

福寿园 (1448.HK) / 殡葬业

中国最大的殡葬服务提供商—业务结构不断优化, 盈利能力持续向好

评级: 买入 (首次覆盖)

市场价格: 6.04 (港币)

分析师: 李俊松

执业证书编号: S0740518030001

香港执业证书编号: BEY885

电话: 010-59013900

Email: lijuns@r.qlzq.com.cn

研究助理: 高乐彬

电话: 010-59013900

Email: gaolb@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2211
流通股本(百万股)	2211
市价(港元)	6.04
市值(百万港元)	13900
流通市值(百万港元)	13900

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1267.7	1477.2	1670.1	1867.5	2098.7
增长率 yoy%	14.4%	16.5%	13.1%	11.8%	12.4%
净利润	339.0	417.4	500.2	592.1	678.5
增长率 yoy%	22.8%	22.7%	16.7%	16.9%	14.1%
每股收益 (元)	16.2	19.6	22.9	27.1	31.1
每股现金流量	0.2	0.3	0.1	0.4	0.5
净资产收益率	11.2%	11.6%	13.3%	12.7%	11.9%
P/E	27.2	32.1	23.0	19.5	17.0
PEG	1.2	1.4	1.4	1.2	1.2
P/B	3.4	4.5	3.1	2.5	2.0

备注:

投资要点

行业深度研究:

- **驱动力强劲且高度分散的行业——中国殡葬业。**我国殡葬服务行业由遗体处理、墓地服务、殡仪服务及其他产品服务四部分组成。壁垒高筑下行业格局极度分散, 2012年前五大运营商的市场份额仅占总体市场规模的3.1%。
 - **行业强增长驱动力:**
 - (1) **人口老龄化趋势明显, 65岁以上人口占比持续增加。**我们推算出2023年65岁以上人口占比约为14.41%, 共计2.05万人次。
 - (2) **随着人口老龄化的到来, 人口死亡率逐渐攀升。**我们预计到2023年, 人口死亡率将达到0.73%。
 - (3) **2020年全国100%火化率的目标指引。**鉴于目前的执行情况, 我们预测中国火化率将于2023年达到60%。
 - (4) **人均可支配收入提高叠加墓地供不应求, 殡葬费用上升趋势明显。**
 - (5) **政策驱动因素。**2018年民政部等16个部门提出“管办分离”, 在保证国家提供基础殡葬服务的同时, 为民营企业提供更广阔的利润空间。
- 由此, 我们预计到**2023年行业市场规模将达到2525亿元**, 2018-2023年市场规模的复合增长率达到12.6%。

公司研究—民营殡葬龙头福寿园:

- **公司业务概况。**福寿园于1994年开始在上海经营墓园, 是中国最大的殡葬服务企业, 目前业务覆盖14个省市及自治区, 涵盖墓地服务、殡仪服务、火化机设备、生前契约、生命教育等领域。截至2018年上半年, 公司共拥有20座建成墓园, 20间殡仪设施正在运营, 公司善于提供个性化的完整殡仪服务, 可以满足顾客多元化的需求。
- **公司广阔的提升潜力: 拓展迅速, 土地资源丰富, 业务结构优化。**
 - (1) **成功的行业整合者, 业务拓展迅速。**中国殡葬服务行业高度分散, 市场整合的机会极多, 公司具有优秀的行业整合及外延能力。一方面, 公司善于收购小型的殡葬服务商, 另一方面, 公司通过PPP等方式与政府合作, 不断实现业务外延。
 - (2) **完整产业链布局。**公司积极进军生前契约及环保型火化机业务领域, 完整的产业链布局可以产生良好的协同效应, 提升公司各业务板块的表现。
 - (3) **丰富的土地资源储备。**公司年度消耗墓地面积占总墓园可售面积的比例

极小，且每年均保持在 2.5%以下，若公司每年的墓地出售保持在 3.4 万平方米，现有可售基地面积还能支撑墓地业务发展 57 年。

(4) **业务结构持续优化，未来盈利能力提升。**公司销售渠道持续优化，自营占比不断提高，同时，公司大力推广小型墓地，以使每单位墓地资源的收益最大化。

(5) **公司发展其他驱动因素。**股权授出计划激励管理层及员工；文化教育委员会及福寿园生命教育学院为公司不断培训和储备专业人才。

■ **公司盈利预测。**得益于收并购以及 PPP 等政府合作项目的持续增加、公司墓地业务结构持续优化、殡仪及其他服务业务占比不断增加，我们预计 2018、2019 及 2020 年公司的营收将分别达到 16.7 亿元、18.7 亿元及 21.0 亿元，营收增速将分别达到 13.1%、11.8% 及 12.4%。

■ **估值分析。**我们预计公司 2018-2020 年的归属母公司净利润分别为 5 亿、5.92 亿及 6.79 亿人民币，同比增速分别为 19.9%、18.4% 及 14.6%，每股盈利分别为 0.23 元、0.27 元及 0.31 元，目前公司股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 23.4x、19.8x 及 17.3x，我们采用 DCF 估值方法，假设负债率为 20%，加权资本成本为 8.5%，永续增长率为 2%，得到参考市值 195.44 亿港元，首次覆盖，予以“买入”评级。

■ **风险提示：**外延扩张速度慢于预期；新项目整合收益不及预期；市场规模预测基于一定的假设条件，存在假设条件不及预期或市场规模测算偏差的风险。

内容目录

驱动力强劲且高度分散的行业——中国殡葬业.....	- 6 -
中国殡葬产业概览.....	- 6 -
行业的强增长确定性.....	- 7 -
市场规模预测.....	- 11 -
壁垒高筑下的极度分散的行业格局.....	- 12 -
中国殡葬业细分行业.....	- 13 -
民营殡葬龙头福寿园的 24 年.....	- 14 -
公司概览.....	- 14 -
公司业务概况.....	- 16 -
公司广阔的提升潜力：拓展迅速，土地资源丰富，业务结构优化.....	- 20 -
成功的行业整合者，业务拓展迅速.....	- 20 -
完整的产业链布局.....	- 20 -
丰富的土地资源储备.....	- 21 -
业务结构持续优化.....	- 21 -
公司发展其他驱动力.....	- 23 -
财务分析及盈利预测.....	- 24 -
公司财务分析.....	- 24 -
公司 2018 年上半年业绩分析.....	- 25 -
盈利预测.....	- 25 -
估值分析.....	- 26 -
DCF 估值分析.....	- 26 -
附录.....	- 28 -
附一：财务报表预测.....	- 28 -
附二：公司管理层背景.....	- 29 -

图表目录

图表 1：中国殡葬产业链.....	- 6 -
图表 2：2012 年四大业务板块占比（亿元）.....	- 6 -
图表 3：1949-1958 年、1961-1969 年两次婴儿潮.....	- 7 -
图表 4：65 岁以上人口占比不断增加.....	- 7 -
图表 5：老龄人口十年期占比增持续增加.....	- 8 -
图表 6：18-23 年 65 岁以上人口占比增速年均为 4%.....	- 8 -
图表 7：我国各年龄段人口死亡率.....	- 8 -
图表 8：人口死亡率预测于 2023 年达到 0.73%.....	- 9 -
图表 9：火化率目前维持在 50%.....	- 9 -
图表 10：各省市火化率目标规划.....	- 9 -

图表 11: 2011-2016 年殡仪馆数量的 CAGR 为 0.34%	- 10 -
图表 12: 2011-2016 年公墓数量的 CAGR 为-0.29%	- 10 -
图表 13: 公墓明显供不应求	- 10 -
图表 14: 北京、上海经营性公墓及殡仪馆数量	- 10 -
图表 15: 人均可支配收入持续增加	- 11 -
图表 16: 火化人数及市场规模预测	- 11 -
图表 17: 殡葬行业市场规模持续增长	- 12 -
图表 18: 殡葬管理条例 (2012 年修正本)	- 12 -
图表 19: 经营性公墓审批趋严	- 12 -
图表 20: 殡葬行业极度分散的行业格局	- 13 -
图表 21: 公司历史沿革	- 14 -
图表 22: 福寿园股权结构 (截至 2017 年 12 月 31 日)	- 15 -
图表 23: 各部分业务占比	- 16 -
图表 24: 福寿园各物业地域分布	- 17 -
图表 25: 除上海外各地区收益 (人民币千元)	- 17 -
图表 26: 各地区收益占比 (2018 年 6 月 30 日)	- 17 -
图表 27: 公司旗下墓园	- 18 -
图表 28: 各类别墓地及相关收益 (人民币千元)	- 19 -
图表 29: 各类别墓地销售数量统计 (座)	- 19 -
图表 30: 公司旗下殡仪馆	- 19 -
图表 31: 运营墓园数量	- 20 -
图表 32: 运营殡仪设施数量	- 20 -
图表 33: 可售墓园储备丰富	- 21 -
图表 34: 自营业务占比稳步提升	- 21 -
图表 35: 业务区域布局更加均衡	- 22 -
图表 36: 产品结构持续优化	- 22 -
图表 37: 公司股权激励计划	- 23 -
图表 38: 2011-2017 年公司营业收入	- 24 -
图表 39: 2011-2017 年公司净利润	- 24 -
图表 40: 2011-2017 年公司毛利率/净利率	- 24 -
图表 41: 2011-2017 年公司管理/销售费用占比	- 24 -
图表 42: 公司土地收购成本极低	- 25 -
图表 43: 营收预测	- 26 -
图表 44: 自由现金流预测	- 27 -
图表 45: DCF 估值假设	- 27 -

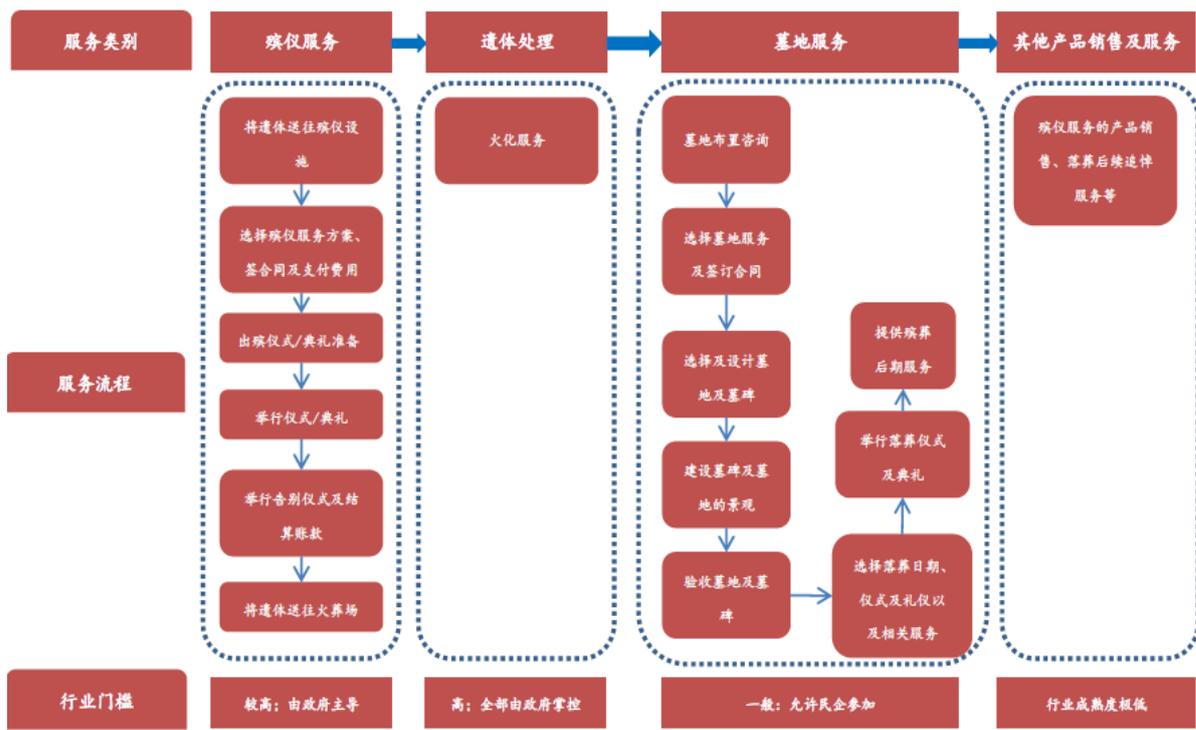
图表 46: DCF 分析	- 27 -
图表 47: 财务报表预测 (千元人民币)	- 28 -
图表 48: 公司管理层背景	- 29 -

驱动力强劲且高度分散的行业——中国殡葬业

中国殡葬产业概览

- 我国殡葬服务行业由遗体处理、墓地服务、殡仪服务及其他产品服务四部分组成。殡仪服务包括遗体处理（包括遗体化妆等）、遗体运输、出殡典礼（葬礼）、灵堂租赁（为进行出殡典礼及追悼而租赁灵堂），殡仪服务在部分省份仍受到限制，因此民企参与度较低，主要由政府等部门主导。遗体处理是指尸体处理，包括火化服务，我国实行强制火化，并且火化服务全部由政府掌控，价格也严格受到政府的管制。墓地服务包括墓地销售、陵墓设计、牌匾和墓碑的生产及安装等，我国的墓地服务行业允许民企参与，因此民企参与度较高。其他产品销售和服务主要包括殡仪服务的产品销售及后续追悼服务等其他殡葬服务。该业务在我国成熟度极低，目前参与的民企较少。

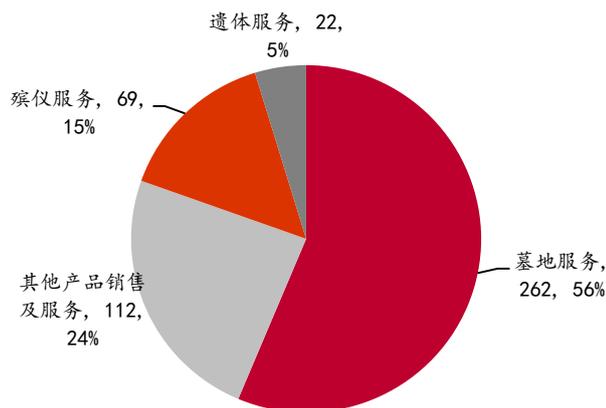
图表 1: 中国殡葬产业链



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 四大业务板块占比及增速。四大业务板块中，墓地服务占比达到 50% 以上，其他产品销售及服务、殡仪服务的市场占有率紧随其后。根据 Euromonitor 的历史数据，2012 年我国墓地服务、其他产品销售及服务、殡仪服务、遗体处理的市场规模将分别为 262、112、69 及 22 亿元，分别占整体殡葬行业的 56.3%、24.1%、14.8% 及 4.7%；2008-2012 年行业整体保持 13% 的复合增长率，其中墓地服务增速最快，达到 14%。

图表 2: 2012 年四大业务板块占比 (亿元)

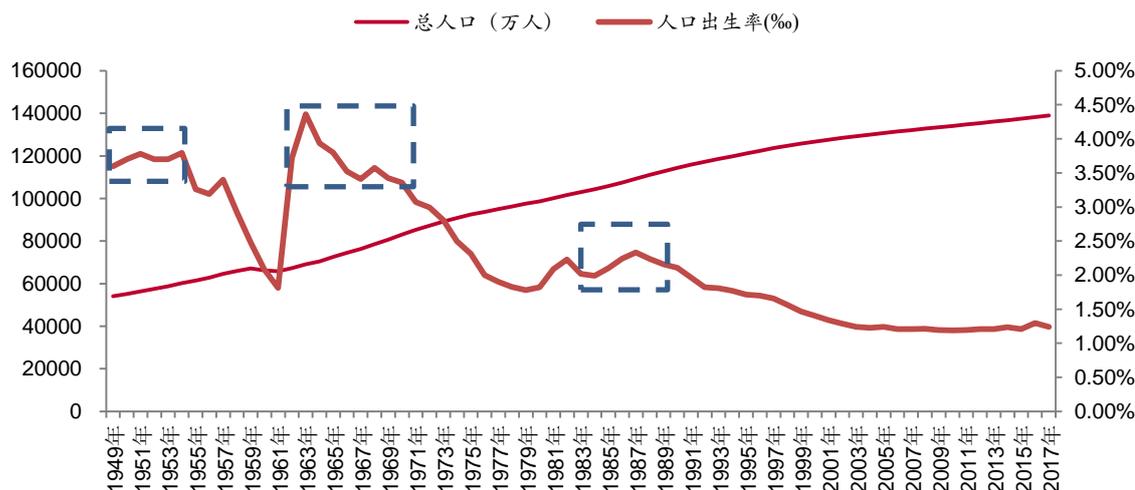


来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

行业的强增长确定性

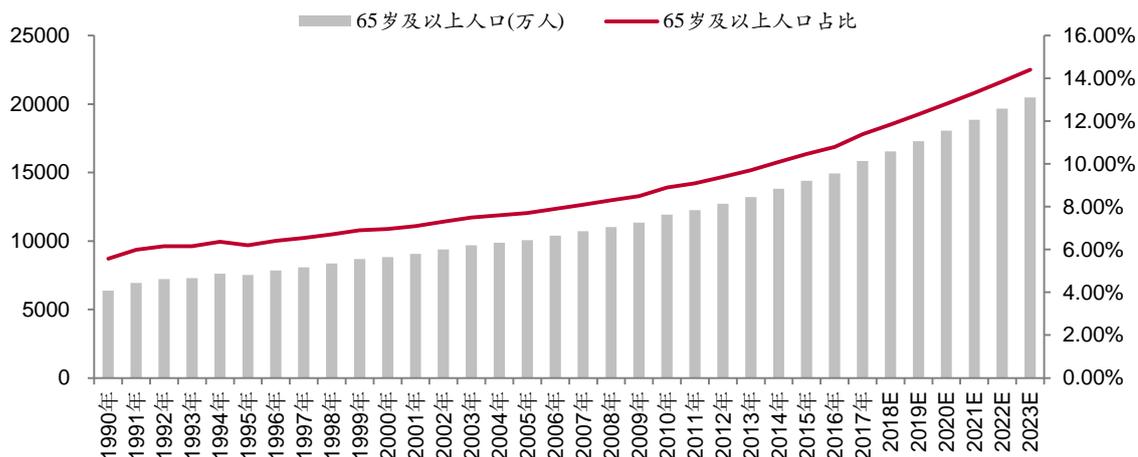
- 人口老龄化趋势明显，65 岁以上人口占比持续增加。**2017 年我国 65 岁以上人口已经达到 1.58 亿人次，占总人口的 11.39%，通过分析十年期 65 岁以上人口占比增速均值的变动，我们发现 65 岁以上人口占比的增速在持续上升；同时 1949-1958 年人口出生率达到 3.5%，这波婴儿潮出生的人口恰好于 2014 年起步入 65 岁，2014-2017 年 65 岁以上人口占比增速也由此而明显上升，平均达到 4.1%，考虑到 2018-2023 年仍受 1949-1958 年这波婴儿潮的影响，我们给予老龄人口占比每年 4% 的增速，由此推算出 2023 年 65 岁以上人口占比约为 14.41%，共计 2.05 万人次。

图表 3: 1949-1958 年、1961-1969 年两次婴儿潮

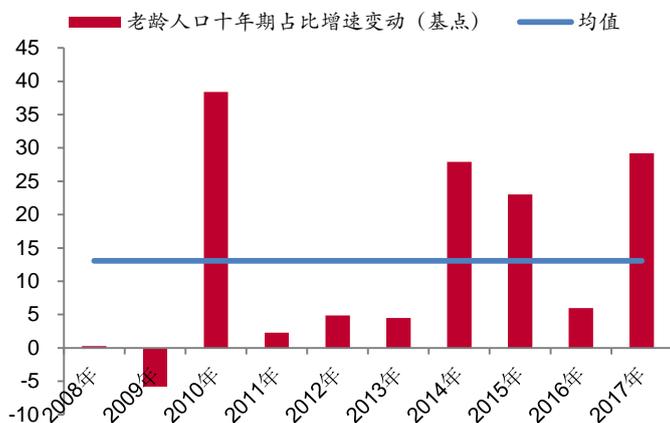


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 4: 65 岁以上人口占比不断增加



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 老龄人口十年期占比增持续增加


来源: 老龄办, 中泰证券研究所

图表 6: 18-23 年 65 岁以上人口占比增速年均均为 4%

	1949 年-1952 年	1953 年-1958 年
出生率均值	3.70%	3.38%
	2014 年-2017 年	2018E-2023E
65 岁以上人口占比增速均值	4.10%	4%

来源: Wind, 老龄办, 中泰证券研究所

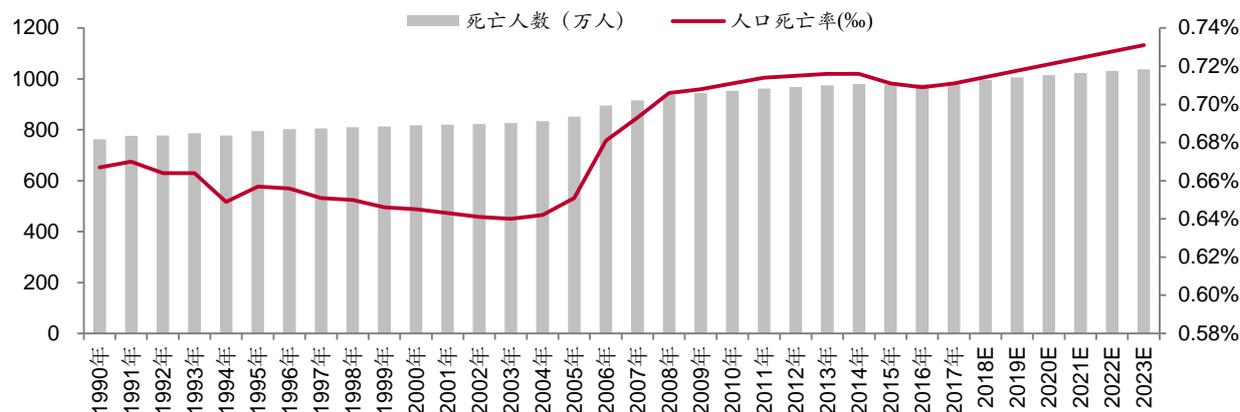
- 随着人口老龄化的到来, 人口死亡率逐渐攀升。我国 0-29 岁、30-64 岁人口的死亡率分别为 0.06% 和 0.32%, 而 65 岁以上人口的死亡率则显著增加, 65-79 岁、80-89 岁人口的死亡率分别达到 2.96% 和 9.75%。因此老龄人口占比的不断增加, 我国人口死亡率也将持续攀升, 我们预计到 2023 年, 人口死亡率将达到 0.73%。

图表 7: 我国各年龄段人口死亡率

年龄	死亡率
0 岁-29 岁	0.06%
30 岁-64 岁	0.32%
65 岁-79 岁	2.96%
80 岁-89 岁	9.75%
90 岁-100 岁	20.09%

来源: 2010 年全国人口普查报告, 中泰证券研究所

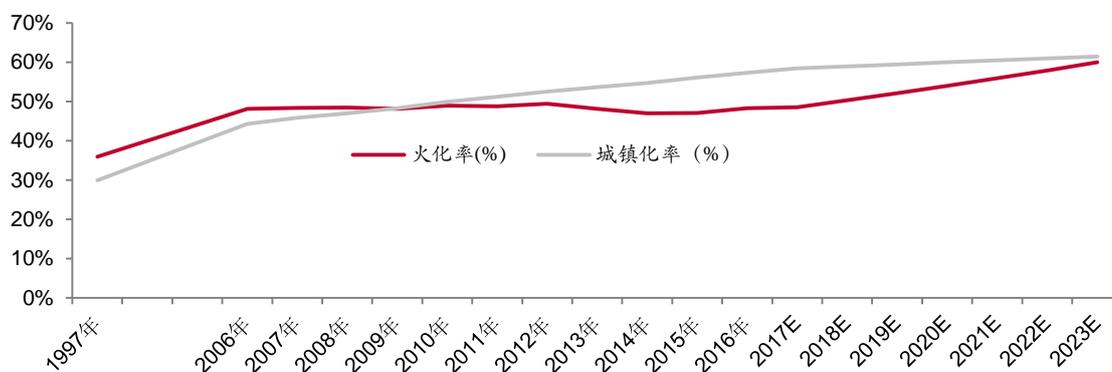
图表 8: 人口死亡率预测于 2023 年达到 0.73%



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2020 年全国 100%火化率的目标指引。**目前我国火化率维持在 50%左右，随着城镇化率的逐年提升，火化率也将进一步得到提高。在 2014 年召开的全国殡葬工作会议上，民政部提出到 2020 年，要使全国火化率达到或接近 100%，其他各省市也纷纷出台相似的殡葬改革规划，推动 2020 年火化率目标的实现，但就目前推行情况来看，我们预测火化率于 2023 年达到 60%。

图表 9: 火化率目前维持在 50%



来源: 民政部, 中泰证券研究所

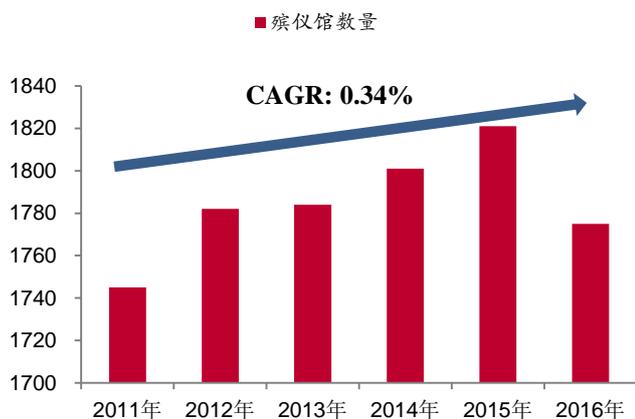
图表 10: 各省市火化率目标规划

地区	政策	火化率目标
全国	2014 年殡葬工作会议	到 2020 年全国火化率达到或接近 100%
昆明市	2018 年《昆明市关于全面深化殡葬改革的实施意见》	到 2020 年全市火化率达到 100%
安徽省	2014 年《关于党员干部带头推动殡葬改革的实施意见》	到 2020 年全省火化率达到 87. %
江西省	2015 年《江西省殡葬事业发展规划（2015-2020）》	到 2020 年全省火化率达到 100%
湖南省	2016 年《湖南省 2015-2020 年殡葬事业发展规划》	到 2020 年全省火化率达到 100%
黑龙江省	2018 年《关于进一步推动殡葬改革促进殡葬事业发展的实施意见》	到 2023 年全省火化率达到 90%

来源：各地区政府，全国殡葬会议，中泰证券研究所

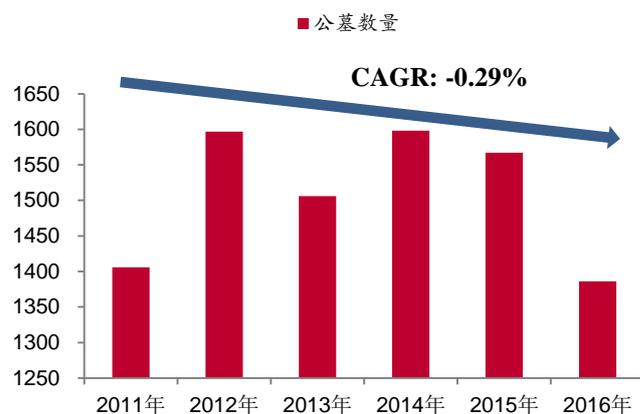
- 人均可支配收入提高叠加墓地供不应求，殡葬费用上升趋势明显。**一方面，伴随人口老龄化的到来，我国人口死亡率呈上升趋势，2011-2016 年我国死亡人口复合增长率达到 0.38%，与此同时，殡仪馆数量的复合增长率仅为 0.34%，公墓数量的复合变动率甚至为-0.29%，再以北京、上海为例，2009-2017 年两个地区经营性公墓及殡仪馆的数量都没有增加，可见墓地资源十分紧缺；另一方面，我国人均可支配收入不断增加，中产阶级崛起，艺术墓、定制墓受到更多人的青睐，殡仪服务中的附加服务的市场规模今年也不断上升，由此带来殡葬费用整体上涨。

图表 11: 2011-2016 年殡仪馆数量的 CAGR 为 0.34%



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 12: 2011-2016 年公墓数量的 CAGR 为-0.29%



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 13: 公墓明显供不应求

	2011 年	2016 年	CAGR
全国死亡人数 (万人)	962	980	0.38%
殡仪馆数量	1745	1775	0.34%
公墓数量	1406	1386	-0.29%

来源：Wind，中泰证券研究所

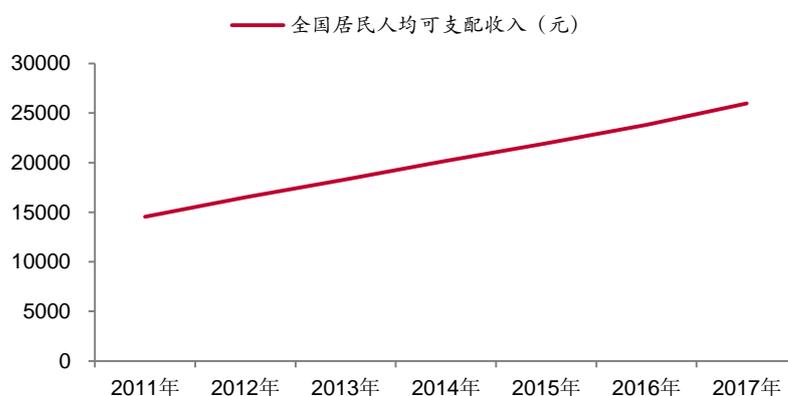
图表 14: 北京、上海经营性公墓及殡仪馆数量

北京	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
经营性公墓	33	2	34	34	34	34	34	34	34
殡仪馆	12	12	12	12	12	12	12	12	12

上海	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
经营性公墓	44	44	44	44	44	44	44	44	44
殡仪馆	15	15	15	15	15	15	15	15	15

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 15：人均可支配收入持续增加



来源：Wind，中泰证券研究所

- 政策驱动因素。**2018年2月，民政部等16个部门制定了《关于进一步推动殡葬改革促进殡葬事业发展的指导意见》，意见提出要推进殡葬服务机构“管办分离改革”，对殡葬管理事业单位与殡仪馆、公墓等经营实体合一或举办经营实体的，要摸清底数，制定脱钩方案；同时鼓励社会资本以出资建设、参与改制、参与运营管理等多种形式投资殡葬服务行业，但对于具有遗体火化等基本殡葬服务功能的殡葬设施，要强化政府主体责任。指导意见在保证国家提供基础殡葬服务的同时，为民营企业提供了更广阔的利润空间。

市场规模预测

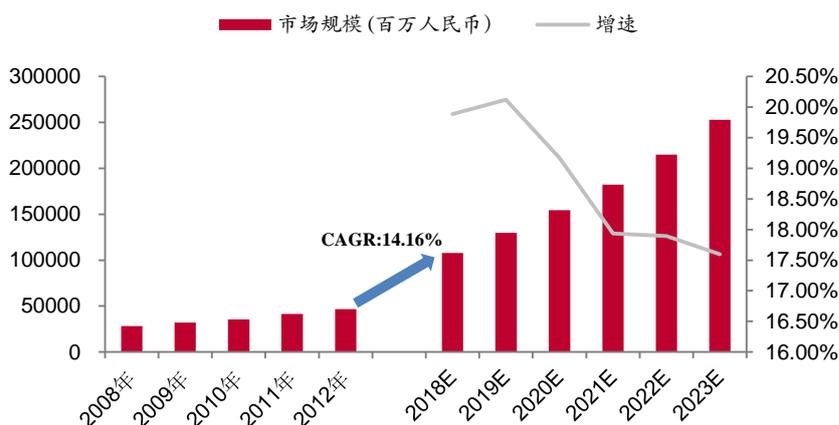
- 市场规模持续稳定增长。**殡葬行业市场规模的增长主要依赖人均殡葬费用以及火化人数两大因素驱动。其中，人口死亡率随着人口老龄化的到来而逐渐攀升，火化率在各地政府的大力推动下稳步提高。同时，人均殡葬费用也随着墓地的稀缺性以及厚葬文化而逐步增加。在这二者的同时作用下，殡葬行业市场规模在未来5年内仍将保持两位数的高增速，预计2018年-2023年CAGR能达到12.6%。

图表 16：火化人数及市场规模预测

人民币	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
市场规模 (百万元)	107911	129621	15446	182161	214756	252548
增速	19.89%	20.12%	19.16%	17.93%	17.89%	17.60%
火化人数 (百万人)	5.000	5.268	5.555	5.850	6.158	6.465
人均费用 (元)	21583	24605	27804	31140	34877	39062
增速	15.00%	14.00%	13.00%	12.00%	12.00%	12.00%

来源: Wind, 民政部, 中泰证券研究所

图表 17: 殡葬行业市场规模持续增长



来源: Euromonitor, 中泰证券研究所

壁垒高筑下的极度分散的行业格局

- **中国殡葬行业受到政府高度监管。** 殡葬行业中的殡仪服务及遗体处理业务,基本由政府主导;民营企业参与度最高的墓地服务业务也严格受到政府审批的限制,首先土地的规划必须是墓地用途,其次要通过民政部门、国土部门、规划局、发改委等多个部门的层层审批,因此殡葬行业壁垒极高,我国殡葬行业也呈现明显的区域垄断性特征,地方政府的资源开拓难是限制我国民营殡葬企业异地扩张的最大因素之一。

图表 18: 殡葬管理条例 (2012 年修正本)

殡仪设施	管理条例
殡仪馆、火葬场	由县级人民政府和设区的市、自治州人民政府的民政部门提出方案,报本级人民政府审批
殡仪服务站、骨灰堂	由县级人民政府和设区的市、自治州人民政府的民政部门审批
公墓	经县级人民政府和设区的市、自治州人民政府的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

来源: 殡葬管理条例, 中泰证券研究所

图表 19: 经营性公墓审批趋严

地区	经营性公墓审批情况
北京	目前全市共有 34 家公墓，其中 18 家现已饱和无墓可售，预计剩余面积可供使用 50 年。为节约土地， 北京市现已停止审批建设各类经营性公墓。 海撒、壁葬、花葬、树葬等生态葬是北京殡葬业的发展方向，各个墓园有望陆续规划为公园。
上海	目前全市共有 44 家公墓，并且经营性公墓经营者必须每年到市民政管理部门接受年检。逾期未经复核或复核不合格的不得继续从事公墓的经营工作。
陕西	目前全省共有 75 家经营性公墓， 并在近十年内无新增经营性公墓。
河南	目前全省共批建 187 家经营性公墓，并计划在 2025 年新增 15 家， 其中 18 个省辖市将不再建设经营性公墓。
辽宁	目前全省共有 102 家建成的经营性公墓，并有 22 家规划新批建的经营性公墓，预计至 2025 年，全省共计拥有 124 家经营性公墓。
重庆	目前全市共审批经营 72 家经营性公墓，其中 9 个已封闭不对外销售，尚未建设的有三家，实际运营共 60 家。 目前尚未有新增经营性公墓的规划。
浙江	目前全省共有 118 家经营性公墓， 目前尚未有新增经营性公墓的规划。

来源：各地区民政局，中泰证券研究所

- **人力资本缺乏。**受中国几千年封建思想的影响，新殡葬员工的受教育程度低，且通常为已入行人士的亲属，因此该行业经验丰富以及教育程度高的员工非常稀缺，导致行业满意度较低。
- **高度分散的行业格局。**由于行业壁垒较高，且殡葬业呈现区域集中性特征，行业呈现碎片化格局，2012 年前五大运营商的市场份额仅占总市场规模的 3.1%，其中福寿园是前五大运营商中唯一拥有一处以上运营地点的公司。国有企业与私营企业相比，国有企业占据主要的市场份额，并在民政机构的控制下，提供福利服务满足低收入家庭的需求；私营企业则通过提供多元化、高附加值以及更广阔的价格区间来更好满足客户的需求。

图表 20: 殡葬行业极度分散的行业格局

公司名称	市场份额		
	2010	2011	2012
福寿园	1.0%	1.0%	.0%
广州殡仪馆	0.7%	0.7%	0.7%
上海龙华殡仪馆	0.6%	0.6%	0.6%
上海松鹤墓园公墓	0.4%	0.4%	0.5
上海海湾寝园有限公司	0.4%	0.4%	0.4%
其他	96.9%	96.9%	96.8%

来源：Euromonitor，中泰证券研究所

中国殡葬业细分行业

- **墓地服务行业分部。**墓地服务由地葬及墓地销售、其他落葬两部分组成，是中国殡葬行业中市场规模最大的业务分部，也是整个行业最主要的增长推动力。其中，地葬及墓地销售占该分部市场规模的 90% 以上，且由于近年来墓地需求远大于供给，墓地价格业不断上涨；其他落葬则以绿色环保落葬为主，随着政府的积极推动，公众对于绿色落葬的接受度不

断提高，其他落葬方式的市场规模也逐年增加。

- **墓地服务行业市场格局。**墓地服务向私营公司开放，但是由于近年来多地开始推崇其他落葬方式以保护土地资源，私营墓园的批准数量有所减少，行业仍然保持高度分散的市场格局。2012年前五大运营商的市场份额仅占总市场规模的 3.9%，其中福寿园市场规模排名第一，占比达 1.5%。
- **殡仪服务行业分部。**殡仪服务行业包括出殡典礼、灵堂租赁以及遗体处理（运输、化妆）三部分。其中，出殡典礼是该细分行业中占比最大、增速最快的部分，占比在 50%左右；灵堂租赁及遗体处理占比均在 25%左右，价格稳定，增速略低于出殡典礼。
- **殡仪服务行业市场格局。**由于部分地区的殡仪服务受到政府管制，因此殡仪行业以国营企业为主导，五大殡仪服务商中，四家为地区国营殡仪馆，行业格局也较为分散。2012年前五大运营商的市场份额占总市场规模的 12.5%，其中福寿园市场规模排名第四，占比达 1.3%。

民营殡葬龙头福寿园的 24 年

公司概况

- **公司简介。**福寿园于 1994 年开始在上海经营墓园，是中国最大的殡葬服务提供商，目前业务涵盖墓地服务、殡仪服务、火化机设备、生前契约、生命教育等，覆盖 14 个省市及自治区。截至 2018 年 6 月 30 日，公司共拥有 20 座建成墓园，20 间殡仪设施正在运营；此外，公司正在全国推广环保型火化机，并于 2017 年中标上海一国有殡仪馆的六套产品，于 2018 年 6 月中标武汉一国有殡仪馆的八套产品；同时，公司正大规模开展生前契约业务，目前已于 8 个省级区域的 15 座城市销售生前契约服务，2017 年签订了 1174 份生前契约。
- **历史沿革。**

图表 21：公司历史沿革

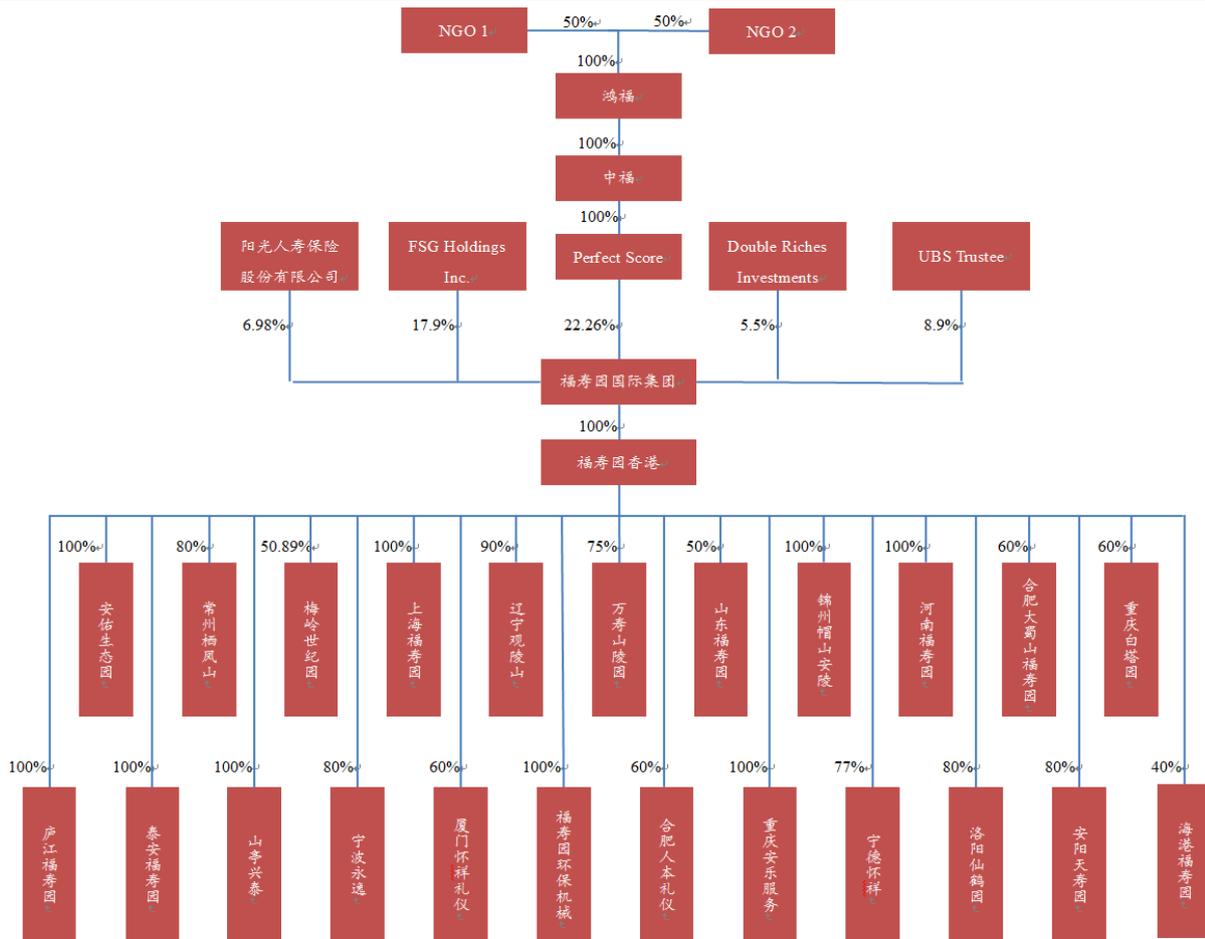
时间	事件
1994 年	公司旗下第一家墓园上海福寿园在青浦注册成立。
2002 年	2 月，合肥大蜀山陵园开园，标志着福寿园向全国扩展第一步。 4 月收购重庆安乐服务殡仪设施。
2004 年	4 月，山东福寿园开园。
2007 年	1 月，上海福寿园海港陵园开园。
2008 年	2 月，河南福寿园开园。 9 月，与合肥市殡仪馆合作成立公司以提供殡仪服务。
2010 年	成立合肥花之间花卉有限公司，提供花卉服务。
2011 年	重庆南山福座陵园成立。
2012 年	5 月，收购锦州安陵陵园 100% 股权，并在辽宁省锦州市设立墓园。 12 月，收购南昌洪福 50.89% 的权益 12 月，成立厦门怀祥礼仪服务有限公司，以提供殡仪服务。
2013 年	1 月，收购宁波永逸 80% 的股权，提供殡葬服务。 12 月 19 日，公司于港交所上市。

- 2014年 6月，收购重庆白塔园墓园及殡仪产品等资产 60%的股权。
8月，与淮北市殡葬服务中心合作开发淮北方山福寿园（方山公墓二期）。公司持有项目 49%的股权。
11月，收购辽宁观陵山艺术园林公墓 70%的股权。
12月，与锦州市政府及潘阳市政府达成殡葬服务合作协议。
12月，收购山亭兴泰 100%的股权及万寿山陵园墓地 75%的股权。
12月，收购南昌市梅岭世纪园。
- 2015年 5月，收购安阳五龙股份有限公司 80%的股权。
6月，与江苏省大丰市殡仪服务中心与大丰市殡仪馆订立 BOT 项目合作协议。
10月，收购常州栖凤山墓地 80%的股权。
- 2016年 1月，就泰安市泰山区邱家店墓园项目与当地政府达成合作，并与泰安市民政局就在泰安市建造殡仪馆达成合作。
2月，与重庆璧山区人民政府达成 BOT 项目合作协议，将于璧山区建设一个新的殡仪馆。同时投资建设经营重庆福寿园人文纪念公园。
9月，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。
9月，收购洛阳仙鹤纪念陵园 80%的股权。
12月，被纳入深港通标的。
- 2017年 4月，与江苏省高邮市殡仪馆订立关于 BOT 项目的框架协议。
7月，成立宁德市怀祥礼仪服务有限公司，以提供殡仪服务。
9月，持有广西华祖园 60%的股权。参投华祖园与广西钦州市政府开发的公墓项目，将持有该项目 60%的股权。
10月，成立庐江福寿园殡葬礼仪服务有限公司及淮北福寿园礼仪服务有限公司，以提供殡仪服务。
- 2018年 2月，收购辽宁观陵山艺术园林公墓 20%的股权。交易完成后，本公司将持有 90%的股权。
5月，收购贵州天圆山 80%股权，业务版图拓展至贵州省；开展对内蒙古和林格尔县安佑陵园的收购，业务版图拓展至内蒙古。
6月，获得杭州市萧山区一政府殡仪馆十年殡葬服务的经营权。

来源：公司年报，中泰证券研究所

■ 公司股权结构。

图表 22：福寿园股权结构（截至 2017 年 12 月 31 日）

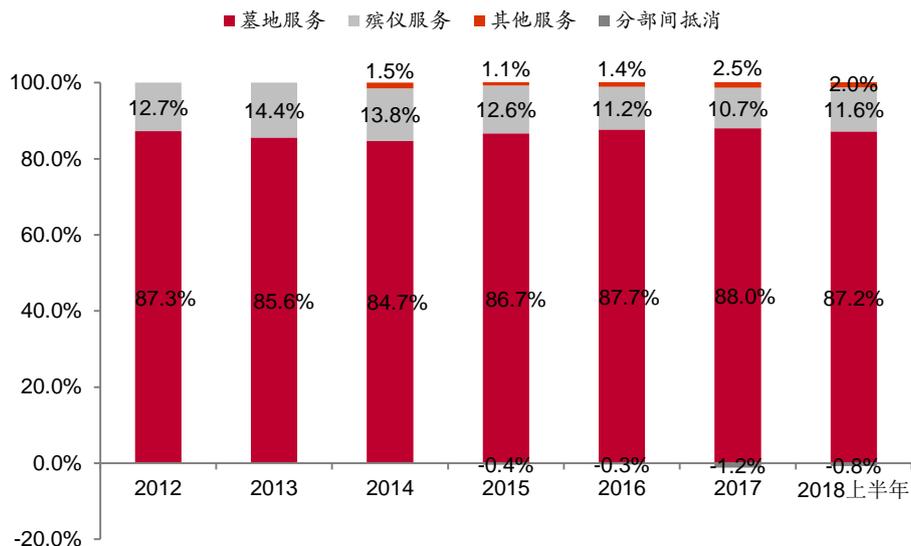


来源：公司公告，中泰证券研究所

公司业务概况

- 公司业务结构。**公司业务主要分为墓地服务、殡仪服务及其他业务。墓地服务主要指墓地出售及墓园维护服务；殡仪服务包括灵堂布置、安葬方案制定及殡仪仪式的举行；其他配套服务包括提供景观美化、墓园设计、火化机的生产销售及维修。2017 年公司销售收入为 14.8 亿人民币，较去年上升了 16.5%，由于墓地业务收益占公司总收益的 88%，因此收入提升主要是受墓地服务收益增加 16.9%所致；此外，公司殡仪服务收益上升 10.9%，其中 2017 年新运营的殡仪设施贡献 510 万的收益，重庆以外的殡仪服务收益上升了 18.5%。

图表 23: 各部分业务占比



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 公司地域布局。**截至 2018 年 6 月 30 日，公司的业务已经覆盖 14 个省市自治区的 20 多座城市，其中上海地区的业务收益占比最高，达到 50.7%，其次是辽宁、安徽，业务占比分别达到 11.5%和 10%。2018 上半年，除上海、辽宁及江苏，其他地区收入均持续增加，公司在上海地区收益同比下滑 6.3%，主要由于公司在销售渠道及产品结构层面做出调整，以使业务结构更加健康；辽宁地区收益同比下滑 7.1%，是由于公司重组市场渠道，优化产品结构；江苏收入同比下降 12.6%，主要是由于去年同期公司有一笔与政府合作的一次性公益项目。

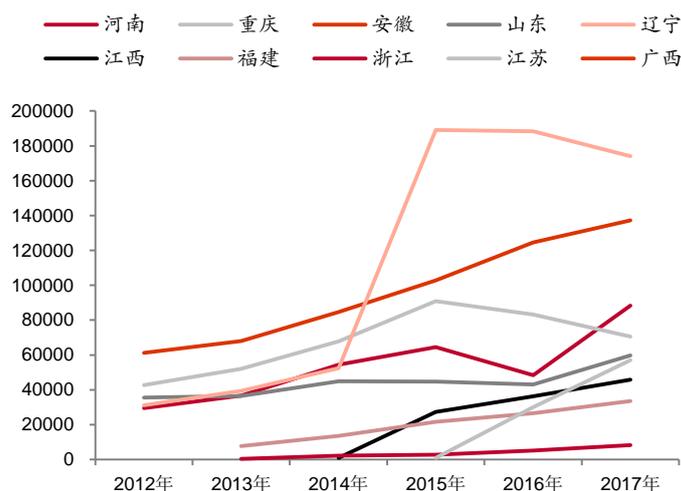
图表 24：福寿园各物业地域分布



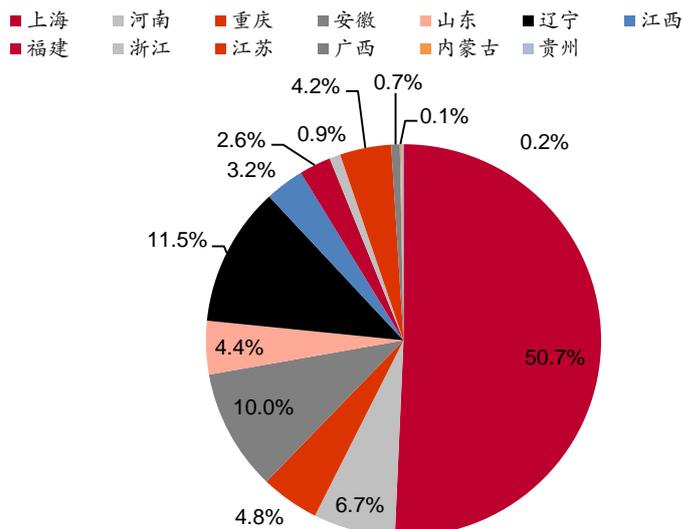
来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 25：除上海外各地区收益（人民币千元）

图表 26：各地区收益占比（2018 年 6 月 30 日）



来源：公司年报，中泰证券研究所



来源：公司年报，中泰证券研究所

- 墓地服务满足多元化顾客需求。**公司墓园景观由专业园林建筑师精心设计，2017 年公司收购陵园设计公司天泉佳境的部分股权，墓园设计能力进一步加强，同时公司拥有专门的墓碑设计团队，可实现定制墓碑服务，公司的墓园提供多样化的墓地选择，包括定制艺术墓、成品艺术墓、传统成品墓、草坪卧碑墓、绿色环保墓及室内葬，各类墓地均价也从几千到几十万人民币不等。其中艺术墓可以提供景色优美的墓园，以及一系列定制选择，享受更高的产品溢价，因此定制艺术墓及成品艺术墓分别占到墓地服务总收益的 26.2% 及 41.2%。刨除因公益目的或为容纳地方政府出资进行的迁墓，2017 年公司出售墓穴 12372 座，与 2016 年的 12486 座持平，但是每座墓穴的平均售价上涨了 17.2%，达到 10.24 万元，体现出客户愿意就公司的专业及个性化殡仪服务支付更高的价格。
- 艺术墓收益占比最高，公司不断进行业务结构调整，积极推广小型墓。**我们将定制艺术墓、成品艺术墓归类为高端墓；将传统成品墓、草坪卧碑墓归类为中档墓地；将绿色环保墓、室内葬归类为低档墓地，可以看到高档墓地收益遥遥领先，并且每年保持较快的增长速度，高档墓地的数量增速并不明显，因此，高档墓地的收益增长主要是由墓地价格上升所驱动。

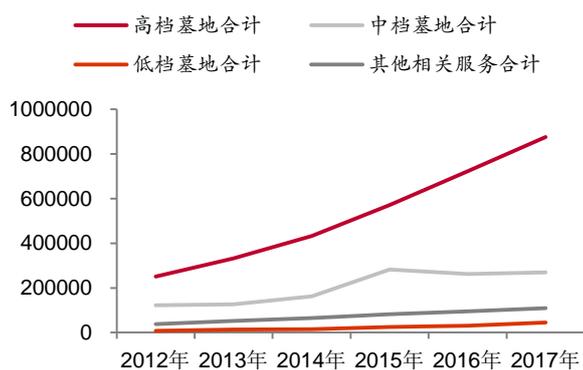
图表 27：公司旗下墓园

墓地名称	收购/成立时间	股权占比	总面积 (万平方米)
上海福寿园	1994 年	100%	40.2
山东福寿园	2001 年 12 月	50%	52.2
合肥大蜀山福寿园	2002 年 2 月	60%	8.7
海港福寿园	2007 年 1 月	40%	10.2
河南福寿园	2008 年 2 月	100%	30.2
锦州帽山安陵	2012 年 5 月	100%	14.1
重庆白塔园	2014 年 6 月	60%	30.6
辽宁观陵山	2014 年 11 月	90%	232.9
万寿山陵园	2015 年 2 月	75%	16.4
安阳天寿园	2015 年 5 月	80%	6.5
常州栖凤山	2015 年 10 月	80%	32.9

梅岭世纪园	2015年12月	50.89%	5.9
洛阳仙鹤	2016年9月	80%	2.6
内蒙古安佑陵园	2018年5月	100% (第一阶段)	-
辽宁龙山公墓	2018年5月	100%	-
贵州天圆山	2018年5月	80%	-
江西万寿山陵园	2018年6月	100%	-

来源：公司年报，中泰证券研究所

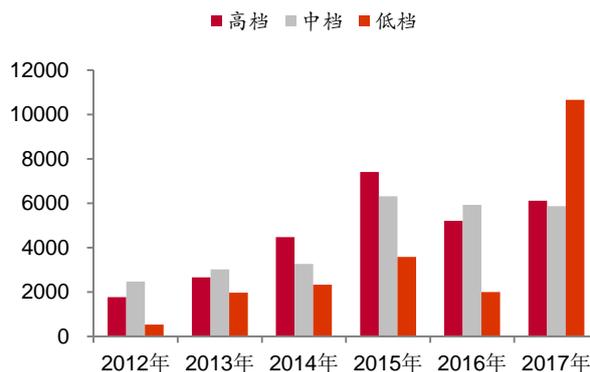
图表 28：各类别墓地及相关收益（人民币千元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

注：高端墓地：定制艺术墓、成品艺术墓；中档墓地：传统成品墓、草坪卧碑墓；低档墓地：绿色环保墓、室内葬

图表 29：各类别墓地销售数量统计（座）



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 完整、个性化的殡仪服务。**公司的殡仪服务涵盖灵堂布置及安葬的初步方案设计；举办出殡仪式，包括运输逝者、守夜、举办宗教仪式/典礼及贡品提供等；以及殡仪后续服务，包括火化及墓葬相关咨询服务的各个环节。同时，公司可以根据客户需求进行个性化的殡仪定制服务；同时客户也可以选择将播放逝者录像、定制花环、鲜花布置等增值服务加入殡仪预定方案中。

图表 30：公司旗下殡仪馆

殡仪服务名称	收购/中标时间	股权占比
重庆安乐服务	2002年4月	100%
重庆安乐服务	2003年1月	100%
合肥人本	2007年1月	60%
上海福寿园	2011年2月	75%
锦州帽山安陵	2012年5月	100%
厦门怀祥	2013年2月	60%
宁波永逸	2013年12月	80%
山亭兴泰	2014年12月	100%
万寿山陵园	2015年2月	75%
梅岭世纪园	2015年12月	50.89%
洛阳仙鹤	2016年9月	80%
泰安福寿园	2016年3月	100%

宁德怀祥	2017年7月	77%
庐江福寿园	2017年10月	100%
杭州萧山区政府殡仪馆	2018年	十年经营权

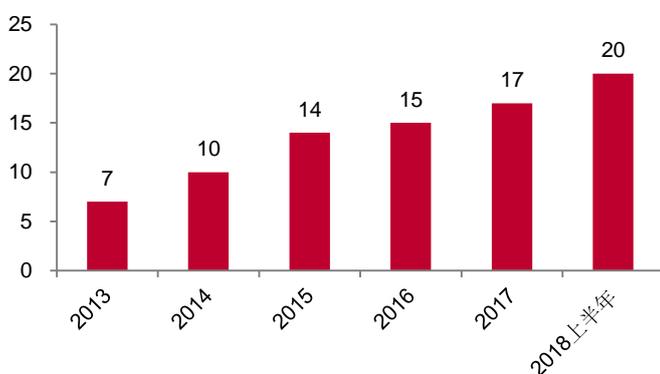
来源：公司年报，中泰证券研究所

公司广阔的提升潜力：拓展迅速，土地资源丰富，业务结构优化

成功的行业整合者，业务拓展迅速

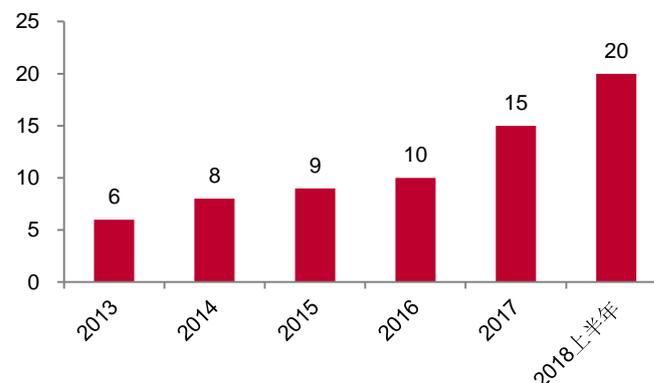
- 优秀的行业整合及外延能力。** 殡葬行业门槛高，一方面，公司善于收购盈利较差的殡葬服务商，并通过物业翻新、引入专业培训人员、扩充定制服务等产品线等手段，大幅提高被并购企业的盈利能力，通过收购小型殡葬企业，公司可以在拓展业务布局的同时，大大缩短相关审批时间；另一方面，公司通过 PPP 等方式与拥有最多殡葬资源的国企及政府合作，并积极参与政府的殡葬设施招标，从而不断实现业务外延。
- 大量的行业整合机会。** 中国殡葬服务行业分散，由大量的小型区域性殡葬服务商组成，碎片化的行业格局为公司提供了外延式增长及市场整合的机会，公司通过策略性的收购小型殡葬服务上，可以迅速提高市场渗透率、增加整体市场份额及收益；此外，公司凭借领先的品牌、丰富的管理经验以及过往优秀的收购业绩，不断吸引着中小殡葬服务提供商与其合作。

图表 31：运营墓园数量



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 32：运营殡仪设施数量



来源：公司年报，中泰证券研究所

完整的产业链布局

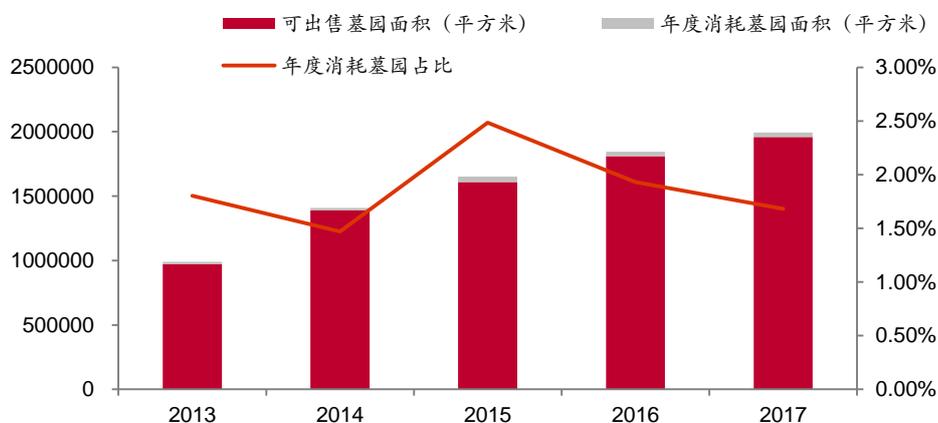
- 生前契约业务。** 生前契约在发达国家非常流行，渗透率达到 85% 以上，2016 年公司成立生前业务事业部，进军殡仪预售市场，将发达国家的生前契约的成熟模式引入中国殡葬行业，目前已于 8 个省级区域的 15 座城市销售生前契约服务，2017 年签订了 1174 份生前契约，2018 年上半年签订 902 份，同比增长 60.5%。契约的服务内容包括：临终关怀、遗体接送、灵堂搭建、告别仪式及相关后续服务等，生前契约业务未来将成为殡仪板块的重要战略支撑。
- 环保型火化机业务。** 全国大部分火葬场的现有技术已经过时并且污染严重，2015 年环保部颁布《火葬场大气污染物排放标准》，新准则于 2015 年 7 月

起正式实施，新标准提高了遗体火化过程中污染物的排放限值；增加了监测频率、运行工况、采样测试时段和实施监督等内容，规定整改过渡期为 2 年，因此我们预期国有火葬场对于环保火化机的需求将愈发旺盛。公司早在 2012 年就已进入环保型火化机市场，并建立工厂开始研发生产环保型火化机，业务由 B2C 拓展到 B2B；2016 年公司自行研发的火化机通过了权威环保测评及国家级专家评审，并出口蒙古及俄罗斯；2017 年 12 月，公司中标上海一殡仪馆的六套火化机供应；2018 年 1 月，国家知识产权局对公司环保火化机授出发明专利权；2018 年 6 月，公司中标武汉市八套火化机供应。公司完整的产业链布局可以产生良好的协同效应，提升公司各业务板块的表现。

丰富的土地资源储备

- **可售墓园储备丰富。**2017 年公司的墓地业务售出 33,546 平方米的土地，截至 2017 年 12 月 31 日，公司可出售墓地的总面积约为 1.96 百万平方米，总体来看，年度消耗墓地面积占总墓园可售面积的比例极小，且每年均保持在 2.5% 以下，若公司每年的墓地出售保持在 3.4 万平方米，公司现有的可售墓地面积还能支撑墓地业务发展 57 年。此外，公司 2017 年可售墓地数量较 2016 年的 1.81 百万平方米有所上升，主要是由于 2017 年公司在重庆市璧山区、江苏常州市新购土地，并通过分别收购洛阳仙鹤陵园、广西华祖员的部分股权获得土地。

图表 33: 可售墓园储备丰富

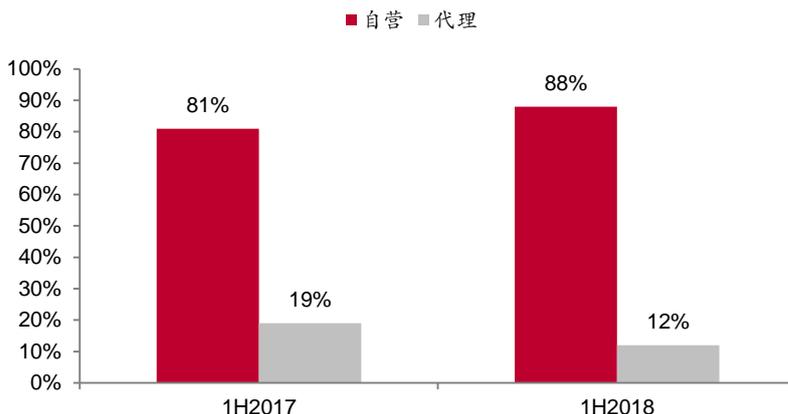


来源：公司年报，中泰证券研究所

业务结构持续优化

- **销售渠道持续优化。**公司一直致力于打造自营渠道，以此为消费者提供系统性服务。并且，自营渠道相较于代理渠道省去了中介费，因此重视自营渠道有效降低了销售费用的占比。随着公司不断强化自营渠道，销售费用有望进一步缩减。

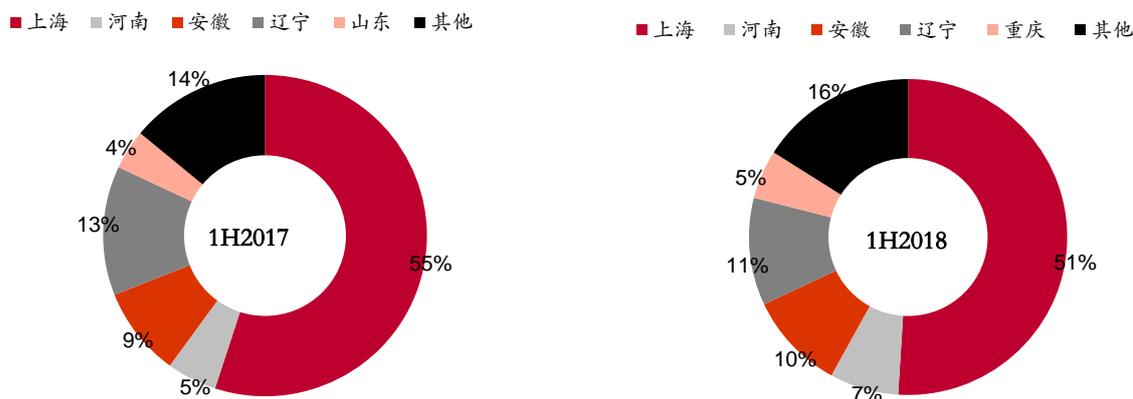
图表 34: 自营业务占比稳步提升



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **业务区域布局更加均衡。**公司目前正致力于改变业务区域过于集中的现状，从而均衡各业务区域发展，使得公司提高业务收入的可持续性。其中，收入占比最大的上海地区从2017年上半年占总收入的55%降低至2018年上半年的51%。预计公司未来将持续优化业务区域结构，使得除上海以外地区的区域收入占比不断提升。

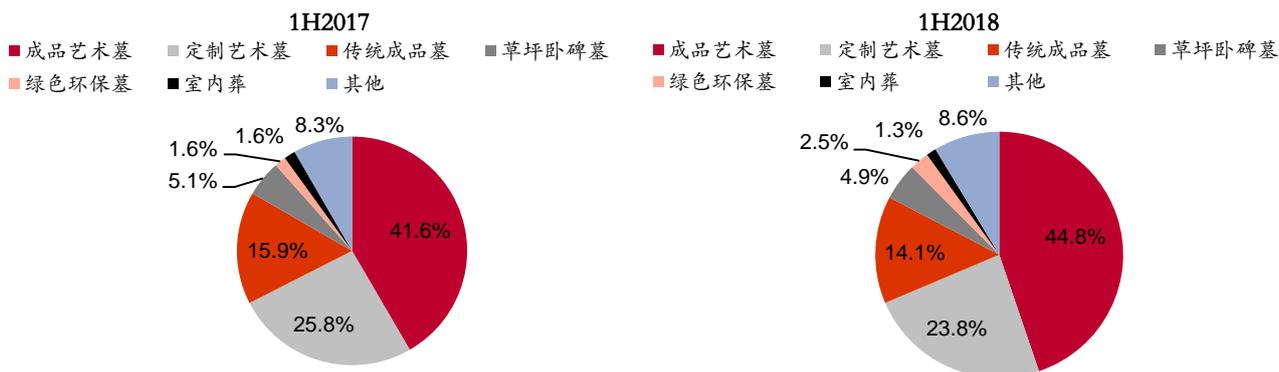
图表 35：业务区域布局更加均衡



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **产品结构开始进入转变期。**鉴于墓地自身的稀缺性，公司未来将大力推广占地面积少的小型墓地和环保墓。这一转变既符合国家倡导的节地环保的政策方向，又使墓地资源所产生的收益得以最大化。从数据上来看，2018年上半年艺术墓和环保墓等占地面积较小的墓地收入占比同比增加1.6%，而占地面积大的传统成品墓的收入占比同比下滑1.8%。

图表 36：产品结构持续优化



来源：公司年报，中泰证券研究所

公司发展其他驱动因素

- 股权激励计划激励管理层及员工。**2013年8月8日公司根据首次公开发售前购股权计划，授出5761万份购股权，截至2017年底购股权已经全部行使完毕。公司于2013年12月3日采纳总额为2亿份的首次公开发售后购股权计划，授出份额接近购股权计划后，2017年5月公司股东大会又通过2.1亿份最新购股权计划，截至2018年6月30日，公司有1.19亿份购股权尚未行使。公司的股权激励计划旨在激励员工和管理层，并以此来招揽、留住高素质员工。

图表 37: 公司股权激励计划

授出日期	份额 (万份)	行使价 (HKD)	购股权期限	授予对象
首次公开发售前购股权计划				
2013年8月8日	5761	0.9	2017年12月	董事及雇员
首次公开发售后购股权计划				
2014年8月5日	4200	4.14	2018年4月 2024年8月	雇员 董事
2015年3月19日	5000	3.126	2019年3月	董事及雇员
2016年3月24日	4800	5.824	2020年3月	董事及雇员
2016年5月16日	200	5.466	2020年4月	董事及雇员
2017年3月20日	5000	4.85	2021年3月	董事及雇员

来源：公司年报，中泰证券研究所

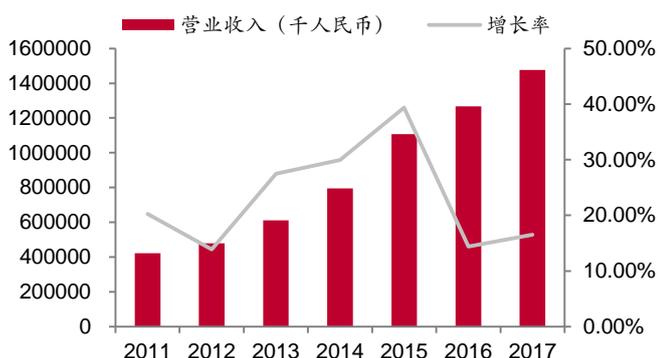
- 文化教育委员会及福寿园生命教育学院。**公司于2015年成立的文化教育委员会及福寿园生命教育学院已经开始运作，通过全面进行生命事业教育，不断引进、落实国际先进的殡葬理念，公司致力于加强企业文化传播，大量培养以福寿园文化为基础的员工，从而为公司业务的迅速拓展不断培训和储备专业人才。

财务分析及盈利预测

公司财务分析

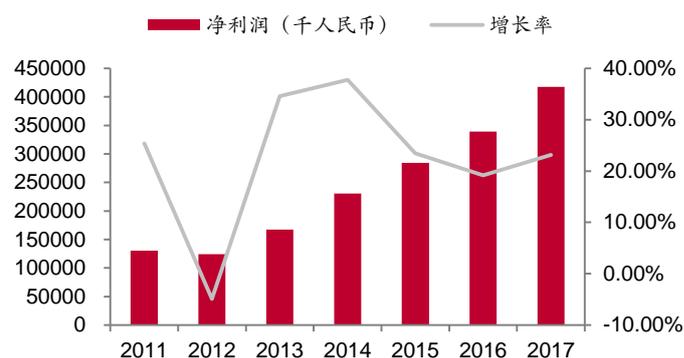
- 公司收入稳步增加。**得益于公司优异的行业整合能力，以及不断延伸的产业链布局，近年来，公司营业收入逐年递增，2017 年公司营收为 16 亿元，2011-2017 年营收的复合增长率达到 23.24%；2017 年公司净利润为 4.17 亿元，2011-2017 年净利润的复合增长率达到 21.35%。

图表 38: 2011-2017 年公司营业收入



来源：公司年报，中泰证券研究所

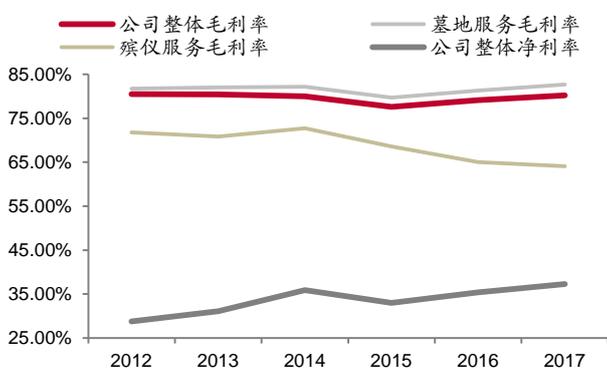
图表 39: 2011-2017 年公司净利润



来源：公司年报，中泰证券研究所

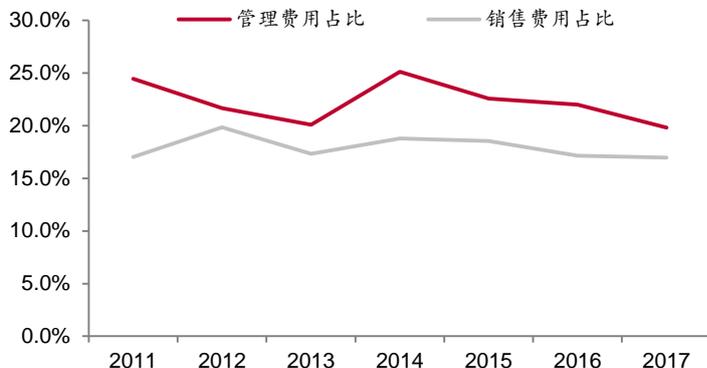
- 盈利能力优异，成本控制能力强。**公司整体毛利率维持在 80%，2017 年公司毛利为 11.85 亿元，整体毛利率达到 80.2%，较 2016 年 79.1% 的毛利率略微提高。公司长期保持较高的毛利率，一方面，由于行业门槛较高，行业区域垄断特征明显，中国殡葬行业整体毛利率及净利率都较高，另一方面，公司提供高品质服务，在业界具有一定的品牌影响力，因此在定价方面更有优势，此外，公司提供墓地服务的土地收购较早，成本较低，也为公司带来了可观的毛利润。公司净利率维持在 35% 左右，近年来不断提升，2017 年净利率回升至近年高点，达到 37.24%，主要得益于公司优秀的成本控制能力，公司的管理费用占比保持在 25% 以下，销售费用占比保持在 20% 以下。

图表 40: 2011-2017 年公司毛利率/净利率



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 41: 2011-2017 年公司管理/销售费用占比



来源：公司年报，中泰证券研究所

图表 42: 公司土地收购成本极低

	土地获得成本 (元/平方米)	获得方式	土地收购日期
上海福寿园	190	划拨	2000 年前
海港福寿园	562	批授	2008 年 5 月
河南福寿园	44	批授	2005 年 7 月
山东福寿园	142	批授	2012 年 8 月
合肥大蜀山文化陵园	50	划拨及租赁	2002 年 4 月

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

公司 2018 年上半年业绩分析

- 营收小幅上升, 净利率提高明显。**2018 上半年, 公司收入达到 7.89 亿元, 同比增长 2.5%, 其中墓园服务同比下滑 0.92%, 殡仪服务同比增加 24.2%, 其他服务同比增加 220.7%。公司经营利润率提升 1.1 个百分点至 47.0%, 主要得益于墓穴平均价格的上升。公司净利率提升 3.5 个百分点至 33.2%, 主要得益于公司若干附属公司位于中国西部地区, 享受较低的所得税税率, 因而公司实际所得税税率下降。
- 墓园服务方面,**公司上半年出售经营性墓地 6214 座, 较去年同期下降 8%, 主要由于公司在运营层面作出调整, 优化产品结构及销售渠道, 增加小型墓及艺术墓的销量, 并不断提高直营销售团队收益贡献, 代理收入贡献占比由 19% 降至 12%; 该分部经营利润率同比增加 3.4 个百分点至 53.6%, 主要由于经营性墓穴的平均售价同比上升 7%。**殡仪服务方面,**公司主要受益于原有殡仪设施业务量的增加及去年下半年新投入运营的殡仪设施开始提供服务; 该分部经营利润率同比下滑 7.6 个百分点至 6.6%, 主要由于期间大量增加新殡仪设施尚在起步阶段, 需要一定时间来提高盈利能力。**其他收入服务方面,**收益主要来源于向墓园及殡仪馆提供设计服务的收益, 公司去年八月收购一间专门提供设计服务的附属公司, 为该板块提供有效支撑; 该分部盈利能力同比有所提升, 但仍未盈利, 损失主要来自处于试销阶段的火化机业务, 随着火化机业务的逐渐成熟, 该分部利润率有望大幅提升。

盈利预测

- 营收预测。**得益于收并购以及 PPP 等政府合作项目的持续增加、公司墓地业务结构持续优化、殡仪及其他服务业务占比不断增加, 我们预计 2018、2019 及 2020 年公司的营收将分别达到 16.7 亿元、18.7 亿元及 21.0 亿元, 营收增速将分别达到 13.1%、11.8% 及 12.4%。

图表 43: 营收预测

千元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
总收入	1107960	1267655	1477208	1670072	1867536	2098654
增速	39.35%	14.41%	16.53%	13.06%	11.82%	12.38%
墓地服务	960178	1111319	1300495	1447529	1593338	1759043
增速	42.55%	15.74%	17.02%	11.31%	10.07%	10.40%
定制艺术墓	214468	274456	340826	395358	458615	531993
数量(座)	724	812	808	808	808	808
平均售价	296	338	422	489	568	658
成品艺术墓	357018	449208	535795	596018	650732	703767
数量	6692	4404	5315	5740	6085	6389
平均售价	53	102	101	104	107	110
传统成品墓	232943	213343	205457	205457	195184	185425
平均售价	42	41	40	40	40	40
草坪卧碑墓	49590	49000	63724	72952	83515	95608
数量	780	700	782	829	879	931
平均售价	64	70	81	88	95	103
绿色环保墓	12861	15680	24713	37070	51897	74836
数量	2506	980	1901	2852	3992	5589
平均售价	5	16	13	13	13	13
室内葬	11804	14238	20446	19895	20517	21139
数量	1086	1017	8764	1600	1650	1700
平均售价	11	14	2	12	12	12
其他墓地相关服务	65492	76712	87074	95781	105360	115895
墓园维护服务	16002	18682	22460	24999	27517	30379
殡仪服务	140124	142288	157855	194211	224104	272825
占总收入百分比	12.65%	11.22%	10.69%	11.63%	12.00%	13.00%
其他服务	12352	17480	37138	41987	65364	83946
占总收入百分比	1.11%	1.38%	2.51%	2.51%	3.50%	4.00%
分部间抵销	4692	3922	17830	13655	15270	17160

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

估值分析

DCF 估值分析

- 公司净利润。**我们预计公司 2018-2020 年的归属母公司净利润分别为 5 亿、5.92 亿及 6.79 亿人民币, 同比增速分别为 19.9%、18.4%及 14.6%, 每股盈利分别为 0.23 元、0.27 元及 0.31 元, 目前公司股价对应 2018-2020 年市盈率分别为 23.4x、19.8x 及 17.3x,
- DCF 估值。**假设负债率为 20%, 加权资本成本为 8.5%, 永续增长率为 2%, 我们进行 DCF 分析, 得到参考市值 195.44 亿港元, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

图表 44: 自由现金流预测

千元	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	673,768	801,001	931,845	1,065,258	1,212,434	1,379,689	1,567,129	1,778,266	2,019,607	2,283,205
EBIT*(1-所得税率)	553,163	656,821	764,113	846,880	963,885	1,096,852	1,245,867	1,413,722	1,605,588	1,815,148
加: 折旧和摊销	70,619	75,445	80,121	84,872	89,586	88,250	90,805	95,533	97,705	101,154
减: 运营资金的追加	10,034	9,557	12,433	14,453	13,444	14,616	16,170	19,879	21,652	22,363
资本性支出	209,162	209,162	209,162	209,162	209,162	209,162	209,162	209,162	209,162	209,162
FCF	404,587	513,547	622,639	708,138	830,865	961,324	1,111,341	1,280,214	1,472,478	1,684,777

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 45: DCF 估值假设

假定	比率
无风险利率	3.08%
风险溢价	6.00%
债务成本	5.34%
税率	18.00%
Beta	1.07
权益资本成本	9.50%
E/(D+E)	80.00%
D/(D+E)	20.00%
WACC	8.48%
永续增长率	2.00%

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 46: DCF 分析

项目 (千人民币)	数值
预测期自由现金流现值	6,186,680
自由现金流终值	26,537,295
永续自由现金流现值	12,760,416
企业价值	18,947,096
负债	95,020
现金	1,969,966
股权价值	17,072,150
股权价值 (千港元)	19,544,197
股票数量 (摊薄) (千股)	2,231,488.9

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

风险提示

- 外延扩张速度慢于预期。公司并购墓地及殡仪馆的速度不及预期, 且原有项目经营结构调整, 导致营收增速短期内下滑。
- 新项目整合收益不及预期。公司新并购的墓地及殡仪馆需要一定时间来培训运营人员, 或需要对墓地设计、殡仪设施进行一定升级, 导致业绩释放不及预期。
- 殡葬服务业的市场规模预测基于一定的假设条件, 存在假设条件不及预期或市场规模测算偏差的风险。

附录

附一：财务报表预测

图表 47：财务报表预测（千元人民币）

资产负债表						利润表						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
货币资金	1238906	1936992	1969966	2766592	3704288	收益	1267655	1477208	1670072	1867536	2098654	
贸易应收账款净值	62954	47307	53483	59807	67209	销售及服务成本	265870	291716	323424	350006	391367	
存货净值	372407	426381	472726	511579	572034	毛利	1001785	1185492	1346648	1517530	1707287	
短期投资	293850	10000	0	0	0	销售费用	217517	250830	260531	285733	321094	
流动资产合计	1968117	2420680	2496176	3337978	4343531	管理费用	278874	292896	350715	373507	419731	
物业及设备	377429	478753	517646	551813	581254	财务费用	-27471	-29516	-33503	-44068	-65227	
预付租赁款	21620	20016	20016	20016	20016	占合营企业利润	485	398	0	0	0	
其他非流动资产	1569052	1742586	1843800	1943350	2042950	其他利润	23096	13704	13316	13316	13316	
非流动资产合计	1968101	2241355	2381462	2515179	2644220	利润总额	556446	685384	782221	915674	1045004	
资产总计	3936218	4662035	4877638	5853158	6987751	所得税	108508	134611	140018	164821	188101	
贸易及其他应付款	287642	390895	433383	469002	524426	净利润	448505	550173	642203	750852	856904	
短期借款	60450	60500	53000	53000	53000	少数股东损益	109531	132823	141956	158741	178386	
其他流动负债	133084	153200	146653	149676	153215	归属母公司净利润	338974	417350	500247	592112	678518	
流动负债合计	481176	604595	633036	671679	730641	每股收益：（人民币分）						
其他非流动负债	352482	400416	430761	465324	505778	-基本每股收益	16.2	19.6	22.9	27.1	31.1	
非流动负债合计	426002	452936	472781	507344	547798	-稀释每股收益	15.7	19.3	22.4	26.5	30.4	
负债总计	907178	1057531	1105817	1179022	1278439							
母公司所有者权益	2536180	3018163	3043524	3787098	4643889	比率分析	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
少数股东权益	492860	586341	728297	887038	1065423	盈利能力						
所有者权益总计	3029040	3604504	3771822	4674135	5709312	净利率	26.7%	28.3%	30.0%	31.7%	32.3%	
						EBITDA 率	42.7%	44.4%	44.6%	46.9%	48.2%	
						资产获利	ROE	14.8%	15.3%	17.0%	16.1%	15.0%
						能力	ROA	11.4%	11.8%	13.2%	12.8%	12.3%
						收入增长率	14.4%	16.5%	13.1%	11.8%	12.4%	
						归母净利润增长率	19.2%	23.1%	19.9%	18.4%	14.6%	
						成长能力	总资产增长率	10.5%	18.4%	4.6%	20.0%	19.4%
						资产负债率	4.4%	3.8%	3.1%	2.6%	2.1%	
						流动比率	4.09	4.00	3.94	4.97	5.94	
						速动比率	3.32	3.30	3.20	4.21	5.16	
						现金比率	3.19	3.22	3.11	4.12	5.07	
						每股净利润	0.16	0.20	0.23	0.27	0.31	
						每股经营现金流	0.22	0.30	0.06	0.39	0.45	
						每股净资产	1.45	1.69	1.73	2.14	2.62	
						PE	27.16	32.12	23.03	19.46	16.98	
						估值指标	EV/EBITDA	13.13	14.30	13.95	11.12	8.88
						股息收益率	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	

来源：公司年报，中泰证券研究所

附二：公司管理层背景

图表 48：公司管理层背景

白晓江	主席、执行董事、提名委员会主席	60 岁，白先生现任本集团董事会主席、执行董事兼提名委员会主席，并主要负责本集团的整体策略规划及业务发展。白先生自 1996 年起出任上海福寿园主席，并于同一年担任中福的总裁兼主席。白先生目前还担任了中福、上海众福及上海福寿园的董事。自 2011 年 12 月起，白先生开始担任 Chief Union Investments Limited 的董事，并于 2015 年 11 月起担任 Perfect Score 的董事。除此以外，白先生还是现任重庆福寿园集团的董事长和 NGO 1、NGO 2 的发起人之一。白先生已经在中国殡葬服务也累积超过 20 年的从业经验，并在本集团任职超过 20 年。自 1990 年至 1995 年期间，白先生曾担任中国福利企业（中福的前身）华东公司的总经理，并在 1987 年至 1990 年间历任中国康华实业有限公司（中国福利企业华东公司的前身）的技术员、技术部经理、总经理助理、副总经理及总经理等职位。白先生于 1986 年获上海第二工业大学所颁授的计算机科学学士学位。
谈理安	副主席、执行董事	53 岁，谈先生为现任本集团的副主席兼执行董事，主要负责本集团的整体策略规划及业务发展。谈先生自 2006 年 12 月起担任上海福寿园及合肥大蜀山的董事，并自 2011 年 5 月至 2014 年 9 月出任重庆福寿园集团的副主席。谈先生还在 2011 年 12 月至 2014 年 8 月期间担任 FSG Holding 的董事。在加入本集团前，谈先生从 1989 年加入国际济丰集团历任董事及置业包装部门营运总监，并于 2001 年 3 月 2005 年 7 月出任由国际济丰集团和 International Paper Company 的合资公司的行政总裁。谈先生于 1986 年 8 月毕业于加州大学伯克利分校，并获该校所颁授的物理论理学学士学位，并于 1987 年 8 月获南加州大学所颁授的工商管理硕士学位。
王计生	执行董事、总裁	64 岁，王先生现任本集团的执行董事兼总裁，并担任本集团的战略投资发展委员会主席。王先生主要负责本集团的整体管理、业务营运、策略规划及业务发展。自 1996 年起，王先生就开始担任上海福寿园的董事总经理、重庆安乐服务、重庆安乐殡仪服务及山东福寿园的执行董事和重庆福寿园集团董事兼总经理。同时，王先生还是上海福寿园企业管理咨询有限公司的总裁，并且是 NGO 2 的发起人之一。王先生在中国殡葬服务也已经累积超过 24 年的从业经验，并在本集团任职超过 24 年。自 1999 年起，王先生便开始在中国殡葬协会教授各墓园的高级管理层关于殡葬服务业的相关课程。作为中国殡葬服务业的知名人物，王先生现任中国殡葬协会副会长及中国电信殡葬协会公墓工作委员会主任。
葛千松	总裁高级顾问	69 岁，葛先生现任本公司总裁的高级顾问。葛先生自 1995 年起便担任上海福寿园副总经理兼董事会秘书，并担任本集团战略投资发展委员会主任。自 2009 年至 2012 年及 2002 年至 2012 年分别曾任河南福寿园实业有限公司及重庆安乐服务有限公司董事总经理，并且还担任重庆福寿园集团的董事。葛先生拥有超过 44 年的殡葬服务行业从业经验，并在本集团任职超过 23 年。葛先生在 1977 年至 1992 年 3 月期间曾在上海市民政局殡葬管理处历任上海市龙华殡仪馆副主任、主任。在 1991 年至 1993 年期间，葛先生在日本晓奥公司担任副总经理。在 1993 年至 1995 年期间担任日本岛崎株式会社的总经理。葛先生自 2012 年起担任了中国殡葬协会科技文化工作委员会主任一职。葛先生于 1986 年 7 月毕业于上海师范大学，并荣获政治学文凭。葛先生于 2005 年 1 月修完上海交通大学举办的中国 CEO 创新管理高级研修班以及在 2008 年 1 月修完清华大学举办的继续教育课程。
伊华	首席品牌官、文化教育委员会主席	50 岁，伊女士现任本集团年的首席品牌官及文化教育委员会主任，并主要负责公共关系、教育培训及文化品牌建设等工作。伊女士自 1996 年起任职于上海福寿园，并于 2006 年起担任该公司副总经理。伊女士拥有接近 22 年的中国殡葬服务业从业经验，并在本集团任职近 22 年。在加入本集团前，伊女士在 1995 年至 1995 年期间担任香港天和制衣有限公司的公关部经理。自 1993 年至 1995 年期间，伊女士担任好莱坞房地产营销部主任。自 1990 年至 1993 年期间，伊女士担任美国亚太国际集团上海办事处行政助理。自 1988 年至 1990 年期间，伊女士担任上海铅锡材料厂的管理办公室秘书。伊女士还是现任中国殡葬协会专家委员会常务副主任间秘书长。伊女士作为杰出的商业人士多次收获社会给予的表彰及奖项。

袁振宇

首席财务官

43岁，袁先生现任本集团的首席财务官。袁先生拥有超过20年的财务管理经验，具备中国高级会计师、高级经济师、全球特许管理会计师、特许管理会计师公会资深会员及企业法律顾问资格。在加入本集团前，袁先生于1998年7月至2015年4月在宝钢集团及其附属公司担任多个职位。2004年6月至2009年5月，袁先生出任宝钢集团有限公司的资金管理主管，负责公司财务、现金管理、外汇及风险管理、资金预算及控制、企业信用评级及财务分析等工作。袁先生还曾在2009年6月至2015年4月在宝钢资源（国际）有限公司历任财务经理、财务总监及财务总经理，全面负责财务及会计报告、税务柜子、资金管理及贸易结算等工作。袁先生在香港工作多年。对香港资本市场、会计及税务规则及管理十分熟悉，而且还在国际贸易融资、并购融资及债券发行方面拥有丰富经验。此外，袁先生还曾任宝钢资源（国际）有限公司位于香港、新加坡及印度尼西亚的多家附属公司的董事一职。袁先生于1998年7月毕业于东北财经大学，获得经济学学士学位；于2006年3月及2010年11月取得上海财经大学经济学硕士学位及香港浸会大学工商管理硕士学位；于2013年年底在哈佛大学商学院修完第十五期高层管理教育课程。

来源：公司年报，中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

分析师承诺:

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:

- 1、本报告所述所有观点仅代表个人对上述港股、美股等海外市场及其证券的个人理解。
- 2、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，同时在此承诺，在执业过程中，谨守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则。
- 3、本人承诺所有报告内容及研究观点均恪守独立、客观原则，并保证报告内容及研究观点所采用数据均来自公开、权威、合规渠道。
- 4、本人承诺由本人出具的本报告中的内容或观点，不会直接或间接地收到任何形式的补偿，并且不存在任何形式的利益关联。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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，并仅限中国内地使用。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。