

调研纪要
消费行业



未评级

福寿园 (1448.HK)

政策放开，迎来发展好时机

市场数据

报告日期	2015.1.14
收盘价(港元)	3.5
总股本(亿股)	20.75
总市值(亿港元)	72
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 15 日参加了福寿园的反向路演，就行业前景、公司未来规划和经营模式做了交流。

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:

公司成立于1994年，为中国第一批进入殡葬服务业的私营企业之一，公司目前在13个省份提供高质量的殡葬服务，2014年中期公司共实现营业收入4.1亿元，同比增长33.7%，其中墓地服务和殡仪服务是公司主要的收入来源，分别占比84.7%和12.9%。公司目前持有土地储备96.2万平方米，按2014年上半年供应土地数量计算，可满足公司未来20年的发展。公司在销售收入规模、覆盖区域以及品牌影响力方面均处于行业领先地位。

1、行业的发展空间

中国老龄化速度加快，未来10年，殡葬行业的需求将保持稳定，预计每年全国的死亡人数将维持在2000万左右，预计整个行业的市场空间在1万亿-1.5万亿之间。市场化改革将开启行业新的空间，一方面，服务的品质和价格将多样化，平均的服务价格将会有大幅的提升的空间，另外一方面，市场化改革是中国目前的主要政策方向，之前殡葬行业都由各地民政部统一管理运营，属于事业单位，目前仅有约10%左右的殡葬服务是由私营企业提供，随着政策的改变，行业正在逐步放开，殡仪馆的建设、墓园的投资建设都将通过PPP的形式引入私营资本、外资，从而给行业的先行者带来快速发展的空间。

2、竞争优势

公司是国家民政部示范单位，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，另外，大多数的竞争对手目前均为单体墓园经营方，公司将是各地民政局引资的理想伙伴。公司目前为全国首家获得殡仪馆经营资质的私营企业，亦将有助于公司在该领域的未来拓展，提高公司在吸引客源方面的竞争优势。

3、国家对于该领域政策

目前市场化改革是主要方向，随着中国老龄化的到来，养老和殡葬服务严重滞后是民政部重点考虑要解决的民生问题，鼓励私营资本进入相关领域是目前的政策主要方向。

4、殡仪服务领域的竞争格局

各地殡仪馆的供应量将较为有限，但提供殡仪服务则没有限制，一方面，公司在品牌、服务质量和管理理念方面提升，从而提高平均价格，一般高端的殡仪服务客单价在2-3万/人，普通的殡仪服务客单价在2000-3000元/人，通过提升服务，

公司最高端的殡仪服务客单价可以做到 100 万以上，公司运营的重庆白塔园殡仪馆，在服务数量保持稳定的情况下，每年收入能够保持 15%以上的增长；另外一方面，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。

5，墓地土地供应较少

部分地区类似上海墓地的用地供应处于短缺状态，且未来也将较为紧缺；但类似福建等山地较多的省份，墓地的土地供应问题不大。目前关于墓地的土地政策仍缺失，也对墓地土地供应有点影响。

6，墓地用地到期后如何处理

一般由当地的相关部门去通知客户续租，但实际上由于土地费用相对较低，目前也没有真正实施。由于迁墓的成本较高，一般也不会出现迁墓的状况。

7，公司扩张收购的标准

公司收购或者投资新项目，一般要求 IRR 在 15%以上。

8，未来各项业务规划

公司期望未来殡仪服务的收入占比逐步提高到 30%左右。主要是通过外延式的扩展和内生增长。

【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】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位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，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。