

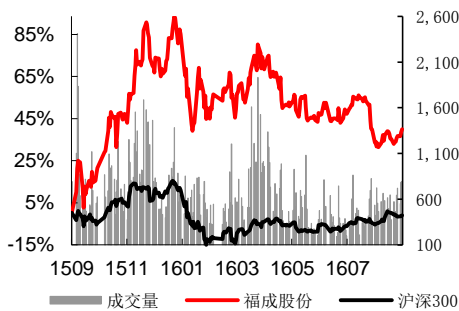
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 11.92
合理价格区间(元): 14.66~15.88

贺琪 执业证书编号: S0570515050002
研究员 0755-22660839
heqi@htsc.com

王楠 执业证书编号: S0570516040004
研究员 010-63211166
wangnan2@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

穿越经济周期, 借势人口周期

福成股份(600965)

殡葬行业受人口增长和老龄化推动, 预计 2017 年市场规模达到 993 亿元

人口增长和老龄化是殡葬行业规模扩张的重要推动力, 一方面中国人口虽然增速放缓, 但在过去 10 年仍然保持了持续的正增长, 2015 年人口规模达到 13.75 亿, CAGR10 为 0.5%; 另一方面人口年龄结构发生了显著变化, 65 岁以上的人口在总人口中的占比从 2006 年的 7.90% 上升至 2015 年的 10.50%, 老龄化的趋势愈发明显。中国殡葬行业伴随人口增长和老龄化趋势持续扩张, 根据 Euromonitor 的统计, 2015 年市场规模达到 714 亿元, 预计到 2017 年将进一步上升至 993 亿元。殡葬行业的产业链中包括墓地服务、殡仪服务、遗体处理和其他服务四个板块。

墓地服务市场规模 410 亿, 私人部门参与程度高, 市场集中度低

墓地服务是殡葬行业中规模最大的细分领域, 2015 年市场容量约为 410 亿元, 占据整个行业市场规模的 58%。与几乎全部由政府独家提供, 并且价格受到严格控制的殡仪服务和遗体处理板块不同, 墓地服务受到行政管理程度最低, 私人部门的参与程度较高, 但是由于区域性明显的原因, 目前市场集中度仍然很低, 国内前 5 家服务供应商的市场占有率仅为 5%, 消费者的高端化和个性化的服务需求与各地区区域性服务提供商参差不齐的运营管理能力之间存在矛盾, 集中度提升是未来发展趋势。

福成凭借地理优势和极具竞争力的价格覆盖京津冀超级城市圈, 量价齐升

福成股份在 2015 年成功通过发行股份的方式收购大股东旗下的三河市宝塔陵园资产, 该陵园占地面积 765.25 亩, 规划墓穴数量 12.5 万个。陵园所在的三河市距离北京市区仅有 50 公里的距离, 同时 2016H1 期间 6.5 万元的墓位均价相对北京市区的墓位价格便宜 30%~40%。未来福成的墓地服务的增长分别来自于宝塔陵园存量墓穴年均 15%~20% 的价格提升和外延扩张带来的墓穴销售量的提升。

肉牛业务把控澳洲优质上游资源稳步发展, 餐饮业务步入战略性调整期

肉牛业务方面, 面对国内牛肉需求稳步上升, 供给缺口持续存在的行业现状, 福成股份在澳洲设立子公司, 随后分别于 2015 年和 2016 年收购木兰、格林布瑞和鲁敏三座牧场, 把控澳洲优质的上游肉牛养殖资源, 加强未来公司的肉牛供应能力。餐饮业务方面, 通过关停运营状况不理想的门店的方法提升板块盈利能力。

借势京津冀人口周期, 收获独立于宏观环境波动的确定性增长

根据我们的盈利预测, 福成股份 2016-2018 年的收入规模将分别达到 14.38 亿元、16.41 亿元和 17.93 亿元, 分别同比增长 7.0%、14.1% 和 9.3%; 2016-2018 年的归属母公司的净利润将分别达到 1.89 亿元、2.26 亿元和 2.63 亿元, 分别同比增长 13.5%、19.9% 和 16.4%。2016-2018 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.28 元和 0.32 元。采用分部估值的方法, 给予福成股份 6 个月目标市值范围 120~130 亿元, 对应目标价范围 14.66~15.88 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 殡葬行业的管制加强, 市场化方向出现逆转; 食品安全问题。

公司基本资料

总股本(百万)	818.70
流通 A 股(百万)	380.05
52 周内股价区间(元)	8.81-17.04
总市值(百万)	10,029
总资产(百万)	2,176
每股净资产(元)	2.02

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	1,344	1,438	1,641	1,793
+/-%	9.81	6.99	14.13	9.29
净利润(百万)	166.38	188.85	226.40	263.43
+/-%	26.19	13.50	19.88	16.36
EPS(元)	0.20	0.23	0.28	0.32
PE	58.65	51.68	43.11	37.05

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

正文目录

福成股份公司概况.....	4
业务 1: 收购大股东陵园资产, 进军殡葬业.....	4
业务 2: 以肉牛屠宰及加工业务为基础向产业链的上下游延伸.....	4
财务表现: 2015 年收入 13.44 亿元, 净利润 1.66 亿元.....	5
股本结构: 大股东及一致行动人持股 62.33%.....	6
殡葬行业: 借势人口周期, 增长确定.....	6
市场规模的重要影响因素: 死亡人数和火化人数.....	6
人口增长和老龄化推动殡葬市场规模增长.....	6
死亡人数和火化人数是重要影响因素.....	7
产业链: 墓地服务板块体量最大, 管制程度最低.....	8
4 大服务板块: 遗体处理、墓地服务、殡仪服务和其他.....	8
墓地服务市场规模最大, 管制程度相对较低.....	8
中长期商业模式的转变: 预售模式的兴起.....	9
按照服务时效殡葬服务分类为即用和预售.....	9
华人社会的传统文化是压制预售模式的重要力量, 但是已经有松动出现.....	9
殡葬服务企业和保险公司积极探索境内“生前契约”业务.....	10
家庭成员结构、家庭财政约束和文化变迁是“生前契约”普及度提升的重要推动力.....	11
福成股份的竞争力: 区位优势 and 价格优势.....	11
受益于京津冀一体化, 借势超级大城市人口周期.....	11
宝塔陵园较北京市区内陵园价格优势明显.....	13
牛肉行业: 引进海外优质资源满足本土需求.....	13
国内需求稳步增长, 本土供给受限.....	13
中国消费者对以牛肉为代表的高蛋白食物消费在持续增长.....	13
肉牛养殖行业的特性导致本土供给受限.....	14
福成股份的竞争优势: 本土完整产业链+海外优质资源的供给.....	15
肉牛养殖行业的经验和完整的产业链架构.....	15
积极拓展澳大利亚优质肉牛资源的引入.....	16
盈利预测及估值.....	16
盈利预测.....	16
估值情况.....	17
风险提示.....	18

图表目录

图 1: 宝塔陵园的发展情况	4
图 2: 宝塔陵园 2014 和 2015 年收入及净利情况	4
图 3: 福成在澳洲畜牧业板块布局, 提升生产能力	4
图 4: 餐饮板块主要是分布在北京、河北和内蒙的直营连锁火锅店	5
图 5: 2015 年收入同比增长 22.14%	5
图 6: 2015 年收入结构	5
图 7: 殡葬业毛利率最高 83.31%	6
图 8: 大股东福成集团及一致行动人持股比例 62.33%	6
图 9: 2015 年中国人口 13.57 亿人, 同比 + 0.50%	7
图 10: 中国人口中 65 岁+占比持续提升至 2015 年的 10.5%	7
图 11: 人口增速的回落和老龄化趋势导致死亡率步入小幅上行通道	7
图 12: 中国 2015 年死亡人数达到 977 万人	7
图 13: 中国 2015 年火化遗体数达到 460 万人	7
图 14: 殡葬产业主要包括 4 个业务板块	8
图 15: 墓地服务份额最大占比 58%	8
图 16: 墓地服务的市场规模预计到 2017 年上升至 580 亿元	8
图 17: 墓地服务的私营部门参与度较高	9
图 18: 尽管市场化程度较高, 墓地服务的市场集中度仍然很低	9
图 19: 即用销售模式和预售模式的区别	9
图 20: 部分亚洲华人社群中开始有商业预售服务	10
图 21: 马来西亚和台湾是预售服务渗透率较高的地区	10
图 22: 阳光人寿目前是福寿园主要股东之一, 持股 7.25%	10
图 23: 泰康人寿旗下目前有北京九公山、广东罗浮净土和咸宁长青陵园 3 块公墓资产	11
图 24: 福成的陵园资产坐落于三河市, 辐射北京河北天津	11
图 25: 从北京市东四环到宝塔陵园距离 50 公里	11
图 26: 北京市和天津市的人口在 2015 年分别达到 2170.50 万人和 1546.95 万人	12
图 27: 河北三河市人口 2015 年达到 65.15 万人	12
图 28: 北京、天津和三河的人口 CAGR5 均高于 2%	12
图 29: 北京市和天津市 2015 年的死亡人数分别达到 10.74 万人和 9.10 万人	12
图 30: 宝塔陵园目标市场中的部分竞争对手情况	13
图 31: 中国 2015 牛肉表观消费量达到 5.43 公斤/人/年	13
图 32: 中国猪肉、鸡肉和牛肉的消费量比为 7.7:1.7:1	13
图 33: 中国 2015 年牛肉进口量 47.3 万吨	14
图 34: 市场上有 150 万吨+的走私牛肉流通, 占总流通 17%	14
图 35: 主流畜禽的料肉比范围	14
图 36: 肉牛的饲养周期显著长于猪	15
图 37: 以屠宰和加工为中心的全产业链覆盖	15
图 38: 福成股份分业务收入预测	16
图 39: 牛肉行业相关上市公司估值表	17
图 40: 餐饮行业相关上市公司估值表	17
图 41: 殡葬行业相关上市公司估值表	17

福成股份公司概况

业务 1: 收购大股东陵园资产, 进军殡葬业

福成股份在 2015 年完成了以发行股份购买资产的方式收购大股东福成集团旗下的三河灵山宝塔陵园有限公司 100% 股权的工作, 将殡葬业务纳入了公司业务板块, 成为 A 股唯一一家参与殡葬业务的上市公司。

宝塔陵园的主要业务为墓地服务, 包括墓地销售及其他落葬服务。宝塔陵园位于河北省三河市黄土庄镇, 与北京和天津接壤, 属于环京津区域。园区总占地面积为 765.25 亩, 规划墓穴数量约为 12.5 万个。

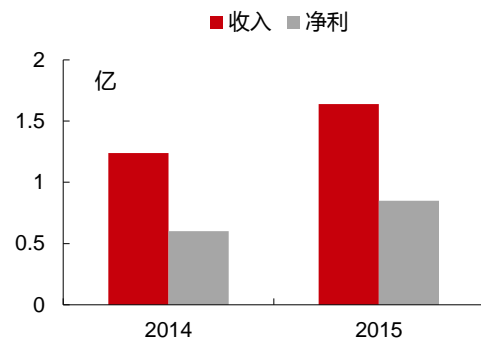
宝塔陵园园区的基础性建设已经于 2013 年年底基本完成, 公司从 2014 年开始加大市场推广力度并实现盈利, 2014 年实现销售收入 1.24 亿元, 净利润 6042.56 万元; 2015 年实现销售收入 1.64 亿元, 净利润 8467.77 万元。

图1: 宝塔陵园的发展情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图2: 宝塔陵园 2014 和 2015 年收入及净利情况



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

业务 2: 以肉牛屠宰及加工业务为基础向产业链的上下游延伸

肉牛屠宰和加工是福成股份的传统业务, 围绕该业务形成了上游的畜牧业板块和下游的餐饮业板块。其中畜牧业板块中包括肉制品、牛肉等产品, 下游的餐饮板块主要是福成品牌旗下的连锁火锅店。目前公司的业务范围涵盖畜牧养殖、屠宰加工、食品加工和餐饮服务, 形成了完整的产业链条。

畜牧业方面, 除了在国内的养殖业务采取公司+农户的方式运作之外, 公司还积极的寻求海外优质资源。公司于 2015 年 8 月在澳大利亚设立全资子公司, 随后于 2015 年 11 月以 2800 澳元的价格收购木兰牧场 (截止 2016 年 7 月有安格斯牛、和牛共计 9309 头), 2016 年 7 月追加 705 万澳元收购临近木兰牧场的格林布瑞牧场和鲁敏牧场, 这有利于提高公司肉牛养殖及屠宰加工业务的生产能力。

图3: 福成在澳洲畜牧业板块布局, 提升生产能力



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

餐饮业方面，公司目前经营的是面向大众消费的直营连锁火锅店，在所经营区域属于中档消费层次，位于牛肉产业链的下游。目前福成餐饮业务的布局主要在北京市、河北省和内蒙古三个区域，目前有 47 家连锁店。

图4： 餐饮板块主要是分布在北京、河北和内蒙的直营连锁火锅店

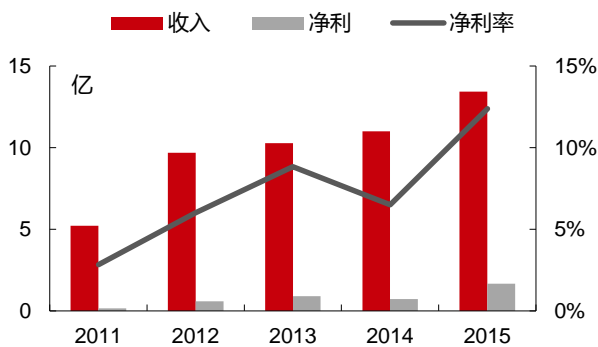


资料来源：公司网站，华泰证券研究所

财务表现：2015 年收入 13.44 亿元，净利润 1.66 亿元

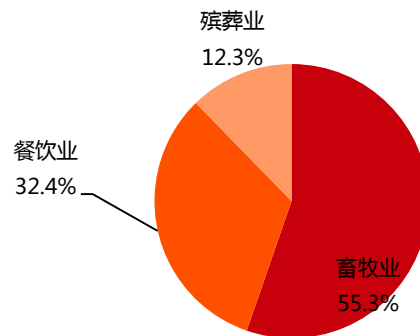
福成股份 2015 年收入规模为 13.44 亿元，同比增长 22.14%；其中畜牧业板块贡献 7.39 亿元（占比 55.3%），餐饮业板块贡献 4.32 亿元（占比 32.4%），殡葬行业板块贡献 1.64 亿元（占比 12.3%）。2016 年上半年收入规模为 6.79 亿元，同比增长 4.12%；

图5： 2015 年收入同比增长 22.14%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

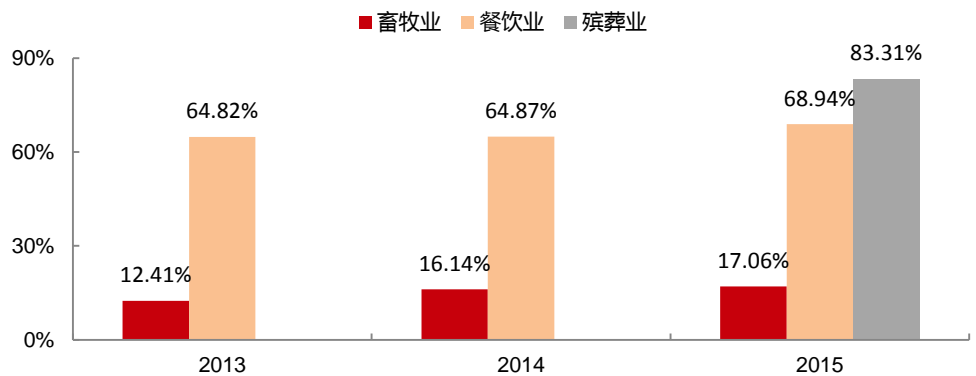
图6： 2015 年收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利能力方面，2015 年殡葬业的毛利率最高，达到 83.31%；餐饮业毛利率次之，达到 68.94%，同比上升 4.07pct；畜牧业的毛利率为 17.06%，同比上升 0.92pct。2016 年上半年，殡葬业的毛利率继续上升达到 85.23%，餐饮业的毛利率 68.68%，基本保持稳定，畜牧业的毛利率小幅上升至 17.46%。

图7： 殡葬业毛利率最高 83.31%



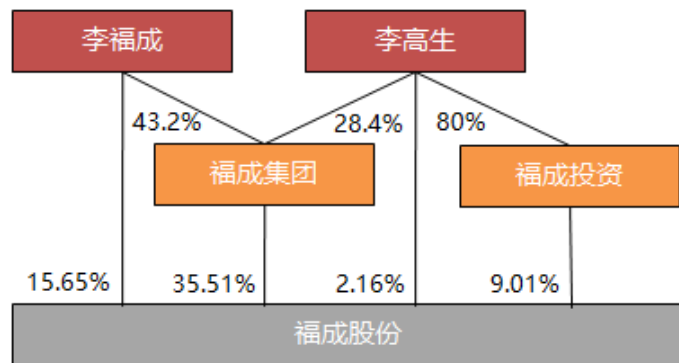
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

股本结构：大股东及一致行动人持股 62.33%

公司大股东福成投资集团及其一致行动人李福成、三河福生投资和李高生共同持有福成股份 62.33% 的股权。李高生先生是福成股份的实际控制人，并同时担任公司的董事长和总经理。李高生先生与福成集团的创始人李福成先生是父子关系。

公司 2013 和 2014 年发行的用于收购福成肥牛餐饮、福成食品和宝塔陵园的 1.48 亿股和 2.91 亿股将分别在 2016 年 12 月 12 日和 2018 年 7 月 23 日解禁。

图8： 大股东福成集团及一致行动人持股比例 62.33%



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

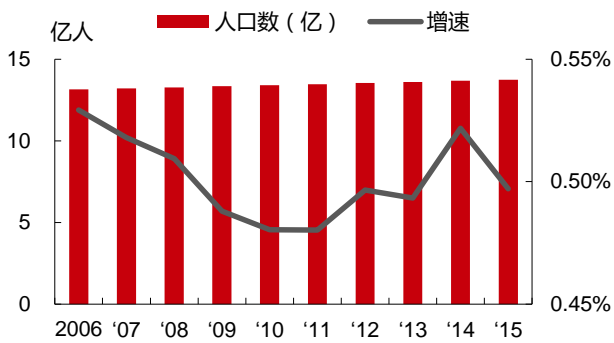
殡葬行业：借势人口周期，增长确定

市场规模的重要影响因素：死亡人数和火化人数

人口增长和老龄化推动殡葬市场规模增长

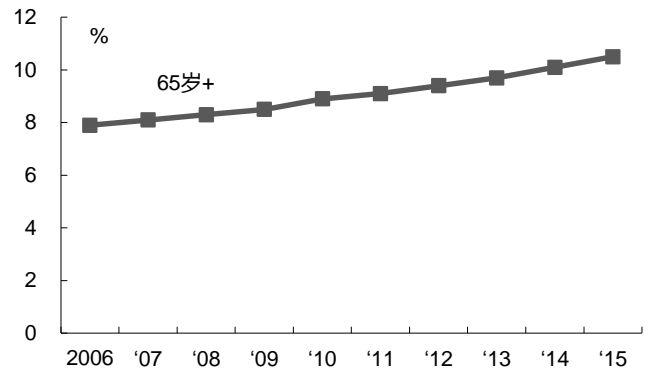
殡葬业务市场规模受到人口增长和老龄化的推动，中国作为全球人数最多，并且老龄化趋势逐步显现的国家，未来殡葬业务的市场规模有望实现持续性的增长。根据国家统计局的数据，我国人口数量从 2006 年的 13.14 亿上升至 2015 年的 13.75 亿，复合增速约为 0.5%；同时人口结构也发生了变化，65 岁以上的人口在总人口中的占比从 2006 年的 7.90% 上升至 2015 年的 10.50%，整体人口结构老龄化的趋势较为明显。

图9: 2015年中国人口13.57亿人, 同比+0.50%



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图10: 中国人口中65岁+占比持续提升至2015年的10.5%

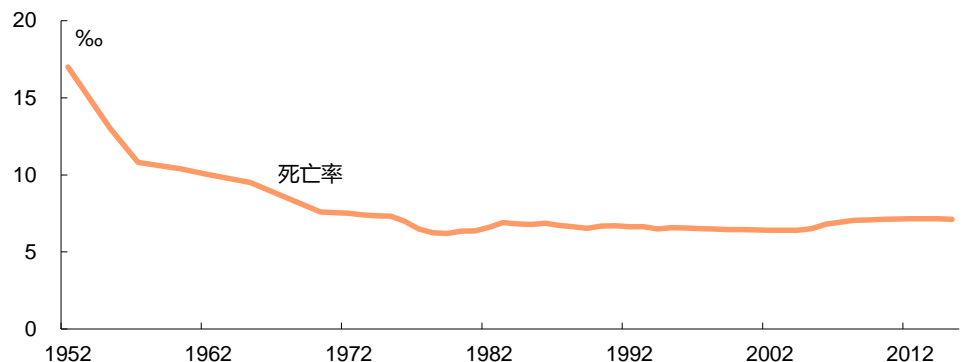


资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

死亡人数和火化人数是重要影响因素

建国以来死亡率基本经历了快速降低, 保持平稳和小幅上升的3个阶段。从1952年到1982年受益于医疗技术的进步和整体经济发展死亡率出现了快速的下降, 从17%的高位下降至6%。随后从1982年到2006年整体的死亡率保持相对稳定。2006年以后由于人口总数的稳定和老龄化趋势的演进, 死亡率开始步入了小幅上升的通道, 到2015年上升至7.11%。

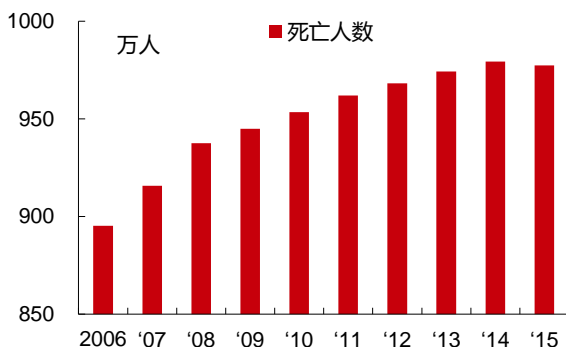
图11: 人口增速的回落和老龄化趋势导致死亡率步入小幅上行通道



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

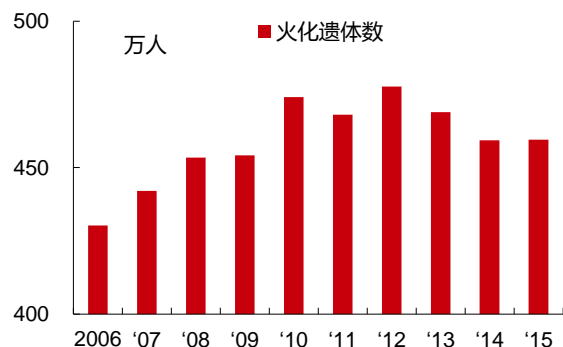
死亡人数和火化人数的持续增长拉动市场规模扩大。根据国家统计局的数据, 中国2015年死亡人数达到977万人, 同时火化遗体数达到460万人, 火化率约为47%。考虑到中国城镇化进程的持续推进和居民生活习惯的变迁, 预计未来这一比率有望继续增长。

图12: 中国2015年死亡人数达到977万人



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图13: 中国2015年火化遗体数达到460万人



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

产业链：墓地服务板块体量最大，管制程度最低

4大服务板块：遗体处理、墓地服务、殡仪服务和其他

殡葬产业可以主要分为4个板块，包括遗体处理、墓地服务、殡仪服务和其他。其中遗体处理指代遗体的处理，其中包含火化服务；墓地服务指的是火化后地葬相关的销售，包括墓地销售，陵墓设计及规划，牌匾及墓石的生产 and 安装等；殡仪服务包括遗体的实际处置、运输和处理，以及出殡仪式和灵堂租赁等；其他包含殡仪服务相关产品的销售和追悼服务等。

图14： 殡葬产业主要包括4个业务板块

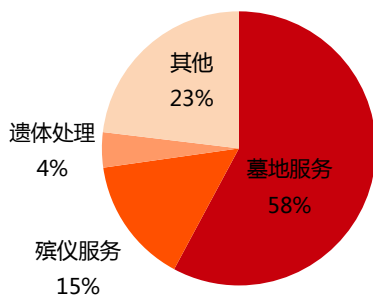


资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

墓地服务市场规模最大，管制程度相对较低

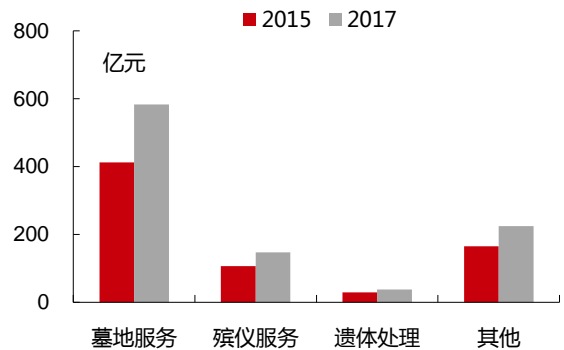
墓地服务 2015 年的市场规模达到 410 亿元，占据殡葬行业市场规模的 58%。在整个殡葬行业中，墓地服务是市场规模最大的细分领域，2015 年市场容量约为 410 亿元，在整个殡葬行业中占比 58%。根据 Euromonitor 的估算，中国墓地服务市场的规模将在 2017 年到达 580 亿元人民币。

图15： 墓地服务份额最大占比 58%



资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

图16： 墓地服务的市场规模预计到 2017 年上升至 580 亿元

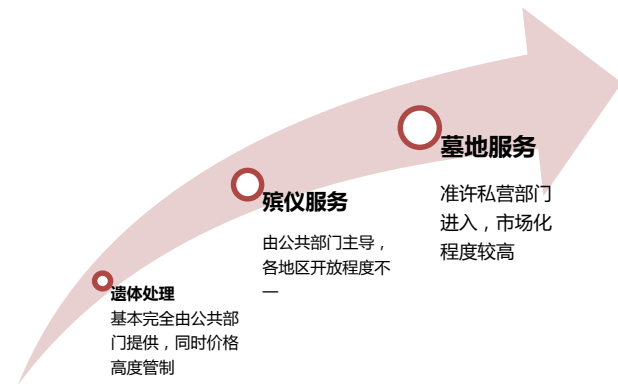


资料来源：Euromonitor，华泰证券研究所

墓地服务的另一个重要特征是受管制程度低，私营部门的参与程度高。遗体处理中的火化服务目前仅由政府机构提供，同时定价受到严格控制，私营部门的参与程度非常低。殡仪服务方面目前主要由政府下属的机构主导，开放的程度在不同的省份呈现不同的特征。而墓地服务方面则向私营部门开放，受到的管制程度相对较低。

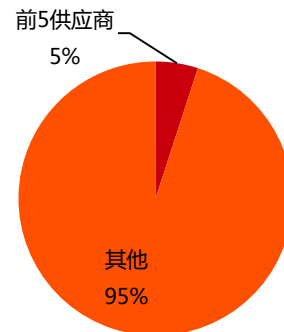
按照经营主体的公私性质划分，中国的墓园目前分为公众公益性公墓和经营性公墓。地方政府针对当地人口结构和变化情况，对于经营性公墓有较为明确的规划和批复流程。目前墓园的供给具有明显的区域性，也因此全国的墓地服务行业集中度仍然处于较低的状态，行业前5大供应商的市场份额仅为5%。

图17: 墓地服务的私营部门参与度较高



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图18: 尽管市场化程度较高，墓地服务的市场集中度仍然很低



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

中长期商业模式的转变: 预售模式的兴起

按照服务时效殡葬服务分类为即用和预售

殡葬服务市场按照时效可以分为即用和预售两个大类。其中即用市场指的是这过世后的即时需要，费用一般由家人以现行市价一次性付款，由于时间所限，此类产品的标准化程度高。预售市场指40岁及以上的人士在健康时预先计划的殡葬服务，既可以由本人亲自购买，也可以由朋友或者家人代为购买，预先计划可以让消费者有机会度身订造其需要的个性化服务并锁定现行市价，付款方式也更加多元化。

图19: 即用销售模式和预售模式的区别

	即用模式	预售模式
购买人	家人	家人/朋友/本人
个性化程度	低	高
价格	随行就市	锁定当前价格
支付方式	一次性	多元化支付方式

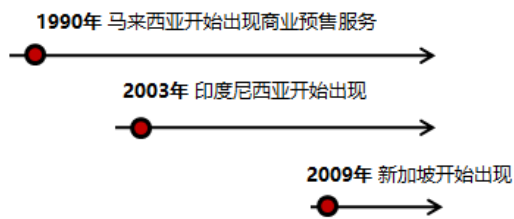
资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

华人社会的传统文化是压制预售模式的重要力量，但是已经有松动出现

包括中国在内的东亚文化圈对于预售模式的殡葬服务接受程度相对较低，这导致了预售模式一直未能够成为行业内的主流业务模式之一，但是亚洲的部分华裔人群对该类服务的接收程度在逐步上升，近年来亚洲部分华人社区目前已经开始出现商业殡葬服务的预售服务提供者，马来西亚的华裔社群走在前列。

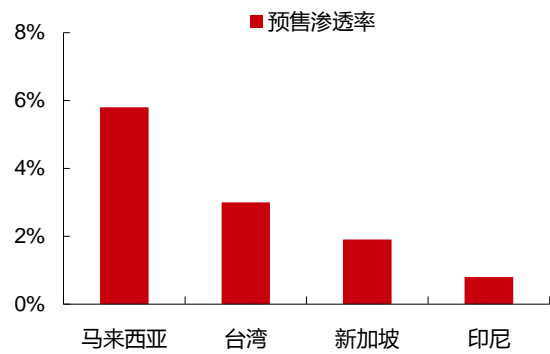
马来西亚的华裔人口从1990年开始一直接受预先计划的殡葬服务，但是新加坡和印尼的华裔人口直至最近才开始接受预售的概念。马来西亚，印度尼西亚和新加坡分别自1990年、2003年和2009年开始提供商业预售服务，根据Frost & Sullivan的统计，马来西亚、印度尼西亚和新加坡的预售渗透率分别达到5.8%、0.8%和1.9%。

图20: 部分亚洲华人社群中开始有商业预售服务



资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

图21: 马来西亚和台湾是预售服务渗透率较高的地区



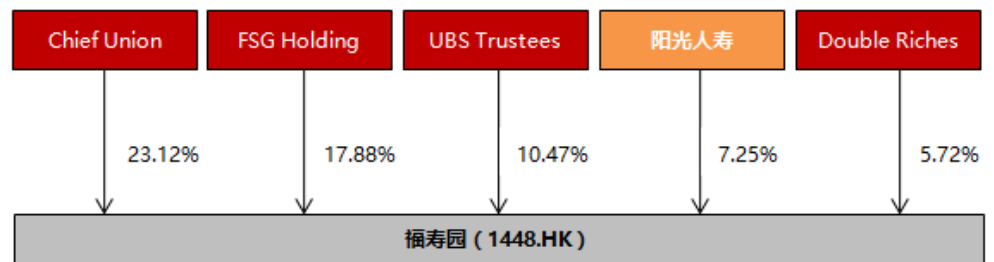
资料来源: Frost & Sullivan, 华泰证券研究所

殡葬服务企业和保险公司积极探索境内“生前契约”业务

目前中国的法律对殡葬服务预售模式的接受对象有较为严格的限制。当前的法律仅仅容许向符合最低规定年龄(地区之间有所不同)、患绝症或要求提供生前契约殡葬服务将自己葬于已逝配偶旁等若干条件的客户提供生前契约殡葬服务。

殡葬服务企业开始主动与保险公司进行合作,开拓殡葬服务预售模式的渠道。目前在国内殡葬服务业具有领先地位的福寿园已经引入了阳光人寿保险作为其主要股东之一,福寿园的主要股东 FSG Holding 于 2015 年 12 月以 5.12 港元/股的价格向阳光人寿保险股份有限公司出售 1.51 亿股,占公司已发行股本 7.25%,双方正在积极探索生前契约的合作模式。

图22: 阳光人寿目前是福寿园主要股东之一,持股 7.25%

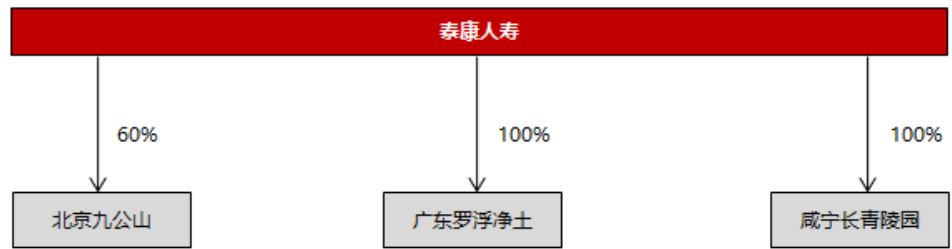


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

保险公司也在开始布局殡葬行业,推进墓园等相关资产的收购工作。国内最大的保险公司之一泰康人寿在 2014 年分别收购了北京市九公山长城纪念林 60% 的股权和广东惠州罗浮净土人文纪念园 100% 的股权,随后在 2015 年又收购咸宁长青陵园 100% 股权。

九公山长城纪念林是北京市民政局批准成立的合法经营性公墓,位于北京市怀柔区,距离北京市区 60 公里,墓地价格分布从 5,800 元~97,800 元不等;罗浮净土人文纪念园是广东省民政厅批准成立的合法经营性公墓,位于广东省惠州市罗浮山自然风景区的西南麓,坐落位置距离博罗县城 35 公里。

图23: 泰康人寿旗下目前有北京九公山、广东罗浮净土和咸宁长青陵园3块公墓资产



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

家庭成员结构、家庭财政约束和文化变迁是“生前契约”普及度提升的重要推动力

家庭成员结构的变化、家庭内的财政约束和文化变迁将在未来提升预售殡葬服务在中国的渗透率。预售服务在没有近亲或不希望为家人增加殡葬负担的人群中接受程度较高, 随着中国计划生育政策效果的不断扩大, 中国家庭成员结构正在发生改变, 4-2-1 (外公外婆+爷爷奶奶、父亲+母亲、儿子/女儿) 类家庭成员结构的普遍程度在提升, 同时家庭购置不动产以及育儿要素价格的持续抬升将使得消费者面临更加严格的家庭财政约束, 以及中国受教育程度的提升也会对包括殡葬文化在内的传统伦理体系产生影响, 这些要素将有利于“生前契约”类殡葬服务在中国的普及程度的提升。

福成股份的竞争力: 区位优势 and 价格优势

受益于京津冀一体化, 借势超级大城市人口周期

福成股份现有的宝塔陵园资产位于三河市燕郊的灵山脚下, 距离北京 CBD 仅 50 公里。灵山宝塔陵园所在的三河市覆盖包括北京、河北和天津在内的广大京津冀市场, 尤其宝塔陵园距离北京市东四环仅有 50 公里。

图24: 福成的陵园资产坐落于三河市, 辐射北京河北天津



资料来源: 三河市政府, 华泰证券研究所

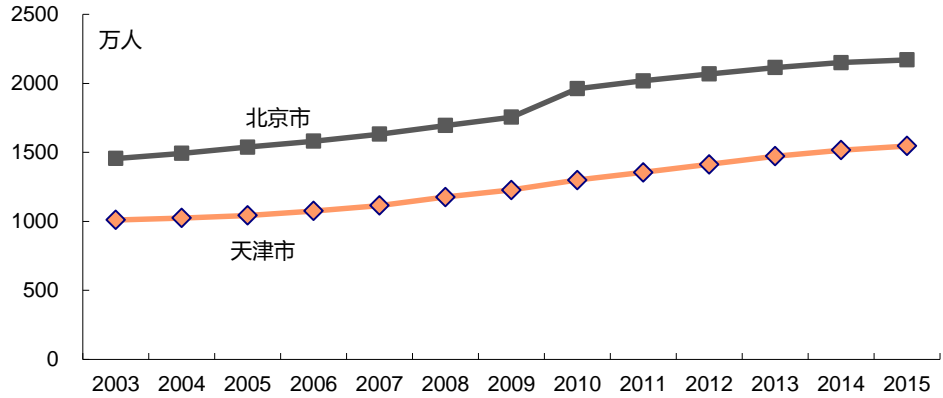
图25: 从北京市东四环到宝塔陵园距离 50 公里



资料来源: 公司网站, 华泰证券研究所

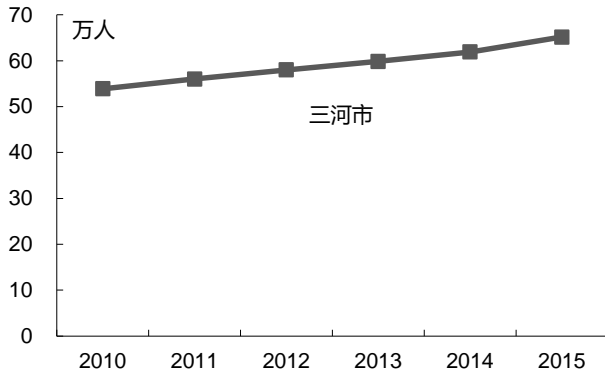
宝塔陵园主要覆盖的北京、天津和福成股份所在的三河市均为人口净流入地区。北京 2015 年总人口达到 2170.50 万人, CAGR5 为 2.04%; 天津 2015 年总人口达到 1546.95 万人, CAGR5 为 3.56%。河北三河市 2015 年总人口达到 65.15 万人, CAGR5 为 3.87%。

图26: 北京市和天津市的人口在2015年分别达到2170.50万人和1546.95万人



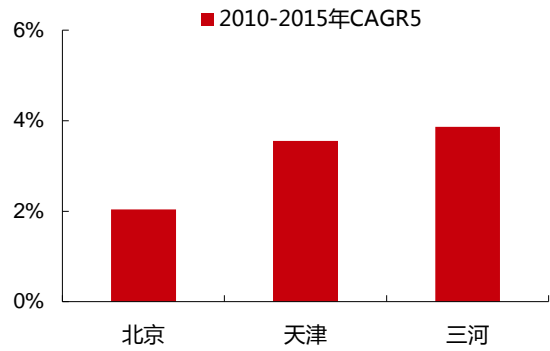
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图27: 河北三河市人口2015年达到65.15万人



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

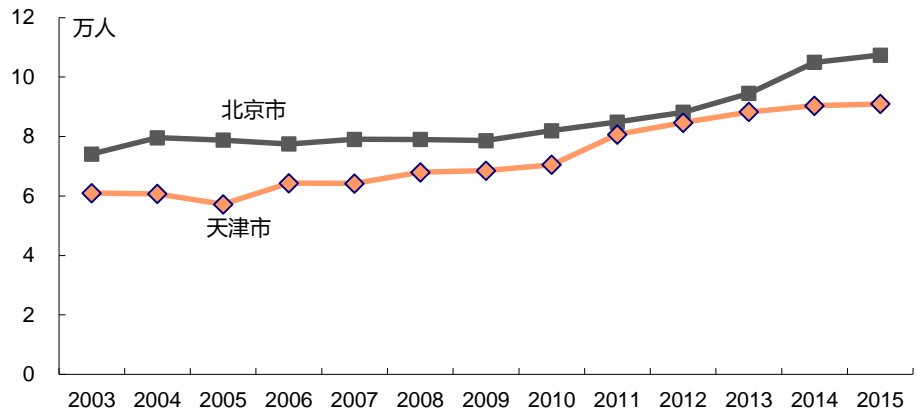
图28: 北京、天津和三河的人口CAGR5均高于2%



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

北京、天津和三河的总人口持续上升, 在死亡率保持相对稳定的情况下, 死亡人数也逐步增长。北京市2015年死亡人数达到10.74万人, CAGR5为5.56%; 天津市2015年死亡人数达到9.10万人, CAGR5为5.24%。

图29: 北京市和天津市2015年的死亡人数分别达到10.74万人和9.10万人



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

京津冀一体化战略加强了福成陵园资产的区位优势。在京津冀一体化的国家战略中, 通州将成为北京市的城市副中心, 未来北京将逐步向东部扩展, 并进一步在经济和区域发展层面与河北和天津联动, 而北京的东扩将进一步缩短公司所在地与目标市场的距离, 区间交通等基础设施将有进一步优化空间, 这会进一步提升福成旗下陵园资产的竞争力。

宝塔陵园较北京市区内陵园价格优势明显

北京市和廊坊市目前是宝塔陵园最主要的市场，宝塔陵园的价格较北京市区内陵园有明显优势。北京市场目前拥有 33 家经营性公墓，市区内的公墓均价已经超过 10 万元，宝塔陵园的均价目前在 6.5 万元左右，相比价格便宜 30%~50%，具有较强的价格竞争力。

图30: 宝塔陵园目标市场中的部分竞争对手情况

所在地区	名称	建立时间	占地面积	基本情况
北京	炎黄陵园	1997年	1000亩	以秦汉复古风格修建，配备有中西餐厅，佛寿斋宴以备客人悼念守陵；建有花园，供纪念之用
	凤凰山陵园	1995年	100亩	坐落于北京市昌平区南口镇，临近居庸关长城；墓碑全部采用汉白玉、花岗岩等名贵石材
	十三陵盘龙台公墓	1988年	300亩	位于十三陵东侧，谭峪岭的西麓。有专业绿化团队负责园区景观绿化
廊坊	万桐公墓	2000年	348亩	位于廊坊市和平路北端，2001年12月被廊坊市绿化委员会评为绿美先进单位
天津	憩园	2004年	580亩	位于天津市东北部，面临天津市烈士陵园和第一殡仪馆，安葬形式有树葬，墓葬等，设有高中低档墓
唐山	遵化万佛园	1993年	448亩	国内第一家拥有4A级旅游区头衔的花园式陵园，坐落在清东陵风水墙内，为客户提供墓碑设计等个性服务

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

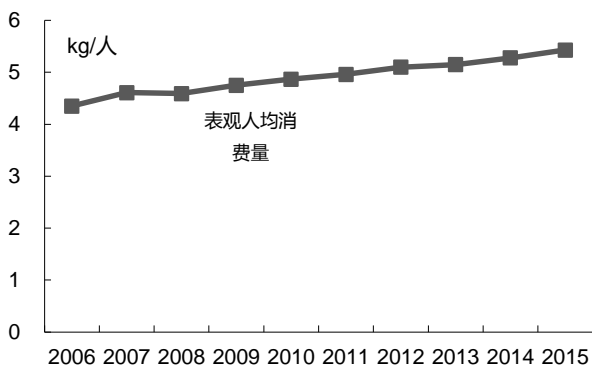
牛肉行业：引进海外优质资源满足本土需求

国内需求稳步增长，本土供给受限

中国消费者对以牛肉为代表的高蛋白食物消费在持续增长

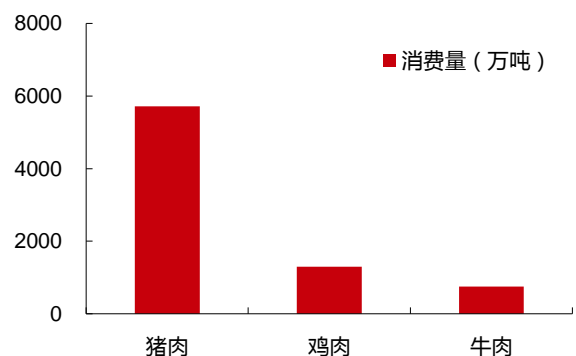
中国的牛肉消费仍然处于较低的水平，2015年表观消费量仅为5.43公斤/人/年。根据中国畜牧业协会的统计，2015年我国牛肉的表观消费量为747万吨，人均表观消费量达到5.43公斤/人/年。虽然人均表观消费量在过去10年保持了持续的上升，但是与猪肉和鸡肉相比仍然较少，中国猪肉和牛肉的消费量比例为7.7:1，鸡肉和牛肉的消费量比例为1.7:1。

图31: 中国2015牛肉表观消费量达到5.43公斤/人/年



资料来源：中国畜牧业协会牛业分会，华泰证券研究所

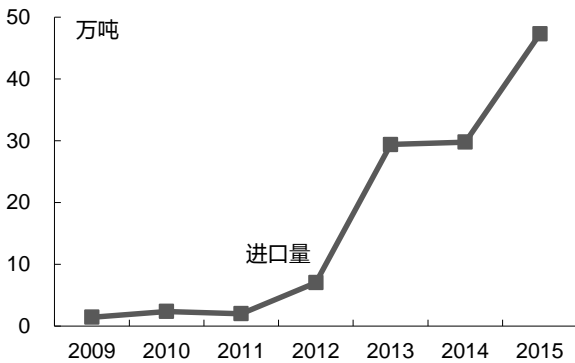
图32: 中国猪肉、鸡肉和牛肉的消费量比为7.7:1.7:1



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

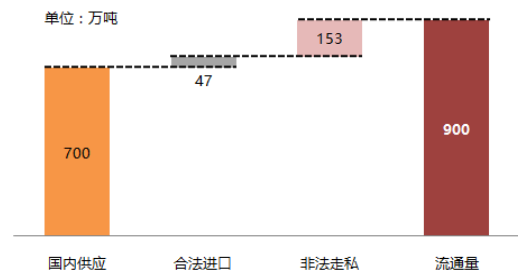
中国牛肉进口量的快速增长和走私市场的活跃从侧面证实了中国牛肉需求增长强劲。根据中国畜牧业协会牛业分会的统计，自2012年以来中国牛肉的进口量进入快速的增长阶段，2015年中国的牛肉进口量已经达到47.3万吨，同比增加58.73%。根据工商部门统计，目前市场上牛肉流通量约为900万吨，但是国内供给和合法进口量仅有747万吨，另外有153万吨来历不明的走私牛肉，占据流通量的17%。

图33: 中国2015年牛肉进口量47.3万吨



资料来源: 中国畜牧业协会牛业分会, 华泰证券研究所

图34: 市场上有150万吨+的走私牛肉流通, 占总流通17%

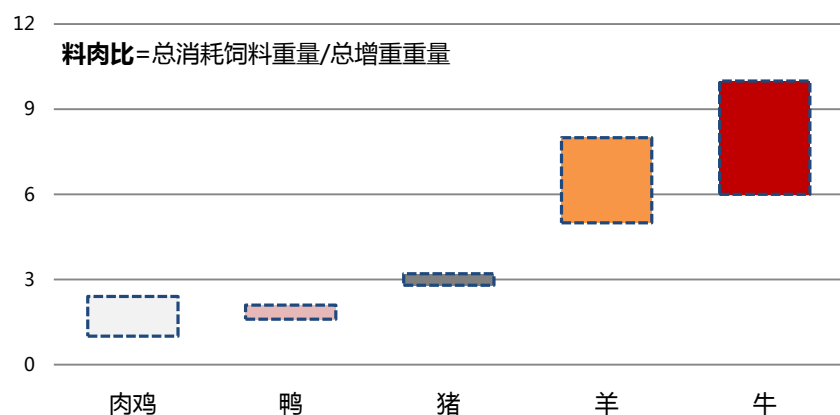


资料来源: 中国畜牧业协会牛业分会, 工商行政管理局, 华泰证券研究所

肉牛养殖行业的特性导致本土供给受限

特性 1: 肉牛养殖的料肉比远高于猪和家禽。料肉比指的是饲养的畜禽增重 1 公斤所需要消耗的饲料量, 是评价饲料报酬的重要指标。料肉比越高, 代表畜禽增加同样的重量所需要消耗的饲料量越多。肉牛的料肉比大约为 6~10, 远高于肉鸡的 1~2.4 和猪的 2.8~3.2, 在常见的畜禽中属于最高的。较高的料肉比会增加畜禽饲养过程中的难度和成本, 进而削弱了农户进入肉牛养殖的意愿和规模扩张的速度。

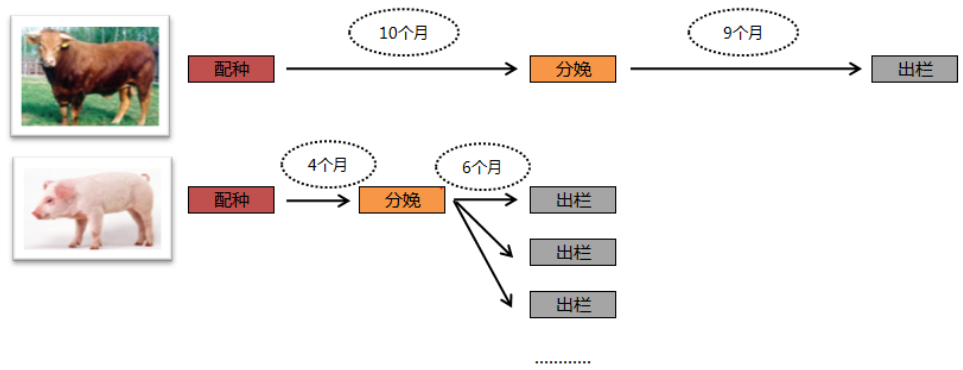
图35: 主流畜禽的料肉比范围



资料来源: 中国畜牧业协会, 华泰证券研究所

特性 2: 肉牛饲养周期显著长于其他常见的畜禽。母牛从配种到分娩需要经历大约 10 个月的妊娠期, 这显著高于猪的 4 个月; 从牛犊出生到育肥成为成牛出栏屠宰, 又需要经历大约 9 个月的时间, 而猪的育肥期仅需要 6 个月左右。因此肉牛的饲养周期显著长于猪等常见的畜禽, 同时牛是单胎生物, 绝大多数情况下一次分娩仅能产下一胎, 这与猪一次分娩能够产下多胎有很大区别。肉牛饲养的长周期和单胎的特性使得其资金回报周期更长, 面临的风险也更大, 这在某种程度上也抑制了农户对肉牛养殖行业的热情。

图36: 肉牛的饲养周期显著长于猪



资料来源: 中国畜牧业协会, 华泰证券研究所

特性 3: 肉牛养殖的规模不经济也限制了规模养殖户的扩张。与家禽和猪养殖存在规模经济不同, 肉牛的规模养殖在经营层面上面临多重挑战, 首先牛养殖对场地面积的大小要求更高, 大规模的肉牛养殖面临土地资源有限的制约, 其次肉牛个体的高度差异化使得群体性防疫手段失效, 另外牛场粪便污染处理的迫切性和难度亦更高。

福成股份的竞争优势: 本土完整产业链+海外优质资源的供给

肉牛养殖行业的经验和完整的产业链架构

肉牛屠宰和加工一直是福成股份的核心业务之一。屠宰和加工的生鲜产品积极迎合餐饮行业中央厨房的 OEM 代工趋势, 开展二次分割上冻业务, 利用紧靠京津冀地区牛肉消费市场的地理优势, 争做客户的分割间。

上游稳步推进养殖产能增长, 提升牛肉供给能力。公司 2015 年肉牛年出栏 9018 头, 目前养殖环节产能的基础设施仍然在持续扩充中, 2016 年 9 月完成既有改造后, 肉牛的存栏量和出栏量的规模达到 1.1 万头和 1 万头, 基础母牛和幼牛的生产计划在 2016 年达到 4000 头和 1800 头。

下游食品和餐饮业务齐头并进。熟食加工业务继续扩大产能, 争取 2016 年日产能达到 50 吨以上, 坚持服务好各 OEM 生产客户, 2016 年销售争取突破 4 个亿, 净利润 2000 万以上。速食品方面不断规划新的产能, 伺机收购或自建新的 1 万吨以上生产能力, 在多渠道推广销售的同时, 终端环节建立鲜到家快餐等特色服务, 2016 年销售计划突破 2 个亿, 利润预估达到 1500 万左右。餐饮行业则进入策略调整期, 通过关停运营成本高盈利能力低的门店的方式, 专注发展扩张优势店面, 提升业务板块的盈利能力。

图37: 以屠宰和加工为中心的全产业链覆盖



资料来源: 公司公告, 公司网站, 华泰证券研究所

积极拓展澳大利亚优质肉牛资源的引入

来自澳大利亚的进口肉牛具有较强的价格竞争力，中澳自贸协定签署后牛肉类产品关税的下降将进一步加强这种比较优势。根据澳大利亚肉类和畜牧业统计上显示，在2016年6月，一头600kg育成牛从澳洲牧场出发，到国内屠宰场的价格为13522.94元/头，而同期我国一头600kg育成牛的成本为15558元/头，是进口澳洲活牛的1.15倍。

为了增加上游肉牛的供给能力，福成集团积极拓展澳大利亚极具价格竞争力的上游的肉牛资源。公司于2015年和2016年先后收购木兰牧场、格林布瑞和鲁敏牧场。

盈利预测及估值

盈利预测

根据我们的盈利预测，福成股份2016-2018年的收入规模将分别达到14.38亿元、16.41亿元和17.93亿元，分别同比增长7.0%、14.1%和9.3%；2016-2018年的归属母公司的净利润将分别达到1.89亿元、2.26亿元和2.63亿元，分别同比增长13.5%、19.9%和16.4%。2016-2018年的EPS分别为0.23元、0.28元和0.32元。

图38：福成股份分业务收入预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
殡葬业		164.13	211.41	266.37	307.66
同比增速			29%	26%	16%
-平均售价(万元/个)		4.90	6.50	7.80	8.58
同比增速			33%	20%	10%
-销售量(个)		3353	3252	3415	3586
同比增速			-3%	5%	5%
畜牧业	623.74	739.41	872.50	1003.37	1103.71
同比增速		19%	18%	15%	10%
餐饮业	475.49	432.38	345.90	363.20	374.09
同比增速		-9%	-20%	5%	3%
其他业务	1.01	7.90	8.00	8.00	8.00
收入合计	1100.24	1343.81	1437.81	1640.94	1793.46
同比增速		22%	7%	14%	9%
殡葬业毛利率		83.31%	86%	87%	87%
畜牧业毛利率	16.02%	15.75%	18%	18%	18%
餐饮业毛利率	64.87%	68.94%	69%	69%	69%
综合毛利率	37.12%	41.02%	40.17%	40.40%	40.39%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

估值情况

考虑福成股份的殡葬业、畜牧业和餐饮业三大业务板块所处的行业分别处于不同的历史发展阶段，公司在各个行业里的竞争优势和行业地位也不相同，福成股份的公司估值我们将采用分部估值的方法进行。

图39：牛肉行业相关上市公司估值表

股票代码	股票名称	市值(亿)	收盘价(元)	EPS (元)			PE		
				15A	16E	17E	15A	16E	17E
600073.SH	上海梅林	120	12.78	0.17	0.45	0.53	75	28	24
002330.SZ	得利斯	56	11.08	0.05	0.07	0.09	222	158	123
300106.SZ	西部牧业	32	15.35	0.14	0.00	0.45	110	n.a	34
300313.SZ	天山生物	32	15.95	(0.19)	0.16	0.66	n.a	100	24
行业平均									51

资料来源：Wind, 华泰证券研究所注：收盘价及市值均采用20160831数据

图40：餐饮行业相关上市公司估值表

股票代码	股票名称	市值(亿)	收盘价(元)	EPS (元)			PE		
				15A	16E	17E	15A	16E	17E
002186.SZ	全聚德	62	20.81	0.43	0.48	0.53	48	43	39
000721.SZ	西安饮食	41	8.26	(0.06)	0.03	0.04	n.a	275	207
行业平均									123

资料来源：Wind, 华泰证券研究所注：收盘价及市值均采用20160831数据

图41：殡葬行业相关上市公司估值表

股票代码	股票名称	市值	收盘价	EPS (港币)			PE		
		(亿港币)	(港币)	15A	16E	17E	15A	16E	17E
1448.HK	福寿园	100	4.77	0.16	0.17	0.20	30	28	24
1438.HK	富贵生命	77	2.86	0.25	0.15	0.16	11	19	18
行业平均									21

资料来源：Bloomberg, 华泰证券研究所注：收盘价及市值均采用20160831数据

殡葬业务方面，考虑到香港市场相对A股市场的系统性折价、殡葬行业较为特殊的外延式扩张模式，以及福成股份积极建立并购基金寻求扩张的发展意愿，给予2017年60倍PE的估值水平，对应市值78亿元；

餐饮业务方面，考虑到关停效益较差的门店对整体盈利能力的提升，参考同业的估值水平，给予2017年40倍PE的估值水平，对应市值22亿元；

畜牧业方面，考虑到牛肉在中国良好的消费前景，福成股份在牛肉产业链中的运营经验，以及行业估值水平，给予2017年50倍PE的估值水平，对应市值23亿元；

综合考虑，我们给予福成股份6个月目标市值范围120~130亿元，对应目标价范围14.66~15.88元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

民政部门对殡葬行业的管制加强，行业市场化趋势发生逆转：目前实行的殡葬行业监管条例很大部分仍然沿用的 80 年代制定的法律和政策，未来民政部门有可能基于行业发展的新的趋势和动态对原有的法律和政策进行修改，如果未来民政部门对行业的监管加强，降低私人部门在行业里的参与程度，可能会对福成股份的殡葬业务产生负面影响。

食品安全问题：福成股份所处的畜牧业和餐饮业是近年来受媒体关注较多，消费者敏感程度较高的行业。如果行业内出现有关牛肉和火锅等品类的食品安全的问题和相关报道，可能会对福成股份业务的开展产生不利的影

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,259	1,452	1,722	2,014
现金	343.56	607.40	686.98	880.51
应收账款	112.37	126.23	145.96	155.64
其他应收账款	7.23	9.52	9.22	10.54
预付账款	187.05	107.92	133.27	177.21
存货	582.01	571.48	724.36	761.83
其他流动资产	27.14	29.78	21.96	27.93
非流动资产	756.98	675.20	611.94	534.65
长期投资	13.57	13.57	13.57	13.57
固定投资	577.93	539.64	497.57	453.62
无形资产	42.97	31.97	26.80	20.81
其他非流动资产	122.51	90.03	74.00	46.66
资产总计	2,016	2,128	2,334	2,548
流动负债	384.78	366.13	404.75	426.71
短期借款	116.54	108.85	111.79	112.39
应付账款	153.80	158.96	180.56	200.65
其他流动负债	114.44	98.33	112.40	113.66
非流动负债	2.73	1.24	1.65	1.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.73	1.24	1.65	1.87
负债合计	387.51	367.37	406.40	428.58
少数股东权益	1.86	1.65	1.42	1.17
股本	818.70	818.70	818.70	818.70
资本公积	297.67	297.67	297.67	297.67
留存公积	510.60	642.14	809.49	1,002
归属母公司股	1,627	1,759	1,926	2,119
负债和股东权益	2,016	2,128	2,334	2,548

现金流量表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	258.11	348.15	156.00	281.51
净利润	166.25	188.64	226.17	263.18
折旧摊销	71.66	69.88	70.28	70.12
财务费用	4.77	6.51	4.56	3.37
投资损失	(5.63)	(2.62)	(3.36)	(3.87)
营运资金变动	14.58	86.92	(142.47)	(52.72)
其他经营现金	6.49	(1.18)	0.82	1.43
投资活动现金	(213.43)	(12.70)	(15.77)	(14.46)
资本支出	211.63	(3.59)	3.03	(0.82)
长期投资	(15.00)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(16.81)	(16.30)	(12.75)	(15.28)
筹资活动现金	(39.48)	(71.60)	(60.66)	(73.52)
短期借款	6.54	(7.69)	2.95	0.60
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	290.70	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(301.01)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(35.71)	(63.91)	(63.61)	(74.12)
现金净增加额	4.21	263.85	79.57	193.53

利润表单位：百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,344	1,438	1,641	1,793
营业成本	794.02	860.28	977.99	1,069
营业税金及附加	36.35	38.39	45.04	48.54
营业费用	247.93	244.43	262.55	269.02
管理费用	55.78	57.45	68.73	73.74
财务费用	4.77	6.51	4.56	3.37
资产减值损失	1.44	0.88	1.11	1.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.63	2.62	3.36	3.87
营业利润	209.16	232.48	284.33	332.51
营业外收入	9.15	12.92	8.91	10.33
营业外支出	0.29	0.91	0.69	0.63
利润总额	218.01	244.50	292.55	342.20
所得税	51.77	55.86	66.37	79.03
净利润	166.25	188.64	226.17	263.18
少数股东损益	(0.14)	(0.21)	(0.23)	(0.26)
归属母公司净利润	166.38	188.85	226.40	263.43
EBITDA	285.59	308.88	359.17	406.00
EPS (元)	0.20	0.23	0.28	0.32

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	9.81	6.99	14.13	9.29
营业利润	27.58	11.15	22.30	16.94
归属母公司净利润	26.19	13.50	19.88	16.36
获利能力				
毛利率(%)	40.91	40.17	40.40	40.39
净利率(%)	12.38	13.13	13.80	14.69
ROE(%)	10.23	10.74	11.76	12.43
ROIC(%)	11.24	14.38	16.43	19.36
偿债能力				
资产负债率(%)	19.22	17.27	17.41	16.82
净负债比率(%)	30.07	29.63	27.51	26.22
流动比率	3.27	3.97	4.25	4.72
速动比率	1.76	2.40	2.46	2.93
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.69	0.74	0.73
应收账款周转率	11.31	11.61	11.65	11.47
应付账款周转率	5.70	5.50	5.76	5.61
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.23	0.28	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.43	0.19	0.34
每股净资产(最新摊薄)	1.99	2.15	2.35	2.59
估值比率				
PE	58.65	51.68	43.11	37.05
PB	6.00	5.55	5.07	4.61
EV_EBITDA	33.32	30.81	26.50	23.44

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com