

上海梅林(600073.SH)

牛肉战略全面落地，肉类航母扬帆起航

 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

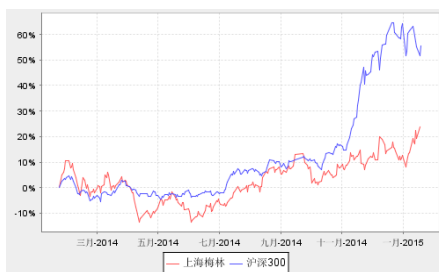
huyc@r.qlzq.com.cn

2015年10月8日

基本状况

总股本(百万股)	937.73
流通股本(百万股)	822.74
市价(元)	12.15
市值(百万元)	11393.42
流通市值(百万元)	9996.29

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	10,376.	10,590.	11,494.	26,837	29,435.
营业收入增速	32.15%	2.07%	8.53%	133%	9.74%
净利润增长率	10.85%	-14.53%	60.2%	105%	21.8%
摊薄每股收益(元)	0.19	0.14	0.23	0.46	0.57
前次预测每股收益(元)	0.19	0.14	0.23	0.36	0.43
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	36.26	33.26	27.49
PEG	4.29	—	0.28	3.68	1.31
每股净资产(元)	2.42	3.27	3.54	3.84	4.21
每股现金流量(元)	0.25	0.17	0.34	0.35	0.47
净资产收益率	7.81%	4.33%	9.28%	9.33%	10.29%
市净率	3.63	2.87	3.36	3.10	2.83
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

- 拟现金收购新西兰 SFF 集团 50% 股权，公司牛肉产业链战略全面落地。**9月16日公司发布重大资产购买预案，拟以现金形式收购新西兰肉类企业 SFF 集团 50% 股权(3.11 亿新元±账面值调整)。此次收购是公司新管理层上任后牛肉产业链战略的全面落地，有助于公司控制新西兰近 1/3 的优质牛源，同时也将获得其 1/4 的羊肉资源。SFF 是新西兰最大的牛羊鹿肉加工企业，2014 收入规模达 98 亿元人民币，是新西兰仅次于乳品巨头恒天然的第二大农产品出口商，占据新西兰畜禽屠宰总量的 25% 以上。
- 收购完成后梅林将成为中国最大的牛羊肉，未来协同效应值得期待。**若能顺利完成本次海外收购，梅林短期内将迅速成为中国最大的牛羊肉综合加工企业，牛、羊屠宰量分别为目前国内最大的皓月、蒙羊的 4 倍和 6 倍，并将大幅提升公司收入规模和盈利水平，并表后预计公司收入突破 250 亿元，利润增厚 1 亿元。同时，梅林与 SFF 集团未来产生的协同效应值得期待，一方面梅林联豪将获得稳定的牛肉原料供应，全力打造牛排领导品牌。另一方面 SFF 集团在梅林协助下扩大中国出口占比、提升小包装比重以及提高屠宰利用率，其毛利率水平将获得较大提升。
- 国内牛(羊)肉行业成长空间大，尚无全国化领导品牌。**随着西式餐饮文化传播、外出就餐比例增加以及受我国少数民族地区饮食习惯的影响，牛羊肉受到越来越多国内消费者的青睐，在我国肉类总体消费占比中提升至 15% 左右，而从国际人均消费水平来看，中国牛羊肉消费量还有较大的提升空间。从竞争格局看，牛羊肉行业均无猪肉中类似于双汇的全国化领导品牌，仍然处于较为初级竞争阶段，品牌化、冷鲜化都刚刚起步。但行业空间很大，牛肉接近 5000 亿、羊肉接近 2000 亿，行业足以承载百亿级公司的诞生。而现阶段制约国内牛肉企业规模壮大的原因主要在于牛源问题，国内外禀赋差距决定了未来竞争成败在于海外布局；羊肉自给率相对较高，不过随着我国羊肉产量趋于稳定，进口量也逐渐加大，尤

其是新西兰、澳大利亚等国进口关税取消，其质优价廉的产品竞争力在逐步加强。

- **新梅林、新起点，肉类航母扬帆起航。**我们之前一直强调的效率提升逻辑随着新管理层的上任更加强化，原牛奶集团沈总非常市场化、注重效益，改变国企单纯追求收入的发展模式。且公司战略逐步清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链，而市场之前的偏见就在于公司管理效率低下和业务繁杂。同时光明集团聚焦肉类产业，志在打造肉类航母，将在股权激励、资产注入、海外并购等方面给予公司大力支持。短期看资产注入和海外收购并表将带来业绩的大幅增厚，预计公司 2016 年收入突破 250 亿、利润翻番，长期来看公司效率持续提升和肉类战略不断推进，梅林有望成长为中国猪牛羊肉综合性肉食龙头。
 - **新管理层更加市场化，管理效率有望持续提升：**原牛奶集团 CEO 沈伟平出任上海梅林总裁，沈总把自己定位为职业经理人，完全按照市场化的运作方式和激励制度，牛奶集团在沈总的带领下，收入由 2003 年不到 3 亿增长到 2014 年的近百亿，净利润由 400 万增长到 4 个多亿，并成功打造出联豪、爱森、牛奶棚等多个品牌。目前梅林净利率不足 2%，明显低于同行平均水平，新管理层上任后，公司管理效率有望持续提升。
 - **公司战略逐渐清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链：**公司发展战略逐渐清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链。肉类行业空间巨大，具有超万亿的市场规模，且目前行业集中度非常低。在肉类战略不断推进下，梅林有望成长为牛肉的全国性龙头，并强化猪肉的区域性龙头地位，仅就收入规模而言（并表后），公司实际上已成为中国肉类行业三甲，超过雨润，仅次于双汇和金锣。
 - **集团支持加码，参与配股、推动激励、协助并购：**光明集团着力打造“8+2”产业布局（乳业、糖业、肉业、米业、菜业、品牌食品、现代农业、分销零售，以及地产物流和金融），梅林定位于“8+2”产业中的肉类平台，在乳业、糖业成规模后，集团力争在肉业上有所突破。7 月 9 日公司公告称光明集团将全额参与配股，全力支持公司发展，同时将推动公司股权激励或员工持股计划，形成对新管理长期有效的激励。而集团的国际化战略和并购经验无疑对公司的海外收购产生积极影响，使得梅林此收购 SFF 能够从众多竞争者中脱颖而出。
- **短期看点：资产注入和海外收购并表，业绩大幅增厚。**短期资产注入和海外收购并表将大幅，预计公司 2016 年收入突破 250 亿元，利润实现翻番。（1）生猪养殖及牛奶集团相关资产注入预计 Q4 进行并表，且预计猪价明年仍维持高景气，按照 2016 年头均盈利 400 元和 100 万头生猪计算，公司将实现利润增厚 2 亿元。（2）收购 SFF 集团 50% 股权预计明年二季度前实现并表，预计 2016 年 SFF 集团实现销售收入 105 亿元、净利润 2 亿元，公司将实现利润增厚 1 亿元。
- **目标市值 200 亿元，对应股价 21.3 元，维持“买入”评级。**采用分部估值法，分别给予公司传统业务 100 亿元估值、生猪养殖资产 50 亿元估值、SFF 海外资产 50 亿元估值（具体拆分和说明见正文），目标市值总计 200 亿元。短期看资产注入和海外并购大幅增厚业绩，长期看效率持续提升和肉类战略不断推进，打造综合性肉类航母。预计公司 2015 年收入为 115（全年并表假设下为 144 亿元）、268、294 亿元，同比增长 8.5%、133%、9.7%；实现净利润 2.13（全年并表假设下为 3.08 亿元）、4.36、5.31 亿元，同比增长 60.2%、105%、21.8%，对应 EPS 分别为 0.23、0.46、0.57 元。
- **风险提示：**食品安全问题、猪价大幅波动、海外并购审批风险。

图表 1：梅林近期报告汇总

日期	报告	类型
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：齐鲁证券研究所

内容目录

拟现金收购 SFF 集团 50%股权，公司牛肉产业链战略全面落地	- 6 -
SFF 简介：新西兰最大的牛羊肉生产商，出口额仅次于乳品巨头恒天然 ...	- 6 -
未来协同：梅林获得稳定牛肉供应，SFF 提升中国销售占比和毛利率水平	- 9 -
收购影响：大幅提升收入/利润规模，梅林将成为中国最大的牛羊肉企业	- 12 -
国内牛（羊）肉行业分析：行业成长空间大，尚无全国化领导品牌	- 15 -
牛肉消费情况：近十年快速增长，未来潜力仍然巨大，行业空间 5000 亿元	- 15 -
牛肉供给情况：牛源短缺严重，供给增加来自于出栏提速，海外禀赋优势凸显	- 17 -
市场竞争格局：中档牛肉市场集中度低、缺乏领导品牌，高档牛肉市场国产占比不足	- 19 -
羊肉行业分析：中国已成为全球最大羊肉消费市场，行业规模 2000 亿元	- 22 -
新梅林、新起点，肉类航母扬帆起航	- 24 -
新管理层更加市场化，管理效率有望持续提升	- 24 -
公司战略逐渐清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链	- 25 -
集团支持加码，参与配股、推动激励、协助并购	- 26 -
短期看点：资产注入和海外收购并表，业绩大幅增厚	- 27 -
投资建议：目标市值 200 亿元，维持“买入”评级	- 27 -
风险提示	- 28 -

图表目录

图表 1: 梅林近期报告汇总	- 3 -
图表 2: 2014 年新西兰牛、羊、鹿存栏量 (万头)	- 6 -
图表 3: 2014 年新西兰红肉出口占全球贸易比重	- 6 -
图表 4: 2014 年 SFF 屠宰量占新西兰整体比重	- 7 -
图表 5: SFF 的收入构成	- 7 -
图表 6: SFF 从牧场到餐桌的经营理念	- 7 -
图表 7: SFF 在新西兰的加工厂分布	- 8 -
图表 8: 2014 年 SFF 各区域的销售收入占比	- 8 -
图表 9: 2014 年 SFF 牛、羊、鹿肉各区域的销售收入占比	- 9 -
图表 10: 联豪牛排天猫创纪录的单品销量 40 万份	- 9 -
图表 11: 联豪的盈利预测及业绩承诺 (亿元)	- 9 -
图表 12: 新西兰牛羊肉价格远低于国内 (万/吨)	- 10 -
图表 13: 梅林以及光明集团丰富的渠道资源	- 10 -
图表 14: 目前 SFF 小包装品牌产品占比仅有 5%	- 11 -
图表 15: SFF 的小包装肉产品	- 11 -
图表 16: SFF 的大包装肉产品	- 11 -
图表 17: 牛的精细化分割多达 200 多个品种	- 12 -
图表 18: 欧美不吃的牛羊下水深受国内消费者喜爱	- 12 -
图表 19: SFF 集团毛利率 30% 左右, 远高于国内牛肉企业	- 12 -
图表 20: 2007-2014 年 SFF 销售收入及增速情况	- 13 -
图表 21: 梅林与 SFF 集团成立合资公司 SFF Beef, 梅林 50% 股权实现绝对控制、进行并表	- 13 -
图表 22: SFF 和国内最大牛肉企业规模对比	- 14 -
图表 23: SFF 和国内最大羊肉企业规模对比	- 14 -
图表 24: SFF 历年净利润及净利率情况	- 14 -
图表 25: SFF 集团历年财务费用 (千新元)	- 15 -
图表 26: SFF 集团历年短期和长期借款 (千新元)	- 15 -
图表 27: 2000-2013 我国牛肉表观消费量 (千吨)	- 16 -
图表 28: 牛肉在整个肉类的消费占比中大幅提升	- 16 -
图表 29: 我国每年走私牛肉数量巨大, 预计可达 100-150 万吨	- 16 -
图表 30: 牛肉价格 2008 年来一路攀升 (元/公斤)	- 17 -
图表 31: 我国牛肉进口量近几年猛增 (千吨)	- 17 -
图表 32: 我国人均牛肉消费量和其他国家还有很大差距	- 17 -
图表 33: 国内牛肉产量近几年几乎没有增长	- 18 -

图表 34: “中原肉牛带” 四省牛存栏量下滑严重	- 18 -
图表 35: 国内牛肉产量增加来自于出栏比例的上升.....	- 18 -
图表 36: 新西兰等海外国家资源禀赋优势明显	- 19 -
图表 37: 小屠宰场的对屠宰牛肉进行注水	- 20 -
图表 38: 国内中端牛肉市场代表公司.....	- 20 -
图表 39: 2014 年美国牛肉市场 CR5 高达 75%.....	- 21 -
图表 40: 国内高端牛肉市场代表公司.....	- 22 -
图表 41: 我国人均羊肉消费量超过 3kg	- 23 -
图表 42: 我国羊肉产量趋于稳定	- 23 -
图表 43: 2000-2013 年我国羊存栏数 (万头)	- 23 -
图表 44: 我国羊出栏量近几年没有增长 (万头)	- 23 -
图表 45: 我国羊肉进口量呈现不断增长态势 (万吨)	- 24 -
图表 46: 公司毛利率处于同行中上水平.....	- 25 -
图表 47: 公司净利率远低于同行.....	- 25 -
图表 48: 公司战略逐渐清晰——聚焦猪肉和牛肉两大全产业链, 休闲食品协同发展	- 26 -
图表 49: 光明集团 “8+2” 核心产业构成, 肉业进行单列.....	- 27 -
图表 50: 2015、2016 年盈利预测 (亿元)	- 27 -
图表 51: 上海梅林分部估值表	- 28 -
图表 53: 上海梅林销售收入预测总表 (暂不考虑海外并购)	- 29 -
图表 54: 上海梅林财务预测三张报表 (暂不考虑海外并购)	- 30 -

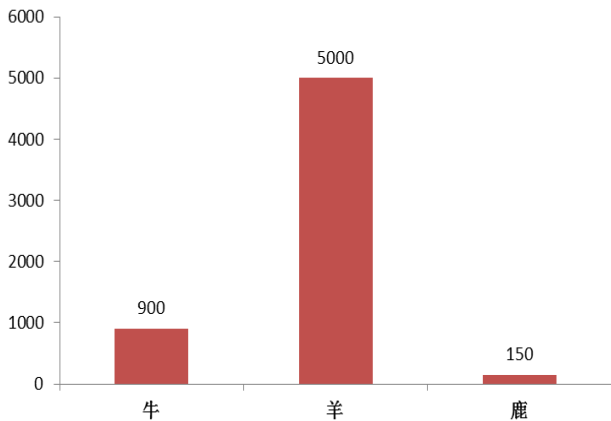
拟现金收购 SFF 集团 50% 股权，公司牛肉产业链战略全面落地

- 事件：9 月 16 日公司发布重大资产购买预案，拟以现金形式收购新西兰最大的牛羊肉企业 SFF 集团 50% 股权（3.11 亿新元±账面值调整）。此次收购是公司新管理层上任后牛肉产业链战略的全面落地，有助于公司控制新西兰近 1/3 的优质牛源，同时也将获得其 1/4 的羊肉资源。若能顺利完成本次海外收购，梅林短期内将迅速成为中国最大的牛羊肉综合加工企业，并将大幅提升公司收入规模和盈利水平，并表后预计公司收入突破 250 亿元，利润也有望实现翻倍。

SFF 简介：新西兰最大的牛羊肉生产商，出口额仅次于乳品巨头恒天然

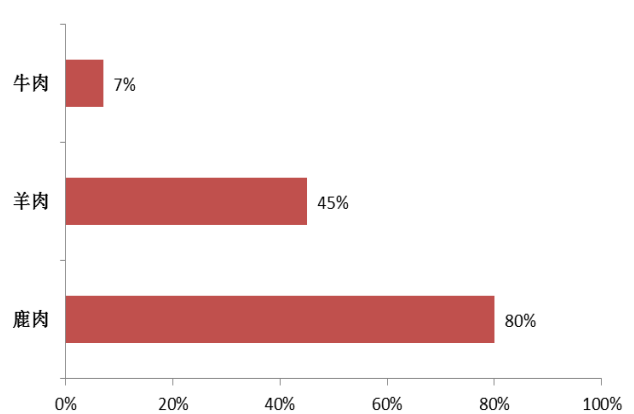
- 独特的地理位置、有效的边境管制使得新西兰过去一百年从未发生过口蹄疫、疯牛病等疫情，而良好的自然资源和禀赋优势，使其饲养方式可以采取以放养、草饲为主的牧场形式，牛羊肉品质优良，深受全球消费者喜爱。红肉行业（主要为牛、羊、鹿肉）也已成为新西兰最主要的出口创汇行业之一，仅次于乳制品，新西兰是全球最大的羊肉和鹿肉出口国，羊肉出口占据世界出口总量的 45%-50%，鹿肉出口占据 80% 以上的全球贸易份额，同时新西兰也是世界主要的牛肉出口国之一，占全球出口量的 7% 左右。

图表 2：2014 年新西兰牛、羊、鹿存栏量（万头）



来源：USDA、新西兰农业统计局、齐鲁证券研究所

图表 3：2014 年新西兰红肉出口占全球贸易比重

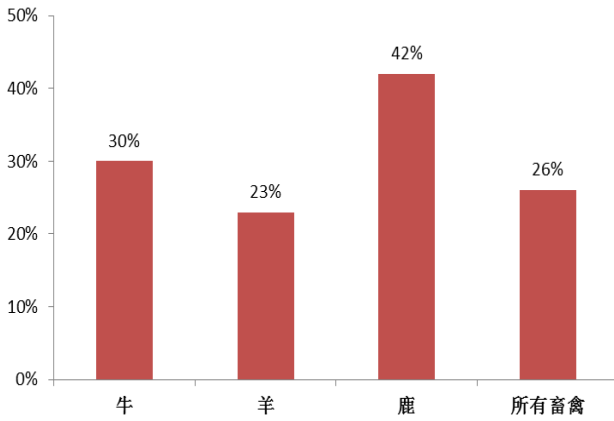


来源：USDA、齐鲁证券研究所

- Silver Fern Farms Limited（简称 SFF 集团）是新西兰最大的牛羊鹿肉加工企业，坚持“从牧场到餐桌”的经营理念，2014 年收入规模达 98 亿元人民币，拥有超过 15,000 家供应商和 19 家加工生产基地，其中 10 家具有出口中国的许可证。SFF 集团还是新西兰第二大农产品出口商，仅次于乳制品巨头恒天然公司，约 85% 的牛肉、羊肉和鹿肉产品出口至 60 多个国家。
- 2014 年 SFF 集团屠宰牛羊鹿肉加工总量为 751.8 万头，占新西兰畜禽屠宰总量的 1/4 以上，具体来看比例为牛 30%、羊 23%、鹿肉 42%。2014 年公司牛肉销售量为 15.5 万吨，羊肉销售量为 16.2 万吨，鹿肉销量为 3 万吨，从收入构成来看，牛、羊、鹿肉收入占比分别为 53%、42%、

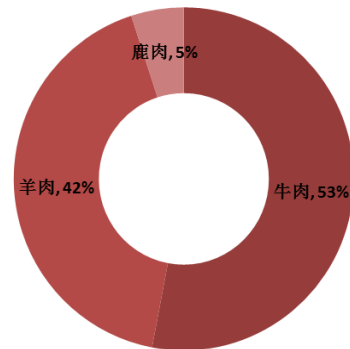
5%。

图表 4：2014 年 SFF 屠宰量占新西兰整体比重



来源：齐鲁证券研究所

图表 5：SFF 的收入构成



来源：公司公告、齐鲁证券研究所推算

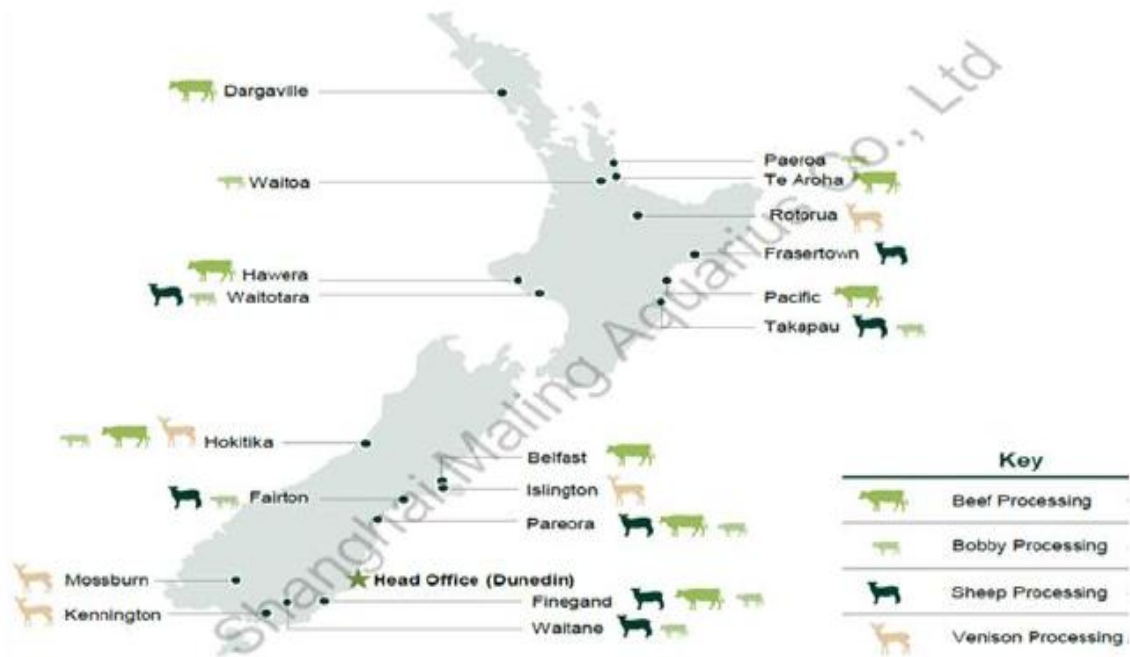
图表 6：SFF 从牧场到餐桌的经营理念



来源：公司官网、齐鲁证券研究所

- **供应模式：**SFF 集团的屠宰畜源几乎全为外购，自养比例很小（2014 年底自养牛 4.3 万头、羊 5.7 万头），但其中股东供应商占比 50%，其他则来自非股东供应商，由公司雇佣的采购代表以及少数采购代理公司负责。公司与重要的养殖户和供应商建立了长久稳定的供应关系。
- **生产模式：**SFF 集团目前共有 19 个屠宰加工厂，遍布新西兰全境。其中牛肉加工分布在 8 家工厂，小牛肉加工分布在 8 家工厂，羊肉加工分布在 7 家工厂，鹿肉加工分布在 5 家工厂。

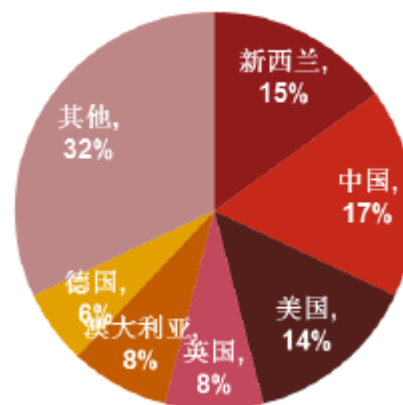
图表 7: SFF 在新西兰的加工厂分布



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

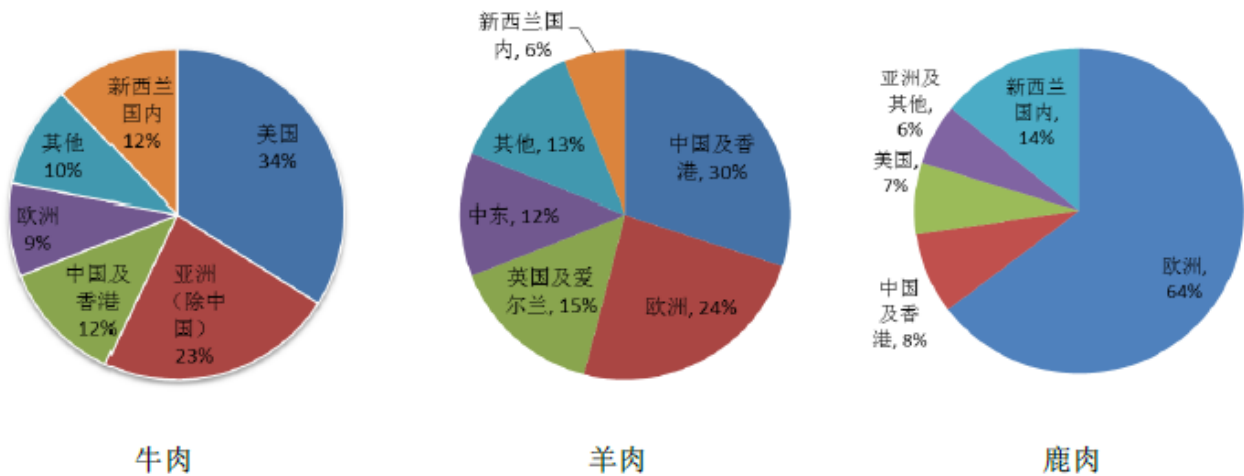
- 销售模式:** SFF 集团 85% 的产品销往全球 60 多个国家, 中国为其最大的出口国, 占公司总收入的 17%。分类别来看, 公司牛肉的最大销售国为美国, 其次为中国; 羊肉的最大销售国为中国, 占比高达 30%; 鹿肉的最大销售地区为欧洲。SFF 集团的国内销售通过其总部销售人员进行, 海外销售主要借助于海外专职销售人员 (分布在 8 个国家和地区的销售团队)。

图表 8: 2014 年 SFF 各区域的销售收入占比



来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 9: 2014 年 SFF 牛、羊、鹿肉各区域的销售收入占比

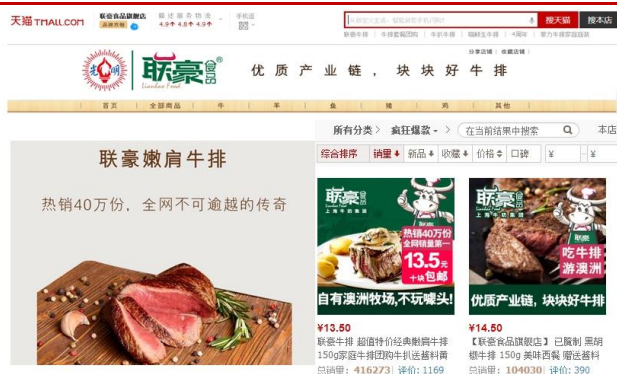


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

未来协同: 梅林获得稳定牛肉供应, SFF 提升中国销售占比和毛利率水平

- 协同效应一: 梅林获得稳定牛肉供应, 打造联豪牛排领导品牌。目前国内优质牛源严重短缺, 是制约我国牛肉产业发展的最大障碍。梅林收购 SFF 集团, 将控制新西兰近 1/3 的低价优质牛肉资源, 给予旗下联豪稳定的牛肉原料供应。联豪维持着天猫牛排单品 40 万份的销售纪录, 2015 年收入规模预计 4 亿元左右, 有成为国内牛排领导品牌的潜质。虽然公司产品需求旺盛, 但目前公司牛肉原料来自不同的国家和品种, 供应受到较大限制, 收购 SFF 集团、获得稳定原料供应, 将保证联豪的快速发展, 打造中国牛排领导品牌。

图表 10: 联豪牛排天猫创纪录的单品销量 40 万份



来源: 天猫、齐鲁证券研究所

图表 11: 联豪的盈利预测及业绩承诺 (亿元)

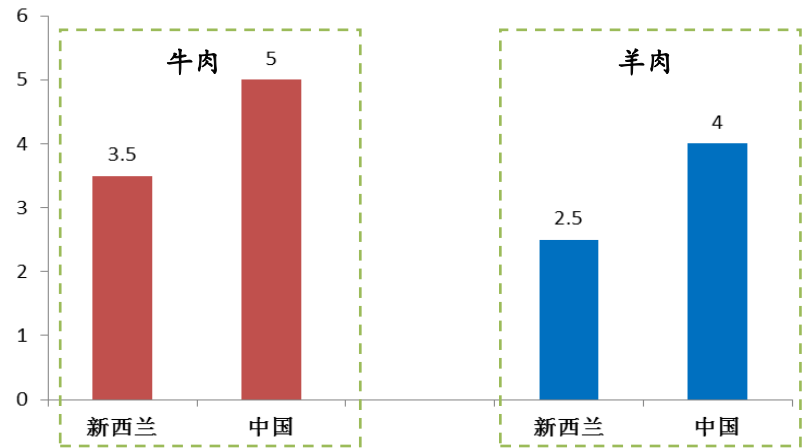
	2014 年	2015E	2016	2017E
收入	2.7	4	5.2	-
净利润	0.07	0.1	0.15	0.18

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

- 协同效应二: 利用梅林渠道优势, 扩大 SFF 对中国出口占比, 提升产品吨价和附加值。(1) 2016 年开始新西兰出口到中国的牛羊类产品实现零关税, 新西兰牛羊肉产品将具有非常明显的价格优势, 加上运输等费用也比国内便宜 30%-40%, 有利于扩大在中国的市场占有率。而梅林及

光明集团拥有丰富的渠道资源，可以协助 SFF 集团提升在中国市场的销售量、扩大对中国的出口占比。(2) 而扩大对中国的出口占比，有利于提升 SFF 集团产品附加值和销售吨价，例如新西兰牛肉最大的出口市场美国，其更青睐本土生产的高端牛肉，而新西兰出口的产品更多用于生产牛肉末、汉堡肉饼等低附加值产品。根据公开数据显示，新西兰出口到亚洲的牛肉价格每吨平均比出口到北美的高出 20% 左右。

图表 12：新西兰牛羊肉价格远低于国内（万/吨）



来源：WIND、齐鲁证券研究所（注：新西兰牛羊肉价格为离岸价格）

图表 13：梅林以及光明集团丰富的渠道资源





来源：公司官网、齐鲁证券研究所

- 协同效应三：助力 SFF 品牌化战略实施，提升小包装产品比重。目前在

SFF 集团的产品收入结构中，品牌产品占比 5%，冷鲜肉产品占比 15%，而大包装产品占比高达 80%。公司从 2009 年开始发展小包装品牌肉，2010-2014 年销量和收入复合增速均超过 30%，增长迅猛，目前销售占比已经达到 5%。通过本次收购，SFF 集团未来可以利用梅林及光明集团的零售渠道优势，将小包装产品引入国内，继续提升小包装的销售占比。我们看到新西兰另一原料供应巨头恒天然已经在中国全面开启品牌化战略，安佳牛奶 2013 年登陆中国，并推出自有品牌奶粉安满及入股贝因美，SFF 集团有望复制这一路径，满足中国中高收入人群的动物蛋白消费需求。

图表 14：目前 SFF 小包装品牌产品占比仅有 5%

产品品类	产品品牌	产品占比
品牌产品		5%
冷鲜肉产品		15%
大包装产品	无专有品牌	80%

来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 15：SFF 的小包装肉产品


来源：公司官网、齐鲁证券研究所

图表 16：SFF 的大包装肉产品

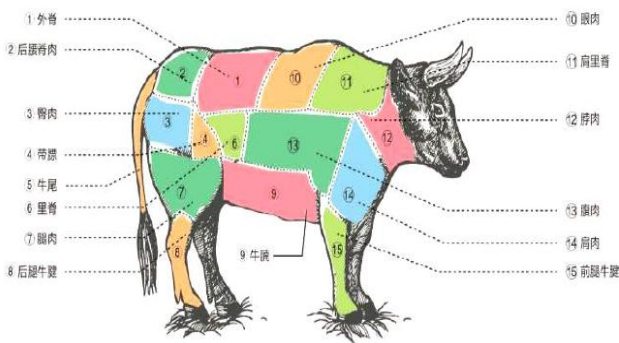

来源：公司官网、齐鲁证券研究所

- 协同效应四：精细分割、利用下水，提高 SFF 屠宰利用率和利润率水平。**
 - 梅林可以协助 SFF 集团提升牛腱子、牛胸肉等部位的价值，满足中国消费者的差异化需求，从而提升利润水平。通过改变分割方式，并在新西兰直接加工完成后进口到国内，预计可以提升毛利 10-15 个百分点。
 - 梅林可以协助 SFF 集团提升牛杂部位的价值，充分利用牛下水，

从而提升利润水平。2014 年中国进口冻牛杂 19165 吨，主要来自乌拉圭（56%）和澳大利亚（35%）。目前中国与新西兰已经开通了牛羊下水的进口业务，但是目前只有新西兰 AFFCO 公司有一家工厂可以直接出口，未来梅林配合 SFF 集团获取出口中国的牛羊下水许可证后，可以直接向中国出口牛杂。

- 总之，我们认为梅林未来有望与 SFF 集团产生较大的协同效应，一方面梅林联豪将获得稳定的牛肉原料供应，全力打造牛排领导品牌。另一方面 SFF 集团在梅林协助下扩大中国出口占比、提升小包装比重以及提高屠宰利用率，其毛利率水平将获得较大提升，未来有望达到 35%-40%，远高于国内牛肉屠宰企业 20% 的平均水平（SFF 集团净利率较低主要由于新西兰人工成本和福利很高）。

图表 17：牛的精细化分割多达 200 多个品种



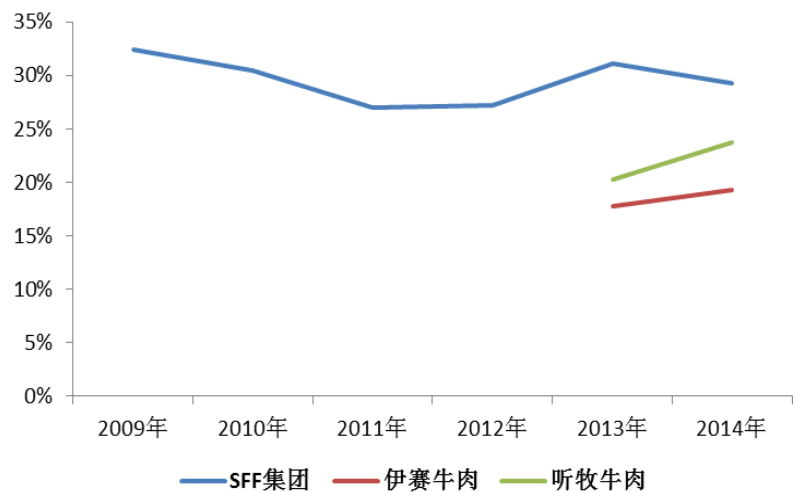
来源：网络、齐鲁证券研究所

图表 18：欧美不吃的牛羊下水深受国内消费者喜爱



来源：网络、齐鲁证券研究所

图表 19：SFF 集团毛利率 30% 左右，远高于国内牛肉企业



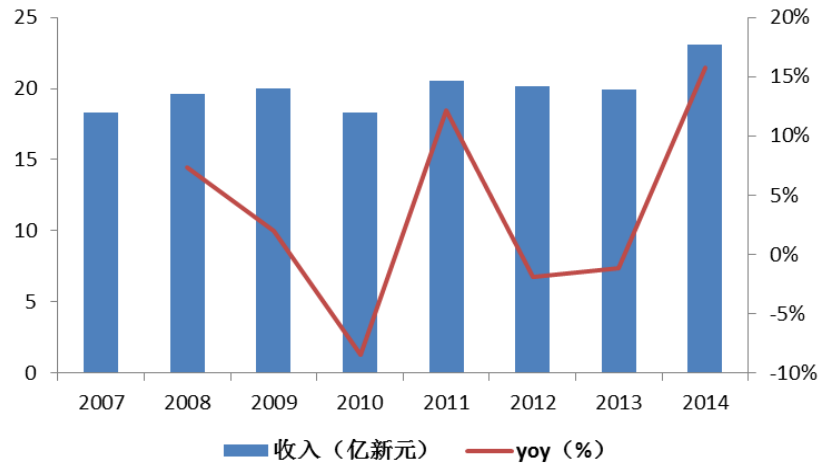
来源：公告公告、齐鲁证券研究所

收购影响：大幅提升收入/利润规模，梅林将成为中国最大的牛羊肉企业

- SFF 集团为合作制企业，股权结构分散，目前第一大股东持股比例仅为

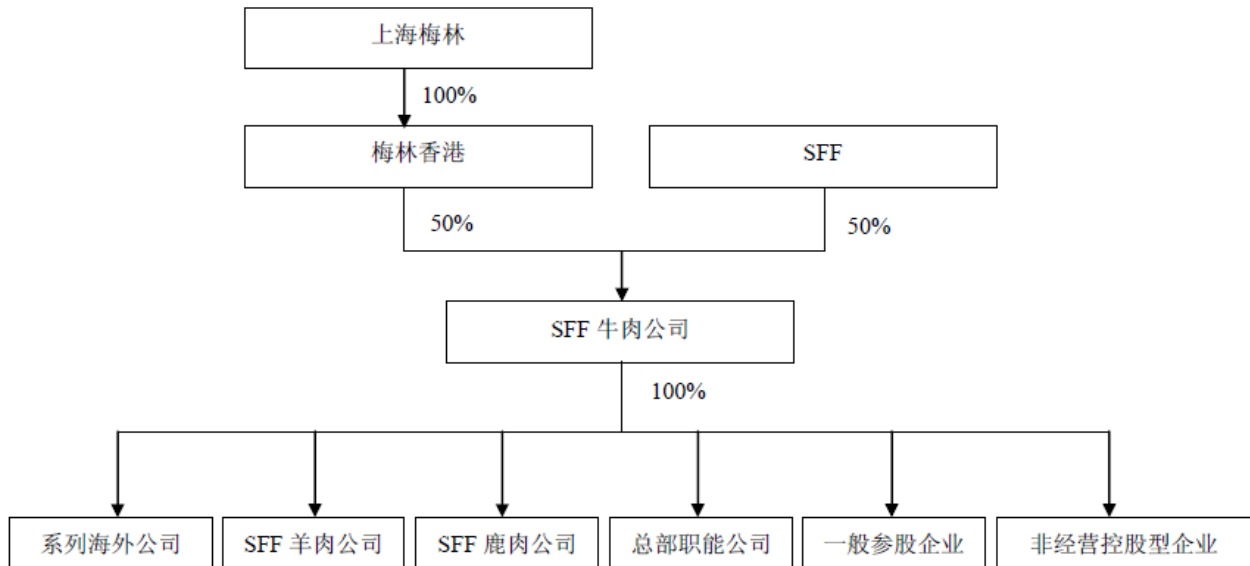
3.32%，无控股股东或实际控制人。梅林增资入股 50%，通过合资公司实现绝对控制，进行并表。并表后预计公司收入规模将突破 250 亿元，利润也将实现大幅增长，梅林短期内将迅速成为中国最大的牛羊肉综合加工企业。

图表 20：2007-2014 年 SFF 销售收入及增速情况



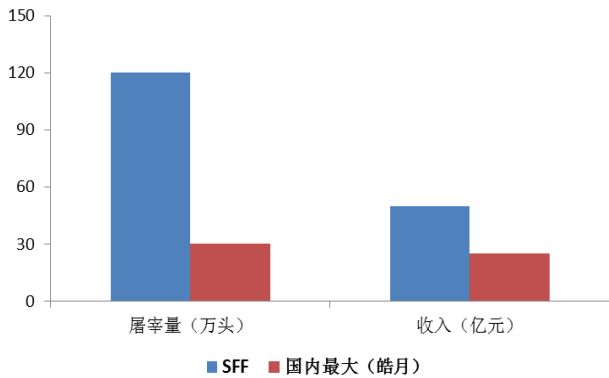
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 21：梅林与 SFF 集团成立合资公司 SFF Beef，梅林 50% 股权实现绝对控制、进行并表

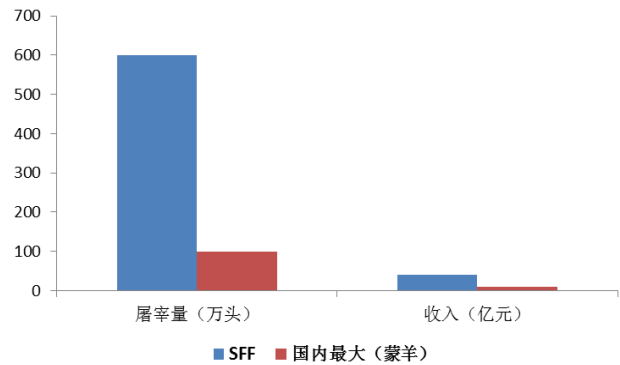


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

- 收购完成后，从收入规模和屠宰量上看，梅林将成为中国最大的牛羊肉企业。2014 年 SFF 集团肉牛屠宰量 120 万头，牛肉销售收入超过 50 亿元，而目前国内最大的牛肉企业长春皓月年屠宰量都不到 30 万头，收入规模 25 亿元左右。2014 年 SFF 集团肉羊屠宰量 600 万头，收入超过 40 亿元，而国内最大的羊肉企业蒙羊年屠宰量 100 万头左右（不考虑连锁餐饮模式的小肥羊），收入规模仅为 10 亿元。

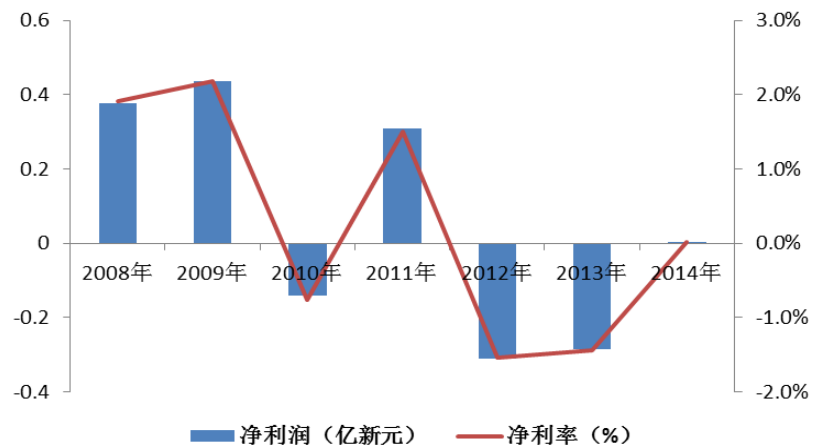
图表 22: SFF 和国内最大牛肉企业规模对比


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 23: SFF 和国内最大羊肉企业规模对比


来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

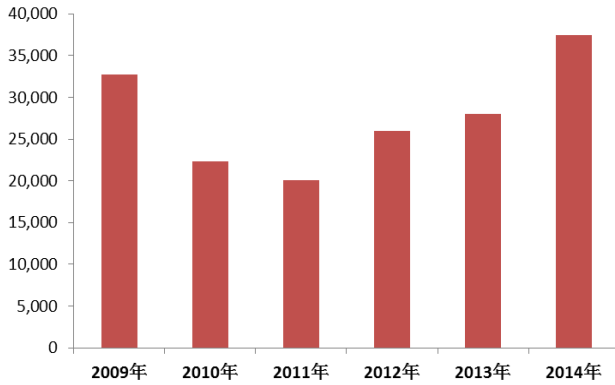
- 并表后梅林利润有望增厚 1 亿元, 长期看 SFF 集团合理净利率水平可达 4%-5%。近两年 SFF 集团净利润波动较大, 主要原因在于 2012-2014 年与供应商签订了一份固定价格采购协议, 导致在羊肉市场价格大幅下行的 2012-2013 年, 公司利润大幅下滑, 2014 年新西兰羊肉市场开始企稳, 且从 2015 年起, SFF 集团不再与供应商签订固定价格采购协议, 未来公司的利润率水平有望趋于稳定。SFF 集团的债务问题也出现在此期间, 2012-2013 年公司债务大幅增加, 而新西兰的资金成本较高 (目前短期借款利率达 5.5% 左右, 长期借款利率 7% 以上), 致使 2014 年公司财务费用高达 3700 万新元。

图表 24: SFF 历年净利润及净利率情况


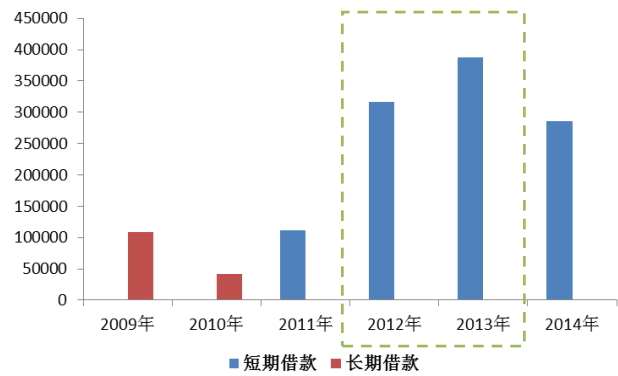
来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

- 梅林增资入股后, 将首先解决 SFF 集团的债务问题, 随着新西兰羊肉市场企稳, 我们预计 SFF 集团净利率将回归历史平均水平 2% 左右 (剔除财务费用后为 3%-4%), 以销售收入 100 亿元计算, 也即 2 亿元, 按照 50% 股权比例即增厚业绩 1 个亿, 而 2014 年梅林净利润还不足 2 亿元, 并表后梅林利润将实现大幅增长。而随着公司与梅林协同提升毛利率水平以及进行成本优化 (德国和比利时的销售团队拟在 2015 年底撤销,

由总部直接进行销售), 我们认为长期看 SFF 集团合理净利率水平有望达到 4%-5%。

图表 25: SFF 集团历年财务费用 (千新元)


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

图表 26: SFF 集团历年短期和长期借款 (千新元)


来源: 公司年报、齐鲁证券研究所

国内牛(羊)肉行业分析: 行业成长空间大, 尚无全国化领导品牌

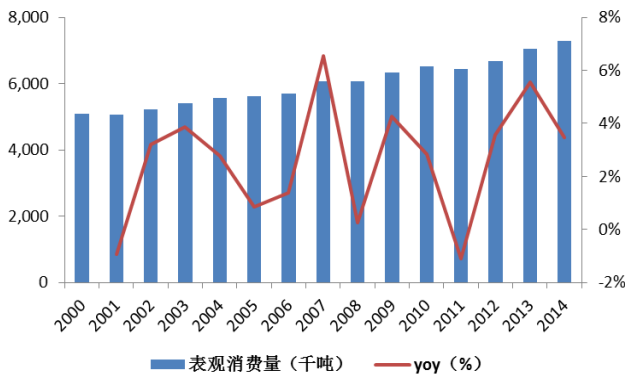
- 牛羊肉与猪肉相比, 蛋白质含量高且脂肪和胆固醇低, 是人们改善膳食结构的重要组成部分。随着西式餐饮文化传播、外出就餐比例增加以及受我国少数民族地区饮食习惯的影响, 牛羊肉消费受到越来越多国内消费者的青睐, 在我国肉类总体消费占比中提升至 15% 左右。而从国际人均消费水平来看, 中国牛羊肉消费量还有较大的提升空间, 尤其是牛肉还有接近翻倍的增量, 成长空间大于猪肉。
- 从竞争格局看, 牛羊肉行业均无猪肉中类似于双汇的全国化领导品牌, 仍然处于较为初级竞争阶段, 品牌化、冷鲜化都刚刚起步。但行业空间很大, 牛肉接近 5000 亿、羊肉接近 2000 亿, 牛羊肉行业中也足以诞生百亿级的公司。而制约国内牛肉企业规模壮大的原因在于牛源问题, 决定未来竞争力的在于海外优势禀赋的布局。羊肉自给率相对较高, 但随着我国羊肉产量趋于稳定, 进口量也逐渐加大, 尤其是新西兰、澳大利亚等国进口关税取消, 其质优价廉的产品竞争力在逐步加强。

牛肉消费情况: 近十年快速增长, 未来潜力仍然巨大, 行业空间 5000 亿元

- 随着居民消费升级和膳食结构的转变, 我国居民牛肉消费总量以及人均牛肉消费量都出现了较大幅度的增长。在牛肉消费总量方面, 2000 年我国牛肉表观消费量为 510 万吨, 2014 年上升到 730 万吨, 累计增长 43%。如果算上走私的 100-150 万吨, 则目前国内牛肉消费量接近 900 万吨, 按照每吨 5 万元计算, 有将近 5000 亿元的市场零售规模。
- 在人均牛肉消费方面, 我国人均牛肉年消费量由 1990 年的 1.1 千克上升到 2014 年的 5.3 千克; 同期我国牛肉消费量占主要肉类消费的比重也显著提高, 1990 年-2014 年牛肉消费占主要肉类消费的比重从 4% 提

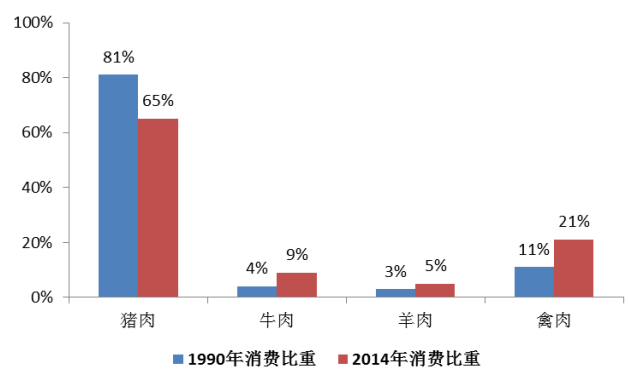
高到 9%，提升了 5 个百分点，增长幅度仅次于禽肉消费。

图表 27：2000-2013 我国牛肉表观消费量（千吨）



来源：WIND、齐鲁证券研究所

图表 28：牛肉在整个肉类的消费占比中大幅提升



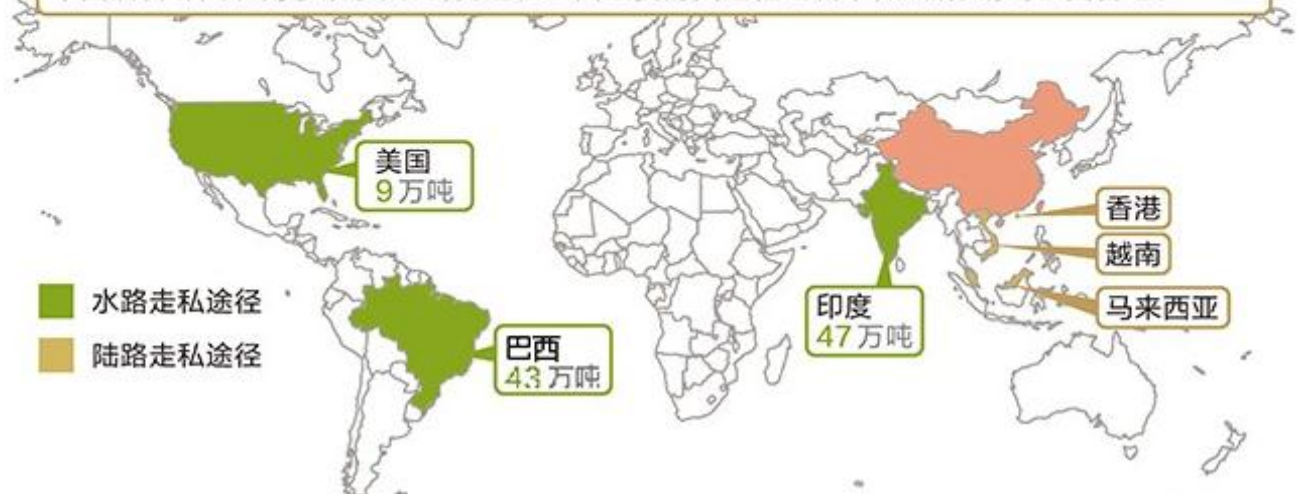
来源：中国畜牧业统计协会、齐鲁证券研究所

图表 29：我国每年走私牛肉数量巨大，预计可达 100-150 万吨

走私牛肉是怎样运到餐桌的

水路边境走私：从巴西、印度、美国到中国的各个港口，然后分销到全国各地。

陆路边境走私：先进入越南、马来西亚、香港等地，香港的经过陆路到深圳集散；来自越南、马来西亚的通过广西边境进来，其中广西东兴市是一个重要的入境地点。用小面包车走私进入中国后，在深圳、南宁改装大巴，先运往全国主要的交通枢纽城市，然后分销到全国各地。

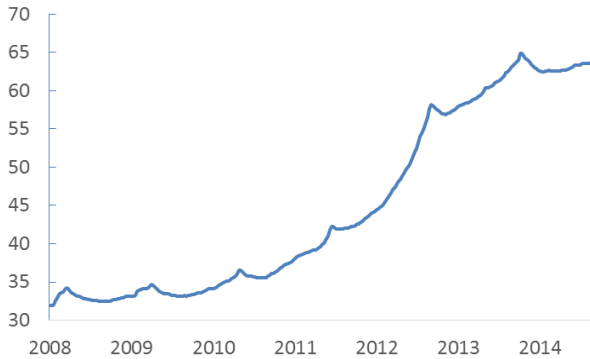


来源：南方周末、齐鲁证券研究所

- 近年来我国牛肉市场一直处于供不应求状态，需求缺口不断增大。一方面，居民收入增长、消费升级，不断增加牛肉的需求量；另一方面，受牛源供给不足影响，正规优质屠宰加工企业产能利用不足，牛肉供给总体上增长乏力，中、高档牛肉明显供给不足。在供需逐渐失衡的影响下，牛肉价格不断攀升，平均价格从 2008 年的 30 元/公斤上升到目前的 60 元以上，上涨幅度超过 100%。
- 自 2012 年以来，我国进口牛肉量呈爆发式增长，预计 2015 年进口牛肉

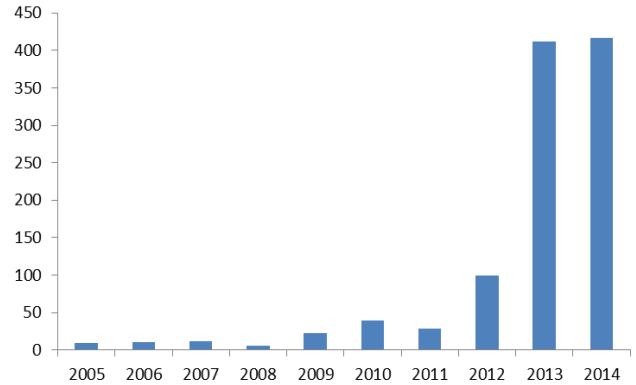
量将达 51.5 万吨，近 3 年总增长超过 3 倍。由于品质上的优势，进口牛肉已经逐渐在中高端市场拥有了较强的竞争力。

图表 30：牛肉价格 2008 年来一路攀升（元/公斤）



来源：WIND、齐鲁证券研究所

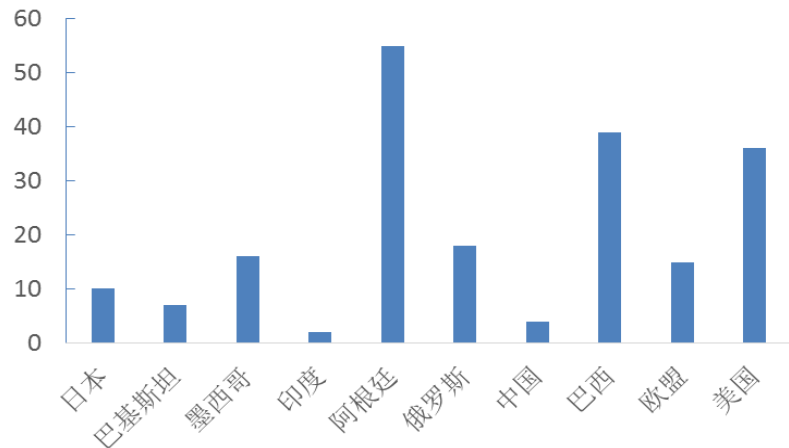
图表 31：我国牛肉进口量近几年猛增（千吨）



来源：WIND、齐鲁证券研究所

- 未来中国牛肉消费市场空间仍然巨大，2014 年国内人均牛肉年消费量在 5 千克左右，而若达到世界人均牛肉平均消费水平 10 千克，则我国牛肉市场尚有一倍的增长空间。而随着消费者对牛肉质量要求的提高和牛肉分级、分割理念的普及，经过排酸处理、精细分割的中高档牛肉消费量将大幅增加，低档牛肉的市场份额将持续萎缩，为行业内从事中高档牛肉生产的企业带来了巨大的市场机遇。

图表 32：我国人均牛肉消费量和其他国家还有很大差距



来源：FAO、齐鲁证券研究所

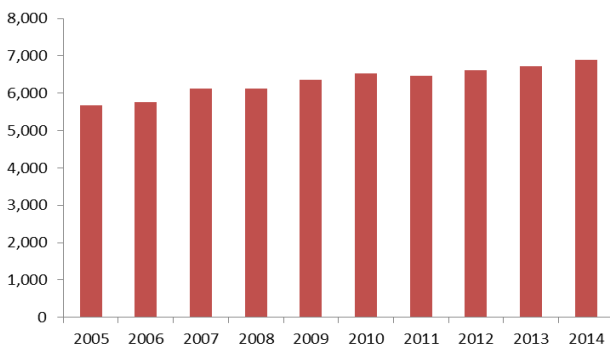
牛肉供给情况：牛源短缺严重，供给增加来自于出栏提速，海外禀赋优势凸显

- 2000-2014 年我国牛肉年产量增长了 175 万吨，占肉类总产量的比重也上升到 8% 以上，但牛肉产量的增长并不是来源于活牛饲养数量的增长（实际上是逐年减少的），而是来自于屠宰出栏速度的提高。2000 年到

2014年我国活牛出栏量由3800万头上升到4900万头，出栏速度远高于同期存栏增长速度，同期出栏率由30%上升到48%，严重超出25%的世界平均安全出栏水平。

- 出栏速度的不合理提高，虽然短期内可以增加牛肉供给，但是长期而言则加速了我国活牛存栏量的下降，损害了牛肉产业发展的根基——牛源，传统意义上的肉牛产业大省山东、河北、安徽、河南组成的“中原肉牛产业带”已名存实亡。而一旦肉牛存栏数量下滑的趋势不可逆转，要想恢复至少需要5-10年时间。活牛养殖情况的恶化导致了牛肉产量增长明显乏力，牛肉后续供给潜力严重不足，我国牛肉产量已经连续多年在650万吨左右徘徊。

图表 33：国内牛肉产量近几年几乎没有增长



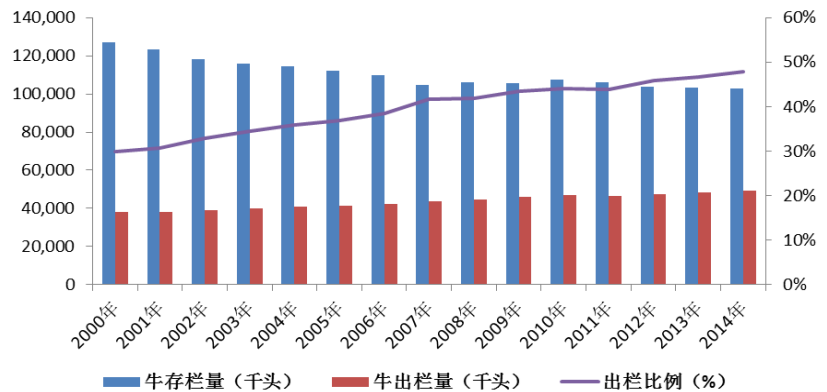
来源：WIND、齐鲁证券研究所

图表 34：“中原肉牛带”四省牛存栏量下滑严重

	2004年存栏量 (万头)	2013年存栏量 (万头)
山东	999	500
河北	796	391
安徽	462	155
河南	1424	905
总计	3681	1951

来源：WIND、齐鲁证券研究所

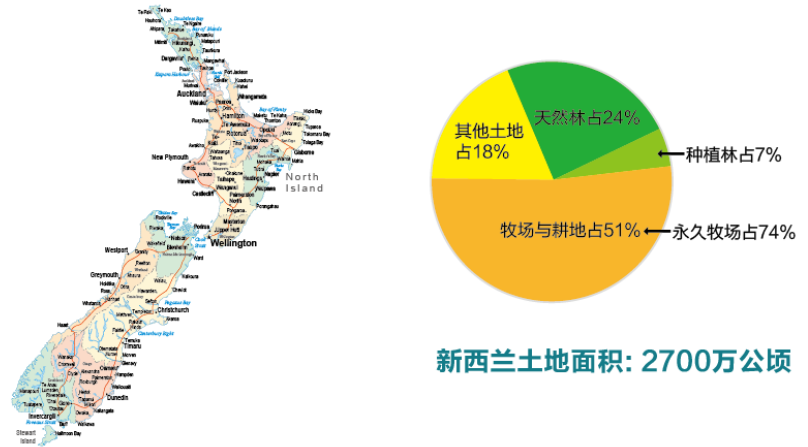
图表 35：国内牛肉产量增加来自于出栏比例的上升



来源：中国畜牧业年鉴、齐鲁证券研究所

- 国内肉牛存栏量持续萎缩，直接原因看似在于养殖成本的快速上升，但从根本上说，是源于我国自然资源匮乏，同时养殖造成的环境压力也难以承载，不具备发展现代牧业的诸多条件，而海外国家如新西兰、澳大利亚、巴西等资源禀赋优势极为明显、饲养水平高，牛肉供应质优价廉。牛源短缺导致的原料不稳定供应是中国没有形成大型牛肉企业的根本原因，在国内并没有自然资源的情况下，进行海外布局成为必然选择，对于国内牛肉企业来说，未来谁掌握海外肉牛资源，谁就具有持续发展壮大的优势和可能。

图表 36：新西兰等海外国家资源禀赋优势明显



来源：网络、齐鲁证券研究所

市场竞争格局：中档牛肉市场集中度低、缺乏领导品牌，高档牛肉市场国产占比不足

- 我国牛肉市场总体竞争格局表现为大量小屠宰场与少量正规肉牛屠宰加工企业并存的局面。根据艾格农业咨询，2008年中国牛肉加工行业的产值中真正属于正规屠宰加工企业的只有不到25%，其他均为个体屠宰户和小型屠宰场。小屠宰场和正规屠宰企业的竞争主要体现在对上游牛源的抢夺——小屠宰商贩通常高价收牛、低价卖肉并大肆销售注水牛肉，导致合法的屠宰企业购牛困难，产能利用率不足，且劣质牛肉低价竞争，扰乱市场秩序。
- 不过随着近年来政府对屠宰企业监管力度的日益加强，肉牛屠宰及肉制品加工行业的进入门槛大大提高，个体屠宰户和小型屠宰场逐渐减少。根据艾格农业咨询，目前全国正规肉牛屠宰加工企业有3,000家左右，行业内也逐渐产生了一批大型现代化肉牛屠宰加工企业，如长春皓月、福成五丰、科尔沁、伊赛牛肉及秦宝牧业等。

图表 37：小屠宰场的对屠宰牛肉进行注水


来源：网络、齐鲁证券研究所

- 中档牛肉市场集中度很低，没有形成全国化的领导企业。**虽然行业内已经形成了不少区域性领先企业，但是行业的集中度和集团化程度仍然较低，大型企业屠宰量占全国总量的比例很低。例如屠宰量排名领先的福成五丰的屠宰量为 3 万头左右，尚不足全国肉牛出栏量的 0.1%。而反观美国，其牛肉市场 2014 年 CR5 高达 75%。

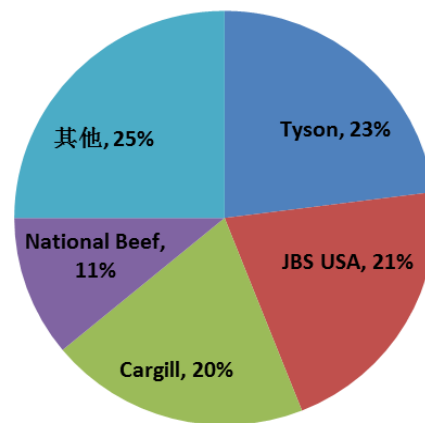
图表 38：国内中端牛肉市场代表公司

企业名称	发展情况
长春皓月清真肉业集团股份有限公司	该公司是集肉牛、肉羊屠宰加工于一体的综合农牧集团，其肉牛屠宰产能达到 70 万头，是国内屠宰产能最大的企业，也是行业内公认的规模最大的企业。该公司的产品系列较全，涵盖了生鲜牛肉、熟食制品、生化制品以及皮革制品等；产品销售规模较大，且销售区域广泛，除在大陆地区销售外还出口香港、中东等地区。
河北福成五丰食品股份有限公司	该公司是行业规模较大的企业之一，行业地位突出。其产品主要为鲜冻牛肉，以中档牛肉产品为主。该公司市场主要集中在北京地区，该地区销售收入占其销售收入总额的 70% 左右。根据该公司披露的 2009 年、2010 年和 2011 年的财务报告，2009 年活牛屠宰量为 45,194 头、牛肉销售收入 32,848.31 万元、净利润 1,939.31 万元；2010 年活牛屠宰量下降到 31,073 头、牛肉销售收入下降到 25,635.87 万元、净利润下降到 -3,340.48 万元；2011 年活牛屠宰量为 30,252 头，牛肉销售收入下降到 23,967.28 万元、净利润为 1,427.81 万元。2012 年、2013 年牛肉销售收入分别为 23,507.98、19,245.17 万元。

<p>内蒙古科尔沁牛业股份有限公司</p>	<p>该公司是行业内为数不多的农业产业化国家重点龙头企业之一，拥有育肥牛基地、屠宰加工场、草牧场、胚胎移植中心、餐饮连锁公司等多家下属企业，其年屠宰产能为 10 万头，产品以经过排酸、分割后的冷鲜、冷冻牛肉为主。</p>
<p>河南伊赛牛肉股份有限公司</p>	<p>该公司是行业内规模较大的企业，主导产品为排酸冰鲜分割牛肉、排酸调理品牛肉、排酸熟制品等。伊赛公司作为河南省牛肉区域龙头企业，成长速度非常快。2012 年和 2013 年公司肉牛屠宰量分别为 2.6 万头和 2.9 万头，已成为河南省境内规模最大的肉牛屠宰厂，为省农业产业化龙头企业，2011 年公司被中国肉类协会评为全国肉牛屠宰加工排名第二。2013 年、2014 年公司收入规模分别为 39,747.11 万元、63,010.90 万元。2014 年销售收入 6.3 亿元，利润 4300 万元。</p>
<p>其他</p>	<p>此外，山东大地肉牛清真食品股份有限公司、沈阳绿丰食品有限公司、辽宁宏福肉类有限公司、云南爱伲农牧集团等大型肉牛屠宰企业的规模也较大，其产品分别在山东、辽宁、云南等地区具有一定的影响力。</p>

来源：公司官网、招股书、齐鲁证券研究所

图表 39：2014 年美国牛肉市场 CR5 高达 75%



来源：Euromonitor、齐鲁证券研究所

- 国内高端牛肉市场主要由国产高档牛肉、澳大利亚、新西兰等地的进口牛肉及部分走私牛肉构成，但国产高档牛肉市场占有率较低。目前，国内高档牛肉市场需求增长快速，但高档牛肉供给紧张。由于高档肉牛的繁育、饲养及高档牛肉生产的技术要求较高，国内从事高档牛肉生产企业数量较少（大连雪龙、秦宝牧业、吉林黑牛、大地肉牛等），各家企业高档肉牛的出栏量较小，市场占有率普遍较低，相互之间的竞争并不激

烈。

图表 40：国内高端牛肉市场代表公司

企业名称	发展情况
雪龙黑牛股份有限公司	该公司成立于 2002 年 7 月（原名大连雪龙产业集团有限公司），是国内较早从事高档牛肉养殖及高档牛肉生产的企业。大连雪龙通过将当地黄牛与澳大利亚和牛等品种进行杂交或胚胎移植培育成了“雪龙黑牛”，在国内高档牛肉市场知名度较高。大连雪龙的主要经营模式为“公司+基地+农户”，产品除在大连地区销售外，还通过中高档餐饮、宾馆饭店、商超连锁店及专卖店等渠道在一线城市销售。该公司网站资料显示，近年来大连雪龙发展较快，销售收入由 2007 年的 7,000 万元左右增至 2010 年的近 3 亿元，其中“雪龙黑牛”存栏量在 1
秦宝牧业	秦宝牧业是集秦川牛良种繁育，标准化育肥，规模化屠宰加工及餐饮连锁为一体的现代化龙头企业。位于陕西省，年屠宰产能为 10 万头，销售以经销渠道为主。2011 年收入 3 亿元，净利润 6,000 万元。
吉林黑毛牛业有限公司	该公司成立于 2003 年，是从事优质高档肉牛开发和生产的专业公司。该公司于 2003 年引进日本和牛，将蛟河当地的黄牛与和牛杂交培育了“天一冈山黑牛”，是典型的高档肉牛。该公司网站资料显示，其采取公司+农户的方式繁育优质高档肉牛，现已繁育 1.2 万头，育肥 6,000 头，出栏屠宰育肥牛 3,200 头。
山东大地肉牛清真食品股份有限公司	该公司是一家以饲料加工、肉牛繁育养殖、屠宰、分割、精细加工、冷藏销售为一体的农业产业化省级重点龙头企业，该公司于 2009 年 12 月底在天津股权交易所上市，于 2011 年 12 月终止挂牌交易。根据该公司在天津股权交易所披露的 2010 年年报，2010 年实现销售收入 11,341.93 万元、净利润 1,203.84 万元。

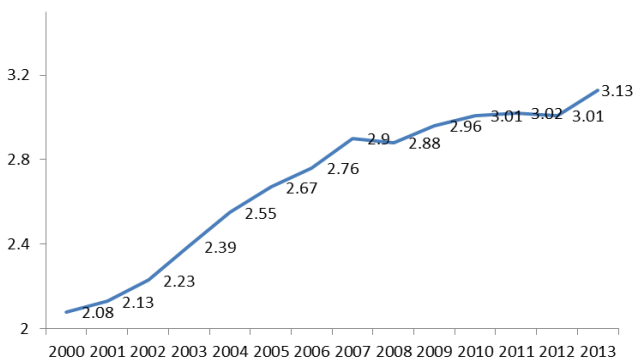
来源：公司官网、招股书、齐鲁证券研究所

羊肉行业分析：中国已成为全球最大羊肉消费市场，行业规模 2000 亿元

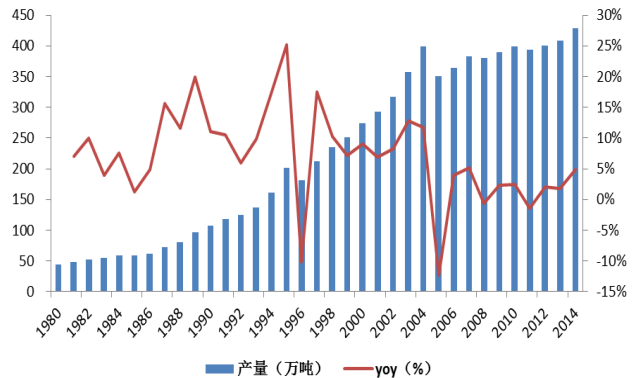
- 中国是全球最大的羊肉消费国，人均羊肉消费量超过 3kg，羊肉消费占整个肉类消费比重的 5%。我国羊肉产量、羊存栏量以及出栏量均居世界首位，2014 年我国羊肉产量达 428 万吨，约占世界总产量的 30%，行业市场规模在 2000 亿元左右。
- 我国羊肉自给率相对牛肉来说较高，但近两年进口量也呈现出不断增加

的态势：一方面由于羊存栏和出栏量近年来几乎没有增长，羊肉产量也趋于稳定（例如最大的羊肉产地内蒙古，因为逐步实施的禁牧和草畜平衡政策，其存栏数只减不增），供给力相对不足。另一方面在于进口羊肉价格优势明显，2014年我国进口羊肉的到港价格约为30元/kg，而我国自主生产的羊肉批发价格高达58元/kg，进口羊肉的价格远低于国内羊肉价格，且品质更好，尤其是随着新西兰、澳大利亚的关税取消，其产品竞争力逐步增强。

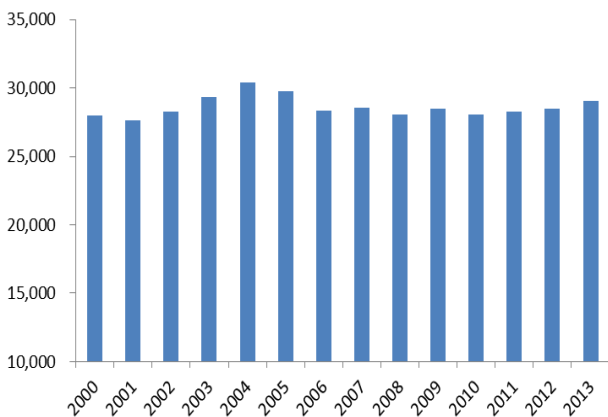
- 我国羊肉行业目前也没有全国化的领导品牌，良种率、养殖水平较低（优质专用肉羊品种1000多万只，占比不到5%，其他均为土种羊和杂种羊），以及牧区季节性出栏、不能均衡供应羊肉，制约了产业链的发展。不过行业品牌化、冷鲜化进程刚刚开始——2015年蒙羊、小肥羊先后推出冷鲜羔羊肉产品，未品牌羊肉的发展空间巨大。

图表 41：我国人均羊肉消费量超过 3kg


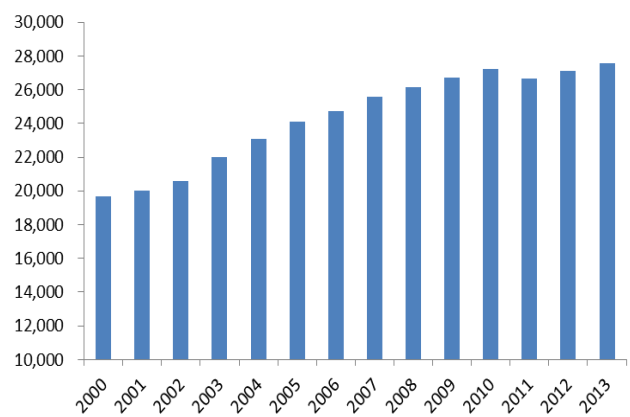
来源：中国畜牧业协会、齐鲁证券研究所

图表 42：我国羊肉产量趋于稳定


来源：WIND、齐鲁证券研究所

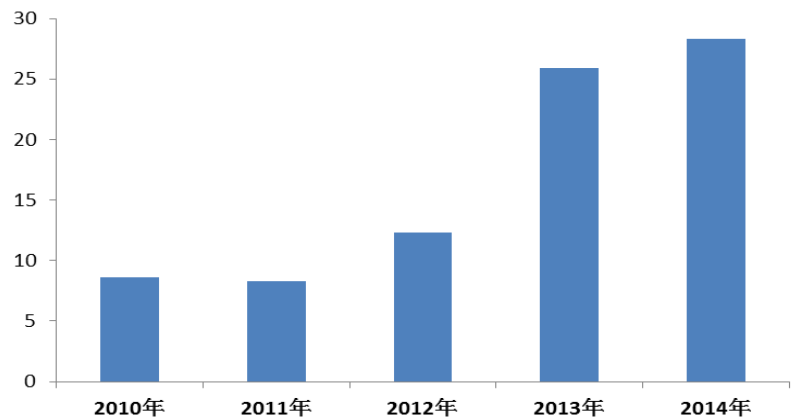
图表 43：2000-2013 年我国羊存栏数 (万头)


来源：WIND、齐鲁证券研究所

图表 44：我国羊出栏量近几年没有增长 (万头)


来源：WIND、齐鲁证券研究所

图表 45：我国羊肉进口量呈现不断增长态势（万吨）



来源：海关总署、齐鲁证券研究所

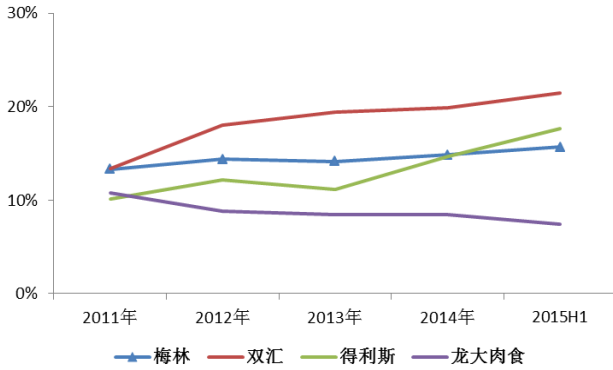
新梅林、新起点，肉类航母扬帆起航

- 虽然梅林所处的行业并不性感，但始终是在起变化的公司。我们之前一直强调的效率提升逻辑随着新管理层的上任更加强化，原牛奶集团沈总非常市场化、注重效益，改变国企单纯追求收入的发展模式。且公司战略逐步清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链，而市场之前的偏见就在于公司管理效率低下和业务繁杂。同时光明集团聚焦肉类产业，将在股权激励、资产注入、海外并购等方面给予公司大力支持。短期看资产注入和海外收购并表将带来业绩的大幅增厚，预计公司2016年收入突破250亿、利润翻番，长期来看公司效率持续提升和肉类战略不断推进，梅林有望成长为中国猪牛羊肉综合性肉食龙头。

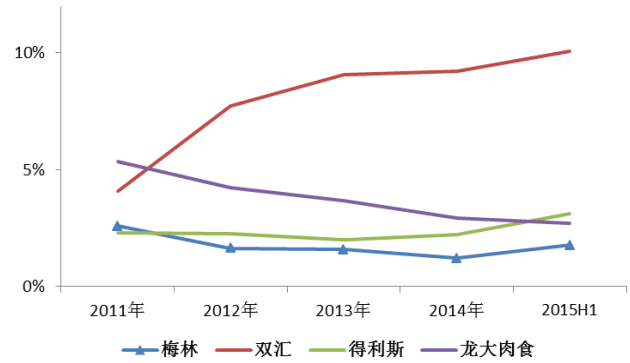
新管理层更加市场化，管理效率有望持续提升

- 原牛奶集团 CEO 沈伟平出任上海梅林总裁，上海牛奶集团在沈总的带领下，近十年发展非常快，收入由2003年的不到3亿，增长到2014年的近百亿，净利润由400万增长到4个多亿，并成功打造出联豪、爱森（由于同业竞争关系2011年注入梅林）、牛奶棚等多个品牌。目前梅林净利率不足2%，明显低于同行平均水平，新管理层上任后，公司管理效率有望持续提升。
 - 运营去行政化，按照市场化运作和激励：沈总把自己定位为职业经理人，完全按照市场化的运作方式和激励制度，公司股权激励方向态度坚决，集团也会大力支持。
 - 注重效益，改变国企单纯追求收入的发展模式：新管理层注重效益，以增强母子公司盈利能力为中心任务，改变过去国企单纯追求收入规模的发展模式。公司新三年发展规划从追求规模和速度向注重质量和效益转变，实现新梅林“做强主业，做大利润，做响品牌”的目标。
 - 减少亏损企业利润侵蚀，解决历史遗留问题：目前梅林净利润受亏

损子单位拖累 1-1.5 个亿，即梅林 50% 的净利润都在亏损企业，沈总一上任即成立了“亏损企业解决办公室”，而其在牛奶集团也以解决历史遗留问题见长，荣成罐头的转型以及重庆梅林的扭亏值得期待。

图表 46：公司毛利率处于同行中上水平


来源：WIND、齐鲁证券研究所

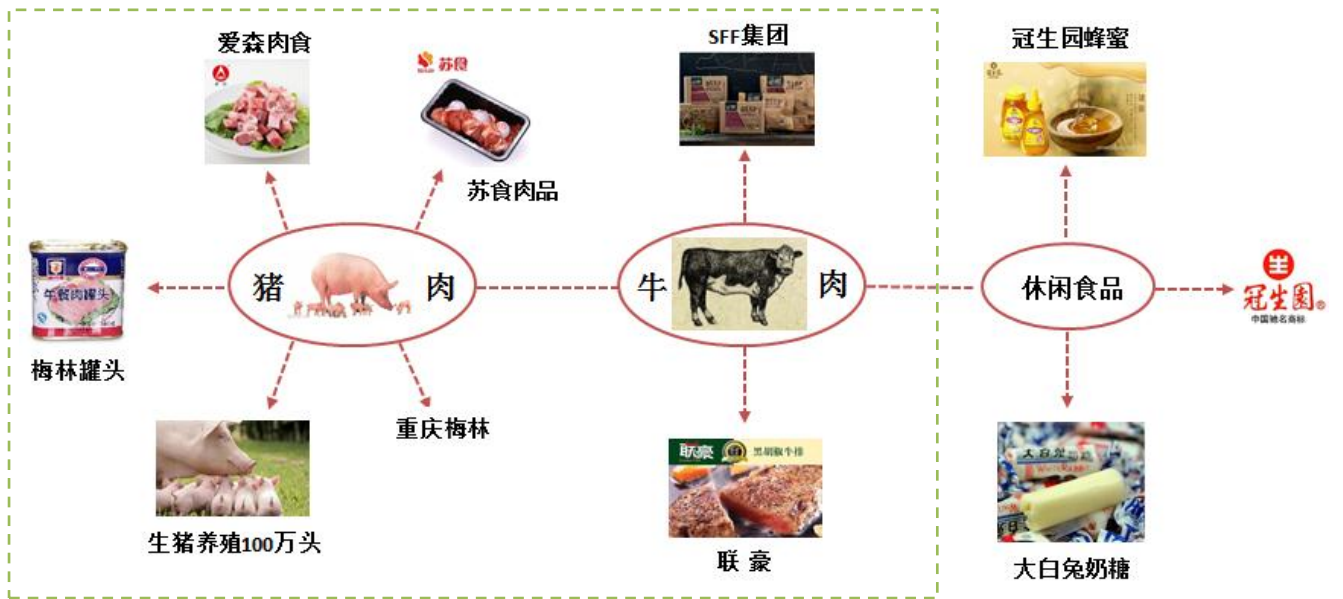
图表 47：公司净利率远低于同行


来源：WIND、齐鲁证券研究所

公司战略逐渐清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链

- 公司发展战略逐渐清晰，聚焦猪肉和牛肉两大全产业链、休闲食品协同发展。肉类行业空间巨大，具有超万亿的市场规模，且目前行业集中度非常低。在肉类战略不断推进下，梅林有望成长为牛肉的全国性龙头，并强化猪肉的区域性龙头地位，仅就收入规模而言（并表后），公司实际上已成为中国肉类行业三甲，超过雨润，仅次于双汇和金锣。
- **猪肉全产业链：**双汇龙头地位稳固，雨润逐渐式微，2015 年上半年收入已经不足百亿，金锣食品安全事故不断，且可能被中粮收购，未来猪肉行业有望形成双汇、中粮（金锣）、雨润、梅林、新希望（肉类板块收入已达 50 亿元）的五强格局，就收入规模来看，梅林 60 亿收入目前已仅次于双汇、金锣和雨润。
 - **生猪屠宰：**有望强化长三角和重庆区域性龙头地位，区域市场规模 2000 亿元，目前公司屠宰收入仅为 50 亿元，市场占有率还有很大的提升空间，随着光明集团生猪养殖资产注入，公司全产业链优势继续加强。
 - **肉制品：**差异化竞争优势明显，梅林罐头无论是市场份额还是品牌影响力在肉类罐头中都绝对领先，销售收入超过 15 亿元，未来公司还将拓展牛肉、鱼肉等罐头品类。
- **牛肉全产业链：**我国牛羊肉行业成长空间大，牛、羊肉行业规模分别高达 5000 亿元和 2000 亿元，梅林收购 SFF 集团后将成为中国最大的牛羊肉生产商，且未来协同值得期待，目前国内牛羊肉均没有全国性的领导品牌，梅林未来有望成为龙头企业。

图表 48：公司战略逐渐清晰——聚焦猪肉和牛肉两大全产业链，休闲食品协同发展



来源：齐鲁证券研究所

集团支持加码，参与配股、推动激励、协助并购

- **光明集团聚焦发展肉业，志在打造肉类航母：**光明集团正按照聚焦核心主业的战略，着力打造“8+2”产业布局——乳业、糖业、肉业、米业、菜业、品牌食品、现代农业、分销零售，以及地产物流和金融。梅林定位于“8+2”产业中的肉类平台，而光明集团“聚焦大产业”战略中筛选出的三个有可能做大的产业即为乳业、糖业和肉业。目前乳业和糖业（全国排名第二）已形成规模，集团要在肉类产业上进行突破、做大做强，把上海梅林打造成符合三大产业定位的收入规模、利润规模和市值规模。
 - **全额参与配股：**7月9日公司发布配股发行预案，拟募集资金12亿元，控股股东光明食品集团及益民食品一厂（两者持股比例38%）承诺将以现金方式按照持股比例全额认购可配股份，全力支持公司发展。
 - **推动股权激励：**7月9日公司公告称，光明集团和公司将推动股权激励或员工持股计划工作。我们预计在完成资产注入、海外并购后等事项后，公司将逐步完善激励机制，形成对新管理长期而有效的激励。
 - **助力海外并购：**光明集团的国际化战略有助于公司海外并购的实施，此次梅林收购SFF能够从众多竞争者中脱颖而出，集团的海外并购经验起到了不小的作用。随着牛肉战略的推进，我们预计公司未来还有望在澳大利亚、南美等地区寻求牛肉产业布局。

图表 49：光明集团“8+2”核心产业构成，肉业进行单列


来源：公司调研、齐鲁证券研究所

短期看点：资产注入和海外收购并表，业绩大幅增厚

- 短期资产注入和海外收购并购将大幅，预计公司 2016 年收入突破 250 亿元，利润实现翻番。(1) 生猪养殖及牛奶集团相关资产注入预计 Q4 进行并表，且预计猪价明年仍维持高景气，按照 2016 年头均盈利 400 元和 100 万头生猪计算，公司将实现利润增厚 2 亿元。(2) 收购 SFF 集团 50% 股权预计明年二季度前实现并表，预计 2016 年 SFF 集团实现销售收入 105 亿元、净利润 2 亿元，公司将实现利润增厚 1 亿元。

图表 50：2015、2016 年盈利预测（亿元）

	2014年	2015E	2016E
销售收入	106	115	268
yoy	—	8%	133%
净利润	1.33	2.13	4.36
yoy	—	60%	105%

来源：齐鲁证券研究所（注：海外并购按 2016 全年并表计算）

投资建议：目标市值 200 亿元，维持“买入”评级

- 采用分部估值法，分别给予公司传统业务 100 亿元估值、生猪养殖资产 50 亿元估值、SFF 海外资产 50 亿元估值（具体拆分和说明见下表），目标市值总计 200 亿元。

图表 51：上海梅林分部估值表

业务分部	估值	说明
传统业务	100 亿元	品牌资产估值 60 亿元： 冠生园 37.5 亿（1.5 个亿利润，25 倍 PE）+梅林罐头 12.5 亿市值（5000 万利润，25 倍 PE）+联豪 4.5 亿（1500 万利润，高速增长阶段给予 30 倍估值）； 非品牌资产估值 40 亿元： 屠宰、分销和饲料业务 80 亿收入体量，按照 0.5 倍 PS 给予 40 亿元市值。
生猪养殖 100 万头 (股权比例 51%)	50 亿元	目前市场估值 1 亿元/万头，公司 100 万头生猪给予 100 亿元估值。
SFF (股权比例 50%)	50 亿元	合理净利率 5%左右，按照 100 亿收入规模计算，净利润有望达 5 亿元，给予 20 倍 PE，100 亿元市值。
合计	200 亿	——

来源：齐鲁证券研究所

- **目标市值 200 亿元，对应股价 21.3 元，维持“买入”评级。**短期看资产注入和海外并购大幅增厚业绩，长期看效率持续提升和肉类战略不断推进，打造综合性肉类航母。预计公司 2015 年收入为 115（全年并表假设下为 144 亿元）、268、294 亿元，同比增长 8.5%、133%、9.7%；实现净利润 2.13（全年并表假设下为 3.08 亿元）、4.36、5.31 亿元，同比增长 60.2%、105%、21.8%，对应 EPS 分别为 0.23、0.46、0.57 元。

风险提示

- 食品安全问题；
- 猪价大幅波动；
- 海外并购审批风险。

图表 52：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	6,668.93	18,758.70	20,353.13
增长率 (YOY)	78.18%	57.93%	-3.25%	9.96%	181.28%	8.50%
毛利率	13.25%	13.10%	13.89%	14.17%	23.07%	23.40%
销售成本	3,443.34	5,447.75	5,222.63	5,724.01	14,430.31	15,589.92
增长率 (YOY)	66.22%	58.21%	-4.13%	9.60%	152.10%	8.04%
毛利	526.03	821.19	842.50	944.92	4,328.39	4,763.21
增长率 (YOY)	236.84%	56.11%	2.60%	12.16%	358.07%	10.05%
占总销售额比重	50.55%	60.41%	57.25%	58.02%	69.64%	69.14%
占主营业务利润比重	47.46%	56.50%	53.92%	55.34%	80.59%	80.19%
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%	19.27%	9.32%	9.44%
占主营业务利润比重	40.68%	33.23%	35.75%	36.45%	12.90%	13.10%
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%	18.44%	13.29%	13.76%
占主营业务利润比重	8.76%	7.86%	7.97%	5.96%	3.20%	3.41%
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%	4.27%	7.76%	7.65%
占主营业务利润比重	3.09%	2.41%	2.37%	2.24%	3.31%	3.30%
销售收入小计	7852.28	10376.48	10594.42	11494.60	26938.47	29435.81
销售成本小计	6743.99	8923.10	9031.78	9787.24	21567.85	23495.72
毛利	1108.29	1453.38	1562.64	1707.37	5370.62	5940.09
平均毛利率	14.11%	14.01%	14.75%	14.85%	19.94%	20.18%

来源：齐鲁证券研究所（注：资产注入按 2015 年全年并购估计）

图表 53: 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	11,495	26,938	29,436
增长率	23.87%	32.1%	2.1%	8.5%	134.4%	9.3%
营业成本	-6,722	-8,911	-9,017	-9,787	-21,568	-23,496
%销售收入	85.6%	85.9%	85.1%	85.1%	80.1%	79.8%
毛利	1,131	1,466	1,574	1,707	5,371	5,940
%销售收入	14.4%	14.1%	14.9%	14.9%	19.9%	20.2%
营业税金及附加	-36	-35	-40	-46	-108	-118
%销售收入	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-696	-877	-936	-999	-2,795	-3,015
%销售收入	8.9%	8.4%	8.8%	8.7%	10.4%	10.2%
管理费用	-263	-331	-340	-374	-1,756	-1,899
%销售收入	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%	6.5%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	136	223	259	289	712	909
%销售收入	1.7%	2.2%	2.4%	2.5%	2.6%	3.1%
财务费用	-50	-86	-107	-60	-83	-76
%销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	0.5%	0.3%	0.3%
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	20	20
%税前利润	20.5%	15.8%	17.5%	4.9%	2.4%	2.0%
营业利润	111	165	143	224	647	851
营业利润率	1.4%	1.6%	1.4%	1.9%	2.4%	2.9%
营业外收支	57	39	37	80	200	150
税前利润	169	204	180	304	847	1,001
利润率	2.1%	2.0%	1.7%	2.6%	3.1%	3.4%
所得税	-39	-39	-51	-60	-182	-210
所得税率	23.3%	19.2%	28.2%	19.8%	21.6%	21.0%
净利润	129	165	129	244	664	791
少数股东损益	-11	10	-4	30	229	259
归属于母公司的净利润	140	155	133	213	436	531
净利率	1.8%	1.5%	1.3%	1.9%	1.6%	1.8%
				1.000	1.2500	

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	129	163	129	244	664	791
少数股东损益	0	0	0	30	229	259
非现金支出	101	116	172	161	167	192
非经营收益	38	66	79	23	-61	-17
营运资金变动	-229	-142	-220	21	-452	-136
经营活动现金净流	39	203	159	478	547	1,089
资本开支	123	136	127	245	230	240
投资	-121	77	-200	0	0	0
其他	49	36	39	15	20	20
投资活动现金净流	-194	-23	-288	-230	-210	-220
股权募资	0	0	994	0	0	0
债权募资	211	190	11	1,046	466	-689
其他	-164	-203	-197	-126	-215	-209
筹资活动现金净流	47	-13	808	920	251	-899
现金净流量	-108	167	679	1,169	588	-30

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	2,874	3,233	2,944
应收款项	844	740	767	802	1,953	2,134
存货	868	981	808	1,019	2,305	2,575
其他流动资产	228	333	466	473	709	748
流动资产	2,904	3,121	3,777	5,168	8,199	8,400
%总资产	55.2%	54.1%	57.3%	63.3%	71.6%	70.8%
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%	20.2%	16.5%	17.3%
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%	36.7%	28.4%	29.2%
资产总计	5,257	5,769	6,587	8,162	11,458	11,859
短期借款	1,475	1,596	1,591	2,640	3,108	2,420
应付款项	1,566	1,669	1,363	1,908	4,386	4,782
其他流动负债	-64	66	92	-132	-390	-432
流动负债	2,977	3,331	3,046	4,417	7,105	6,770
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	4,629	7,315	6,980
普通股股东权益	1,876	1,988	3,066	3,223	3,603	4,078
少数股东权益	191	267	258	288	517	776
负债股东权益合计	5,257	5,774	6,585	8,140	11,434	11,833

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	0.227	0.465	0.567
每股净资产 (元)	2.508	2.417	3.270	3.437	3.842	4.349
每股经营现金净流 (元)	0.052	0.247	0.169	0.478	0.339	0.885
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%	6.62%	12.09%	13.03%
总资产收益率	2.67%	2.69%	2.02%	2.62%	3.81%	4.49%
投入资本收益率	4.43%	7.30%	6.44%	7.78%	15.12%	17.83%
增长率						
营业总收入增长率	23.87%	32.15%	2.07%	8.53%	134.36%	9.27%
EBIT增长率	98.96%	63.96%	15.87%	11.69%	146.29%	27.69%
净利润增长率	-8.10%	10.85%	-14.53%	60.66%	104.28%	21.98%
总资产增长率	13.83%	9.83%	14.05%	23.91%	40.38%	3.50%
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	47.0	21.8	21.2
偿债能力						
净负债/股东权益	27.99%	23.86%	-3.62%	-6.05%	-2.56%	-10.42%
EBIT利息保障倍数	2.7	2.6	2.4	4.8	8.6	12.0
资产负债率	60.69%	60.93%	49.53%	56.87%	63.98%	58.98%

来源: 齐鲁证券研究所

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：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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“齐鲁证券有限公司”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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。