

未评级

福寿园 (1448.HK)

关注企业外生性增长

市场数据

报告日期	2015.1.16
收盘价(港元)	3.38
总股本(亿股)	20.75
总市值(亿港元)	70
总资产(亿元)	23.7
每股净资产(元)	0.92

数据来源: wind

事件:

我们于 2015 年 1 月 16 日参加了福寿园的电话会议,就公司经营情况做了交流。

我们的观点:

- 随着老龄化的到来和政策的放开,殡葬服务行业未来发展空间较大,预计行业市场空间在 1-1.5 万亿之间。
- 福寿园在品牌、规模、管理团队等领域处于领先地位,公司通过自身的管理,将墓地服务提升到文化、人文产品的层面,预计公司将在行业改革的进程中获益。
- 公司为首个进入殡仪馆业务的私营企业,殡仪馆供应有限,是整个殡葬行业的瓶颈所在,殡仪馆在取得客源方面优势明显,公司做过统计,殡仪馆的客源有 55%会选择后续的墓地和殡仪服务,公司作为首个进入殡仪馆投资运营的私营企业,将更有优势。
- 通过内生性和外延式的扩张,公司 2014 年中期收入增长 30%以上,由于私营企业在殡葬服务领域占比不到 10%,未来还有较大的成长空间,建议投资者继续关注公司表现。

相关报告:

兴证香港研究部

分析师: 吴伟
(SFC: BEM541)

852-3509 5999
86-0755 2382 6040
wuwei@xyzq.com.hk

会议要点:

1、 公司 2014 年发展情况如何?

2014 年公司从内部和外部专注发展。从内部来说,公司加强内控建设,设立了专业独立董事、审核委员会和合规委员会,组建了内控部门,聘请了专业第三方评估机构;同时,在人力资源团队建设方面,公司与大学和专业学院建立了人才培养和引进计划,并计划在 2015 年独立或与大学、专业学院合作成立人才培养基地,为公司以后的发展持续稳定地输送管理和工作人员;

从外部来说,公司注重兼并收购。2014 年公司兼并收购了 5 个公告项目,花费 4.65 亿元,同时还兼并收购了 3 个未公告项目,花费 0.7 亿元。5 个公告项目带来 320 多万平方米土地,其中 78 万平方米土地有土地权证。从历史上来看,2014 年获得的土地储备超过了公司过去 20 年土地储备之和,获得带土地权证的土地超过了过去 20 年合计数量的 70%。2015 年公司将会加快外延兼并收购的速度。此外,在与政府合作方面,公司在辽宁抚顺、锦州、沈阳浑南新区和山东省四个地区与政府建立了战略合作框架协议。这几个地区政府拟建立合资公司,政府保留所有者和监管者角色公司将获得这四个地区所有的殡葬服务资源,并开展墓园、火化、殡仪和国家控股产品设备制造等殡葬服务。同时,公司正在和超过十个省市洽谈建立全面战略合作方面的经验。

公司将在今年三月公告年报,公司有信心通过 2014 年的内生增长达到 2013 计划的销售和净利润增长的指标。

2、 以上收购项目在 15 年盈利预计怎样?

公司保守估计 5 个公告项目将为公司贡献 1.4 亿元销售额和超过 3000 万净利润,3 个未公告项目也会持续为公司创造收入和利润空间。

3、 2015 年兼并收购会有何新进展?

2015 年公司计划花费 8 亿元用于兼并收购,项目数量计划 4-5 个,将分布在一线城市、直辖市、省会城市、人口大省大县,比如北京、天津、山东、重庆和珠三角等。目前公司已经看了超过 100 个项目,30 多个项目正在洽谈,项目最终是否上线将取决于项目的对价和盈利能力。这部分的资本开支将不包括与政府合作的项目。如将合作项目列入计划,则花费会显著超过 8 亿。

4、目前国家对行业政策特别是生前契约有什么突破？

整体上来说，政府在行业中正在从监管者和经营者的双重角色朝着监管者的单一角色转变。一些地方政府会先转换到监管者和公益性公墓经营上，把经营性公墓还给市场；在平稳过渡之后再向监管者的角色转变。目前，监管者对生前契约保持不反对的态度，亦试图探讨和试点。2015年行业可能出现殡仪和墓园的预售服务。

5、公司是否考虑和互联网公司和保险公司合作？

公司在IT方面投入和建设的准备充分，目前已经与三家供应商接触了解，正在寻找适合双方行业特点的的切入点和商业模式。已经有保险公司试图通过兼并收购进入殡葬行业，公司也在跟保险公司在可能合作的方面进行积极地探索。

6、目前公司拿到的没有土地权证的土地可否建墓地？需等待的时间会长吗？

公司目前总占地面积500万平方米，有权证可供销售的土地面积超过200万平方米，差额部分土地没有殡葬土地使用权证，大部分有林权证和以租赁用地形式存在。按照经验，公司会先占用土地，再和当地土地管理部门沟通，把该部分土地变更为有土地权证的土地。

7、火化机今年会对公司贡献收入吗？

公司预计2015年火化机销售会达到盈亏平衡点，主要利润增长点将出现在未来2-3年。

8、原有墓园盈利情况如何？

2014年，公司内源的增长至少为15%。从2014年半年报数据可以看出，价格增长了15%，数量增长了10%，这说明行业已经进入了基本面和结构性调整的深层次调整的过程中。

9、殡仪服务如何增长，未来预期如何？

公司殡仪服务在2014年上半年收入占比为19.4%，增长速度没有墓园快。殡葬行业分为四大板块，墓园收入占行业总收入40%多，殡仪占30%左右，剩下20%多由产品设备和遗体关爱构成。殡仪板块是国有企业垄断最完整的部分，2014年之前的火化执照几乎全被国家民政部门垄断。公司在2014年获得了重庆和江西婺源源的殡仪和火化的执照，构成了殡仪，火化和墓园的全产业链执照。公司已经在殡仪

方面增加了人力、资金、与政府合作和兼并收购的投入。公司目标在上市三年后将殡仪的贡献提升到 20%，五年提升到 30%。

10、公司的兼并收购节奏是否不够快？

虽然公司目前现金充足，但是由于行业十分分散，大部分是个体工商户，在法律方面存在不足，这构成了公司收购中的障碍；同时，收购对象会出现要价过高的现象。因此公司会考虑收购性价比和股东利益谨慎收购。总体上 2015 年收购速度会快于 2014 年。

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。