

法尔胜 (000890) \ 机械设备

——商业保理潜龙在渊，助力公司业务腾飞

投资建议: **推荐**
 首次覆盖
 当前价格: 10.41元
 目标价格: 元

投资要点:

► 转型进入商业保理，坐享行业发展空间

保理是以债权人转让其应收账款为前提，集应收账款管理、催收、坏账担保及融资于一体的综合性金融服务。保理具有审批周期短、操作手续简单等优点，也在某种程度上促进了行业的井喷式发展。

► 成功完成对摩山保理的收购，进入商业保理领域

公司于2016年3月现金收购摩山保理100%股权，2016年法尔胜实现归母净利润1.41亿元，其中商业保理业务(即全资子公司摩山保理)实现净利润1.26亿元，商业保理对净利占比为89.36%，成为公司盈利的重点核心业务。

► 保持行业领先地位，A股唯一纯正的商业保理标的

A股上市公司中也有不少涉足商业保理行业，但其商业保理业务大多为大宗商品的供应链金融体系服务，可以认为目前法尔胜是A股唯一的纯正商业保理标的。2016年摩山保理的保理业务规模约为50亿元，行业地位已经初步得到确立。保理行业本质上属于新兴金融领域，其行业壁垒主要体现在资金、人才和风控等方面。资金方面，摩山保理是国内首家发行保理ABS的商业保理公司；人才方面，公司核心管理团队均具有丰富的金融行业从业经验及管理经验；风控方面，公司建立了完善的风险审批流程。

► 盈利预测与估值

我们认为公司传统金融制品主业的发展基本保持稳定，而保理行业正处在高速发展期，凭借公司在商业保理领域内的技术、人才和资金优势，业务规模有望大幅增长，成为公司盈利的主要驱动力。预计2017-2018年，公司将实现归属母公司净利润1.92亿、2.11亿和2.39亿元，对应EPS为0.51、0.56和0.60元，给予“推荐”评级。

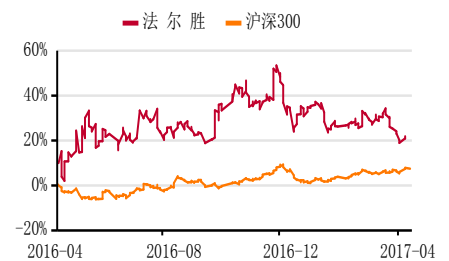
► 风险提示

传统金属行业超预期波动；保理业务信用风险；商业保理行业政策风险；宏观经济下行风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	380/380
流通A股市值(百万元)	3,952
每股净资产(元)	2.11
资产负债率(%)	89.65
一年内最高/最低(元)	14.14/8.88

一年内股价相对走势



张晓春 分析师
 执业证书编号: S0590513090003
 电话: 82832053
 邮箱: zhangxc@glsc.com.cn

虞梦艳 联系人
 电话: 82832380
 邮箱: yumy@glsc.com.cn
 张晓春 联系人
 电话: 82832053
 邮箱: zhangxc@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,426.54	1,906.74	2,539.40	2,605.97	2,694.28
增长率(%)	-8.09%	33.66%	33.18%	2.62%	3.39%
EBITDA(百万元)	174.87	282.42	550.56	563.92	580.01
净利润(百万元)	5.53	141.35	191.84	210.73	229.39
增长率(%)	6.04%	2456.85%	35.72%	9.85%	8.86%
EPS(元/股)	0.01	0.37	0.51	0.56	0.60
市盈率(P/E)	723.14	28.28	20.84	18.97	17.43
市净率(P/B)	3.48	4.40	3.58	2.97	2.50
EV/EBITDA	25.23	29.09	15.42	13.53	13.57

数据来源:公司公告,国联证券研究所

正文目录

1.	公司概况.....	4
2.	转型进入商业保理，坐享行业发展空间	6
2.1	商业保理行业市场空间巨大.....	6
2.2	成功完成对摩山保理的收购，进入商业保理领域.....	10
2.3	保持行业领先地位，A股唯一纯正的商业保理标的	14
3.	传统金属制品剥离亏损业务，与保理协同发展	16
4.	盈利预测与估值.....	19
5.	风险提示.....	19

图表目录

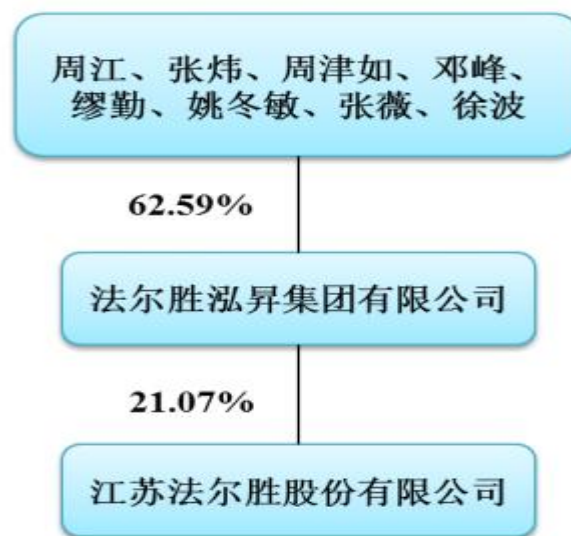
图表 1:	法尔胜的股权关系图.....	4
图表 2:	2016 年年报公司股东情况	4
图表 3:	江阴耀博泰邦投资中心(有限合伙)股权结构.....	4
图表 4:	公司主业包括金属制品产业和商业保理产业.....	5
图表 5:	公司传统业务的营业收入已连续四年下滑.....	5
图表 6:	公司金融制品业务的利润率情况	5
图表 7:	摩山保理业绩承诺.....	6
图表 8:	与银行、小贷、担保融资方式相比，保理更具优势.....	7
图表 9:	应收账款年均增速约 10%.....	7
图表 10:	应收账款规模前十的制造子行业	8
图表 11:	应收账款占比前十的制造子行业	8
图表 12:	金融机构贷款余额增速出现下滑	8
图表 13:	中短期票据（1 年期，AA-）发行利率走高.....	8
图表 14:	保理行业的相关监管法律法规.....	9
图表 15:	商业保理相较于银行保理优势明显.....	10
图表 16:	商业保理行业企业数量飞跃式增长.....	10
图表 17:	商业保理业务规模增长迅速.....	10
图表 18:	摩山保理主要大事记.....	11
图表 19:	摩山保理转让前股权关系图.....	11
图表 20:	2016 年公司保理款规模 47.61 亿元.....	11
图表 21:	前五大客户保理规模约为 70%.....	11
图表 22:	摩山保理各业务收入分布情况.....	12
图表 23:	“摩山保理一期资产支持专项计划”募集资金 4.38 亿元.....	13
图表 24:	摩山保理融资模式和规模（截至 2015 年 10 月 31 日）	13
图表 25:	布局商业保理的 A 股上市公司情况.....	14
图表 26:	摩山保理未来几年的业务规模（预测值）	15
图表 27:	摩山保理 ABS 的募集情况	15
图表 28:	摩山保理风险管理审批流程图.....	16
图表 29:	法尔胜特钢制品、法尔胜金属制品和法尔胜金属线缆销售公司的经营情况（单位：万元）	17
图表 30:	公司现有金属制品产业相关子公司.....	17
图表 31:	钢丝绳 3 家全资子公司普遍亏损.....	18
图表 32:	缆索产品 3 家子公司盈利情况良好.....	18

图表 33: 摩山保理的“1+N”供应链融资模式示意图.....	18
图表 34: 法尔胜应收账款为 6.53 亿元.....	19
图表 35: 法尔胜应付账款为 2.44 亿元.....	19
图表 36: 财务预测摘要.....	20

1. 公司概况

江苏法尔胜股份有限公司原名江阴钢绳股份有限公司，1993年由法尔胜集团公司（原江苏钢绳集团公司，前身为国营江阴钢绳厂）联合中国冶金进出口江苏公司、青岛第六橡胶厂、枣庄橡胶厂（现为山东安泰橡胶有限责任公司）、辽宁省五金矿产进出口公司等四家单位共同发起设立。经过增资、配股、股权分置改革，并于2009年发生重大控制权变更，法尔胜集团公司将其持有的全部股份依法转让给江阴泓昇有限公司（后更名为江苏法尔胜泓昇集团有限公司）。自此，泓昇集团成为法尔胜股份第一大股东，目前泓昇集团持有法尔胜总股本的21.07%。

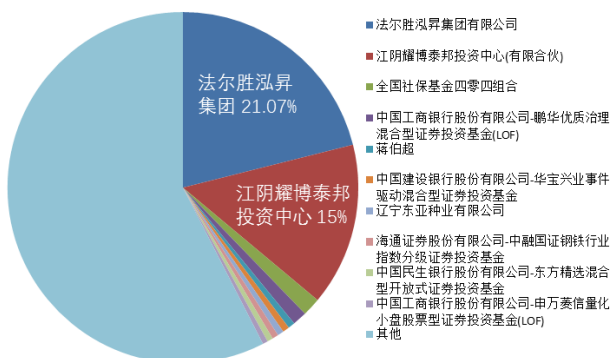
图表 1：法尔胜的股权关系图



来源：公司公告 国联证券研究所

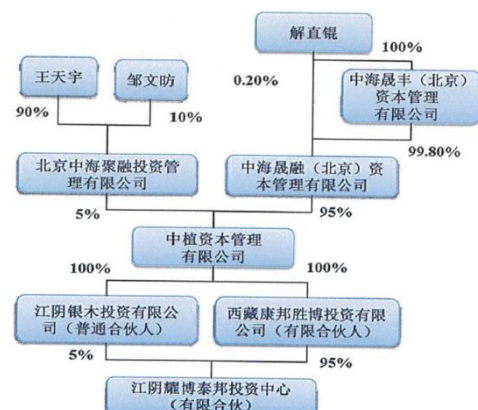
2016年5-7月，江阴耀博泰邦投资中心(有限合伙)连续增持，截至2016年三季度，其持股比例达到15%，成为仅次于江苏法尔胜泓昇集团的第二大股东。而中植资本管理有限公司是耀博泰邦投资的实际控制人。

图表 2：2016 年年报公司股东情况



来源：Wind 国联证券研究所

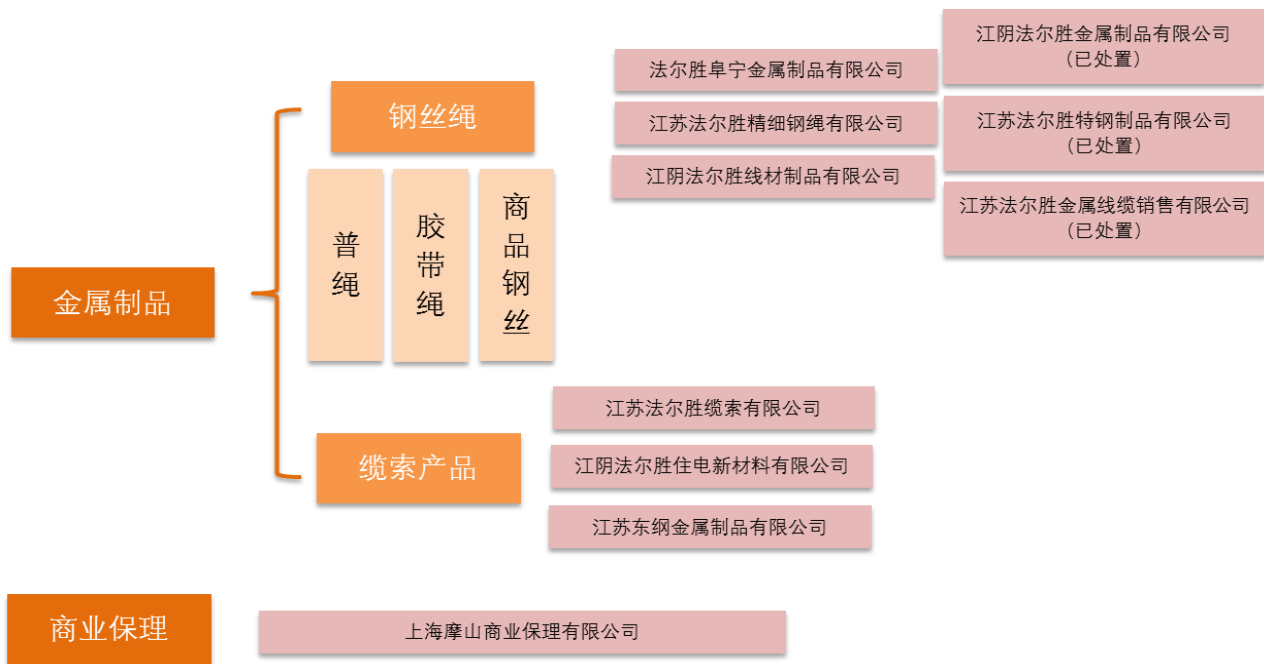
图表 3：江阴耀博泰邦投资中心(有限合伙)股权结构



来源：Wind 国联证券研究所

2016 年以前，公司主要从事精优化金属制品、大桥缆索制品以及基础设施新型材料制造与销售。2016 年公司业务结构出现重大调整：收购摩山保理发展商业保理业务，并向大股东转让江苏法尔胜特钢制品有限公司、江阴法尔胜金属制品有限公司和江苏法尔胜金属线缆销售有限公司三家子公司。目前公司主营业务包括金属制品产业和商业保理产业。

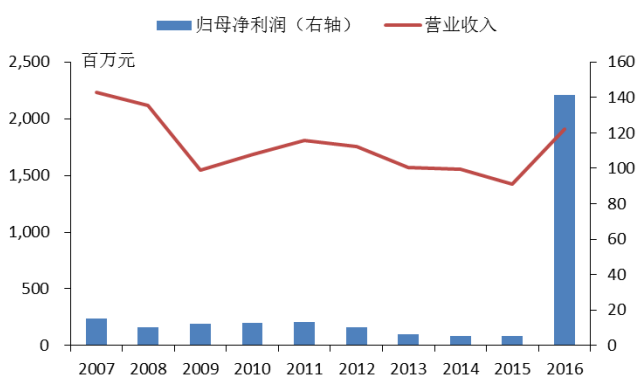
图表 4：公司主业包括金属制品产业和商业保理产业



来源：国联证券研究所

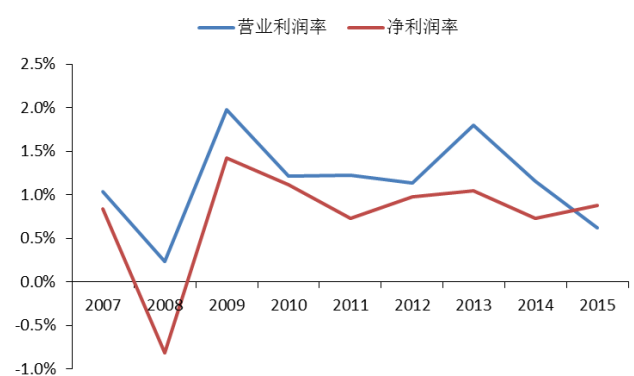
近几年，随着宏观经济下行，公司传统业务面临较大考验，自 2012 年起，公司业绩持续下滑，到 2015 年，公司营业收入 14.27 亿元，同比下降约 8%，当期营业利润 888 万元，归母净利润仅 553 万元。

图表 5：公司传统业务的营业收入已连续四年下滑



来源：Wind 国联证券研究所

图表 6：公司金融制品业务的利润率情况

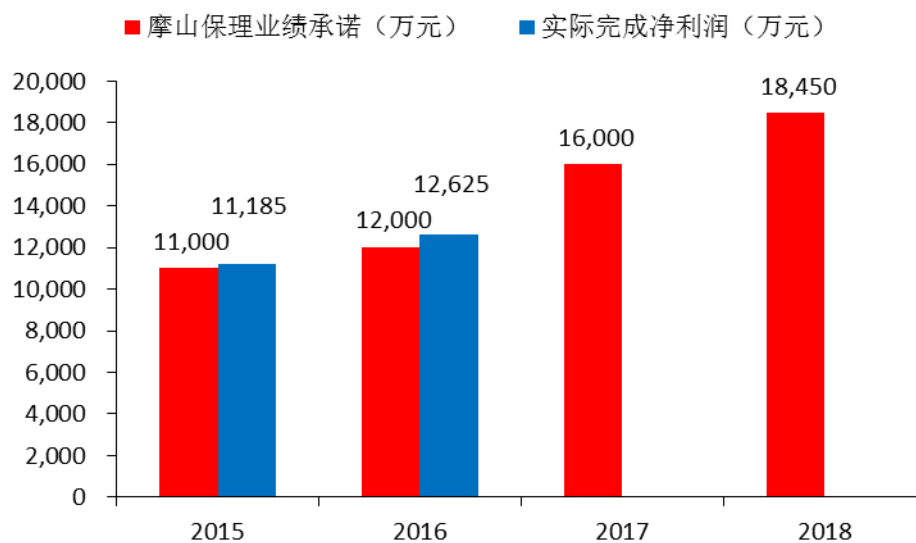


来源：Wind 国联证券研究所

2016 年公司收购摩山保理 100% 股权并完成并表，同时完成了三家子公司转让实现转让收益近 9788.6 万元，随着公司开拓商业保理业务积极转型的步伐，业绩呈现逆转。2016 年实现营业收入 19.07 亿元，归母净利润 1.41 亿元，其中商业保理业务（即全资子公司摩山保理）实现净利润 1.26 亿元。

在收购方案中，摩山保理给出了未来几年的业绩承诺，2015-2018 年分别为 1.1 亿、1.2 亿、1.6 亿和 1.845 亿元。从前两年的表现来看，实际完成额分别超过业绩承诺 1.7% 和 5.2%。未来，摩山保理将成为公司利润的主要来源。

图表 7: 摩山保理业绩承诺



来源：公司公告 国联证券研究所

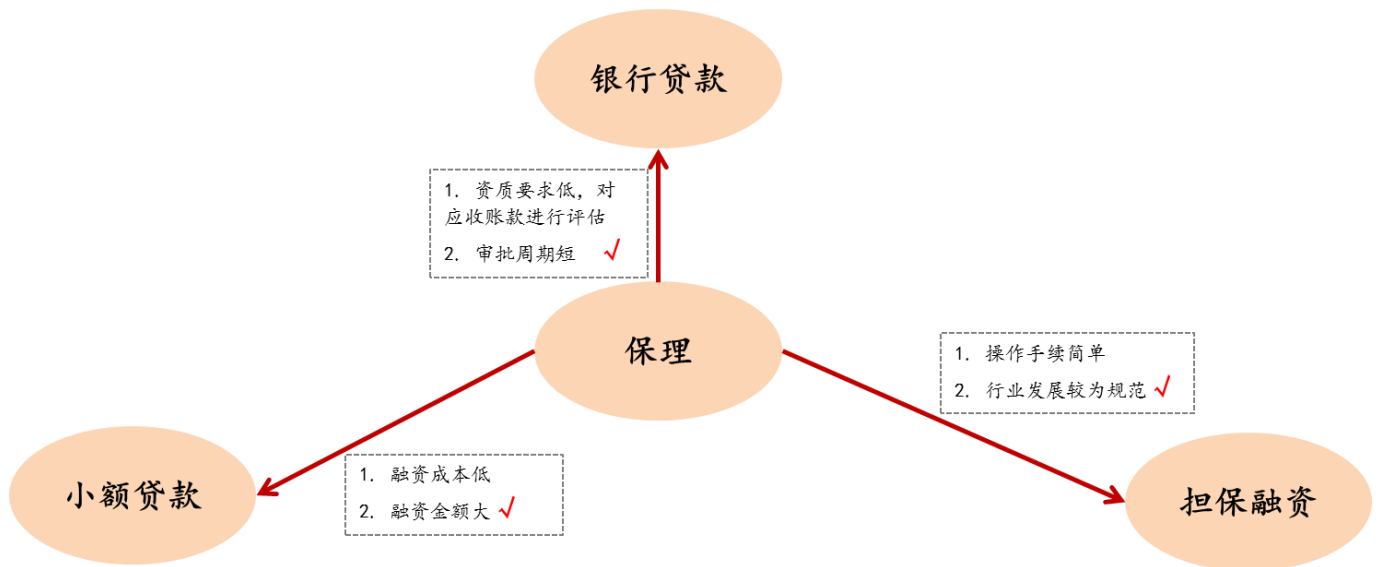
2. 转型进入商业保理，坐享行业发展空间

2.1 商业保理行业市场空间巨大

保理业务是指以债权人转让其应收账款为前提，集应收账款管理、催收、坏账担保及融资于一体的综合性金融服务。

相较于传统的债权融资方式（如银行贷款、小额贷款、担保融资等），保理具有审批周期短、操作手续简单、对于抵押物的资质要求较低、融资成本较低等优点，也在某种程度上促进了行业的井喷式发展。

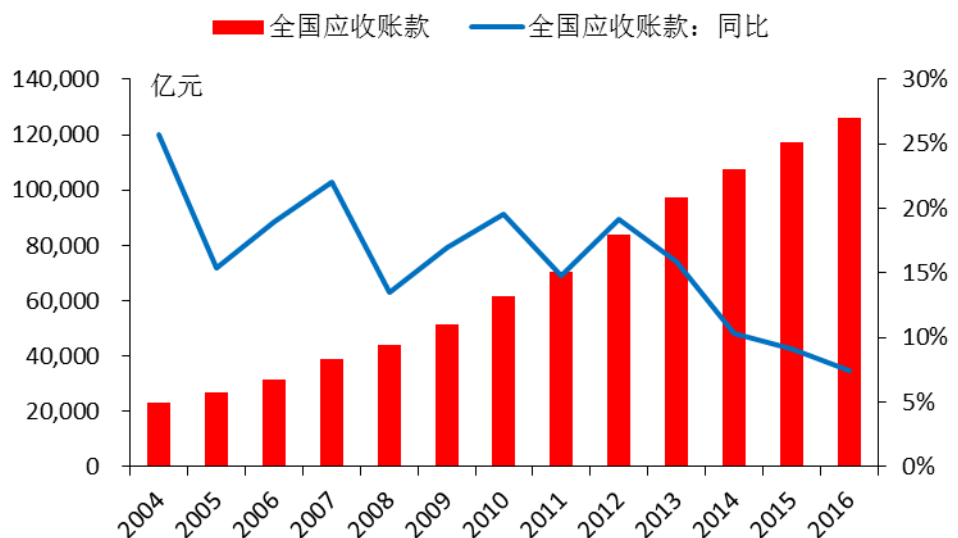
图表 8: 与银行、小贷、担保融资方式相比, 保理更具优势



来源: 国联证券研究所

在国际和国内贸易中, 赊销已成为普遍的交易方式, 当前信用交易比例占到 70% 以上, 庞大的交易规模和越来越高的信用交易比例, 必然催生巨量的应收账款并引发保理的巨大需求。以工业企业为例, 2015 年底全国工业企业的应收账款合计约 12.6 万亿, 同比增长 7.47%。根据 FCI 的统计, 2015 年我国保理业务量为 3,528 亿欧元(约为人民币 2.5 万亿元), 也就是说 2015 年保理业务仅覆盖了 20% 的当年工业企业应收账款, 其中商业保理业务更是只占到 1.71% 的份额。无论从现有的应收账款规模还是可预见的未来增长速度来看, 目前可进行保理业务的应收账款存量规模巨大。

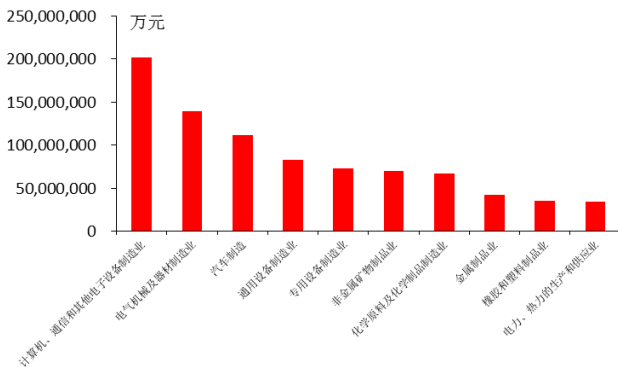
图表 9: 应收账款年均增速约 10%



来源: Wind 国联证券研究所

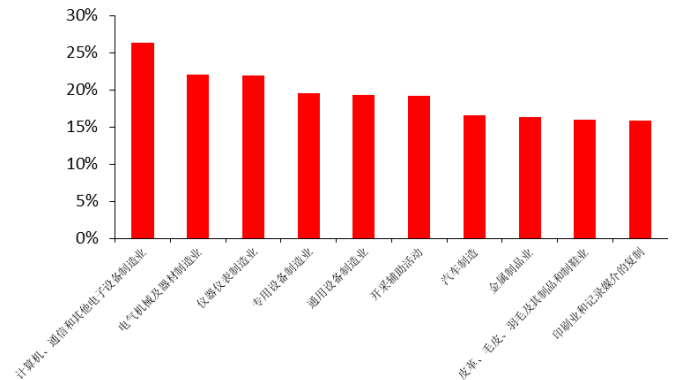
分行业来看,应收账款规模和占总资产比重两大指标均居前的工业子行业包括计算机、通信和其他电子设备制造业,电气机械及器材制造业,通用设备制造业,专用设备制造业等。

图表 10: 应收账款规模前十的制造子行业



来源: Wind 国联证券研究所

图表 11: 应收账款占比前十的制造子行业

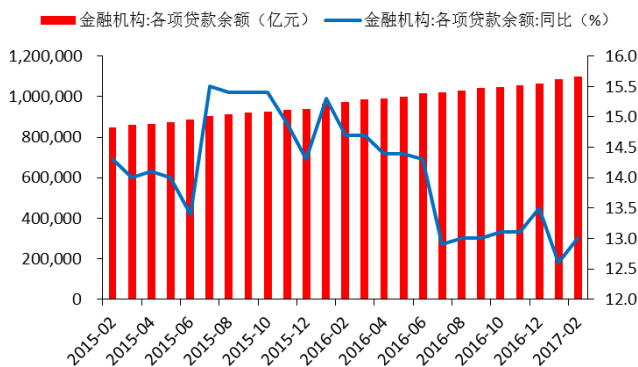


来源: Wind 国联证券研究所

保理业务的发展也与企业的融资需求密切相关。从金融机构贷款余额增速出现下滑、中短期票据发行利率走高等现象可以发现,企业的融资环境日趋艰难,尤其是中小型企业。

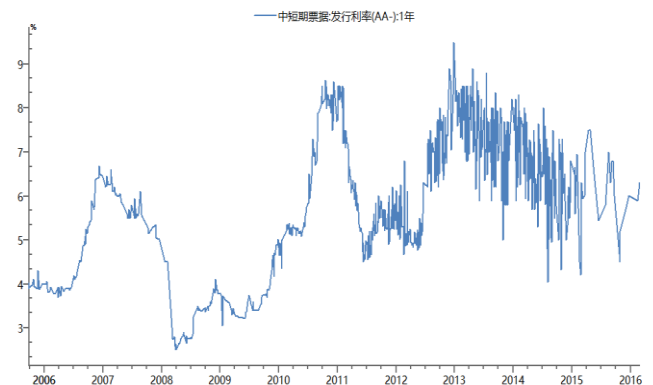
传统的银行信贷缩量、融资成本增加都会对企业的日常经营活动产生巨大的资金压力。在此背景下,以保理等新型金融模式为主导的融资方式就会大行其道。

图表 12: 金融机构贷款余额增速出现下滑



来源: Wind 国联证券研究所

图表 13: 中短期票据(1年期, AA-) 发行利率走高



来源: Wind 国联证券研究所

按经营机构分,保理业务一般可分为银行保理和商业保理,目前后者的规模和影响力均较小,但近几年显示出强劲迅猛的发展势头。事实上我国自 2001 年加入世界贸易组织以来,保理行业便开始加速发展,但主要局限在银行保理的业务范畴内。

与银行保理主要由银监会进行监管不同,商业保理主要归属于地方政府的商务主管部门或金融主管部门管理。最近几年,我国先后在自贸区和经济发达地区如天津、

上海等地开展商业保理试点工作，商业保理得到快速发展。之后《商业保理企业管理办法（试行）》出台，商业保理在全国放开，且取消内资商业保理公司的前置审批，使得商业保理呈现迅猛增长，目前不论是企业数量、业务量还是融资余额均呈现暴发式增长。

尤其是 2014 年 4 月出台《商业银行保理业务暂行管理办法》后相关监管的趋严，银行保理业务出现某种程度的萎缩。从近两年商业保理和银行保理的企业数量和业务规模来看，商业保理的发展空间和势头更胜一筹。总体来说商业保理是保理行业迅速发展的最大受益群体。

图表 14: 保理行业的相关监管法律法规

日期	部门	文件	主要内容
2012-06	商务部	《关于商业保理试点有关工作的通知》	同意在天津滨海新区、上海浦东新区开展商业保理试点,试点地区商务主管部门为商业保理行业主管部门
2012-12	商务部	《关于香港、澳门服务提供者在深圳市、广州市试点设立商业保理企业的通知》	自 2013 年 1 月 1 日起,允许港澳服务提供者以中外合资经营企业、中外合作经营企业或外资企业形式,在深圳市、广州市设立商业保理企业
2012-12	天津市商务委等九部门	《天津市商业保理业试点管理办法》	
2013-08	商务部	《关于做好商业保理行业管理工作的通知》	要求试点省市(天津、上海、深圳、广州)的商业保理行业进行行业统计、开展重大事项报告,并实施监督检查
2013-12	上海市浦东新区政府	《关于印发上海市浦东新区设立商业保理企业试行办法的通知》	
2014-07	上海市商务委员会和上海市工商行政管理局	《上海市商业保理试点暂行管理办法》	
2014-09	商务部、银监会	《关于完善融资环境加强小微商贸物流流通企业融资服务的指导意见》	发挥商业保理的风险转移和融资功能,加强商业保理行业管理,推动建立健全行业管理机制

来源: 国联证券研究所

与作为银行扩展而非核心业务之一的银行保理相比,商业保理是商业保理公司赖以生存的主营业务。目前银行保理更侧重于融资方主体的考察,银行在办理业务时仍然要严格考察卖家的资信情况,并需要有足够的抵押支持,还要占用其在银行的授信额度,所以银行保理更适合有足够抵押和风险承受能力的大型企业,中小商贸企业通常达不到银行的标准。

而商业保理机构则更注重提供调查、催收、管理、结算、融资、担保等一系列综合服务,更专注于某个行业或领域,提供更有针对性的服务;在考察卖方的资信状况的同时,更看重应收账款质量、买家信誉、货物质量等。因此,商业保理在开展保理

业务时更加灵活，市场空间更加广阔。

在客户群体的定位上，商业保理公司更专注于融资需求严峻的中小企业，利用对企业所处的产业链更为专业深入的认识和大量真实有效的上下游交易类信息进行风险管控。

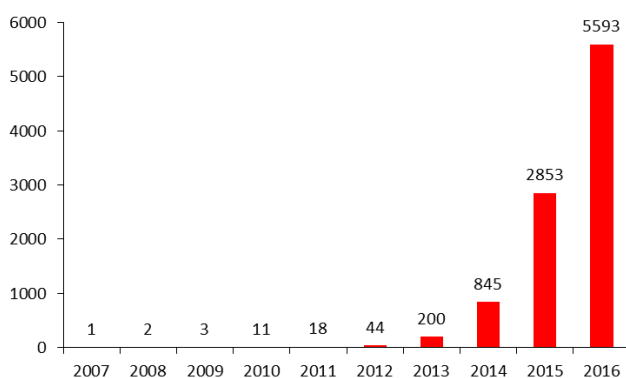
图表 15: 商业保理相较于银行保理优势明显

	银行保理	商业保理
法律法规	《商业银行保理业务暂行管理办法》	《商业保理企业管理办法（试行）》
业务优先级	银行扩展业务，非主营业务	公司主营的核心业务
客户类型	大中型企业（传统征信和抵押担保为主）	中小型企业（通常缺少传统征信手段所需的担保物）
风控模式	对产业上下游缺少认识，依靠传统征信手段进行风险控制	一般具有行业供应链经验或大数据平台，对行业上下游有深入了解，掌握大量有效的真实信息

来源：国联证券研究所

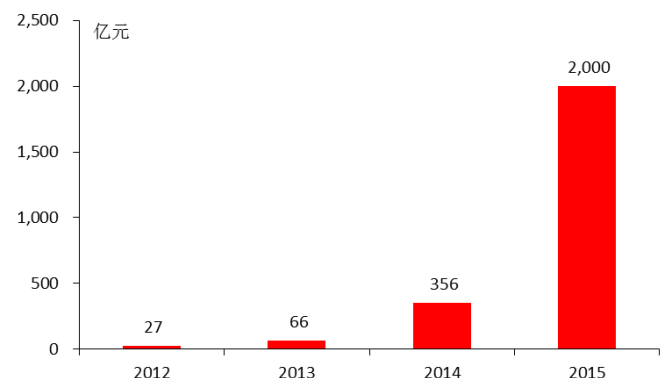
根据中国服务贸易协会商业保理专业委员会统计，截至 2016 年 12 月 31 日，我国注册的商业保理企业数量已达到 5593 家，全年新增 2740 家，商业保理企业 2016 年注册数量增长幅度达到 126.3%。从注册地分布上来看，广东省商业保理企业的注册数量仍高居榜首，占全国总量的 73%，其次是天津、上海。2015 年全国商业保理业务量超过 2000 亿元人民币，融资余额约在 500 亿元人民币，同比增幅均在 150%左右。

图表 16: 商业保理行业企业数量飞跃式增长



来源：中国服务贸易协会商业保理专业委员会 国联证券研究所

图表 17: 商业保理业务规模增长迅速



来源：中国服务贸易协会商业保理专业委员会 国联证券研究所

2.2 成功完成对摩山保理的收购，进入商业保理领域

为拓展新的收入来源，抢抓新兴行业迅猛发展机遇，实现产业与金融的有效结合，公司于 2016 年 3 月现金收购摩山保理 100% 股权，交易对手方包括法尔胜泓昇集团有限公司、常州京江资本管理有限公司和上海摩山投资管理有限公司。2016 年 6 月 22 日，摩山保理完成股权变更备案登记手续，并自 2016 年半年报起并表核算。

摩山保理于 2014 年 4 月成立，注册资本 1 个亿，并于 2014 年 5 月增资至 3 亿，

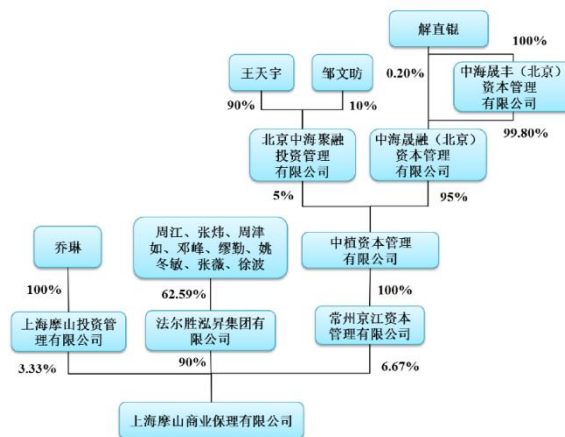
其中,股东为中植资本、常州京江资本和摩山投资,三者占股分别为 90%、6.7%和 3.3%。2014 年 7 月,中植资本将其手上 90%股权转让给法尔胜泓昇集团,转让价 6 亿元。2016 年 3 月,法尔胜以 12 亿现金购买摩山保理 100%股权,其中 90%来自于大股东法尔胜泓昇集团。收购完成后的 2016 年 7 月,公司对摩山保理增资 3.35 亿元,增资完成后注册资本达到 6.35 亿元。

图表 18: 摩山保理主要大事记

时间	事件
2014年4月	成立,注册资本1亿,中植资本占90%,摩山投资占10%。
2014年5月	注册资本增资至3亿,中植资本增资1.8亿,常州京江资本出资2000万,股权结构变为中植90%,摩山投资3.33%,京江资本6.66%。
2014年7月	股权转让。中植将其持有的摩山保理90%股权转让给泓昇集团,转让价6亿元。
2016年3月	法尔胜以12亿现金收购摩山保理100%股权,其中90%来自于其大股东法尔胜泓昇集团。

来源:公司公告 国联证券研究所

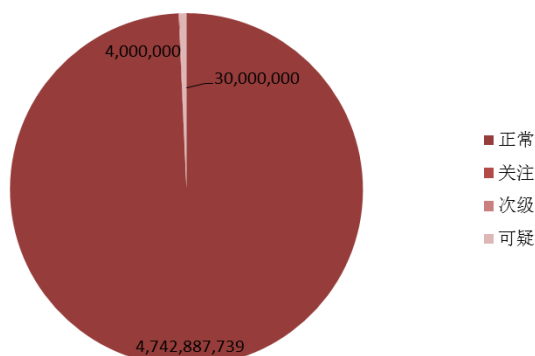
图表 19: 摩山保理转让前股权关系图



来源:公司公告 国联证券研究所

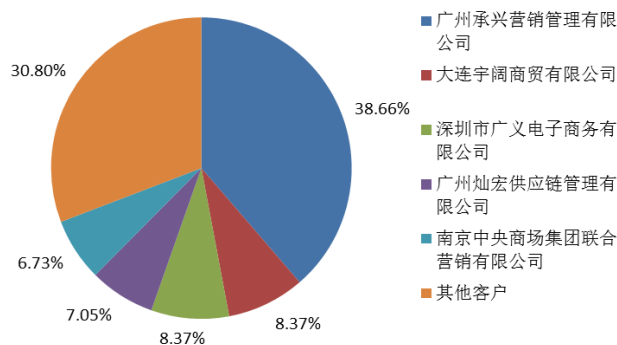
截至 2016 年底,公司保理款规模为 47.61 亿元,较上年增长 1.58 倍。其中 99.3% 为正常类;400 万元为次级类,坏账准备 25%;3000 万元为可疑类,坏账准备 50%。从保理客户的规模来看,广州承兴营销管理有限公司连续多期位列公司最大客户。2016 年前五大客户的保理规模合计 33.05 亿元,约为合计保理业务量的 69.18%。

图表 20: 2016 年公司保理款规模 47.61 亿元



来源:Wind 国联证券研究所

图表 21: 前五大客户保理规模约为 70%



来源:Wind 国联证券研究所

2016 年保理业务实现营业收入 4.89 亿元,较去年同比增长 52.89%。摩山保理目前业务收入主要有保理融资的利息收入、保理手续费收入、应收账款咨询管理和信用风险评估等服务收入。

(1) 保理业务融资利息收入。保理业务融资利息收入是公司的主要收入来源。

该收入是指摩山保理在卖方申请保理融资款时,因为向客户支付保理融资款而收取的利息收入。保理融资款利息的高低通常考虑客户的信用状况、公司与客户的合作关系、融资金额的大小、资金使用期限及资金成本等相关因素与客户协商确定。

(2) 保理业务手续费收入。保理手续费收入是指公司根据客户的融资需求及实际情况,为客户设计融资方案或提供其他咨询服务而向客户收取的一次性融资手续费。该笔手续费按保理融资款本金比率收取,于发放每笔保理融资款本金前收取。

(3) 咨询费收入。咨询费收入是指公司为部分客户提供其他渠道的融资服务而收取的费用。在开展业务时,公司在对客户进行尽职调查并充分了解客户融资需求的基础上,根据客户的实际经营情况,为客户设计交易结构和融资方案,帮助客户积极寻找与客户融资需求相匹配的资金,包括但不限于银行、信托、保险、证券、资管及私募等方面的资金,并根据融资规模按比例收取咨询费用。

(4) 信用风险评估费收入。即公司对客户进行尽职调查、单证审核、风险评估、额度确认等服务而收取的费用,按保理融资款比率收取,每次在放款前收取。

由于并表后保理各分项业务收入不再公布,在这里我们选用 2015 年 1-10 月和 2015 年 11 月-2016 年 6 月两期的审计报告。2015 年 1 月-2016 年 6 月,摩山保理合计实现总收入 5.28 亿元,其中保理利息收入超过一半为 2.79 亿元,手续费收入占比 36.54%,利息收入和手续费收入合计占比约为 90%,是摩山保理的主要业务收入来源。

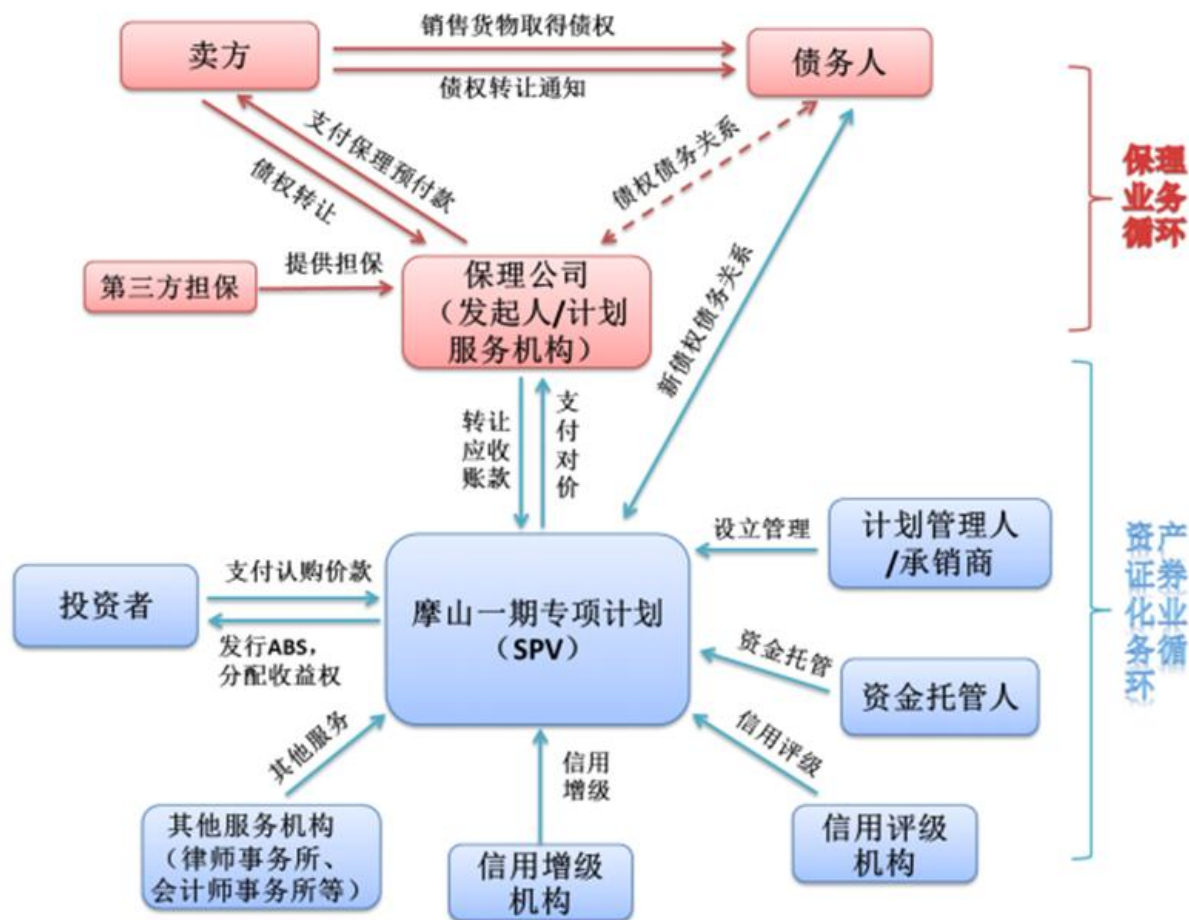
图表 22: 摩山保理各业务收入分布情况

科目	2015 年 1-10 月		2015 年 11 月-2016 年 6 月	
	收入(万元)	占比	收入(万元)	占比
保理利息收入	10,601.23	46.4%	17,348.44	57.93%
手续费收入	8,233.00	36.0%	11,061.63	36.94%
信用风险评估费收入	3,950.21	17.3%	37.78	0.13%
咨询费收入	73.50	0.3%	1,500.00	5.01%
合计	22,857.94	100.0%	29,947.85	100.0%

来源:公司公告 国联证券研究所

公司资金来源包括自有资金、短期借款、发行资产证券化产品融资、拆入资金等。其中,短期借款占据主导地位,而资产证券化产品是公司的特色产品。2015 年 5 月,摩山保理推动的“摩山保理一期资产支持专项计划”成功落地实施,成功募集专项资金 4.38 亿元,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。

图表 23：“摩山保理一期资产支持专项计划”募集资金 4.38 亿元



来源：公司公告 国联证券研究所

根据公司收购摩山保理的方案中所示，企业平均融资成本约为 11.27%，主要融资渠道为中植资本管理有限公司借款、P2P 平台融资、资产证券化融资等。其中中植资本管理有限公司借款融资成本较高，约为 14%；第三方财富融资筹资成本约为 6%-13.5%之间；P2P 平台筹资成本约为 11%；资产支持证券融资成本较低，2015 年 5 月资产支持证券一期平均融资成本为 10%，同年 10 月发行资产支持证券二期平均融资成本为 8.02%。

图表 24：摩山保理融资模式和规模（截至 2015 年 10 月 31 日）

序号	融资渠道	融资模式简述	金额（亿元）
1	自有资金	使用注册资本金开展业务	3.00
2	短期借款	包括质押借款、信用借款、保证借款等	13.38
3	资产证券化	以保理款作为基础资产打包，以公募方式设立资产证券化产品进行融资	7.83
4	拆入资金	短期拆借资金	0.48
合计			24.69

来源：公司公告 国联证券研究所

2.3 保持行业领先地位，A股唯一纯正的商业保理标的

前面提到，商业保理企业数量增长迅猛，截至2016年12月31日已达到5593家。而事实上，受限于资金和技术门槛，大多数企业尚未开展具体的业务。A股上市公司中也有不少涉足商业保理行业，如瑞茂通、禾嘉股份等。然而这些公司的商业保理业务大多为大宗商品的供应链金融体系服务，并非纯正独立运营的商业保理公司。可以认为，目前法尔胜是A股唯一的纯正商业保理标的。

图表 25：布局商业保理的A股上市公司情况

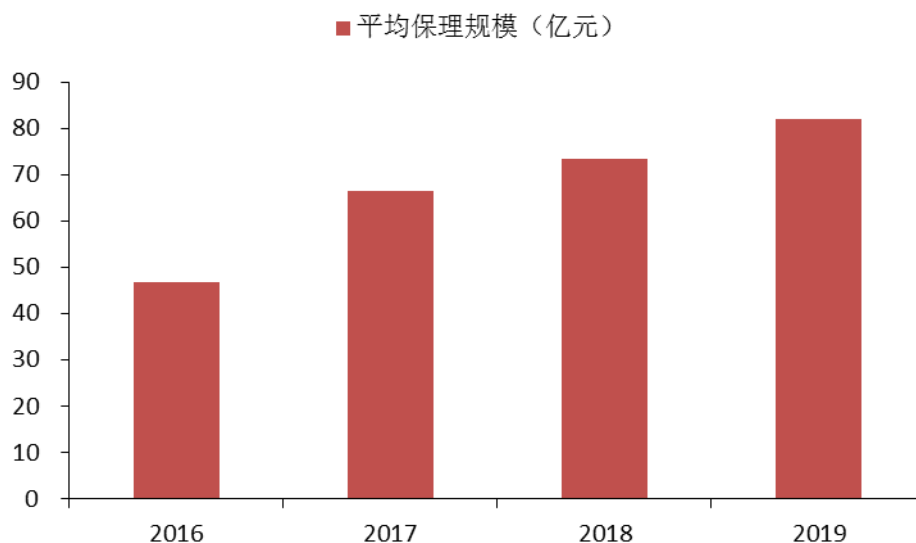
上市公司	布局情况	2016H1 营业收入 (万元)	2016H1 净利润 (万元)	保理业务 规模	注册资本
禾嘉股份 600093.SH	2014年9月与滇中集团、优贸基金共同投资设立深圳滇中保理有限公司，注册资本总额为2亿元，其中本公司出资6,000万元，占注册资本总额的30%	21,506	10,103	29.5亿元	17亿元
瑞茂通 600180.SH	2013年5月注册成立天津瑞茂通商业保理有限公司，注册资本5000万元	35,297	16,672	80.5亿元	9亿元
盛屯矿业 600711.SH	2013年10月上海盛屯金属保理有限公司的注册资本为20,000万元人民币，其中公司拟出资19,000万元人民币，占95%股份	2,819.15	1,576.72		2亿元
江西铜业 600362.SH	2014年公司下属子公司江铜国际贸易有限公司投资新设江铜国际商业保理有限责任公司，注册资本4亿元	9,490.9	2,989.7	170万元	4亿元

来源：Wind 国联证券研究所

除了在A股的行业稀缺性外，摩山保理在运营管理上也有着自已的独特优势，逐步夯实行业的重要地位。按照商业保理企业的风险资产一般不得超过净资产总额的10倍的规模，2016年7月增资完成后注册资本达到6.35亿元，也就是说在不继续增资的情况下公司保理业务规模最高可达63.5亿元。2016年摩山保理的保理业务规模约为50亿元，与5000多家企业、2000多亿元的业务规模来说，摩山保理的行业地位已经初步得到确立。

如果按照2016年公司增资的步伐来看，我们假设摩山保理未来几年的净利润完全有可能逐年50%用于增资，那么到2019年，公司的保理业务规模将有望达到82亿元。

图表 26: 摩山保理未来几年的业务规模 (预测值)



来源: 国联证券研究所

保理行业本质上属于新兴金融领域,其行业壁垒主要体现在资金、人才和风控等方面。

资金方面,摩山保理是国内首家发行保理 ABS 的商业保理公司,在 2015 年完成两期 ABS 的募集工作后,2016 年 8 月又完成了 ABS 三期的募集工作,获得了低于 10% 的市场化资金,业务和资本实力持续提升。

图表 27: 摩山保理 ABS 的募集情况

	募集时间	ABS 规模	优先级	次级
摩山保理一期资产支持专项管理计划	2015 年 5 月	4.38 亿元	3.94 亿元	4400 万元
摩山保理二期资产支持专项管理计划	2015 年 11 月	3.45 亿元	3.11 亿元	3400 万元
摩山保理三期资产支持专项管理计划	2016 年 8 月			

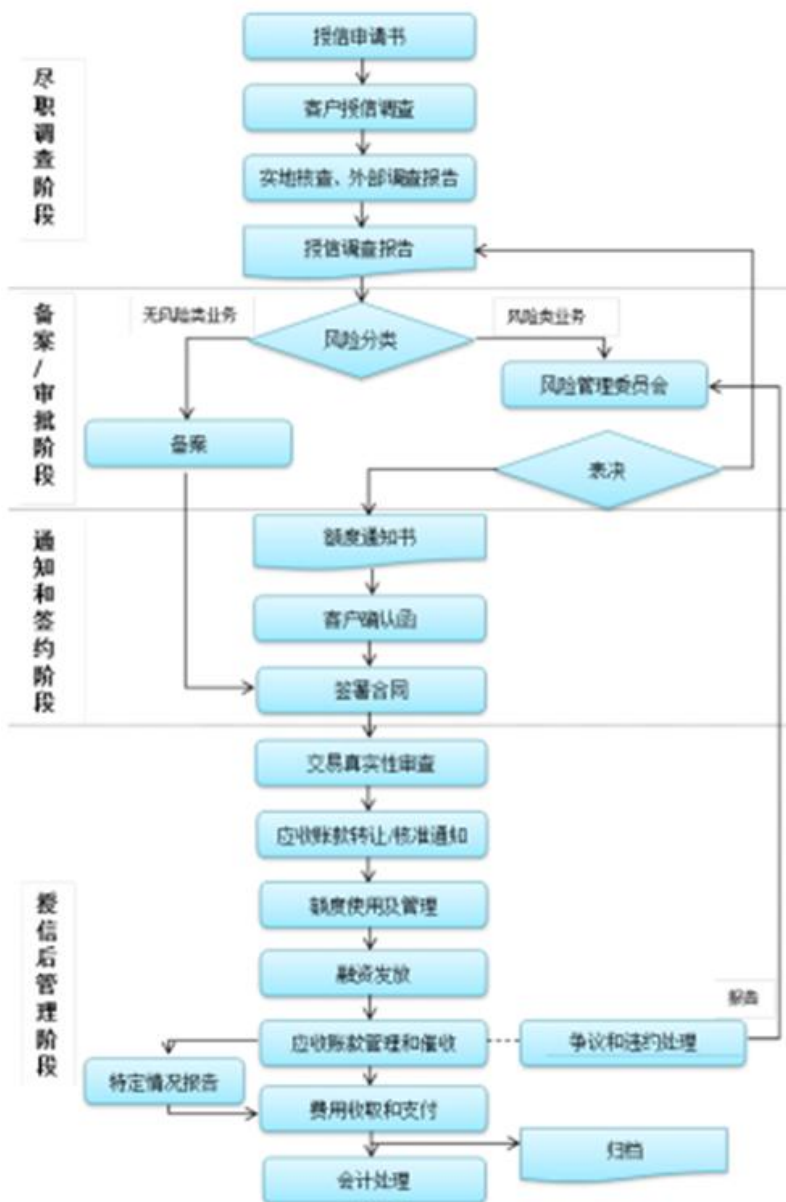
来源: 公司公告 国联证券研究所

人才方面,公司核心管理团队均具有丰富的金融行业从业经验及管理经验。管理团队和核心业务骨干大部分来自于银行、四大会计师事务所、律师事务所、评级机构、大型金融控股集团等专业机构。其中总经理王亚骏带队参加银行信贷审计工作,多家国有特大型企业的上市审计与资产剥离工作,以及多家全球 500 强外资企业的年度财务审计及内控流程检查工作。核心管理团队合作经营管理公司已超过一年,已培养良好的协作能力和企业文化。

风控方面,公司建立了完善的风险审批流程。流程包括尽职调查、备案/审批、额度通知和签约、授信后管理四个阶段。同时已经建立了较为完善的风险控制管理制度。

度，所有承担信用风险的保理业务均由公司风险管理委员会进行项目最终授权审批，总经理和副总经理在授权额度和管理权限范围内审批并开展无风险类业务和授信业务、并承担相应的合规经营风险和风险管理责任。公司风控人员的项目经验也较为丰富，自成立以来公司并未发生重大信用事件。

图表 28：摩山保理风险管理审批流程图



来源：公司公告 国联证券研究所

3. 传统金属制品剥离亏损业务，与保理协同发展

2016年6月，公司审议通过了转让江苏法尔胜特钢制品有限公司、江阴法尔胜金属制品有限公司和江苏法尔胜金属线缆销售有限公司三家子公司100%股权的议案，三家子公司已于7月31日完成股权变更工商登记手续。三者合计作价4.589亿元，交易对手方为公司关联方法尔胜集团有限公司。

处置的三家子公司在 2015 年和 2016 年上半年经营普遍出现亏损,每期合计亏损规模约为 1430 万元,同期公司净利润规模分别为 1255 万元和 4997 万元。随着这三家亏损公司的剥离,公司传统金属制品业务的经营情况有望得到改善。

图表 29: 法尔胜特钢制品、法尔胜金属制品和法尔胜金属线缆销售公司的经营情况 (单位: 万元)

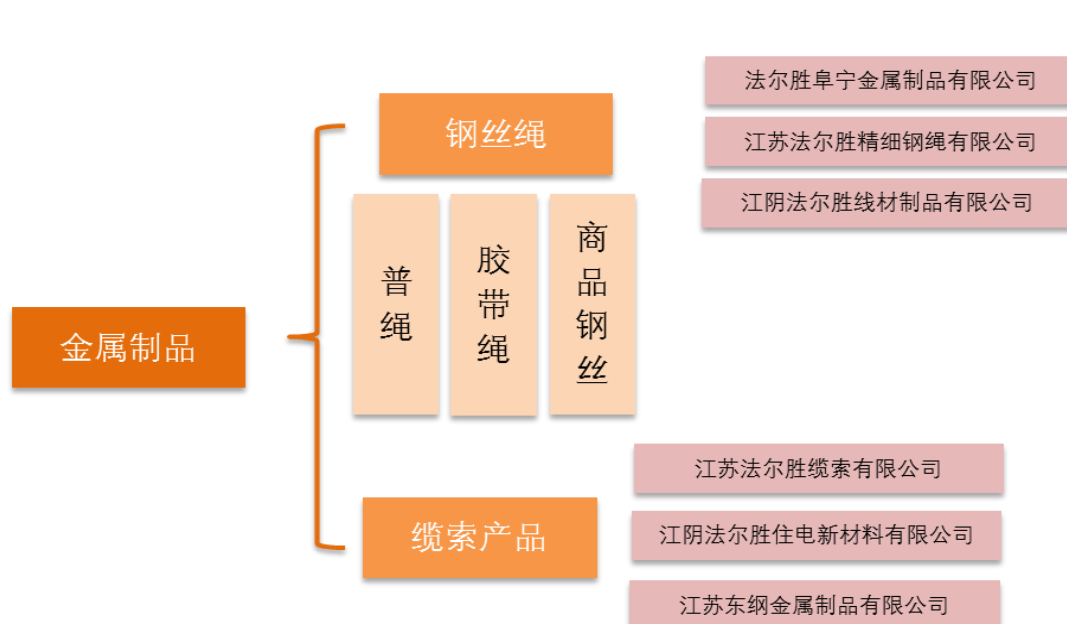
	江阴法尔胜金属 制品有限公司	江苏法尔胜特钢制品 有限公司	江苏法尔胜金属线缆 销售有限公司	合计
2015 营业收入	28,042.97	37,825.14		65,868.11
2015 营业利润	-1,533.88	-217.59		-1,751.48
2015 净利润	-1,271.90	-155.90		-1,427.80
2016H1 营业收入	17,148.46	15,251.83	721.29	33,121.58
2016H1 营业利润	-84.50	-1,025.46	-250.11	-1,360.08
2016H1 净利润	-21.25	-1,151.92	-250.11	-1,423.29
截至出售日的净利润	-50.39	-1,228.64	-434.20	-1,713.23

来源: Wind 国联证券研究所

剥离亏损的三家子公司后,传统产业目前剩下 6 家子公司。法尔胜阜宁金属制品有限公司、江苏法尔胜精细钢绳有限公司和江阴法尔胜线材制品有限公司主要负责钢丝绳、线材等的开发、生产和销售,其中前两家分别于 2015 年 10 月和 11 月设立。2016 年这三家子公司均出现亏损,合计亏损金额达到 3999.72 万元。

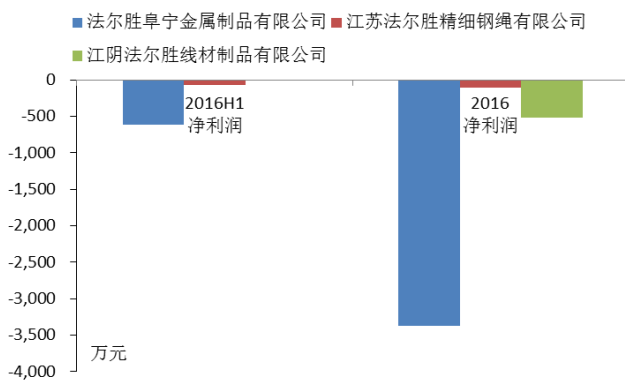
另外负责缆索产品和建筑用五金件生产的江苏法尔胜缆索有限公司、江阴法尔胜住电新材料有限公司和江苏东纲金属制品有限公司,公司分别持有 60%、70%和 70%的股权。这三家公司运营情况较为健康,2016 年合计实现净利润 1679.27 万元,基本与前期持平。

图表 30: 公司现有金属制品产业相关子公司



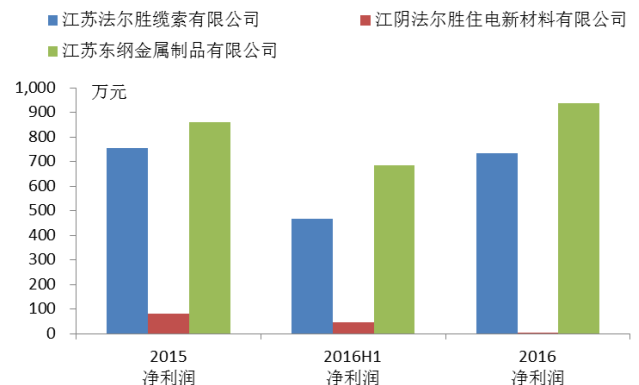
来源: 国联证券研究所

图表 31: 钢丝绳 3 家全资子公司普遍亏损



来源: Wind 国联证券研究所

图表 32: 缆索产品 3 家子公司盈利情况良好

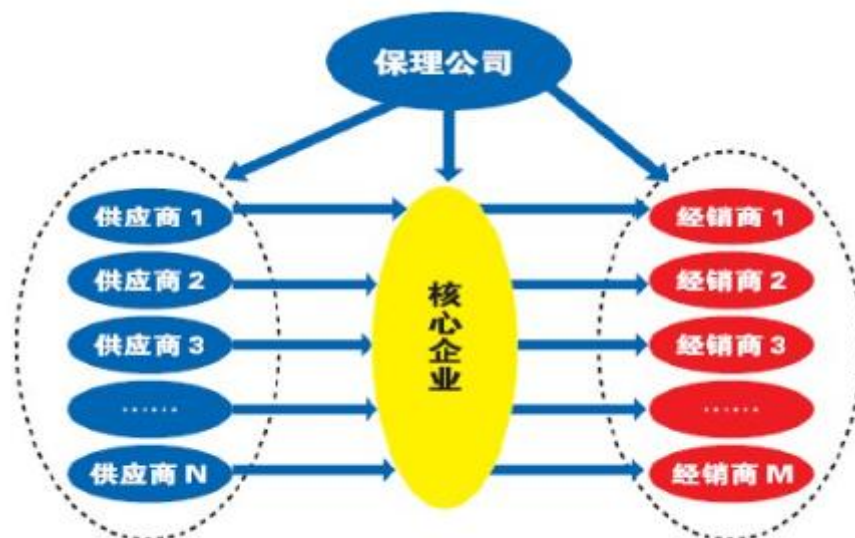


来源: Wind 国联证券研究所

传统金属制品业务除了为公司提供利润外,也有望和新涉足的保理业务形成协同效应。摩山保理在被法尔胜公司收购之前,其主要以环保、影视文化、汽车租赁和零售四大行业为着力点,并以核心企业为中心开发商业保理业务模式。而**随着摩山保理的收购完成,未来可将金属制品业作为保理业务的协同开发行业。**

摩山保理“核心企业保理”的业务模式是通过帮助某一个核心企业的上游供应商,从而获得快速高效融资,巩固、增强核心企业与供应商的战略合作管理。依托“1+N”供应链融资模式,结合公司保理业务的优势,以大型企业为核心企业,在上游供应商将其对核心企业的应收账款整体转让给公司的前提下,由公司对供应商提供的集贸易融资、应收账款管理及账款收取等服务于一体的综合性金融服务。

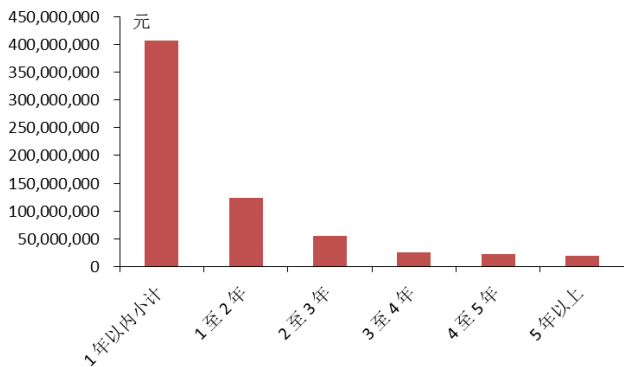
图表 33: 摩山保理的“1+N”供应链融资模式示意图



来源: 网络资料 国联证券研究所

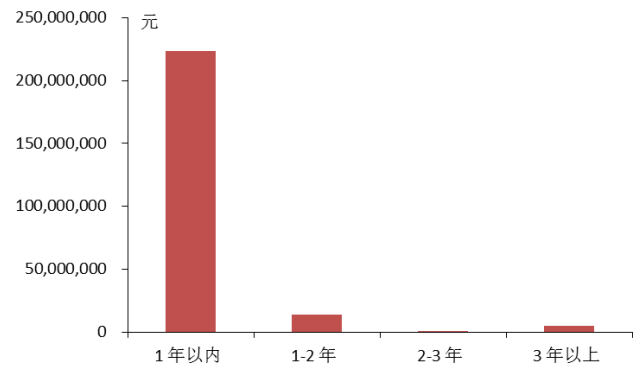
未来摩山保理与法尔胜进行合作的具体模式很大程度也会参照“1+N”供应链融资的模式。法尔胜在金属制品行业拥有的经验和业务资源，能够帮助利用自身业务优势，开发其上下游客户的保理业务商机，为其提供应收账款保理融资的同时，为金属制品全产业链提供应收账款管理服务，促进自身业务的快速发展。仅以法尔胜为核心客户，截至2016年12月31日，其应收账款为6.53亿元，应付账款2.44亿元，合计8.97亿元。

图表 34：法尔胜应收账款为 6.53 亿元



来源：Wind 国联证券研究所

图表 35：法尔胜应付账款为 2.44 亿元



来源：Wind 国联证券研究所

4. 盈利预测与估值

我们认为公司传统金融制品主业的发展基本保持稳定，而保理行业正处在高速发展期，凭借公司在商业保理领域内的技术、人才和资金优势，业务规模有望大幅增长，成为公司盈利的主要驱动力。预计2017-2018年，公司将实现营业收入25.39亿、26.06亿和26.94亿元，归属母公司净利润1.92亿、2.11亿和2.39亿元，对应EPS为0.51、0.56和0.60元，按最新股价计算，PE分别为21.25、19.35和17.77倍，PB分别为4.10、3.38和2.84倍，给予“推荐”评级。

5. 风险提示

传统金属行业超预期波动；

保理业务信用风险；

商业保理行业政策风险；

宏观经济下行风险。

图表 36: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	463.49	729.57	25.39	26.06	26.94	营业收入	1,426.5	1,906.74	2,539.4	2,605.9	2,694.2
应收账款+票据	838.40	857.60	1,401.1	916.81	1,479.6	营业成本	1,234.2	1,614.91	1,843.2	1,889.6	1,952.7
预付账款	49.34	58.32	64.56	61.41	68.77	营业税金及附加	6.90	23.82	31.73	32.56	33.66
存货	499.02	412.06	627.83	438.26	663.40	营业费用	45.23	33.65	67.26	69.02	71.36
其他	14.08	4,771.43	4,771.4	4,771.43	4,771.4	管理费用	90.09	119.58	159.26	163.44	168.97
流动资产合计	1,864.3	6,828.99	6,890.3	6,213.97	7,010.2	财务费用	57.36	44.52	158.45	144.29	133.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	16.66	28.60	0.00	0.00	0.00
固定资产	606.38	287.86	203.61	107.13	10.65	公允价值变动收	-0.13	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	90.94	12.22	0.00	0.00	0.00	投资净收益	32.98	112.17	0.00	0.00	0.00
无形资产	123.49	82.65	66.70	50.75	34.79	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	275.91	1,423.80	1,423.5	1,423.38	1,423.3	营业利润	8.88	153.82	279.47	306.99	334.18
非流动资产合计	1,096.7	1,806.53	1,693.8	1,581.25	1,468.8	营业外净收益	6.57	0.77	0.00	0.00	0.00
资产总计	2,961.0	8,635.52	8,584.2	7,795.23	8,479.0	利润总额	15.45	154.59	279.47	306.99	334.18
短期借款	928.80	4,595.00	4,138.1	3,263.27	3,482.3	所得税	2.90	0.15	69.87	76.75	83.54
应付账款+票据	824.99	1,898.58	2,094.5	1,950.17	2,164.2	净利润	12.55	154.43	209.60	230.25	250.63
其他	29.00	12.97	12.97	12.97	12.97	少数股东损益	7.02	13.09	17.76	19.51	21.24
流动负债合计	1,782.7	6,506.55	6,245.6	5,226.41	5,659.6	归属于母公司净	5.53	141.35	191.84	210.73	229.39
长期带息负债	30.00	492.00	492.00	492.00	492.00	主要财务比率					
长期应付款	0.00	727.41	727.41	727.41	727.41		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
非流动负债合计	30.00	1,219.41	1,219.4	1,219.41	1,219.4	营业收入	-8.09%	33.66%	33.18%	2.62%	3.39%
负债合计	1,812.7	7,725.96	7,465.0	6,445.82	6,879.0	EBIT	-28.62%	178.36%	120.40	3.05%	3.61%
少数股东权益	101.39	106.62	124.38	143.90	165.14	EBITDA	-18.75%	61.51%	94.94%	2.43%	2.85%
股本	379.64	379.64	379.64	379.64	379.64	归属于母公司净	6.04%	2456.85	35.72%	9.85%	8.86%
资本公积	472.93	13.78	13.78	13.78	13.78	获利能力					
留存收益	194.32	409.52	601.37	812.10	1,041.4	毛利率	13.48%	15.30%	27.41%	27.49%	27.52%
股东权益合计	1,148.2	909.56	1,119.1	1,349.41	1,600.0	净利率	0.88%	8.10%	8.25%	8.84%	9.30%
负债和股东权益总	2,961.0	8,635.52	8,584.2	7,795.23	8,479.0	ROE	0.53%	17.60%	19.28%	17.48%	15.99%
						ROIC	3.35%	13.53%	6.65%	6.26%	7.37%
						偿债能力					
						资产负债率	61.22%	89.47%	86.96%	82.69%	81.13%
						流动比率	104.57	104.96%	110.32	118.90	123.86
						速动比率	75.79%	25.29%	23.87%	19.22%	27.84%
						营运能力					
						应收账款周转率	1.71	2.25	1.83	2.88	1.84
						存货周转率	2.47	3.92	2.94	4.31	2.94
						总资产周转率	0.48	0.22	0.30	0.33	0.32
						每股指标 (元)					
						每股收益	0.01	0.37	0.51	0.56	0.60
						每股经营现金流	0.25	-6.64	-0.23	2.69	-0.22
						每股净资产	2.76	2.11	2.62	3.18	3.78
						估值比率					
						市盈率	723.14	28.28	20.84	18.97	17.43
						市净率	3.48	4.40	3.58	2.97	2.50
						EV/EBITDA	25.23	29.09	15.42	13.53	13.57
						EV/EBIT	61.81	41.35	19.38	16.91	16.84

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

