

福成五丰 (600965) 点评报告

收购澳洲牛肉养殖业务第一单， 具有全产业链的开创意义

买入 (维持)

投资要点

事件：公司澳大利亚全资子公司福成澳大利亚控股有限公司拟以2800万澳元收购澳大利亚Woodlands农场，并成立福成木兰有限公司。公司公告该收购事项已经获得澳大利亚有关部门批准，根据合同约定，公司将于近期完成合同金额支付。

点评：

- **中国人吃牛肉是趋势，吃牛肉只能靠进口：** (1) 2007-2014年我国牛肉消费复合增速高达14.64%。我国人均牛肉消费量4.92公斤，与世界平均水平相比还存在1倍的差距。(2) 中国肉牛养殖头均成本高，中国农村金融发展落后，政府补贴少，土地少，污染多，导致农户养殖规模低。(3) 上游母牛繁育少，导致我国牛肉供给增长缓慢，肉牛存栏量持续下降，未来牛肉供需缺口长期存在，中国人吃牛肉是趋势，吃牛肉只能靠进口。
- **澳大利亚是优质牛肉得天独厚的提供商：**澳大利亚是牛肉生产大国，出口量排名世界第3。牛种良种率高达90%以上，生产性能强。同时作为独立岛国天然防疫条件好，追溯体系世界领先，牛肉食品安全有保障。此外，澳大利亚草地资源丰富，以放牧为主，人工、饲料成本优势明显，肉牛综合养殖成本比国内低40%-80%左右。即使考虑关税和运费（中澳自由贸易协定规定9年内实行零关税），澳大利亚的肉牛仍然比国内便宜30%以上。
- **收购 Woodlands 获取优质牛肉资源，牛肉全产业链运营协同效应明显：**Woodlands农场占地面积达50.8万亩，自然放牧可存栏12000头肉牛，可贡献牛肉5400吨左右。公司目前已形成品牌化的肉牛养殖，下游渠道资源丰富，包含麦当劳、航空食品、城市快餐饮业等大型客户。此外，公司积极布局产业链下游，通过收购福成肥牛将产业链延伸至餐饮端。2014年底福成肥牛共有79家分店，预计2016年底99家分店。牛肉价值链中最好的就是养牛，其次是终端，屠宰再次。收购 Woodlands农场后，公司将获得低成本优质牛肉资源，借助国内丰富的渠道资源有望迅速打开国内市场。
- **盈利预测：**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，预计公司墓地业务仍有外延式收购预期，我们估算不考虑任何外延收购和提价，公司现有墓地业务有160-200亿的利润（分40年释放）。即便是按照净资产估算，墓地业务市值200亿。整体16年预计净利润4.3亿元，6个月内目标市值204亿元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫病风险；食品安全风险；资产注入不达预期

2015年11月25日

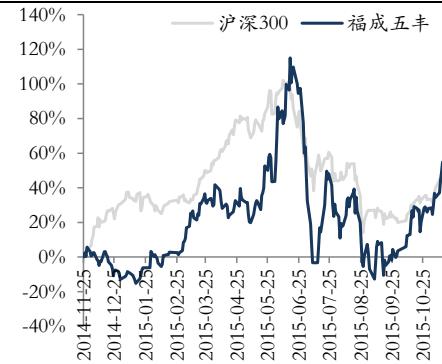
证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003
mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

18502518602
yanq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	16.79
一年最低价/最高价	8.55/21.69
市净率	8.61
流通市值 (亿)	45.26

基础数据

每股净资产	1.95
资产负债率	23.11
总股本 (百万股)	818.70
流通股A股(百万股)	380.05

图表 1：预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	利润表 (百万元)	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
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	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
少数股东权益	2.0	2.0	2.0	2.0	发行在外股份(百万股)	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)	2014	2015E	2016E	2017E	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、意见及推论不一致的报告。

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:

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>