

布局金融，稳健发展

■事件：2016年10月25日，法尔胜发布2016年三季报。根据报告，法尔胜2016年前三季度营业收入15.7亿元，同比增长22%，净利润1.4亿元，同比增长146%。

■公司业务调整与转型带来业绩提升。2016年前三季度公司实现净利润大幅提升，同比增速达到146%，其主要原因有两点，一是2016年上半年，公司以4.6亿元转让三家金属制品子公司100%股权所带来的收益，二是公司成功完成收购摩山保理并实现并表。

■收购商业保理，提升盈利能力。公司2016年4月20日通过现金收购上海摩山商业保理有限公司100%股权的议案，2016年上半年，摩山保理已成为公司的全资子公司。

(1) 摩山保理完成业绩承诺。根据摩山保理收购方案，摩山保理给出2015年至2017年内各年度扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润分别达到1.1亿元、1.2亿元和1.6亿元的承诺，2015年摩山保理实现扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润1.12亿元，完成业绩承诺。2016年上半年，摩山保理业务规模迅速扩大，实现营业收入2.1亿元，同比增速达到105%，净利润0.58亿元，同比增长73%。

(2) 摩山保理储备项目众多，业务模式创新。摩山保理储备项目众多，截至2015年10月末，摩山保理储备项目59个，为客户提供保理融资金额约37亿元；此外，摩山保理业务模式创新，2015年5月，公司推动的“摩山保理一期资产支持专项计划”落地实施，募集专项资金4.38亿元，这是国内首单以保理融资债权为基础资产的资产证券化项目。

■保理行业未来发展空间较大。2016年1-9月份，全国规模以上工业企业实现利润总额46380.6亿元，同比增长8.4%，规模庞大的应收账款为保理业务的开展提供了充足的业务基础，随着应收账款增加，企业逾期付款的现象加重，商业保理未来将发挥更加重要的作用。

■耀博泰邦增持，公司未来发展可期。2016年中植旗下的耀博泰邦增持公司，截至7月6日，耀博泰邦在公司的持股占比已达到15%。根据公司公告，增持主要是因为江阴耀博对公司发展前景的看好，体现出对公司未来发展的信心。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价15.2元。我们预计公司2016年-2018年的EPS分别为0.41元，0.54元，0.59元。

■风险提示：宏观风险；信用风险

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	1,552.1	1,426.5	1,983.3	2,157.5	2,233.4
净利润	5.2	5.5	154.5	204.6	224.6
每股收益(元)	0.01	0.01	0.41	0.54	0.59
每股净资产(元)	2.74	2.76	2.71	3.18	3.38

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	889.2	838.5	30.0	22.7	20.6
市净率(倍)	4.5	4.4	4.5	3.8	3.6
净利润率	0.3%	0.4%	7.8%	9.5%	10.1%
净资产收益率	0.5%	0.5%	15.0%	16.9%	17.5%
股息收益率	0.0%	0.1%	2.1%	1.9%	2.8%
ROIC	2.9%	3.7%	15.8%	17.0%	24.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：15.2元
股价(2016-11-01) 12.21元

交易数据

总市值(百万元)	4,635.42
流通市值(百万元)	4,634.38
总股本(百万股)	379.64
流通股本(百万股)	379.56
12个月价格区间	7.51/15.30元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.93	5.83	10.63
绝对收益	2.95	14.22	13.53

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn
021-35082968

相关报告

法尔胜：收购商业保理，发展产融结合	2016-03-31
法尔胜：产融结合转型金融，租赁保理比翼双飞	2016-02-28

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,552.1	1,426.5	1,983.3	2,157.5	2,233.4	成长性					
减:营业成本	1,336.7	1,234.3	1,725.1	1,867.5	1,920.7	营业收入增长率	-0.9%	-8.1%	39.0%	8.8%	3.5%
营业税费	8.9	6.9	10.4	11.4	11.4	营业利润增长率	-36.1%	-50.7%	2325.2%	43.2%	6.3%
销售费用	46.7	45.2	59.3	65.9	68.6	净利润增长率	-18.5%	6.0%	2694.9%	32.4%	9.7%
管理费用	90.2	90.1	118.4	130.1	136.4	EBITDA 增长率	-10.5%	-21.4%	99.4%	26.3%	5.7%
财务费用	82.8	57.4	14.0	10.0	15.0	EBIT 增长率	-19.2%	-34.3%	246.3%	38.8%	7.7%
资产减值损失	-3.4	16.7	5.3	6.2	9.4	NOPLAT 增长率	-19.5%	-7.7%	305.0%	38.8%	7.7%
加:公允价值变动收益	1.2	-0.1	0.4	-0.2	0.0	投资资本增长率	-26.4%	-6.1%	28.9%	-25.3%	20.8%
投资和汇兑收益	26.7	33.0	164.2	242.3	256.0	净资产增长率	0.9%	0.9%	3.0%	23.0%	11.4%
营业利润	18.0	8.9	215.4	308.4	327.9	利润率					
加:营业外净收支	1.7	6.6	4.4	4.2	5.1	毛利率	13.9%	13.5%	13.0%	13.4%	14.0%
利润总额	19.7	15.5	219.8	312.6	332.9	营业利润率	1.2%	0.6%	10.9%	14.3%	14.7%
减:所得税	8.3	2.9	11.0	15.6	16.6	净利润率	0.3%	0.4%	7.8%	9.5%	10.1%
净利润	5.2	5.5	154.5	204.6	224.6	EBITDA/营业收入	13.9%	11.9%	17.1%	19.8%	20.2%
						EBIT/营业收入	6.5%	4.6%	11.6%	14.8%	15.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	163	163	101	76	56
						流动资产资本周转天数	155	147	148	150	149
						流动资产周转天数	447	476	390	367	369
						应收帐款周转天数	139	154	144	146	148
						存货周转天数	103	122	108	111	113
						总资产周转天数	735	768	575	518	501
						投资资本周转天数	402	360	287	259	237
						投资回报率					
						ROE	0.5%	0.5%	15.0%	16.9%	17.5%
						ROA	0.4%	0.4%	6.2%	10.4%	9.4%
						ROIC	2.9%	3.7%	15.8%	17.0%	24.5%
						费用率					
						销售费用率	3.0%	3.2%	3.0%	3.1%	3.1%
						管理费用率	5.8%	6.3%	6.0%	6.0%	6.1%
						财务费用率	5.3%	4.0%	0.7%	0.5%	0.7%
						三费/营业收入	14.2%	13.5%	9.7%	9.6%	9.8%
						偿债能力					
						资产负债率	63.4%	61.5%	64.8%	49.0%	51.9%
						负债权益比	173.4%	159.5%	184.0%	96.0%	108.0%
						流动比率	0.98	1.04	1.12	1.41	1.50
						速动比率	0.74	0.76	0.80	0.96	1.06
						利息保障倍数	1.22	1.15	16.39	31.84	22.86
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.01	0.25	0.24	0.34
						分红比率	0.0%	68.7%	62.4%	43.7%	58.3%
						股息收益率	0.0%	0.1%	2.1%	1.9%	2.8%

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	492.4	465.0	158.7	172.6	178.7
交易性金融资产	0.1	-	0.0	0.1	0.0
应收帐款	566.1	655.1	931.1	813.5	1,021.1
应收票据	207.7	183.3	440.2	236.1	435.4
预付帐款	151.0	49.3	199.1	93.3	203.1
存货	468.2	499.0	692.6	638.2	762.0
其他流动资产	16.6	15.6	11.1	14.4	13.7
可供出售金融资产	319.4	275.9	198.4	264.6	246.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	683.2	606.4	503.9	401.4	298.9
在建工程	61.3	90.9	90.9	90.9	90.9
无形资产	130.2	123.5	116.9	110.4	103.8
其他非流动资产	14.3	15.2	14.9	14.8	14.9
资产总额	3,110.5	2,979.2	3,357.8	2,850.2	3,368.9
短期债务	1,100.0	928.8	940.3	298.5	397.7
应付帐款	308.6	407.9	421.0	507.6	490.1
应付票据	419.1	304.3	725.7	401.4	742.5
其他流动负债	109.7	159.1	84.2	184.9	115.7
长期借款	29.0	30.0	-	-	-
其他非流动负债	6.4	0.8	4.4	3.8	3.0
负债总额	1,972.8	1,831.0	2,175.6	1,396.3	1,749.0
少数股东权益	96.4	101.4	154.8	245.1	335.6
股本	379.6	379.6	379.6	379.6	379.6
留存收益	661.7	667.2	647.8	829.2	904.6
股东权益	1,137.8	1,148.3	1,182.2	1,453.9	1,619.9

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	11.4	12.6	154.5	204.6	224.6
加:折旧和摊销	115.2	103.5	109.1	109.1	109.1
资产减值准备	-3.4	16.7	-	-	-
公允价值变动损失	-1.2	0.1	0.4	-0.2	0.0
财务费用	86.2	60.7	14.0	10.0	15.0
投资损失	-26.7	-33.0	-164.2	-242.3	-256.0
少数股东损益	6.2	7.0	54.3	92.4	91.7
营运资金的变动	117.6	-77.6	-507.2	340.4	-386.3
经营活动产生现金流量	292.8	93.7	-339.2	514.0	-201.9
投资活动产生现金流量	-30.0	28.0	241.6	176.1	274.3
融资活动产生现金流量	-278.0	-205.9	-208.7	-676.1	-66.4

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.01	0.01	0.41	0.54	0.59
BVPS(元)	2.74	2.76	2.71	3.18	3.38
PE(X)	889.2	838.5	30.0	22.7	20.6
PB(X)	4.5	4.4	4.5	3.8	3.6
P/FCF	14.9	-61.7	-17.6	357.4	99.6
P/S	3.0	3.2	2.3	2.1	2.1
EV/EBITDA	15.1	32.8	15.9	11.1	11.0
CAGR(%)	196.5%	193.2%	133.6%	196.5%	193.2%
PEG	4.5	4.3	0.2	0.1	0.1
ROIC/WACC	0.3	0.4	1.6	1.8	2.5
REP	7.3	10.6	1.9	2.0	1.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034