

買入

2017年03月21日

全年業績略超預期，2017年穩中求進

- **利潤率改善明顯，業績略超預期：**公司 2016 年錄得收入 12.68 億元人民幣（下同），同比增 14.4%，毛利率回升 1.5 個百分點到 79.1%，主要因為期內新增項目較少而可比專案的管控效率提升。公司費用率下降 1.9 個百分點到 39.2%，財務成本僅上升 6%到 826 萬元，期內聯營公司錄得收益 48 萬元，年內有效稅率 19.5%維持穩定（2015 年 20.5%）。公司全年淨利潤為 4.48 億元，同比增 23%，淨利潤率為 35.4%，其中歸屬股東利潤 3.39 億元，同比增 19.2%。2016 全年維持 28.5%的分派比例，擬每股派息 52 港仙。
- **火化機業務已起步：**公司生產火化機具備環保，節能，高自動化的特點，而運營中的大多數火化機設備老舊，污染嚴重，自動化程度低。新環保法的執行將加快老舊火化機的更新換代。目前公司火化機已開始在福壽園江西項目，重慶項目以及上海某些殯儀館內開始試運行，並已簽署對蒙古及俄羅斯的出口訂單。
- **殯儀生前協議為新的藍海市場：**殯儀服務的生前協定開展有利於殯儀服務公司鎖定客源，對用戶來說既尊重其臨終意願又加強了用戶關懷。生前協議的滲透率在美國為 90%，在日本為 70%，在中國基本處於空白狀態。公司目前在多個地區已進入試銷售階段。公司作為行業龍頭在這一領域將致力於產品創新以及資源整合（與政府合作建立行業標準，與保險企業合作進行產品設計與銷售），預計憑藉創新和資源整合能力將成為此領域的領導者。
- **2017 年收入增長穩中求進：**我們預計，憑藉內部管控的加強，2016 年部分表現不佳的專案 2017 將錄得恢復，次新項目將逐步成熟，旗艦項目包括上海及合肥福壽園將錄得單價的持續提升。我們預計憑藉現有業務的良性發展，公司 2017 年收入增長可達 15%左右，綜合考慮到火化機業務發展以及潛在並購，公司收入增速可能高於 15%。利潤率方面，根據往期經驗，公司可比專案的利潤率都能逐步改善，而新並購及新業務可能會暫時拖累利潤率。
- **目標價 6.6 港元，維持買入評級：**我們認為公司目前估值具備吸引力，並已納入深港通標的，採用 FCFE 的估值方法，維持公司每股目標價 6.6 港元。

王師奮

+852 2532 1960

Lucas.wang@firstshanghai.com.hk

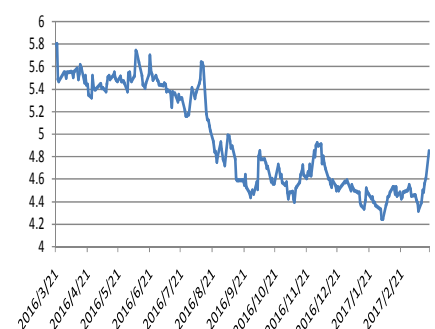
主要資料

行業	殯葬服務
股價	4.85 港元
目標價	6.60 港元 (+36%)
股票代碼	1448
已發行股本	21.03 億股
市值	102 億港元
52 周高/低	5.98/4.20 港元
每股資產淨值	1.36 港元
主要股東	China Union: 23.1% FSG Holdings : 17.8% 陽光人壽 : 7.2% 管理層及相關人事 : 23.5%

盈利摘要

年結日: 31/12	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入(人民币千元)	1,107,960	1,267,655	1,474,283	1,699,848	1,959,925
變動(%)	39.3%	14.4%	16.3%	15.3%	15.3%
歸屬股東淨利(人民币千元)	284,444	338,974	394,383	451,380	510,522
變動(%)	23.5%	19.2%	16.3%	14.5%	13.1%
EPS(人民币元)	0.14	0.16	0.19	0.22	0.24
市盈率@4.85(倍)	31.5	26.6	22.9	20.0	17.7
每股股息(港元)	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08
息率(%)	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.6%

股價表現



來源: 彭博

來源: 公司資料, 第一上海

附錄 2：主要財務報表

損益表						財務分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	1,107,960	1,267,655	1,474,283	1,699,848	1,959,925	增長率 (%)					
墓地服务	960,176	1,103,024	1,283,641	1,480,891	1,668,737	收入	39.3%	14.4%	16.3%	15.3%	15.3%
殡仪服务	140,124	147,130	161,843	178,028	201,171	经营利润	35.5%	20.8%	14.8%	13.2%	14.8%
配售服务	12,352	9,882	10,376	10,894	11,439	净利润	28.1%	22.8%	14.9%	14.5%	13.1%
销售成本	-248,161	-265,303	-312,548	-367,167	-423,344	归属股东净利润	23.5%	19.2%	16.3%	14.5%	13.1%
毛利	859,799	1,002,352	1,161,735	1,332,681	1,536,581	利润率 (%)					
其他收入	63,183	58,823	64,705	71,176	78,293	毛利率	77.6%	79.1%	78.8%	78.4%	78.4%
销售成本	-205,442	-217,517	-253,577	-294,074	-339,067	经营利润	42.2%	44.6%	44.0%	43.2%	43.0%
管理成本	-250,135	-278,874	-324,342	-375,666	-433,143	有效税率	20.5%	19.5%	19.5%	18.7%	20.0%
经营利润	467,405	564,784	648,521	734,117	842,664	净利率	33.0%	35.4%	35.0%	34.7%	34.0%
财务成本	-7,799	-8,256	-8,834	-9,452	-10,114	偿付能力					
税前利润	459,606	557,013	640,415	725,756	834,187	资产负债率	5.8%	4.3%	3.7%	3.6%	3.2%
税项	-94,437	-108,508	-124,881	-135,716	-166,837	利息覆盖率(倍)	62.7	69.2	74.0	77.9	81.0
少数股东权益	80,725	109,531	121,150	138,659	156,827	回报率 (%)					
归属股东净利	284,444	338,974	394,383	451,380	510,522	ROE	13.5%	14.2%	14.7%	16.0%	16.3%
EPS (元)	0.14	0.16	0.19	0.22	0.24	ROA	8.8%	9.0%	9.6%	10.3%	10.5%
每股派息 (港币)	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08	派息比例	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
资产负债表						现金流量表					
<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>						<人民币千元>, 财务年度截至<十二月>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金	1,276,761	1,238,906	1,387,575	1,387,575	1,526,332	税前利润	459,606	557,013	640,415	725,756	834,187
贸易及其他应收款项	34,846	62,954	66,102	69,407	72,877	利息费用净值	-31,530	-32,920	-36,460	-40,371	-44,691
存货	339,522	372,407	409,648	430,130	494,650	物业设备折旧	25,292	34,189	35,808	37,599	39,479
总流动资产	1,651,129	1,968,117	2,171,867	2,198,740	2,408,603	墓园资产摊销	29,484	30,305	33,040	35,158	37,983
物业及设备	361,314	377,429	396,300	416,115	436,921	期权费用	29,370	30,839	33,999	37,484	41,327
墓园资产	1,048,331	1,104,531	1,242,597	1,255,023	1,443,277	其他调整项	636	668	736	812	895
土地按金	98,158	49,329	51,795	54,385	57,104	运营资产变动	-53,539	-56,216	-64,648	-74,346	-85,497
无形资产	282,049	304,669	319,902	335,898	352,692	已付税项	-92,741	-108,508	-124,881	-135,716	-166,837
其他	122,584	132,143	138,750	145,688	152,972	经营现金流	366,578	455,369	518,009	586,376	656,844
总资产	3,563,565	3,936,218	4,321,212	4,405,849	4,851,570	投资物业购置净值	-47,994	-50,394	-52,913	-55,559	-58,337
贸易及其他应付款项	277,908	287,642	293,395	337,404	340,778	关联公司投资	-	-	-	-	-
借款	63,450	60,450	63,473	66,646	69,978	已收利息	38,937	41,176	45,294	49,823	54,805
所得税负债	126,059	114,884	120,628	144,754	151,992	支付按金	-93,658	-98,341	-103,258	-108,421	-113,842
其他	15,694	18,200	19,110	20,066	21,069	收购附属公司	-259,057	-272,010	-296,491	-323,175	-352,261
总流动负债	483,111	481,176	496,606	568,870	583,817	其他	-19,662	-20,645	-21,677	-22,761	-23,899
递延收入	198,450	223,070	234,224	245,935	258,231	投资现金流	-381,434	-400,213	-429,046	-460,093	-493,533
借款	104,020	73,520	60,970	55,497	49,541	发行股份所得收入	-	-	-	-	-
非控股权益贷款	38,173	34,360	34,704	35,051	35,401	计息负债贷款净额	119,520	214,673	221,113	227,746	234,579
其他	90,042	95,052	97,130	102,918	105,199	股息支出	-131,423	-144,565	-166,250	-191,188	-219,866
总负债	913,796	907,178	923,633	1,008,270	1,032,190	利息支出	-8,156	-8,972	-9,869	-10,856	-11,941
股东权益	2,235,929	2,536,180	2,818,112	2,818,112	3,140,790	其他	14,919	-	-	-	-
少数股东权益	413,840	492,860	579,467	579,467	678,590	融资现金流	-5,140	61,136	44,994	25,703	2,772
负债&股东权益	3,563,565	3,936,218	4,321,212	4,405,849	4,851,570	现金变动	-19,996	120,922	133,958	151,986	166,082
						初期现金	1,296,757	1,276,761	1,397,683	1,531,641	1,683,627
						末期现金	1,276,761	1,238,906	1,387,575	1,387,575	1,526,332

資料來源：公司資料、第一上海預測

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號

永安集團大廈 19 樓

電話: (852) 2522-2101

傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人一般閱覽。未經第一上海書面批准，不得複印、節錄，也不得以任何方式引用、轉載或傳送本報告之任何內容。本報告所載的內容、資料、資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請或要約或構成對任何人的投資建議。閣下不應依賴本報告中的任何內容作出任何投資決定。本報告的內容並未有考慮到個別投資者的投資取向、財務情況或任何特別需要。閣下應根據本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素作出本身的投資決策。

本報告所載資料來自第一上海認為可靠的來源取得，但第一上海不能保證其準確、正確或完整，而第一上海或其關連人仕不會對因使用/參考本報告的任何內容或資料而引致的任何損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其它與本報告不一致或有不同結論的報告或評論或投資決策。本報告所載內容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其關連人仕可能會持有本報告內所提及到的證券或投資專案，或提供有關該證券或投資專案的證券服務。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。