福寿园（01448.HK）2017财年业绩点评

差异性服务满足高端需求

2018 年 03 月 20 日

【投资要点】

- FY17 福寿园收入 14.77 亿，同比增加 16.53%；毛利 11.85 亿，同比增加 18.21%；经营利润 7.00 亿，同比增加 23.94%；归母净利润 4.17 亿，同比增加 23.12%。
- **股利政策稳定。**2017 末期股息每股港币 3.24 仙，2017 全年股息每股港币 6.48 仙，YOY+25.3%。
- **差异性服务推动平均售价。**福寿园提供定制化服务，丰富高端消费的选择范围，定制艺术墓、草坪卧碑墓平均单价增幅达到 16.5%；同时集团进行业务创新，FY17 集团共签订 1174 份生前契约（包括临终关怀、遗体接送、灵堂搭建、告别仪式及相关后续服务等）。
- **业务版图不断扩大，且拥有广阔土地储备支持未来发展。**2018 年 3 月，福寿园成功中标杭州萧山殡仪馆服务外包项目；截至目前，福寿园覆盖 12 个省份和直辖市，拥有 15 座已建成墓园，正在运营的殡仪设施 15 间，托管 3 家小型墓园；另有 5 个在建墓园。福寿园在 2017 年售出了约 33546 平方米的土地。公司有证土地现剩余可销售面积总计约 196 万平方米。

【投资建议】

- 基于以上判断，我们看好福寿园长期发展。我们预期 FY18/FY19/FY20 净利润 5.07/5.73/6.12 亿元，每股收益 0.23/0.26/0.28 元，对应 25.58/22.65/21.21 倍 PE。我们首次给予福寿园“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1477.21	1752.49	2003.57	2193.83
增长率（%）	16.53	18.63	14.33	9.50
EBITDA（百万港元）	816.78	1026.99	1179.55	1129.39
归母净利润（百万元）	417.35	507.39	573.21	611.93
增长率（%）	23.12	21.57	12.97	6.75
EPS（元/股）	0.19	0.23	0.26	0.28
市盈率（P/E）	31.10	25.58	22.65	21.21
市净率（P/B）	3.60	3.16	2.77	2.45
EV/EBITDA	16.03	12.74	11.09	11.58

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

东方财富证券 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（首次）

东方财富证券研究所

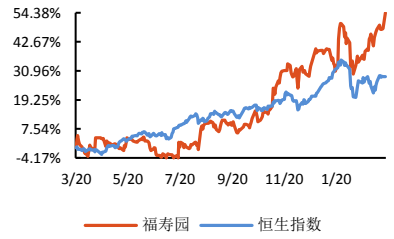
证券分析师：闵立政

证书编号：S1160516020001

联系人：高思雅

电话：021-23586487

相对指数表现



基本数据

总市值（百万港元）	16078.90
流通市值（百万港元）	16078.90
52 周最高/最低(港元)	7.58/4.55
52 周最高/最低（PE）	35.87/25.12
52 周最高/最低（PB）	4.88/3.42
52 周涨幅（%）	54.53
52 周换手率（%）	36.21

相关研究

【风险提示】

扩展速度低于预期
地域竞争加剧，高端需求低于预期

FY17，福寿园墓地服务收入 YOY+16.93%达到 13.00 亿元；其中定制艺术墓、草坪卧碑墓、绿色环保墓、室内葬收入增速超过 20%，定制艺术墓、草坪卧碑墓的增长受到单价驱动，绿色环保墓、室内葬的收入受到数量驱动。殡仪服务收入 YOY+10.94%达到 1.58 亿；重庆以外的殡仪服务收入 YOY+18.5%或 1680 万元，该分部收入增速受到重庆地区服务收益下降的影响。其他服务 YOY+112.46%达到 3714 万。FY17 墓地服务及其他服务对收入的贡献比例提升。

图表 1：福寿园收入拆分

	收入			收入占比		
	FY16	FY17	YOY	FY16	FY17	占比变化
墓地服务	1111809	1300045	16.93%	87.71%	88.01%	0.30%
（1）墓地销售（千元）	1093127	1277585	16.87%	86.23%	86.49%	0.25%
收入（千元）						
定制艺术墓	274499	340825	24.16%	21.65%	23.07%	1.42%
成品艺术墓	448867	535795	19.37%	35.41%	36.27%	0.86%
传统成品墓	213522	205456	-3.78%	16.84%	13.91%	-2.94%
草坪卧碑墓	48954	63724	30.17%	3.86%	4.31%	0.45%
绿色环保墓	15894	24264	52.66%	1.25%	1.64%	0.39%
室内葬	14679	20447	39.29%	1.16%	1.38%	0.23%
其他墓地相关服务	76712	87074	13.51%	6.05%	5.89%	-0.16%
数量						
定制艺术墓	812	808	-0.49%			
成品艺术墓	4404	5315	20.69%			
传统成品墓	5229	5093	-2.60%			
草坪卧碑墓	700	782	11.71%			
绿色环保墓	980	1901	93.98%			
室内葬	1017	8764	761.75%			
平均单价（元）						
定制艺术墓	338053	421813	24.78%			
成品艺术墓	101923	100808	-1.09%			
传统成品墓	40834	40341	-1.21%			
草坪卧碑墓	69934	81488	16.52%			
绿色环保墓	16218	12764	-21.30%			
室内葬	14434	2333	-83.84%			
（2）墓园维护	18682	22460	20.22%	1.47%	1.52%	0.05%
殡仪服务（千元）	142288	157855	10.94%	11.22%	10.69%	-0.54%
其他服务（千元）	17480	37138	112.46%	1.38%	2.51%	1.14%
分部之间对销（千元）	-3922	-17830	354.61%	-0.31%	-1.21%	-0.90%
总收入（千元）	**1267655**	**1477208**	**16.53%**			

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

集团收入除重庆及辽宁，其他大部分都实现增长。辽宁和重庆的收入下降由于（1）殡葬理念升级需要时间消化，（2）政府新建殡仪馆蚕食份额。

FY17，福寿园成本 YOY+10.18%达到 2.92 亿元，毛利 YOY+18.21%达到 11.85 亿元，整体毛利率从 79.1%提升到 80.2%。其中，墓地服务成本 YOY+8.38%，毛利率从 81.32%提升到 82.69%；殡仪服务成本 YOY+13.78%，毛利率从 64.96%下降到 64.06%；配套服务成本 YOY+104.59%，毛利率从 34.28%提升到 36.72%。

图表 2：福寿园成本及毛利变动

收入（千元）	FY16	FY17	YOY	毛利（千元）	FY16	FY17	YOY
墓地服务	1111809	1300045	16.93%	墓地服务	904130	1074964	18.89%
殡仪服务	142288	157855	10.94%	殡仪服务	92429	101126	9.41%
其他服务	17480	37138	112.46%	配套服务	5993	13637	127.55%
分部间对销	-3922	-17830	354.61%	分部间对销	-4835	-4903	1.41%
成本（千元）	FY16	FY17	YOY	毛利率	FY16	FY17	毛利变化
墓地服务	207679	225081	8.38%	墓地服务	81.32%	82.69%	1.37%
殡仪服务	49859	56729	13.78%	殡仪服务	64.96%	64.06%	-0.90%
配套服务	11487	23501	104.59%	配套服务	34.28%	36.72%	2.43%
分部间对销	-200	-4835	2317.50%	分部间对销	123.28%	27.50%	-95.78%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

FY17，福寿园其他收入 YOY-0.03%达到 5881 万元，主要由于 FY16 有客户遗产收益、投资物业公平值变动及实现汇兑收益。

FY17，福寿园销售费用 YOY+15.32%达到 2.51 亿，销售费用率从去年的 17.16%下降到 16.98%；管理费用 YOY+5.03%达到 2.93 亿元，管理费用率从去年的 22.00%下降到 19.83%。

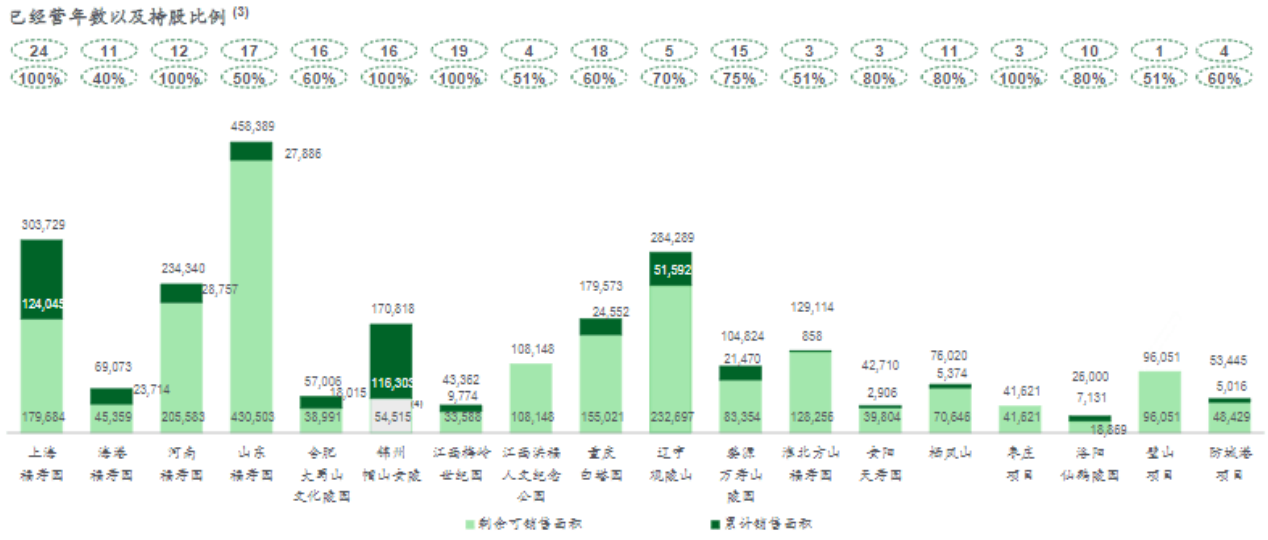
FY17，福寿园经营利润 YOY+23.94%达到 7.00 亿元，经营利润率从去年的 44.55%提升到 47.38%。**集团降本增效作用明显。**

FY17，福寿园财务费用 YOY+88.77%达到 1559 万元，利息收入（记录在其他收入内）YOY+26.24%达到 4510 万元；税项开支 YOY+24.06 达到 1.35 亿元，有效税率从 19.48%上升到 19.66%。

FY17，福寿园归母净利润 YOY+23.12%达到 4.17 亿元。

福寿园拥有充足土地储备，能支持未来发展，且拥有进一步进入其他大城市的上行潜力。福寿园在 2017 年售出了约 33546 平方米的土地，公司有证土地现剩余可销售面积总计约 196 万平方米。

图表 3：福寿园按墓园划分的可售和占用面积



资料来源：公司资料，东方财富证券研究所

截至目前，福寿园已覆盖 12 个省份和直辖市，拥有 15 座已经建成的墓园，正在运营的殡仪设施已达 15 间，亦受托管理 3 家小型墓园；另有 5 个在建墓园，3 个在建殡仪服务设施。

图表 4：福寿园地理布局

	墓园	殡仪服务设施	其中已获/计划获取文化牌照
南昌洪福项目	在建		
山东泰庄项目	在建		
安徽宣城市项目	在建	在建	✓
山东泰安项目	在建	在建	✓
重庆璧山项目	在建	在建	✓

	墓园	殡仪服务设施	其中已获/计划获取文化牌照
上海福寿园	✓		
海港福寿园	✓		
河南福寿园	✓		
山东福寿园	✓		
合肥大蜀山文化陵园	✓		
锦州帽山安陵	✓		
重庆白塔园	✓	✓	✓
江西梅岭世纪园	✓		
辽宁观陵山	✓		
婺源万寿山陵园	✓	✓	✓
贵阳天寿园	✓		
锦州梧凤山	✓		
淮北方山福寿园	✓		
洛阳仙鹅陵园	✓		
广西华祖园陵园	✓		
厦门市怀祥礼仪		✓	
宁波永逸殡葬礼仪		✓	
重庆安乐殡仪		✓	
重庆安乐服务		✓	
上海礼仪		✓	
合肥人本		✓	
舒城殡仪		✓	
庐江殡仪		✓	
泰山殡仪 (1)		✓	✓
宁德殡仪		✓	
淮北殡仪		✓	
新密殡仪		✓	
重庆璧山殡仪 (1)		✓	✓

注：(1) 新殡仪馆正在建设中，建成前老殡仪馆由福寿园运营，建成后将在新殡仪馆运营

资料来源：公司资料，东方财富证券研究所

利润表（百万元）

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1477.21	1752.49	2003.57	2193.83
营业成本	292.32	344.58	395.04	433.58
毛利	**1184.89**	**1407.91**	**1608.53**	**1760.25**
其他收入	58.81	62.23	76.80	93.29
销售及分销成本	250.83	294.42	336.60	368.56
行政开支	292.90	343.49	392.70	429.99
其他开支合计	0.00	0.00	0.00	0.00
资产重估盈余或减值	0.00	0.00	0.00	0.00
应占联营或合营公司溢利	0.40	0.40	0.40	0.40
财务成本	15.59	1.66	1.61	1.61
影响税前利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	**684.78**	**830.97**	**954.82**	**1053.77**
所得税	134.61	162.87	187.14	206.54
影响净利润的其他项目	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	**550.17**	**668.10**	**767.67**	**847.23**
本公司拥有人应占净利润	**417.35**	**507.39**	**573.21**	**611.93**
非控股权益应占净利润	132.82	160.72	194.47	235.30

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%～-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。
本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。
本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。
那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。
在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。
本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。
如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。