

福成五丰（600965）点评报告

2015 年 12 月 24 日

10 亿并购基金打开殡葬业务外延扩张空间

买入（维持）

投资要点

事件：公司拟与深圳市和辉信达投资有限公司共同设立福成和辉产业发展投资企业。福成和辉产业并购基金本期设立规模为 10 亿元，分两期完成。其中福成五丰出资 4.5 亿元，占比 45%，和辉出资 1000 万元，占比 1%。

点评：

- **A 股殡葬概念第一股：**中国人口老龄化趋势加剧，叠加环境恶化等因素导致中国死亡人口将呈逐步上升趋势。出于入土为安和孝道等传统观念影响，土葬刚性需求较大，催生中国殡葬业快速增长，预计未来 5 年行业将保持 17.9% 左右的增速。2014 年 9 月公司通过收购宝塔陵园 100% 股权切入殡葬业务，填补 A 股殡葬空白。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。
- **并购基金拟落地，殡葬业务外延有望提速：**公司设立福成和辉主要目的是协同和辉资本的资源优势、利用金融工具放大公司投资能力，提高和巩固公司在行业内的龙头地位。福成和辉主要投向是以陵园为主要标的的殡葬行业和围绕牛肉有望的并购重组。而殡葬业务行业空间巨大，市场集中度低。我们预计福成和辉将资金主要用于异地并购陵园。每个地区仅发放 1-2 两家陵园经营牌照，牌照资源稀缺。公司将借助并购基金，抢占牌照资源，不断扩张殡葬业务。
- **寿险+墓地预售模式有望成为公司新的扩张模式：**阳光人寿以 0.4% 的溢价取得福寿园 7.3% 的股权，福寿园股价创出新高。参考美国 SCI 公司和福寿园，寿险+墓地预售模式将带来巨大的市场机会。我们猜测公司也有可能采取寿险+墓地预售的模式，打开 5 万亿左右市场空间。
- **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。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；外延并购不达预期

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

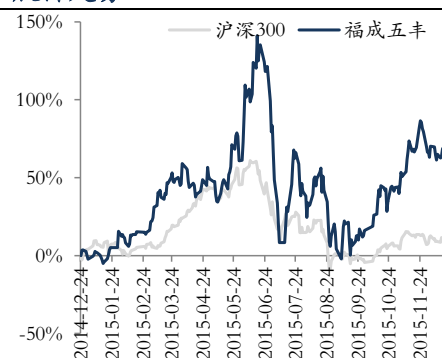
mahb@research.dwstock.com.cn

联系人 严琦

18502518602

yanq@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	16.54
一年最低价/最高价	8.55/21.69
市净率	8.4834
流通市值（亿）	44.59

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

相关报告

1. 公司深度《福成五丰：养老安乐概念稀缺标的+牛肉全产业链龙头》2015-11-11
2. 公司点评《福成五丰：收购澳洲牛肉养殖业务第一单，具有全产业链的开创意义》2015-11-24

图表 1: 预测财务报表

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
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
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,并注明出处为东吴证券研究所,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>

