

研究所

## 收购新西兰 SFF 公司，开启牛肉业务新增长

证券分析师：余春生 S0350513090001  
021-68591576 yucs@ghzq.com.cn

### ——上海梅林（600073）点评报告

#### 投资要点：

**1、牛肉业务相对于猪肉禽肉更营养健康，符合未来消费升级趋势** 牛肉相对于猪肉和鸡鸭禽肉，蛋白质和非饱和脂肪酸含量更高，而脂肪较少，为此更受到消费者青睐。在我国居民肉类消费中，人均牛肉消费量持续大幅增加，牛肉在肉类消费占比也持续提高，牛肉价格也不断攀升。

**2、与国外比较，我国人均牛肉消费量仍有很大提升空间** 我国牛肉人均消费需求量与国际比较还处在低位。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。此外，由于牛肉的价格相对较高（约是猪肉的 3 倍），城镇居民牛肉的需求量远高于农村居民，未来随着农村居民收入水平提高，牛肉城镇和农村比例如能达到猪肉相应比例水平，则牛肉消费需求量还有很大提升空间。

**3、公司收购新西兰 SFF 公司，有望带来多方面的协同效应** 公司于 9 月 16 日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。此次收购是公司新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。公司收购 SFF 集团，有望带来多方面的协同效应，如：2016 年从新西兰出口到中国的牛羊类产品将实现零关税，可协助 SFF 公司提升牛羊肉在中国市场的销售量；可以通过改变分割方式，协助 SFF 公司提升牛腱子、牛胸肉部位的价值，从而提升利润水平；上海梅林可以帮助 SFF 公司提升牛杂部位的价值，从而提升利润水平。协同效应下也有望带来多种收益：如通过牛腱子及牛胸肉产品改进、牛肚及牛百叶中国市场销售、新增牛羊胴体出口量等，预计 3 年后带来潜在收益增加净利润约 3000 万元；同时通过资金注入减少财务费用约 5000 万元；SFF 公司正常运营后带来 1 亿元利润；强化牛羊肉国内市场开拓后，未来 10 年有望给梅林带来 100 亿收入，等等。

**4、公司养殖业有望受益猪价上涨** 2015 年 7 月，公司发布公告，光明集团拟将旗下上海农场、川东农场生猪养殖资产注入上市公司。按照审批流程，预计 Q4 生猪资产有望纳入合并报表，出栏量由于新增资产注入增加 70-80 万头左右，合计约 100 万头，公司对应 51% 的控股权。根据目前的市场情况，我们预计 2016 年生猪均价 18 元/公斤，2017 年生猪均价 15 元/公斤，生猪的社会平均成本约在 14 元/头，则生猪养殖业 16 年预计带来 2.04 亿元利润，17 年预计带来 0.51 亿元利润。

**5、公司各项收入及利润预测** 通过各项目未来 3 年收入和利润预测，预计上海梅林 2015/16/17 年能实现收入分别为 120/197.51/215.45 亿元，能实现净利润 1.29/5.19/4.11 亿元。

**6、盈利预测与投资建议** 基于上述分析，我们预测公司 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.14/0.055/0.44 元，对于当前股价 PE 分别为 91.48/22.77/28.52 倍，首次给予“增持”评级。

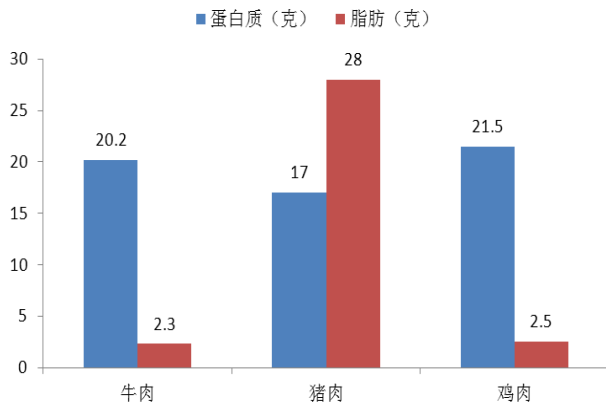
**7、风险提示** 公司收购等相关事项推进不达预期，牛肉业务市场开拓不达预期，猪价上涨不达预期。

## 目 录

1、牛肉相对于猪肉禽肉更营养健康，符合未来消费升级趋势.....	3
2、与国外比较，我国人均牛肉消费量仍有很大提升空间.....	4
3、公司收购新西兰 SFF 公司，有望带来多方面的协同效应.....	5
4、猪价上涨，公司养殖业有望带来较好的收益.....	8
5、上海梅林各项目收入及利润预测.....	8
6、盈利预测与投资建议.....	9
7、风险提示.....	9
表 3、上海梅林盈利预测.....	10

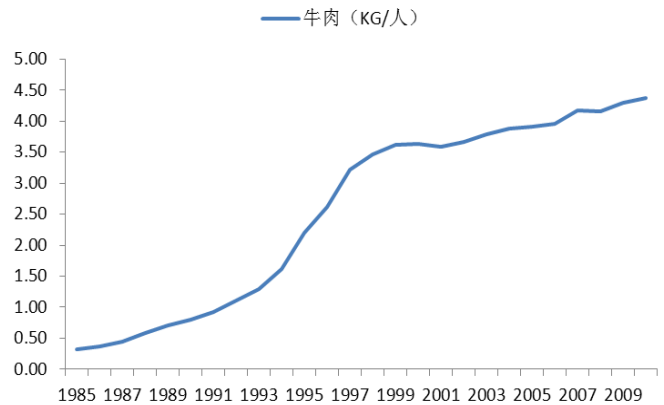
## 1、牛肉相对于猪肉禽肉更营养健康，符合未来消费升级趋势

图 1、牛肉、猪肉、鸡肉蛋白质和脂肪含量比较



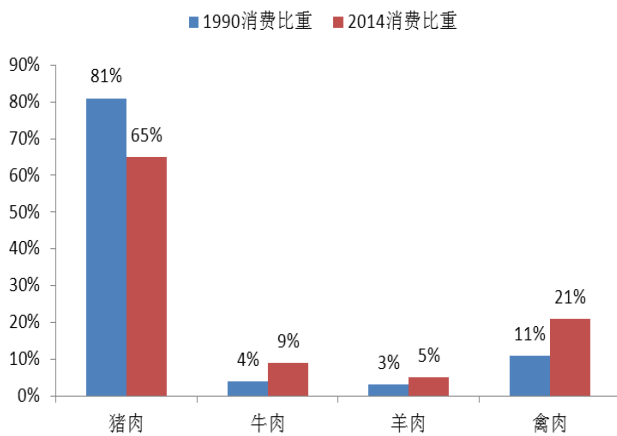
资料来源：网络资料，国海证券研究所

图 2、我国居民人均牛肉消费量持续增长



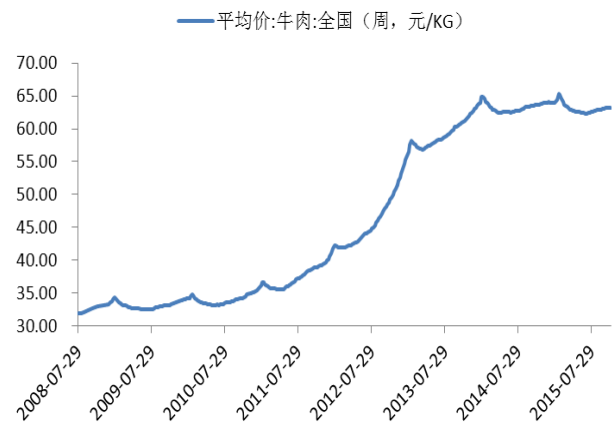
资料来源：《中国统计年鉴》，国海证券研究所

图 3、牛肉消费在肉类消费中比例持续提高



资料来源：中国畜牧业统计协会，国海证券研究所

图 4、牛肉价格持续上涨

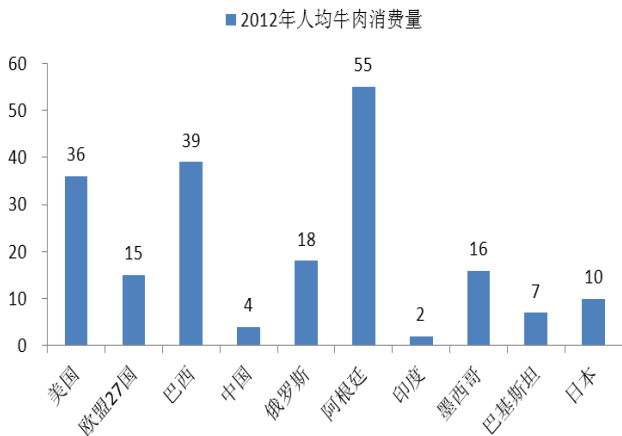


资料来源：wind,国海证券研究所

牛肉相对于猪肉和鸡鸭禽肉，蛋白质和非饱和脂肪酸含量更高，而脂肪较少，为此更受到消费者青睐。在我国居民肉类消费中，人均牛肉消费量持续大幅增加，牛肉在肉类消费占比也持续提高。受需求的推动，牛肉价格也不断攀升，平均价格从 2008 年的 30 元/公斤上升到目前的近 60 元/公斤，上涨幅度超过 100%。

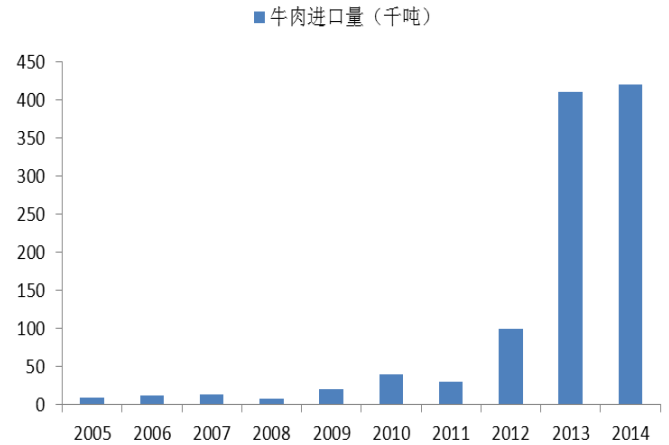
## 2、与国外比较，我国人均牛肉消费量仍有很大提升空间

图 5、我国人均牛肉消费量与国际比较还处在低位



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 6、我国牛肉进口量近几年猛增

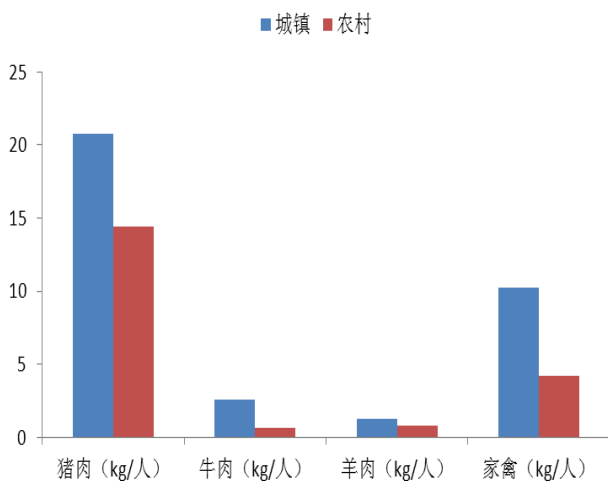


资料来源: wind, 国海证券研究所

我国牛肉人均消费需求量与国际比较还处在低位。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。此外，由于牛肉的价格相对较高（约是猪肉的 3 倍），城镇居民牛肉的需求量远高于农村居民，未来随着农村居民收入水平提高，牛肉城镇和农村比例如能达到猪肉相应比例水平，则牛肉消费需求量还有很大提升空间。

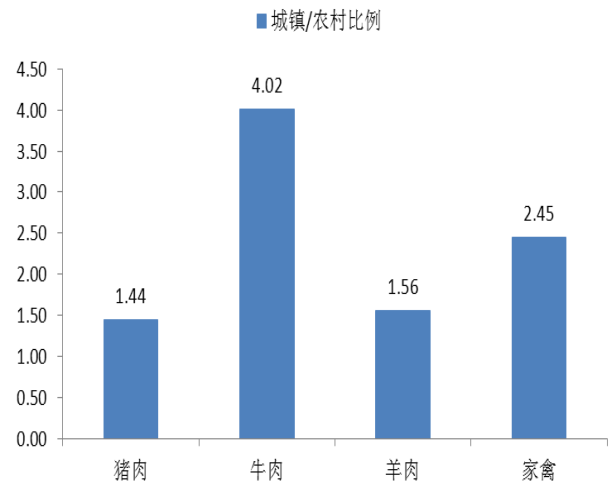
从牛肉的供应来源来看，我国由于牛源短缺，进口牛肉由于品质和价格上的优势，近几年我国进口牛肉大幅增加。

图 7、2010 年我国城镇和农村居民肉类消费量比较



资料来源: 中国统计年鉴, 国海证券研究所

图 8、2010 年各品类肉城镇和农村居民消费比例比较



资料来源: 中国统计年鉴, 国海证券研究所

### 3、公司收购新西兰 SFF 公司，有望带来多方面的协同效应

公司于 9 月 16 日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 ± 账面价值调整）。此次收购是公司新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。

新西兰由于独特的地理位置、有效的边境管制使得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。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。

SFF 公司 2014 年收入规模达 98 亿元人民币，拥有超过 15000 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。

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。

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。

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）。

上海梅林收购 SFF 集团，双方有望带来多方面的协同效应，具体如下：

A. 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。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。因此，新西兰的牛羊肉商品在中国将具有非常明显的价格优势，有利于扩大中国市场占有率。

B. 上海梅林可以协助 SFF 公司提升牛腱子、牛胸肉部位的价值，从而提升利润水平。根据经验，部分大包装牛羊肉部位如牛肉的肩胛肉、牛腱以及羊的肋排

等，可以通过改变分割方式，在新西兰直接加工完成后进口，从而极大的满足了国内市场需求，预计可以提升10-15%左右的毛利。

C. 上海梅林可以帮助 SFF 公司提升牛杂部位的价值，从而提升利润水平。牛杂（又称牛下水，包括牛肚、牛百叶、牛心和牛肝等）是中国消费者喜爱的产品。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%）。由于 SFF 集团没有好的牛杂渠道资源，目前牛杂出售价格较低，未能很好地利用这部分产品价值。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，未来上海梅林配合 SFF 集团获取出口中国的牛羊下水许可证后，直接向中国出口牛杂，获得较高收益。

D. 上海梅林可协助 SFF 公司提升牛羊肉在中国市场的销售量。上海梅林以及光明食品集团可以利用其在牛羊肉深加工以及零售环节的资源，增加对 SFF 公司的牛羊肉的采购量，与 SFF 公司以及农户分享牛羊肉深加工环节的价值增值（例如通过提高对农户的采购价格等方式），实现多方的共赢。

上海梅林收购新西兰 SFF 公司，双方协同效益个下有望带来多方面的收益：

（1）协同效应下增加的潜在收益

以上 4 个方面的协同效应中，有 3 个方面是可以进行量化的到完成交易后的第三年，基于 3 个量化的指标，上海梅林可以为 SFF 集团新增销售收入 1.18 亿元，新增 EBITDA4420 万元，新增净利润 3000 万元左右。

表 1: 协同效应下带来的潜在收益

可量化协同效应汇总		投资后第一年 (百万, 人民币)	投资后第二年 (百万, 人民币)	投资后第三年 (百万, 人民币)
牛腱子及牛胸肉产品改进	潜在收入提升额	21	44	44
	潜在 EBITDA 提升额	11	23	23
牛肚及牛百叶中国市场销售	潜在收入提升额		24	41
	潜在 EBITDA 提升额		0.12	0.20
新增牛羊胴体出口量	潜在收入提升额	12	12	33
	潜在 EBITDA 提升额	8.4	8.4	21
合计潜在收入增加额		33	80	118
合计潜在 EBITDA 增加额		19.40	31.52	44.20

资料来源：公司公告，国海证券研究所



## (2) 财务费用减少带来的收益

上海梅林收购 SFF 集团后,有望大幅降低 SFF 集团财务费用。SFF 集团 2012-2013 年因固定价格采购协议等原因导致公司债务大幅增加,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,折算成人民币为 15452 万元(按 11 月 12 日,汇率 4.1761 测算)。本次上海梅林收购采用部分银行贷款,按照银行贷款利率(3 年贷款 4.75%利率)计算财务成本,则可省下 2.25%利率,约可节省 32%的财务费用,即 4966 万元。

## (3) SFF 运营平稳后带来的收益

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,未来公司的利润水平有望趋于稳定。参考历史盈利能力,净利率维持 2%左右是大概率事件。按照 SFF 集团 2014 年销售收入 100 亿元计算,约能创造 2 亿元净利润。公司按照 50%的股权比例即约能增厚业绩 1 个亿元。

## (4) 强化国内市场开拓带来的收益

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。公司收购 SFF 后,有望对牛羊肉进行分级(如高、中、低档肉)、分割(小块肉和胴体等)进行多品牌销售。公司目前旗下已有高档牛肉销售品牌联豪,此外还有肉类品牌爱森、梅林,收购 SFF 后,又增加 SFF 自身的“银蕨”品牌,多品牌分割肉的销售有望整体提高公司牛羊肉销售毛利率。

按照目前我国人均牛肉消费量 5 公斤,平均价格 56 元/公斤计算,则我国 14 亿人口,牛肉消费行业规模约 3920 亿元,假设随着消费升级,人均牛肉消费量每年复合增长 3%,则 10 年后人均消费达到 6.70 公斤(与国际平均水平 10 公斤仍有差距),同时伴随价格上涨,则行业规模有望达到 5000 多亿元。

上海梅林收购新西兰 SFF 公司,率先开拓国内牛肉市场,而我国目前牛肉产业尚没有如双汇、金锣等知名品牌,具有领先优势。假设上海梅林市场占有率达到 2%,则公司未来 10 年牛肉业务预计能达到 100 亿元收入规模。公司收购 SFF 公司,需要新西兰商贸部门和中国证监会等审批,预计获通过需要 6 个多月时间,则 2016 年大概半年多时间准备,17 年开始有望带来爆发性增长。

从盈利能力来看,双汇屠宰业务毛利率约在 10%-12%,净利率约在 3%-4%。牛肉由于销售价格约是猪肉价格的 2 倍,参考市场上同类牛肉厂家毛利率约在 15%-16%,净利率约在 5-6%的水平。则我们对上海梅林未来牛肉业务的盈利预测如下:

表 2: 上海梅林牛肉业务收入及利润预测表

	2016	2017	2018	2019	2020
牛肉销售额 (亿元)	2	5	10	20	30
净利率	3%	5%	6%	6%	6%
净利润 (亿元)	0.06	0.25	0.6	1.2	1.8

资料来源: 国海证券研究所

#### 4、猪价上涨, 公司养殖业有望带来较好的收益

2015 年 7 月, 公司发布公告, 光明集团拟将旗下上海农场、川东农场生猪养殖资产注入上市公司。按照审批流程, 预计 Q4 生猪资产有望纳入合并报表, 出栏量由于新增资产注入增加 70-80 万头左右, 合计约 100 万头, 公司对应 51% 的控股股权。

根据目前的市场情况, 我们预计 2016 年生猪均价 18 元/公斤, 生猪的社会平均成本约在 14 元/头, 则生猪头均盈利约在 400 元左右。生猪养殖业务有望给公司增厚净利润 2.04 亿元左右。

同时, 根据生猪历史价格变化情况, 预计 2017 年生猪均价 15 元/公斤, 则头均盈利 100 元左右, 公司将由此块业务增厚净利润约 0.51 亿元左右。

#### 5、上海梅林各项目收入及利润预测

表 3: 上海梅林各项目收入和利润预测

项目	分项	2015	2016	2017	备注
协同效应下潜在收益	收入 (亿元)	0	0.33	0.8	参考表 1
	净利润 (亿元)	0	0.1358	0.2264	
财务费用减少	收益 (亿元)	0	0.4966	0.4966	参考第 3 点第 (2) 项
SFF 正常运营	收入 (亿元)	0	50	50	参考第 3 点第 (3) 项
	利润 (亿元)	0	1	1	
强化牛肉业务国内市开拓	销售额 (亿元)	0	2	5	参考表 2
	净利率	0	3%	5%	
	净利润 (亿元)	0	0.06	0.25	
猪养殖业务	收入 (亿元)	0	9.18	7.65	参考第 3 点, 假设生猪出栏时为 100 公斤
	净利润 (亿元)	0	2.04	0.51	
传统业务	收入 (亿元)	120	136	152	假设 16 年增长 13%, 17 年增长 12%
	净利润 (亿元)	1.29	1.46	1.63	假设 16 年增长 13%, 17 年增长 12%
合计	收入 (亿元)	120	197.51	215.45	分项汇总
	净利润 (亿元)	1.29	5.1924	4.113	

资料来源: 国海证券研究所



## 6、盈利预测与投资建议

基于上述分析，我们预测公司 2015/16/17 年 EPS 分别为 0.14/0.055/0.44 元，对于当前股价 PE 分别为 91.48/22.77/28.52 倍，首次给予“增持”评级。

## 7、风险提示

公司收购等相关事项推进不达预期，牛肉业务市场开拓不达预期，猪价上涨不达预期。

表 3、上海梅林盈利预测

证券代码:	600073.sh				股票价格:	12.61	投资评级:	增持		日期:	2015-11-27
<b>财务指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>						
ROE	4%	4%	12%	8%	EPS	0.14	0.14	0.55	0.44		
毛利率	15%	13%	16%	14%	BVPS	3.27	3.51	4.46	5.22		
期间费率	13%	12%	12%	12%	<b>估值</b>						
销售净利率	1%	1%	3%	2%	P/E	89.08	91.48	22.77	28.52		
<b>成长能力</b>					P/B	3.85	3.59	2.83	2.41		
收入增长率	2%	13%	65%	9%	P/S	1.12	0.99	0.60	0.55		
利润增长率	-15%	-3%	302%	-20%							
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
总资产周转率	1.61	1.72	2.28	2.25	营业收入	10591	12003	19751	21545		
应收账款周转率	13.80	13.80	13.80	13.80	营业成本	9017	10406	16690	18464		
存货周转率	11.15	11.15	11.15	11.15	营业税金及附加	40	45	74	81		
<b>偿债能力</b>					销售费用	936	1060	1729	1868		
资产负债率	50%	49%	49%	46%	管理费用	340	385	622	668		
流动比	1.24	1.28	1.46	1.61	财务费用	107	(9)	(29)	(60)		
速动比	0.97	0.99	1.08	1.21	其他费用/(-收入)	(9)	23	0	0		
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营业利润	143	138	666	524		
现金及现金等价物	1735	1786	2035	2612	营业外净收支	37	37	37	37		
应收款项	767	870	1431	1561	利润总额	180	175	703	561		
存货净额	808	937	1503	1663	所得税费用	51	49	199	159		
其他流动资产	466	528	869	948	净利润	129	126	504	403		
流动资产合计	3777	4121	5838	6784	少数股东损益	(4)	(4)	(15)	(12)		
固定资产	1396	1357	1351	1336	归属于母公司净利润	133	129	519	415		
在建工程	59	139	129	129	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>		
无形资产及其他	221	221	199	177	经营活动现金流	159	(165)	(1621)	(30)		
长期股权投资	286	286	286	286	净利润	129	126	504	403		
<b>资产总计</b>	<b>6587</b>	<b>6971</b>	<b>8650</b>	<b>9559</b>	少数股东权益	(4)	(4)	(15)	(12)		
短期借款	1587	1587	1587	1587	折旧摊销	118	162	158	155		
应付款项	621	719	1154	1276	公允价值变动	0	10	0	0		
预收帐款	500	567	933	1017	营运资金变动	(84)	(458)	(2269)	(576)		
其他流动负债	338	338	338	338	投资活动现金流	(288)	(40)	16	15		
流动负债合计	3046	3211	4012	4219	资本支出	(51)	(40)	16	15		
长期借款及应付债券	24	24	24	24	长期投资	(30)	0	0	0		
其他长期负债	192	192	192	192	其他	(207)	0	0	0		
长期负债合计	216	216	216	216	筹资活动现金流	180	93	375	299		
负债合计	3262	3427	4227	4434	债务融资	46	0	0	0		
股本	938	938	938	938	权益融资	994	0	0	0		
股东权益	3325	3544	4423	5125	其它	(860)	93	375	299		
负债和股东权益总计	6587	6971	8650	9559	现金净增加额	51	(112)	(1231)	284		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

余春生，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

## 【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。