



上海梅林

收购 SFF，成为中国最大牛羊肉巨头

首次覆盖

投资亮点

首次覆盖上海梅林公司（600073）给予推荐评级，目标价 14.73 元，对应 17 年 30 倍 P/E。理由如下：

- ▶ **看好中国进口牛肉市场空间。** 在中国的肉类消费结构中，牛肉增速快于其他肉类，占比不断提升。海外餐饮文化的流行和健康意识的提升推动牛肉消费量增长；大众消费升级带动牛肉单价及中高端占比提升。中国本土牛肉供不应求，缺口将由进口补足，我们看好中国进口牛肉市场空间。
- ▶ **收购新西兰 SFF，成为中国最大牛羊肉企业。** 梅林通过收购 SFF 一举成为中国最大的牛羊肉企业，我们认为交割完成后 SFF 收入及利润率均具备提升空间：SFF 可借助梅林旗下联豪、爱森、苏食等肉类销售渠道扩大中国区牛羊销量，亦可通过改善分割方式、产品品牌化、增加下水出口等提升毛利率水平，财务费用率下降也将带动盈利能力提升。公司已基本具备完整的牛肉产业链，未来将重点聚焦成为中国家庭牛排的标杆企业，内以联豪为主深耕家庭牛排市场，外以 SFF 牧场为主拓展进口牛羊肉市场。
- ▶ **其他业务适度发展，亏损企业加速清理。** 牛羊肉外，公司还涉足猪肉产业链及休闲食品等领域，未来战略方向清晰：猪肉聚焦下游冻鲜肉及肉制品，休闲食品则将重心置于高毛利的新品推广。同时，新管理层正在加速剥离亏损企业，减少内部出血点，提升管理经营效益，预计随着公司战略聚焦及效率提升的效果逐步发挥，长期盈利能力有望不断提升。

我们与市场的最大不同？ 对中国牛肉产业链及供需关系、SFF 与公司协同效应、公司猪肉产业链等的深入分析。

潜在催化剂： SFF 完成正式交割、国企改革预期。

盈利预测与估值

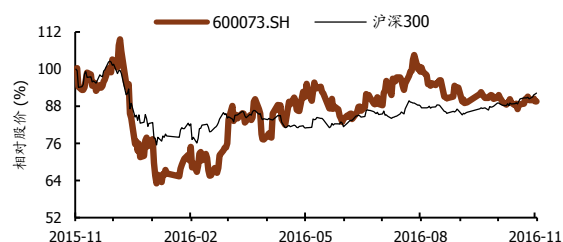
预计公司 2016/17 年 EPS 分别为 0.40 元、0.49 元，CAGR 为 68%。预计 2017 年 SFF 收入 129 亿元（+10%），净利润率 1.3%，为上海梅林带来的归属母公司净利润贡献 0.82 亿元。考虑并表后，预计 2017 年 EPS 为 0.49 元，根据可比公司平均估值及公司历史估值区间，给予公司 2017 年 30 倍 P/E，对应目标价 14.73 元，距当前股价尚有 25% 的上行空间，首次覆盖给予推荐评级。

风险

重组进度不达预期、监管政策变化风险、原材料价格波动。

首次覆盖推荐

股票代码	600073.SH
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 11.78
目标价	人民币 14.73
52 周最高价/最低价	人民币 14.73~8.35
总市值(亿)	人民币 110
30 日日均成交额(百万)	人民币 148.50
发行股数(百万)	938
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	12.39
主营行业	食品饮料



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	13,101	12,233	13,626	26,650
增速	26.6%	-6.6%	11.4%	95.6%
归属母公司净利润	68	163	370	460
增速	-56.2%	140.4%	126.6%	24.3%
每股净利润	0.07	0.17	0.40	0.49
每股净资产	3.75	3.82	4.32	5.95
每股股利	0.05	0.05	0.11	0.14
每股经营现金流	0.29	0.26	0.68	1.07
市盈率	162.5	67.6	29.8	24.0
市净率	3.1	3.1	2.7	2.0
EV/EBITDA	24.7	23.2	14.0	16.3
股息收益率	0.4%	0.4%	0.9%	1.2%
平均总资产收益率	1.0%	2.2%	4.6%	4.7%
平均净资产收益率	2.4%	4.6%	9.7%	9.6%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

吕若晨，CFA

分析师

ruochen.lv@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080514080002

SFC CE Ref: BEE828

袁霏阳

分析师

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511030012

SFC CE Ref: AIZ727

颜慧菁

联系人

huijing.yan@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080115080061



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E
利润表					成长能力				
营业收入	13,101	12,233	13,626	26,650	营业收入	26.6%	-6.6%	11.4%	95.6%
营业成本	11,334	10,445	11,434	22,639	营业利润	16.7%	28.9%	162.2%	29.1%
营业税金及附加	43	40	45	58	EBITDA	36.4%	7.0%	60.5%	2.1%
营业费用	1,044	1,046	1,084	2,232	净利润	-56.2%	140.4%	126.6%	24.3%
管理费用	377	398	443	769	盈利能力				
财务费用	89	43	14	160	毛利率	13.5%	14.6%	16.1%	15.1%
其他	-58	-50	0	0	营业利润率	1.4%	2.0%	4.7%	3.1%
营业利润	188	243	637	822	EBITDA 利润率	3.4%	3.9%	5.7%	3.0%
营业外收支	-3	81	79	79	净利润率	0.5%	1.3%	2.7%	1.7%
利润总额	154	292	686	871	偿债能力				
所得税	54	65	172	182	流动比率	1.23	1.23	1.35	1.14
少数股东损益	32	64	144	229	速动比率	0.93	0.88	0.98	0.76
归属母公司净利润	68	163	370	460	现金比率	0.52	0.54	0.62	0.40
EBITDA	449	480	771	787	资产负债率	52.7%	53.4%	51.3%	50.1%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	1,898	2,049	2,475	1,570	回报率分析				
应收账款及票据	873	907	1,010	1,016	总资产收益率	1.0%	2.2%	4.6%	4.7%
预付款项	326	356	390	392	净资产收益率	2.4%	4.6%	9.7%	9.6%
存货	1,091	1,333	1,460	1,468	每股指标				
其他流动资产	278	30	30	30	每股净利润 (元)	0.07	0.17	0.40	0.49
流动资产合计	4,466	4,675	5,364	4,476	每股净资产 (元)	3.75	3.82	4.32	5.95
固定资产及在建工程	1,540	1,457	1,412	1,362	每股股利 (元)	0.05	0.05	0.11	0.14
无形资产及其他长期资产	532	655	649	644	每股经营现金流 (元)	0.29	0.26	0.68	1.07
非流动资产合计	0	0	0	0	估值分析				
资产合计	7,450	7,690	8,328	11,169	市盈率	162.5	67.6	29.8	24.0
短期借款	1,578	1,505	1,455	1,405	市净率	3.1	3.1	2.7	2.0
应付账款及票据	0	0	0	0	EV/EBITDA	24.7	23.2	14.0	16.3
其他流动负债	2,043	2,300	2,519	2,534	股息收益率	0.4%	0.4%	0.9%	1.2%
流动负债合计	3,621	3,805	3,975	3,940					
长期借款和应付债券	19	9	9	9					
非流动负债合计	67	49	49	49					
负债合计	3,929	4,105	4,275	5,590					
股东权益合计	3,520	3,584	4,053	5,578					
少数股东权益	343	616	760	1,930					
负债及股东权益合计	7,450	7,690	8,328	11,169					
现金流量表									
净利润	68	163	370	460					
折旧和摊销	145	176	150	155					
营运资本变动	-113	-65	-43	-3					
其他	173	-35	0	0					
经营活动现金流	272	240	636	1,002					
投资活动现金流入	0	0	0	0					
投资活动现金流出	-415	-122	-100	-100					
投资活动现金流	-378	231	-100	-100					
股权融资	999	176	0	0					
银行借款	1,728	1,495	0	0					
其他	798	265	0	0					
筹资活动现金流	793	-353	-110	-315					
汇率变动对现金的影响	0	11	0	0					
现金净增加额	688	128	426	587					

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

公司简介

上海梅林依托光明集团, 过去是中国知名的罐头食品生产企业, 同时业务覆盖养殖、猪牛羊肉、休闲食品等多个领域。未来战略将聚焦猪肉和牛肉两大产业链, 协同发展休闲食品。公司近日公告拟收购新西兰最大的牛羊肉企业 SFF。



目录

供不应求凸显牛肉行业投资价值	5
中国牛肉需求旺盛，增速快	5
中国本土牛肉供不应求，缺口将由进口补足	8
供需矛盾拉动进口增速，进口牛肉是未来趋势	10
并购 SFF，牛肉全产业链逐步完善	14
上海梅林：打造牛肉全产业链	14
收购 SFF，成为中国最大的牛羊肉企业	14
猪肉产业链：聚焦下游冷鲜肉及肉制品	18
亏损企业加速清理，新管理层提升效率	20
新管理层加速剥离亏损企业，提升经营效益	20
休闲食品品类协同发展	20
盈利预测与估值	22
盈利预测及核心假设	22
相对估值探讨	25
风险	27
重组进度不达预期	27
收购完成后整合风险	27
监管政策风险	27
行业竞争加剧	27
原材料价格波动的风险	27
食品安全风险	27

图表

图表 1：2015 年各国肉类销量结构	5
图表 2：2010~15 年各国牛肉销量 CAGR	5
图表 3：2010~15 年中国肉类各品类销量 CAGR	5
图表 4：中国肉类历年消费结构变化	5
图表 5：2015 年各国牛肉人均消费量	6
图表 6：中国牛肉表现消费量（不包括走私量）	6
图表 7：中国人均可支配收入和城镇化率不断提升	7
图表 8：中国餐饮业收入不断增长	7
图表 9：牛肉分割图	7
图表 10：国内牛肉均价持续上升	8
图表 11：2015 年各国牛肉产量	8
图表 12：2015 年各国牛肉消费量	8
图表 13：中国牛肉历年产量和表现消费量（未考虑走私消费量）	9
图表 14：2010 年肉牛饲养规模场（户）分布	9
图表 15：2014 年肉牛饲养规模场（户）分布	9
图表 16：国内牛出栏率持续上升	10
图表 17：中国牛肉进口量快速上升	10
图表 18：2014/2015 年中国冻牛肉及冷鲜牛肉进口金额	11
图表 19：2015 年中国冷冻牛肉进口国分布（进口量口径）	11
图表 20：2015 年中国牛杂进口国分布（进口量口径）	11
图表 21：2015 年国产与进口牛肉均价对比（不考虑进口税费）	12



图表 22: 进口牛肉及相关制品税率比较	12
图表 23: 15 年国产与进口牛肉均价对比 (考虑进口税费)	12
图表 24: 草饲与谷饲牛肉对比	13
图表 25: 公司牛肉全产业链布局一览 (假设收购 SFF 完成)	14
图表 26: 并购 SFF 前后中国区收入占比测算	15
图表 27: SFF 收入分产品品类占比	15
图表 28: SFF 未来三年毛利率预测	15
图表 29: SFF 历年收入	16
图表 30: SFF 历年净利润	16
图表 31: SFF 历年财务费用	16
图表 32: 2014 财年 SFF 屠宰量	16
图表 33: 联豪历年收入及增速	17
图表 34: 联豪历年净利润及利润率	17
图表 35: 牛羊肉收入利润拆分及预测	17
图表 36: 公司猪肉全产业链布局一览	18
图表 37: 爱森和苏食肉品公司对比	18
图表 38: 爱森收入规模和净利率	18
图表 39: 苏食肉品收入规模和净利率	18
图表 40: 冷鲜猪肉及生猪养殖收入利润拆分及预测	19
图表 41: 中国生猪/母猪存栏量	19
图表 42: 中国猪价走势图	19
图表 43: 近期亏损子公司清理一览表	20
图表 44: 2015 年公司收入拆分	20
图表 45: 2015 年公司毛利润拆分	20
图表 46: 公司新品形象	21
图表 47: 上海梅林主体分业务预测表	22
图表 48: 并购前后收入利润增厚分析	23
图表 49: 并购后梅林牛羊肉业务收入占比持续提升	23
图表 50: 上海梅林损益表	23
图表 51: 上海梅林资产负债表	24
图表 52: 上海梅林现金流量表	25
图表 53: 可比公司估值表	25
图表 54: 上海梅林过去五年 forward P/E 区间	26
图表 55: 历史估值区间	26



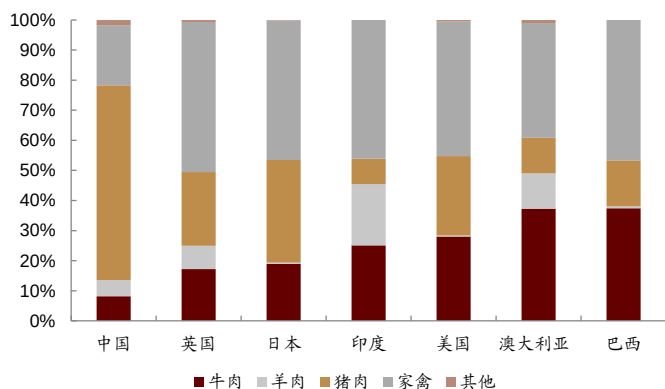
供不应求凸显牛肉行业投资价值

中国牛肉需求旺盛，增速快

牛肉在中国肉类消费结构中占比低，增速快。2015 年我国肉类消费量占比中，牛肉仅为 8.2%，远低于澳大利亚、巴西等牛肉消费大国（占比近 40%），即使相比区域临近、饮食习惯相似的日本（占比约 19%），仍有明显差距。近年来牛肉在澳大利亚、美国等消费大国本土销量出现下滑态势，在中国则维持相对较快增长。

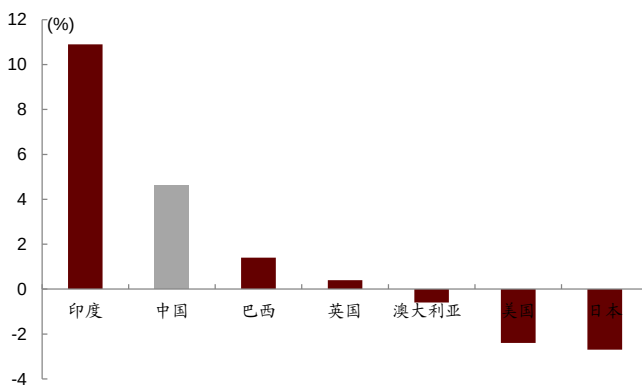
相比其他肉类，我国牛肉消费近五年增速最快，CAGR 达到 4.6%。整体肉类消费结构中，牛肉及羊肉占比逐年提升，猪肉和禽类占比则略有下降。

图表 1：2015 年各国肉类销量结构



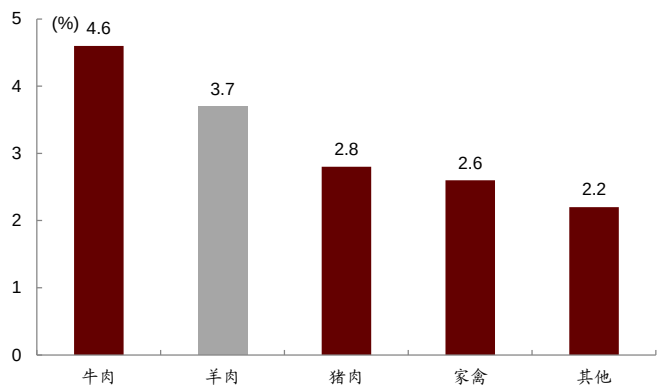
资料来源：欧睿资讯，中金公司研究部

图表 2：2010~15 年各国牛肉销量 CAGR



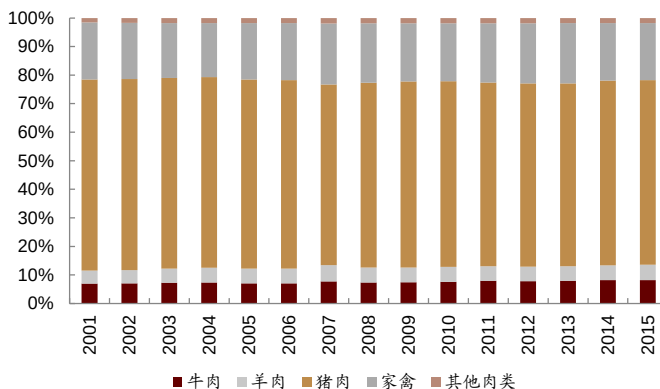
资料来源：欧睿资讯，中金公司研究部

图表 3：2010~15 年中国肉类各品类销量 CAGR



资料来源：欧睿资讯，中金公司研究部

图表 4：中国肉类历年消费结构变化

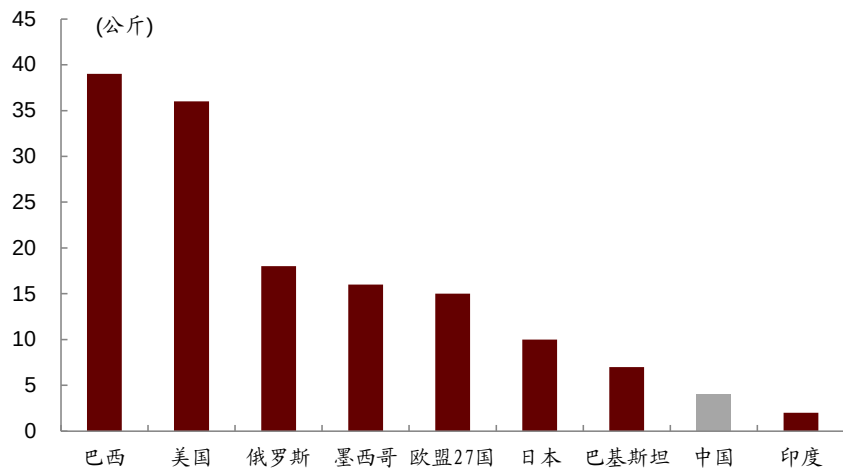


资料来源：欧睿资讯，中金公司研究部

人均消费量偏低，未来提升空间巨大。当前中国牛肉人均消费量远低于其他国家，15 年人均消费量仅 4 公斤，远低于美国（36 公斤/人）、日本（10 公斤/人）等消费大国，未来还有成倍提升空间。



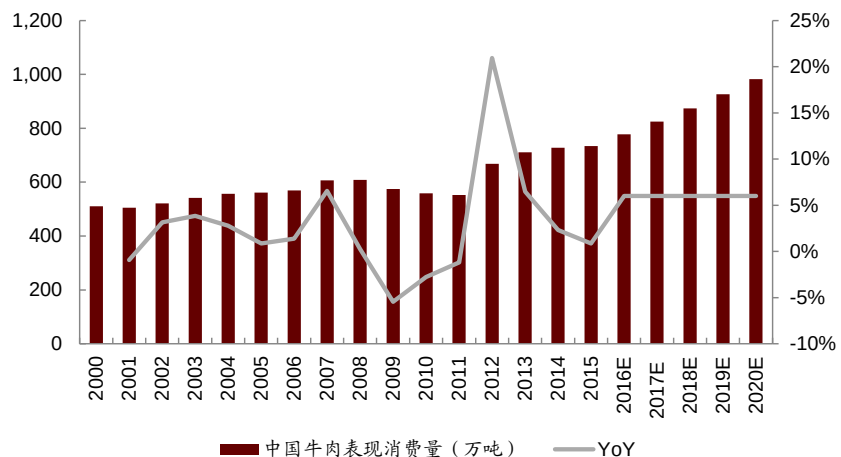
图表 5：2015 年各国牛肉人均消费量



资料来源：美国农业部，中金公司研究部

2015 年中国牛肉表现消费量为 734 万吨，过去五年 CAGR 5.6%，预计未来五年仍将保持 6% 左右的较快增速，考虑到 15 年走私牛肉约 100 万吨未统计在内，预计全年牛肉实际消费量已超过 800 万吨，2020 年牛肉消费需求有望突破 1,000 万吨，成长空间广阔。

图表 6：中国牛肉表现消费量（不包括走私量）



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

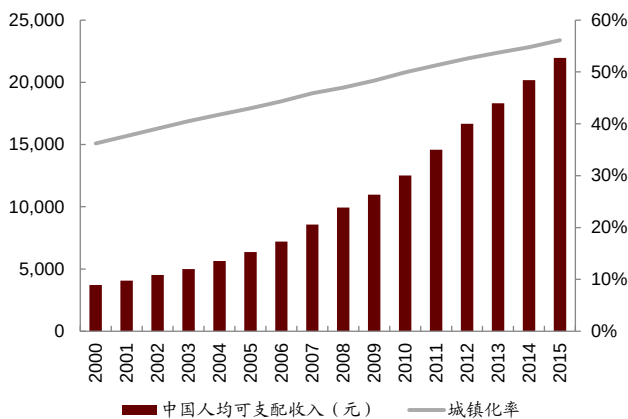
我们认为未来中国牛肉销售额增长的核心驱动因素在于：

海外餐饮文化的流行和健康意识的提升推动牛肉消费量增长

- ▶ 随着我国城市化率的提高以及人均可支配收入的增长，消费者有能力购买均价较高的牛肉，同时外出就餐率有所提升；西方及日韩文化在中国的流行使得牛排、烧肉等西式及日韩餐饮消费日益普及，主打牛肉及牛杂的消费场景不断增多，国民亦逐渐掌握家庭烹饪牛肉制法。二者共同作用拉动牛肉消费量持续增长。

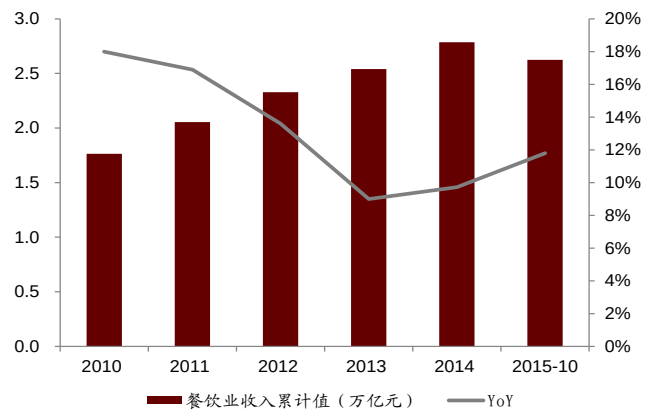


图表 7：中国人均可支配收入和城镇化率不断提升



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 8：中国餐饮业收入不断增长



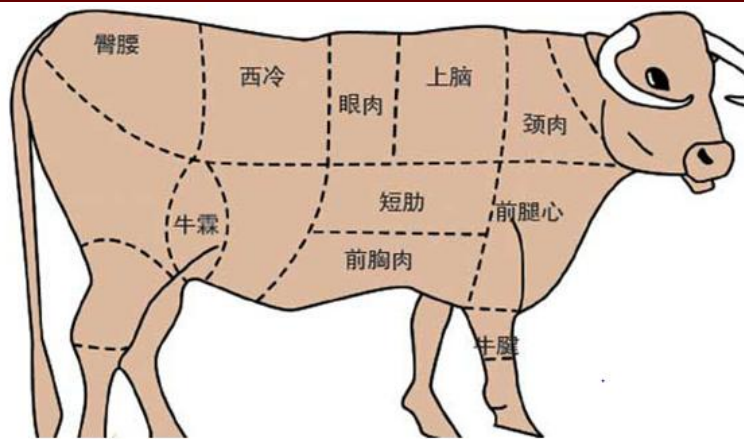
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

- ▶ 相比猪肉等其他肉类，牛肉是高蛋白低脂肪的健康肉类。牛肉富含蛋白质、肌氨酸、丙氨酸、肉毒碱、维生素 B6/B12、以及锌、铁、钾、镁等矿物质，同时是亚油酸等抗氧化剂的低脂肪来源。随着我国国民健康意识的提升，牛肉消费量亦不断上升。

中高端市场迅速增长，消费升级提高牛肉均价

目前中国牛肉分级标准以胴体等级为核心，辅以肉块分割方法评定：在牛胴体冷却排酸后，以眼肌横切面的大理石花纹和牛的生理成熟度为主要评定指标，以肉色、脂肪色为参考指标。根据眼肌横切面的肌间脂肪丰富度将牛肉分为四级，肌间脂肪极丰富为一级；根据骨质化程度和门齿变化情况将生理成熟度分为五级，年龄越小，牛肉级别越高。牛肉的分割同样影响等级：通常里脊为特级；上脑、眼肉、西冷为高档级；嫩肩肉等为优质级；腱子肉、胸肉、腹肉为一般级。

图表 9：牛肉分割图



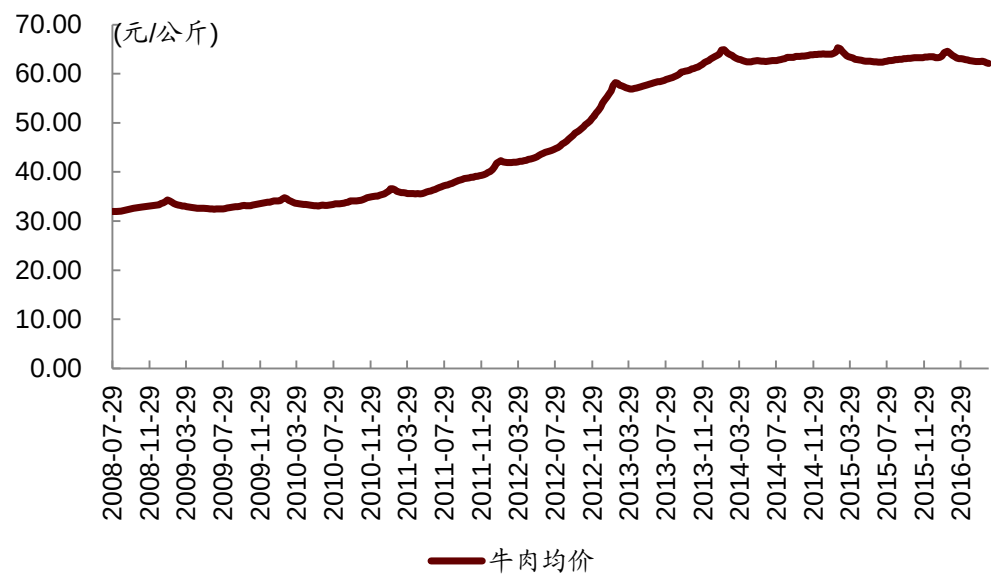
资料来源：百度图片，中金公司研究部

我国专用肉牛品种较少，多为黄牛和杂交改良牛。海外肉牛饲养历史悠久，有和牛、夏洛莱牛、西门塔尔牛等高端优良品种，更为符合国内消费升级趋势。随着国内消费者人均可支配收入的增长，对牛肉分级理念的普及，以及食品安全意识的提升，中高端牛肉市场不断扩容，且增速高于普通牛肉，推动牛肉整体均价的提升。国内高端牛肉多销售于火锅、西餐等餐饮渠道以及商超渠道，进口为主要来源，国产占比较小。国内从事高端肉生产企业数量较少，包括大连雪龙、秦宝牧业、吉林黑牛、大地肉牛等，收入规模较大的大连雪龙仅有 3 亿元左右，市场极为分散。

受消费升级和供不应求的影响，我国牛肉价格持续上升，过去五年 ASP 近乎翻倍。



图表 10：国内牛肉均价持续上升



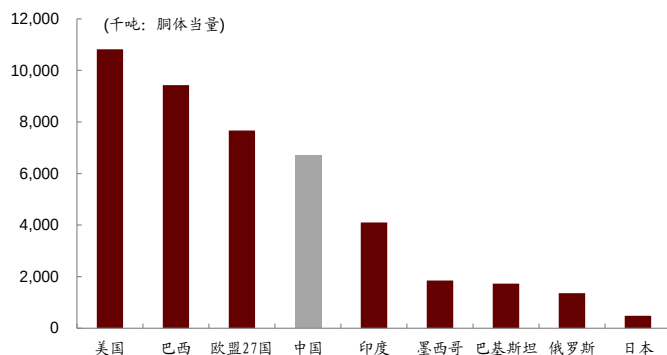
资料来源：农业部，中金公司研究部

中国本土牛肉供不应求，缺口将由进口补足

牛肉产量大国，供需缺口明显。2015 年中国牛肉产量达到 670 万吨，而表现消费量为 734 万吨(考虑走私实际需求已超过 800 万吨)，过去五年牛肉产量和表现消费量 CAGR 分别为 5.6%和 1.4%。虽为牛肉产量大国，目前供需缺口明显，且需求增速快于供给，预计未来缺口将继续扩大。

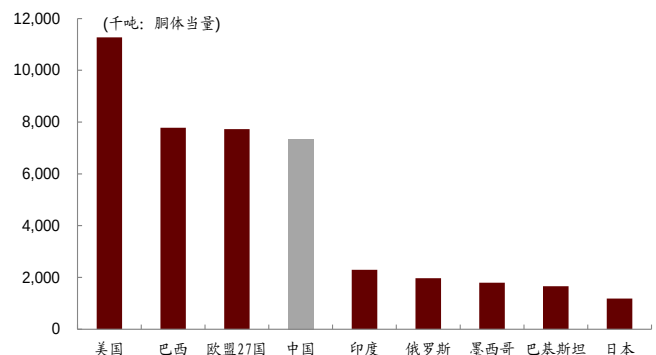
美国、欧盟等牛肉消费成熟国家基本实现产销平衡；中国、日本等新晋需求旺盛国牛肉消费依赖进口；新西兰、澳大利亚、巴西等牛肉产量大国因本土人口少需求弱，牛肉产业为出口导向型，其中新西兰近 80%牛肉用于出口。

图表 11：2015 年各国牛肉产量



资料来源：美国农业部，中金公司研究部

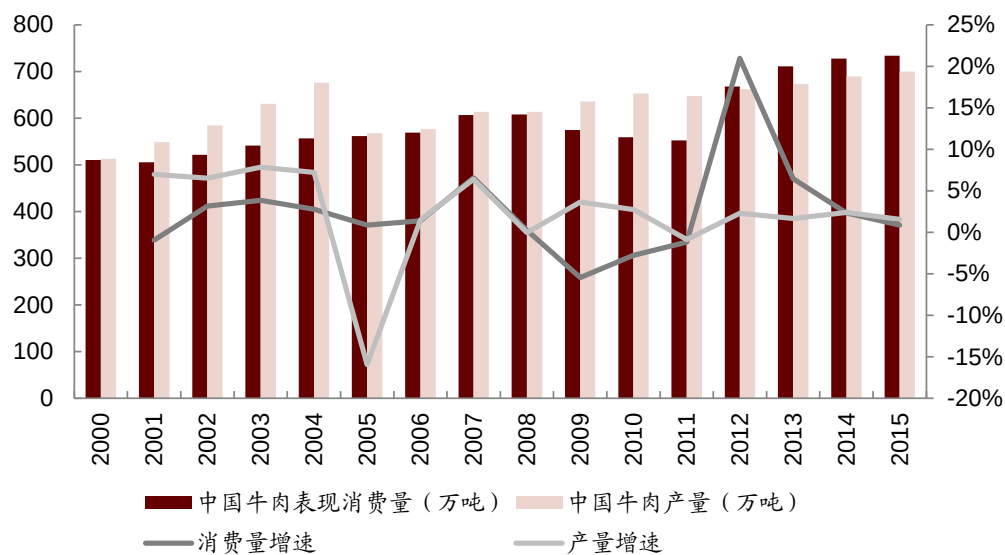
图表 12：2015 年各国牛肉消费量



资料来源：美国农业部，中金公司研究部



图表 13：中国牛肉历年产量和表现消费量（未考虑走私消费量）



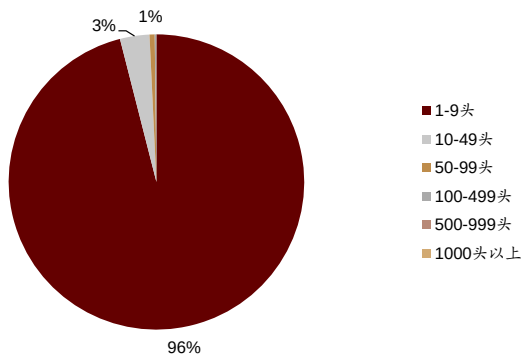
资料来源：国家统计局，美国农业部，中金公司研究部

国内牛源紧张

国内农户散养为主，规模化率较低。不同于新西兰/澳大利亚等国丰富的草地资源禀赋，我国牧区资源先天不足，草地质量呈恶化态势，目前牧区牛养殖集中在内蒙古、新疆和甘肃等地；不同于美国“大规模工厂化畜牧业”，我国人口众多，农村地区劳动力资源丰富，肉牛以广大农户分散养殖为主，农区出栏占全国的 80% 以上。

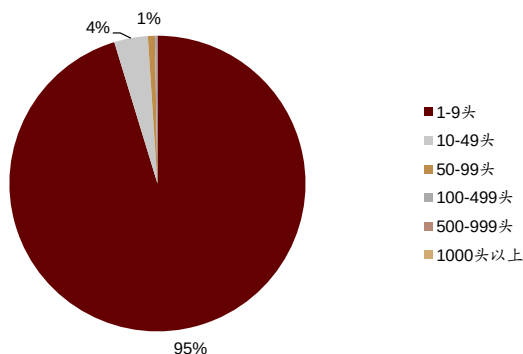
2014 年，我国饲养肉牛年出栏量 1~9 头的约有 1,100 万户，占比 95%，数量较 2010 年的 1,300 万户有所下降，这与土地人工成本上行和农民进城务工有关。年出栏量为 10~49 头的养殖场（户）仅为 43 万户，占比 4%。年出栏量 1,000 头以上的规模养殖场仅 1,094 家。近年来肉牛养殖开始呈现一定的规模化趋势，但趋势不明显，仍以农户散养为主，受国家政策和价格驱动影响较易波动。

图表 14：2010 年肉牛饲养规模场（户）分布



资料来源：中国畜牧业年鉴，中金公司研究部

图表 15：2014 年肉牛饲养规模场（户）分布

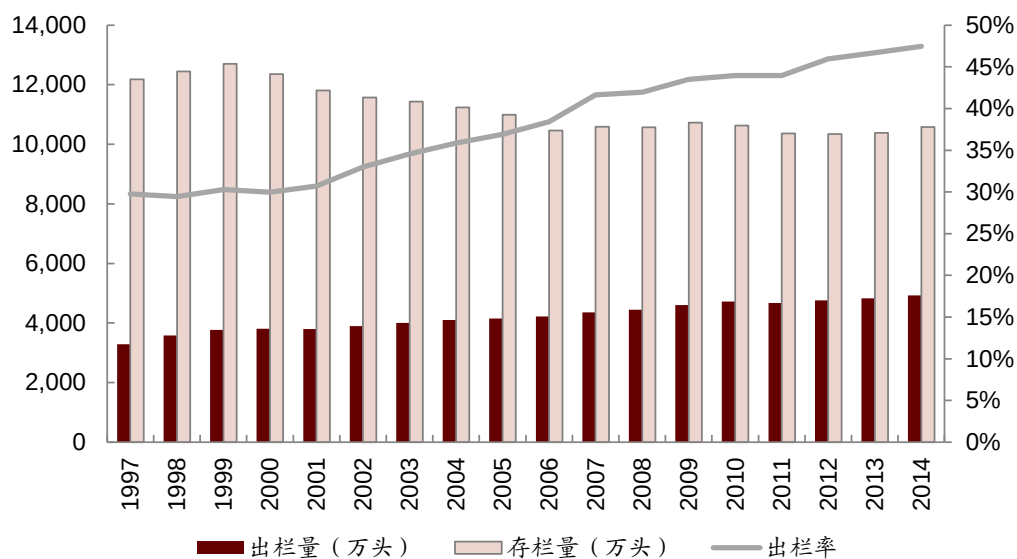


资料来源：中国畜牧业年鉴，中金公司研究部

出栏率提升过快动摇牛源根本。2000 年以来，我国牛存栏量长期疲软，甚至出现小幅下滑。与之相对的是，出栏量则持续上升，2014 年出栏率攀升至 47.5%，而美国新西兰等肉牛饲养成熟地区出栏率均低于 40%。支撑高出栏率的是过快的屠宰速度，由于当前需求旺盛，基础母牛淘汰严重，大量后备母牛和架子牛（未经育肥）被屠宰，导致牛源受损，高出栏率不可持续。加之肉牛生产周期长（妊娠 9 个月，哺乳 4 个月，育肥近 20 个月），资金占用多周转慢，未来奶业企稳上游企业将结束屠宰奶牛去产能，预计后续肉牛牛源仍将持续紧张。



图表 16：国内牛出栏率持续上升



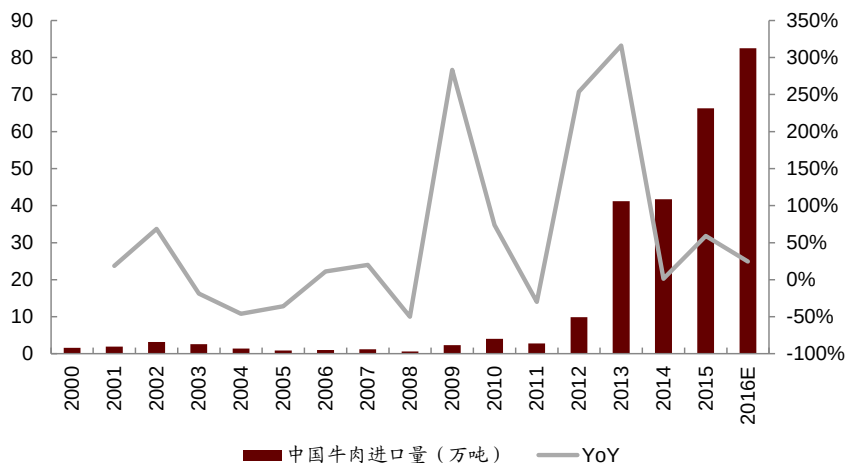
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

供需矛盾拉动进口增速，进口牛肉是未来趋势

牛肉进口量飞速增长

2015 年，我国牛肉进口总量突破 66 万吨，2011 年进口量仅约 4 万吨，最近四年 CAGR 121%，增速迅猛。进口牛肉已成为解决供需矛盾的重要途径。

图表 17：中国牛肉进口量快速上升

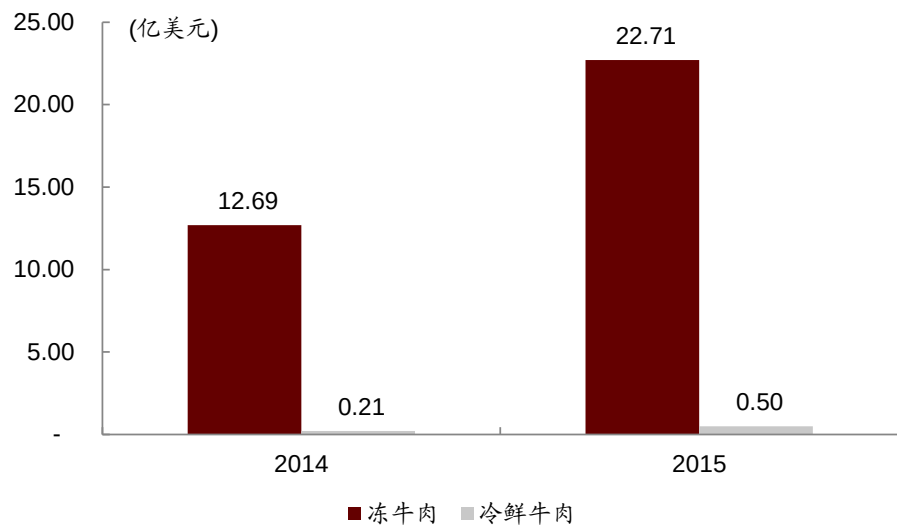


资料来源：美国农业部，中金公司研究部

根据海关信息，2015 年我国进口牛肉约 23.2 亿美元，同比增长 79.9%。其中冻牛肉 22.7 亿美元，同比+79.0%；冷鲜牛肉 0.5 亿美元，同比+136.9%。进口冷鲜牛肉全部来自澳大利亚，进口冻牛肉前三大国分别为澳大利亚（占比 32%）、乌拉圭（26%）、新西兰（15%）。牛杂进口总量同比增长约 5%，乌拉圭、澳大利亚和新西兰分占 55%、30%和 14%。

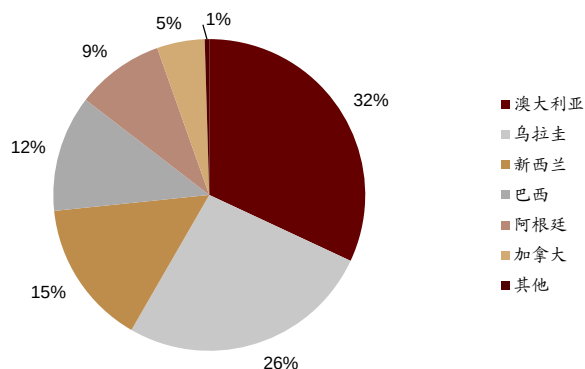


图表 18: 2014/2015 年中国冻牛肉及冷鲜牛肉进口金额



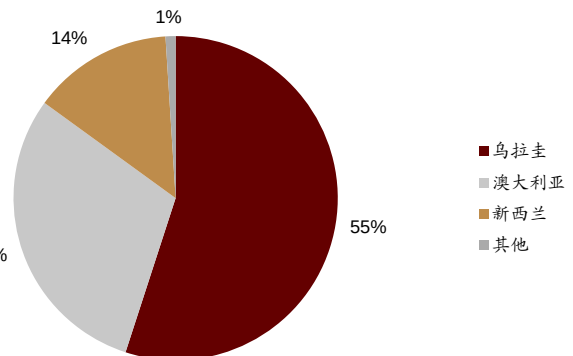
资料来源：海关总署，中金公司研究部

图表 19: 2015 年中国冷冻牛肉进口国分布 (进口量口径)



资料来源：海关总署，中金公司研究部

图表 20: 2015 年中国牛杂进口国分布 (进口量口径)



资料来源：海关总署，中金公司研究部

牛肉进口具备一定进入壁垒

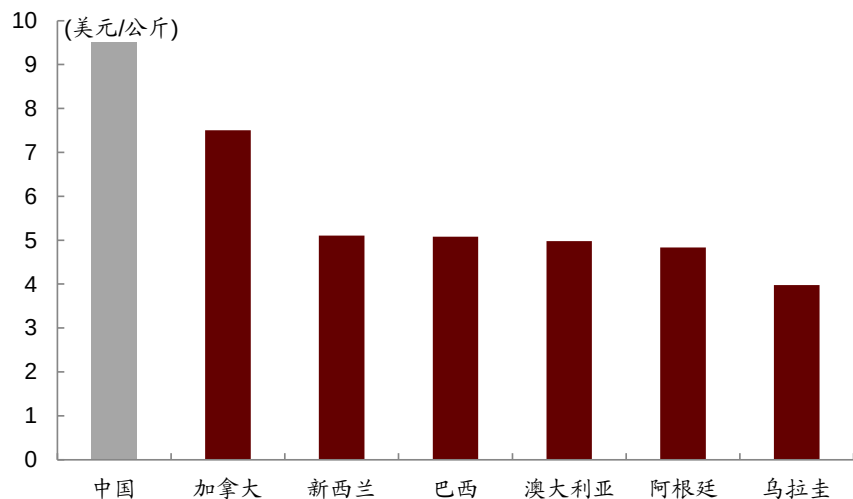
中国当前虽然对进口牛肉无配额限制，但对进口国家和企业资质有限制，尤其对进口国把控较严，必须是非疫区。过去美国受疫情影响不予进口，今年 9 月底农业部宣布将有条件解除对美国 30 月龄以下剔骨牛肉、带骨牛肉的禁令，允许符合中国追溯体系要求和检验检疫要求的美国牛肉对华出口，具体追溯体系要求和检验检疫要求另行制定，我们预计细则的制定和落实尚需时间。目前仅有十个国家已获准进口冷冻牛肉（加拿大、阿根廷、巴西、乌拉圭、智利、澳大利亚、匈牙利、墨西哥、哥斯达黎加和新西兰），而冷鲜牛肉进口获准的仅有澳大利亚一国。牛杂进口许可的国家有乌拉圭、澳大利亚、新西兰、哥斯达黎加和智利。

进口牛肉性价比高

2015 年国产牛肉市场均价 63.22 元/公斤，约合 9.5 美元/公斤，而前三大进口国澳大利亚、乌拉圭和新西兰均价均约合 5 美元/公斤（不考虑进口税费），价差接近一倍。



图表 21: 2015 年国产与进口牛肉均价对比（不考虑进口税费）



资料来源：海关总署，中金公司研究部

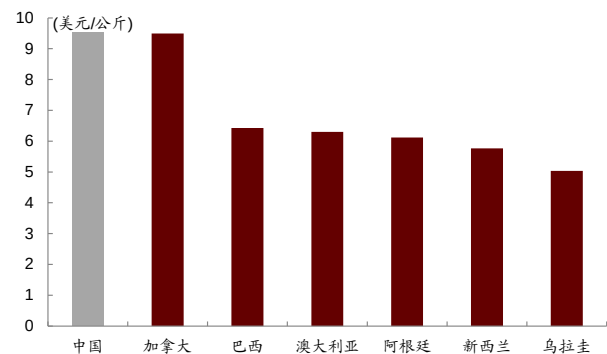
进口总税费主要由增值税和关税组成，具体税率如图表 22。根据“中新贸易协定”，2016 年起，进口牛肉牛杂及相关制品关税税率均降为 0，则新西兰进口牛肉价格到岸完税价格约为 5.8 美元/公斤，价格优势明显。澳大利亚、乌拉圭等其余主要进口国均享有最惠国待遇，冻牛肉到岸完税价格为 5~6 美元/公斤。根据最新签订的“中澳贸易协定”未来 9 年内将免去对澳洲进口牛肉的关税（2~7 年内将免去进口牛杂的关税），预计澳大利亚进口牛肉价格优势会更加明显。中国由于草场资源不足，牛的饲养成本较高，进口牛肉具备高性价比，未来随着进口国的丰富和税费的降低，预计将成为常态。

图表 22: 进口牛肉及相关制品税率比较

	关税（最惠国）	关税（普通）	增值税
冻牛肉	去骨/带骨肉：12% 整头/半头：25%	70%	13%
冷鲜牛肉	去骨/带骨肉：12% 整头/半头：20%	70%	13%
牛杂碎	12%	70%	17%

资料来源：海关总署，中金公司研究部

图表 23: 15 年国产与进口牛肉均价对比（考虑进口税费）



资料来源：海关总署，中金公司研究部

中国消费者青睐进口牛肉

我国专用肉牛品种较少，多为黄牛和杂交改良牛。海外肉牛饲养历史悠久，有和牛、夏洛莱牛、西门塔尔牛等优良品种，更为符合国内牛肉高端化消费趋势。

牛根据饲养方式不同主要分为草饲牛和谷饲牛。新西兰拥有丰富的草场资源，牛肉以草饲为主。美国和日本牛肉则是谷饲为主。澳大利亚和巴西二者兼有。我国专用肉牛品种较少，多为黄牛和杂交改良牛，消费者偏好肉质嫩、脂肪含量高的谷饲牛肉，美国和日本牛肉迎合这一需求，定位高端。和牛是目前最受中国消费者欢迎的高端品种，和牛养殖期间会听音乐、做按摩，肉质肥而不腻，目前国内消费的和牛多为正规渠道进口的澳大利亚和牛，日本和牛多为走私。进口的新西兰牛肉则为中端定位。



图表 24：草饲与谷饲牛肉对比

	饲养方式	成长周期	蛋白质含量	脂肪含量	口感	代表国
草饲牛肉	草场放养	18-24月	高	低	韧性和嚼劲	新西兰
谷饲牛肉	混合谷物饲料	30-36月	低	高	嫩滑	美国、日本

资料来源：中金公司研究部

严打走私牛肉，为正规进口腾挪空间。近年来我国牛肉走私猖獗，根据中商情报网，牛肉走私量，按重量计算约占国内牛肉消费量的 10%，按金额计算则占 25~30%，均价约 3 美元/公斤，仅为正规途径进口价格的 1/2，国产牛肉价格的 1/3。走私牛肉以高端部位肉为主，主要来自美国。根据美国肉牛协会数据，2002~2010 年，美国向中国走私牛肉金额由 1 亿美元迅速上升至 100 亿美元。如加上加拿大、日本、印度等地走私量，预计中国走私牛肉市场规模约 130 亿美元左右。中国政府不断加大对走私牛肉的打击力度，开展专项活动，严惩涉案人员，控制走私牛肉安全隐患。未来走私牛肉退出市场，将为正规途径进口甚至本国生产腾挪出巨大空间。



并购 SFF，牛肉全产业链逐步完善

上海梅林：打造牛肉全产业链

公司通过 2015 年收购上海牛奶集团旗下肉牛养殖及配套业务进入牛肉产业链，收购资产包括上海联豪 60% 股权、上海牧仙 60% 股权和上海德牛 100% 股权等。

上海联豪：主打家庭系列牛排，产品定位中高端，以小包装为主。扎根上海，衔接长三角，以点带面辐射全国。目前在上海地区约有 40 家专卖店，且增长迅速。联豪在每个省至少有一个一级分销商，帮助渠道下沉，同时全国各地设有办事处，为客户提供优质配送服务。除线下的全国布局外，联豪线上发展亦不错，目前处于市场拓展前期。

上海牧仙神牛：从事肉牛屠宰、分割、包装，牛羊肉批发、零售及配送服务，旗下拥有“牧仙”和“卓尚”两大品牌，销售渠道不仅局限于商超渠道，还覆盖批发市场、菜市场等流通渠道，并为多家知名餐饮及食品加工企业提供原料。目前牛肉产品也通过主打猪肉的爱森和苏食进行布局销售。

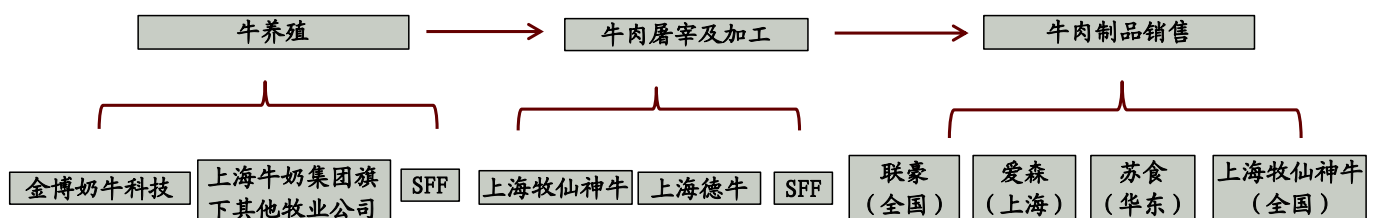
收购 SFF，成为中国最大的牛羊肉企业

15 年 10 月，公司公告拟增资 Silver Fern Farms Beef Limited（SFF 牛肉），增资后与其原股东 Silver Fern Farms Limited（SFF 集团）各持 50% 股份。本次交易拟以现金收购 SFF 集团 50% 股权，交割前，SFF 集团会将全部经营性资产和业务注入标的公司 SFF 牛肉。增资后公司将持有 SFF 牛肉 50% 股权（拥有实际控制权且并表），收购价格为 3.11 亿新西兰元 ± 账面调整额（约合 13 亿元人民币）。目前，双方签订的股票认购协议全部先决条件均已达成，中新两国的审批障碍基本扫清，拟于 16 年 12 月 1 日或前后十个工作日完成交割。

获得稳定优质的上游牛羊肉资源，实现全产业链发展。新西兰草地资源丰富，岛国地形造就天然防疫屏障，机场港口等外来输入源方面都有严格监控，近百年没有爆发过口蹄疫和疯牛病。此外，新西兰重视品种改良，拥有大量专业的畜牧技术人才。公司过去缺乏稳定的牛肉上游原料供给，通过收购 SFF 掌控了新西兰近 1/3 牛肉和 1/4 羊肉，直接获得了稳定优质且具有明显价格优势的上游肉源，有望提升旗下联豪食品、上海牧仙神牛食品等中下游加工企业的盈利能力。此外，进口的屠宰牛肉公司亦可直接在自身平台（爱森、苏食等）销售或卖给经销商赚取差价。公司正逐步成为集牛羊肉资源、屠宰、加工、批发、零售为一体的综合性肉类专业平台。

牛羊肉屠宰量大幅提升，一举成为中国最大的牛羊肉企业。14 年 SFF 集团屠宰牛/羊总数分别超过 150/580 万头，而国内最大的牛肉屠宰企业皓月年屠宰量为 100 万头，最大的羊肉屠宰企业蒙羊则为 80 万头。通过收购 SFF，公司的牛羊肉屠宰规模跃居全国首位。

图表 25：公司牛肉全产业链布局一览（假设收购 SFF 完成）

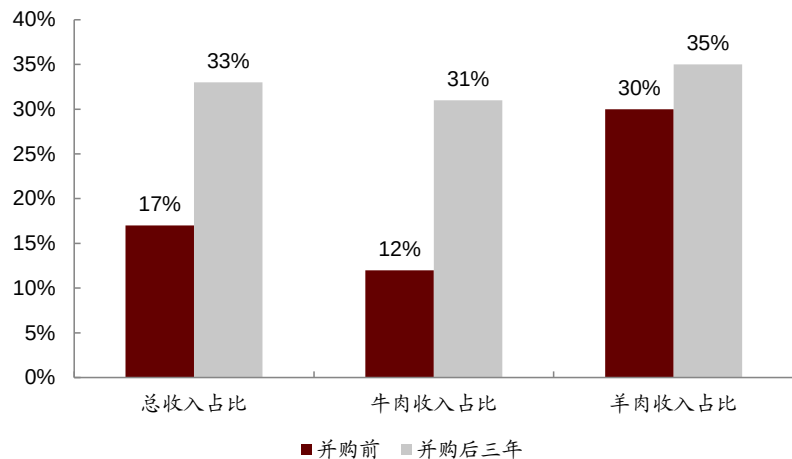


资料来源：公司公告，中金公司研究部



提升 SFF 出口中国销量。根据中新自贸协议，2016 年起新西兰出口的牛羊肉商品（包括内脏杂碎）将享受零关税，价格优势将更加明显，中国市场份额有望进一步提升。SFF 可借助梅林在牛羊肉深加工以及零售环节的资源，进一步扩大牛羊肉出口量。此外，梅林可将国内消费者的需求变化直接反馈给 SFF，便于 SFF 迅速对产品作出调整乃至相应研发新品。预计并购完成后三年，SFF 出口中国收入占比有望从 17% 提升到 33%。

图表 26：并购 SFF 前后中国区收入占比测算

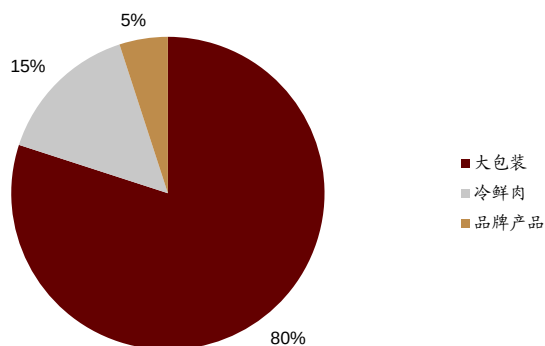


资料来源：公司公告，中金公司研究部

提升 SFF 毛利率水平：

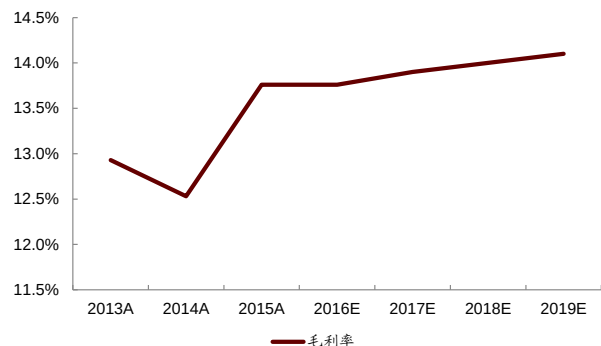
- **改善分割方式，提升屠宰利用率。**国内对牛肩胛肉、牛腱以及羊肋排等一些特定部分需求较大，SFF 可改进大包装产品的分割方式，本土加工完成后直接进口，预计可提升毛利 10~15%。
- **提升品牌产品占比，推动产品结构升级。**SFF 收入 80% 来自大包装产品，毛利率较低。而毛利较高的品牌产品收入占比仅为 5%。并购完成后，SFF 可充分利用梅林国内的渠道优势，将小包装品牌产品引入中国销售，推动产品结构升级。
- **增加牛羊下水出口，提高牛杂副产品盈利。**15 年中国进口牛杂中，新西兰占比 14%，目前只有 AFFCO 一家工厂可以直接引进。SFF 受制于没有好的渠道资源出口牛杂，售价偏低，未来如通过与梅林合作获取许可证直接出口中国，将显著提高下水产品的销量和利润率。

图表 27：SFF 收入分产品品类占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 28：SFF 未来三年毛利率预测



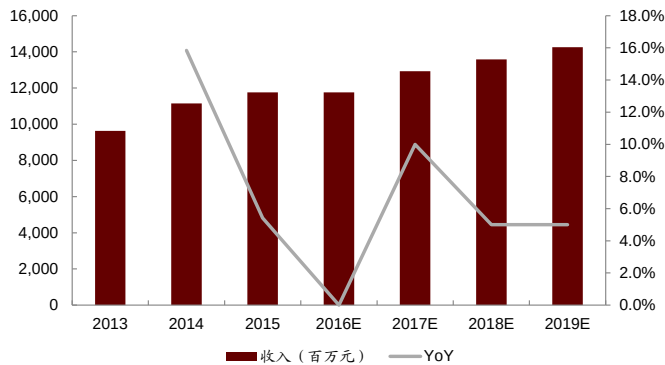
资料来源：公司公告，中金公司研究部预测



降低 SFF 财务费用率。畜牧业受季节性因素影响，每年 2~4 月是南半球旺季，需要充足的营运资金支撑业务发展，导致短期借款增加。2011 年 SFF 同供应商签订 3 年羊肉固定价格采购协议，然其后羊肉价格自高点持续回落，导致 2012~14 年分别产生 200/1,190/810 万新元采购损失，利润波动较大，同期财务费用亦相应攀升。此外，2015 年 SFF 的银团授信即将到期，当前平均借款利率达到 9%，资金压力较大。

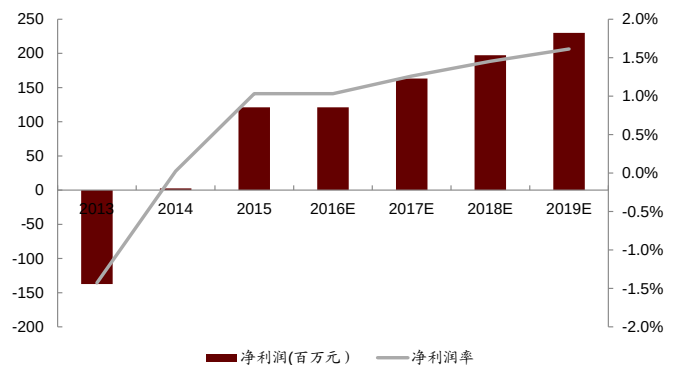
相对新西兰的高资金成本，中国贷款利率偏低，天然具有比较优势。梅林通过增资扩股引入现金流，将大大降低 SFF 的负债规模，资产负债率和财务费用率，同时为新一年度的银团授信谈判创造有利条件，节省财务成本。

图表 29: SFF 历年收入



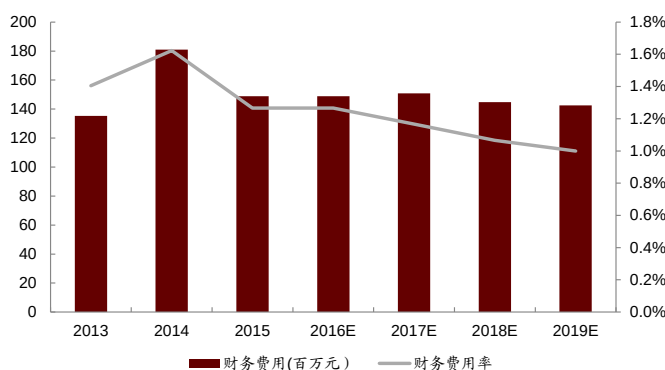
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 30: SFF 历年净利润



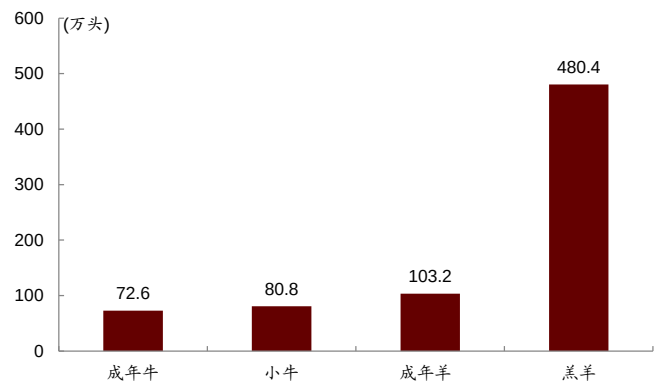
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31: SFF 历年财务费用



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 32: 2014 财年 SFF 屠宰量



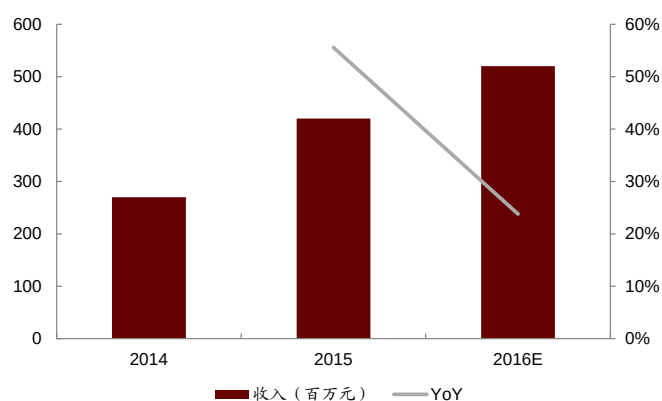
资料来源：公司公告，中金公司研究部

并购增厚公司收入/利润。2014 年 SFF 实现收入折合人民币 111 亿元，未来借助公司中国的销售网络，收入仍将稳步提升，并表后将大幅提高公司收入。利润方面，SFF 过去几年受羊肉远期影响波动较大，但合约于 2014 年到期，2015 年起不再签订，2015 年净利润恢复至折合人民币约 1.2 亿元，未来利润将逐渐平稳且受益于并购协同效应对毛利率的提升。

目前公司已基本具备完整的牛肉产业链，未来将重点聚焦成为中国家庭牛排的标杆企业，内以联豪为主深耕家庭牛排市场，外以 SFF 牧场为主拓展进口牛羊肉市场。

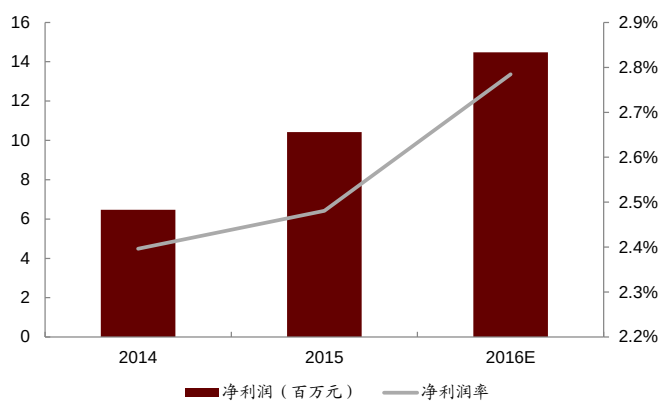


图表 33：联豪历年收入及增速



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 34：联豪历年净利润及利润率



资料来源：公司公告，中金公司研究部

相比 2015 年，公司 1H16 牛羊肉收入占比由 4.8% 略增至 5.4%，毛利率则由 5.4% 大幅提升至 11.1%。这与公司牛肉渠道布局初见成效、销量提升摊薄成本有关。我们预测未来随着渠道布局下沉和 SFF 并表，牛羊肉收入利润将得到显著提升。

图表 35：牛羊肉收入利润拆分及预测

人民币:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E
收入				
牛羊肉	549.87	585.91	774.20	969.96
增速		6.6%	32.1%	25.3%
联豪	270.00	420.00	591.70	769.21
增速		55.6%	40.9%	30.0%
其他	279.87	165.91	182.50	200.75
增速		-40.7%	10.0%	10.0%
毛利率				
牛羊肉	6.7%	5.4%	12.0%	13.1%
联豪	7.0%	7.0%	13.0%	14.0%
其他	6.4%	1.3%	8.8%	9.8%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



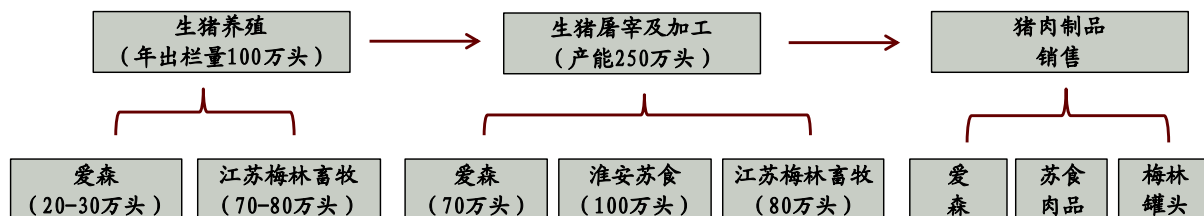
猪肉产业链：聚焦下游冷鲜肉及肉制品

2015 年公司向光明集团旗下的上海农场及川东农场收购生猪养殖业务，并出资新设江苏梅林畜牧有限公司发展生猪养殖。目前集团养殖业务资产基本已全部注入。2016 年上半年养殖生猪合计约 46 万头，全年预计将达到 100 万头（江苏梅林 70~80 万头，爱森原有 20~30 万头）。为保持轻资产经营，未来公司生猪养殖规模不会扩大，稳定在 100 万头左右，主要为自产冷鲜肉提供原材料，保证源头食品安全。

公司的猪肉业务将会聚焦在中下游冷鲜肉和肉制品运作，目前的冷鲜肉品牌主要为爱森（高端）和苏食（中低端），二者差异化发展。2014 年公司公告拟定增募集资金在上海市及郊区新建 600 家“爱森优选”连锁直营店，以完善肉食品专营店布局，提升网点渗透率，并为未来产品网上销售奠定线下门店基础。

肉制品方面，以罐头产品为主。公司罐头业务国内市场份额和品牌知名度均遥遥领先对手，40% 的产品出口到多个国家和地区。15 年实现收入 12.5 亿元，品类以猪肉为主，同时覆盖海鲜、蔬菜和水果等，主要由上海梅林食品和正广和（绵阳）两家子公司负责生产和销售。

图表 36：公司猪肉全产业链布局一览



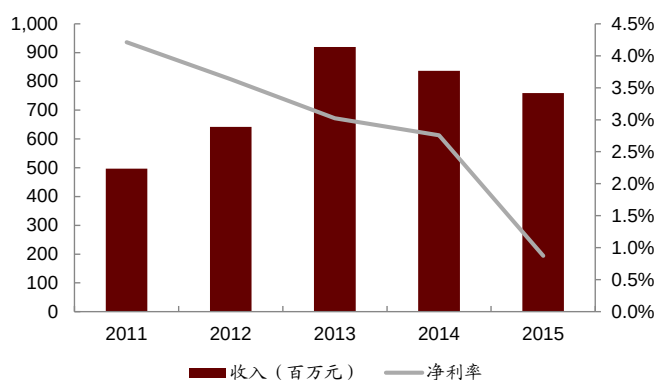
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 37：爱森和苏食肉品公司对比

	收购时间	持股比例	定位	渠道	重点辐射区域	15年收入	15年净利润	15年净利率
爱森肉品	2011年	100%	高端	600余家“爱森优选”连锁直营店和商超渠道	上海	75.95	6.63	8.7%
苏食肉品	2012年	60%	中低端	商超渠道	长三角	232.84	3.77	1.6%

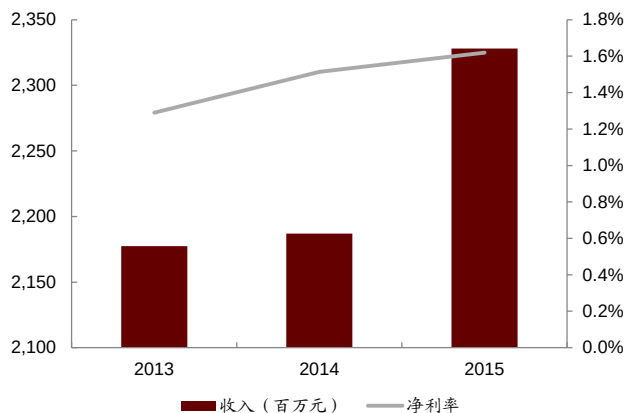
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 38：爱森收入规模和净利率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 39：苏食肉品收入规模和净利率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



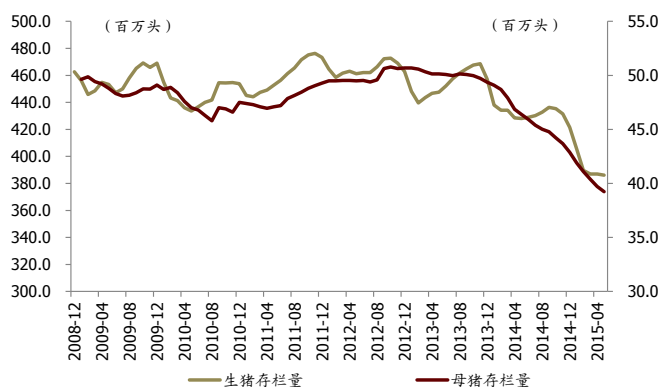
受益于 2016 年以来猪价的大幅上涨, 1H16 公司生猪养殖业务收入大增, 同比+4,279%, 占比提升至 13%, 毛利率相较 2015 年上升 5.2pct。中下游的屠宰和冷鲜猪肉则一定程度受到猪价上涨的不利影响, 收入占比略降至 30%。毛利率下降 2.1pct。预计随着下半年及未来猪价回落, 冷鲜猪肉收入利润均将重拾涨势。养殖业务待下半年由 46 万头增长至 100 万头, 预计 2016/17 年收入分别为 17.58/15.20 亿元, 毛利率分别为 23%/20%, 未来随着猪价波动将维持在这一水平左右。

图表 40: 冷鲜猪肉及生猪养殖收入利润拆分及预测

人民币: 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E
收入				
冷鲜猪肉	4,616.05	4,417.83	4,284.65	4,155.43
增速	0.0%	-4.3%	-3.0%	-3.0%
生猪养殖	0.00	347.59	1,758.00	1,520.43
增速	0.0%	0.00	406%	-14%
毛利率				
冷鲜猪肉	8.4%	8.6%	8.3%	8.6%
生猪养殖	0.0%	18.4%	23.0%	20.0%

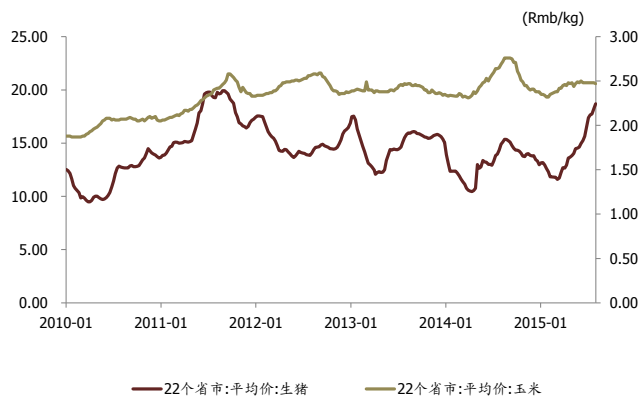
资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 41: 中国生猪/母猪存栏量



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 42: 中国猪价走势图



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



亏损企业加速清理，新管理层提升效率

新管理层加速剥离亏损企业，提升经营效益

新管理层明确聚焦猪肉/牛肉两大产业链，打造光明集团肉类平台。2015 年 3 月，上海牛奶集团前董事长沈伟平先生出任新总裁。沈总于 03 年执掌上海牛奶集团，十余年间将集团收入由 3 亿元提升至 77 亿元，利润由 400 万元提升至 2.85 亿元。牛奶集团任职期间，沈总在完善牛类养殖及相关产业链上投入了很大精力，在牧场建设、食品加工、及技术研发方面取得了一定成效，成功打造联豪、爱森（先后注入梅林）等多个品牌，同时积累了大量肉业产业链管理经验。出任公司总裁后，沈总迅速明确了聚焦猪肉和牛肉两大产业链的战略方向，打造公司成为光明集团旗下肉类资源整合平台。

以质量效益为导向，市场化经营，资本化运作。公司新的十三五规划突出了质量效益导向，推动行业发展差异化，产业发展专业化的战略核心思想。伴随公司加快资本化运作的脚步，公司运营管理上会更加市场化，改变国企一味追求收入规模的做法，强调追求质量和效益。集团在公司未来可能的股权激励、战投引入和外延并购方面支持力度较大。

加速清理亏损企业，堵住公司出血点。新管理层上任后，坚决迅速开展扭亏治亏，解决历史遗留问题。2016 年以来，长期亏损的湖北梅林、荣成梅林和重庆梅林均已停产，捷克梅林破产清算。我们测算这四家企业 2015 年归属于上市公司股东的亏损超过 8,637 万元，而公司 2015 年实现净利润约 1.6 亿元，占比接近一半。目前公司历史原因形成的亏损控股/参股企业均已停产，后续会逐步剥离，预计未来公司业绩将得到显著提振。

图表 43：近期亏损子公司清理一览表

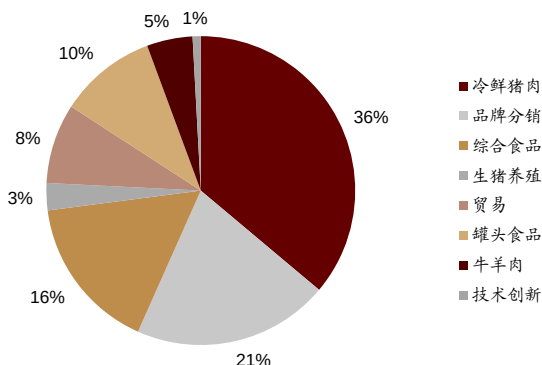
公告时间	控股/参股公司	清理方式	15 年亏损归属母公司金额（百万元）
2016/1/25	湖北梅林	停产	-5.42
2016/2/15	捷克梅林	破产清算	-34.52
2016/3/7	荣成梅林	停产	-29.00
2016/6/30	重庆梅林	停产	-17.43
	合计		-86.37

资料来源：公司公告，中金公司研究部

休闲食品品类协同发展

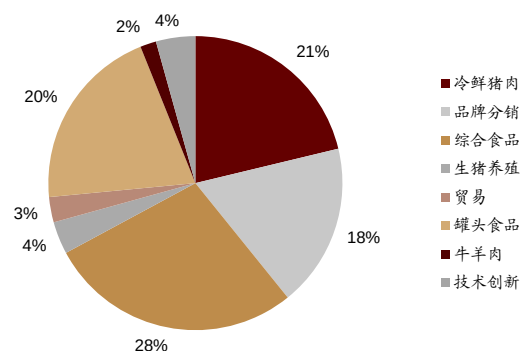
2015 年，公司综合食品实现收入 20 亿元，占比 16%，毛利润 5 亿元，占比 28%。综合食品毛利率 25%，在主营业务中仅次于罐头食品（29.3%），是公司利润的重要贡献者。我们预计 2016/17 年综合食品收入增速分别为 1%、3%，毛利率随着高端新品的不断推出有所提升。

图表 44：2015 年公司收入拆分



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 45：2015 年公司毛利润拆分



资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 46: 公司新品形象



资料来源：公开网络，中金公司研究部

盈利预测与估值

盈利预测及核心假设

我们预计 2016~2017 年上海梅林主体收入分别为 136.26、137.16 亿元, 同比+11.4%、+0.7%; 归属母公司所有者净利润分别为 3.70、3.79 亿元, 同比+126.6%、+2.3%; EPS 分别为 0.395、0.404 元。我们的核心假设如下:

图表 47: 上海梅林主体分业务预测表

人民币: 百万元	2014A	2015A	2016E	2017E
收入				
冷鲜猪肉	4,616.05	4,417.83	4,284.65	4,155.43
增速	0.0%	-4.3%	-3.0%	-3.0%
生猪养殖	0.00	347.59	1,758.00	1,520.43
增速	0.0%	0.00	406%	-14%
贸易	1,842.80	1,024.01	1,054.73	1,107.47
增速	0.0%	-44.4%	3.0%	5.0%
罐头食品	1,294.59	1,248.33	1,248.33	1,248.33
增速	0.0%	-3.6%	0.0%	0.0%
牛羊肉	549.87	585.91	774.20	969.96
增速	0.0%	6.6%	32.1%	25.3%
技术创新	60.23	104.25	156.38	234.56
增速	0.0%	73.1%	50.0%	50.0%
内生总收入	13,101.4	12,233.4	13,625.7	13,716.1
增速	26.61%	-6.63%	11.38%	0.66%
毛利率				
冷鲜猪肉	8.4%	8.6%	8.3%	8.6%
品牌分销	12.7%	12.8%	12.8%	12.8%
综合食品	24.9%	25.1%	25.2%	25.2%
生猪养殖	0.0%	18.4%	23.0%	20.0%
贸易	3.1%	4.9%	4.9%	4.9%
罐头食品	30.3%	29.3%	29.4%	29.5%
牛羊肉	6.7%	5.4%	12.0%	13.1%
技术创新	81.5%	74.2%	74.2%	74.2%
内生毛利率	13.49%	14.62%	16.09%	16.14%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

预计 2017 年 SFF 收入为 129.34 亿元, 同比+10%; 净利润率达到了 1.3%, 为上海梅林带来的归属母公司净利润贡献 0.82 亿元。

考虑 2017 年 SFF 并表, 则公司合并收入为 266.5 亿元 (+95.6%), 归属母公司净利润 4.60 亿元 (+24.3%), EPS0.49 元。

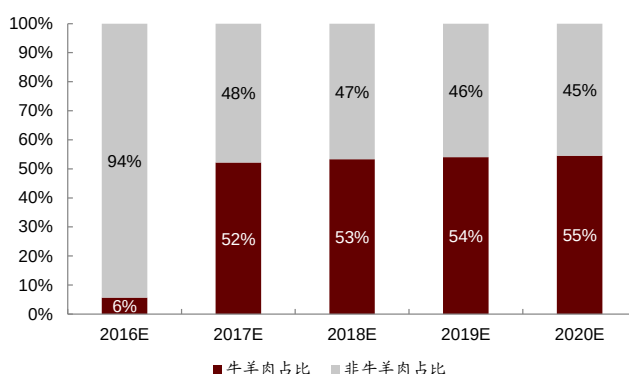


图表 48：并购前后收入利润增厚分析

人民币 百万元	2017E
梅林主体	
收入	13,716.06
归母净利润	378.85
EPS (元)	0.40
SFF	
收入	12,934.06
归母净利润	163.12
梅林持有 SFF 比例	50%
并表处理后	
总收入	26,650.12
并购带来的收入增幅	94%
总归母净利润	460.40
并购带来的归母净利润增幅	22%
总 EPS	0.49

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 49：并购后梅林牛羊肉业务收入占比持续提升



资料来源：公司公告，中金公司研究部 (*2017 年牛羊肉业务包含 SFF)

图表 50：上海梅林损益表

人民币:百万元	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	4,990.5	6,339.2	7,852.3	10,347.6	13,101.4	12,233.4	13,625.7	26,650.1
营业成本	(4,329.8)	(5,403.5)	(6,721.7)	(8,898.4)	(11,333.7)	(10,445.0)	(11,433.6)	(22,638.5)
毛利	660.7	935.7	1,130.6	1,449.1	1,767.7	1,788.5	2,192.1	4,011.6
营业税金及附加	(16.8)	(31.7)	(35.7)	(34.7)	(43.1)	(40.3)	(44.9)	(58.1)
主营业务利润	643.9	904.0	1,094.9	1,414.4	1,724.6	1,748.2	2,147.2	3,953.5
销售费用	(389.5)	(577.1)	(695.9)	(872.3)	(1,043.7)	(1,046.4)	(1,083.7)	(2,231.7)
管理费用	(183.0)	(258.4)	(262.8)	(324.8)	(376.6)	(397.7)	(443.0)	(769.3)
息税前利润	71.4	68.4	136.2	217.3	304.2	304.0	620.5	952.5
财务费用-净值	(64.6)	(79.0)	(49.6)	(86.3)	(89.0)	(42.6)	(13.7)	(160.3)
资产减值损失	(16.5)	(31.6)	(9.6)	(4.3)	(58.3)	(50.0)	0.0	0.0
投资收益	74.6	189.3	34.5	34.8	31.5	31.4	30.0	30.0
营业利润	64.9	147.1	111.4	161.5	188.5	242.9	636.8	822.2
加：营业外收入	28.4	43.3	59.5	42.0	51.3	58.1	58.1	58.1
减：营业外支出	(1.8)	(2.6)	(2.4)	(2.7)	(85.6)	(8.9)	(8.9)	(8.9)
利润总额	91.4	187.8	168.5	200.8	154.2	292.2	686.1	871.5
所得税费用	(12.0)	(36.2)	(39.2)	(37.5)	(54.0)	(65.1)	(171.5)	(182.2)
净利润	79.4	151.6	129.3	163.3	100.2	227.1	514.6	689.3
少数股东权益	1.6	0.9	10.8	(7.9)	(32.3)	(63.6)	(144.1)	(228.9)
归属于母公司所有者的净利润	81.0	152.5	140.1	155.3	68.0	163.5	370.5	460.4
股利		96.0	115.2	138.2	46.1	46.1	104.4	129.8
总股本(百万股)	356.4	498.6	747.9	822.7	937.7	937.7	937.7	937.7
基本每股收益(元)	0.086	0.163	0.149	0.166	0.073	0.174	0.395	0.491
稀释每股收益(元)	0.086	0.163	0.149	0.166	0.073	0.174	0.395	0.491

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 51: 上海梅林资产负债表

人民币:百万元	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
资产								
流动资产:								
货币资金	541.4	1,214.3	964.5	1,066.9	1,898.1	2,048.8	2,474.9	1,569.5
交易性金融资产	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	1.2	23.5	56.4	27.1	26.6	7.6	8.5	8.6
应收账款	397.0	393.1	628.8	611.6	715.3	744.3	829.0	834.5
预付款项	84.2	144.5	129.3	181.1	326.1	356.0	389.7	392.0
应收利息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.5	8.5	8.5
应收股利	49.6	37.3	33.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他应收款	78.0	291.5	159.0	101.3	131.4	146.8	163.5	164.6
存货	585.6	680.7	867.7	981.5	1,090.8	1,333.4	1,459.6	1,468.4
一年内到期的非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	0.0	66.5	65.0	151.5	278.1	29.9	29.9	29.9
流动资产合计	1,737.0	2,851.8	2,904.3	3,120.9	4,466.5	4,675.3	5,363.6	4,475.9
非流动资产:								
可供出售金融资产	18.7	15.6	14.5	26.1	31.5	54.7	54.7	54.7
持有至到期投资	-	5.0	3.0	-	-	-	-	-
长期应收款	12.8	11.4	9.7	7.8	6.6	3.9	3.9	3.9
长期股权投资	635.5	275.6	260.0	292.3	282.0	287.8	287.8	287.8
投资性房地产	-	-	-	-	5.3	4.9	4.9	4.9
固定资产	890.3	851.0	1,101.8	1,152.7	1,467.3	1,404.7	1,339.2	1,279.3
在建工程	190.5	229.0	218.0	249.6	72.6	52.0	72.6	82.5
生产性生物资产	4.6	5.0	7.6	19.7	55.4	136.1	136.1	136.1
无形资产	196.3	186.5	194.8	217.2	218.9	213.5	208.1	202.8
长期待摊费用	33.4	64.1	63.0	63.3	135.5	199.5	199.5	199.5
商誉	-	114.6	476.9	476.9	476.9	362.4	362.4	914.4
递延所得税资产	5.1	8.9	3.4	4.1	54.2	53.0	53.0	53.0
其他非流动资产	-	-	-	137.8	177.2	241.9	241.9	241.9
非流动资产合计	1,987.4	1,766.6	2,352.7	2,647.7	2,983.5	3,014.4	2,964.2	3,460.8
资产总计	3,724.4	4,618.4	5,257.1	5,768.6	7,450.0	7,689.8	8,327.7	11,168.8
负债和所有者权益								
流动负债:								
短期借款	1,061.4	1,058.3	1,461.9	1,556.0	1,574.2	1,495.2	1,445.2	1,395.2
交易性金融负债	-	-	-	-	-	-	-	-
应付票据	13.9	21.6	17.7	2.3	39.5	52.7	57.7	58.1
应付账款	466.6	505.2	555.7	559.0	732.8	986.1	1,079.4	1,085.9
预收款项	150.5	467.4	553.6	669.8	539.3	556.4	619.7	623.8
应付职工薪酬	29.7	28.5	29.1	29.3	37.3	48.5	53.1	53.4
应交税费	-51.4	-45.2	-121.5	27.2	58.7	62.9	62.9	62.9
应付利息	0.0	0.5	0.4	1.1	0.3	0.1	0.1	0.1
应付股利	41.0	62.7	27.1	7.8	10.5	30.6	30.6	30.6
其他应付款	163.5	421.2	439.0	438.1	624.5	562.8	616.0	619.7
一年内到期的非流动负债	40.0	11.5	13.0	39.8	4.0	10.0	10.0	10.0
其他流动负债	-	1.4	0.5	0.7	-	-	-	-
流动负债合计	1,915.3	2,533.0	2,976.5	3,331.2	3,621.3	3,805.1	3,974.6	3,939.6
非流动负债:								
长期借款	58.3	39.4	68.1	9.6	19.0	9.0	9.0	9.0
长期应付款	29.0	21.5	20.6	21.3	21.8	22.4	22.4	22.4
专项应付款	-	-	-	-	26.3	18.1	18.1	18.1
预计负债	-	-	-	-	79.5	90.8	90.8	90.8
递延收益	-	-	-	151.9	156.8	149.0	149.0	149.0
递延所得税负债	3.4	2.4	2.2	3.9	4.7	11.0	11.0	11.0
其他非流动负债	27.0	20.7	122.8	-	-	-	-	-
非流动负债合计	117.7	84.0	213.7	186.7	308.2	300.3	300.3	300.3
负债合计	2,033.0	2,617.0	3,190.3	3,517.9	3,929.5	4,105.4	4,274.9	5,590.3
股东权益:								
股本	356.4	498.6	747.9	822.7	937.7	937.7	937.7	937.7
资本公积	1,318.8	1,328.8	995.4	921.1	2,006.8	1,699.0	1,699.0	1,699.0
盈余公积	40.6	45.4	51.3	56.4	65.1	65.1	102.2	148.2
未分配利润	-202.6	-28.3	81.6	188.2	162.9	247.4	534.8	844.7
其他综合收益	-	-	-	-5.2	5.2	18.7	18.7	18.7
归属于母公司所有者权益合计	1,513.3	1,844.5	1,876.1	1,983.3	3,177.8	2,968.0	3,292.4	3,648.3
少数股东权益	178.2	157.0	190.7	267.5	342.7	616.4	760.4	1,930.1
股东权益合计	1,691.4	2,001.5	2,066.8	2,250.7	3,520.5	3,584.3	4,052.8	5,578.5
负债和股东权益总计	3,724.4	4,618.4	5,257.1	5,768.6	7,450.0	7,689.8	8,327.7	11,168.8
稀释每股净资产(元)	1.614	1.967	2.001	2.115	3.389	3.165	3.511	3.891

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



图表 52：上海梅林现金流量表

人民币:百万元	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
一、经营活动产生的现金流量								
净利润	81.0	152.5	140.1	155.3	68.0	163.5	370.5	460.4
加:资产减值准备	16.5	31.6	9.6	4.3	58.3	50.0	0.0	0.0
折旧	60.0	68.5	78.6	97.5	120.3	142.6	144.8	150.1
摊销	8.2	9.9	12.9	14.3	24.4	33.5	5.4	5.3
财务费用	64.6	79.0	49.6	86.3	89.0	42.6	13.7	160.3
少数股东权益	(1.6)	(0.9)	(10.8)	7.9	32.3	63.6	144.1	228.9
(-) 投资收益	(74.6)	(189.3)	(34.5)	(34.8)	(31.5)	(31.4)		
处置固定资产损失	0.5	0.2	(1.4)	0.1	0.0	2.6		
公允价值变动损失(收益)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0		
递延所得税资产减少	0.1	(3.5)	5.5	(0.6)	(8.6)	1.2		
递延所得税负债增加	0.0	(1.0)	0.0	0.0	0.0	0.0		
营运资本变动	0.0	0.0	(156.6)	42.2	(112.9)	(64.9)	(42.7)	(2.8)
经营活动产生的现金流量净额	41.1	144.9	39.2	203.1	272.3	239.5	635.8	1,002.1
稀释每股经营现金流(元)	0.044	0.154	0.042	0.217	0.290	0.255	0.678	1.069
二、投资活动产生的现金流量								
收回投资所收到的现金	0.3	131.0	236.0	71.0	0.0	348.5		
取得投资收益所收到的现金								
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额								
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额								
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	(119.9)	(87.5)	(130.8)	(138.1)	(215.2)	(99.6)	(100.0)	(100.0)
投资所支付的现金	(0.8)	(60.0)	0.0	0.0	(200.0)	(22.6)		
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额								
支付的其他与投资活动有关的现金								
其他								
投资活动产生的现金流量净额	99.0	(1,248.8)	(194.0)	(22.7)	(377.7)	230.7	(100.0)	(100.0)
三、筹资活动产生的现金流量								
股权融资	0.0	1,507.6	0.0	0.0	999.4	176.4		
债权融资	1,239.2	1,245.5	1,878.5	2,051.4	1,727.9	1,495.2		
收到的其他与筹资活动有关的现金	90.4	100.0	0.0	0.0	797.8	265.0		
偿还债务所支付的现金	(1,324.1)	(1,219.1)	(1,667.3)	(1,861.2)	(1,736.9)	(1,578.2)	(50.0)	(50.0)
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	(76.8)	(103.4)	(162.0)	(191.5)	(193.4)	(166.6)	(59.7)	(264.7)
支付的其他与筹资活动有关的现金	(153.1)	(30.4)	(1.2)	0.0	(801.7)	(545.0)		
筹资活动产生的现金流量净额	(224.3)	1,500.1	48.0	(1.3)	793.1	(353.3)	(109.7)	(314.7)
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	(0.1)	(9.5)	(1.0)	(11.9)	0.2	11.2		
五、现金及现金等价物净增加额	(84.3)	386.7	(107.9)	167.1	687.9	128.2	426.0	587.4
加:期初现金及现金等价物余额	574.4	605.0	991.7	876.1	1,197.2	1,885.1	2,048.8	2,474.9
六、期末现金及现金等价物余额	490.1	991.7	883.8	1,043.2	1,885.1	2,013.3	2,474.9	3,062.3
稀释每股净现金流(元)	-0.090	0.412	-0.115	0.178	0.734	0.137	0.454	0.626

资料来源：公司公告，中金公司研究部

相对估值探讨

公司目前股价对应 2017 年 24 倍 P/E，与可比公司平均估值水平相当，但因可比公司除福成股份（17 年 39 倍 P/E）经营牛肉产业链外，其他可比公司多以猪肉产业链为主。上海梅林此番并购及未来的增长点均在成长性较好的牛肉产业链，应当享有一定估值溢价。

图表 53：可比公司估值表

证券简称	证券代码	收盘价	收入			归母净利润			P/E		P/S	
			2016E	2017E	YoY	2016E	2017E	YoY	2016E	2017E	2016E	2017E
双汇发展	000895.sz	22.84	52,340.85	55,283.90	5.6%	4,440.50	5,061.03	14.0%	16.63	14.91	1.44	1.36
龙大肉食	002726.sz	16.30	5,140.00	5,768.00	12.2%	240.97	276.98	14.9%	30.11	26.20	1.41	1.26
福成股份	600965.sh	12.41	1,438.00	1,740.00	21.0%	204.42	263.15	28.7%	49.72	38.62	7.07	5.84
新五丰	600975.sh	8.92	1,865.00	2,198.00	17.9%	244.08	262.00	7.3%	23.85	22.22	3.12	2.65
雏鹰农牧	002477.sz	5.55	6,815.50	9,705.50	42.4%	1,197.55	1,409.80	17.7%	14.53	12.34	2.55	1.79
平均值									26.97	22.86	3.12	2.58

资料来源：万得资讯，中金公司研究部

上海梅林过去五年 forward P/E 均值为 48 倍，目前股价对应的估值水平位于历史低点且在均值向下一倍标准差附近，具备安全边际。我们基于对公司未来牛羊肉业务前景的看好，并综合可比公司平均估值及历史估值区间，给予公司 2017 年 30 倍 P/E，对应目标价 14.73 元，距当前股价尚有 25% 的上行空间，首次覆盖给予推荐评级。

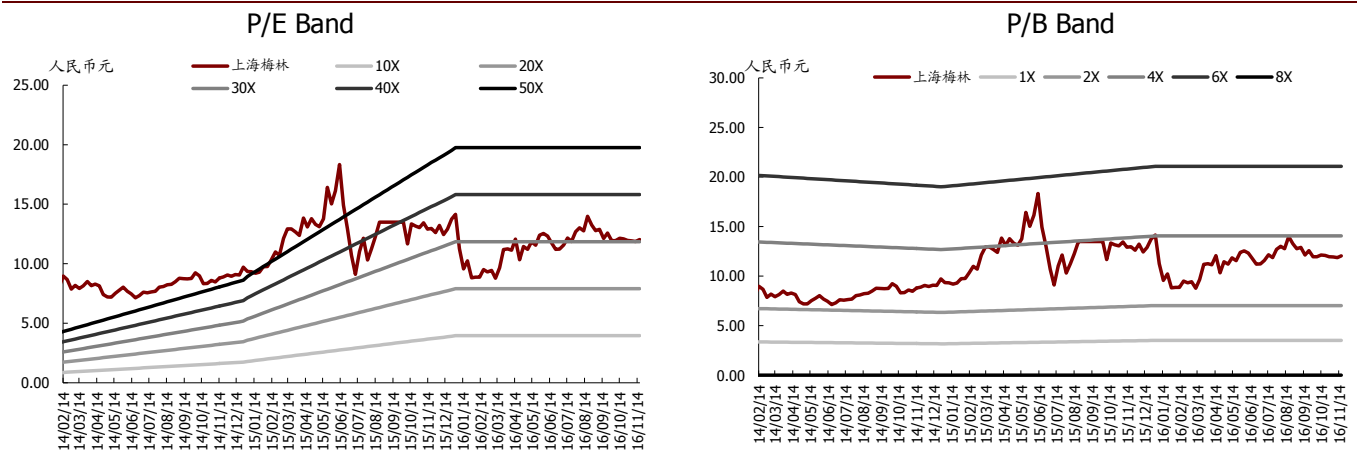


图表 54：上海梅林过去五年 forward P/E 区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部（黑色虚线为 P/E 均值，粉色虚线为均值上下 1 倍标准差）

图表 55：历史估值区间



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



风险

重组进度不达预期

本次重组交易目前已获得中国和新西兰相关主管部门的批准，交易交割日调整为 2016 年 12 月 1 日或前后十个工作日。我们会密切留意本次重组后续进展。

收购完成后整合风险

SFF 是境外企业，与公司在法律法规、会计税收制度、商业惯例、经营理念等多方面存在较大差异，收购完成后，二者还将面临战略协同、财务协同、组织机构协同、人力资源协同以及文化协同的考验。如不能有效控制整合风险，将难以发挥协同效应，甚至可能会对二者原有业务的运营产生不利影响。

监管政策风险

肉制品进口品种、规模、关税检疫政策等市场门槛的调整，直接影响进口产品的盈利水平和市场竞争力。根据中新自贸协议，16 年起对新西兰牛肉制品实行零关税。然而未来如中国收紧进口政策，提升准入门槛，则会提升公司进口牛羊肉的成本，对公司及 SFF 经营业绩和财务状况产生不利影响。

行业竞争加剧

我们对公司收入的假设建立在牛肉行业增长稳定的基础之上，我们假设牛肉行业未来五年消费量增速将保持 6% 左右。若未来牛肉行业景气度超预期下滑，需求疲软，可能对公司收入增速造成影响。牛肉行业扩容的同时，竞争亦将加剧。我国牛肉行业市场集中度低，农户散养为主。正规渠道进口和走私牛肉量皆不断攀升。未来行业竞争如加剧，公司将面临产品单价下降导致盈利能力下降的风险。

原材料价格波动的风险

公司两大产业链原材料主要为牛肉和猪肉，原材料价格的波动会造成公司利润的不确定性。今年猪肉价格上涨，带动生猪养殖业务利润猛增，而冷鲜猪肉业务利润则受到一定的不利影响。随着生猪养殖上规模和猪肉全产业链的形成，公司对猪价的波动能形成一定的抵御能力。同时，公司通过收购 SFF 完善牛肉全产业链，亦能有效抵御牛肉价格的波动。

食品安全风险

近年来消费者对食品药品安全的关注度持续提升，互联网、自媒体的兴盛加速了食品安全问题的曝光率与扩散速度，对企业的影响比过去更大。未来若出现行业性的负面报道，使消费者信任度降低，或将对行业增速及公司营收造成负面影响。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

