

## 收购保理，拓展金融

■事件：2017年3月16日晚法尔胜发布2016年年报，根据年报数据，公司2016年全年实现营业收入19.07亿元，同比增长9.32%，实现归属于上市公司股东的净利润1.4亿元，同比增长2456.84%。净利润大幅提升的主要原因有两点，一是2016年公司转让三家金属制品子公司100%股权所带来的收益，二是公司成功完成收购摩山保理并实现并表。

■金属制品业务增速趋缓，业务调整提升利润总额。

(1) 金属制品业务受到宏观经济影响趋缓。2016年法尔胜致力于金属制品业务的产品产业结构升级优化，但受到宏观经济下行影响，公司金属制品营业收入为14.2亿元（同比-0.4%），在营业收入中的占比为74.5%（比上年同期少7个百分点），金属制品业务业绩趋缓，2016年毛利率为6.97%（比上年减少5%）。

(2) 转让子公司股权提升利润总额。2016年公司进行金属制品业务调整，完成转让江苏法尔胜特钢制品有限公司、江苏法尔胜线缆销售有限公司和江阴法尔胜金属制品有限公司三家子公司100%的股权，为公司贡献的净利润在净利润总额中的占比达到72%。

■收购摩山保理，拓展金融业务。

(1) 收购摩山保理推进金融转型。公司2016年4月通过现金收购上海摩山商业保理有限公司100%股权的议案，2016年上半年该收购已完成，摩山保理成为公司的全资子公司，公司主营业务增加了商业保理业务。2016年全年金融业务为公司带来营业收入4.86亿元（同比+53%），在总营业收入中的占比达到25.5%（比上年同期增加约7个百分点），实现净利润1.26亿元，顺利完成2016年1.2亿元的业绩承诺（2017年、2018年业绩承诺分别为1.6亿万元、1.85亿元），金融业务毛利率达到35.7%，未来保理业务将带来公司业绩稳步提升。

(2) 摩山保理业务和资本实力持续提升。摩山保理是自贸区内首批商业保理公司之一，2015年摩山保理相继发行国内首单保理ABS（摩山保理一期资产支持专项计划）和国内第二单保理ABS（摩山保理二期资产支持专项计划），累计业务规模达到61.7亿元，2016年继续重点推进ABS发行工作，于8月完成了ABS三期的募集工作，同年摩山保理注册资金由3亿增加至6.35亿，业务和资本实力持续提升，为公司后续获取低成本的市场化资金打下坚实基础。

■我国保理行业发展态势强劲，前景广阔。根据国际保理商联合会（FCI）数据，我国2015年保理业务总量为3528.8亿欧元（总量全球第二，折合人民币2.6万亿元），在GDP中占比仅3.7%，截至2015年底欧洲保理产业最发达的英国、法国、意大利等国保理业务量占GDP的比例均超过10%，未来中国保理行业还有较大的发展空间。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价15.2元。我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为0.4元、0.45元、0.51元。

■风险提示：宏观风险、信用风险、市场风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,426.5	1,906.7	2,402.5	2,911.6	3,487.2
净利润	5.5	141.3	152.5	171.0	194.2
每股收益(元)	0.01	0.37	0.40	0.45	0.51
每股净资产(元)	2.76	2.11	2.28	2.59	3.04

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	820.0	32.1	29.7	26.5	23.3
市净率(倍)	4.3	5.6	5.2	4.6	3.9
净利润率	0.4%	7.4%	6.3%	5.9%	5.6%
净资产收益率	0.5%	17.6%	17.6%	17.4%	16.8%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.8%	1.2%	0.8%
ROIC	3.7%	14.4%	7.5%	9.6%	12.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：15.2元  
股价(2017-03-16) 11.94元

### 交易数据

总市值(百万元)	4,532.92
流通市值(百万元)	4,531.90
总股本(百万股)	379.64
流通股本(百万股)	379.56
12个月价格区间	8.08/13.64元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.95	-0.61	25.63
绝对收益	3.56	2.14	45.19

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004  
zhaoxh3@essence.com.cn  
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn  
021-35082968

马琦

报告联系人

maqi@essence.com.cn  
021-35082773

### 相关报告

法尔胜：布局金融，稳健发展	2016-11-02
法尔胜：收购商业保理，发展产融结合	2016-03-31
法尔胜：产融结合转型金融，租赁保理比翼双飞	2016-02-28

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,426.5	1,906.7	2,402.5	2,911.6	3,487.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1,234.3	1,614.9	2,060.9	2,494.2	2,977.4	营业收入增长率	-8.1%	33.7%	26.0%	21.2%	19.8%
营业税费	6.9	23.8	18.5	24.3	33.1	营业利润增长率	-50.7%	1631.9%	70.7%	4.7%	2.8%
销售费用	45.2	33.6	38.4	63.4	64.4	净利润增长率	6.0%	2456.9%	7.9%	12.2%	13.5%
管理费用	90.1	119.6	147.3	181.7	216.7	EBITDA 增长率	-21.4%	66.0%	53.6%	-2.4%	2.7%
财务费用	57.4	44.5	60.9	38.2	42.0	EBIT 增长率	-34.3%	199.4%	63.1%	-3.2%	3.7%
资产减值损失	16.7	28.6	14.0	19.7	20.8	NOPLAT 增长率	-7.7%	268.2%	55.1%	-4.2%	3.7%
加:公允价值变动收益	-0.1	-	0.0	-0.0	0.0	投资资本增长率	-6.1%	197.8%	-25.3%	-20.8%	53.2%
投资和汇兑收益	33.0	112.2	200.0	185.0	150.0	净资产增长率	0.9%	-20.8%	17.4%	19.3%	19.1%
<b>营业利润</b>	<b>8.9</b>	<b>153.8</b>	<b>262.6</b>	<b>275.0</b>	<b>282.8</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	6.6	0.8	3.0	3.4	2.4	毛利率	13.5%	15.3%	14.2%	14.3%	14.6%
<b>利润总额</b>	<b>15.5</b>	<b>154.6</b>	<b>265.6</b>	<b>278.5</b>	<b>285.2</b>	营业利润率	0.6%	8.1%	10.9%	9.4%	8.1%
减:所得税	2.9	0.2	13.3	16.7	17.1	净利润率	0.4%	7.4%	6.3%	5.9%	5.6%
<b>净利润</b>	<b>5.5</b>	<b>141.3</b>	<b>152.5</b>	<b>171.0</b>	<b>194.2</b>	EBITDA/营业收入	11.9%	14.8%	18.0%	14.5%	12.5%
						EBIT/营业收入	4.6%	10.4%	13.5%	10.8%	9.3%
						<b>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	163	84	35	16	3
						流动资产周转天数	147	444	514	308	312
						流动资产周转天数	476	833	871	567	578
						应收帐款周转天数	154	119	137	137	131
						存货周转天数	122	86	104	104	98
						总资产周转天数	768	1,111	1,096	712	698
						投资资本周转天数	360	518	538	340	318
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	0.5%	17.6%	17.6%	17.4%	16.8%
						ROA	0.4%	1.8%	4.3%	4.6%	3.4%
						ROIC	3.7%	14.4%	7.5%	9.6%	12.5%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	3.2%	1.8%	1.6%	2.2%	1.8%
						管理费用率	6.3%	6.3%	6.1%	6.2%	6.2%
						财务费用率	4.0%	2.3%	2.5%	1.3%	1.2%
						三费/营业收入	13.5%	10.4%	10.3%	9.7%	9.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	61.5%	89.7%	81.7%	77.5%	80.7%
						负债权益比	159.5%	866.5%	447.2%	345.0%	418.2%
						流动比率	1.04	1.05	1.03	1.11	1.41
						速动比率	0.76	0.99	0.82	0.94	1.16
						利息保障倍数	1.15	4.46	5.31	8.20	7.74
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.01	-	0.09	0.14	0.09
						分红比率	68.7%	0.0%	22.9%	30.5%	17.8%
						股息收益率	0.1%	0.0%	0.8%	1.2%	0.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	12.6	154.4	152.5	171.0	194.2	EPS(元)	0.01	0.37	0.40	0.45	0.51
加:折旧和摊销	103.5	83.7	109.4	109.4	109.4	BVPS(元)	2.76	2.11	2.28	2.59	3.04
资产减值准备	16.7	28.4	-	-	-	PE(X)	820.0	32.1	29.7	26.5	23.3
公允价值变动损失	0.1	-	0.0	-0.0	0.0	PB(X)	4.3	5.6	5.2	4.6	3.9
财务费用	60.7	51.4	60.9	38.2	42.0	P/FCF	-60.3	3.0	-4.0	51.6	37.7
投资损失	-33.0	-112.2	-200.0	-185.0	-150.0	P/S	3.2	2.4	1.9	1.6	1.3
少数股东损益	7.0	13.1	99.8	90.7	73.9	EV/EBITDA	32.8	27.9	15.6	14.2	16.4
营运资金的变动	-77.6	-7,446.5	1,433.5	444.6	-1,515.8	CAGR(%)	175.3%	20.2%	180.8%	175.3%	20.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>93.7</b>	<b>-2,523.1</b>	<b>1,656.2</b>	<b>669.0</b>	<b>-1,246.3</b>	PEG	4.7	1.6	0.2	0.2	1.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>28.0</b>	<b>455.3</b>	<b>231.3</b>	<b>187.1</b>	<b>138.2</b>	ROIC/WACC	0.5	2.0	1.0	1.3	1.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-205.9</b>	<b>2,267.4</b>	<b>-2,478.7</b>	<b>-815.4</b>	<b>1,154.2</b>	REP	7.8	1.0	2.1	1.8	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034