

审慎增持 (维持)

01448.HK 福寿园

港股通 (深)

目标价: 8.70 港元

现价: 7.17 港元

管办分离带来机遇, 新拓展项目开始贡献业绩

2019 年 03 月 25 日

预期升幅: 21%

主要财务指标

市场数据

日期	2018.03.22
收盘价(港元)	7.17
总股本(亿股)	22.28
总市值(亿港元)	159.75
净资产(亿元)	35.12
总资产(亿元)	52.38
每股净资产(元)	1.58

数据来源: Wind

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(千元)	1,651,299	2,000,299	2,416,527	2,845,764
同比增长(%)	11.8	21.1	20.8	17.8
净利润(千元)	488,364	593,250	717,839	848,870
同比增长(%)	17.0	21.5	21.0	18.3
经营利润率(%)	43.8	44.2	44.7	45.3
净利润率(%)	29.6	29.7	29.7	29.8
净资产收益率(%)	13.9	15.2	16.3	17.1
每股收益(分)	22.2	27.0	32.7	38.6
每股股息(港仙)	7.44	10.36	12.54	14.83

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **管办分离带来机遇, 新拓展项目开始贡献业绩:** 福寿园在 2018 年前低后高, 结构调整初见成效, 下半年增速恢复。展望 2019 年, 公司在 2018 年的外延并购的项目将开始并表有业绩贡献, 殡仪服务也将取得更高的业绩增速。此前, 市场担心政策对公司的影响, 我们认为新的政策将使市场运行更规范更法治, 更有利于上市公司在市场竞争中获得公平的机会。“管办分离”是大势所趋, 将会给龙头公司带来更大的发展机遇。我们预计公司 2019/2020 年营业收入分别为 20 和 24.2 亿元, 分别同比增长 21.1%和 20.8%, 归属上市公司净利润分别为 5.9 和 7.2 亿元, 分别同比增长 21.5%和 21.0%, 我们维持公司的目标价 8.70 港元, 相当于 2019/2020 年 28/23 倍 PE, 较当前股价有 21%的上升空间, 维持“审慎增持”评级。
- **归母净利润同比增长 17%, 业绩符合预期:** 2018 年全年公司营业收入 16.5 亿元人民币(下同), 同比增长 11.8%, 增速较中期有所恢复, 下半年营业收入同比增速达到 21.9%; 经营利润为 7.23 亿元, 同比增长 12.7%, 经营利润率达到 43.8%, 比去年同期微升 0.4 个百分点; 归属上市公司股东净利润为 4.88 亿元, 同比增长 17%, 净利率达到 29.6%, 比去年同期提升 1.3 个百分点; 公司末期每股派息 3.72 港仙, 加上中期每股 3.72 港仙派息, 全年派息达到 7.44 港仙, 公司保持稳定的派息回报。
- **分部业务营收结构优化:** 分部业务中, 墓园板块收入达到 14.3 亿元, 同比增长 9.8%, 公司经营的墓园数量达到 20 个, 公司继续优化销售渠道, 自营占比由上年的 81%提升至 91%; 2018 年度消耗的面积达到 3.5 万平米, 公司总计可售面积超过 220 万平米, 储备充足。殡仪服务收入达到 1.98 亿元, 同比增长 25.2%。其他服务收入为 4.3 亿元, 同比增长 15.3%。三项分部业务的营收占比分别为 86.4%、12%和 1.6% (上年同期为 88%、10.7%和 1.3%), 结构得到优化。

风险提示: 行业监管风险; 行业竞争激烈; 收购不达预期; 新收购项目整合不及预期。

相关报告

《产品和服务结构优化, 多业务协同发展》20180828

《扩大全国业务版图, 新业务取得突破》20180326

《中期业绩好于预期, 盈利能力提升》20170814

《经营状况改善超预期, 长期投资价值凸显》20170320

《经营状况良好, 核心竞争力明显》20161221

《中期业绩略低于预期, 不改长期向好发展趋势》20160815

海外市场研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

联系人:

严宁馨

yanningxin@xyzq.com.cn

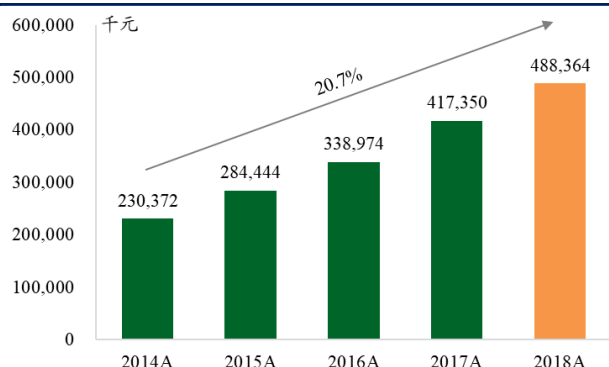
SAC: S0190118100175



报告正文

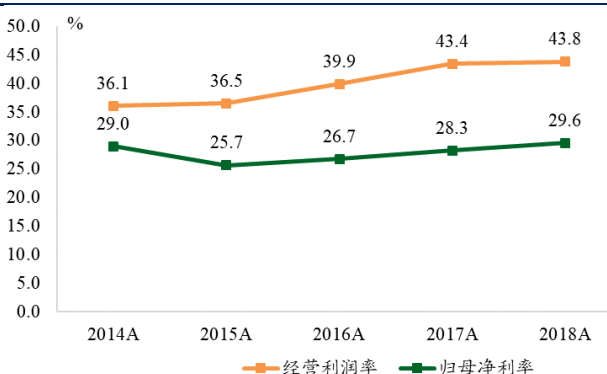
- **归母净利润同比增长 17%，业绩符合预期：**2018 年全年公司营业收入 16.5 亿元人民币（下同），同比增长 11.8%，增速较中期有所恢复，下半年营业收入同比增速达到 21.9%；经营利润为 7.23 亿元，同比增长 12.7%，经营利润率达到 43.8%，比去年同期微升 0.4 个百分点；归属上市公司股东净利润为 4.88 亿元，同比增长 17%，净利率达到 29.6%，比去年同期提升 1.3 个百分点；公司末期每股派息 3.72 港仙，加上中期每股 3.72 港仙派息，全年派息达到 7.44 港仙，公司保持稳定的派息回报。

图 1、归母净利润稳健增长



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

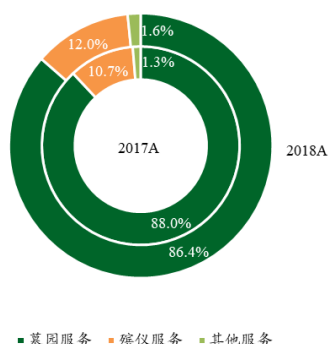
图 2、利润率改善



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

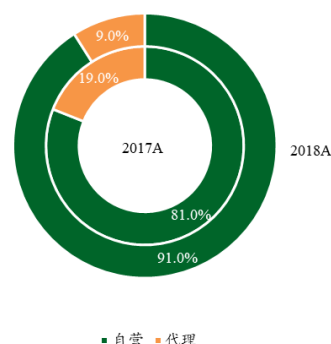
- **分部业务营收结构优化：**分部业务中，墓园板块收入达到 14.3 亿元，同比增长 9.8%，公司经营的墓园数量达到 20 个，公司继续优化销售渠道，自营占比由上年的 81%提升至 91%；2018 年度消耗的面积达到 3.5 万平米，公司总计可售面积超过 220 万平米，储备充足。殡仪服务收入达到 1.98 亿元，同比增长 25.2%。其他服务收入为 4.3 亿元，同比增长 15.3%。三项分部业务的营收占比分别为 86.4%、12%和 1.6%（上年同期为 88%、10.7%和 1.3%），结构得到优化。

图 3、分部收入结构



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、销售渠道采用更多自营



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **城市布局覆盖更多城市：**公司自上市以来，不断的进行外延扩张，公司的收并购和整合的经验丰富，2018 年完成了三笔新的并购，并增持了辽宁观陵山项目和江西婺源项目股权比例。目前已经进入 15 个省市 30 多个城市，共运营 20 个墓园及 22 个殡仪设施。公司的产品结构比较稳定，同时公司加强了小型及节地环保产品的销售，主流产品仍然为成品艺术墓、定制艺术墓以及传统成品墓，占比达到 82.5%（去年同期为 83.2%）。从省份和城市贡献来看，上海仍然是公司的主要盈利来源，营收占比达到 53.1%，另外，辽宁、安徽

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

以及河南营收占比分别达到 10.8%、9.7%和 6%。

图 5、营收的产品结构

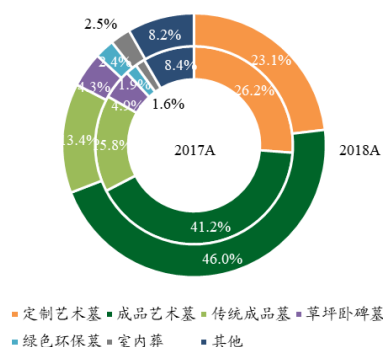
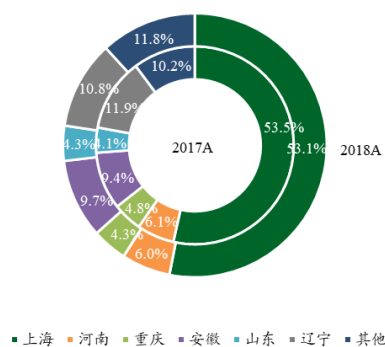


图 6、公司营收按城市划分



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **外延拓展全面开花：**公司的外延拓展全面开花，1) 通过并购，获取了辽宁省朝阳县、贵州、内蒙古及湖北天门市的 4 个墓园项目；2) 增持了辽宁观陵山项目和江西婺源项目股权分别指 90%和 100%；3) 新建项目中重庆璧山项目的墓园和殡仪馆、安徽宣城项目的殡仪馆于 2018 年已经投入运营；4) 公司加大了殡仪服务的布局，通过 BOT 等模式获取了多个殡仪馆的项目，将成为公司未来业绩增长的额外动力；5) 火化机业务经过多年的准备，2018 年分别中标武汉国营殡仪馆及江西上饶殡仪馆，为全国范围内推广销售打下基础；6) 生前契约进展良好，签约 2485 份，公司将联合国际及国内保险公司共同探讨更成熟可行的模式。

表 1、福寿园 2018 年外延拓展项目

时间	外延拓展项目
2018 年 2 月	公司增持 20%辽宁观陵山项目至 90%
2018 年 3 月	浙江省杭州市萧山区一家政府殡仪馆 10 年经营权
2018 年 5 月	辽宁省朝阳县龙山公墓 100%股权
2018 年 5 月	贵州天圆山 80%股权
2018 年 5 月	内蒙古和林格尔县安佑陵园 100%股权
2018 年 8 月	增持江西省婺源县万寿山陵园 25%股权达到 100%控股
2018 年 7 月	收购吉林省长春市一墓园 10%股权
2018 年 7 月	江西省铅山县建设一座殡仪馆并以 BOT 模式运营 30 年
2018 年 10 月	以 BOT 模式获取阜阳市临泉县建设一座殡仪馆并运营 30 年的权利
2018 年 12 月	收购湖北省天门市天仙墓园 80%股权

数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **管办分离带来机遇，新拓展项目开始贡献业绩：**福寿园在 2018 年前低后高，结构调整初见成效，下半年增速恢复。展望 2019 年，公司在 2018 年的外延并购的项目将开始并表有业绩贡献，殡仪服务也将取得更高的业绩增速。此前，市场担心政策对公司的影响，我们认为新的政策将使市场运行更规范更法治，更有利于上市公司在市场竞争中获得公平的机会。“管办分离”是大势所趋，将会给龙头公司带来更大的发展机遇。我们预计公司 2019/2020 年营业收入分别为 20 和 24.2 亿元，分别同比增长 21.1%和 20.8%，归属上市公司净利润分别为 5.9 和 7.2 亿元，分别同比增长 21.5%和 21.0%，我们维持公司的目标价 8.70 港元，相当于 2019/2020 年 28/23 倍 PE，较当前股价有 21%的上升空间，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**行业监管风险；行业竞争激烈；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	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,618,876	2,765,673	3,200,547	3,771,548
货币资金	1,493,651	1,607,788	1,940,145	2,407,734
应收账款	51,504	54,803	66,206	77,966
存货	448,003	477,364	568,477	660,130
非流动资产	2,618,828	3,009,024	3,379,324	3,730,793
物业、厂房及设备	545,000	595,950	642,315	684,506
无形资产	21,643	24,602	27,384	29,959
墓园物业	1,415,849	1,752,136	2,073,290	2,379,992
商誉	428,021	428,021	428,021	428,021
其他非流动资产	126,668	126,668	126,668	126,668
递延税项资产	45,377	45,377	45,377	45,377
资产总计	5,237,704	5,774,697	6,579,871	7,502,341
流动负债	715,615	635,482	712,790	790,109
短期借款	75,000	55,597	55,597	55,597
应付账款	434,296	381,891	454,782	528,104
递延收入	35,442	27,117	31,534	35,532
应付税项	143,927	143,927	143,927	143,927
非流动负债	471,206	533,155	589,251	640,010
长期借款	60,829	80,232	80,232	80,232
递延收入	301,801	344,347	400,443	451,201
递延所得税负债	94,802	94,802	94,802	94,802
负债合计	1,186,821	1,168,636	1,302,041	1,430,119
股本	134,920	134,920	134,920	134,920
储备	3,377,511	3,774,989	4,255,941	4,824,684
少数股东权益	538,452	696,151	886,969	1,112,618
股东权益合计	4,050,883	4,606,060	5,277,830	6,072,222
负债及权益合计	5,237,704	5,774,697	6,579,871	7,502,341

现金流量表

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	774,773	938,687	1,135,821	1,343,149
折旧和摊销	98,433	113,804	133,699	152,531
其他	0	0	0	0
财务费用	(42,433)	(41,329)	(48,026)	(60,025)
所得税开支	(159,140)	(187,737)	(227,164)	(268,630)
营运资金的变动	48,908	(50,844)	30,888	24,665
经营活动产生现金流量	769,316	772,581	1,025,218	1,191,691
投资活动产生现金流量	(1,120,260)	(457,478)	(450,781)	(438,782)
融资活动产生现金流量	(92,331)	(200,966)	(242,080)	(285,320)
现金净变动	(443,275)	114,137	332,357	467,589
现金的期初余额	1,936,926	1,493,651	1,607,788	1,940,145
现金的期末余额	1,493,651	1,607,788	1,940,145	2,407,734

利润表

单位:千元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,651,299	2,000,299	2,416,527	2,845,764
员工成本	401,192	484,072	584,800	688,675
工程成本	70,137	84,013	101,494	119,522
材料和物资消耗	117,113	140,021	169,157	199,203
营销及销售成本	55,002	66,010	77,329	88,219
营业利润	722,894	883,708	1,080,842	1,288,170
财务费用	8,293	5,193	5,193	5,193
其他收入	60,172	60,172	60,172	60,172
税前盈利	774,773	938,687	1,135,821	1,343,149
所得税	159,140	187,737	227,164	268,630
税后盈利	615,633	750,950	908,657	1,074,520
少数股东损益	127,269	157,699	190,818	225,649
归属母公司净利润	488,364	593,250	717,839	848,870
EPS(元)	0.22	0.27	0.33	0.39

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.8	21.1	20.8	17.8
净利润增长率	17.0	21.5	21.0	18.3
盈利能力(%)				
经营利润率	43.8	44.2	44.7	45.3
净利率	29.6	29.7	29.7	29.8
ROE	13.9	15.2	16.3	17.1
偿债能力(%)				
流动比率	3.7	4.4	4.5	4.8
速动比率	3.0	3.6	3.7	3.9
营运能力(次)				
资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
每股资料(元)				
每股收益	0.2	0.3	0.3	0.4
每股净资产	1.6	1.8	2.1	2.3
估值比率(倍)				
PE	27.7	22.8	18.9	16.0
PB	3.7	3.4	3.0	2.7

分析师声明

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，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

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。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及其有其在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司和盛世大联保险代理股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

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。

特别声明

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。