

大步进入快速并购扩张期，转型打造殡葬祭一条龙服务

安贤园中国 (0922.HK)

核心观点:

1、借壳中福登陆香港，数次增发为发展储备弹药。安贤园通过借壳中福控股开发大陆墓园业务。经过反向收购中福控股，安贤园控制人施华先生于2012年9月18日成为中福控股第一大股东。截止最新公告，施华及其家人共持有公司24%的股权（若加上持有的换股权，其股权则达到总可转股本38.4%）。

2、中国殡葬行业为典型朝阳行业。目前中国殡葬服务业大致分为遗体处理、墓地服务、殡仪服务、其他产品销售及服务。据测算，中国殡葬行业规模在2012年达到465.2亿；并且预计2017年将接近至1000亿元。

目前中国殡葬行业五大特点：1) 人口结构老龄化严重。2) 公墓需求日益增长，入墓率全国各地差异较大。3) 行业较为分散，有并购整合需求。4) 行政和土地资源稀缺。5) 行业出现消费分化，未来可能向上游发展

3、安贤园甩下历史包袱开始盈利，集团进入大规模并购全国各地墓园期。1) 安贤园制定了在争取行业行政资源的同时，在全国沿海省份经济较发达的中小城市以及殡葬改革较为落后的区域并购已有墓园的战略规划。2) 安贤园目前的规模相比同类上市公司空间较大。福寿园在其2014财年年报中公布的可出售墓园面积就已拥有138.8万平方米；而安贤园截止2015/5/23集团墓园占地总面积仅为112.5万平方米。

4、转型提供整体殡葬祭一条龙服务。安贤园通过收购郎泰医院股权以及全资收购杭州好乐天，开始从单一提供殡葬服务的公司转型为提供殡葬祭服务一体化服务的公司。集团计划从ICU临终关怀服务以及殡仪仪式开始扩大自己对潜在客户的控制，提升集团殡葬主业的收入。对标同类上市公司，福寿园殡仪业务收入已经占到集团总收入的14%；我们预计集团的收入将会逐步提升。

5、土地储备充足，当前估值偏低。随着安贤园并购的不断推进，其土地储备十分充足。同时，由于我国土地价格的逐年上升以及其在转型全产业链上的近一步深入，我们预计集团未来收入将稳步提升。集团截至2015/6/12市值9.66亿港元，相较同类上市公司估值较低，仍具上升空间。虽然由于集团将停止低毛利的公益性龛位的出售，其收入在未来两财年受到影响；但因此上升的毛利率将会继续促进集团业绩的增长。

风险提示：土地并购速度不达预期；殡葬服务价格受国家政策限制

主要财务指标 (财年)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万港元)	127.41	157.30	110.00	185.00	305.00
收入同比 (%)	95.30%	23.46%	-30.07%	68.18%	64.86%
净利润 (百万港元)	-20.09	5.72	23.92	49.12	93.96
净利润同比 (%)	81.94%	128.47%	318.18%	105.35%	91.29%
每股收益 (港元)	-0.01	0.00	0.004	0.009	0.018
P/B	2.24	2.16	2.01	1.83	1.55

分析师

林寰宇

☎: 0755 82711829

✉: Linhuanyu_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513100001

特此鸣谢:

林骥川: (8621) 68597610

linjichuan@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

市场数据

2015.6.12

H股收盘价(港元)	0.181
H股一年内最高价(港元)	0.200
H股一年内最低价(港元)	0.121
恒生指数	27280.54
市净率	1.90
总股本 (亿股)	53.38
H股市值(亿港元)	9.66

股价走势图



相关研究

目 录

一、借壳中福登陆香港，数次增发为发展储备弹药.....	2
二、中国殡葬行业未来增速可期	6
（一）我国人口结构老龄化日益严重	7
（二）公墓需求日益增长，入墓率全国各地区差异较大	7
（三）殡葬行业分散，需要进行并购整合	9
（四）行政和土地资源稀缺成为行业主要壁垒	9
（五）行业出现消费分化，未来可能向上游产业发展	9
三、公司大规模并购全国各地墓园，甩下历史包袱开始盈利.....	11
（一）全国范围并购已有墓园，积极争取行政资源	11
（二）相比同类上市公司，规模扩张空间较大	13
（三）未来集团收入快速上升，未来业绩弹性较大	15
四、投资医院及殡仪服务公司，形成殡葬祭服务一条龙.....	17
五、投资建议	18

一、借壳中福登陆香港，数次增发为发展储备弹药

中福控股安贤园中国最早前身为金科数码，主营项目为消费电器及废金属买卖。金科数码于2009年6月宣布将其业务扩展至在中国大陆开发管理墓园。金科数码于2010年5月14日更名为中福控股。然而由于项目公司未能成功收购土地，该项并购重组最终失败。

中福控股于2010年6月18日与施华（项目公司实际控制人）等6位自然人（施先生一致行动人）以及浙江富安（施先生为实际控制人）签订合同，通过发行股份及支付现金的方式，收购其旗下一家在浙江经营墓园服务的项目公司（此公司为安贤园）。该次收购代价共计1.05亿元。其中现金2300万元，剩余部分中福以0.65港元/股的代价发行股份1.45亿股。收购完成后，中福控股又于2011年5月向项目公司注资8000万元。交易完成后，中福控股取得该项目公司51%的股权。

此后为补充现金用于开发及并购墓园，中福控股数次进行增发募集资金；同时施先生控制的安贤园于2012/9/18通过反向收购成为中福控股第一大股东。

图 1：安贤园股价走势及重大事件



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

2011年4月7日，中福控股股东按每股售价0.38港元的价格以先旧后新的方式发售1.65亿股。占配售后已发行股本约7.22%，所得款项净额为6080万港元，用于投资墓园项目或可能潜在的投资商机。承配人均均为独立个人、公司或机构投资者，并无承配人紧随配售事项完成后成为主要股东。该次配售后一个月内集团股价下跌10.25%

2011年6月20日，施华先生获委任为公司执行董事；于2011年11月30日，成为公司授权代表；于2011年12月15日成为公司主席兼执行总裁。

表 1: 2011/12/15 集团股东的持股比例 (股, %)

主要股东姓名	所持股份数目 (股)	占总权益百分比
梁志华	229,340,000	10.10%
施华	145,000,000	6.39%
齐兴刚	70,500,000	3.10%
俞平	56,900,000	2.51%
罗辉城	39,000,000	1.72%
杨梅君	21,900,000	0.96%

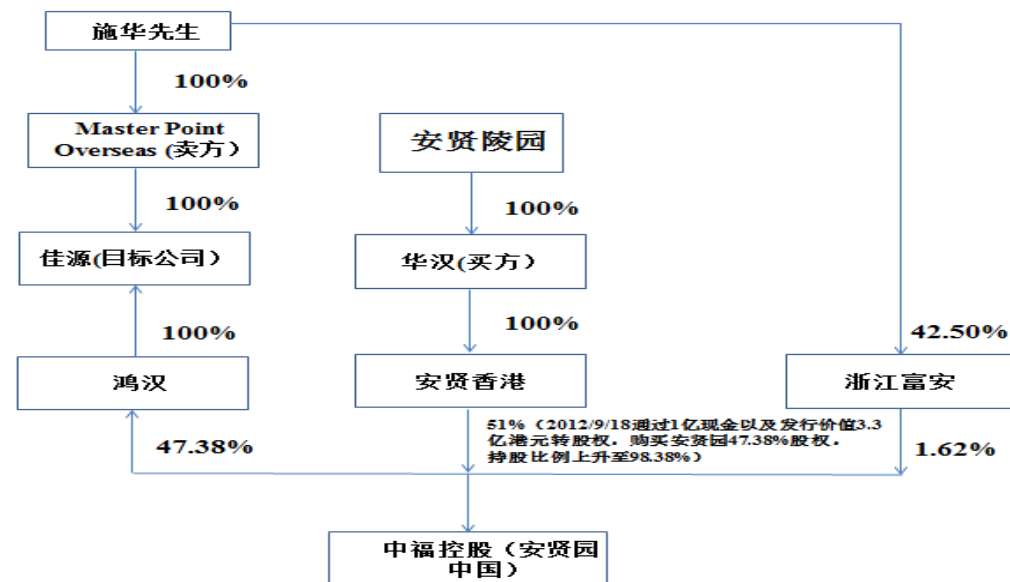
资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

2012 年 1 月 18 日, 中福控股按每股售价 0.11 港元的价格配售 4.5 亿股新股份, 占配售完成后占 16.54%, 所得款项净额为 4890 万港元。承配人均均为独立机构、公司及个人投资者。配售股份均为新股。

2012 年 9 月 18 日, 中福控股以总代价 4.3 亿港元收购安贤园 47.38% 股份, 其中 5000 万港元以现金支付, 5000 万港元为承付票, 剩余 3.3 亿港元以可换股票据支付 (每股换股股份 0.1 港元)。

交易完成后, 施先生全资拥有的 Master Point Overseas Limited 通过其手中的可转换股票据成为中福控股第一大股东, 正式成为公司实际控制人。

图 2: 2012/09/18 收购安贤园股权结构



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

2012年12月13日，中福控股按每股售价0.10港元的价格配售4亿股新股份，占配售完成前已发行股本的14.7%，所得款项净额为3834万港元，用于一般经营及寻找投资机会。承配人均均为独立机构、公司及个人投资者。配售股份均为新股。

2013年7月4日，中福控股正式更名为安贤园中国。

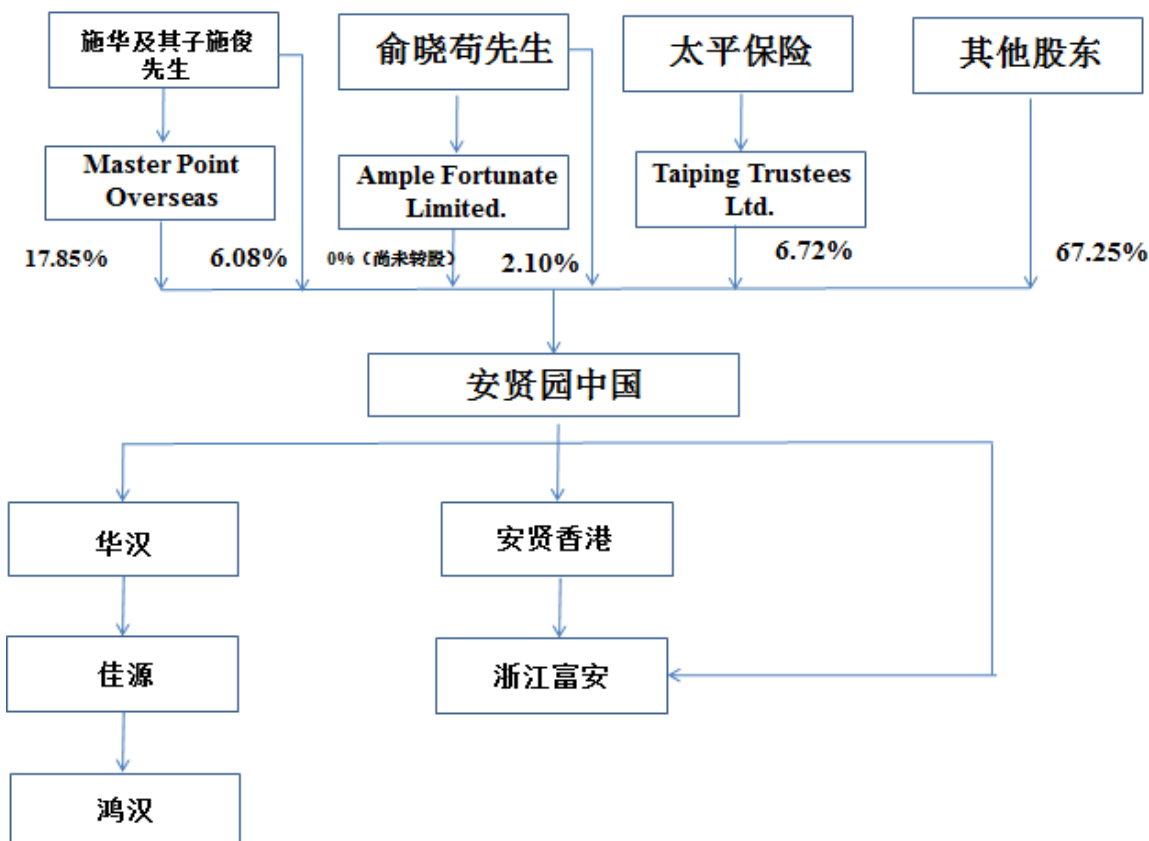
2014年9月30日，中国太平保险公司按每股0.17港元的价格认购安贤园中国3.2亿股，占认购前已发行股本约7.21%（完成后占6.72%）。认购所得款净额约5434万港元。所配售股均为新股。

目前，集团实际控制人施华先生及其儿子施俊先生共控制集团已发行股份的接近24%。

安贤园目前总发行股本53.38亿股，若加上Master Point Overseas Ltd.以及Ample Fortunate Limited拥有的转股权，安贤园总可转股本为67.4亿股。若算上Master Point Overseas拥有的转股权，施先生一家共拥有25.89亿股股权，占集团总可转股本的38.4%。

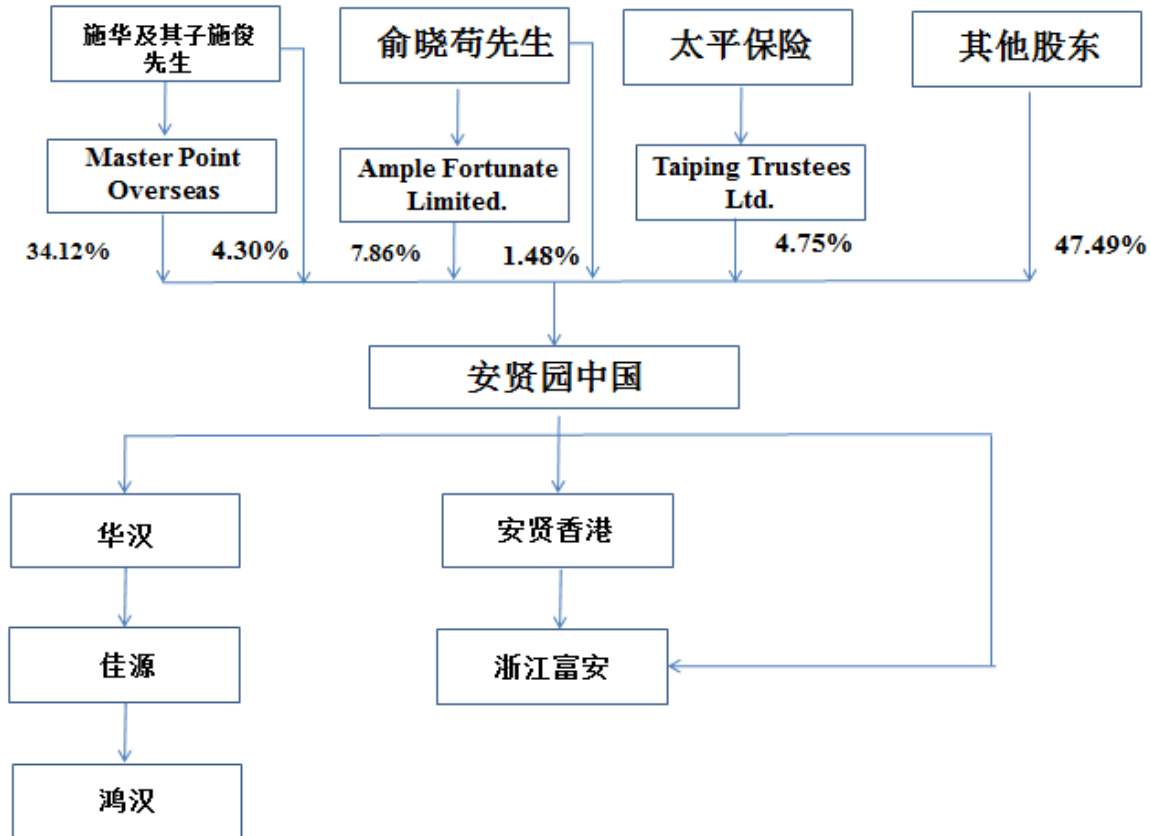
截止2014年9月30日，公司股东结构为：

图3：截止2014/9/30集团股权结构（未包括转股权）



资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

图 4: 截止 2014/9/30 集团股权结构 (包括转股权)



资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

二、中国殡葬行业未来增速可期

中国殡葬行业目前可以分为我国殡葬服务业大致分为遗体处理、墓地服务、殡仪服务、其他产品销售及服务。根据福寿园招股书的描述，中国殡葬行业在 2012 年达到了 465.2 亿；并且其预计该数字将在 2017 年上升至接近 1000 亿元。自 2013 年至 2017 年，我国殡葬行业 CAGR 将达到 17.9%。

其中，**遗体处理**主要指处理尸体，包括火化服务。在我国，火化服务仅由政府机构提供，定价受到严格限制。

墓地服务包括了地葬及墓地销售（包括墓地销售、陵墓设计及规划、牌匾及墓石生产及安装）以及其他落葬服务。该项服务占据整体殡葬行业市场的 57% 左右。

殡仪服务包括：遗体处理运输及化妆（包括遗体化妆及着装），出殡典礼（指举行出殡仪式），以及灵堂租赁。该项服务仍主要由政府下属实体主导，私营公司参与殡仪服务在许多省份仍受到限制。

其他产品销售及服务包括殡仪服务的产品销售以及由合法殡葬服务提供商提供且不属于以上类别及子类别的所有其他殡葬服务，如落葬后续追悼服务等。

表 2：我国殡葬行业市场分布情况（亿元，%）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
总计	284.1	319.5	357.2	413.9	465.2	530.2	612.5	713.8	837.7	993.0
YOY		12.5%	11.8%	15.9%	12.4%	14.0%	15.5%	16.5%	17.4%	18.5%
其他产品销售及服务	71.2	79.6	92.5	102.2	112.1	125.6	143.0	164.9	191.7	224.4
占比	25.1%	24.9%	25.9%	24.7%	24.1%	23.7%	23.3%	23.1%	22.9%	22.6%
YOY		11.9%	16.2%	10.4%	9.8%	12.0%	13.8%	15.3%	16.3%	17.1%
遗体处理	15.5	16.9	19.5	24.0	22.1	24.0	26.5	29.6	33.3	37.6
占比	5.5%	5.3%	5.5%	5.8%	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%	4.0%	3.8%
YOY		9.0%	15.7%	23.0%	-7.9%	8.6%	10.3%	11.8%	12.4%	13.1%
殡仪服务	42.7	47.9	56.2	62.3	69.4	79.0	91.2	106.5	125.1	147.6
占比	15.0%	15.0%	15.7%	15.1%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%	14.9%
YOY		12.2%	17.4%	10.9%	11.4%	13.8%	15.4%	16.7%	17.5%	18.0%
墓地服务	154.7	175.1	189.0	228.6	261.5	301.5	351.8	412.8	487.7	583.3
占比	54.5%	54.8%	52.9%	55.2%	56.2%	56.9%	57.4%	57.8%	58.2%	58.7%
YOY		13.2%	7.9%	21.0%	14.4%	15.3%	16.7%	17.3%	18.1%	19.6%

资料来源：福寿园招股书、中国银河证券研究部

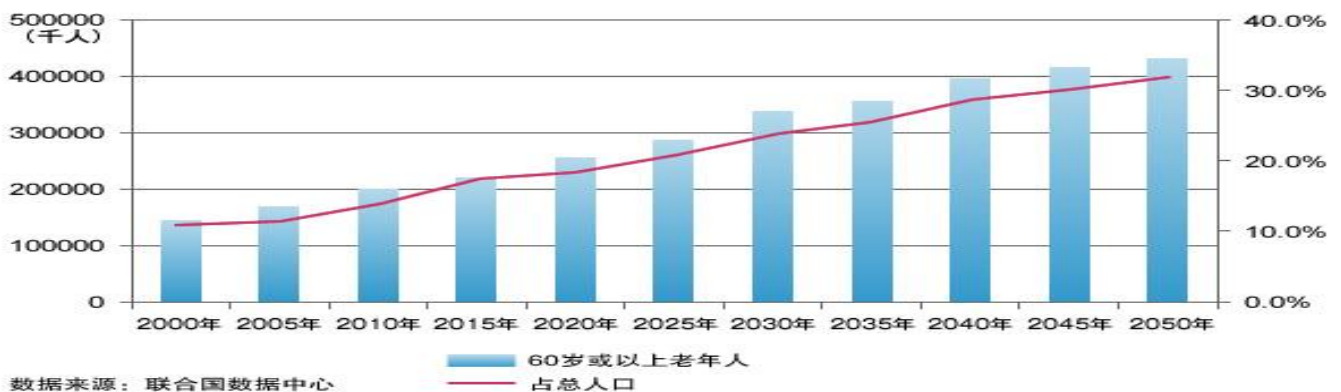
目前我国的殡葬行业出现了人口老龄化趋势的加快，各地因风俗及经济发展不平衡导致的入墓率差异突出，行业分散以及土地、行政资源极、价格开始出现分化等特点。

(一) 我国人口结构老龄化日益严重

中国于 2000 年进入老龄社会，成为较早面临老龄化的发展中国家之一。2000 年，中国 65 岁及以上的老龄人口为 0.88 亿人，占总人口的 7%，正式步入老龄社会。根据中国老龄委数据，截止 2014 年底，我国 60 岁以上老年人口已达 2.12 亿，占总人口 15.5%。

根据中国老龄委预测，未来我国老龄化人口将以 3.28% 的年均增速快速增长，最终在 2050 年左右到达峰值 4.3 亿，占全国总人口的 35%。之后我国老年人口规模将稳定在 3-4 亿左右，80 岁及以上高龄老人占老年总人口的比重将保持在 25-30%。

图 5: 2000-2050 年中国人口老龄化趋势



资料来源：公开资料、中国银河证券研究部

在集团主园安贤园所在的浙江省，老龄化趋势同样明显：

表 3: 浙江省老龄化形势 (万人, %)

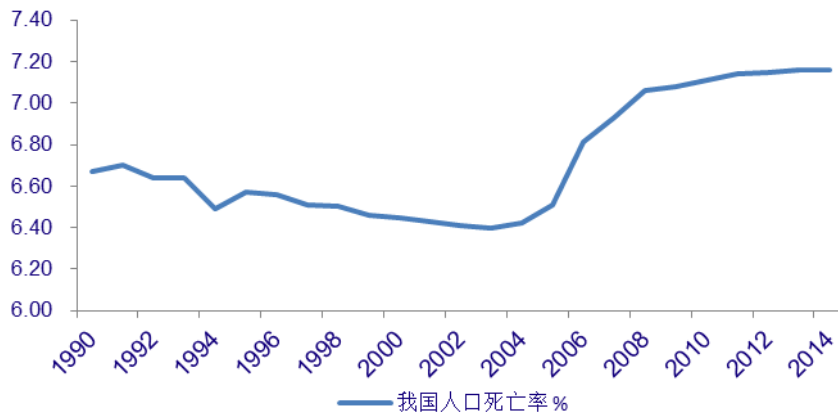
	60 岁及以上老年人口	80 岁及以上高龄老人
2014 年末人数	945.08	146.66
占总人口比	19.44%	3.02%
同比增长	5.26%	4.64%

资料来源：浙江省老龄办、中国银河证券研究部

(二) 公墓需求日益增长，入墓率全国各地区差异较大

随着人口老龄化加剧、死亡人口的逐年递增，我国对公墓的需求量将持续增长。1990 年后我国人口死亡率基本稳定在千分之 6.5 左右，但是自 2006 年后该项指标开始快速上升至 2014 年的千分之 7.16；预计到 2025-2045 年，我国年死亡人口将突破 2000 万人，为陵园墓地业提供巨大的市场空间。

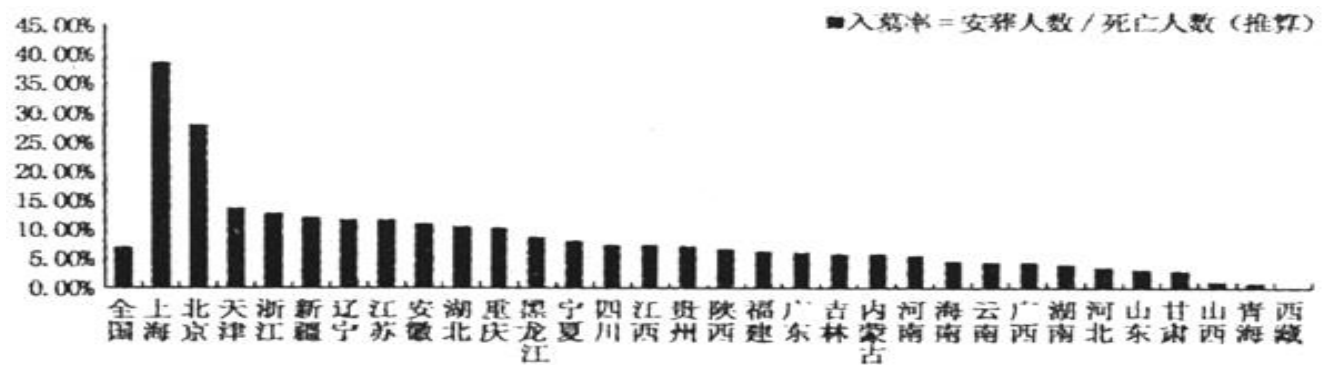
图 6: 我国死亡率趋势 (‰)



资料来源: Wind、中国银河证券研究部

此外, 一个地区的入墓率与地区经济发展水平、殡葬习俗以及民族构成等因素密切相关。根据中国民政统计年鉴的数据, 上海、北京地区的入墓率均在 25% 以上, 其次, 天津、浙江、江苏、安徽、湖北等入墓率约在 13% 左右。部分地区受地理环境以及民族构成因素的影响(如云南、广西、青海、西藏等地), 则入墓率很低。另外, 还有部分地区在殡葬改革上力度相对宽松, 当地的地理条件使人们能够私下处置遗体或者骨灰。在这样的地区, 经营性公墓建设即使很完备, 但由于不高的入墓率, 在墓穴售卖上利润很低, 甚至有亏损现象。

图 7: 2010 年全国和各省(直辖市)死亡人口入墓率基本情形图



资料来源: 《中国民政统计年鉴(2011)》、中国银河证券研究部

因此, 从安贤园中国主陵园所在地浙江较高的老龄化趋势及浙江及临近省份相对较高的入墓率来看, 集团主陵园需求仍未来有巨大的市场空间。

（三）殡葬行业分散，需要进行并购整合

一直以来，我国各地方的墓园各自分散于各地方的各个山头，缺乏统一有效的管理。根据 Euromonitor 的数据，2012 年行业前五大企业总体市场份额仅为 3.2%。

表 4：中国殡葬行业前五大企业（%）

公司	占比
福寿园	1.00%
广州殡仪馆（国有）	0.70%
上海龙华殡仪馆（国有）	0.60%
上海松鹤墓园（国有）	0.50%
上海海湾寝园有限公司（混合所有）	0.40%
其他	96.8%

资料来源：福寿园招股书、中国银河证券研究部

同时，殡葬行业受政策限制一直缺少上市公司，缺乏有效的融资平台进行必要的资本补充。因此，全国各地的小墓园在没有统一标准化管理的同时也缺乏必要的运作资金，使得小墓园的服务质量、墓园日常维护经常得不到落实。

因此行业迫切需要大型公司的出现。由大型上市公司完成对各个地区分散墓园的并购整合，可以使全国各地的墓园形成标准化的管理体系。同时，大型公司拥有的融资平台以及其稳定的收入与现金流，为墓园的开发、日常维修管理等高额开支提供了坚实的资金保障。这在大大提高全国各地墓园服务水平的同时，也改善了原先小墓园融资困难的问题。

（四）行政和土地资源稀缺成为行业主要壁垒

首先，殡葬用地的稀缺性是制约我国殡葬行业发展的重要原因之一。土地是殡葬行业盈利的基石。但是在 2002 年新修改出台的“划拨土地许可范围”中，剔除了公墓用地，随后要求经营性公墓用地必须通过招标拍卖挂牌出让的方式确定土地使用者，这使得当前的殡葬用地从增量市场变成了存量市场。政府对于殡葬用地的普遍做法均是待已有殡葬用地用完后，再审批新的用地。因此，抢占已有殡葬用地已成为行业内公司获取核心竞争力的首要手段。这使得新进入者很难再获得大批的土地。

同时，殡葬行业的行政审批也是进入行业的主要壁垒之一。在我国，公益性公墓多由政府主导管理，更侧重社会服务功能。经营性公墓虽然市场化程度较高，但《殡葬管理条例》规定公墓的建立仍需要经过政府层层审批。行政审批过程的冗长以及行政审批过程中不可控的风险，都成为制约行业新入者的重要因素。

（五）行业出现消费分化，未来可能向上游产业发展

目前我国殡葬业开始按照价格等级区分。从每个墓位价格角度来区分，墓位可分为平民、中等、高档三种类型。其中，据我们估算，三种墓位出售比例大致为 30：55：15。但是由于各类型墓位价格差异较大，最终三种墓位的收入规模比例约为 5%：50%，45%。

从未来发展的角度来看，我国殡葬行业未来存在着向上游的养老服务和医疗延伸拓展，将服务扩张至医院以及养老院的可能。同时，殡葬业公司也将大力拓展殡仪业务，力求实现多业务类型共同发展的可能。

三、公司大规模并购全国各地墓园，甩下历史包袱开始盈利

(一) 全国范围并购已有墓园，积极争取行政资源

安贤园中国的商业模式较为简单。自 2012 年剥离原有皮革贸易等中福控股原有业务后，集团绝大部分收入来自于出售已开发主园，杭州安贤园内的墓位和龕位。

表 5: 集团墓园业务介绍 (千港元, %)

	2011	2012	2013	2014
墓园业务收入	127,642	64,704	127,405	157,284
销售墓位和龕位收入	127,558	64,084	126,670	156,260
出售墓位收入占总收入比	99.93%	99.04%	99.42%	99.35%

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

位于杭州的安贤园主园以人文纪念为主题，集纪念、游览、教育、安葬四大功能为一体。目前拥有树葬、草坪葬、花坛葬、壁葬等多种生态葬式及体现人文与景观相结合、纪念与生态为一体的商品墓、艺术景观墓等安葬方式。园内安放有司徒雷登、诸乐三等文化名人及张闻天、王伟等革命先烈。

集团在墓园设计、品质管理等方面在全国各墓园中位居前列。该种高品质的墓园管理模式以及带有厚重人文气息的墓园设计在全国各地具有很强的复制能力,有望成为集团在未来扩张中特有的核心竞争力。

图 8: 杭州安贤园主园



资料来源: 公开资料、中国银河证券研究部

基于目前行业出现的特点，安贤园确定了在争取行业行政资源的同时，在全国沿海省份

经济较发达的中小城市以及殡葬改革较为落后的区域并购已有墓园的战略规划。

首先，集团立足于并购已有墓园。在我国死亡率基本恒定的情况下，更广的人口覆盖范围代表着更大的收入增速来源。随着老龄化趋势的加快以及殡葬土地稀缺性的特质，集团希望通过并购其他墓园土地，在殡葬用地地价还未全面上涨之时，抢占存量市场为未来发展储备战略资源。

此外，集团将并购目标地点选在了沿海各省以及殡葬改革较为落后的地区。基于前文提到各省之间入墓率的差别，集团决定将并购墓园的地区集中在入墓率较高的我国沿海各省，以期能够最大化地利用墓园土地资源，使投入资金能够得到最大的回报。同时，集团着手大力开发贵州等殡葬改革较为落后的区域。由于这部分地区人口较为集中，但没有现代化墓地，仍以原始土葬为主，因此市场前景广阔。

同时，集团选择主要开拓经济实力较强、人口较为密集的四五线城市市场。目前，我国一线城市殡葬行业竞争相当激烈。仅上海一地就已有 43 家墓园，由 43 家公司分管。而根据公安部数据，上海 2013 年共有 527.5 万户，平均至每家墓园的户数在 12.3 万户左右；相较于山东滕州这类墓园较少但是全市户籍总户数 52.7 万户的全国百强县，一线城市市场空间并不大。另外，虽然三四五线城市经济稍微落后，但是殡葬习俗在当地文化中很被重视，所以其殡葬的费用不一定低于一二线城市。由于中国殡葬文化的渗透会加速三四五线城市殡葬改革的迅速推进，这些地区广阔的市场是集团决定走“农村包围城市”战略的重要原因。

而由行业分散性带来的对行业整合的需求，使得集团作为香港上市公司的品牌和口碑优势在并购各地小墓园时能够成为有利催化剂。因此，集团在并购各个省份的中小城市及乡镇墓园时，可以凭借品牌和口碑优势加快并购发展速度。

面对行业行政资源稀缺的问题，集团同样做出了努力。集团聘请了现任上海市殡葬行业协会会长、中国殡葬协会副会长王宏阶先生出任集团的非执行董事。王先生长期担任上海市殡葬服务中心常务副书记、党委书记及主任等职，能够为集团在把握行业发展趋势上做出指导。

集团自 2010 年以来，进行 4 次配股，融资 2.02 亿港元，用以扩张集团的墓园土地规模。截止 2015/5/23，集团墓园总面积约为 112.5 万平方米。

表 6: 集团墓园面积变化（亩、平方米）

日期	墓园面积变化	墓园面积变化	具体事项
2010/11/19	974	674,700	收购安贤园
2013/10/11	-6.76	-4,500	受台风菲特登陆时影响，集团于杭州市一墓园中，约 4,500 平方米之山坡地区受雨水及水浸影响，约 171 个墓地已受到不同程度之损毁。
2014/5/15	382.78	254,931	安贤园以现金出资，余蕙瑛及王伟则向合资公司转让位于中国贵州省六盘水市红果经济开发区两河新区花椒水井旁之土地使用权及相关经营许可证，其总占地面积约 382.78 亩，相等于 25.49 万平方米。
2014/8/11	100	66,600	公司间接拥有 51% 权益的附属河北安贤园丧葬用品销售，与河北省涞水县殡葬管理所签订协议，拟以 350 万元人民币作为约 100

			亩土地为期 70 年的租金, 经营管理及经营将名为“安贤园公墓”, 为期 20 年, 于其后期满时可自动续期另外 20 年, 且于其后满期后可以按相同条款及条件续期另外 30 年。
2014/8/11	200	133,200	安贤园与上述河北涞水县地盘相邻之若干地块之土地拥有人订立磋商, 旨在为公墓收购总地盘面积约 200 亩(相当于约 133,200 平方米)之额外土地。
2015/5/23	450	299,700	安贤园与滕州市政府签订协议, 规划项目占地 450 亩, 其中公益性墓地 50 亩、经营性墓地 400 亩, 总投资 15 亿元, 一期工程投资 2 亿元, 规划建设公墓 10 万个。
截止 2015/5/23	2,100	1,124,931	

资料来源: 公司公告、中国银河证券研究部

在以上并购中, 尤其值得一提的是集团在河北购买的墓地。河北涞水县距离北京约 100 公里左右。由于京津冀, 尤其是北京地区人口密度较大。根据民政部公布的《殡葬绿皮书》显示, 目前北京 33 家陵园总计 11379 亩土地已有 6000 亩被使用, 未来这些土地可能无法满足北京市殡葬需求。因此, 未来北京周边墓园可能将逐步被开发, 以满足北京城市居民需求。集团在河北的这片墓地未来升值空间较大。

从上述扩张中可以看出, 集团自 2014 年开始加快了对外扩张战略的执行。自 2014 年以来, 集团占地面积已经扩大了 66.8%。随着目前我国老龄化的近一步加剧, 我们预计集团会进一步加快其对外扩张的步伐。为解决大规模并购所需的资金问题, 综合集团过去的融资模式, 我们不排除集团未来在资本市场进行再次寻求资金的可能性。

由于殡葬用地的稀缺性, 集团手头已有的 112 万平方米存量土地价值也将在未来日益显现。按照福成五丰收购宝塔陵园交易报告中墓区面积占规划用地面积大约 20%的比例计算, 集团目前 112 万平方米土地中可出售用地约为 22.4 万平方米。假设平均每个墓位占据 2.5~3 平方米面积, 则集团共可出售墓位约 84000 个。集团目前已售出 4000 个墓位, 目前集团手头能够出售的墓位已达到 83600 个。按照每个墓位平均 7 万-8 万元的价格计算, 集团目前存量土地价值就已达到超过 60 亿元。

同时, 若按照安贤园正常估算的墓区面积占规划用地面积 30%的比例计算, 集团的土地存量价值仍有较大的提升空间。

(二) 相比同类上市公司, 规模扩张空间较大

目前, 殡葬业上市公司除了安贤园中国, 还包括了福寿园(1448.HK), 富贵生命(1438.HK), 中国生命集团(8296.HK), 仁智国际集团(8082.HK) 以及福成五丰(600965)。

在上述公司中, 与安贤园中国形成规模及业务竞争关系的公司为福寿园以及 A 股的福成五丰。

福寿园在其 2014 财年年报中公布的可出售墓园面积就已拥有 138.8 万平方米; 外加其最近收购的 33.24 万平方米安阳五龙和山亭与泰及万寿山陵园, 福寿园目前可出售墓园面积已达

到 172.04 万平方米。

表 7: 上市可比公司比较 (百万元、万平方米)

售出墓地数目	2013/3/31	2014/3/31
安贤园中国	1144 + 13000 龕位	1125 + 31000 龕位
	2013/12/31	2013/12/31
福寿园	7667	10093
福成五丰宝塔陵园		
墓地、殡仪服务收入		
安贤园中国	2013/3/31	2014/3/31
墓地服务	126.7	157.3
殡仪服务	-	-
	2013/12/31	2014/12/31
福寿园	523.8	673.6
墓地服务	88	109.8
殡仪服务		
福成五丰宝塔陵园	2013/12/31	2014/6/30
墓地服务	21.88	35.62
殡仪服务		1.14
墓园面积截至 2014/12/31		
	2013	2014
安贤园中国	总面积 67.4	总面积 82.5
福寿园	可售面积 97.3	可售面积 138.7
福成五丰宝塔陵园		可售面积 11.3
分布省份截至 2014/12/31		
	2013	2014
安贤园中国	浙江	浙江、贵州、河北
福寿园	上海、海港、河南、山东、合肥、锦州	上海、海港、河南、山东、合肥、锦州、重庆、梅岭、南昌、淮北
福成五丰宝塔陵园		河北
并购目标城市		
安贤园中国	沿海省份中小城市为主	
福寿园	各省份省会及主要城市	
福成五丰宝塔陵园		

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

（三）未来集团收入快速上升，未来业绩弹性较大

安贤园中国的财年结束于每年的3月31日。

由于墓位价格的上升以及大量龛位的出售，集团的收入在2013财年开始大幅度提升。基于未来对土地价格上涨的预期，目前集团对自己的墓地资源处于惜售状态。自2012财年以来，集团出售的墓地数量基本没有变化。但是随着土地价格的逐年提高，集团来自于出售墓位的收入也随之不断上升。

同时，集团也开始向政府出售骨灰龛位。虽然这一类价格较低的龛位带有公益性质，但是随着出售的龛位数逐年增加，其在集团墓园收入的占比也不断提高。

表 8: 集团出售墓位个数变化 (元)

	2011	2012	2013	2014
售出墓位个数	320	1,047	1,144	1,125
墓位平均售价	44,800	50,300	60,200	
售出龛位个数	26,000		13,000	31,000
龛位平均售价	3,610		4,450	

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

受惠于上述两点，集团近两个财年营业收入出现大幅增长。集团于2012财年开始剥离原有的皮革贸易业务，由于当年受到安贤园项目延期的影响，该财年业务出现大幅下滑。自2013财年开始，随着集团主园安贤园业务恢复正常，集团营业收入出现大幅增长。

表 9: 集团收入变化 (千港元)

	2011	2012	2013	2014
营业收入	127,642	64,704	127,405	157,284
YOY		-49.3%	96.9%	23.5%

资料来源：Wind、中国银河证券研究部

自集团2012财年终止原有业务后，其毛利率不断下降。由于殡葬行业的特殊性，该行业以出售墓地为主的业务模式一直保持80%左右的毛利率水平。然而安贤园中国的毛利率在2012财年开始一直持续下降。这主要是由于集团出售龛位得到的收入占集团总收入份额迅速提高。2014财年集团出售龛位收入在总收入的占比接近2/3。这一类出售给政府的龛位因带有公益性质，因此价格与毛利率都较低，直接拉低了集团总体毛利率。

集团预计未来将会不再出售龛位。我们预计虽然停止龛位的出售会使集团总收入在近两财年出现下滑，但是这同时将明显改善集团的毛利率水平，对其未来净利润率将起到极大的促进作用。对标目前福寿园80%左右的毛利率，集团40%的毛利率存在较大的上升空间。

表 10: 福寿园收入情况 (百万元, %)

	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31
营业收入	350	421	480	612	795

出售墓地及墓园维护	303	368	419	524	674
占比	86.6%	87.4%	87.3%	85.6%	84.8%
殡仪安排服务	48	54	61	88	110
占比	13.7%	12.8%	12.7%	14.4%	13.8%
配套服务					12
占比					1.5%

资料来源: Wind、中国银河证券研究部

集团过去的期间费用率一直偏高,近两财年快速下降至合理水平。在销售费用上,虽然销售费用绝对值逐年上升,但是受惠于集团营业收入的快速上升,其销售费用率仍然逐年下降。在管理费用上,2012财年受困于高额的行政费用支出,集团管理费用大于全财年营业收入。随后两个财年,集团管理费用开始快速下降。虽然相较其他行业集团管理费用率依旧偏高,但是考虑到墓园行业其对墓园定期维护以及对园林修建培育的特殊开支,其管理费用率在2014财年已恢复到正常水平。

集团未来业绩上升弹性较大。由于2012财年,集团为当年金科数码收购失败计提8000万港元的坏账准备,直接导致该年亏损1.11亿港元。同时,2013财年由于出售与殡葬主业不相关的附属公司亏损1038万港元,使该财年最终亏损438万元。目前,集团已经解决了前期遗留下的问题,开始专心经营殡葬行业。随着历史问题的解决,以及对标福寿园带来的毛利率大幅回升的预期,我们预计集团业绩在未来将会呈现出较明显的上升弹性。

表 11: 安贤园中国盈利情况 (%)

	2012/3/31	2013/3/31	2014/3/31
销售毛利率	74.03	54.65	39.82
销售费用率	17.74	12.7	11.47
管理费用率	100.04	30.08	22.52
财务费用率	19.52	1.18	4.38
销售净利率	-170.53	-15.77	3.64

资料来源: Wind、中国银河证券研究部

表 12: 福寿园盈利情况 (%)

	2012/3/31	2013/3/31	2014/3/31
销售毛利率	80.49	80.36	79.97
销售费用率	19.84	17.32	18.78
管理费用率	21.68	20.1	25.1
财务费用率	2.26	0.86	0.46
销售净利率	25.89	27.34	35.84

资料来源: Wind、中国银河证券研究部

集团资产负债率一直保持正常水平。由于近两财年快速的扩张新墓园以及对已有主墓园的持续开发,集团近几个财年账上现金下降较为明显。

表 13: 集团资产负债情况 (%、千港元)

	2012-03-31	2013-03-31	2014-03-31
资产负债率	34.28	44.65	40.86
现金及银行结余	52,099	17,200	10,703

资料来源: Wind、中国银河证券研究部

四、投资医院及殡仪服务公司，形成殡葬祭服务一条龙

为积极把握我国老龄人口增长的趋势，集团在并购其他墓园的同时开始扩充殡仪服务等其他核心业务。

殡仪服务主要指出殡典礼，遗体处理、运输及化妆以及灵堂租赁等服务。

集团于2014年3月投资700万元人民币收购上海郎泰医院后勤管理有限公司7%的股权，同时向其董事会派遣一名董事。郎泰主要负责向中国主要省份及城市的医院、老人院、养老院、医疗中心及其他公共医疗机构提供支持性管理服务。服务内容包括家政、运输、护理、织棉面料管理等服务。集团希望通过收购郎泰将其触角伸向医院重症监护室的管理。通过郎泰与各大医院的合作关系，从ICU临终关怀开始争取更多潜在客户，扩大集团的客户群体范围，为集团未来的增速奠定基础。

同时，集团于2014年11月5日投资770万元人民币收购杭州好乐天礼仪服务100%的股权。杭州好乐天专门从事提供殡仪服务以及销售殡葬产品、纺织品及其他产品。通过购买好乐天，集团获得了提供殡仪服务的牌照，扩展了其业务范围增加了收入来源。同时由于殡仪服务与墓园业务的关联性，集团此举进一步加强了对其主业上游业务的控制。

这两笔并购完成后，集团完成了其在殡葬行业的完整布局。集团希望通过在墓园主业的上游提供高质量服务，将更多的客户绑定在集团旗下。通过为客户提供从殡葬礼仪服务到最终下葬的一条龙服务，扩大客户源，增加收入来源。

对标同类上市公司，福寿园殡仪业务收入已经占到集团总收入的14%。因此，我们预计在殡葬祭服务一体化逐渐成型之后，集团的收入将会逐步提升。

五、投资建议

1、大规模并购全国各地墓园，土地存量价值凸显。在目前中国人口老龄化日趋严重以及殡葬用地尚属于存量市场的大背景下，集团计划通过不断并购入墓率较高省份的墓园土地，大幅抢占战略储备资源。按照当前的墓位平均价格计算，其目前墓位存量价值已经超过 60 亿元。同时，随着我国人口老龄化的不断加剧以及土地资源匮乏的持续加剧，我们预计墓位单价将继续上升。此外，由于集团原先向政府出售低价公益性龛位的收入占总收入之比达到接近 2/3，随着集团停止龛位的出售，其整体毛利率也将开始大幅回升。对标福寿园 80%左右的毛利率水平，集团目前 40%的毛利率水平依旧有极大的提升空间。

2、转型提供整体殡葬祭一条龙服务。集团在收购郎泰医院股权以及全资收购杭州好乐天之后，开始从单一提供殡葬服务的公司转型为提供殡葬祭服务一体化服务的公司。通过收购郎泰医院和杭州好乐天，集团从 ICU 临终关怀服务开始扩大自己对潜在客户的控制，通过提供高质量的殡仪服务将客户与集团本身进行捆绑，提升集团殡葬主业的收入。对标同类上市公司，福寿园殡仪业务收入已经占到集团总收入的 14%；因此，我们预计在殡葬祭服务一体化逐渐成型之后，集团的收入将会逐步提升。

3、集团土地储备充足，当前估值偏低。随着集团并购的不断推进，其土地储备十分充足。随着我国土地价格的逐年上升以及其在转型全产业链上的近一步深入，我们预计集团未来收入将稳步提升。集团截至 2015/6/2 市值 9.87 亿港元，相较同类上市公司估值较低，仍具上升空间。虽然由于集团将停止低毛利的公益性龛位的出售，使其收入在未来两财年受到影响，但因此上升的毛利率将会继续促进集团业绩的增长。我们预计集团 2014 财年及 2015 财年 EPS 分别为 0.004 港元和 0.009 港元，2015/6/2 股价对应 14、15 财年净资产 PB 分别为 2.06X 和 1.87X。

附表 1: 安贤园中国 (0922.HK) 财务报表预测 (百万港元)

货币资金及可交易金 融资产	17.2	10.7	87.3	54.2	57.9	利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
其他短期投资						营业收入	127.4	157.3	110.0	185.0	305.0
应收账款及票据	72.1	125.4	62.2	104.6	172.5	营业成本	57.8	94.7	38.5	55.5	76.3
其他应收款	46.5	25.5	17.8	30.0	49.4	毛利	69.6	62.7	71.5	129.5	228.8
存货	8.0	9.0	3.6	5.3	7.2	毛利率	54.7%	39.8%	65.0%	70.0%	75.0%
其他流动资产	177.9	127.0	133.7	147.3	173.5	其他收入和收益		0.01	0.50	0.50	0.50
固定资产	7.0	6.7	36.3	75.0	100.0	销售开支	16.2	18.0	13.2	22.2	36.6
其他长期投资	74.5	71.2	1.5	1.5	1.5	行政费用	38.3	35.4	26.4	44.4	73.2
无形资产	390.6	394.0	394.0	394.0	394.0	营业开支	61.8	53.5	39.6	66.6	109.8
其他非流动资产	74.5	71.2	74.9	82.5	97.2	营业利润	7.8	9.2	32.4	63.4	119.5
资产总计	795.6	770.9	811.4	894.4	1053.3	财务收入	0.7	1.3	1.5	2.0	2.0
应付账款及票据	22.5	2.1	0.9	1.2	0.0	财务支出	1.5	6.9	4.0	4.0	4.0
短期借贷	133.7	102.1	116.6	125.9	125.9	税前利润	4.9	10.9	29.0	61.4	117.5
应交税金	32.5	34.2	35.3	38.3	38.3	减: 所得税	9.28	4.9	6.0	12.3	23.5
其他流动负债	31.6	54.3	43.0	54.5	120.7	净利润	-20.1	5.7	23.9	49.1	94.0
长期借款	30.1	12.1	12.1	12.1	12.1	归属于母公司净 利润	-20.1	5.7	23.9	49.1	94.0
其他非流动负债	104.9	110.2	123.7	133.5	133.5	基本每股收益	-0.01	0	0.004	0.009	0.018
负债合计	355.3	315.0	331.5	365.5	430.4	稀释每股收益	-0.010	0	0.004	0.009	0.018
股东权益合计	440.3	455.9	479.8	528.9	622.9	财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金及可交易金 融资产	17.2	10.7	87.3	54.2	57.9	营收增长率	95.3%	23.5%	-30.1%	68.2%	64.9%
						营业利润增长率	107.2%	17.5%	253.3%	95.7%	88.4%
						净利润增长率	81.9%	128.5%	318.2%	105.4%	91.3%
						销售毛利率	54.7%	39.8%	65.0%	70.0%	75.0%
						销售净利率	-15.8%	3.6%	21.7%	26.6%	30.8%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图表目录

图 1: 线上平台.....	错误!未定义书签。
图 2: 线下平台.....	错误!未定义书签。
图 3: 业务线推进情况.....	错误!未定义书签。
图 4: 股权结构.....	错误!未定义书签。
图 5: 营业收入及同比.....	错误!未定义书签。
图 6: 净利润及同比.....	错误!未定义书签。
图 7: 分业务毛利率.....	错误!未定义书签。
图 8: 分产品毛利率情况.....	错误!未定义书签。
图 9: 经营比率对比.....	错误!未定义书签。
表 1: 长三角社区 O2O 部分消费品市场规模测算.....	错误!未定义书签。
表 2: 公司收入分业务 (亿元)	错误!未定义书签。
表 3: 股权激励名单.....	错误!未定义书签。
表 4: 公司收入分业务 (亿元, 人民币)	错误!未定义书签。
表 5: 公司收入分业务 (亿元)	错误!未定义书签。
表 2: 盈利预测以及主要财务指标 (单位: 亿, %)	错误!未定义书签。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

林寰宇，研究员证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn