

# 墓园销售阶段性低于预期，但不改长期成长前景

福寿园公布 2018 中期财年业绩：财报期公司实现营业收入 7.9 亿元，同比增 2.5%，其中墓园服务同比降 1%，殡仪服务同比增 24%，其他服务同比增 378%；经营利润同比增 5%，归母净利润同比增 15%。中报收入、利润低于我们及市场的预期，主要源于公司主动在营运层面作出的调整，涉及产品结构及销售渠道的变，带来墓园服务业务的阶段性回落。

- **墓园销售阶段性低于预期，但不改长期成长前景。**公司 2018H1 出售经营性墓地 6214 座，较去年同期降 8%，若从可比较口径（不含新收购或新建墓园）来看，同比降 15%，主要源于公司主动在运营层面作出调整，即优化渠道结构：有意识地削减代理销售比例，增加自营（包括直营和上门客）的业务贡献，上半年代理收入贡献比例已由去年的 20%降至 12%。我们认为强化自营为主的格局，将提升服务系统性，增强品牌美誉度；考虑到殡葬行业 2018-2020 年 CAGR+13%的稳定成长前景，我们预计下半年在消除短期营运调整影响后，公司的墓园销售将重归增长。
- **管办分离助推优质民营龙头企业获得超越行业增长，福寿园将通过兼并收购实现跳跃式增长。**2018 年初民政部等推行的管办分离改革，我们认为福寿园有望凭借其品牌力优先受益，公司专注于精品服务的经营理念为公司带来丰厚的品牌溢价，集中体现在：1) 持续提升的产品价格，2018H1 墓园销售均价提升 7%；2) 效率更高的兼并收购带来异地扩张，上半年首次将业务拓展至贵州省及内蒙古，至此公司业务已覆盖 30 个城市。同时，随着火葬场排放标准不断趋严，公司自主生产的环保火化机可能带来业绩惊喜。
- **多轮股权激励确保管理人与股东利益一致。**福寿园上市前购股权计划为 2 亿份，基本授出完成后在 2017 年初提出 2.1 亿份的新购股权计划，已授出购股权到期时间集中于 2019 年 3 月至 2021 年 3 月间。

## 财务预测与投资建议

- **维持买入评级。**我们下修之前的盈利预测，公司 2018-2020 年摊薄 EPS 为 0.23、0.29、0.38 元（较之前分别变动-4%、-2%、0%，主要源于营运调整带来的短期业绩压力）。考虑到公司现金流相对稳定可预测性，我们采用 DCF 估值法，目标价 9.63 港元，维持买入评级。

**风险提示：**新产品市场开拓弱于预期；单店销售再次下滑；人员费用超预期。

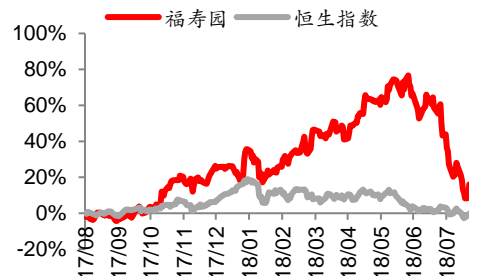
公司主要财务信息	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,268	1,477	1,653	2,113	2,665
同比增长	14.4%	16.5%	11.9%	27.8%	26.1%
营业利润（百万元）	506	641	729	957	1,232
同比增长	25.2%	26.7%	13.8%	31.1%	28.8%
持续经营净利润（百万元）	339	417	500	649	831
同比增长	19.2%	23.1%	19.8%	29.8%	28.0%
持续经营每股收益（元）	0.16	0.19	0.23	0.29	0.38
毛利率	39.9%	43.4%	44.1%	45.3%	46.2%
持续经营净利率	26.7%	28.3%	30.2%	30.7%	31.2%
净资产收益率	14.8%	15.3%	16.0%	18.3%	20.4%
市盈率（倍）	34.2	27.9	23.7	18.3	14.3
市净率（倍）	4.6	3.9	3.5	3.1	2.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，港币兑人民币汇率按 0.872。



投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2018 年 08 月 24 日)	6.17 港币				
目标价格	9.63 港币				
52 周最高价/最低价	9.58/5.03 港币				
总股本 (百万股)	2,211				
港股市值 (亿港元)	138				
国家/地区	中国				
行业	可选消费				
报告发布日期	2018 年 08 月 28 日				

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	7.3	-22.6	-27.5	16.2
相对表现 (%)	5.6	-18.7	-19.6	16.9
恒生指数 (%)	1.7	-3.9	-7.9	-0.7



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 陈舒薇  
021-63325888\*6071  
chenshuwei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517070001

**相关报告**  
福寿园首次报告——专注于打造精品服务的殡葬运营公司 2018-06-20

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
银行结余和现金	1,239	1,937	2,012	2,010	2,079	<b>营业收入</b>	<b>1,268</b>	<b>1,477</b>	<b>1,653</b>	<b>2,113</b>	<b>2,665</b>
定期存款	294	10	10	10	10	销售及服务成本	(265)	(292)	(328)	(412)	(513)
存货	372	426	479	601	748	分销开支	(218)	(251)	(276)	(346)	(431)
贸易及其他应收款项	63	47	53	68	85	行政开支	(279)	(293)	(319)	(398)	(488)
<b>流动资产合计</b>	<b>1,968</b>	<b>2,421</b>	<b>2,554</b>	<b>2,689</b>	<b>2,922</b>	<b>营业利润</b>	<b>506</b>	<b>641</b>	<b>729</b>	<b>957</b>	<b>1,232</b>
固定资产	377	479	589	740	899	EBITDA	573	716	814	1,057	1,349
待摊资产	1,119	1,262	1,377	1,536	1,710	其他收入	59	59	66	71	79
商誉	291	360	460	660	910	融资成本	(8)	(16)	(16)	(16)	(16)
受限制存款	32	39	39	39	39	<b>税前利润</b>	<b>557</b>	<b>685</b>	<b>780</b>	<b>1,012</b>	<b>1,296</b>
其他长期资产	149	102	102	102	102	所得税	(109)	(135)	(138)	(179)	(229)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,968</b>	<b>2,241</b>	<b>2,567</b>	<b>3,076</b>	<b>3,660</b>	<b>净利润</b>	<b>449</b>	<b>550</b>	<b>642</b>	<b>833</b>	<b>1,067</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,936</b>	<b>4,662</b>	<b>5,121</b>	<b>5,765</b>	<b>6,582</b>	少数股东损益	110	133	142	185	236
借款	60	61	61	61	61	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>339</b>	<b>417</b>	<b>500</b>	<b>649</b>	<b>831</b>
应付账款	288	391	439	551	686	每股基本收益 (元)	0.162	0.196	0.234	0.304	0.390
其他	133	153	153	153	153	每股稀释收益 (元)	0.157	0.193	0.227	0.295	0.377
<b>流动负债合计</b>	<b>481</b>	<b>605</b>	<b>653</b>	<b>765</b>	<b>900</b>	<b>主要财务比率</b>					
长期借款	74	53	53	53	53		<b>2016A</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
递延收入及其他	352	400	400	400	400	<b>成长能力</b>					
<b>非流动负债合计</b>	<b>426</b>	<b>453</b>	<b>453</b>	<b>453</b>	<b>453</b>	营业收入	14.4%	16.5%	11.9%	27.8%	26.1%
<b>负债合计</b>	<b>907</b>	<b>1,058</b>	<b>1,106</b>	<b>1,218</b>	<b>1,353</b>	营业利润	25.2%	26.7%	13.8%	31.1%	28.8%
股本	127	132	132	132	132	归属于母公司净利润	19.2%	23.1%	19.8%	29.8%	28.0%
储备	2,409	2,886	3,259	3,742	4,361	<b>获利能力</b>					
少数股东权益	493	586	624	674	737	营业利润率	39.9%	43.4%	44.1%	45.3%	46.2%
<b>权益合计</b>	<b>3,029</b>	<b>3,605</b>	<b>4,015</b>	<b>4,548</b>	<b>5,229</b>	净利率	26.7%	28.3%	30.2%	30.7%	31.2%
<b>负债和权益总计</b>	<b>3,936</b>	<b>4,662</b>	<b>5,121</b>	<b>5,765</b>	<b>6,582</b>	ROE	14.8%	15.3%	16.0%	18.3%	20.4%
<b>现金流量表</b>						ROIC	12.7%	13.7%	14.4%	16.7%	18.8%
单位:百万元	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>偿债能力</b>					
税前利润	557	685	780	1,012	1,296	资产负债率	4.3%	3.5%	3.2%	2.9%	2.5%
折旧摊销	67	75	85	100	117	净负债率	5.6%	4.6%	4.1%	3.6%	3.1%
利息收入	(36)	(45)	(47)	(47)	(48)	流动比率	4.09	4.00	3.91	3.52	3.25
营运资金变动	(50)	13	(10)	(25)	(30)	速动比率	3.32	3.30	3.18	2.73	2.42
支付所得税及其他	(82)	(79)	(122)	(163)	(213)	<b>营运能力</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>455</b>	<b>648</b>	<b>686</b>	<b>877</b>	<b>1,121</b>	应收账款周转天数	18	12	12	12	12
物业及设备添置支出	(47)	(112)	(310)	(410)	(450)	存货周转天数	505	525	525	525	525
其他	(293)	247	(53)	(153)	(202)	总资产周转天数	1118	1136	1115	982	889
<b>投资活动现金流</b>	<b>(341)</b>	<b>135</b>	<b>(363)</b>	<b>(563)</b>	<b>(652)</b>	<b>每股指标 (元)</b>					
借款变动	(34)	(21)	0	0	0	每股收益	0.16	0.19	0.23	0.29	0.38
已付利息	(10)	(8)	(16)	(16)	(16)	每股经营现金流	0.21	0.30	0.31	0.40	0.51
已付非控股股权股息	(70)	(97)	(104)	(135)	(173)	每股净资产	1.18	1.39	1.54	1.76	2.04
已付本公司拥有人股息	(89)	(107)	(128)	(166)	(212)	<b>估值比率</b>					
其他	49	148	0	0	0	市盈率	34.2	27.9	23.7	18.3	14.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(153)</b>	<b>(85)</b>	<b>(247)</b>	<b>(316)</b>	<b>(400)</b>	市净率	4.6	3.9	3.5	3.1	2.6
<b>现金净增加额</b>	<b>(38)</b>	<b>698</b>	<b>75</b>	<b>(2)</b>	<b>69</b>	EV/EBITDA	17.8	13.8	12.3	9.5	7.4
期末现金及其现金等价物	1,239	1,937	2,012	2,010	2,079	EV/EBIT	20.2	15.4	13.7	10.4	8.0

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本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证券研究报告。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证券研究报告之外，绝大多数证券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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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协议授权，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。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)