

公司研究/年报点评

2017年03月23日

食品饮料/食品制造 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 14.16
合理价格区间(元): 17.70~18.93

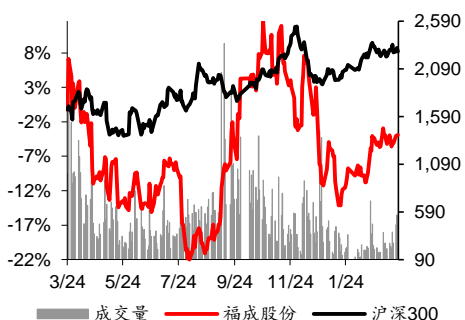
贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

相关研究

- 1《福成股份(600965):5亿元收购浙江钱江陵园 60%股权》 2016.11
- 2《福成股份(600965):关注市场对宝塔陵园价值的潜在重估》 2016.10
- 3《福成股份(600965):进一步完善澳洲肉牛上游资产布局》 2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

坚定扩张方向, 成就行业龙头

福成股份(600965)

福成 16 年收入 13.71 亿元, 同比+2.02%; 净利 1.85 亿元, 同比+11.04%
福成股份发布 2016 年年报, 2016 年公司实现营业收入 13.71 亿元, 同比增加 2.02%; 实现归母净利润 1.85 亿元, 同比增加 11.04%; 实现扣非归母净利润 1.61 亿元, 同比增加 48.55%, 基本符合我们的预期。

宝塔陵园 2016 年扣非净利润为 1.03 亿元, 完成对赌业绩

宝塔陵园 2016 年扣非后归母净利润为 1.03 亿元, 同比增长 22%, 超过了 1.02 亿元的业绩对赌要求。根据业绩对赌条款, 2017-2018 年宝塔陵园扣非归母净利润需要不低于 1.22 亿元和 1.47 亿元, 分别同比增长 18.45% 和 20.49%。宝塔陵园 2016 年收入为 1.97 亿元, 同比增加 20.18%, 销售量为 3266 个, 同比下降 2.59%, 单价为 6.03 万元/个, 同比增加 23.18%; 我们认为在宝塔陵园的墓穴库存充足、墓穴价格上涨的行业背景下, 未来两年实现对赌业绩是大概率事件。

16 年完成宜兴龙墅和钱江陵园的整合, 17 年继续同业并购

福成股份旗下的福成和辉基金在 2016 年成功的整合了江苏宜兴的龙墅公墓和浙江杭州的钱江陵园, 证实了福成股份作为业内领军企业之一的行业整合能力。2017 年公司及其旗下的并购基金将继续推进同业并购, 逐步扩大产业的覆盖范围, 从过往专注于京津冀地区的市场转向开发全国范围内的潜力市场, 加快殡葬业务在公司的资产和业绩中比重的提升。在对外并购的同时, 公司内部也在培养专业人才为未来的管理输出做准备, 并将宝塔陵园打造成为公司的精品和名片。

千亿市场的整合机遇, 福成股份有望复制新奥能源的扩张路径

殡葬行业具有出现超过 500 亿大市值龙头的行业特点, 首先行业的容量足够大, 根据 Euromonitor 的统计, 殡葬业在 2017 年的市场规模已经接近 1000 亿元; 其次行业的市场集中度足够低, 行业前 5 大公司的市场占有率仅为 5%, 未来龙头公司的整合空间足够大。我们认为福成股份有望复制新奥能源的成长历程, 成长的维度一方面来自于覆盖地域和潜在客户基数的扩张, 另一方面则来自于消费升级带来的产品售价的不断提升。

看好福成股份作为行业整合者的发展前景, 维持“买入”评级

我们认为 A 股的系统性溢价和福成股份大股东的高持股比例都赋予了福成股份较强的外延扩张潜力和能力, 看好福成股份作为殡葬行业整合者的发展前景。根据我们的盈利预测, 福成股份 2017-2019 年的收入分别达到 15.61 亿元, 17.16 亿元和 18.75 亿元, EPS 分别达到 0.27 元, 0.30 元和 0.33 元, 目标价范围为 17.70~18.93 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 墓地服务行业市场化趋势发生逆转; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本 (百万股)	818.70
流通 A 股 (百万股)	528.00
52 周内股价区间 (元)	11.50-16.59
总市值 (百万元)	11,593
总资产 (百万元)	2,603
每股净资产 (元)	2.14

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,344	1,371	1,561	1,716	1,875
+/-%	9.81	2.02	13.82	9.94	9.30
净利润 (百万元)	166.38	184.74	220.76	248.61	271.14
+/-%	26.19	11.04	19.49	12.62	9.06
EPS (元)	0.20	0.23	0.27	0.30	0.33
PE (倍)	69.68	62.75	52.51	46.63	42.76

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,259	1,582	1,893	2,146	2,387
现金	343.56	812.49	932.67	1,098	1,282
应收账款	112.37	121.95	139.42	149.81	166.04
其他应收账款	7.23	8.28	8.46	9.63	10.67
预付账款	187.05	32.17	98.87	128.11	100.32
存货	582.01	588.80	696.98	739.56	808.71
其他流动资产	27.14	17.97	17.07	21.23	18.64
非流动资产	756.98	1,021	912.13	932.43	987.32
长期投资	13.57	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	577.93	542.90	504.64	463.61	421.18
无形资产	42.97	225.87	284.75	364.15	470.61
其他非流动资产	122.51	252.12	122.74	104.68	95.53
资产总计	2,016	2,603	2,806	3,079	3,374
流动负债	384.78	844.15	827.26	897.96	968.28
短期借款	116.54	235.24	153.92	168.57	185.91
应付账款	153.80	126.23	160.19	174.73	183.55
其他流动负债	114.44	482.68	513.15	554.66	598.82
非流动负债	2.73	2.58	2.10	2.47	2.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.73	2.58	2.10	2.47	2.38
负债合计	387.51	846.74	829.36	900.43	970.66
少数股东权益	1.86	1.41	1.09	0.70	0.21
股本	818.70	818.70	818.70	818.70	818.70
资本公积	297.67	297.67	297.67	297.67	297.67
留存公积	510.60	638.03	858.79	1,061	1,287
归属母公司股	1,627	1,754	1,975	2,178	2,403
负债和股东权益	2,016	2,603	2,806	3,079	3,374

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	258.11	212.01	310.12	296.09	337.89
净利润	0.00	184.28	220.44	248.22	270.65
折旧摊销	71.66	64.22	66.02	65.28	64.76
财务费用	4.77	11.11	10.73	5.97	5.82
投资损失	(5.63)	(1.38)	(2.95)	(3.32)	(2.55)
营运资金变动	14.58	(39.31)	(106.06)	(1.47)	25.44
其他经营现金	172.73	(6.91)	121.94	(18.58)	(26.22)
投资活动现金	(213.43)	(141.57)	(97.81)	(93.32)	(119.46)
资本支出	211.63	134.39	25.24	(4.52)	(5.40)
长期投资	(15.00)	(175.13)	(4.95)	0.00	0.00
其他投资现金	(16.81)	(182.31)	(77.52)	(97.84)	(124.85)
筹资活动现金	(39.48)	133.15	(92.13)	(37.30)	(34.28)
短期借款	6.54	118.70	(81.31)	14.64	17.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	290.70	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(301.01)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(35.71)	14.46	(10.82)	(51.94)	(51.62)
现金净增加额	4.21	203.93	120.19	165.47	184.16

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,344	1,371	1,561	1,716	1,875
营业成本	794.02	823.24	919.88	1,006	1,099
营业税金及附加	36.35	16.46	35.19	35.23	34.43
营业费用	247.93	227.70	265.29	291.66	318.80
管理费用	55.78	58.30	66.36	72.95	79.74
财务费用	4.77	11.11	10.73	5.97	5.82
资产减值损失	1.44	15.49	5.98	7.64	9.71
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.63	1.38	2.95	3.32	2.55
营业利润	209.16	220.08	260.06	299.76	330.67
营业外收入	9.15	30.06	30.06	30.06	30.06
营业外支出	0.29	1.02	1.02	1.02	1.02
利润总额	218.01	249.11	289.09	328.79	359.71
所得税	51.77	64.83	68.65	80.57	89.06
净利润	166.25	184.28	220.44	248.22	270.65
少数股东损益	(0.14)	(0.46)	(0.32)	(0.39)	(0.49)
归属母公司净利润	166.38	184.74	220.76	248.61	271.14
EBITDA (倍)	285.59	295.40	336.81	371.01	401.25
EPS (元)	0.20	0.23	0.27	0.30	0.33

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	9.81	2.02	13.82	9.94	9.30
营业利润	27.58	5.22	18.17	15.27	10.31
归属母公司净利润	26.19	11.04	19.49	12.62	9.06
获利能力 (%)					
毛利率	40.91	39.95	41.05	41.38	41.41
净利率	12.38	13.48	14.15	14.49	14.46
ROE	10.23	10.53	11.18	11.42	11.28
ROIC	11.24	16.62	17.87	19.97	21.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.22	32.53	29.56	29.24	28.77
净负债比率 (%)	30.07	27.78	18.56	18.72	19.15
流动比率	3.27	1.87	2.29	2.39	2.46
速动比率	1.76	1.18	1.45	1.57	1.63
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.59	0.58	0.58	0.58
应收账款周转率	11.31	11.13	11.36	11.34	11.31
应付账款周转率	5.70	5.88	6.42	6.01	6.13
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.23	0.27	0.30	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.26	0.38	0.36	0.41
每股净资产(最新摊薄)	1.99	2.14	2.41	2.66	2.94
估值比率					
PE (倍)	69.68	62.75	52.51	46.63	42.76
PB (倍)	7.13	6.61	5.87	5.32	4.82
EV_EBITDA (倍)	37.90	36.64	32.14	29.17	26.97

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com