

福寿园 (1448)

让告别更美丽，让成长更稳健

——福寿园公司首次覆盖报告

	刘越男(分析师)	赵政(研究助理)
	liuyuanan@gtjas.com	zhaozheng020321@gtjas.com
	021-38677706	021-38677588
证书编号	S0880516030003	S0880118060031

评级: **增持**

当前价格(港元): 7.10

2019.10.25

交易数据

52周内股价区间(港元)	6.83-7.57
当前股本(亿股)	22.42
当前市值(亿港元)	159

本报告导读:

公司是殡葬行业龙头，定位高端，存量项目储备丰富，并通过外延并购优质项目实现全国发展。

摘要:

- 我们预计福寿园公司 2019-2021 年营业收入分别为 19.32 亿元、22.01 亿元和 24.26 亿元，归母净利润分别为 5.69 亿元、6.46 亿元和 7.11 亿元。我们给与 2019 年 PE 30X，对应价格为 7.5 元/8.33 港元，此外我们用 DCF 估值法得出价格为 8.93 元/9.92 港元。综上，我们取两者平均价格 8.22 元/9.13 港元为目标价，首次覆盖给与“增持”评级。
- 公司是中国民营高端殡葬龙头。①福寿园于 1994 年开始在上海提供墓园服务，目前已覆盖 15 个省市自治区及直辖市的 30 余座城市，是全国规模最大的殡葬服务提供商。②公司主要高管从业时间超 20 年。
- 中国殡葬行业前景无限。①2017 年中国殡葬服务业的市场规模约为 990 亿人民币，2013-2017 年 CAGR 为 17.0%。②2018 年中国 65 岁以上人口占总人口的 11.9%，预计到 2030 年，65 岁以上人口比例达到 18.2%。未来每年死亡人数超 1200 万。③由于行业壁垒较高，殡葬行业以国营企业为主导，但是民营企业的分散度较高，按照 2018 年收入来看，公司市场占有率不足 2%，发展空间巨大。
- 公司定位高端市场，持续外延扩张。①福寿园的经营理念是“让公墓变花园”、“让告别变美丽”，致力于为顾客提高定制化、个性化服务。从 2012-2018 年销售数据中可以看出，定制艺术墓、成品艺术墓这两种高端墓型为公司创造了巨大收益。②上海项目仍有巨量资产尚未变现，全国扩张潜力巨大。公司上市初只有 6 座墓园，5 座殡仪馆，覆盖 8 座城市。截止 2019 年中，已有 21 座墓园，22 座殡仪馆，覆盖了 30 座城市。③迎合行业发展，融入科技元素，积极发展新业务。生前契约等服务逐步成为殡仪板块的重要战略支撑。
- 风险提示。殡葬行业政策风险；宏观经济周期下行风险；外延并购不达预期的风险等。

财务摘要(百万港元)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,267.66	1,477.21	1,651.30	1,932.30	2,201.20	2,425.80
(+/-)%	14.41%	16.53%	11.79%	17.02%	13.92%	10.20%
毛利	1,002.35	1,184.89	1,321.04	1,565.16	1,782.97	1,964.90
净利润	338.97	417.35	88.36	568.70	645.68	711.22
(+/-)%	19.17%	23.12%	17.02%	16.45%	13.53%	10.15%
PE			29.35	25.20	22.20	20.15
PB			2.74	2.38	2.06	1.80

目录

1.福寿园：中国民营殡葬龙头	4
1.1.全国殡葬服务龙头，由墓园拓展至其他	4
1.2.重组并购，布局全国	4
1.3.公司董事高管：行业经验丰富	6
2.应老龄化趋势，让告别更美好	7
2.1.殡葬市场规模巨大，增长趋势明显	7
2.2.老龄化时代造就刚需	8
2.3.政策支持民营企业参与	11
3.福寿园：定位高端市场，持续外延扩张	13
3.1.高端定位：服务质量持续提升，多地开花齐发展	13
3.2.大展宏图：外延扩张，整合行业	15
3.3.新型业务：推行“生前契约”，积极响应环保政策	22
4.投资建议	25
5.风险提示	25

图目录

图 1: 公司近三年度墓园收入占比 84%以上	4
图 2: 公司 2018 年殡仪服务客户数增速 78%	4
图 3: 2013-2018 年福寿园各省收入情况	5
图 4: 福寿园股权架构	6
图 5: 中国殡葬服务流程	7
图 6: 墓地服务产值最大，2008-2012CAGR 为 14%	8
图 7: 殡仪服务 2013-2017 年 CAGR 为 16.9%	8
图 8: 尸体处理 2008-2012CAGR 为 11.9%	8
图 9: 其他产品销售和服务 2013-2017 年 CAGR 为 12%	8
图 10: 2018 年中国 65 岁以上人口数量及占比逐年提高	9
图 11: 中国 65 岁以上人口比例呈上升趋势	9
图 12: 2018 年中国人均寿命预测达到 77 岁	9
图 13: 预计 2025-2030 年均死亡人口升至 1293 万人	10
图 14: 2018 年死亡人口达 993 万人	10
图 15: 全国殡仪馆数目近几年有减少趋势	10
图 16: 全国公墓数量近几年增长停滞	10
图 17: 城镇化不断推进，2018 年达 59.58%	11
图 18: 1979-2018 年 CAGR 为 12.11%	11
图 19: 中国每次火化平均消费持续增加	11
图 20: 中国火化率维持在 50%左右	12
图 21: 福寿园墓园数远少于 SCI	13
图 22: 福寿园雇员数不及 SCI 雇员数的十分之一	13
图 23: 公司收入主要来自高端墓型的销售	14
图 24: 成品艺术墓收入占比越来越高	14
图 25: 2012-2017 年定制艺术墓销量稳步增长	14
图 26: 2017 年定制艺术墓均价突破 42 万	14
图 27: 2012-2017 年成品艺术墓销量 CAGR 为 34%	14

图 28: 2017 年成品艺术墓均价 10 万	14
图 29: 2018 年可比较范围的墓地均价达 11 万元/个	15
图 30: 公司规模稳步增大	15
图 31: 2013-2019 公司分红合计 5.9 亿元	15
图 32: 福寿园产业地图	16
图 33: 福寿园各地区土地储备充足	16
图 34: 2013 年上海地区收入占比高达 61%	18
图 35: 2019H1 各地区收入较之前更为平衡	18
图 36: 2015 年江西地区因收购项目收入骤增	18
图 37: 2016 年与 2017 年江苏地区收入增加	18
图 38: 充足的土地储备支持公司后续发展	19
图 39: 福寿园客户满意度稳步提升, 维持在较高水平	19
图 40: 海港福寿园墓穴销量约为平均水平的一半	20
图 41: 上海居民可支配收入逐年增长	20
图 42: 上海地区墓穴销量尚有提升空间	20
图 43: 2015 年福寿园辽宁地区收入骤增	20
图 44: 观陵山艺术陵园墓穴销量高于铁岭平均水平	20
图 45: 合肥大蜀山文化陵园尚有提升空间	21
图 46: 河南福寿园墓穴销量约为郑州平均水平的 1/2	21
图 47: 福寿园生前契约数逐年快速增长	22
图 48: “福寿之家”运作模式	22
图 49: 未来中国老龄化严重	23
图 50: 2017 上海老年人口抚养比达到 32%	23
图 51: 2018 上海自然增长率低至 2.7%	23
图 52: 北京老年人口抚养比逐年上升	24
图 53: 近三年北京自然增长率逐年下降	24
图 54: 福寿园生态文明发展战略	25

表目录

表 1: 公司历史重大重组事件	4
表 2: 多数高管于殡葬行业工作多年, 经验丰富	6
表 3: 公墓和殡仪馆供不应求	10
表 4: 各地对经营性公墓的管理和规划	12
表 5: 2012 年各部分市场份额占比	13
表 7: 重大的收购项目	16
表 6: 2018 年各大墓园墓穴销售情况	19
表 8: 生前契约进程	22
表 9: 关于环保殡葬相关法律文件	24
表 10: DCF 估值模型	25

1. 福寿园：中国民营殡葬龙头

1.1. 全国殡葬服务龙头，由墓园拓展至其他

福寿园于 1994 年开始在上海提供墓园服务，目前业务范围已拓展至 15 个省市自治区及直辖市的 30 余座城市，从墓园服务逐渐发展了殡仪板块、殡葬设施、设计板块和生前事业，是全国规模最大的殡葬服务提供商。其中墓园服务收入占比一直 84% 以上，而其他的一些创新业务，如创新服务和环保火化机销售等也开始起步。2019 年上半年集团收入 9.12 亿，来自墓园服务板块的收入占比 85% 左右。

图 1：公司近三年度墓园收入占比 84% 以上



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 2：公司 2018 年殡仪服务客户数增速 78%



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

1.2. 重组并购，布局全国

福寿园于 1994 年在上海青浦注册成立第一家墓园——上海福寿园，之后进行一系列重组行动来布局全国。

2001 年福寿园和山东省商业集团合资创建山东福寿园，迈开了向外扩张的第一步；2014 年上市后，更是加快并购合作步伐，包括收购重庆白塔园、辽宁观陵山艺术园林、枣庄市山亭兴泰及婺源县万寿山陵园；与多地政府订立战略合作协议；通过上述并购，福寿园 2014 年获得土地面积达 320 多万平方米，其中有证土地面积约达 78 万平方米。

此后，凭借优秀的团队和经营实力，福寿园陆续收购了常州栖凤山、洛阳仙鹤纪念陵园、沈阳观陵山艺术陵园等，2018 年成功在贵州、内蒙古、湖北打开全新市场，收购了 6 殡仪项目；还与多地政府展开多项殡仪服务 PPP 项目，尝试以 BOT 模式建设并运营殡仪馆，与江苏大丰、山东泰安、江苏高邮、贵州遵义等当地政府、殡仪馆以 BOT 模式合作，2016 年与安徽宣城政府合作殡葬一体化项目，订立关于马山生态陵园的投资项目协议。

表 1：公司历史重大重组事件

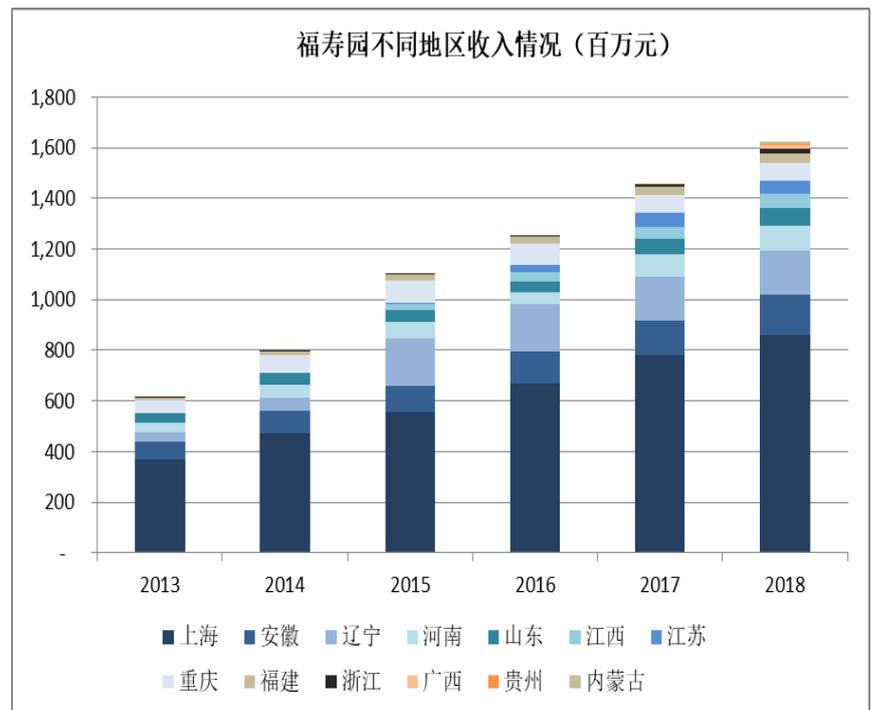
年份	里程碑事件
----	-------

1994	公司旗下第一家墓园上海福寿园在青浦注册成立
2001	尝试向全国其他区域拓展，山东福寿园成立。
2002	合肥大蜀山文化陵园开园；获准加入世界殡葬协会（FIAT-IFTA）。
2007	上海福寿园海港陵园开园。
2008	河南福寿园成立；在合肥成立合肥人本提供殡仪服务。
2010	上海人文纪念馆正式开馆，开始以文化平台的形象崭新亮相。
2012	收购辽宁锦州帽山安陵；成立厦门怀祥礼仪服务有限公司
2013	收购宁波永逸 80% 的股权；公司于港交所上市，总募资 2.47 亿美元，
2014	收购重庆白塔园、辽宁观陵山、万寿山陵园和山亭兴泰；启动环保火化机生产。
2015	收购安阳天寿园并与大丰市殡仪馆签订订立 BOT 项目合作协议；收购常州栖凤山。
2016	与山东泰安和重庆璧山政府签订战略合作协议； 与安徽省宣城市民政局订立关于马山生态陵园的投资项目协议； 收购洛阳仙鹤纪念陵园；被纳入深港通标的。
2017	与江苏省高邮市殡仪馆订立关于 BOT 项目的框架协议； 收购洛阳仙鹤陵园和广西华祖园。
2018	业务版图扩展至贵州、内蒙古、湖北三省； 获得杭州市萧山区一政府殡仪馆十年殡葬服务的经营权； 共计收购了 6 个殡葬项目及 5 个殡仪设施。

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

上海一直是收入贡献的主要区域。随着外延并购的继续增多，上海以外地区的收入占比不断提升。

图 3：2013-2018 年福寿园各省收入情况

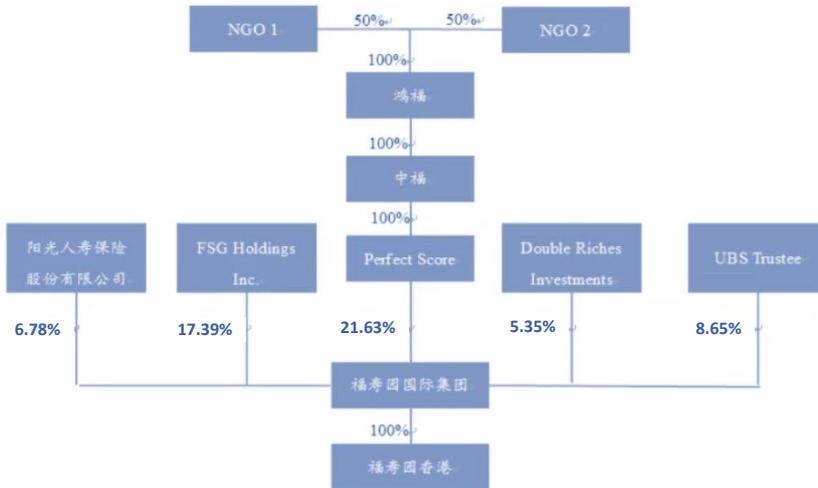


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

1.3. 公司董事高管：行业经验丰富

公司的实际控制人为白晓江主席和王计生总裁，两人通过两个 NGO 控制公司，此外两人各持有公司 4.33% 的股份。

图 4: 福寿园股权架构



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

福寿园的董事会由 10 名董事构成，包括三名执行董事、三名非执行董事和四名独立非执行董事。执行董事及高级管理层负责公司业务的日常管理和运营。其中，大部分的董事和高管都在殡葬行业有着丰富的经验，专业知识丰富。白晓江先生为公司主席、执行董事兼提名委员会主席，于 1996 年加入福寿园，担任上海福寿园主席，于中国殡葬业积累 23 年经验。加入集团前，于 1990 年至 1995 年期间担任中国福利企业华东公司的总经理。

表 2: 多数高管于殡葬行业工作多年，经验丰富

姓名	职务	任职日期	备注
白晓江	主席、执行董事	2012 年 1 月	两家 NGO 均由白晓江发起，受益人之一为民政部及上海民政局旗下资产，可视为公司将部分股权捐献出来做了公益。
谈理安	副主席、执行董事	2012 年 1 月	谈智隽先生是美籍华人，控制 FSG，公司最大股东之一，经商多年，90 年代就在江苏溧阳某中学设立奖学金并频繁捐赠大楼及财物。
王计生	执行董事、总裁	2013 年 1 月	王计生是中国殡葬协会副会长，兼任公墓委员会主任，是中国殡葬业风云人物，曾经是大学老师，对殡葬行业有情怀，辞职下海做殡葬 20 年有余。

陆鹤生	非执行董事	2013年1月	是中福的总经理,在丧葬行业有20年以上的经验,为创始团队成员。
Huang James Chih-Cheng	非执行董事, CFO	2013年12月	职业经理人,有20年以上的财务经验
马翔	非执行董事	2016年1月	阳光保险派驻的董事,在阳光任投资总监
陈群林	独立非执行董事	2013年12月	曾担任中国殡葬协会会长和国际殡葬协会会长
罗祝平	独立非执行董事	2013年12月	自1998年以来在中国东方航空公司担任多职
何敏	独立非执行董事	2013年12月	于私募股权投资及金融领域方面积累超过20年的经验
吴建伟	独立非执行董事、合规委员会主席	2013年12月	负责监督本集团的合规事宜

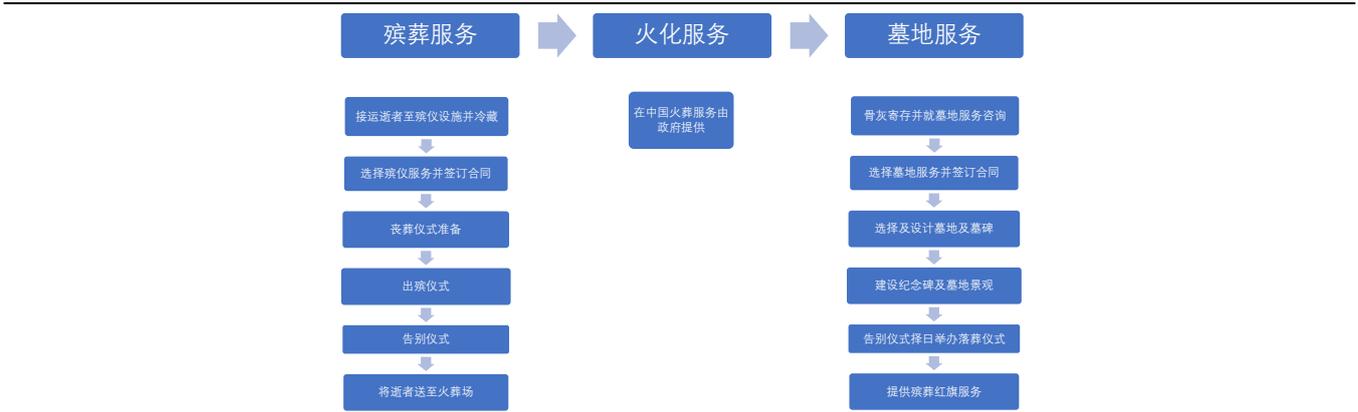
数据来源:公司公告、国泰君安证券研究

2. 应老龄化趋势,让告别更美好

2.1. 殡葬市场规模巨大,增长趋势明显

根据 Euromonitor 预测,2017年中国殡葬服务业的市场规模约为990亿人民币,2013-2017年CAGR为17.0%。

图 5: 中国殡葬服务流程

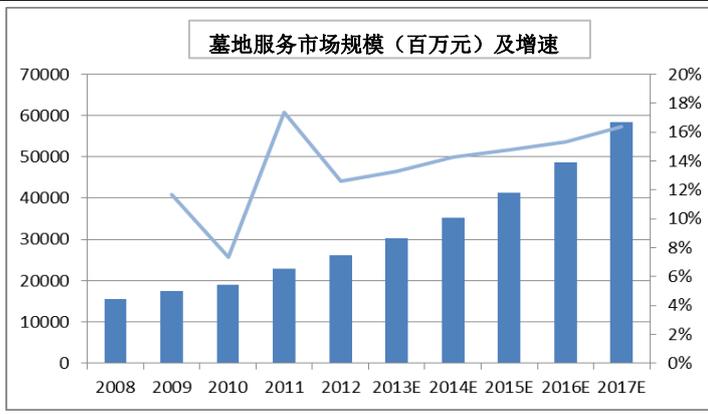


数据来源:公司公告、国泰君安证券研究

1. 墓地服务: 包括了墓地销售、陵墓设计及规划、牌匾及墓石的安装及生产。我国墓地服务允许民企参与,民企在该部分的参与度较高;根据 Euromonitor, 2008-2012CAGR 为 14%,是中国殡葬业市场规模最大而且增长最快的分部,Euromonitor 预测 2017 年产生收入 583 亿元 (占比 58.7%), 2013-2017 年 CAGR17.9%。
2. 殡仪服务: 包括遗体处理、遗体化妆、遗体运输、出殡典礼(葬礼)、

灵堂租赁, 殡仪服务在部分省份仍受到限制, 主要由政府等部门主导, 民企参与度较低。根据 Euromonitor, 2008-2012CAGR 为 12.9%, 产值增长较快, Euromonitor 预测 2017 年产生收入 148 亿元 (占比 14.9%), 2013-2017 年 CAGR16.9%。

图 6: 墓地服务产值最大, 2008-2012CAGR 为 14%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

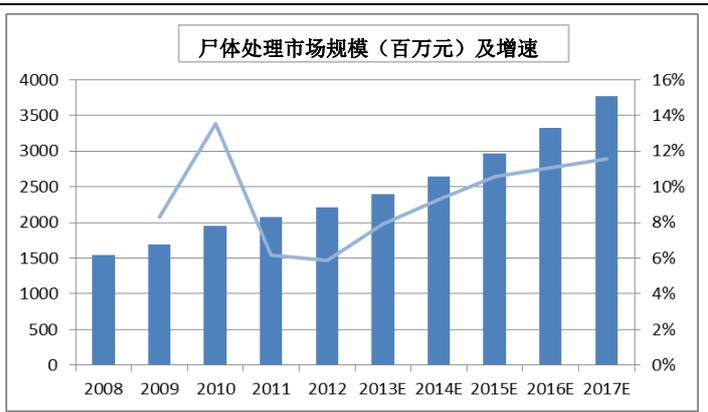
图 7: 殡仪服务 2013-2017 年 CAGR 为 16.9%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3. 遗体处理: 指尸体处理, 包括火化服务, 我国实行强制火化, 并且火化服务由政府机构提供, 价格也严格受到政府的管制。Euromonitor 预测 2017 年产生收入 37.6 亿元 (占比 3.8%), 2013-2017 年 CAGR11.9%。
4. 其他产品销售和服务: 主要包括殡仪服务的产品销售及其他殡葬服务 (后续追悼服务等), 民企参与度较低, 根据 Euromonitor, 2008-2012CAGR 为 12.0%, 预测 2017 年产生收入 224.4 亿元 (占比 22.6%), 2013-2017 年 CAGR15.6%。

图 8: 尸体处理 2008-2012CAGR 为 11.9%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 9: 其他产品销售和服务 2013-2017 年 CAGR 为 12%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.2. 老龄化时代造就刚需

中国老龄化逐渐严重, 2018 年中国 65 岁以上人口占总人口的 11.9%, 预计到 2030 年, 65 岁以上人口比例达到 18.2%。

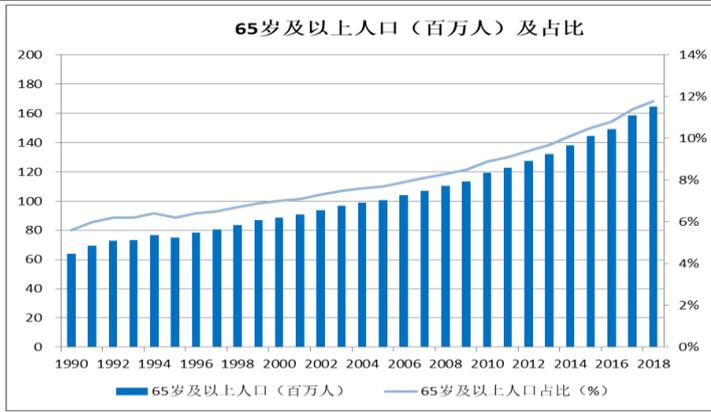
随着中国经济水平和医疗条件的逐渐提高, 我国人均寿命逐渐提高,

2014-2018 年人均寿命预测都在 75 岁以上。

老龄化日趋严重和人均寿命不断提高也促进了中国的年死亡人口的增加。中国 2011-2018 年的每年死亡人数都超过了 950 万人且逐年上涨，根据联合国预测，2025-2030 年的年均死亡人数将提升至 1293 万人，死亡人数的增长也将提升殡葬行业服务的需求量。

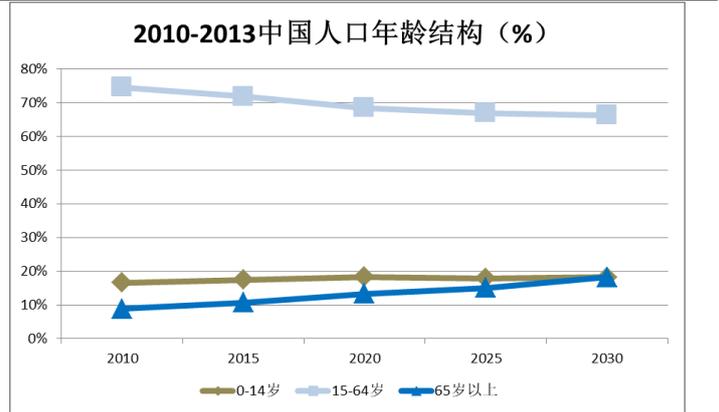
2015-2018 我国死亡人口复合增长率达到 0.61%，与此同时，殡仪馆数量的复合增长率为-1.69%，公墓数量的复合变动率为-4.45%，殡葬行业供不应求。

图 10: 2018 年中国 65 岁以上人口数量及占比逐年提高



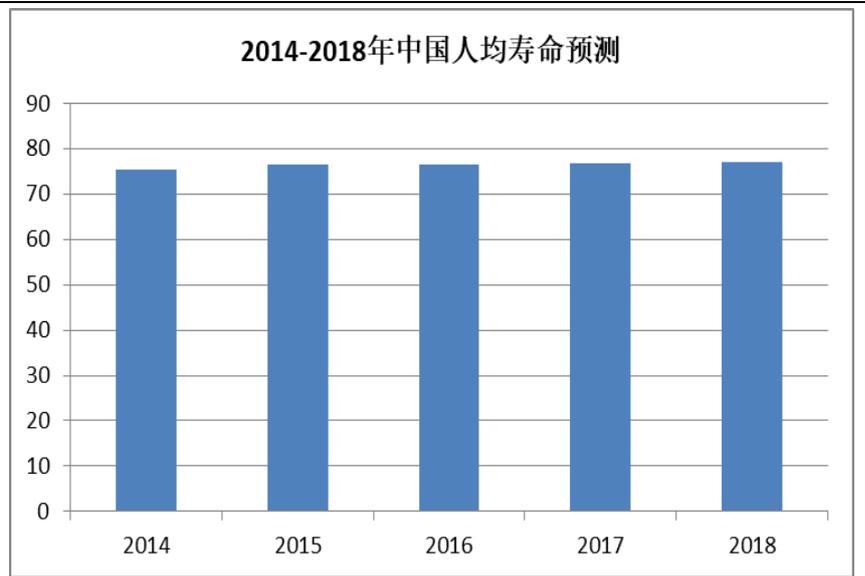
数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

图 11: 中国 65 岁以上人口比例呈上升趋势



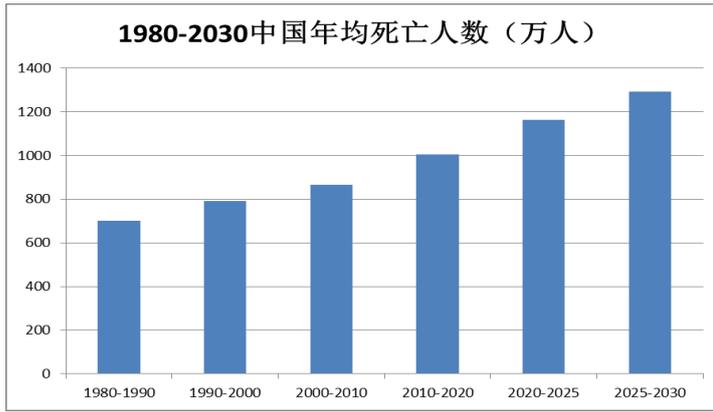
数据来源：联合国、国泰君安证券研究

图 12: 2018 年中国人均寿命预测达到 77 岁



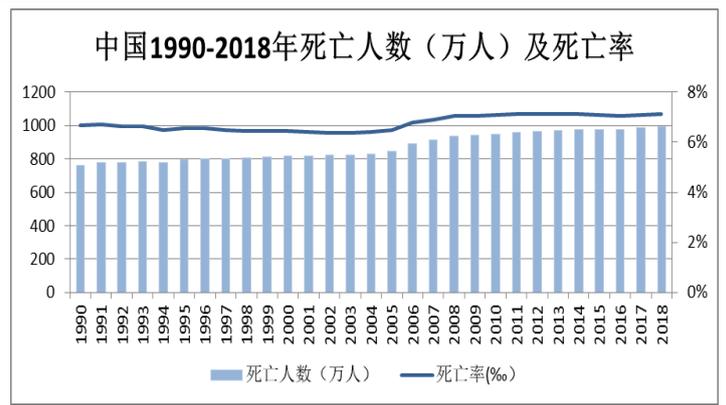
数据来源：卫健委、国泰君安证券研究

图 13: 预计 2025-2030 年均死亡人口升至 1293 万人



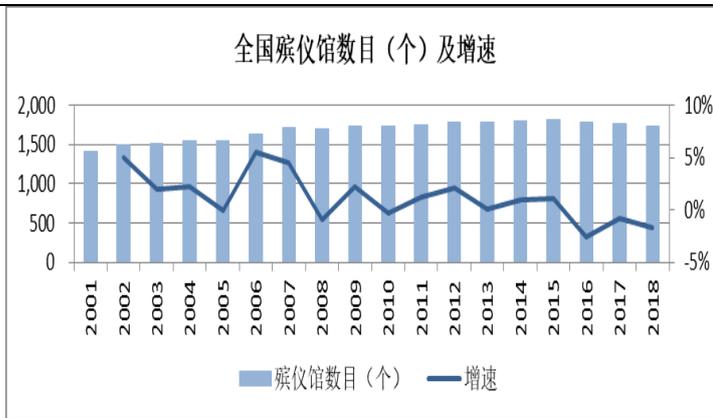
数据来源: 联合国、国泰君安证券研究

图 14: 2018 年死亡人口达 993 万人



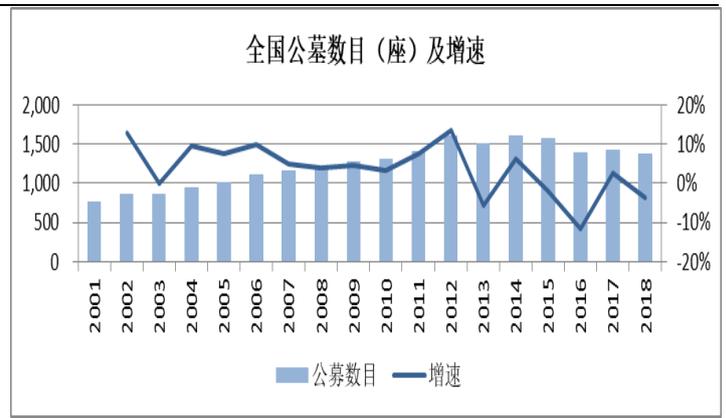
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 15: 全国殡仪馆数目近几年有减少趋势



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 16: 全国公墓数量近几年增长停滞



数据来源: wind、国泰君安证券研究

表 3: 公墓和殡仪馆供不应求

	2015	2018	CAGR
全国死亡人数 (万人)	975	993	0.61%
殡仪馆数目	1,821	1,730	-1.69%
公墓数目	1,567	1,367	-4.45%

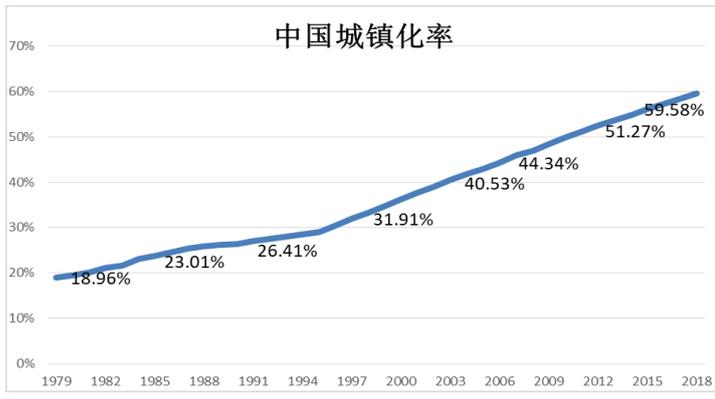
数据来源: wind、国泰君安证券研究

随着国家经济的发展,人均消费水平提高,有效支付能力提高,消费需求不断升级,艺术墓、定制墓受到更多人的青睐。

我国城镇化率由 1949 年的 10.64% 增长至 2018 年的 59.58%, 2018 年城镇居民人均每年可支配收入为 39251 元人民币, 同比增长 7.8%, 1979-2018 年复合增长率为 12.11%, 城镇居民人均每年可支配收入仍在稳步高速增长, 高收入促进高消费。

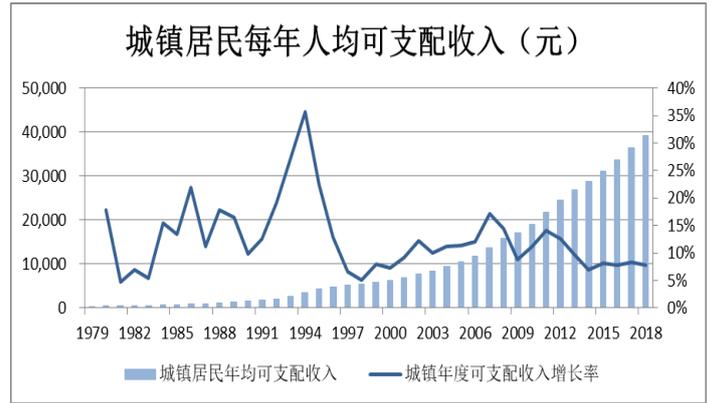
根据 Euromonitor 的数据, 2012 年中国每次火化平均消费超过 1 万元, 2008-2012 年 CAGR 为 12.6%

图 17: 城镇化不断推进, 2018 年达 59.58%



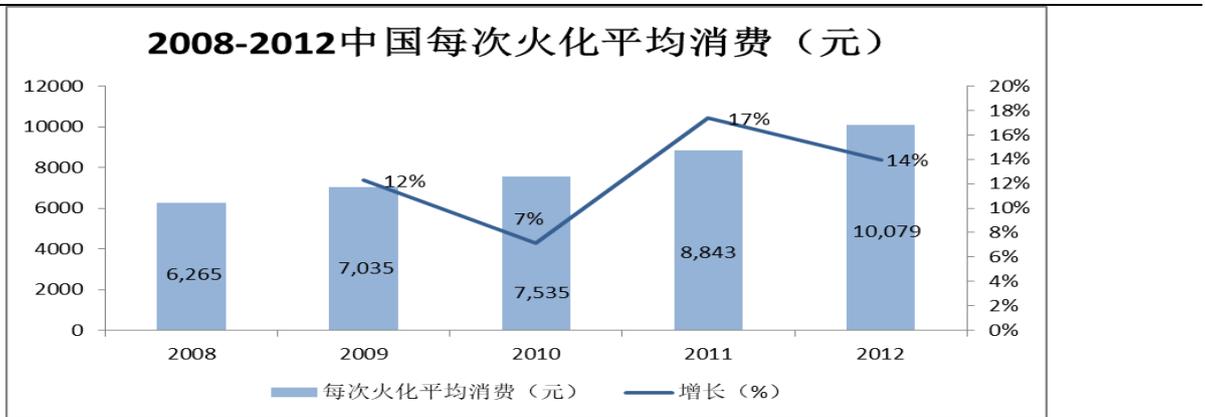
数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 18: 1979-2018 年 CAGR 为 12.11%



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 19: 中国每次火化平均消费持续增加



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

2.3. 政策支持民营企业参与

民政部在 2014 年召开的全国殡葬工作会议上已经提出全国火化率要达到或者接近 100% 的目标, 自改革开放以来, 我国火葬率稳步上升, 现在基本稳定在 50% 左右。随着城镇化的不断推进, 土地愈发稀缺, 火葬是大势所趋; 政府充分发挥惠民殡葬政策的综合社会效益, 将其与实行火葬结合起来, 殡葬规范化。

图 20: 中国火化率维持在 50%左右



数据来源: wind、国泰君安证券研究

殡葬行业中民营企业受到层层约束, 审批步骤繁杂, 建设殡仪馆、火葬场、公墓等都需要民政局或政府审批, 而且墓地不能预售, 也不可能多次买卖。殡葬行业的准入门槛对民营企业而言较高。《殡葬管理条例 (2012 修订)》中明确, 建设殡仪馆、火葬场, 需由县级民政部门提出方案, 报本级人民政府审批; 建设殡仪服务站、骨灰堂, 由县级民政部门审批; 建设公墓, 经县级民政部门审核同意后, 报省、自治区、直辖市人民政府民政部门审批。而且有部分地方政府已停止审批建立经营性公墓或者尚未有新增经营性公墓的计划。但是随着管理条例的不断修订, 未来管办分离是大的趋势, 市场经济体制下, 民营企业的竞争优势将逐渐凸显。

表 4: 各地对经营性公墓的管理和规划

地区	规划
北京	目前全市现有 34 家公墓, 至少还可以使用 50 年。为了节约土地, 北京市已停止审批建设各类经营性公墓。
上海	根据城市建设规划的要求, 上海对建立公墓实行总量控制; 上海对建立公墓实行许可制度, 未经批准, 不得建立公墓
浙江	建设公墓, 由县 (市) 民政部门进行初审, 同级发展改革、国土资源、建设、林业等部门签署意见, 县 (市) 民政部门汇集有关申办材料, 经设区的市民政部门审核后, 由设区的市民政部门报省民政部门审批
陕西	严格控制经营性公墓审批, 公墓经营许可事项发生变化时, 特别是扩大面积、迁建新址等重大事项变更, 必须报请省民政厅批准后方可执行; 经营性公墓均不能超过 1 m ² ;
河南	郑州等 18 个省辖市区 (含郊区) 公墓数量已经饱和, 不再审批新的公墓
辽宁	城市以城区为规划单位, 每 30 万人口规划建设 1 处经营性公墓。农村以县域为规划单位, 每个县原则上只批建 1 个经营性公墓, 户籍人口超过 60 万人的县可批建 2 个经营性公墓。

数据来源: 各地民政局、国泰君安证券研究

由于行业壁垒较高, 殡葬行业以国营企业为主导。但是民营企业的分散度较高, 殡葬服务方面, 前五大提供商市场占有率仅为 3.2%。像福寿园这样的全国性公司, 不断拓展新项目, 行业集中度将得到提升。

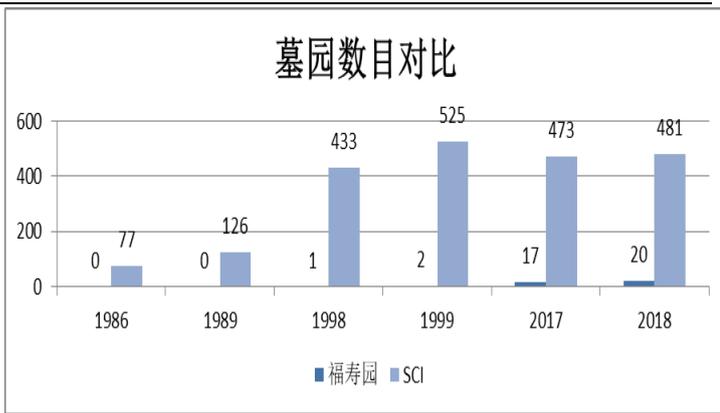
美国龙头 SCI 墓园数由 1986 的 77 座增至 2018 的 481 座, SCI 的殡仪馆由 313 个增至 1481 个,而龙头福寿园 2018 年只有 20 个墓园和 20 个殡仪馆; SCI 的雇员数 2018 年有 24082 人,而福寿园 2018 雇员数只有 2235 人。

表 5: 2012 年各部分市场份额占比

殡葬服务		墓地服务		殡仪服务	
公司名称	市场份额	公司名称	市场份额	公司名称	市场份额
福寿园	1.0%	福寿园	1.5%	广州殡仪馆	4.5%
广州殡仪馆	0.7%	上海松鹤园公墓	0.8%	上海龙华殡仪馆	4.0%
上海龙华殡仪馆	0.6%	上海海湾寝园有限公司	0.7%	上海宝兴殡仪馆	1.6%
上海松鹤园公墓	0.5%	西上海(集团)有限公司	0.5%	福寿园	1.3%
上海海湾寝园有限公司	0.4%	上海至尊园实业发展有限公司	0.5%	上海益善殡仪馆	1.1%
其他	96.8%	其他	96.0%	其他	87.5%

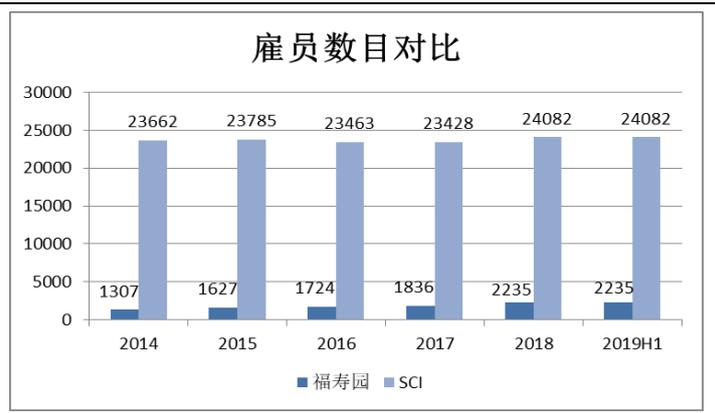
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 21: 福寿园墓园数远少于 SCI



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图 22: 福寿园雇员数不及 SCI 雇员数的十分之一



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

3. 福寿园: 定位高端市场, 持续外延扩张

3.1. 高端定位: 单价持续提升

福寿园的经营理念是“让公墓变花园”、“让告别变美丽”, 致力于为顾客提高定制化、个性化服务。

2012-2018 年销售数据中, 定制艺术墓、成品艺术墓两种高端墓型为公司创造了巨大收益。传统艺术墓近几年的占比越来越低, 绿色环保墓和室内墓等节地墓收入占比虽然较低, 但是受国家“节地殡葬”政策的趋势, 近几年也呈上升趋势。

图 23: 公司收入主要来自高端墓型的销售



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

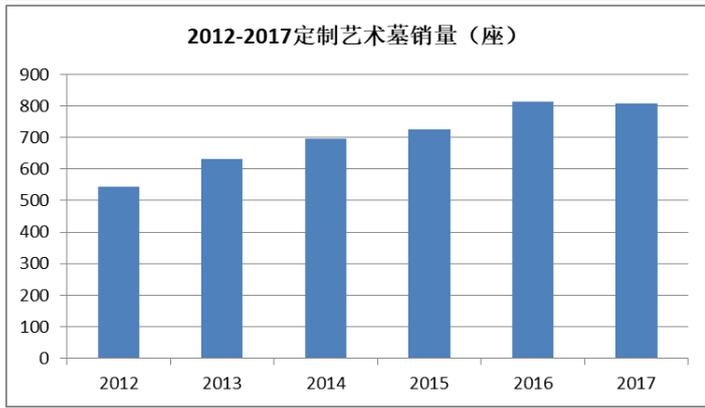
图 24: 成品艺术墓收入占比越来越高



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

定制艺术墓销售数量不多但是定价极高, 近年来均价提高更是进一步拉动了其收入, 均价由 2012 年的 26 万元涨至 2017 年的 42 万元。

图 25: 2012-2017 年定制艺术墓销量稳步增长



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 26: 2017 年定制艺术墓均价突破 42 万



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

成品艺术墓的收入占比最大且收入高速增长, 其收益的增长得益于其销售数量的增加和均价的逐年提高。

图 27: 2012-2017 年成品艺术墓销量 CAGR 为 34%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 28: 2017 年成品艺术墓均价 10 万

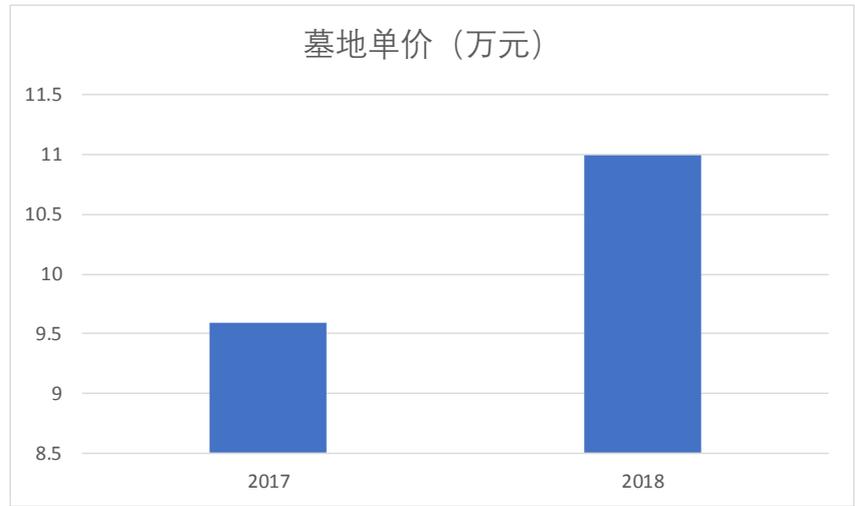


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

从近几年的均价来看, 墓地的单价在不断提升, 按可比较的范围 2018

年墓地均价为 11.00 万元，较 2017 年 9.59 万元增长 14.7%，公司意识到墓地为稀缺资源，有效的控制土地消耗，加大小型墓穴的销售数量，减少传统墓穴的销售数量，来达到提高单价的目的。

图 29: 2018 年可比较范围的墓地均价达 11 万元/个

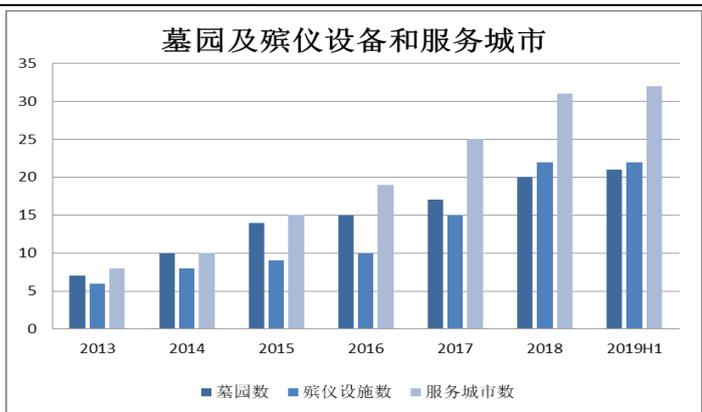


数据来源: wind、国泰君安证券研究

3.2. 大展宏图: 外延扩张, 整合行业

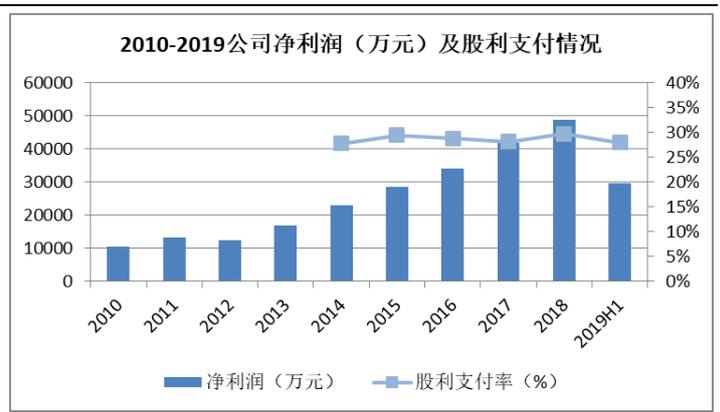
公司上市初只有 6 座墓园, 5 座殡仪馆, 覆盖 8 座城市。2018 年末, 公司在手未售墓地总面积 220 万平米, 截止 2019 年年中, 已有 21 座墓园, 22 座殡仪馆, 覆盖了 30 座城市, 各地区土地储备充足。预计在未来几年, 上海地区将继续为福寿园创造巨大收益, 山东、辽宁和河南地区发展潜力巨大, 有望为福寿园创造出更大的收益。

图 30: 公司规模稳步增大



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 31: 2013-2019 公司分红合计 5.9 亿元



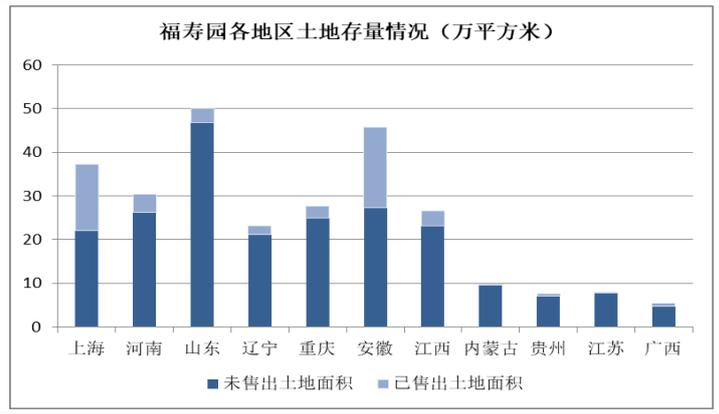
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 32: 福寿园产业地图



数据来源: 公司官网、国泰君安证券研究

图 33: 福寿园各地区土地储备充足



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司在上市之后并购合作的步伐加快, 收购了白塔园、观陵山艺术园林公墓、万寿山陵园、龙抚山陵园等; 与安徽宣城、贵州遵义、辽宁沈阳、杭州萧山等多地的政府订立战略合作协议; 以及与安徽淮北市陵园签署投资合作协议。2015 年开始, 公司积极实践政府和资本合作 (PPP) 模式, 多次尝试“建设-经营-移交” (BOT) 模式的政府和私人合作建设殡仪馆和开发墓园。

表 6: 重大的收购项目

上市前						
时间	省份	城市	标的名称	股权比例	面积	土地价格 (元/平)
1994	上海	上海	上海福寿园	100%	700 亩	190
2001.12	山东		山东福寿园	50%	900 亩	142 (2012 年)
2002.2	安徽	合肥	大蜀山福寿园	60%	400 亩	50
2007.1	上海	上海	海港福寿园	40%	200 亩	562
2008.2	河南		河南福寿园	100%	400 亩	44
2012.5	辽宁	锦州	帽山安陵	100%	200 亩	约 350
上市后						
时间	省份	城市	标的名称	股权比例	作价/亿	利润或备注
2014.8	安徽	淮北	方山福寿园	49%		与政府合作设立, 政府持股 51%, 200 亩土地
2014.8	辽宁	铁岭	观陵山艺术陵园	70%	2.8	0.24
2014.11	重庆	永川	白塔园	60%	1.1	标的有 30 万平土地, 以及民政局颁发的牌照, 该区唯一的墓园
2014.12	山东	枣庄	山亭興泰	100%	0.6	标的有 6.4 万平土地, 有 20 万平土地在申请, 销售加工殡葬品
2014.12	江西	婺源	万寿山陵园	75%	0.4	标的有 16 万平土地, 该县唯一的墓地、火葬、殡仪服务牌照
2015.5	河南	安阳	五龙	80%	0.42	标的有 6.5 万平土地, 已经获得河南民政厅给的公墓经营许可证
2015.6	江苏	大丰				与当地政府殡仪馆合作, BOT 模式

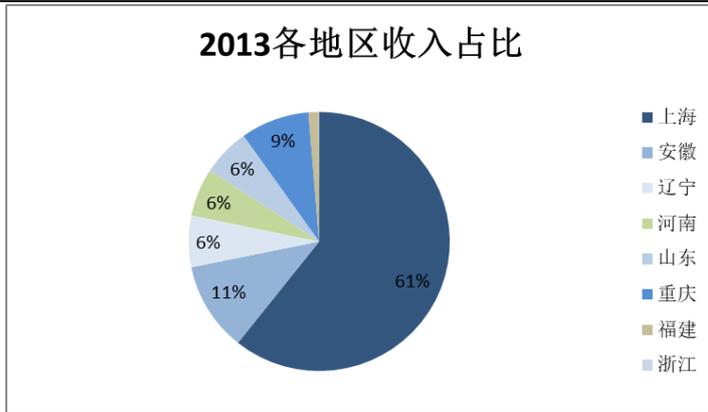
2015.10	江苏	常州	栖凤山	80%	1.84	标的有 33 万平米土地, 获得销售墓地、石材, 殡仪产品服务的许可
2015.12	江西	南昌	梅岭世纪园	51%		与政府合作新建, 当地政府占 49% 股份
2016.1	山东	泰安	邱家店墓园			与政府达成合作, 同时与当地政府以 BOT 模式合作殡仪馆
2016.2	重庆	璧山				与当地政府达成合作, 建设一个新的殡仪馆, 同时投资建设福寿园人文纪念公园
2016.9	安徽	宣城				与安徽省宣城市民政局订立关于马山生态陵园的投资项目协议。
2016.9	河南	洛阳	仙鹤纪念陵园	80%	0.57	标的有 19 万平土地, 墓地区面积是其中 1/3
2017.4	广西	防城港	华祖园	60%	0.45	持有广西华祖园 60% 的股权。防城港市唯一一家从事殡葬服务业的公司
2017.4	江苏	高邮				江苏省高邮市殡仪馆订立关于 BOT 项目的框架协议, 2019 年 8 月建成, 年末运营
2017.7	福建	宁德				成立宁德市怀祥礼仪服务有限公司, 以提供殡仪服务
2017.10	安徽	庐江				成立庐江福寿园殡葬礼仪服务有限公司
2017.10	安徽	淮北				淮北福寿园礼仪服务有限公司
2018.2	辽宁	沈阳	观陵山艺术陵园	20%	1.2	
2018.5	辽宁	朝阳	龙山公墓	100%	0.286	在当地提供墓园服务
2018.5	内蒙古	呼和浩特	安佑陵园	100%	1.08	主要在呼市提供墓园服务, 目前取得了第一阶段的 60% 股权
2018.5	贵州	遵义	天圆山	80%	0.72	拥有当地政府 BOT 模式殡仪及墓地服务唯一许可, 40 年期限, 180 亩地
2018.6	江西	婺源	万寿山陵园	25%	0.045	标的有 16 万平土地, 该县唯一的墓地、火葬、殡仪服务牌照
2018.6	浙江	杭州				获得杭州市萧山区一政府殡仪馆十年殡葬服务的经营权
2018.7	江西	南昌	洪福人文纪念公园			与政府合作, 2018.7 开工, 预计 2018 年末基本建成
2018.12	湖北	天门	天圣公墓			在谈
2018.12	山东	德州				与政府合作, 尚在商谈
2018.12	广西	钦州	华祖园	60%		在建, 2018 年 12 月开工, 有 40 亩为公益性, 300 亩地
2019.3	甘肃	兰州	福寿人文园	95%	1	标的有 1000 亩殡葬用地
2019.3	辽宁	沈阳	龙抚山陵园			标的有 800 亩殡葬用地, 含部分公益性

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司的区域收入结构更加均衡, 非上海地区占比从 34% 提升至 47%, 辽

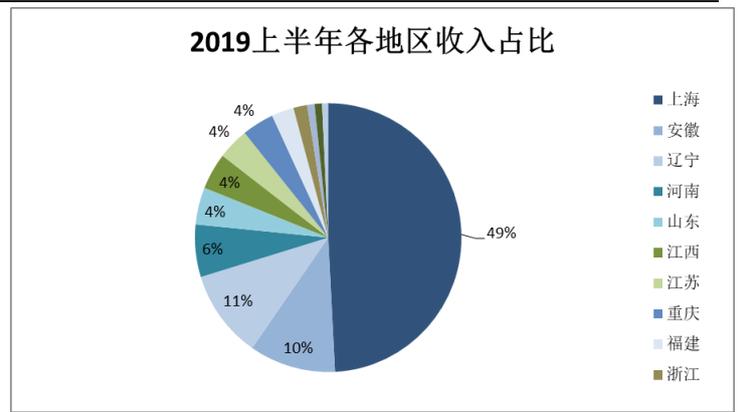
宁、安徽、湖南、江西等地区的收入占比越来越大。

图 34: 2013 年上海地区收入占比高达 61%



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

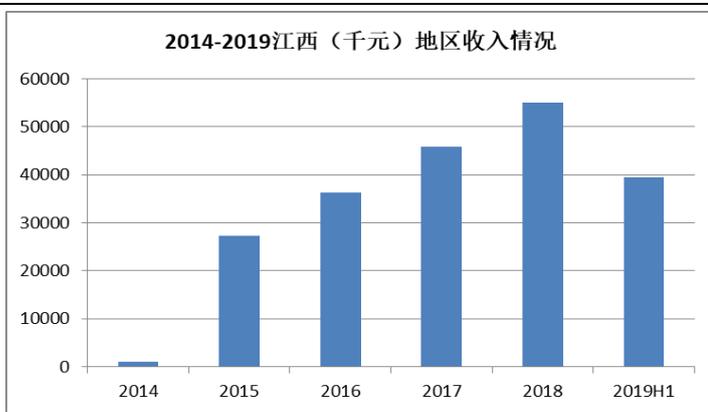
图 35: 2019H1 各地区收入较之前更为平衡



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

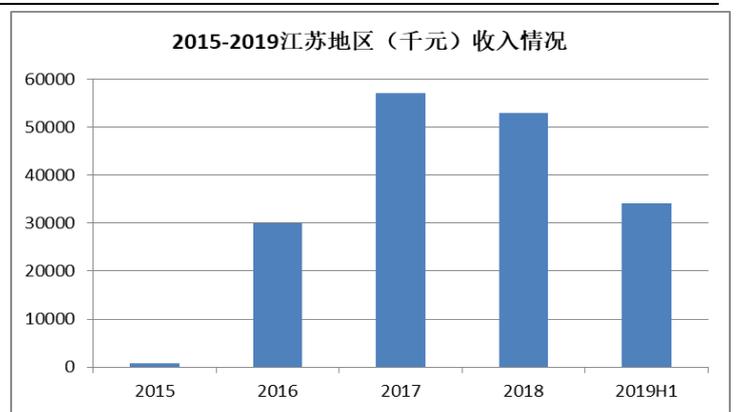
江西和江苏虽然收入占比不高，但是其受益于公司的收购合作项目，收入复合增长率极高，2015 年福寿园在江西收购了万寿山陵园，同年江西地区收入增加了 2634 万元，同比增长 2645%；2015 年下半年福寿园在江苏以 BOT 形式与政府合作建殡仪馆，并收购了栖凤山墓园，2016 年江苏地区收入增加了 2916 万元，同比增长 3364%。

图 36: 2015 年江西地区因收购项目收入骤增



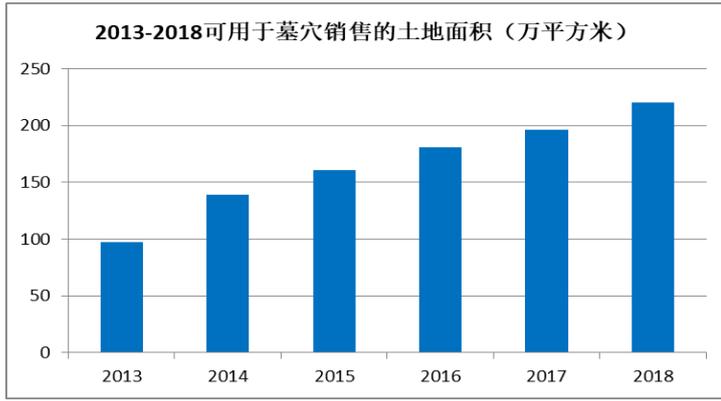
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 37: 2016 年与 2017 年江苏地区收入增加



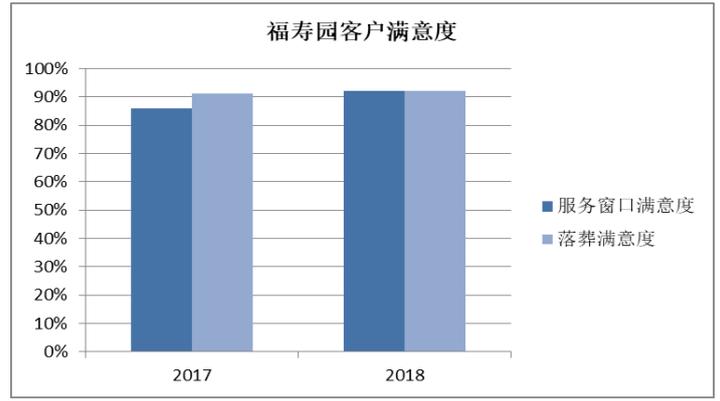
数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 38: 充足的土地储备支持公司后续发展



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 39: 福寿园客户满意度稳步提升, 维持在较高水平



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

福寿园高端定位, 质量上乘, 在各地提供优质服务, 虽然定价较高, 但是也凭借其高质量的服务和公园式的墓园赢得了不少客户的认可。从市场空间看, 我们根据公司公告公布的每个墓园的收入除以公司官网公布的主要墓地的均价得出每个墓园预计销售的公墓数量, 与当地墓园平均墓地销售数量进行比较, 得出公司大蜀山、海港福寿园和河南福寿园每年销售墓穴数量是低于当地平均水平的, 有进一步提升的空间。

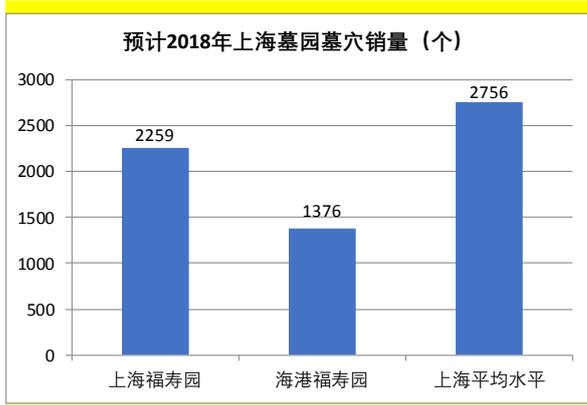
表 7: 2018 年各大墓园墓穴销售情况

名称	上海福寿园	海港福寿园	观陵山艺术陵园	合肥大蜀山文化陵园	河南福寿园
预计收入 (万)	60980	23400	12040	11940	5675
预计均价 (万)	27	17	5	8	5
预计墓穴销量 (座)	2259	1376	2408	1493	1135
当地死亡人数 (万)	12.4	12.4	1.7	3.6	5.5
预计当地公墓个数	45	45	12	16	23
当地墓园平均销量 (座)	2756	2756	1417	2250	2391

数据来源: 公司公告、各地民政局、国泰君安证券研究

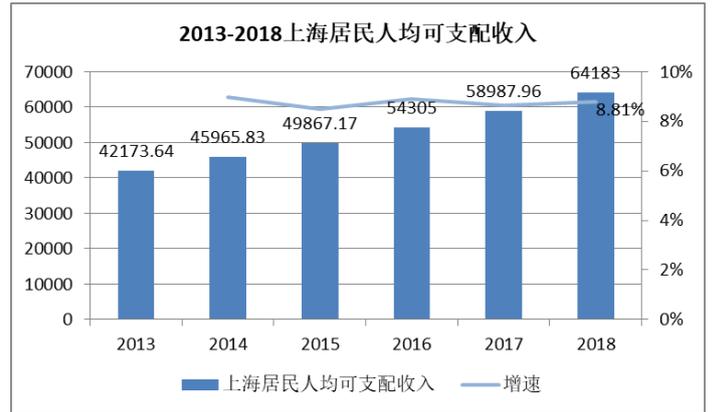
上海共有 45 个经营性公墓, 上海福寿园在上海有两个经营性公墓——上海福寿园和福寿园海港陵园, 2013 年-2018 年上海福寿园墓穴销量接近上海墓园平均销售水平, 海港福寿园销量约为上海地区平均水平的一半。2013-2018 年上海居民人均可支配收入逐年增长, 增速保持在每年 8.5% 左右, 在墓地供给有限的情况下 (上海已经超过 10 年没有新增墓园), 墓地的单价将随着人均可支配收入的增加继续增长, 从量和价的角度看, 我们认为上海地区业务有望进一步提升。

图 40: 海港福寿园墓穴销量约为平均水平的一半



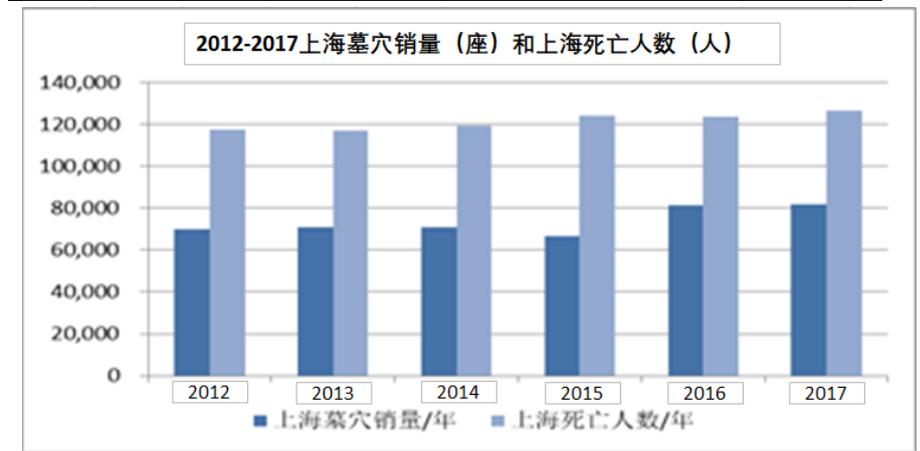
数据来源: 公司公告、上海民政局、国泰君安证券研究

图 41: 上海居民可支配收入逐年增长 (元)



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 42: 上海地区墓穴销量尚有提升空间



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

辽宁观陵山艺术陵园位于辽宁铁岭, 辽宁观陵山艺术陵园位于长白山风景区, 于2014年8月被福寿园收购, 受益于此收购项目, 福寿园2015年辽宁地区收入达到1.89亿元, 同比增长261.1%。

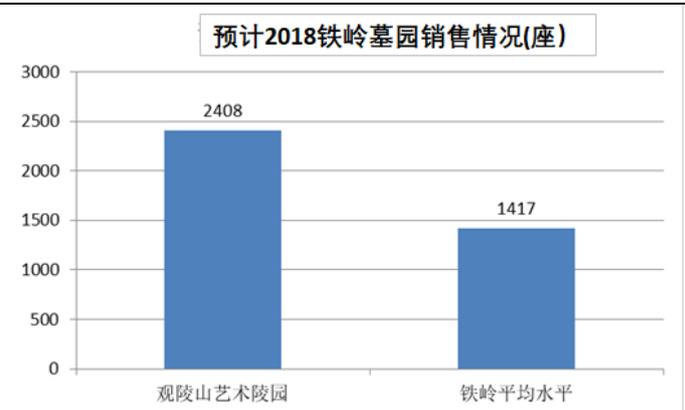
铁岭共有12个公墓, 2018年死亡人数约1.7万人, 平均每座公墓接待客户1417人。观陵山艺术园林2018年营业收入约2.34亿元, 预计年售出公墓2408座。

图 43: 2015年福寿园辽宁地区收入骤增



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 44: 观陵山艺术陵园墓穴销量高于铁岭平均水平

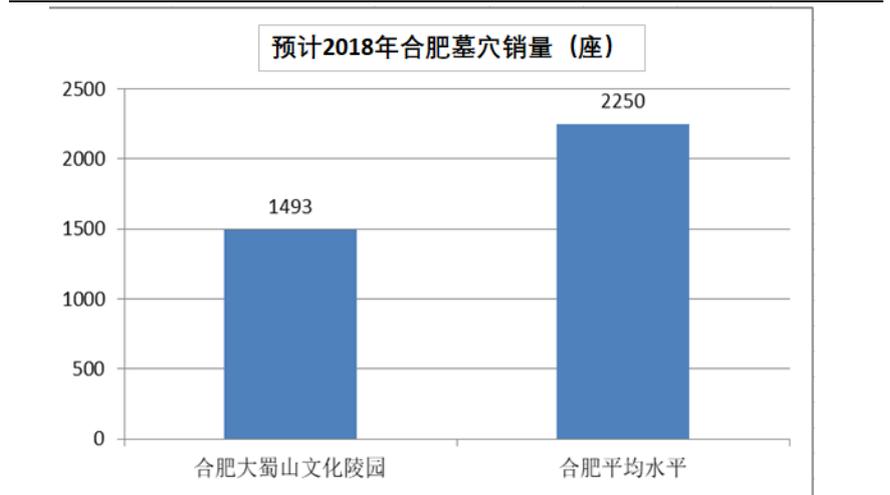


数据来源: wind、国泰君安证券研究

合肥大蜀山文化陵园位于合肥大蜀山文化景区之内。合肥市内有 8 个经营性公墓，8 个城市公益性公墓，2018 年合肥死亡人数约 3.6 万人，平均每座墓园的接待人数为 2250 人。大蜀山文化陵园 2018 年营业收入 1.19 亿元，预计售出 1493 个墓穴，与平均水平比较还有一定差距。

合肥大蜀山文化陵园在合肥大蜀山文化陵园属于高端定位，均价较高，属于中高层消费，但是其位于景区之中，风景优美，符合人们的审美追求。随着合肥的经济发展，人们消费水平提升，大蜀山文化陵园有望创造更佳的业绩

图 45: 合肥大蜀山文化陵园尚有提升空间

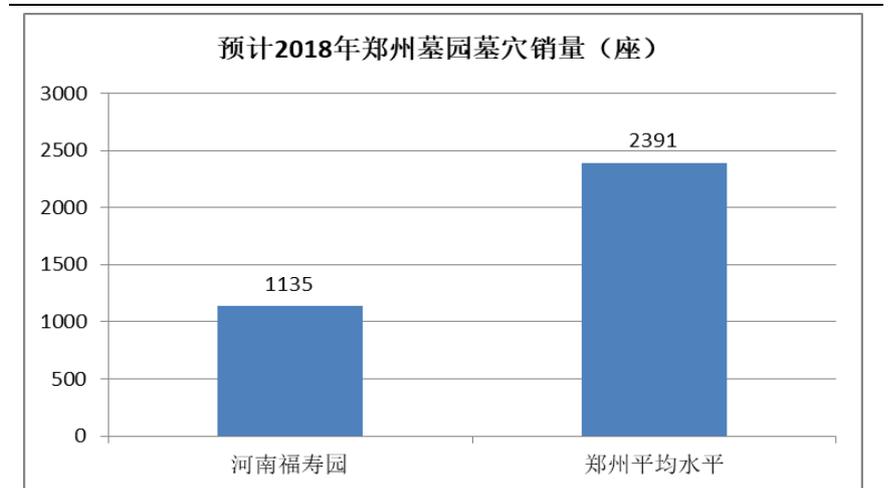


数据来源：公司公告、合肥民政局、国泰君安证券研究

河南福寿园位于占地面积超过 500 亩，绿化率达到 85% 以上，位于河南郑州，交通方便。郑州的墓地价格较高，均价 2 万-3 万，最高 50 万元，有不少违法违规的墓园。郑州合规经营性公墓有 23 个，2018 年死亡人数约 5.5 万人，平均每座公墓接待客户 2391 人。

河南福寿园预估在 2018 年收入 5675 万元，预估在 2018 年售出 1135 个墓穴，约为平均水平的二分之一。郑州为省会城市，地理位置优良，发展潜力大，有望在未来有更好的发展

图 46: 河南福寿园墓穴销量约为郑州平均水平的 1/2



数据来源：公司公告、郑州民政局、国泰君安证券研究

3.3. 新型业务：推行“生前契约”，积极响应环保政策

生前契约是当事人生前就自己或亲人去世后如何开展殡仪服务，而与殡葬服务公司订立的合约，服务包括临终关怀、遗体接送、灵堂搭建、告别仪式及法律咨询等相关一系列后续服务。其概念源自英国的遗嘱信托，20世纪初引入美国，发展为以消费者为导向的专业服务行业，现在普遍率高达90%以上。二战后日本引入“生前契约”，普遍率早已超过70%。

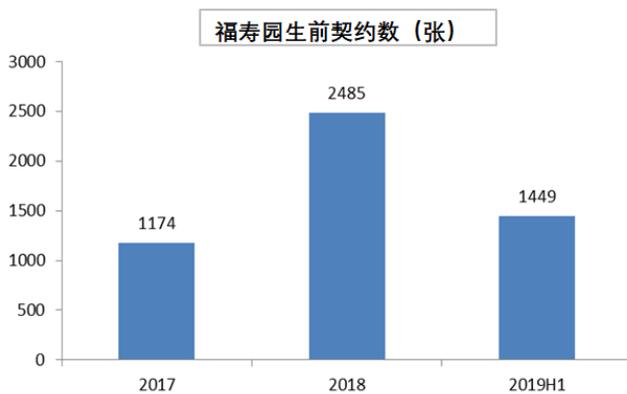
2015年福寿园开始推行“生前契约”服务，这种新式服务让客户在生前就可以提前规划好自己的身后事，以达到为子女减负的目的；2016年率先在合肥、重庆试点，当时推出后，市场反响较好；2017年集团签订1174份生前契约，按年增加超过200%，其中上海是“生前契约”销售主力，自3月启动以来，短短几个月即超过了300单；截至2019年6月30日，集团已在11个省级区域的19座城市销售生前契约服务，于本期间内共签订1449份合约，较去年同期增长60.6%，逐步成为殡仪板块的重要战略支撑。

表 8：生前契约进程

年度	进展
2016	在合肥、重庆试点
2017	在辽宁、山东、安徽、江苏、上海、浙江等地的15个城市均有销售点
2018	建立了福寿之家一站式长者关爱服务中心；并通过养老、保险等商业机构，在非殡葬场景下向客户交流推广生前契约
2019	在安徽、江苏、上海、浙江、福建、江西和重庆等地的19个城市均有销售点

数据来源：公司公告、公司官网、国泰君安证券研究

图 47：福寿园生前契约数逐年快速增长（张）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 48：“福寿之家”运作模式

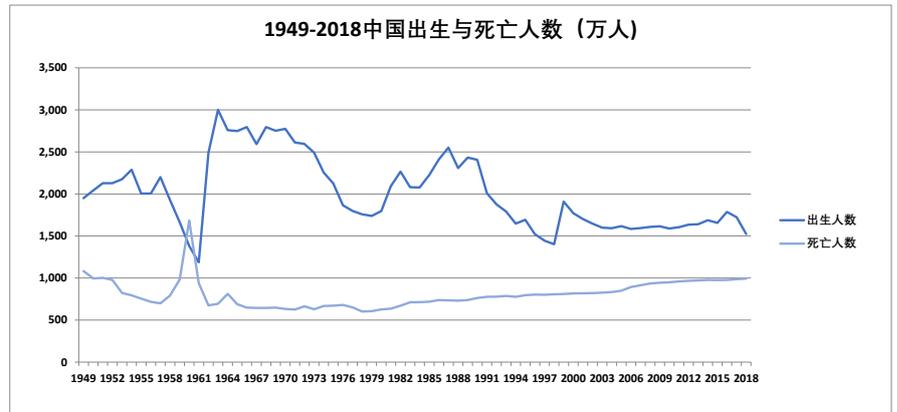


数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

福寿园的生前没有时间限制，即便契约在20年至30年后执行，各种服务仍将依据目前的约定价格，具有“保值性”。据联合国预测，2030年

中国 60 岁以上人口将达到 25.1%，届时，中国将成为人口老龄化最严重的国家之一，生前契约业务有望大大增加。

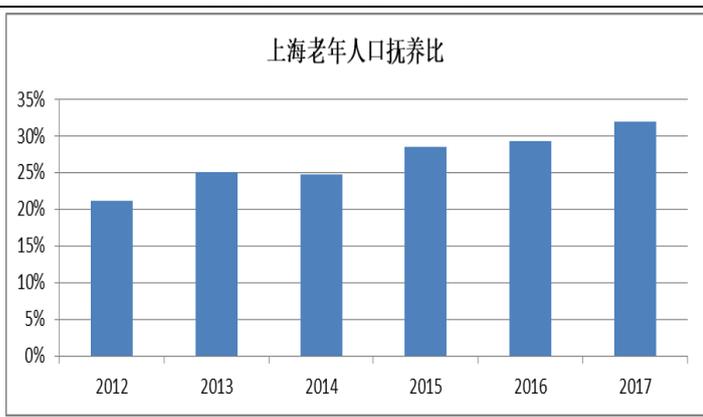
图 49：未来中国老龄化严重



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

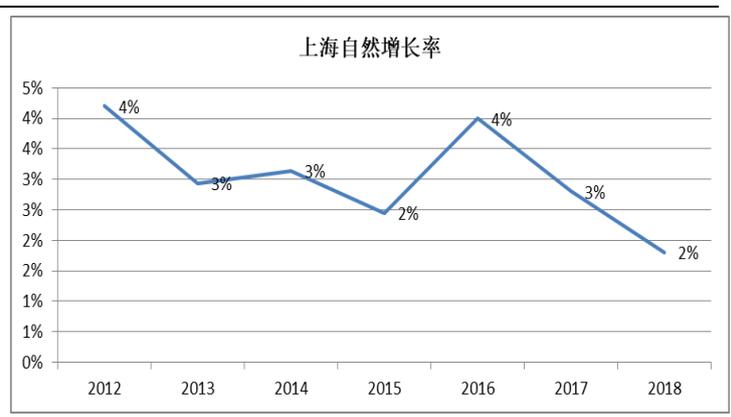
上海和北京可以作为生前契约业务发展的重点城市。上海老年人口抚养比从 2012 年的 21.18% 提高至 2017 年的 31.94%，一直处于较高水平，2012-2017 年 CAGR 为 8.56%，增长快速，2018 年上海自然增长率更是跌至 1.8%，上海老年化严重，老年人文化水平普遍较高，可作为重点发展区域。北京 2017 年老年人总抚养比 16.32%，2012-2017 年 CAGR 9.26%，2018 年北京自然增长率跌至 2.7%，老年化趋势明显，亦可作为重点区域推广生前契约业务。

图 50：2017 上海老年人口抚养比达到 32%



数据来源：wind、国泰君安证券研究

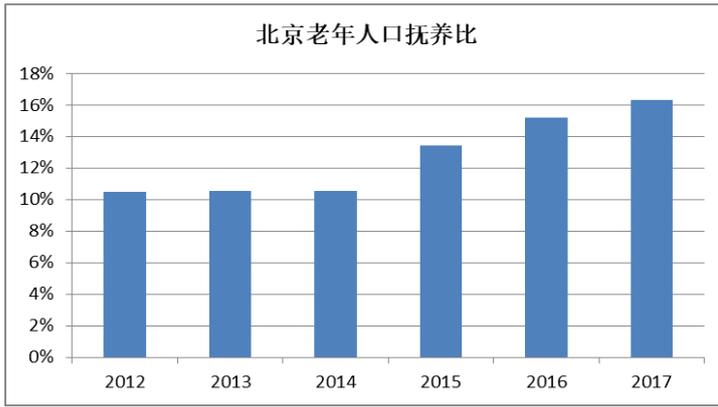
图 51：2018 上海自然增长率低至 2.7%



数据来源：wind、国泰君安证券研究

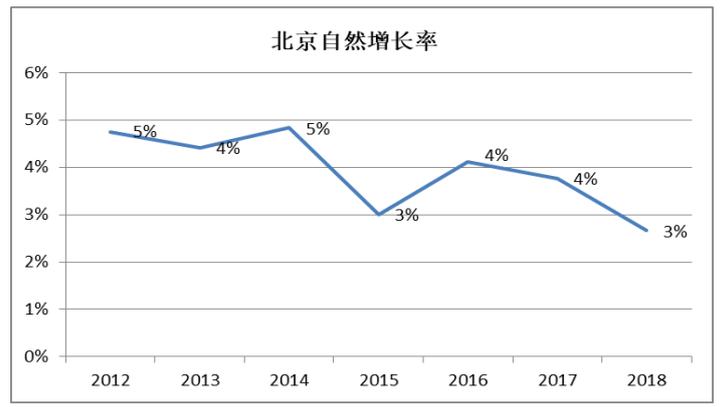
北京 2017 年老年人总抚养比 16.32%，2012-2017 年 CAGR 9.26%，2018 年北京自然增长率跌至 2.7%，老年化趋势明显，亦可作为重点区域推广生前契约业务。

图 52: 北京老年人口抚养比逐年上升



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 53: 近三年北京自然增长率逐年下降



数据来源: wind、国泰君安证券研究

在如今环保法规趋严的环境下,殡葬行业的火化设施迎来更新迭代的浪潮。公司凭借国内领先的技术水平,打造出环保火化机,切合环保的主题和趋势。

福寿园国际集团投资 1.8 亿元人民币在安徽省广德经济开发区建设福寿园环保机械制造有限公司,生产制造先进的节能环保殡葬设备。智能型环保火化机已经通过了国家权威部门的环保检测,检测结果能完全满足国家新颁发的《火葬场大气污染物排放标准》和欧盟标准。

目前新型环保火化机已在上海青浦、江西婺源、湖北武汉、山东泰安、重庆璧山、安徽宣城等地殡仪馆投入使用,并远销俄罗斯及蒙古国。

表 9: 关于环保殡葬相关法律文件

实施时间	颁布部门	文件名称	主要内容
2010. 10	中国环境保护部等	《关于加强二恶英污染防治的指导意见》	特别强调制定并执行殡葬火化行业二恶英的排放标注和监控规范,加快淘汰不达标的焚烧设施;大大提高了火化机的环保标准,推动了行业设备的更新换代
2015. 7	中国环境保护部	《火葬场大气污染物排放标准》	规定了火葬场区域内遗体处理、遗物祭品焚烧过程中所产生的大气污染物排放限值(烟尘每立方米 30mg,二噁英 0.5 个单位)、监测和监控要求
2018. 1	民政部等 16 部门	《关于进一步推动殡葬改革促进殡葬事业发展的指导意见》	到 2020 年,实现火葬区殡仪馆县级行政区域全覆盖并达到国家环境保护标准要求

数据来源: 民政部、国泰君安证券研究

从需求上讲,我国鼓励支持火化,曾提出力争在 2020 年基本达到 100% 的火化率,加上城镇化的推进和土地稀缺,火化已是大势所趋,火化机的需求量会越来越大。

外国火化机最贵每台可达 1,000 万元人民币,普通的亦要 300 至 400 万元,而公司旗下的火化机每台售价 200 万元,拥有价格优势。市场预计,目前市面上存量火化机约 7000 台,且大多数不符合国家标准。而福寿园目前是国内唯一达到国家环保标准、超过欧盟标准的火化机生产商,同时价格上对比海外品牌具备较大优势,我们认为火化机业务的占比和贡献将进一步提高。

图 54: 福寿园生态文明发展战略



4. 投资建议

我们预计 2019-2021 年公司收入增速分别为 17.02%、13.92% 和 10.20%，2022-2028 年总收入增速为 10%，永续收入增速为 5%。行业 Beta 为 1.4，无风险利率为 3.22%，计算得资产贴现率为 11.31%，计算每股价值为 8.93 元，按 0.90 元/港元计算每股价值为 9.92 港元。

表 10: DCF 估值模型

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	永续阶段	合计
FCFF	715.01	774.64	869.45	953.36	1,024.44	1,134.81	1,247.62	1,366.17	1,502.88	1,650.94	38,226.34	49,465.67
PV(FCFF)	652.77	645.65	661.59	662.29	649.72	657.07	659.51	659.31	662.15	664.06	15,375.94	21,950.06

数据来源：国泰君安证券研究

我们预计福寿园公司 2019-2021 年营业收入分别为 19.32 亿元、22.01 亿元和 24.26 亿元，归母净利润分别为 5.69 亿元、6.46 亿元和 7.11 亿元。对应 EPS 为 0.25、0.29 和 0.32 元/股，给与 2019 年 PE 30X，对应价格为 7.5 元人民币/8.33 港元。综上，我们取两者平均价格 8.22 元/9.13 港元为目标价，首次覆盖给与“增持”评级。

5. 风险提示

殡葬行业政策风险。 殡葬管理条例一直在修订的过程中，最终搞有可能会对公司的经营产生重大影响。

宏观经济周期下行风险。 由于公司的目标客户为中高收入群体，如果宏观经济下行，客户有控制殡葬支出的风险。

外延并购不达预期的风险。 由于新批墓地较为有限，公司一般采取兼并收购来扩大公司的经营范围，在兼并收购过程中可能会遇到收购过程困难的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路669号博华广场20层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街甲9号金融街中心南楼18层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		