

增持 (维持)

目标价: 6.58 港元

现价: 5.19 港元

预期升幅: 27%

市场数据

报告日期 2017.08.14

收盘价(港元)	5.19
总股本(亿股)	21.42
总市值(亿港元)	111.19
股东净资产(亿元)	27.7
总资产(亿元)	42.4
每股净资产(元)	1.30

数据来源: Wind

相关报告

《内生及外延增长助推业绩》
20160322 业绩点评
《中国最大的殡葬服务提供商》
20160627 深度报告
《中期业绩略低于预期,不改长期向好发展趋势》20160815 跟踪报告
《经营状况良好,核心竞争力明显》20161221 跟踪报告
《经营状况改善超预期,长期投资价值凸显》20170320 跟踪报告

海外市场研究

张忆东

兴业证券研究所副总经理

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人: 宋健

songjian@xyzq.com.cn

01448.HK 福寿园

中期业绩好于预期, 盈利能力提升

2017 年 08 月 14 日

主要财务指标

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(千元)	1,267,655	1,532,373	1,808,658	2,129,083
同比增长(%)	14.4	20.9	18.0	17.7
净利润(千元)	338,974	438,372	531,396	630,458
同比增长(%)	19.2	29.3	21.2	18.6
毛利率(%)	79.1	80.0	80.2	80.5
净利润率(%)	26.7	28.6	29.4	29.6
净资产收益率(%)	13.4	15.4	16.4	17.1
每股收益(分)	16	21	25	30
每股股息(港仙)	5.2	6.6	8.0	9.5

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

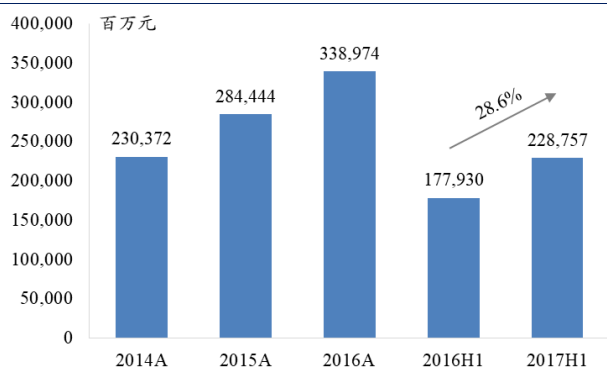
- **我们的观点:** 我们认为福寿园在行业内的具有强大的品牌优势、领先的服务水平和经验丰富的管理团队, 未来在行业的整合中将占据主导地位。2017 年上半年公司内生增长的潜力得到释放, 营收和净利润的增速分别达到 20.1%和 28.6%, 经营效率改善明显, 利润率都提升到历史较高水平。进入下半年, 公司在火化机的销售、外延并购方面有望取得突破, 我们调升了公司的盈利预测, 预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 15.3、18.1 和 21.3 亿元, 分别同比增长 20.9%、18.0%和 17.7%, 归属上市公司净利润分别为 4.38、5.31 和 6.30 亿元, 分别同比增长 29.3%、21.2%和 18.6%, 我们维持公司 12 个月目标价 6.58 港元, 相当于 2017/2018 年 28/23 倍 PE, 当前股价为 5.19 港元, 有 27%的上升空间, **维持增持评级**。
- **中期业绩好于预期, 盈利能力提升:** 2017 年中期公司营业收入为 7.7 亿元人民币(下同), 同比增长 20.1%; 毛利为 6.16 亿元, 同比增长 21.7%, 毛利率达到 80%, 提升了 1.1 个百分点; 归属上市公司股东净利润为 2.29 亿元, 同比增长 28.6%, 净利率达到 29.7%, 提升 2 个百分点; 公司中期派息 3.24 港仙, 同比增长 26.1%, 派息率达到净利润的 30%。公司的业绩好于我们的预期, 通过内生增长的潜力得到释放, 另外公司的经营效率有进一步提升, 利润率持续改善。
- **提价带动整体业绩大幅提升:** 公司的主要墓园上海福寿园、海港福寿园、合肥大蜀山文化陵园及辽宁沈阳观陵山艺术园林 2017 年上半年的营业收入分别为 2.94 亿、1.18 亿、5175 万和 7048 万元, 分别同比增长 20%、23%、10%和 1%, 这四个墓园的营收占比达到 76.9%。增长主要驱动力为价格的提升, 从公司销售产品的结构来看, 单价更高的成品艺术墓和定制艺术墓的占比提升, 其中成品艺术墓的单价由去年同期的 10.5 万提升至 12.2 万, 定制艺术墓的单价由去年的 34.4 万提升至 42.7 万。
- **风险提示:** 行业监管风险; 收购不达预期; 新收购项目整合不及预期。



报告正文

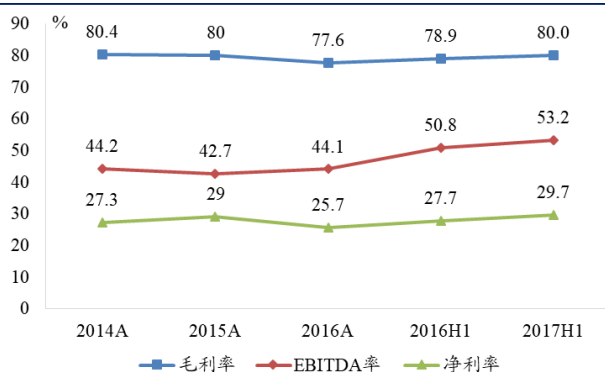
- **中期业绩好于预期，盈利能力提升：**2017 年中期公司营业收入为 7.7 亿元人民币（下同），同比增长 20.1%，其中墓地服务营业收入 6.83 亿元，同比增长 21.5%，占总营收的比例为 88.6%；殡仪服务营业收入 7387.9 万元，同比增长 5.4%；毛利为 6.16 亿元，同比增长 21.7%，毛利率达到 80%，提升了 1.1 个百分点；归属上市公司股东净利润为 2.29 亿元，同比增长 28.6%，净利率达到 29.7%，提升 2 个百分点；公司中期派息 3.24 港仙，同比增长 26.1%，派息率达到净利润的 30%。公司的业绩好于我们的预期，通过内生增长的潜力得到释放，另外公司的经营效率有进一步提升，利润率持续改善。

图 1、净利润及增速



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

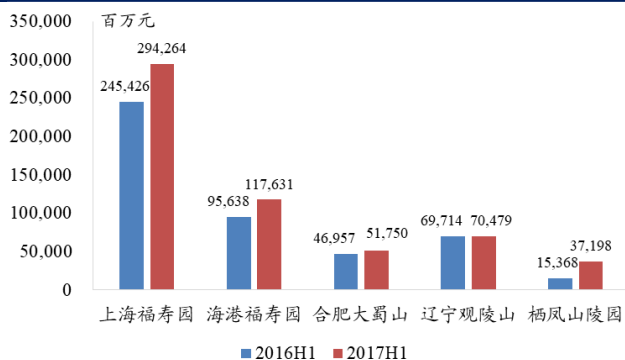
图 2、利润率



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

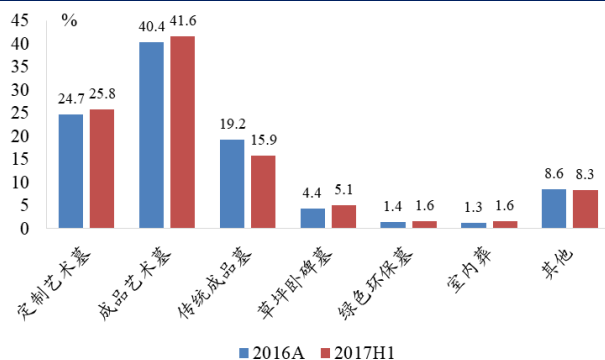
- **提价带动整体业绩大幅提升：**公司的主要墓园上海福寿园、海港福寿园、合肥大蜀山文化陵园及辽宁沈阳观陵山艺术园林 2017 年上半年的营业收入分别为 2.94 亿、1.18 亿、5175 万和 7048 万元，分别同比增长 20%、23%、10% 和 1%，这四个墓园的营收占比达到 76.9%。增长主要驱动力为价格的提升，从公司销售产品的结构来看，单价更高的成品艺术墓和定制艺术墓的占比提升，其中成品艺术墓的单价由去年同期的 10.5 万提升至 12.2 万，定制艺术墓的单价由去年的 34.4 万提升至 42.7 万。另外，常州栖凤山项目上半年营收的规模达到 3720 万元，同比增速达到 142%，显示了公司对收购项目的整合提升能力。

图 3、主要墓园营收



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

图 4、墓地服务销售产品构成



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

- **积极扩张规模，等待行业整合机会：**截至目前，公司业务范围已经覆盖 10 个省份和直辖市的 17 座城市，拥有并建成 14 家墓园，运营的殡仪服务设施达到 11 间，另外受托管理 3 家小型墓园，福寿园已经是中国最大的殡葬服务提供商，福寿园在行业内也有极高的品牌知名度。公司正积极通过自建和并

购的方式扩张规模，上半年完成收购洛阳仙鹤陵园，并通过 PPP 模式参与地方政府的殡葬项目，新建的重庆璧山项目以及宣城项目也有望年底投入运营。随着中国殡葬行业进一步开放和市场化，公司将成为行业的整合者。

图 5、福寿园的全国布局



数据来源：公司资料，兴业证券研究所

- **我们的观点：**我们认为福寿园在行业内的具有强大的品牌优势、领先的服务水平和经验丰富的管理团队，未来在行业的整合中将占据主导地位。2017 年上半年公司内生增长的潜力得到释放，营收和净利润的增速分别达到 20.1% 和 28.6%，经营效率改善明显，利润率都提升到历史较高水平。进入下半年，公司在火化机的销售、外延并购方面有望取得突破，我们调升了公司的盈利预测，预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 15.3、18.1 和 21.3 亿元，分别同比增长 20.9%、18.0% 和 17.7%，归属上市公司净利润分别为 4.33、5.27 和 6.26 亿元，分别同比增长 27.7%、21.6% 和 19%，我们维持公司 12 个月目标价 6.58 港元，相当于 2017/2018 年 28/23 倍 PE，当前股价为 5.19 港元，有 27% 的上升空间，维持增持评级。
- **风险提示：**行业监管风险；收购不达预期；新收购项目整合不及预期。

附表

资产负债表

单位:千元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,674,267	1,857,245	2,161,957	2,599,856
货币资金	1,238,906	1,395,086	1,621,020	1,972,662
应收账款	62,954	41,983	49,552	58,331
存货	372,407	420,177	491,385	568,863
非流动资产	1,961,592	2,328,159	2,677,391	3,010,104
物业、厂房及设备	377,429	393,460	408,049	421,325
无形资产	14,035	14,275	14,385	14,344
墓园物业	1,104,531	1,454,827	1,789,360	2,108,839
商誉	290,634	290,634	290,634	290,634
其他非流动资产	147,450	147,450	147,450	147,450
递延税项资产	27,513	27,513	27,513	27,513
资产总计	3,635,859	4,185,404	4,839,347	5,609,961
流动负债	481,176	532,518	592,883	658,926
短期借款	60,450	60,450	60,450	60,450
应付账款	287,642	336,141	393,108	455,091
递延收入	18,200	21,043	24,442	28,501
应付税项	114,884	114,884	114,884	114,884
非流动负债	420,092	464,234	507,397	558,946
长期借款	107,880	107,880	107,880	107,880
递延收入	223,070	267,212	310,375	361,924
递延所得税负债	89,142	89,142	89,142	89,142
负债合计	901,268	996,752	1,100,281	1,217,872
股本	127,470	127,470	127,470	127,470
储备	240,871	272,438	310,694	356,087
少数股东权益	49,286	63,129	79,910	99,819
股东权益合计	3,029,040	3,483,101	4,033,516	4,686,538
负债及权益合计	3,930,308	4,479,853	5,133,796	5,904,410

现金流量表

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
税前利润	557,013	721,007	874,006	1,036,938
折旧和摊销	65,983	84,433	101,768	118,287
其他	37,766	0	0	0
财务费用	-27,471	-32,409	-38,543	-47,207
所得税开支	-121,476	-144,201	-174,801	-207,388
营运资金的变动	-772	68,685	24,751	31,333
经营活动产生现金流量	455,423	697,514	787,182	931,964
投资活动产生现金流量	-340,500	-411,490	-405,758	-397,095
融资活动产生现金流量	-152,778	-129,845	-155,489	-183,227
现金净变动	-37,855	156,180	225,934	351,642
现金的期初余额	1,276,761	1,238,906	1,395,086	1,621,020
现金的期末余额	1,238,906	1,395,086	1,621,020	1,972,662

利润表

单位:千元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,267,655	1,532,373	1,808,658	2,129,083
营业成本	265,303	306,729	358,711	415,270
其它收益	58,823	84,280	99,476	117,100
销售费用	217,517	260,503	307,472	361,944
管理费用	278,874	321,798	361,732	425,817
营业利润	564,784	727,622	880,220	1,043,152
财务费用	8,256	7,100	6,699	6,699
投资收益	0	0	0	0
税前盈利	556,528	720,522	873,521	1,036,454
所得税	108,508	144,201	174,801	207,388
税后盈利	448,020	576,321	698,720	829,067
少数股东损益	109,531	138,433	167,809	199,092
归属母公司净利润	338,489	437,887	530,911	629,974
EPS(元)	0.16	0.21	0.25	0.30

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.4	20.9	18.0	17.7
净利润增长率	19.2	29.3	21.2	18.6
盈利能力(%)				
毛利率	79.1	80.0	80.2	80.5
净利率	26.7	28.6	29.4	29.6
ROE	13.4	15.4	16.4	17.1
偿债能力(%)				
流动比率	4.1	4.0	4.1	4.4
速动比率	3.3	3.3	3.3	3.5
营运能力(次)				
资产周转率	32.2	34.2	35.2	36.0
每股资料(元)				
每股收益	0.16	0.21	0.25	0.30
每股净资产	1.21	1.36	1.54	1.76
估值比率(倍)				
PE	28.5	22.1	18.2	15.3
PB	3.8	3.4	3.0	2.6

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyanjq@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangig@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址：北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605（100033） 传真：010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元曦	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035） 传真：0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn

唐怡	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei1@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。