

福成五丰 (600965)

养老安乐概念稀缺标的+牛肉全产业链龙头

买入(首次)

2015年11月11日

盈利及估值	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1100.24	1551.34	2085.72	2522.58
同比(+/-%)	7.2%	41.0%	34.0%	22.5%
净利润(百万元)	71.43	281.74	430.90	543.97
同比(+/-%)	-21.3%	182.4%	53.3%	27.0%
毛利率(%)	34.6%	41.4%	47.4%	48.4%
净资产收益率(%)	7.7%	19.4%	26.8%	28.0%
每股收益(元)	0.14	0.25	0.52	0.66
PE	102.23	56.15	47.81	42.93
PB	7.86	10.90	9.53	8.22

投资要点:

- 稀缺标的 A 股殡葬概念第一股:** 目前中国殡葬服务业大致分为遗体处理、墓地服务、殡仪服务、其他产品销售及服务。行业增长的驱动因素主要有: 1) 量: 老龄化、行业并购整合; 2) 价: 消费者定价弱, 售价和服务费用提升; 3) 殡葬服务以及周边服务增加。4) 家族情感与孝文化对殡葬业的推动。**福成五丰——宝塔陵园(燕郊毗邻北京新政府所在地通州):** 营业收入来源于三项业务: 一是墓位及骨灰格位销售收入, 二是殡葬服务收入, 三是墓位管理费收入。墓位是宝塔陵园的主要产品(规划 40 万个墓穴, 目前销售 25% 不到, 过去两年提价 40%, 收入规模 256 亿, 净利率超过 50%) 我们判断国内 2 年内 IPO 和借壳无同类标的, 凭借资金和管理经验, 非上市公司主动要求被并购。
- 需求不断增长, 聚焦牛肉全产业链:** 牛肉行业未来 8 年接近 5000 亿规模。国内牛肉供应增长乏力, 牛肉产量已经连续三年在 600 万吨左右, 同类上市公司海外积极布局, 上市公司资金充裕不排除五丰也跨境并购。进口方面, 由于进口基数低, 短时间内难以满足牛肉需求。需求不断增长, 供给反而下降, 养殖成本不断攀升, 因此肉价近年来不断加速上扬。公司是肉牛养殖业唯一一家上市公司, 采用“公司+基地+农户”的饲养模式, 覆盖“养殖—屠宰—加工—餐饮”, 完善的全产业链, **13 年收购了大股东旗下福成肥牛餐饮的 100% 股权。**14 年年报, 餐饮收入达 4.75 亿元, 同比增长 11.6%, 毛利率 64.87%; 15 年中报, 餐饮业收入 2.2 亿元, 占整体收入的 40%, 毛利率为 68.85%, 未来受益于门店数量的增加和单店收入的提升, 以及公司全球平台的布局, 公司整体盈利能力有望进一步提高。
- 盈利预测与投资建议:** 预计整体 2015-2017 年分别实现营业收入 15.51 亿元、20.85 亿元、25.22 亿元; 并表后 15-17 年摊薄 EPS 分别为 0.25、0.52、0.66 元。分业务预测, 畜牧业 16 年净利润 1.10 亿元, 给予 65xPE, 对应 71.5 亿市值; 预计餐饮业市值 54 亿, 净利润 0.9 亿元, 60xPE; 殡葬业 2016 年净利润规模 2 亿元, 给予 16 年 39xPE, 对应 78 亿市值。参考可比上市公司, 预计公司牛肉及墓地等业务有外延式收购预期, 同时墓地类似早年房地产不能光看静态 PE。整体 16 年预计净利润 4.3 亿元, 总市值 204 亿元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险因素:** 疫病风险; 食品安全风险; 资产注入不达预期

分析师: 马浩博

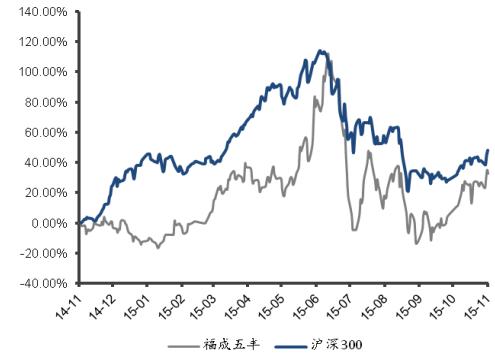
执业资格证书编号: S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

联系人: 丁一

联系电话: 0512-62936057

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.02
一年最低价/最高价(元)	12.50/8.47
市净率	7.0
流通 A 股市值(百万元)	5150

基础数据

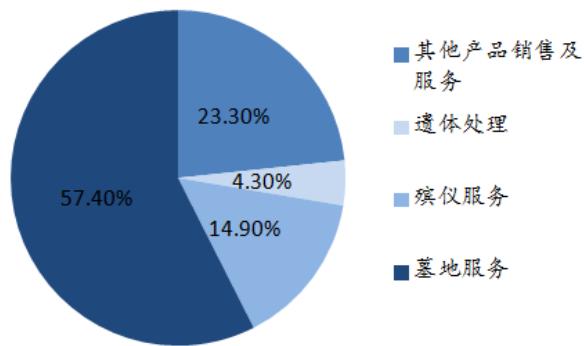
每股净资产(元)	1.95
资产负债率(%)	20.21
总股本(百万股)	819
流通 A 股(百万股)	380

1. 稀缺标的 A 股殡葬概念第一股

1.1 我国的殡葬行业

目前中国殡葬服务业大致分为遗体处理、墓地服务、殡仪服务、其他产品销售及服务。

图表 1 2014 年我国殡葬行业市场分布情况



来源 东吴证券研究所

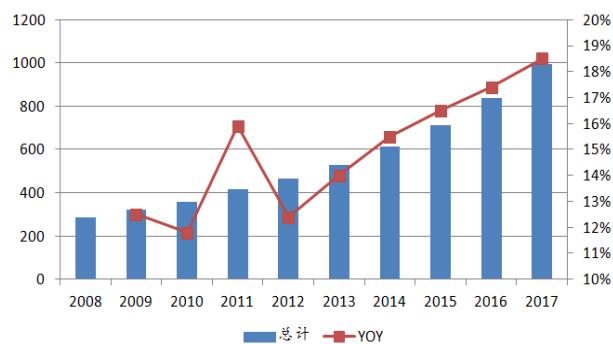
从行业规模来看，中国殡葬行业在 2012 年达到了 465.2 亿，并且预计 2015 年将超 700 亿，2017 年将上升至千亿规模。自 2013 年至 2017 年，我国殡葬行业复合年平均增长率 CAGR 将达到 17.9%。

图表 2：我国殡葬行业规模情况表（单位：亿元，%）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
总计	284.1	319.5	357.2	413.9	465.2	530.2	612.5	713.8	837.7	993.0
YOY		12.5%	11.8%	15.9%	12.4%	14.0%	15.5%	16.5%	17.4%	18.5%

来源 东吴证券研究所

图表 3：我国殡葬行业规模情况图（单位：亿元，%）



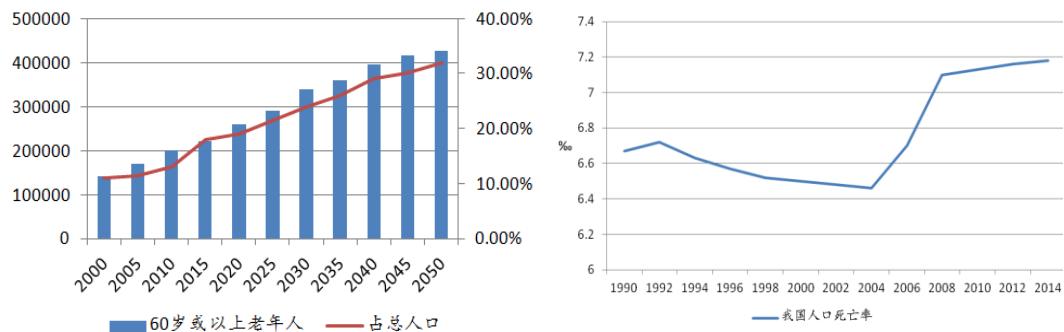
来源 东吴证券研究所

行业增长有以下几个主要驱动因素：

1.1.1 量：我国人口结构老龄化日益严重。

中国于 2000 年进入老龄社会，成为较早面临老龄化的发展中国家之一。随着人口老龄化加剧，死亡人口逐年递增，我国对公墓的需求量持续增加。

图表 4：我国人口老龄化趋势（单位：千人） 图表 5：我国死亡率趋势图



来源 东吴证券研究所

殡葬业的市场规模不断提升。近年来随着人口老龄化，死亡人数逐年提升，自 06 年起死亡率开始快速上升，到 2014 年死亡率达到 7.16%，预计到 2023 年中国人口死亡率将上升至 9.5%。预计到 2025—2045 年，我国年死亡人口将突破 2000 万人，为陵园墓地业提供巨大的市场空间。

1.1.2 殡葬行业分散，需要进行并购整合。

行业集中度较低，2012 年行业前五大企业总体市场份额（CR5）仅为 3.2%。

图表 6：中国殡葬行业前五大企业行业占比（%）

公司	占比
福寿园	1.00%
广州殡仪馆（国有）	0.70%
上海龙华殡仪馆（国有）	0.60%
上海松鹤墓园（国有）	0.50%
上海海湾寝园有限公司（混合所有）	0.40%
其他	96.8%

来源 东吴证券研究所

行业迫切需要大型公司的出现，并由大型上市公司对各个地区分散墓园进行并购整合，形成标准化的管理系统。同时，大型公司为墓

园的开发、日常维修管理等高额开支提供了坚实的资金保障。

图表 7 行业并购整合案例

收购公司	被收购公司	收购时间	收购结果
中福控股	安贤园	2010/6/18	墓园面积由 974 亩增至 674700 亩
		2013/7/4	中福控股正式更名为安贤园中国
福成五丰	宝塔陵园	2014/9	覆盖更多城市和人群，成为 A 股公墓第一股

来源 东吴证券研究所

1.1.3 价：消费者定价弱，墓位售价逐年增高

北京近 30 处墓园的墓地价格少则千元、多则百万元，相差甚大。比如，位于怀柔区渤海镇兴隆城的北京市九公山长城纪念林的公益墓价格为 5800 元，而八宝山人民公墓的平均价格是 100 万元，且显示售罄。综合各个墓园的情况，平均价格在 5 万元左右。

图表 8：墓位平均售价表

	2011	2012	2013
墓位平均售价（元）	44800	50300	60200
同比增速%		12.27%	19.68%

来源 东吴证券研究所

1.1.4 殡葬服务业逐步向市场化方向发展，殡葬服务及周边配套服务需求增加

殡葬业的未来发展有以下几个看点：1. 与政府和保险公司等机构洽谈“生前契约模式”的开发。2. 开发更多创新服务，如网上服务、录像等。3. 以互联网手段发展实体与虚拟的后期服务。殡葬企业应定位为殡葬服务提供商，收取高额的服务费，这也解决了墓园销售完毕后维持的费用来源问题。

1.1.5 民族情感与传统文化对殡葬业的推动

第一，中国人民讲求入土为安，所以，要想完全杜绝土葬很难；第二是落叶归根，这也决定了殡葬的地域性甚至超过房地产；第三是祈福文化，讲究风水，这对墓园的建设有很大的制约；第四是孝道，所以，尽管国家大力提倡一切从简，但在老百姓看来厚养薄葬很难做到，毕竟这是对逝者的感情寄托；第五是攀比文化。

1.2 收购宝塔陵园，填补 A 股殡葬空白

除了肉牛养殖加工、餐饮等传统业务之外，公司还积极拓展新的业务。2014 年 9 月，公司发布公告，拟收购大股东旗下三河灵山宝塔陵园有限公司 100% 股权，交易作价 15 亿元，拟向福成投资发行 2.8 亿股购买，目前已经通过证监会核准。

宝塔陵园主营业务收入来源于三项业务：一是墓位及骨灰格位销售收入，二是殡葬服务收入，三是墓位管理费收入。墓位是宝塔陵园的主要销售产品，14 年占到整体销售收入的 98.9%。宝塔陵园的墓位产品坐落于 14 个墓区，墓位产品主要分为定制艺术墓、成品艺术墓、成品制式墓三大类，满足产品和客户需求的多元化。

图表 9：宝塔陵园的核心优势

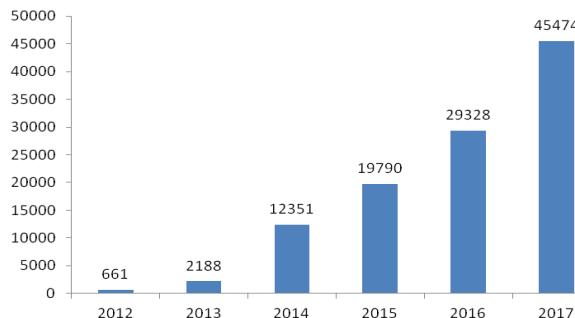
核心优势	具体优势
地理位置	位于河北省三河市黄土庄镇，与北京、天津接壤，属于环京津区域
价格优势	较之北京墓地市场，同等墓地价格便宜 30%-50%
交通方面	属于环京津区域，距北京不足 1 小时车程，交通便利
陵园规模	宝塔陵园园区总占地面积为 765 亩，规划墓穴数量约为 12.5 万个，规模大的陵园对消费者有着更大的吸引力。
客源优势	北京地区、廊坊地区客户是宝塔陵园收入的重要来源，唐山市、天津市亦为宝塔陵园重要的目标客户市场

来源 东吴证券研究所

宝塔陵园有效辐射区域市场的市场容量及客户的购买力，保证了其未来发展空间。墓地服务整体呈现高毛利、高费率的特征。极其低廉的土地成本也保证了其较高的毛利率。2014 年全年度实现营业收入 1.2 亿元，净利润 6042 万元。预计宝塔陵园未来 5 年净利润将呈现快速增长的趋势，公司未来业绩增长可期。

此外，政策方面也一定程度上推动了公司的殡葬业务的发展。11 月 8 日，北京、天津、河北三地民政部门共同签署《京津冀民政事业协同发展合作框架协议》，京津冀将试点跨区域养老。未来，京津冀三地将在养老、殡葬等十大领域重点开展协同发展，京津冀三地将协同规划布局养老机构，引导鼓励养老服务业积极向北京之外疏散转移，探索跨区域养老新模式，开展跨区域购买养老服务试点，以引导鼓励养老服务业向北京之外（宝塔陵园位于毗邻北京新政府所在地通州的燕郊）疏散转移。今后将发挥政府推动、市场主导和社会参与的多主体作用，合力撬动社会资本和资源，支持探索政府和社会资本合作模式（PPP），围绕京津冀打造互补互利的养老服务集群，鼓励实力强的养老企业走跨区域的品牌化、连锁化发展道路。

图表 10：12-17 年殡葬业务营业收入趋势图（单位：万元）



来源 东吴证券研究所

目前，殡葬业上市公司有福寿园 (1448.HK)、安贤园 (0922.HK)、中国生命集团 (8296.HK)、富贵生命 (1438.HK)、仁智国际集团 (8082.HK) 以及福成五丰 (600965)。其中，仅福成五丰为 A 股，其余均在港股上市。原因主要是由于殡葬业的土地受到中国政府监管，其中墓地的审批权在民政部门，且墓地获取需遵循一定流程，类似早年的房地产发展初期，财权不明晰。

图表 11：国内主要殡葬业公司经营情况

	12 年收入	13 年收入	14 年收入	12-14 收入 CAGR	毛利率	净利率
福寿园	4.8 亿元	6.12 亿元	7.59 亿元	18.31%	79.97%	35.84%
安贤园	1.04 亿元	1.28 亿元	0.79 亿元	-8.5%	39.82%	3.64%
中国生命集团	5736 万元	6310 万元	6960 万元	10.3%	77.20%	-15.95%
福成五丰	661 万元	2188 万元	11 亿元	4.3%	37.13%	6.45%

来源 东吴证券研究所

墓园殡葬行业的成本主要是技术设施的建设，以及墓穴建造，管理成本较低，随着宝塔陵园这两项建设工作的逐步完成，后期的毛利率会逐渐上升，2013 年宝塔陵园的销售收入是 2187 万，亏损 225 万，这些亏损就是前期的基础设施建设以及墓穴建造，所以 14 年销售收入 3562 万，净利润就直接攀升到了 1436 万。仅销售了 824 个墓穴，10 个骨灰格位。

图表 12：安贤园中国盈利情况（%）

	2012	2013	2014		2012	2013	2014
销售毛利率	74.03	54.65	39.82	销售毛利率	80.49	80.36	79.97
销售费用率	17.74	12.7	11.47	销售费用率	19.84	17.32	18.78
管理费用率	100.04	30.08	22.52	管理费用率	21.68	20.1	25.1
财务费用率	19.52	1.18	4.38	财务费用率	2.26	0.86	0.46
销售净利率	-170.53	-15.77	3.64	销售净利率	25.89	27.34	35.84

来源 东吴证券研究所

图表 13：福寿园盈利情况（%）

来源 东吴证券研究所

安贤园中国的毛利率在 2012 财年开始一直持续下降。这主要是由于集团出售墓位得到的收入占集团总收入份额迅速提高。2014 财年集团出售墓位收入在总收入的占比接近 2/3。而这一类出售给政府的墓位因带有公益性质，因此价格与毛利率都较低，直接拉低了集团总体毛利率。集团预计未来将会不再出售墓位。虽然停止墓位的出售会使集团总收入在近两财年出现下滑，但是这同时将明显改善集团的毛利率水平，对其未来净利润率将起到极大的促进作用。对标目前福寿园 80%左右的毛利率，集团 40%的毛利率存在较大的上升空间。

福寿园业务模式均以出售墓地为主，毛利率达到行业水平，约 80%。但与安贤园相比，在销售费用、管理费用、财务费用上的支出存在差异，2013 年福寿园的净利率为 35.84%。

图表 14 可比公司业务模式及经营现状比较

整体行业背景

1) 公墓需求日益增长，入墓率全国各地差异较大；2) 行业较为分散，有并购整合需求；3) 行政和土地资源稀缺；4) 行业出现消费分化，未来可能向上游发展。

福寿园

福寿园是内地最大殡仪服务及墓园维护服务供应商，也是唯一一家在多地拥有经营实体的殡葬企业，目前在上海、重庆、合肥、济南、郑州等八个城市拥有 22 个分公司。公司主营收入约 85.6% 墓地销售，12.7% 殡仪服务，综合毛利高达 80%。

未来将开发新墓园、通过并购墓园或殡仪设施及建立新的殡仪设施。公司业务 2014 年取得稳固发展，数项收购或合作令其土地储备增至 4800 亩，其中 1170 亩具有土地认证，并新增两个有火葬设施的殡仪馆。内地人口上升，及合适落葬土地短缺，其殡仪及墓园维护服务方面继续经营良好，集团于两年前开始加快建立新墓园，其销售增长较预期理想，外延扩张继续。

公司未来的增长动力：1) 国内人均收入上升，对殡葬服务的需求增加；2) 现有墓地拥有庞大价值；3) 定价能力强劲，利润稳定；4) 集团为行业领先者及市场整合者；5) 特许经营模式及管理墓地的新资产有扩张的潜力。

安贤园

安贤园通过借壳中福控股开发大陆墓园业务，数次增发为发展储备弹药。

加速并购全国各地墓园扩张：1) 安贤园制定了在争取行业行政资源的同时，在全国沿海省份经济较发达的中小城市以及殡葬改革较为落后的区域并购已有墓园的战略规划。2) 目前的规模相比同类上市公司空间较大。福寿园 2014 年报中披露可出售墓园 138.8 万平方米；而安贤园截止 15 年 5 月集团墓园占地仅 112.5 万平方米。

转型提供整体殡葬祭一条龙服务。安贤园通过收购郎泰医院股

权以及全资收购杭州好乐天，开始从单一提供殡葬服务的公司转型为提供殡葬祭服务一体化服务的公司。集团计划从 ICU 临终关怀服务以及殡仪仪式开始扩大自己对潜在客户的控制，提升集团殡葬主业的收入。对标同类上市公司，福寿园殡仪业务收入已经占到集团总收入的 14%；我们预计集团的收入将会逐步提升

土地储备充足，当前估值偏低。随着安贤园并购的不断推进，其土地储备十分充足。同时，由于我国土地价格的逐年上升以及其在转型全产业链上的进一步深入，我们预计集团未来收入将稳步提升

提供殡仪及相关服务、销售墓地及提供墓园保养服务。管理层将继续以其专业而独特的业务模式有效地套用于不同地区，同时注视其他潜力庞大及机遇处的地区，藉此扩展业务的覆盖范围。

中国生命集
团

14 年营收 6960 万元，其中约 91.3% 来自中国市场、约 3.4% 来自台湾市场、约 2.7% 来自香港市场，另有约 2.6% 来自越南市场。中国、香港及越南为集团发展重点，尤其是越南在未来一年将是本集团一个具有庞大收益的据点，预算越南之陵园墓地项目可提供超过 4000 个土葬墓穴及 1000 个骨灰位，若悉数出售预计可合同为本集团带来约人民币 2.178 亿元的收入。**14 年毛利增长 14.1% 至约人民币 5380 万元 (13 年约人民币 4710 万元)，毛利率上升至约 77.2% (13 年约 74.6%)。**

福成五丰

A 股市场仅有的殡葬概念第一股。宝塔陵园面向京津冀客户，业绩承诺奠定未来高速增长。

公司殡葬服务业未来主要看点，一是并购，即覆盖更多的城市、人群，拥有更多的墓地、殡仪馆（目前还没完全放开）；二是创造更多需求，殡葬作为一个典型的精神产品，其实很多精细服务带开发，尤其是长久以来大家饱受粗暴服务之苦的时候，稍微的改进将会创造巨大的经济效益。

来源 东吴证券研究所

图表 15 可比公司销售情况比较

		2011	2012	20131Q	20141Q
安贤园	售出墓位个数 (个)	320	1047	1144	1125
	墓位平均售价 (元)	44800	50300	60200	
	墓位销售收入 (千元)	14336	52664	68869	
	售出龛位个数 (个)	26000		13000	31000
	龛位平均售价 (元)	3610		4450	
	龛位销售收入 (千元)	93860		57850	
福寿园	售出墓位个数 (个)			2013	2014
				7667	10093
中国生命集团	殡仪服务销售收入 (千元)			2013	2014
				63100	69600

来源 东吴证券研究所

宝塔陵园的规划是 12.5 万个墓穴，4 万个骨灰格位。宝塔陵园 14 年墓穴单价 4 万元（同比+43%），销量最大的成品制式墓 14 年单价 3.48 万元（同比+50%）。墓碑方面提价幅度均在 20% 左右。所以福成集团的业绩承诺相对保守。

宝塔陵园的总规划是 2000 亩，一期规划 700 亩的，是 12.5 万个墓穴。（在陵园规模方面，宝塔陵园园区总占地面积为 765.25 亩，规划墓穴数量约为 12.5 万个）。总共计划是三期，分“七星园”、“八德园”、“九州园”三期建设完成。若三期全部建成完毕，墓穴是 40 万个。按照 6.4 万元（我们判断未来 3 年单价 CAGR 超过 20%）均价 *40 万个=256 亿（不考虑墓碑，定制化服务，成本 6000 元/个，后期维护成本较低），同时扫墓带来的宝塔陵园配套消费，可以发展成养老旅游景点。

图表 16 可比公司土地储备比较

	墓园面积（万平方米）	2013	2014
安贤园中国			可售面积 138.8
福寿园		可售面积 97.3	可售面积 138.7
福成五丰宝塔陵园			可售面积 11.3

来源 东吴证券研究所

在南部某些乡村，一块被认为是风水好的墓地，价格可能达到十几万元，远超过一线城市墓地的价格。所以，整个墓园的选址也就至关重要。

图表 17 可比公司土地位置分布情况

分布省份	2013	2014	并购目标城市
安贤园中国	浙江	浙江、贵州、河北	沿海省份中小城市为主
福寿园	上海、海港、河南、山东、合肥、锦州	上海、海港、河南、山东、合肥、锦州、重庆、梅岭、南昌、淮北	各省份省会及主要城市
福成五丰宝塔陵园		河北	中国、香港、台湾、越南
中国生命集团			

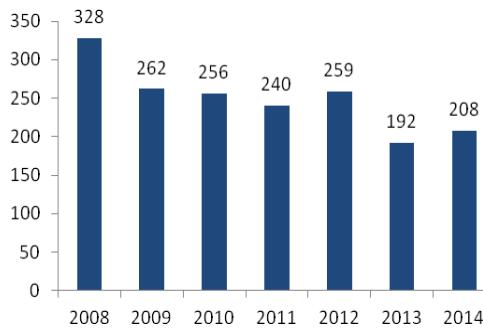
来源 东吴证券研究所

2. 牛肉需求不断增长，聚焦牛肉全产业链

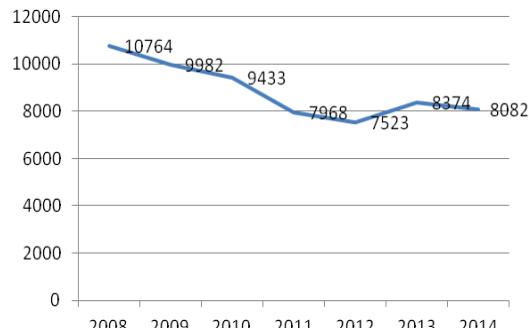
公司是肉牛养殖业唯一一家上市公司，采用“公司+基地+农户”的饲养模式，覆盖“养殖—屠宰—加工—餐饮”，完善的全产业链，成本更可控。公司在廊坊三河市拥有 1200 亩养殖基地，潜在年出栏规模 4 万头，曾是北京奥运会牛肉指定供应商，业务主要面向京津冀一带，客户包括麦当劳、航空食品、城市快餐饮业等。

牛肉行业未来的成长空间接近 5000 亿。虽然行业内已经形成了不少区域性领先企业，但是行业的集中度和集团化程度仍然较低，大型企业的屠宰量占全国总量的比例很低。公司年均屠宰量排名领先，约为 3 万头左右，尚不足全国肉牛出栏量的 0.1%。

图表 18 公司历年牛肉收入(单位：万元) 图表 19 公司肉牛数量变化趋势 (消耗性生物资产：万元)



来源 东吴证券研究所



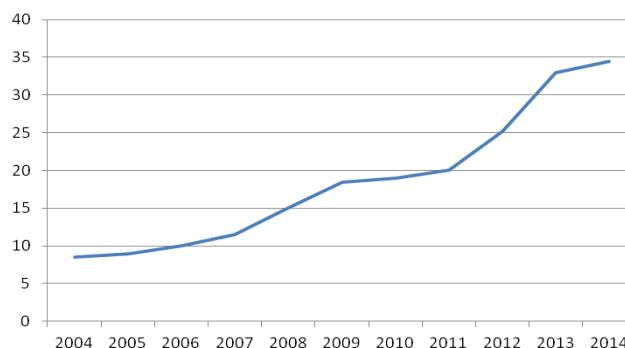
来源 东吴证券研究所

随着经济的快速发展，我国居民食品消费支出出现了较大的变化，肉类消费支出迅速提升。牛肉营养丰富，高蛋白低脂肪，其营养价值高于猪肉及其它肉类产品。随着人们生活水平的日益提高和对饮食健康的不断重视，牛肉的需求增长潜力巨大。长远来看，全球人均牛肉年占有量为 10 公斤左右，其中发达国家人均牛肉年占有量在 50 公斤以上，而中国约为 4.9 公斤，按照世界人均 10 公斤的牛肉平均消费水平来测算，我国还存在约 690 万吨左右的供给缺口。短期来看，中国牛肉需求量有望从 08 年的 600 万上涨到 15 年 740 万吨。

国内牛肉供应增长乏力，牛肉产量已经连续三年在 600 万吨左右。由于肉牛生长周期缓慢，且在行业内散养户占主导地位，目前我国肉牛饲养在 10 头以下的养殖户占 95% 以上，具有规模化和品牌化的公司屈指可数，过度分散的小规模养殖户优先选择外购架子牛，因此出现了大面积的屠宰能繁母牛的现象，使得小牛的供给严重不足。

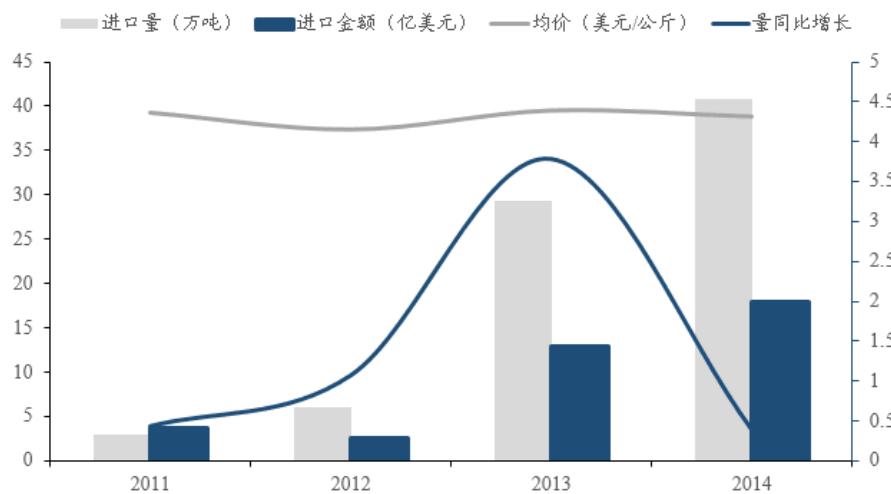
需求不断增长，供给反而下降，养殖成本不断攀升，因此在供需逐渐失衡的影响下，牛肉价格不断攀升，平均价格从 08 年 30 元/公斤上升到目前的 60 元以上，上涨幅度超过 100%。

图表 20 国内牛肉价格走势图 (单位:元/500g)



来源 百度、东吴证券研究所

图表 21 我国进口牛肉规模趋势图



来源 东吴证券研究所

进口方面，由于进口基数低，短时间内难以满足牛肉需求。2012 年以来，我国进口牛肉量呈爆发式增长，预计 2015 年进口牛肉量将达 51 万吨，近 3 年总增长超过 3 倍。

图表 22 国内牛肉企业经营现状和业务模式比较

上海梅林

公司聚焦牛肉全产业链，收购 SFF 后获得稳定牛肉供应，打造联豪牛排领导品牌。SFF 集团在梅林协助下扩大中国出口占比、提升小包装比重以及提高屠宰利用率，其毛利率水平将获得较大提升，未来有望达到 35%-40%，远高于国内牛肉屠宰企业 20% 的平均水平。并表后预计公司收入规模将突破 250 亿元，利润也将实现大幅增长，梅林短期内将迅速成为国内最大的牛羊肉综合加工企业。

长春皓月

公司是集肉牛、肉羊屠宰加工于一体的综合农牧集团，其肉牛屠宰产能达到 70 万头，是国内屠宰产能最大的企业，也是行业内公认的规模最大的企业。该公司的产品系列较全，涵盖了生鲜牛肉、熟食制品、生化制品以及皮革制品等；产品销售规模较大，且销售区域广泛，除在大陆地区

销售外还出口香港、中东等地区。

福成五丰

公司是行业规模较大的企业之一，行业地位突出。其产品主要为鲜冻牛肉，以中档牛肉产品为主。公司市场主要集中在北京地区，地区销售收入占其销售收入总额的 70%左右。2009 年活牛屠宰量为 4.5 万头、牛肉销售收入 3.3 亿元、净利润 1939 万元；10 年活牛屠宰量下降到 3.1 万头、牛肉销售收入下降到 2.6 亿元、净利润下降到-3340 万元；2011 年活牛屠宰量 3.2 万头，牛肉销售收入下降到 2.3 亿元、净利润 1427 万元。2012 年、2013 年牛肉销售收入分别为 2.3、1.9 亿元。

内蒙古**科尔沁**

公司是行业内为数不多的农业产业化国家重点龙头企业之一，拥有育肥牛基地、屠宰加工场、草牧场、胚胎移植中心、餐饮连锁公司等多家下属企业，其年屠宰产能为 10 万头，产品以经过排酸、分割后的冷鲜、冷冻牛肉为主。

河南伊赛

公司是行业内规模较大的企业，主导产品为排酸冰鲜分割牛肉、排酸调理品牛肉、排酸熟制品等。伊赛公司作为河南省牛肉区域龙头企业，成长速度非常快。12、13 年公司肉牛屠宰量分别为 2.6 万头和 2.9 万头，已成为河南省境内规模最大的肉牛屠宰厂。13 年、14 年公司收入规模分别为 3.9 亿元、6.3 亿元。

来源 东吴证券研究所

图表 23 上市公司并购案例汇总

上市公司	具体案例
上海梅林	拟以全资子公司上海梅林(香港)有限公司以现金对拟购买 SFF 进行增资，增资后与其原股东银蕨牧场有限公司将各持 50%股份。
得利斯	拟通过增资及受让股权的方式收购澳大利亚大型牛肉生产销售集团 Yolarno Pty Ltd 公司相关股权。
双汇发展	以 71 亿美元收购全球规模最大的生猪生产商及猪肉供应商——史密斯菲尔德

来源 东吴证券研究所

公司已形成规模化和品牌化的肉牛养殖，未来将持续受益于牛肉消费需求的快速增长。同时积极布局产业链下游，近年来以肉制品和速食品等食品加工业务增速明显，09-12 年复合增长率达到 0.3% 和 58.1%，业绩贡献已经远超牛肉业务。此外，公司进一步将业务向下延伸到餐饮端，于 2013 年收购了大股东旗下福成肥牛餐饮的 100% 股权。

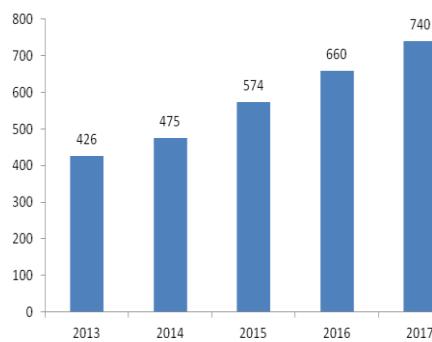
图表 24 福成五丰门店数量统计

项目	2012	2013	2014	2015	2016
新增门店数		15	11	10	10
减少门店数	4	1			
门店总数	54	68	79	89	99
单店年均收入 (万元)		587	601	645	667

来源 公司公告、东吴证券研究所

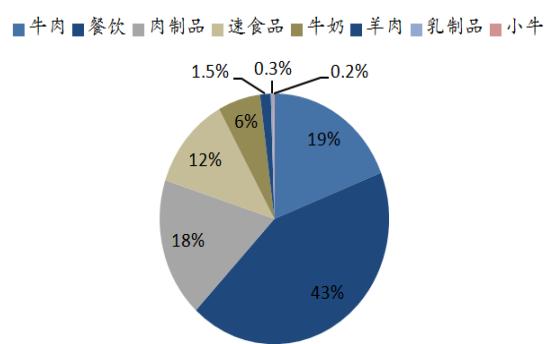
截至 2014 年底福成肥牛共有 79 家分店，主要分布在北京，河北，东北，内蒙古等地，预计 2016 年底 99 家分店。14 年年报，餐饮收入达 4.75 亿元，同比增长 11.6%，毛利率 64.87%；15 年中报，餐饮业收入 2.2 亿元，占整体收入的 40%左右，毛利率为 68.85%，未来受益于门店数增加和新增门店单店收入提升的双重拉动效应，公司整体盈利能力有望进一步提高。

图表 25 餐饮收入预测 (单位: 百万元)



来源 东吴证券研究所

图表 26 公司畜牧业和餐饮业各项收入占比



来源 东吴证券研究所

随着人们对饮食健康的日益关注，公司所生产的牛肉、羊肉、牛奶等产品将的需求都将不断上升。同时，公司受益于京津冀一体化，京津冀是我国北方经济规模最大、最具活力的地区，2014 年公司总收入中京津冀地区占比近 94%，未来公司的畜牧、餐饮业务都将长期受益于此。

3. 盈利预测和投资建议

福成餐饮承诺 13—15 年扣非后归属母公司净利润分别不低于 4478 万元、5506 万元和 6426 万元，其中 13 年完成净利润 5954 万元。宝塔陵园承诺 14—18 年度实现扣非后归属于母公司净利润不低于 5500 万元、8500 万元、10200 万元、12240 万元、14688 万元。其中 2013 年底宝塔陵园的园区基础性建设基本完成，2014 年正式推盘，进行大力度市场推广，14 年全年度实现营业收入 1.2 亿元，净利润 6042 万元。

图表 27 福成五丰分业务盈利预测总表

畜牧业	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	581	624	681.44	747.74	864.36
YOY%		7.32%	9%	10%	15%
成本(百万元)	487	523	573.00	613.35	699.13
毛利(百万元)	94	101	108.44	134.39	164.23
毛利率	16%	16%	16%	18%	19%
占总营收额比重%	57%	57%	43%	38%	36%
餐饮业	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	426	475	574.75	660.96	740.28
YOY%		11.58%	21%	15%	12%
成本(百万元)	152	167	206.91	237.95	266.50
毛利(百万元)	274	308	367.84	423.02	473.78
毛利率	64%	65%	64%	64%	64%
占总营收额比重%	42%	43%	37%	33%	31%
殡葬业	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入 (百万元)	21	122	207.90	393.28	554.74
YOY%		465%	61%	88%	41%
成本(百万元)	3	24	44.92	65.70	99.04
毛利(百万元)	17	97	163.98	328.58	454.69
毛利率	82%	80%	78%	82%	80%
占总营收额比重%	2%	11%	15%	18%	21%
营业收入(百万元)	1026	1100	1551.3	2085.7	2522.6
YOY%		7.21%	41.0%	34.0%	22.5%

来源 东吴证券研究所

预计畜牧业 15-17 年收入分别为 6.81, 7.47, 8.64 亿元, 15-17 年整体毛利率为 16%, 18%, 19%; 16 年行业平均估值 55x, 由于公司具有全产业链优势, 可以持续提升养殖环节毛利率, 给予 16 年 65XPE。

图表 28 畜牧业可比公司估值表

		EPS			PE			市值 亿元	PS 2015E
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E		
300106	西部牧业	0.29	0.57	1.07	71.07	37.00	19.59	34.00	5.68
600073	上海梅林	0.22	0.36	0.45	62.19	36.89	29.68	126.59	0.91
300313	天山生物	0.07	0.19	0.56	267.78	91.43	31.62	33.09	18.69
	平均				133.68	55.11	26.96		8.43

来源 东吴证券研究所

图表 29 餐饮业可比公司估值表

		EPS			PE		市值 亿元	PS 2015E
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E		
000721	西安饮食	0.04	0.07	0.09	200.98	122.44	90.15	41.97 4.39
002186	全聚德	0.48	0.54	0.64	44.17	38.57	33.07	64.78 3.26
	平均				122.57	80.51	61.61	3.83

来源 东吴证券研究所

餐饮业 15-17 年收入分别为 5.74, 6.60, 7.40 亿元, 毛利率稳定在 64% 左右, 给予 16 年 60xPE。

图表 30 殡葬业和养老行业可比公司估值表

殡葬		EPS			PE		市值 亿元	PS 2015E
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E		
1448	福寿园	0.14	0.19	0.25	29.46	22.08	16.36	106.87 9.55
	养老	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E	亿元 2015E
601007	金陵饭店	0.24	0.28	0.34	62.17	53.24	44.13	50.28 7.11
000722	湖南发展	0.35	0.44	0.66	55.17	44.49	29.70	103.09 33.63
002381	双箭股份	0.39	0.44	0.49	41.58	37.03	33.04	69.08 5.74
600748	上实发展	0.46	0.58	0.67	26.93	21.32	18.65	142.57 2.79
	平均				46.46	39.02	31.38	12.32

来源 东吴证券研究所

殡葬业 15-17 年收入分别为 2.07, 3.93, 5.54 亿元, 毛利率维持在 78% 左右, 参考同类公司估值, 16 年港股平均估值 22x, 国内养老上市公司平均估值 39x, 由于公司是 A 股稀缺标的, 未来有并购预期, 给予公司 16 年 39xPE。

图表 31 分业务估值 (单位: 亿元)

	2016E 市盈率	2016E 净利润 (亿元)	2016E 总市值 (亿元)
畜牧业	65	1.10	71.50
餐饮业	60	0.90	54.00
殡葬业	39	2.00	78.00
合计		4.00	203.50

来源 东吴证券研究所

预计整体 2015-2017 年分别实现营业收入 15.51 亿元、20.85 亿元、25.22 亿元; 并表后 15-17 年摊薄 EPS 分别为 0.25、0.52、0.66 元。分业务预测, 畜牧业 16 年净利润 1.10 亿元, 给予 65xPE, 对应

71.5 亿市值；预计餐饮业市值 54 亿，净利润 0.9 亿元，60xPE；殡葬业 2016 年净利润规模 2 亿元，给予 16 年 39xPE，对应 78 亿市值。参考同类型公司，预计墓地等业务有外延式收购预期。整体 16 年预计净利润 4.3 亿元，总市值 204 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4. 风险因素

肉牛养殖疫病风险；餐饮业务食品安全风险；资产注入不达预期。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	552.5	713.8	856.4	1000.2	营业收入	1100.2	1551.3	2085.7	2522.6
现金	134.0	140.0	130.0	120.0	营业成本	691.7	868.8	892.1	1108.2
应收款项	122.8	165.8	212.2	258.9	营业税金及附加	28.2	40.3	51.6	63.0
存货	256.1	328.5	412.9	498.2	营业费用	238.6	321.1	321.0	488.7
其他	39.7	79.6	101.3	123.1	管理费用	47.3	63.5	80.8	98.3
非流动资产	686.6	807.9	924.7	1038.1	财务费用	7.6	7.5	12.4	14.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	518.3	640.0	757.3	871.0	其他	0.5	1.4	1.4	1.4
无形资产	42.9	42.4	42.0	41.6	营业利润	87.3	251.6	509.1	631.6
其他	125.4	125.4	125.4	125.4	营业外净收支	3.8	3.8	3.8	3.8
资产总计	1239.2	1521.7	1781.1	2038.3	利润总额	91.1	255.4	512.9	635.4
流动负债	308.7	480.1	590.5	658.3	所得税费用	19.8	53.6	72.0	91.4
短期借款	110.1	237.8	285.2	272.3	少数股东损益	-0.1	0.0	0.0	0.0
应付账款	124.9	154.7	194.5	233.0	归属母公司净利润	71.4	201.74	430.90	543.97
其他	73.7	87.6	110.8	153.1	EBIT	95.9	259.1	351.5	445.8
非流动负债	0.0	0.1	0.2	0.3	EBITDA	133.6	315.4	416.3	520.3
重要财务与估值指标									
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	2014	2015E	2016E	2017E	
其他	0.0	0.1	0.2	0.3	每股收益(元)	0.14	0.25	0.52	0.66
负债总计	308.7	480.2	590.7	658.6	每股净资产(元)	1.76	1.27	1.95	1.98
发行在外股份(百万股)									
少数股东权益	2.0	2.0	2.0	2.0	股)	528.0	819.0	819.0	819.0
归属母公司股东权益	928.5	1039.5	1188.4	1377.6	ROIC(%)	7.6%	17.6%	20.2%	22.6%
负债和股东权益总计	1239.2	1521.7	1781.1	2038.3	ROE(%)	7.7%	19.4%	22.8%	25.0%
现金流量表 (百万元)					毛利率(%)	34.6%	41.4%	47.4%	48.4%
经营活动现金流	190.1	146.1	246.1	345.6	EBIT Margin(%)	8.7%	16.7%	17.7%	18.4%
投资活动现金流	-129.6	-177.0	-181.6	-187.9	销售净利率(%)	6.5%	13.0%	21.6%	22.2%
筹资活动现金流	-27.7	36.9	-74.5	-167.7	资产负债率(%)	24.9%	31.6%	33.2%	32.3%
现金净增加额	32.9	6.0	-10.0	-10.0	收入增长率(%)	7.2%	41.0%	34.0%	22.5%

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,并注明出自为东吴证券研究所,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:

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。

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。

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>