

# 上海梅林 (600073)

## 报告二：市场忽视的三大预期差，收入和净利率有大幅提升空间

2016年05月24日

买入（维持）

证券分析师马浩博

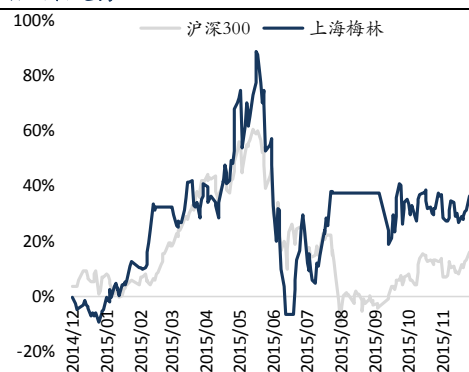
执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

### 投资要点

- 预期差一：梅林未来是一个什么公司，业务太多了？**本人在海通13年全市场第1篇深度报告分析并定位了梅林是一个综合食品为主+猪肉全产业链企业，经过3年的变化，公司的人员和业务都进行了换血，沈伟平总裁上任后已经将梅林定位为长三角肉类龙头企业。不排除公司未来剥离非肉类业务，聚焦猪、牛分销+肉制品。梅林通过光明平台（15年海外并购超过100亿人民币）全球收购海外优质猪牛资源，在长三角以及国内沿海地区布局渠道，搭建联豪、爱森、苏食、梅林罐头为品牌的生鲜+肉制品平台，利用全球资源对接中国市场。
- 预期差二：海外收购一个屠宰场有啥用？盈利能力这么低？1) 新西兰零关税是优势。澳洲一直到2019年才零关税，美国欧洲更晚；2) SFF精细分割后进口提升毛利10-15%，牛副产品50%毛利还未体现，预计16年0.3亿利润，3年后接近1亿。目前进口牛肉没有品牌，SFF有望成为进口牛肉第一高端品牌，2B考虑餐饮，净利率10%，2C（专卖+商超+电商）品牌牛肉净利率超过15%，整体净利率从2%提到5%。3) SFF与国内渠道协同收入加速，3年内做到30亿（目前20亿），不排除继续海外收购牛肉资源，或通过增发完成。**
- 预期差三：梅林净利率就是很低，如何提升？15年报公司净利率仅为1.86%。1) 亏损企业剥离，上海梅林旗下主要有3个业绩出血点-捷克、荣成和重庆子公司，三家合计亏损每年1-1.5亿元，15年报表净利仅为1.6亿元，减值基本在报表体现充分，债务主要由集团承接。16年预计减亏1亿，每季度减亏2500万左右，17年全部完成清理。2) 管理效率提升，费用下降，未来或有员工持股计划或股权激励的国企改革加速费用下降；3) 猪肉养殖占比略有提升，头均赢利水平可比行业前三，不排除海外进口，屠宰200万头，自养占比30%左右。盈利能力低的屠宰会缩减规模。4) SFF与国内渠道协同，净利率从2%提到5%，3年内做到30亿（目前20亿），另外牛副产品以及牛肉深加工产业链都会加速盈利能力提升，可以比双汇模式。以梅林对标双汇，双汇毛利和净利率分别为20%和10%，梅林有翻倍提升空间。**
- 盈利预测与投资建议：**2016年生猪养殖3.9亿\*15xPE=58.5亿；SFF今年有望业绩超预期，下半年并表1亿\*6/12\*50xPE=25亿；清理亏损企业1亿，去年公司合并报表1.5亿+1亿减亏=2.5亿\*20xPE=50亿；公司市值=猪肉养殖58.5亿+SFF15亿+食品罐头50亿=133.5亿元。2017年生猪养殖3.15亿\*15xPE=47.25亿；SFF净利率大幅增长，利润提升，2亿\*40xPE=80亿；清理亏损企业0.2亿元，去年公司合并报表2.5亿+0.2亿减亏=2.7亿净利润\*20xPE=54亿；公司市值=猪肉养殖47.25亿+SFF80亿+食品罐头54亿=181.25亿元。给与“买入”评级。
- 风险因素：**SFF并购慢于预期，牛肉猪肉价格下跌，食品安全。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.16
一年最低价/最高价	8.35/19.18
市净率	3.74
流通市值(亿)	111.12

### 基础数据

每股净资产	3.17
资产负债率	53.39
总股本(百万股)	937.73
流通股A股(百万股)	937.73

### 相关研究

- A股进口牛肉平台龙头+国企改革+新团队新思路——20151103
- 1Q业绩拐点+牛肉龙头+国企改革——20160229
- 上海梅林报告一：光明集团食品肉类整合平台，国企改革推动企业跨越式发展——20160517

## 目录

<b>1. 预期差一：梅林未来是个什么公司？</b>	<b>4</b>
1.1. 光明集团“8+2”产业布局	4
1.2. 上海梅林聚焦肉业综合平台	4
<b>2. 预期差二：海外收购 SFF 意义何在？</b>	<b>6</b>
2.1. 新西兰 SFF 集团优势	6
2.2. SFF 集团未来利润率提升	7
2.3. SFF 集团协同国内渠道，收入加速	10
<b>3. 预期差三：梅林如何提升净利率？</b>	<b>10</b>
3.1. 亏损企业剥离	10
3.2. 管理效率提升费用下降	11
3.3. 猪肉板块提升利润	12
3.4. 协同效应对标双汇	14
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>15</b>
<b>5. 风险因素</b>	<b>15</b>

## 图表目录

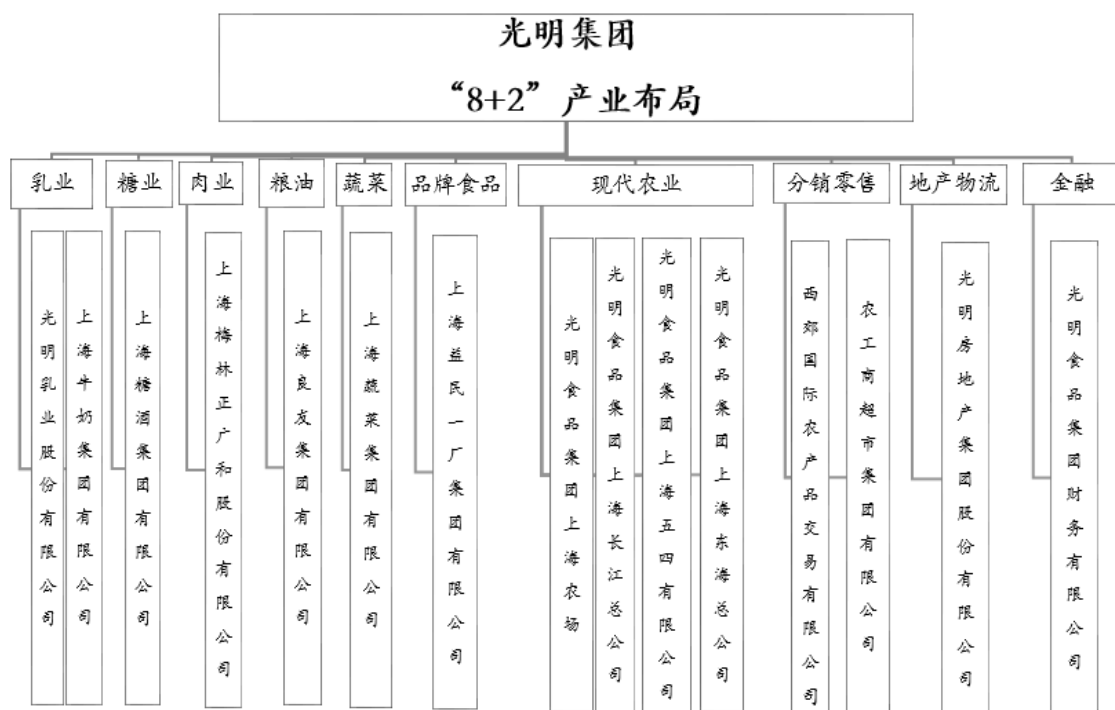
图表 1: 光明集团“8+2”产业布局	4
图表 2: 梅林聚焦肉业主营板块	5
图表 3: 梅林肉类综合平台布局	5
图表 4: 中新贸易协定协定关税税率	6
图表 5: 走私牛肉通过水陆两路进入国内农贸市场	6
图表 6: 澳新牛肉价格对比	7
图表 7: SFF 目前以大包装出口为主	8
图表 8: 2014 中国进口牛杂量及来源地	8
图表 9: SFF 牛杂产品提升利润预测(单位: 万元)	8
图表 10: SFF 目前大宗贸易占比 98%	8
图表 11: SFF 三年后产品占比预测	8
图表 12: SFF 品牌化策略预测(定位高端)	9
图表 13: SFF2012-2016E 净利润预测	9
图表 14: SFF 对华收入预测(假设 SFF 总收入维持 120 亿元不变)	10
图表 15: SFF 对华收入预测(假设 SFF 总收入保持 15% 增长率)	10
图表 16: 催枯拉朽式剥离亏损业务	10
图表 17: 1Q2016 业绩提升	12
图表 18: 梅林八大事业部	12
图表 19: 梅林目前生猪养殖事业	12
图表 20: 梅林未来生猪养殖事业预测	12
图表 21: 我国猪肉产量及进口量	13
图表 22: 美国对华出口猪肉激增	13
图表 23: 生猪屠宰产能过剩, 利用率低	13
图表 24: 双汇/雨润屠宰毛利率下滑	13
图表 25: 高温肉制品 VS 低温肉制品	13
图表 26: 联豪目前牛肉来源	14
图表 27: 盈利预测及估值	15
图表 28: 行业公司估值比较	15
图表 29: 三年预测财务报表	16

## 1. 预期差一：梅林未来是个什么公司？

### 1.1. 光明集团“8+2”产业布局

作为国企改革重镇，上海本轮国资企业改革已走过近两年。光明集团作为上海国资委下属 52 家集团之一，旗下拥有多个上市公司，在本轮改革中，集团公司根据各个上市公司特点剥离相关集产，整合各项资源，打造不同产业平台，使得各子公司术业有专攻，解决同业竞争问题。目前光明集团聚焦核心主业战略，全力打造“8+2”产业布局，“8”即乳业、糖业、肉业、粮油、蔬菜、品牌食品、现代农业和分销零售，“2”即地产物流和金融业务。各项主营业务营业收入大幅增加，集团总资产已经超过 1700 亿元。比如集团食糖全年销量超过 290 万吨，同比增长超过 16%；集团乳业销售超过 200 亿元，重点产品的销售占比超过 60%。

图表 1：光明集团“8+2”产业布局



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.2. 上海梅林聚焦肉业综合平台

2013 年以前，上海梅林的定位是一个以综合食品为主，外加猪肉全产业链企业。经过 3 年的变化，人员和业务都进行了换血，沈伟平总裁上任后梅林作为光明集团旗下的肉类专业平台，已经定位为长三角肉类龙头企业。未来不排除公司继续剥离非肉类业务，核心聚焦猪、牛分销以及肉制品产业。

梅林旗下综合食品业务很稳定，保持良好业绩，提供稳定现金流，但旗下每个产品基本上没有增速，产品比较传统，费用投放也不大，基本上没有提升利润的空间。由于目前光明集团对梅林主要的定位是肉类平台，综合食品业务不是主业，未来有可能注入光明。

图表 2：梅林聚焦肉业主营板块



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

梅林通过光明平台（2015 年海外并购超过 100 亿人民币）全球收购海外优质猪牛资源，在长三角以及国内沿海地区布局渠道，搭建联豪、爱森、苏食、梅林罐头为品牌的生鲜及肉制品平台，全球资源对接中国市场。

图表 3：梅林肉类综合平台布局

	上游	中游（加工/批发）	下游（品牌/零售）
肉猪养殖、猪肉猪肉制品	爱森-9 万头生猪牧场 -年屠宰生猪 70 万头	爱森	爱森-“爱森”牌冷却肉为上海市著名商标 -长三角地区近 900 家超市门店专卖店 -“爱森优选”复合型专卖店
	苏食-年屠宰生猪 120 万头	苏食-日分割配送能力达 600 吨 -近千家批发客户	苏食-梅花为主题的“苏食”商标为中国驰名商标 -589 家苏食肉品专营店，近千家直供单位，746 家大型卖场畜禽产品主供应商
	江苏梅林畜牧 -100 万头生猪养殖资产		梅林-梅林罐头为“中国名牌” -全国各地遍布分销渠道

肉牛/羊养殖、 牛/羊肉 牛/羊肉制品	新西兰 SFF -肉牛屠宰量 120 万头 -肉羊屠宰量 600 万头	联豪-集加工、销 售、服务 于一体	联豪-以牛排及肉牛产品为主导 -2014 年中国西餐金牌供应 商，2014 年畅销金品 -牛排单品在天猫创纪录卖 出超 40 万份
---------------------------	---	-------------------------	---

资料来源：公司官网，东吴证券研究所

## 2. 预期差二:海外收购 SFF 意义何在?

### 2.1. 新西兰 SFF 集团优势

**1) 新西兰牛羊肉价格优势。**新西兰牛肉价格为 3.5 万元/吨，仅是国内价格的 70%；羊肉价格为 2.5 万元/吨，仅为国内价格的 62.5%。并且根据中、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。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。

图表 4：中新贸易协定协定关税税率

牛肉种类	一般进口关税率 (澳大利亚)	最惠国税率 (新西兰)	增值税税率
鲜、冷藏或冻的整、半头牛	20%-25%	2.2%	13%
鲜、冷藏或冻得带、去骨牛肉	12%	1.3%	13%
干、熏、盐制的牛肉	25%	0	13%
牛杂碎、血	12%	0	17%

资料来源：海关总署，东吴证券研究所

**2) 随着居民收入提升消费升级，进口的品牌化小包装牛肉高端产品在国内本身即占据优势。**国内牛肉行业景气，规模目前约 5000 亿，其中中高端西餐牛肉市场规模 9 年增长 100 倍至 700 亿。而中高端餐饮选用的高端牛肉供不应求，来源主要通过走私和进口，2013 年牛肉走私量约 180 万吨，同期正关进口约 41 万吨。虽然走私牛肉价格上会对正关进口牛肉造成竞争，但是走私肉不会以品牌化小包装进入中国，多是进入 2、3 线城市的农贸市场；此外，国产牛肉产品由于品质不同，几乎无法达到西餐选用标准，对进口牛肉产品不构成竞争。

图表 5：走私牛肉通过水陆两路进入国内农贸市场

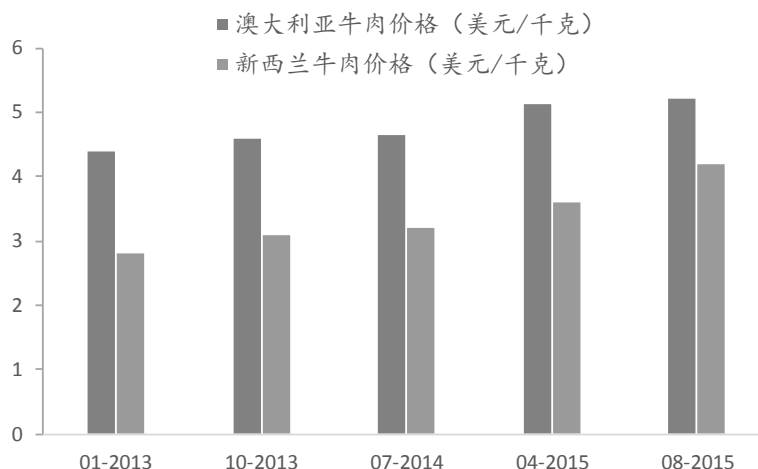
走私方式	来源	路径
水路	巴西、印度	直接进入我国沿海各个港口，然后分销到全国各地农贸市场。
陆路	巴西、印度	先进入马来西亚、越南等地，一部分通过香港进入深圳，一部分通过广西边境入境，然后分销到农贸市场。

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

**3) 相对于澳大利亚产品价格占优。**目前国内小包装牛肉主要是澳大利亚的产品，澳大利亚产品的价格比新西兰贵 10-20%，并且澳大利亚进口牛肉价格持续上涨，加上长时间干旱，成本很难下降。



图表 6: 澳新牛肉价格对比



资料来源: beef+lamb New Zealand, 东吴证券研究所

**4) 协同梅林渠道, 牛肉产品质量占优势。**我国目前进口的牛羊肉多是大块大包装产品, 入关后国内分割厂要解冻后在国内分割, 这个过程会导致牛肉变黑以及水分的流失, 导致牛肉产品质量下降。梅林肉类全产业链条可以有效解决这个问题, 比如在新西兰境内按部位, 品质等将 SFFF 大块牛肉分割冷冻, 再运往中国境内。

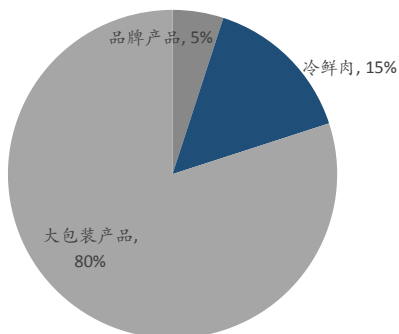
## 2.2. SFFF 集团未来利润率提升

此次收购之前, SFFF 公司受制于粗放的牛羊肉分割方式, 低效的牛羊副产品处理方式, 缺乏自身品牌优势, 导致产品附加值较低, 公司毛利率较低, 毛利率约 13%和净利率约 1-2%, 处于行业平均水平。我们预测收购后, 将从多方面做出改变。

**1) 上海梅林可以协助 SFFF 提升牛腱子、牛胸肉部位的价值, 从而提升 10%-15%毛利水平。**预计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, 从而极大满足国内市场需求。

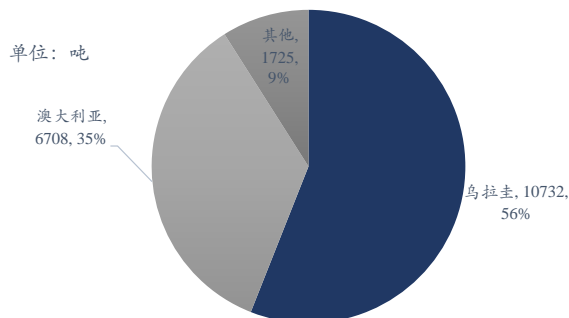
**2) 开发牛副产品 (牛杂), 每年提升 6000-8000 万利润水平。**由于 SFFF 集团没有好的牛杂渠道资源, 目前牛杂出售价格较低, 未能很好利用这部分产品价值。目前, 梅林已经递交申请材料, 乐观估计今年年底可以得到批复, 明年直接向中国出口牛杂, 获得较高收益。牛杂的毛利高达 50%, 按白下水 4.5 万-6.5 万/吨价格计算, 每吨毛利高达 2.25-3.25 万元, 保守预计未来三年 SFFF 每年将向华出口 3000 吨牛副产品。

图表 7: SFF 目前以大包装出口为主



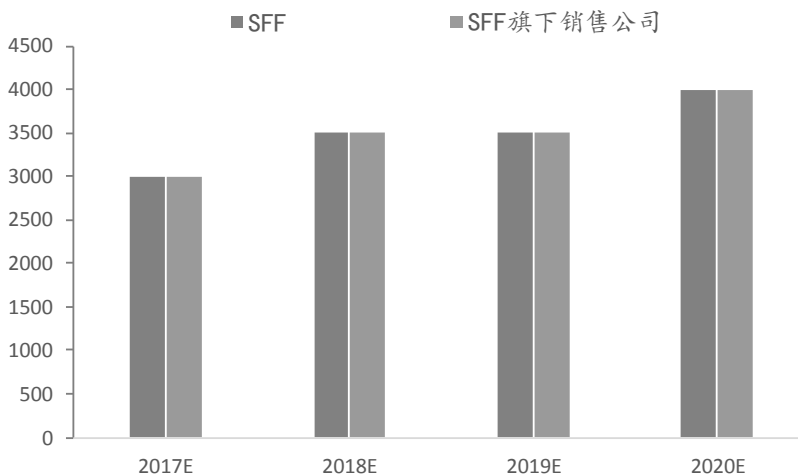
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 8: 2014 中国进口牛杂量及来源地



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

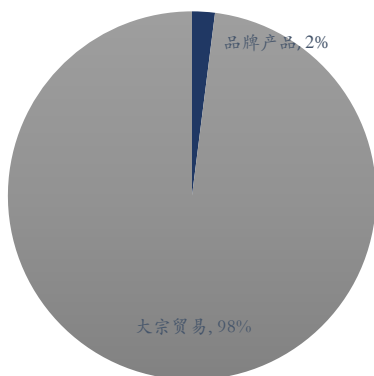
图表 9: SFF 牛杂产品提升利润预测(单位: 万元)



资料来源: 东吴证券研究所

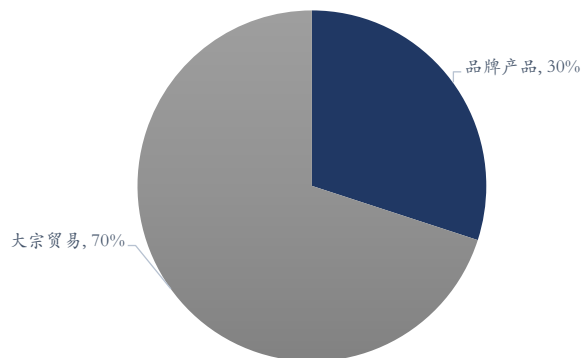
**3) 全球范围内改善业务占比, 有望将 SFF 净利率提升至 5%。**我们预计 SFF 将提高开工率以及改变产品结构, 逐步削减大宗贸易 (目前占比 98%, 毛利 7%, 净利 3-4%), 总体业务转向净利率高的品牌化深加工。目前 SFF 的品牌深加工由新西兰的国有企业在做, 毫无起色。预计利用梅林肉类专业平台优势, 管控 SFF 全球业务, 扩大品牌化产品占比。

图表 10: SFF 目前大宗贸易占比 98%



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 11: SFF 三年后产品占比预测



资料来源: 东吴证券研究所



4) 针对国内市场, 预测 SFF 会主要针对家庭市场走品牌化策略, 目前进口牛肉没有品牌, SFF 有望成为进口牛肉第一高端品牌。针对未来国内市场品牌化产品, 2B 端考虑餐饮, 净利率 10%, 2C 端 (专卖+商超+电商) 品牌牛肉净利率超过 15%, 从而将 SFF 整体净利率从 2% 提到 5%。

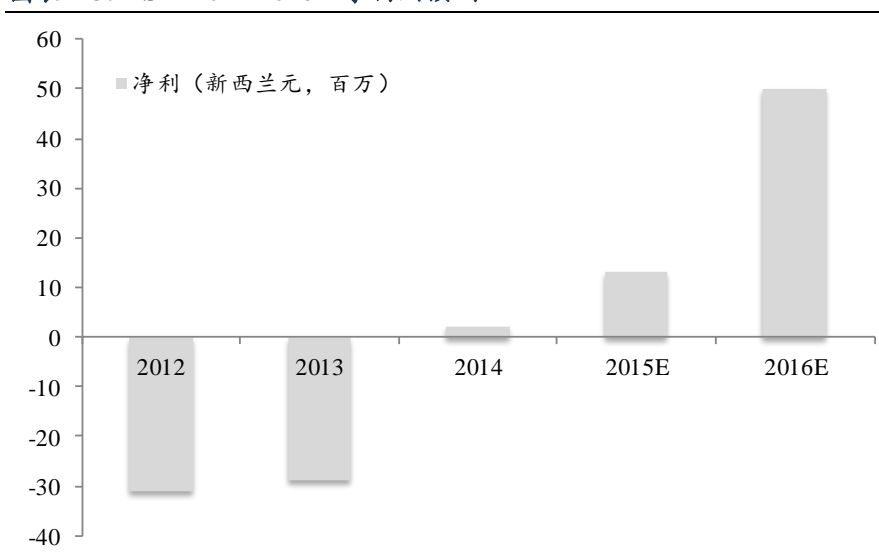
图表 12: SFF 品牌化策略预测 (定位高端)

策略	利润率提升
<b>2B 对接餐饮</b> 针对中国餐饮, 推出中国化产品, 比如小包装肥牛, 肥羊, 进火锅店非常容易; 对一些特别的餐饮客户的特别需求, SFF 可以进行定制化生产, 提升利润率; 通过一些餐饮渠道比如新西兰美食节的方式进行宣传销售。	预计毛利率 25%-30%; 净利率 10%。
<b>2C 对接消费者</b> 更换原来新西兰的经销商; 采取分区域经销商, 彼此的经销商给予一定的扣点, 使得区域经销商之间有交流, 有竞争; 借助光明集团的力量使得 SFF 以极低进场费进入商超, 预计家乐福一个 SKU 千元左右; 通过电商渠道打造品牌。	净利率超过 15%

资料来源: 东吴证券研究所

**5) SFF 解除固定价格采购协议, 抛开拖累业绩因素。**SFF 集团 2012-2014 年净利润率分别为 -2.1%、-1.8%、0.1%, 主要是因为 2012-2014 年公司和养殖户 (也是公司股东) 在高位签订原材料采购价格锁定, 恰逢羊肉价格大幅下跌, 导致公司利润大幅下滑。考虑到 SFF 是全球性企业, 因此业绩的影响因素相当复杂, 难以对未来作判断。但伴随着固定价格采购协议取消, 加上羊肉市场企稳, 合理预期净利润将抛开拖累。

图表 13: SFF2012-2016E 净利润预测

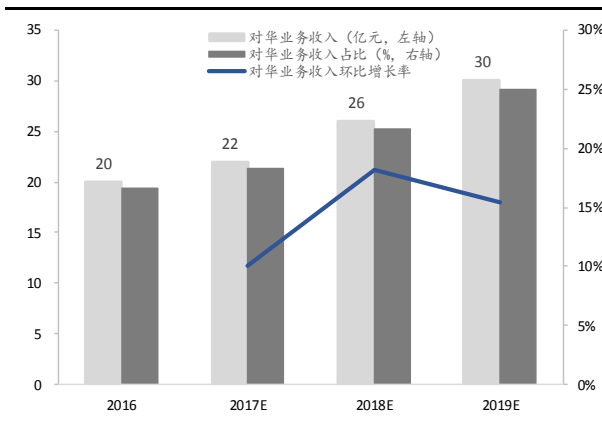


资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 2.3. SFF 集团协同国内渠道，收入加速

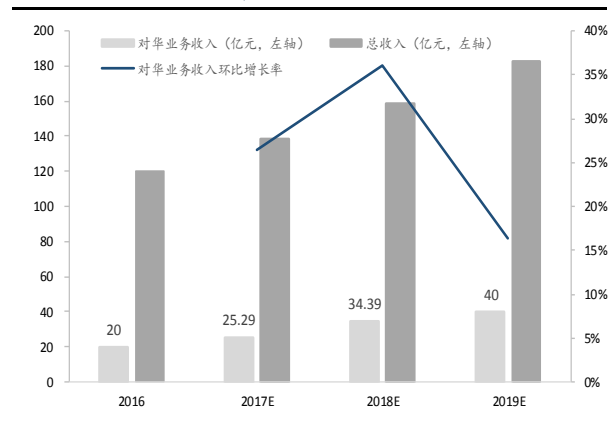
我们预测 SFF 未来在国内针对家庭市场走品牌化战略，保守估计三年内把 SFF 的国内市场从 20 亿的规模提升到 30 亿的规模。同时协同国内渠道支持，首先是梅林旗下的联豪和爱森的支持，然后是光明系统其他公司的支持，最后是外部经销商的支持。目前 SFF 收入规模 120 亿元，对华业务占比 17%，约 20 亿元规模。假设 SFF 维持 120 亿元收入规模不变，预期三年内对华业务规模达 30 亿元；乐观情况下，假设 SFF 牛羊总收入维持 15% 增长率，则三年内对华业务规模有望达 40 亿元。

图表 14: SFF 对华收入预测 (假设 SFF 总收入维持 120 亿元不变)



资料来源：东吴证券研究所

图表 15: SFF 对华收入预测 (假设 SFF 总收入保持 15% 增长率)



资料来源：东吴证券研究所

由于梅林公司旗下联豪和爱森有很大比例的牛肉产品是谷饲牛肉，而 SFF 的肉牛主要是草饲，预计梅林后续会在南美和澳洲寻找谷饲牛肉的项目，继续收购牛肉资源，或者通过增发完成。

### 3. 预期差三：梅林如何提升净利率？

2015 年梅林公司净利润为 1.63 亿元，净利率仅为 1.86%，处于行业低位。未来业绩提升主要有四大看点：

#### 3.1. 亏损企业剥离

亏损企业 (合计亏损 1-1.5 亿每年) 剥离，2016 年预计减亏 1 亿元，每季度减亏 2500 万左右，2017 年全部完成清理。上海梅林旗下主要有 3 个业绩出血点-捷克 (亏损约 3500 万元)、荣成 (亏损约 3000 万元) 和重庆 (预计亏损 5000 万元) 子公司，三家公司对梅林最大的影响一方面是历史累积的减值准备，另一方面是每年的现金流和亏损影响。2015 年报表已经解决这两块业绩负担，后续三家子公司的人员费用等相对金额较小，不会对母公司业绩造成较大影响。另外重庆子公司虽然负债金额较大，达 4.84 亿元，但光明集团给予强劲支持，将由上海牛奶集团承接上海梅林在重庆子公司的股东借款 4.4 亿元，不会影响上海梅林的负债。

图表 16: 催枯拉朽式剥离亏损业务

日期	对象	简介	事件
2016.01.26	湖北梅林正广	大型罐头食品制造企业，于 2006 年 9 月 16 日正式投产，	停产

	和实业有限公司	上海梅林持 48% 股权，2015 年上半年按权益法核算上海梅林确认投资损失 49 万元。	
2016.02.15	上海梅林（捷克）股份有限公司	主营罐头食品的生产和销售，于 2006 年 1 月成立以来一直亏损，上海梅林持有 70% 股权，截止 2015 年底，捷克梅林资产总额 8530 万元，负债总额 1.74 亿元，净资产-8909 万元，全年亏损 3452 万元。	发布《关于债权人向法院申请捷克梅林破产清算的提示性公告》，因上海梅林（捷克）有限公司无能力偿还到期债务，债权人向捷克布拉格市政法院申请捷克梅林破产清算，法院正式受理债权人对捷克梅林的 <b>破产清算</b> 申请。
2016.03.08	上海梅林（荣成）食品有限公司	主营罐头和冷冻水产的加工销售，于 2004 年 7 月成立以来一直亏损，截至 2015 年中，荣成梅林净资产-4292 万元，全年亏损 2900 万元。	发布《关于控股子公司荣成梅林 <b>停产</b> 的公告》
2016.03.31	上海梅林正广和重庆食品有限公司	主营生猪食品一体化全产业链加工，于 2003 年 7 月成立，自 2008 年被收购后一直亏损，上海梅林持有 84.55% 股权，截至 2015 年底，重庆梅林资产总额 3.68 亿元，负债总额 4.84 亿元，净资产-1.16 亿元，全年亏损预计超过 5000 万元。	发布董事会决议公告，拟向上海牛奶集团 <b>转让</b> 所持重庆梅林 84.55% 股权，受让方同意受让股权，并同意承接上海梅林在重庆梅林的股东借款 4.4 亿元。最终交易价格将在具有相应资质的经国资委授权备案的评估报告确定的评估值基础上，由交易双方协商决定。

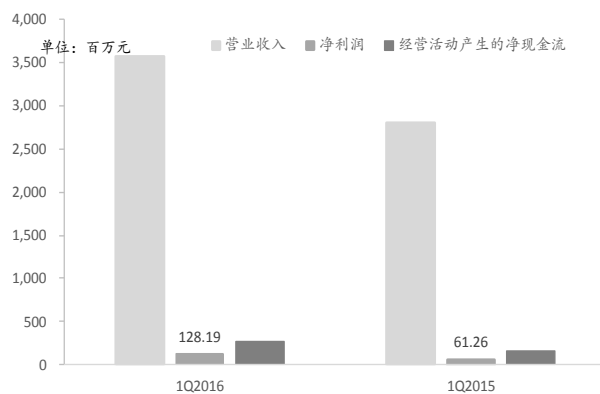
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 管理效率提升费用下降

**新管理层管理效率提升，费用下降，未来或有员工持股计划或股权激励的国企改革加速费用下降。**管理层重新梳理公司业务部门，于 2015 年将其整合成贯穿肉类产业链上下游的八大事业部，包括牛羊肉管理，生猪养殖，冷鲜猪肉等，预计牛羊肉管理事业部将会投入较大精力和费用投放。每个事业部作为利润中心，都以盈利为考核目标，事业部负责人薪酬与业绩挂钩；大范围搭建阿米巴经营管理体系，根据各事业部的利润来倒算不同部门的费用投放，提高员工参与经营的积极性。

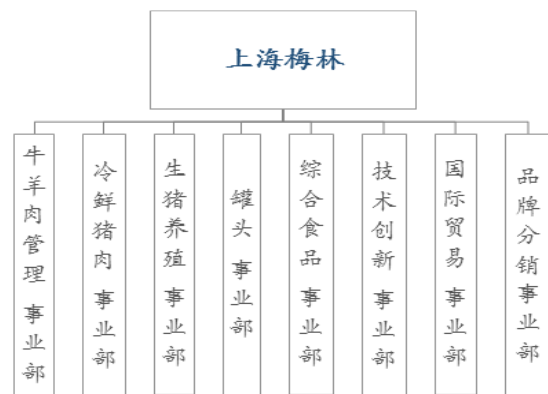
目前事业部制度改革的效果相较于股权激励甚至更好，在公司的现金流和费用率上已经有所体现，**2016 年第一季度营业收入，净利润，经营活动产生的现金流量净额同比分别增长 27.11%，109.25%和 68.56%。**合理预计公司 2016 年销售目标为 130 亿，相对提升不大，但费用下降和利润率提升是重头戏。

图表 17: 1Q2016 业绩提升



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 18: 梅林八大事业部



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**不排除未来员工持股计划或者股权激励的改革政策出现的可能性。**

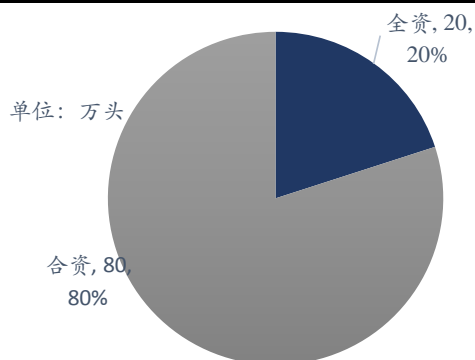
作为我国国企改革的排头兵, 上海国资委推进国企改革步伐较快, 虽然短期内没有新的政策出台, 但不排除相关可能性。

**3.3. 猪肉板块提升利润**

**生猪养殖事业占比略有提升, 公司养殖成本约 12.5 元/千克, 低于社会平均成本 14 元/千克, 头均盈利 800 元左右, 水平可比行业前三。**

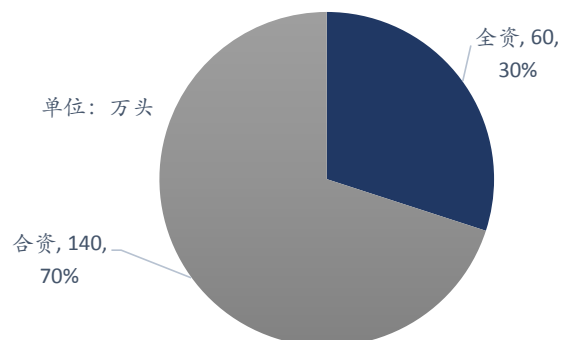
目前上海梅林与上海农场合资设立江苏梅林畜牧, 养殖规模 100 万头(20 万头梅林 100% 权益, 80 万头梅林 51% 权益), 预计 16 年将增厚 3.9 亿元利润。**我们预测梅林未来养殖规模可能达到 200 万头, 新增部分将仿照江苏梅林畜牧模式, 合资扩大养殖规模, 温和提升自养比例到 30% 左右。**

图表 19: 梅林目前生猪养殖事业



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 20: 梅林未来生猪养殖事业预测

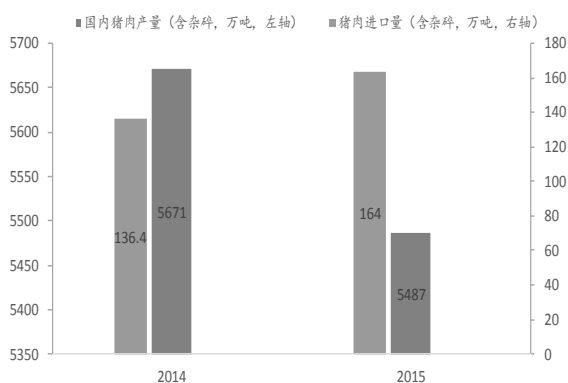


资料来源: 东吴证券研究所

**此外不排除梅林未来海外布局猪肉资源以对冲国内养殖风险和成本。**

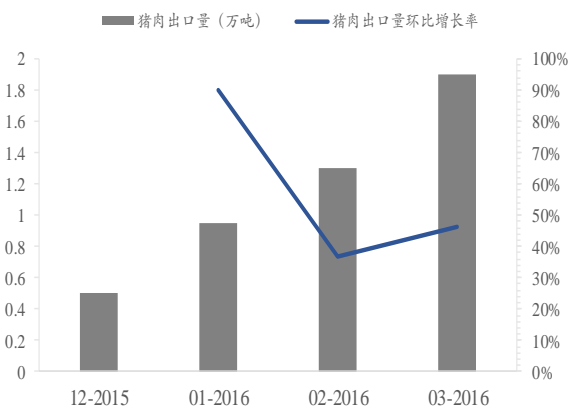
猪肉的进口量在不断增大, 2008 年起我国就是猪肉纯进口国, 进口量从 2007 年的 20 万吨, 增长到 2015 年的 164 万吨, CAGR 为 30%。自去年下半年进入新一轮猪周期以来, 伴随着猪肉供应短缺, 肉价连涨, 他国对华出口猪肉数量激增, 2015 年猪肉进口 164 万吨, 占国内产量的 3%。

图表 21: 我国猪肉产量及进口量



资料来源: 海关总署, 东吴证券研究所

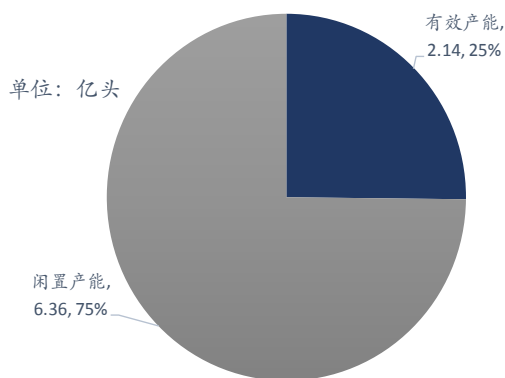
图表 22: 美国对华出口猪肉激增



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

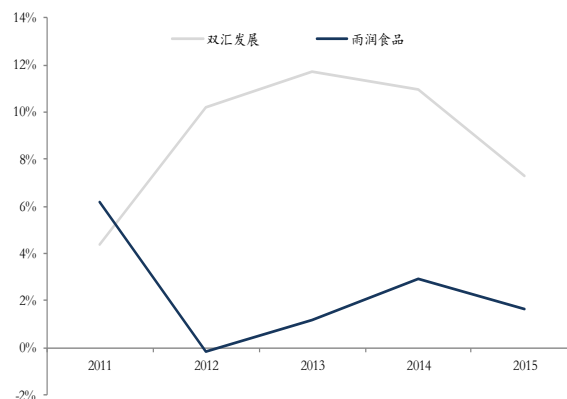
**我们预计梅林将逐步退出毛利率较薄的生猪屠宰业务, 逐渐变为自给自足。**生猪屠宰业务由于行业普遍存在产能过剩和利用率较低的情况, 毛利率基本保持在 10% 左右, 利润较薄。即使是双汇这种屠宰体量超过 1000 万头, 屠宰规模占据全行业 6% 的企业, 2015 年屠宰业务毛利率也仅为 7.31%, 由于受到生猪价格上升的影响, 相较 2014 年的毛利 10.97% 下滑 33.36%。

图表 23: 生猪屠宰产能过剩, 利用率低



资料来源: 农业部, 东吴证券研究所

图表 24: 双汇/雨润屠宰毛利率下滑



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**我们预计未来梅林猪肉板块将聚焦肉类深加工, 低温肉制品等主业, 类比双汇模式。**伴随着消费结构升级, 我国肉类产业进入转型升级新时期, 肉类食品的“安全、新鲜、美味”等属性更受消费者重视。因此, 相较于传统的高温肉制品, 符合这三个属性的低温肉制品未来将进入上行通道。

图表 25: 高温肉制品 VS 低温肉制品

肉制品	定义	品质	原料等级	储藏/销售	保质期	销售渠道
高温	经过 121°C 高温蒸煮的包装肉制品	营养成分和风味都有所流失	一般	常温 25°C 以下	6 个月	超市、便利店等普通终端
低温	低温条件	肉质鲜嫩,	很高	0-10°C	1 个月	大型超市、

下生产、 蒸煮(巴氏 杀菌)、贮 存、销售的 肉制品	口感良好, 易于消化, 营养利用 率高				肉食专卖 店等具备 冷柜的终 端
--	------------------------------	--	--	--	---------------------------

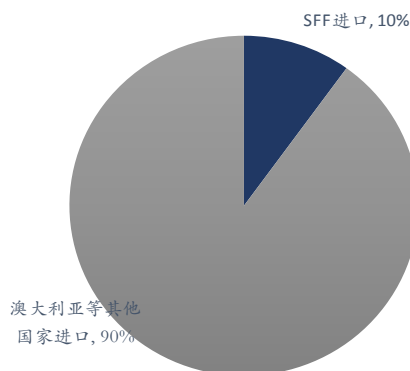
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

### 3.4 协同效应对标双汇

**以梅林对标双汇, 双汇毛利和净利率分别为 20% 和 10%, 梅林有翻倍提升空间。**SFF 与国内渠道协同, 净利率从 2% 提到 5%, 3 年内收入提升至 30 亿 (目前 20 亿)。另外, SFF 与国内牛副产品以及牛肉深加工产业链协同, 都会加速盈利能力提升, 可比双汇模式。

**上海牛奶集团将旗下牛排品牌联豪注入梅林后, 将从以下几方面发挥协同作用。**1) **联豪获得 SFF 稳定肉源供给。**作为西餐牛排品牌, 目前联豪选用的牛肉原料都是 100% 来自进口, 但尚未获得采购价格低的固定货源, 预计梅林规划将联豪品牌化, 规模扩大化了之后需要稳定的牛肉供给, 将会有较高比例来自 SFF。但是由于 SFF 以草饲牛肉为主, 联豪旗下谷饲牛肉产品预计仍会采用其他供应商, 并且未来可能在澳大利亚建立肉牛养殖基地。

图表 26: 联豪目前牛肉来源



资料来源: 东吴证券研究所

2) **联豪与 SFF 形成产品互补。**梅林对联豪的定位是中档产品, 而 SFF 定位是高端产品, 双方没有形成替代和竞争, 而是形成互补, 丰富产品结构。一方面, 联豪的产品基本定位在 30-40 元/150g (出厂价 21 元), SFF 的产品定位在 50+ 元/150g; 另一方面, 联豪产品是进口后在国内生产的, 而 SFF 的产品为原装进口。

3) **联豪未来一方面开发新产品, 另一方面打造自身品牌。**目前联豪牛排产品比较成功, 但是随着竞争格局在加剧, 联豪将会不断开发新产品的, 比如儿童牛排、原味牛排等, 或者像猪肉一样出牛肉香肠、牛肉粒产品等。我们预计联豪将保持较高增长, 每年 30% 左右。预测联豪品牌化战略会从接下来几方面展开: 做产品的追溯系统, 该系统使得通过扫描就能进行产品质量追溯, 在国外很流行, 国内明年可以问世; 通过电视购物、试吃会等, 突出联豪产品全程可追溯的质量保证; 尝试线上



宣传，像跑男、欢乐颂等综艺节目或者电视剧的广告投放。由于品牌化是一个比较长的过程，联豪的费用未来两年费用投放较大，精力主要放在线下。

**4) SFF 共享联豪及梅林旗下其他渠道端。**SFF 的产品会借助联豪的渠道销售，此外梅林旗下爱森优选门店+苏食+光明里+梅林自己的终端+商超，梅林自身的终端渠道很丰富，预计梅林未来会把渠道打造成肉类联合的终端，将 SFF 未来两年的利润 7000-8000 万投入市场开发。

#### 4. 盈利预测与投资建议

2016 年生猪养殖全年利润 60 万头生猪（20 万头 100% 权益，80 万头 50% 权益）\*650 元/头净利润=3.9 亿，给予 15xPE，市值 58.5 亿；SFF 今年有望业绩超预期，下半年并表 1 亿\*6/12\*50xPE=25 亿市值；清理亏损企业 1 亿元，去年公司合并报表 1.5 亿+1 亿减亏=2.5 亿净利润\*20xPE=50 亿；公司市值=猪肉养殖 58.5 亿+SFF15 亿+食品罐头 50 亿=133.5 亿元。

2017 年生猪养殖全年利润 70 万头生猪\*450 元/头净利润=3.15 亿，给予 15xPE，市值 47.25 亿；SFF 净利率大幅增长，利润提升，2 亿\*40xPE=80 亿市值；清理亏损企业 0.2 亿元，去年公司合并报表 2.5 亿+0.2 亿减亏=2.7 亿净利润\*20xPE=54 亿；公司市值=猪肉养殖 47.25 亿+SFF80 亿+食品罐头 54 亿=181.25 亿元。

图表 27：盈利预测及估值

项目	2016			2017		
	净利润 (亿元)	说明	估值	净利润 (亿元)	说明	估值
生猪养殖及屠宰	3.9	60 万头*650 元/头均利润	15xPE	3.15	70 万头*450 元/头均利润	15xPE
SFF	0.5	半年并表	50xPE	2	净利率大幅提升，利润增长	40xPE
罐头等食品业务	2.5	1.5 亿+1 亿减亏	20xPE	2.7	减亏 0.2 亿	20xPE
市值	133.5			181.25		

资料来源：东吴证券研究所

图表 28：行业公司估值比较

股票名称	EPS(元/股)			P/E		
	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
得利斯	0.05	0.15	0.24	217.56	63.53	41.64
福成股份	0.20	0.36	0.45	64.81	36.33	29.07
天山生物	-0.19	0.24	0.96	-82.22	64.58	16.27
上海梅林	0.17	0.60	0.79	67.96	19.64	15.09

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

#### 5. 风险因素

SFF 并购慢于预期，牛肉猪肉价格下跌，食品安全

图表 29：三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>4675.3</b>	<b>11683.0</b>	<b>12727.1</b>	<b>13270.7</b>	<b>营业收入</b>	<b>12233.4</b>	<b>16718.9</b>	<b>19517.3</b>	<b>20447.7</b>
现金	2048.8	3422.4	3148.2	3374.6	营业成本	10445.0	13605.9	16645.0	17383.9
应收款项	898.8	4351.5	4812.5	5041.9	营业税金及附加	40.3	172.2	201.0	210.6
存货	1333.4	2162.0	2645.0	2762.4	营业费用	1046.4	1429.5	1171.0	1226.9
其他	394.3	1747.1	2121.5	2091.8	管理费用	397.7	852.7	780.7	817.9
<b>非流动资产</b>	<b>3014.4</b>	<b>3302.9</b>	<b>3661.5</b>	<b>4094.9</b>	财务费用	42.6	89.2	74.3	59.6
长期股权投资	287.8	376.8	448.8	513.8	投资净收益	31.4	33.0	33.0	33.0
固定资产	1456.7	1666.8	1964.0	2343.1	其他	-50.0	122.2	191.0	200.6
无形资产	213.5	202.8	192.2	181.5	<b>营业利润</b>	<b>242.9</b>	<b>724.6</b>	<b>869.2</b>	<b>982.4</b>
其他	1056.4	1056.4	1056.4	1056.4	营业外净收支	49.2	2.5	2.5	2.5
<b>资产总计</b>	<b>7689.8</b>	<b>14985.9</b>	<b>16388.6</b>	<b>17365.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>292.2</b>	<b>727.1</b>	<b>871.7</b>	<b>984.9</b>
<b>流动负债</b>	<b>3805.1</b>	<b>10601.2</b>	<b>11742.8</b>	<b>12007.5</b>	所得税费用	65.1	104.3	125.1	141.3
短期借款	1505.2	1500.0	1000.0	1000.0	少数股东损益	63.6	21.8	26.1	29.5
应付账款	1038.8	3858.1	4605.9	4596.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>163.5</b>	<b>601.0</b>	<b>720.5</b>	<b>814.1</b>
其他	1261.2	5243.1	6136.9	6411.4	EBIT	344.4	830.8	920.5	1019.0
<b>非流动负债</b>	<b>300.3</b>	<b>310.3</b>	<b>320.3</b>	<b>330.3</b>	EBITDA	492.5	948.2	1060.8	1189.5
长期借款	9.0	9.0	9.0	9.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	291.3	301.3	311.3	321.3	每股收益(元)	0.17	0.64	0.77	0.87
<b>负债总计</b>	<b>4105.4</b>	<b>10911.5</b>	<b>12063.1</b>	<b>12337.8</b>	每股净资产(元)	3.17	3.67	4.27	4.96
少数股东权益	616.4	633.2	652.8	675.0	发行在外股份(百万股)	937.7	937.7	937.7	937.7
归属母公司股东权益	2968.0	3441.2	4008.6	4649.7	ROIC(%)	5.1%	13.2%	16.8%	18.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7689.8</b>	<b>14985.9</b>	<b>16724.5</b>	<b>17662.4</b>	ROE(%)	5.5%	17.5%	18.0%	17.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	毛利率(%)	14.6%	18.6%	14.7%	15.0%
经营活动现金流	239.5	1928.1	890.4	1016.8	EBIT Margin(%)	2.8%	5.0%	4.7%	5.0%
投资活动现金流	230.7	-421.7	-511.5	-617.3	销售净利率(%)	1.3%	3.6%	3.7%	4.0%
筹资活动现金流	-353.3	-132.9	-653.1	-173.0	资产负债率(%)	53.4%	72.8%	73.6%	71.0%
现金净增加额	128.2	1373.5	-274.2	226.4	收入增长率(%)	15.8%	36.7%	16.7%	4.8%
折旧和摊销	148.2	117.4	140.3	170.5	净利润增长率(%)	254.5%	267.6%	19.9%	13.0%
资本开支	-237.1	-332.7	-439.5	-552.3	P/E	68.65	18.68	15.58	13.79
营运资本变动	52.2	1143.0	0.0	0.0	P/B	3.78	3.26	2.80	2.41
企业自由现金流	306.4	1639.2	489.3	491.0	EV/EBITDA	31.13	23.35	21.95	19.81

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：

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。

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。

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>

