月16日

分析师：马浩博

执业资格证书编号：S0850513090003

联系电话：18917609091

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人：丁一

联系电话：0512-62936057

## 并购新西兰第二大农产品出口商，布局 牛羊肉上游资源

买入（首次）

盈利及估值	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10,590.81	11,649.89	13,397.38	16,076.85
同比(+/-%)	2.1%	10.0%	15.0%	20.0%
净利润(百万元)	132.75	122.27	214.32	255.70
同比(+/-%)	-14.5%	-7.9%	75.3%	19.3%
毛利率(%)	14.5%	13.8%	14.5%	14.5%
净资产收益率(%)	4.3%	4.0%	7.1%	8.6%
每股收益(元)	0.14	0.13	0.23	0.27
PE	95.29	103.46	59.02	49.47
PB	4.12	4.15	4.19	4.25

### 投资要点：

- **重点事件：**昨日，上海梅林公布收购预案，下属全资子公司上海梅林（香港）有限公司作为收购主体，对拟购买标的公司 Silver Fern Farms Beef Limited 进行增资，增资后与其原股东 Silver Fern Farms Limited 将各持 50% 股份。
- **点评：**收购有利于扩大中国市场占有率，新西兰牛羊肉商品在中国价格优势凸显：根据中、新两国自贸区协议，2016 年，从新西兰出口到中国的牛羊类产品将实现零关税，而澳大利亚最快也要在 2019 年才能实现与中国牛羊肉的零关税；汇率处于底部：收购对价合理；新西兰肉源优质无污染，有助于公司实现控制国外优质牛羊肉上游资源的战略布局：标的公司客户遍布全球，质量较高，经营能力良好，拥有优质牛羊肉产业链的相关资产；本次收购使得梅林全产业链协同及聚合效应显现，盈利能力实现大幅提升；充分利用上、下游资源，打造华东生鲜连锁电商平台，构建完整 O2O 闭环。爱森目前在上海有网点数近 900 个，是上海第一品牌。光明集团+百联集团共有 7000 个商超的直控终端，进入商超的谈判效率和成本明显优于行业竞争者，同时梅林的屠宰和分销可以满足客户定制化和即时的需求，这些都成为梅林在上海乃至华东的竞争优势。爱森优选+光明里也在不断增加门店数，高密度的专卖店和专柜布局为 O2O 发展奠定了稳定基础。
- **盈利预测与投资建议：**本次拟购买资产的净预估值为 3.50 亿新西兰元，按照 1:4.2 的汇率折算，折合人民币 14.7 亿元。上市公司合并报表层面预计将新增资产 34.00 亿元，新增负债为 19.30 亿元。按照 SFF 公司 15 年预计 EBITDA 为 0.84 亿新西兰元，折合人民币 3.53 亿元（按照 1: 4.2 汇率折算），预计上市公司利润增加约 1.76 亿元（息税前）。预计公司 15-17 年 EPS 为 0.13, 0.23, 0.27（不考虑并购），给予“买入”评级。
- **风险因素：**贸易政策变化的风险；市场竞争风险；海外业务管理风险；食品安全风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.49
一年最低价/最高价(元)	19.10/7.95
市净率	4.10
流通 A 股市值(百万元)	11100

### 基础数据

每股净资产(元)	3.36
资产负债率(%)	45.37
总股本(百万股)	938
流通 A 股(百万股)	823

## 1. 公告

昨日，上海梅林公布收购预案，下属全资子公司上海梅林（香港）有限公司作为收购主体，对拟购买标的公司 Silver Fern Farms Beef Limited 进行增资，增资后与其原股东 Silver Fern Farms Limited 将各持 50% 股份。

## 2. 点评

**收购有利于扩大中国市场占有率，新西兰牛羊肉商品在中国价格优势凸显：**根据中、新两国自贸区协议，2016 年，从新西兰出口到中国的牛羊类产品将实现零关税，而澳大利亚最快也要在 2019 年才能实现与中国牛羊肉的零关税。**汇率处于底部：**收购对价合理。**新西兰肉源优质无污染，有助于公司实现控制国外优质牛羊肉上游资源的战略布局：**标的公司客户遍布全球，质量较高，经营能力良好，拥有优质牛羊肉产业链的相关资产。

**本次收购使得梅林全产业链协同及聚合效应显现，盈利能力实现大幅提升：**

1) SFF 牛肉的产品与梅林下属联豪食品的深加工业务相配合，同时与外食公司的牛羊肉进口业务相配合，并且与爱森公司、苏食肉品以及光明食品集团下属其他企业牛羊肉的零售和分割业务相配合，将梅林打造成集牛羊肉资源、屠宰、加工、批发、零售为一体的综合性肉类专业平台。2) 伴随着上市公司对优质牛羊肉资源控制力的增强，结合已具备的生猪养殖、屠宰加工、肉制品制造、物流配送及终端销售一体化经营全产业链布局的能力，上市公司在肉类领域的产业集中能力将大幅增强，从而更容易提高公司对产业链各个环节的资源整合及精细化管理，建设系统化的运营体系，有助于企业发挥内部的协同效应，实现各个业务链之间的相互支持与均衡发展，提升抵抗行业周期性波动风险的能力，进而形成综合竞争能力，同时，公司的资产质量将得到显著提升，通过发挥协同效应进一步提高公司的盈利能力。3) 由于中国居民的消费需求升级，进口高端牛羊肉消费需求也随之增长。因此，高端产品方面，上海梅林可利用下游渠道优势，协助标的公司在中国开拓高端产品市场，提升利润水平；新产品开发方面，上海梅林及光明食品集团在国内有强大的客户资源，可根据客户需求定制肉类产品，进一步提升标的公司利润水平。

**充分利用上、下游资源，打造华东生鲜连锁电商平台，构建完整 O2O 闭环。**爱森目前在上海有网点数近 900 个，是上海第一品牌。光明集团+

百联集团共有 7000 个商超的直控终端，进入商超的谈判效率和成本明显优于行业竞争者，同时梅林的屠宰和分销可以满足客户定制化和即时的需求，这些都成为梅林在上海乃至华东的竞争优势。爱森优选+光明里也在不断增加门店数，高密度的专卖店和专柜布局为 O2O 发展奠定了稳定基础。

当前，在肉类食品行业内部，牛羊肉在中国一方面在迅速替代猪肉和鸡肉的市场份额，另一方面，也在不断推出新的深加工产品，消费者对牛羊肉的需求量在不断增长，与上世纪 80 年代中国猪肉市场崛起的时期类似，正处于快速发展阶段。公司若能顺利完成本次海外收购，将迅速成为中国最大的牛羊肉综合产业集团，营业收入高达 250-300 亿元人民币，实现了跨越式发展。

### 3.盈利预测与投资建议

随着人们对食品安全与品质重视程度的日益提升，公司积极向上、下游产业进行延伸，加强对产业链各个环节的资源整合及精细化管理，建设系统化的运营体系，目标发展成为具备养殖、屠宰加工、肉制品制造、物流配送及终端销售一体化经营、全产业链布局的生产企业，加强企业发挥内、外协同效应，实现各个业务链之间的相互支持与均衡发展，提升抵抗行业周期性波动风险的能力，进而形成综合竞争能力。

本次拟购买资产的净预估值为 3.50 亿新西兰元，按照 1:4.2 的汇率折算，折合人民币 14.7 亿元。上市公司合并报表层面预计将新增资产 34.00 亿元，新增负债为 19.30 亿元。按照 SFF 公司 15 年预计 EBITDA 为 0.84 亿元新西兰币，折合人民币 3.53 亿元（按照 1: 4.2 汇率折算），预计上市公司利润增加约 1.76 亿元（息税前）。预计公司 15-17 年 EPS 为 0.13, 0.23, 0.27（不考虑并购），给予“买入”评级。

### 4.风险因素

贸易政策变化的风险；市场竞争风险；海外业务管理风险；食品安全风险。

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>3777.1</b>	<b>3500.7</b>	<b>3865.9</b>	<b>4437.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>10590.8</b>	<b>11649.9</b>	<b>13397.4</b>	<b>16076.9</b>
现金	1735.3	1000.0	1000.0	1000.0	营业成本	9017.0	9982.8	11391.8	13665.3
应收款项	767.2	925.6	1064.4	1277.3	营业税金及附加	39.6	58.2	67.0	80.4
存货	808.4	984.6	1123.6	1347.8	营业费用	935.6	1048.5	1205.8	1446.9
其他	466.1	590.5	677.9	811.8	管理费用	345.2	356.9	409.2	489.4
<b>非流动资产</b>	<b>2809.6</b>	<b>2864.7</b>	<b>2954.4</b>	<b>3004.7</b>	财务费用	106.6	54.8	52.1	68.0
长期股权投资	286.0	281.9	312.0	312.0	投资净收益	31.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	1455.3	1518.9	1582.7	1637.1	其他	-35.2	7.4	7.2	7.1
无形资产	221.4	217.0	212.8	208.7	<b>营业利润</b>	<b>143.0</b>	<b>156.0</b>	<b>278.8</b>	<b>333.9</b>
其他	847.0	847.0	847.0	847.0	营业外净收支	36.7	7.0	7.0	7.0
<b>资产总计</b>	<b>6586.7</b>	<b>6365.4</b>	<b>6820.3</b>	<b>7441.7</b>	<b>利润总额</b>	<b>179.7</b>	<b>163.0</b>	<b>285.8</b>	<b>340.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>3046.0</b>	<b>2832.2</b>	<b>3274.1</b>	<b>3918.8</b>	所得税费用	50.8	40.8	71.4	85.2
短期借款	1591.2	1096.8	1292.7	1541.9	少数股东损益	-3.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	620.5	711.1	811.5	973.4	<b>归属母公司净利润</b>	<b>132.7</b>	<b>122.27</b>	<b>214.32</b>	<b>255.70</b>
其他	834.4	1024.3	1170.0	1403.5	EBIT	258.7	210.9	330.9	401.9
<b>非流动负债</b>	<b>215.5</b>	<b>230.5</b>	<b>245.5</b>	<b>260.5</b>	EBITDA	376.3	367.0	497.9	580.8
长期借款	23.9	23.9	23.9	23.9					
其他	191.6	206.6	221.6	236.6	<b>重要财务与估值指 标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>负债总计</b>	<b>3261.5</b>	<b>3062.7</b>	<b>3519.6</b>	<b>4179.4</b>	每股收益(元)	0.14	0.13	0.23	0.27
少数股东权益	257.5	257.5	257.5	257.5	每股净资产(元)	3.27	3.25	3.22	3.18
归属母公司股东 权益	3067.7	3049.3	3017.2	2978.8	发行在外股份(百万 股)	937.7	937.7	937.7	937.7
<b>负债和股东权益总   计</b>	<b>6586.7</b>	<b>6369.6</b>	<b>6794.3</b>	<b>7415.7</b>	ROIC(%)	4.5%	3.6%	5.9%	6.8%
					ROE(%)	4.3%	4.0%	7.1%	8.6%
<b>现金流量表 (百万   元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	毛利率(%)	14.5%	13.8%	14.5%	14.5%
经营活动现金流	158.7	82.5	277.2	274.0	EBIT Margin(%)	2.4%	1.8%	2.5%	2.5%
投资活动现金流	-288.0	-182.8	-226.6	-229.2	销售净利率(%)	1.3%	1.0%	1.6%	1.6%
筹资活动现金流	823.4	-634.9	-50.6	-44.8	资产负债率(%)	49.5%	48.1%	51.6%	56.2%
现金净增加额	679.1	-735.3	0.0	0.0	收入增长率(%)	2.1%	10.0%	15.0%	20.0%
企业自由现金流	-86.4	-53.5	87.5	93.6	净利润增长率(%)	-14.5%	-7.9%	75.3%	19.3%

资料来源：东吴证券研究所



## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

