

福成股份（600965）

中报殡葬业务单价提升明显，期待外延并购打开市值空间

2016年8月30日

投资评级：买入（维持）

事件：福成股份公布16年中报。1H16实现营收6.79亿元，同比增4.12%，净利润0.85亿元，同比下滑4%，每股收益0.10元。2Q16营收3.39亿元，同比增6.66%；2Q净利0.44亿元，同比下滑8.62%，每股收益0.05元。

点评：

- **营收增长两架马车，核心看好“畜牧板块+殡葬业务”。**畜牧业板块营收4.13亿元，同期扩大17.56%，净利润1113.47万元，同期扩大55.17%，公司发挥牛肉产业上下游优势。福成股份是稀缺海外并购肉牛养殖业上市公司，收购澳洲Woodlands农场后，直接获利于牛肉价值链中收益最高的养殖环节；此外产业链下游布局福成肥牛，获得丰富渠道资源并受益于价值链中收益次高的终端环节。本报告期内牛肉及深加工制品增速明显，预期未来会进一步扩大低温肉制品，熟食加工及速食品生产等高附加值子产业，由于鲜奶下游挤压价格承压，奶牛饲养业务预期会进行收缩调整，食品+牛肉业务增速受制于经济，未来不排除剥离可能。
- **殡葬业务实现销售收入9421万元，同比+9.03%，净利润4857.45万元，同比增长4.91%，销量平稳，单价稳步提升。**报告期内实现销售墓位数量1430个，销量保持稳定，但单价同比上浮超过30%，体现了人们对中高定位精神消费类产品的需求。宝塔陵园地处燕郊，紧邻京津冀，项目规划完成40万个墓穴，目前销售不到25%，且同等墓地比北京便宜三至五成，价格仍有上升动能。殡葬业属于高利朝阳产业，伴随老龄化加剧，未来5年有望保持约17.9%年增速，行业毛利率高达80%，净利率高达50%左右，有较大盈利空间。
- **并购基金进程进一步推进，预期会采取“异地并购抢占牌照”策略，占据稀缺陵园经营牌照，不断扩张殡葬业务。**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%，其他合伙人出资5.4亿元，占比54%。目前并购基金已办理完工商注册登记手续，公司广泛接触各方面资讯与潜在标的，预期近期会展开外延并购项目，扩大在殡葬行业影响力。陵园经营属于牌照稀缺行业，每个地区仅发放1-2家经营牌照，预期公司将借助并购基金，抢占牌照资源，巩固行业壁垒。
- **盈利预测与投资建议：**预计16-18年摊薄EPS分别为0.24、0.41、0.74元。分业务预测：预计16-17年牛肉+食品业务贡献0.9亿和1亿利润，给予17年20xPE，市值20亿。预计殡葬业16年净利1亿利润，同时假设外延并购2亿利润（10亿规模并购基金按照3-5xPE外延并购），16年备考利润3亿，17年并购基金继续扩大规模至20亿，17年备考5亿利润。给予30xPE，对应150亿市值，合计168亿市值，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。

首席证券分析师 马浩博

执业资格证书号码：S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

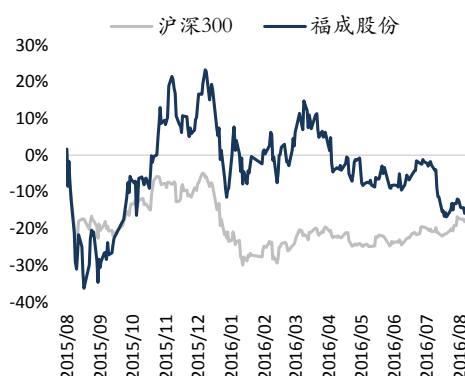
联系方式：021-60199762

高级证券分析师 汤玮亮

执业资格证书号码：S0600516070002

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	12.12
一年最低价/最高价	8.81/17.04
市净率	6.00
流通市值（亿）	46.06

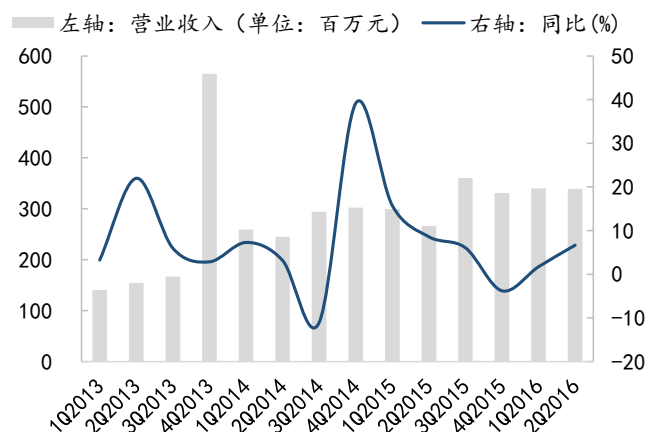
基础数据

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

相关研究

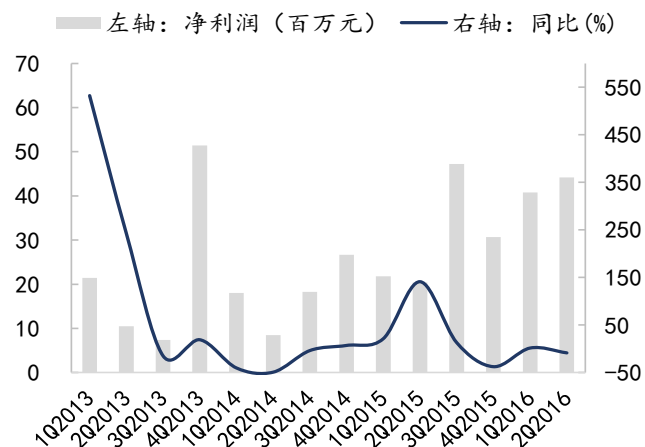
1. 10亿并购基金打开殡葬业务外延扩张空间——20151224
2. 收购澳洲牛肉养殖业务第一单，具有全产业链的开创意义——20151125
3. 养老安乐概念稀缺标的+牛肉全产业链龙头——20151112

图表 1: 1H16 收入同比增 4.12%，其中 2Q16 增 6.66%



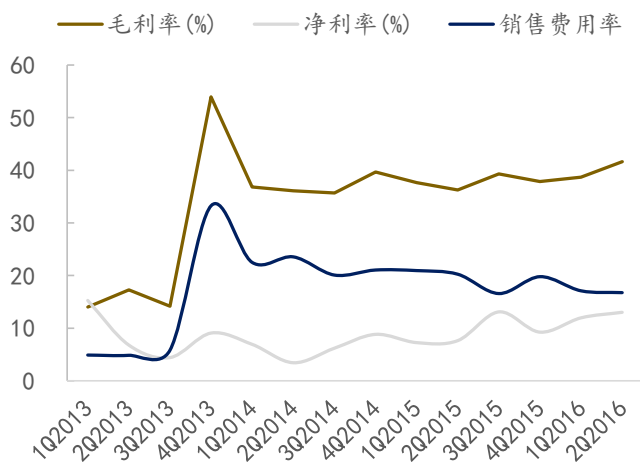
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 1H16 净利同比降 4%，2Q16 同比降 8.62%



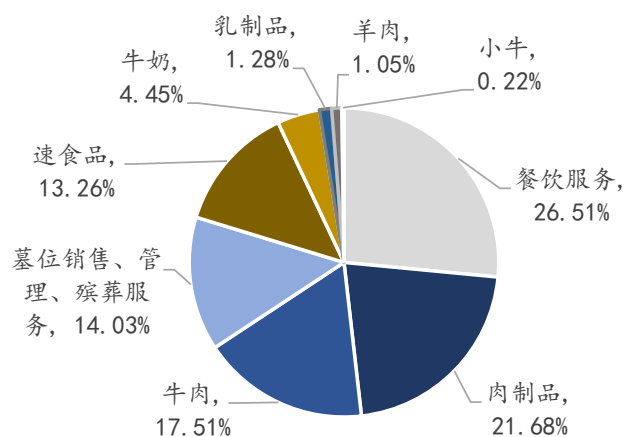
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 3: 2Q 毛利率同比增 5.38pct, 销售费用率降 3.5pct



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 4: 福成股份主营业务构成



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 5: 福成股份三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1259.4	1240.2	1408.7	1669.0	营业收入	1343.8	1384.9	1760.8	2443.9
现金	343.6	445.0	545.0	581.4	营业成本	794.0	821.5	933.4	1094.5
应收款项	129.7	136.6	173.7	241.0	营业税金及附加	36.3	37.4	47.5	66.0
存货	582.0	517.6	511.5	599.7	营业费用	247.9	256.2	317.8	439.9
其他	204.1	141.0	178.6	246.9	管理费用	55.8	62.3	72.2	101.4
非流动资产	757.0	951.5	1143.0	1326.8	财务费用	4.8	-0.7	-0.1	-1.8
长期股权投资	13.6	13.6	13.6	13.6	投资净收益	5.6	10.8	10.8	10.8
固定资产	591.5	788.2	981.8	1167.7	其他	-1.4	36.0	46.1	64.6
无形资产	43.0	40.8	38.7	36.5	营业利润	209.2	254.9	446.8	819.4
其他	109.0	109.0	109.0	109.0	营业外净收支	8.9	9.0	9.0	9.0
资产总计	2016.3	2191.8	2551.8	2995.8	利润总额	218.0	263.9	455.8	828.4
流动负债	384.8	413.2	519.4	502.1	所得税费用	51.8	62.7	108.3	196.7
短期借款	116.5	141.8	208.5	130.0	少数股东损益	-0.1	7.0	12.2	22.1
应付账款	163.8	168.8	191.8	224.9	归属母公司净利润	166.4	194.2	335.4	609.5
其他	104.4	102.6	119.1	147.2	EBIT	246.1	244.9	437.4	808.1
非流动负债	2.7	2.7	2.7	2.7	EBITDA	295.6	292.1	498.9	886.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标				
其他	2.7	2.7	2.7	2.7		2015	2016E	2017E	2018E
负债总计	387.5	415.9	522.1	504.8	每股收益(元)	0.20	0.24	0.41	0.74
少数股东权益	1.9	7.1	16.1	32.4	每股净资产(元)	1.99	2.16	2.46	3.00
归属母公司股东权益	1627.0	1768.7	2013.6	2458.5	发行在外股份(百万股)	818.7	819.0	819.0	819.0
负债和股东权益总计	2016.3	2191.8	2551.8	2995.8	ROIC(%)	11.6%	8.6%	14.4%	24.7%
现金流量表 (百万元)					ROE(%)	10.2%	11.0%	16.7%	24.8%
	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	40.9%	40.7%	47.0%	55.2%
经营活动现金流	258.1	377.7	380.2	544.6	EBIT Margin(%)	18.3%	17.7%	24.8%	33.1%
投资活动现金流	-213.4	-249.1	-256.3	-265.2	销售净利率(%)	12.4%	14.0%	19.0%	24.9%
筹资活动现金流	-39.5	-27.2	-23.9	-243.0	资产负债率(%)	19.2%	19.0%	20.5%	16.9%
现金净增加额	4.2	101.4	100.0	36.4	收入增长率(%)	22.1%	3.1%	27.1%	38.8%
折旧和摊销	49.5	47.2	61.6	78.2	净利润增长率(%)	132.9%	16.7%	72.7%	81.7%
资本开支	-120.0	-249.0	-256.3	-265.2	P/E	67.46	57.82	33.48	18.42
营运资本变动	-407.2	129.6	-27.2	-160.9	P/B	6.90	6.35	5.57	4.57
企业自由现金流	-238.2	114.6	111.6	268.3	EV/EBITDA	39.28	39.85	23.54	13.23

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>