

福成深度报告二：3个100亿支 撑市值翻倍

投资评级：买入（维持）

2016年10月13日

投资要点

- **殡葬业17年规模近千亿，有望保持16%高增速，四类主要子行业中，葬业-墓地服务业规模最大，2017年行业规模接近600亿，+17%；**经营性公墓牌照一照难求，需经逐步审批程序，近年来鲜有新牌照，只出不进；行业集中度较低，殡葬CR5仅3.2%，墓地CR5仅4%，跑马圈地刚开始，类比房地产早期。
- **福成股份是殡葬行业未来绝对龙头。3个100亿值得关注-第一个100亿：120亿市值有140亿净利润，30年之内开发完毕。**宝塔陵园规划一期12.5万个墓穴，4万个骨灰格位。共3期，全部建成后40万个墓穴，1H16年墓穴单价6.6万元(+30%)。按照7万元均价（未来年均涨幅20%+）*40万个=280亿，净利润率50%，将达140亿。计算较为保守，公司费用率目前接近30%，随着收入规模增加，费用率逐步下降为15%较为合理，净利润率有望提升至65%，利润155亿。
- **第二个100亿：100亿产业基金并购各地经营性墓地牌照，第一期10亿已有宜兴龙墅收购项目落地，不排除近期继续拓展。**通过对宜兴项目的调研我们了解到该项目每年至少贡献利润4000-6000万，公司收购估值5-7xPE，产业基金还有8亿规模，加上上市公司自有资金，我们猜测第一期基金后续并购利润不低于1.5亿，后续基金规模还有90亿，行业集中度极其分散外延拓展空间巨大。参照福寿园的扩张模式，殡葬行业未来发展靠外延并购各地区墓地稀缺牌照，并购牌照的优点是可以持续参与当地政府招拍挂，并非一次性拿地收益。原牌照主早年拿地手续证件不齐备导致目前需要补充土地保证金，资金不足。福成是A股唯一可以资产证券化平台，流动性好，换股收益更明显。
- **第三个100亿：大股东手中100亿现金，公司现金充沛。**1H2016账面现金5亿+出售燕郊奶牛场1.6亿+大股东福成集团现金100亿，有充足资金作为产业基金劣后端。
- **未来聚焦殡葬主业，其他业务陆续剥离。**2015年起餐饮门店缩减，1H16关停15家门店，16年9月出售燕郊奶牛养殖，未来非殡葬主业不排除全部剥离。
- **盈利预测与投资建议：**A股稀缺殡葬业标的+外延扩张持续并购+内生增长量价齐升+墓地牌照资产化唯一平台（可换股），参考美股SCI和港股福寿园均30xPE，给予50xPE。预计16-18年摊薄EPS分别为0.24、0.41、0.74元。分业务预测：预计16-17年牛肉+食品业务贡献0.9亿和1亿利润，给予17年20xPE，市值20亿。预计殡葬业16年净利1亿利润，同时假设外延并购2亿利润，16年备考利润3亿，17年并购基金继续扩大规模至30亿以上，17年备考5亿利润。给予50xPE，对应250亿市值，合计270亿市值，买入。
- **风险提示：**并购进程不达预期，食品安全风险。

证券分析师 马浩博

执业资格证书号码:S0850513090003

mahb@research.dwstock.com.cn

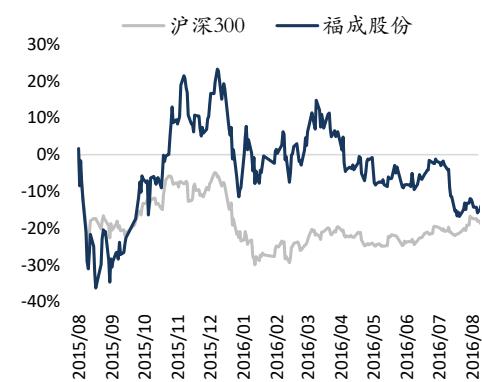
021-60199762

证券分析师 汤玮亮

执业资格证书号码:S0600516070002

tangwl@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	15.44
一年最低价/最高价	8.81/17.04
市净率	7.38
流通市值 (亿)	56.70

基础数据

每股净资产	1.95
资产负债率	23.11
总股本 (百万股)	818.70
流通股A股 (百万股)	380.05

相关研究

1. 中报殡葬业务单价提升明显，期待外延并购打开市值空间-160830
2. 10亿并购基金打开殡葬业务外延扩张空间-151224
3. 收购澳洲牛肉养殖业务第一单，具有全产业链的开创意义-151125

目录

1. 逝有所安，千亿规模殡葬行业增长势头仍劲	5
1.1. 殡葬行业规模 17 年过千亿，六成来自墓地服务业	5
1.2. 量价齐升，行业上升势头仍足	7
1.2.1. 量的驱动力：老龄化+死亡人口加剧	7
1.2.2. 价的驱动力：人均可支配收入增加+城市化率提高	8
1.3. 一照难求，经营性公墓审批制度严格	9
1.4. 供给乏力，墓地供应稀缺行业分散缺乏领军者	10
2. 看好福成股份并购布局殡葬业，3 个 100 亿值得关注	11
2.1. 第一个 100 亿：120 亿市值有 140 亿净利润，30 年之内开发完毕	11
2.2. 第二个 100 亿：100 亿元产业基金，一期 10 亿已有项目落地	12
2.3. 第三个 100 亿：大股东手中 100 亿现金，公司现金充沛	16
2.4. 重心明确，未来聚焦殡葬主业，剥离非核心业务	17
3. 盈利预测与投资建议	20
4. 风险提示	21

图表目录

图表 1: 殡葬业细分子行业及市场格局.....	5
图表 2: 殡葬业行业规模 17 年近千亿.....	6
图表 3: 墓地服务业占比近六成.....	6
图表 4: 墓地服务业行业规模 17 年近 600 亿.....	6
图表 5: 墓地服务业增速最快.....	6
图表 6: 地葬和墓地销售是主流.....	7
图表 7: 大众服务市主流, 高端服务增速快.....	7
图表 8: 老龄化人口 17 年接近 2 亿.....	8
图表 9: 65+ 岁人口涨幅远超其他年龄段人口涨幅.....	8
图表 10: 2015 年起我国年死亡人数达千万.....	8
图表 11: 城乡居民收入持续增长.....	9
图表 12: 每场葬礼人均花费持续增长.....	9
图表 13: 经营性公墓 V.S. 公益性公墓.....	9
图表 14: 建设经营性公墓审批复杂.....	10
图表 15: 一线城市墓地供应更为稀缺.....	10
图表 16: 2012 年我国墓地服务业 CR5 仅 4%	11
图表 17: 15 年墓穴销售收入同比 +32.8%	11
图表 18: 14-16 年墓穴均价 CAGR28.5%	11
图表 19: 1H2016 公司毛利率高于福寿园.....	12
图表 20: 1H2016 墓穴销售毛利率远超公司其他细分产业.....	12
图表 21: 第一单并购项目宜兴龙墅落地.....	12
图表 22: 2014 年以后福寿园部分并购项目	13
图表 23: 福寿园以收购模式参与的部分项目	13
图表 24: 福寿园以战略合作/合作开发模式参与的部分项目	14
图表 25: 福寿园外延式扩张布局全国	15
图表 26: 福寿园墓地服务营收四年 CAGR 达 27%	16
图表 27: 外延扩张贡献营收增长	16
图表 28: 福寿园现金流强劲	16
图表 29: 福寿园经营现金流及投资现金流	16
图表 30: 福成账面现金持续增长	17
图表 31: 13-16 年福成经营活动产生的现金流	17
图表 32: 营收持续向好	18
图表 33: 净利润有所下滑	18
图表 34: 经营效率提高	18
图表 35: 1H2016 福成股份细分主营业务构成	18
图表 36: 15 年福成主营业务占比	19
图表 37: 1H2016 福成主营业务占比	19
图表 38: 15 年起福成缩减餐饮门店数量	19
图表 39: 15 年起福成餐饮毛利率上升	19
图表 40: 福成餐饮营业收入成本降幅超过营业收入	20

图表 41: 牛奶业务营业成本涨幅超过收入涨幅.....	20
图表 42: 牛奶业务毛利率持续下滑.....	20
图表 43: 福成股份三年预测财务报表.....	22

1. 逝有所安，千亿规模殡葬行业增长势头仍劲

1.1. 殡葬行业规模 17 年过千亿，六成来自墓地服务业

殡葬业由前后端相连两条产业链串联，一者为“殡”，殡者，停柩待藏也；一者为“葬”，葬者，藏也。结合 Euromonitor 欧瑞咨询对我国殡葬类业务的分类，我们认为殡葬业主要分为：

图表 1：殡葬业细分子行业及市场格局

殡葬业	子行业	主要内容	市场格局
殡业	遗体处理	主要指遗体处理,包括火化服务和骨灰安置服务。	遗体处理包括火化服务仍旧仅由政府机关可以提供,且价格受到严格管制,私营企业参与度很低。
	殡仪服务	1) 遗体处理、转移和遗容整理等;2) 出殡仪式,指出殡仪式的举行(包括其他仪式相关服务,如仪式设计和规划服务,指导服务、操办服务等);3) 灵堂租赁,指为举行出殡仪式和纪念仪式的场所租赁。	一般由相应地区殡仪馆提供,由殡仪馆提供围绕逝者的一系列服务,比如遗体处理、转移和遗容整理、灵堂搭建、仪式操办和遗体火化,售卖寿衣、骨灰盒等殡葬用品等;2004 年起,国家出台相关法规,殡葬用品生产、流通和殡仪服务向市场放开,殡仪馆一家独霸的局面被打破,“丧事一条龙”产品和服务店开始涌现,以私营企业和小型公司为主,很多地区都有殡葬用品一条街,比如西安的八仙庵,北京的马驹桥等,目前市场成熟度较低,专业度和服务质量都较低,中国生命集团、安贤园、富贵生命等外资背景公司也有进入这个市场的规划。
	其他产品及服务	1) 骨灰盒,或者用于出殡仪式或者火葬的棺材;2)花,指在仪式过程中使用的花(包括单束花,花圈和其他形式);3) 装饰,指用于出殡仪式或者纪念仪式的所有装饰品(包括黑纱,照片和挽联等);4) 其他产品;5) 其他服务,指有合法登记的殡葬服务提供商提供的且不属于以上类别及子类别的所有其他殡葬服务,如落葬后续追悼服务等。	
葬业	墓地服务	1) 地葬和墓地销售服务(包括墓地销售、墓地设计及规划、牌匾和墓石生产及安装;2) 其他形式安葬服务(包括墙葬,花葬,树葬,草坪葬,海葬等)。	是最早允许民营资本进入的殡葬业子行业。国家控制公墓的牌照,可以授予民营公司参与,目前民营企业参与度较高,但 2008 年《关于进一步规范和加强公墓建设管理的通知》强调要严格经营性公墓审批后,牌照审批有进一步收紧的趋势,比如南京已有将近 20 年没有审批过公墓,杭州到 2020 年不会再审批公墓,有实力的上市公司如福成股份和福寿园等,通过并购墓地牌照和经营权的方式曲线进入。

资料来源：Euromonitor, 中国殡葬业调查报告, 东吴证券研究所

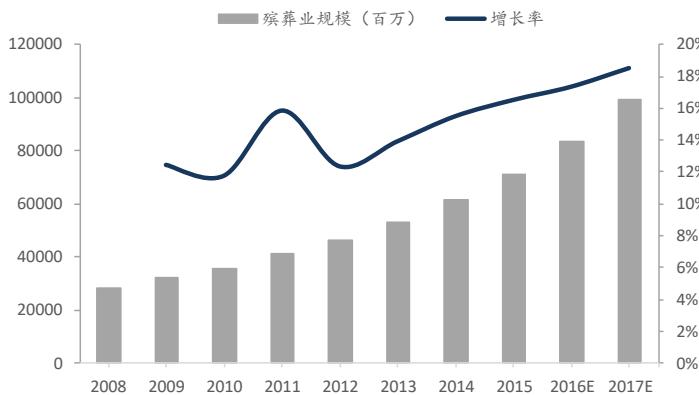
纵观殡葬业,我们可以发现行业状况呈现两极化-极端垄断与极端无

序：一头是遗体处理行业火化环节的极端垄断，目前牌照严格由政府管控，加上墓地服务业牌照的政府审批制度，一照难求；一头是殡仪服务和相关产品服务的极端分散，除公立背景殡仪馆外，行业内不计其数的个体户、夫妻店、小型公司提供同质化产品和服务，并未出现领军品牌和龙头企业。

行业规模 2017 年接近千亿，2008-2012CAGR 达 13.1%，预计行业增长提速，2013-2017CAGR 达 16.4%。据 Euromonitor 统计，我国殡葬行业规模在 2012 年达到了 465.2 亿，并且预计 2017 年有望上升至千亿规模。

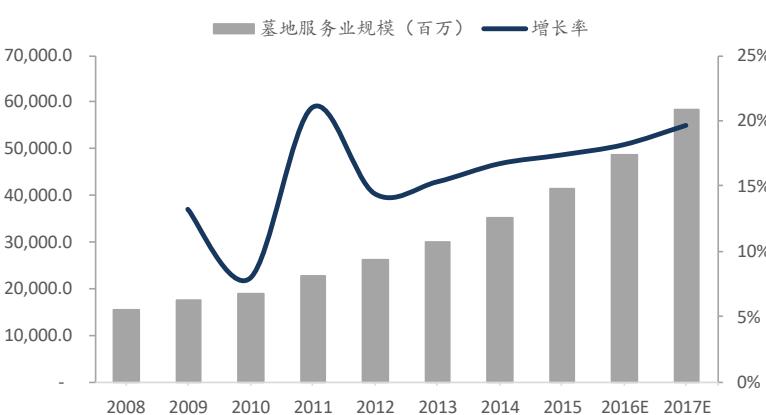
四类主要子行业中，葬业-墓地服务业规模最大，2017 年行业规模接近 600 亿，增速最高，预计 2013-2017CAGR 达 17.4%。2015 年占行业规模 58%，达 412.8 亿元，2008-2012CAGR 达 14%；殡业中规模最大的子行业为其他产品和服务业，规模达 164.9 亿，占比 23%。

图表 2：殡葬业行业规模 17 年近千亿



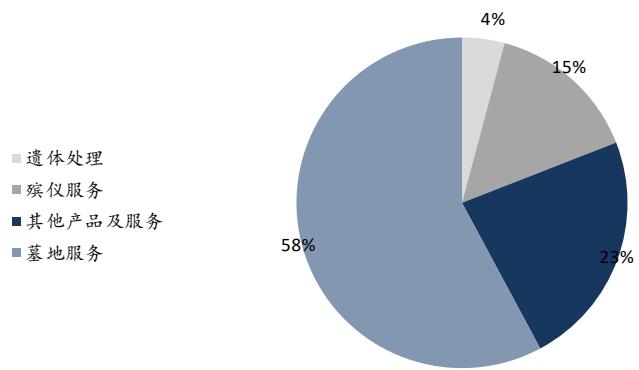
资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

图表 4：墓地服务业行业规模 17 年近 600 亿



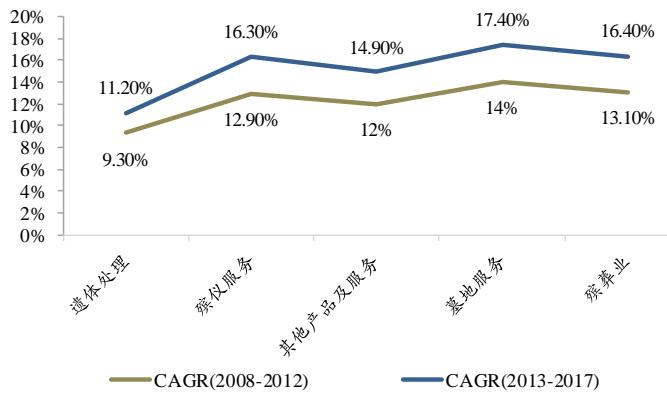
资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

图表 3：墓地服务业占比近六成



资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

图表 5：墓地服务业增速最快

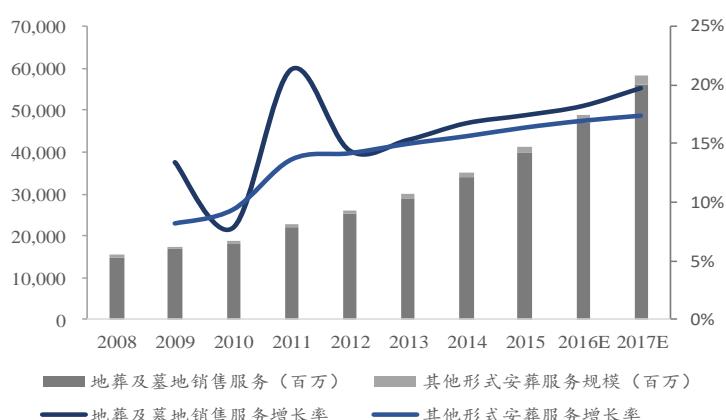


资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

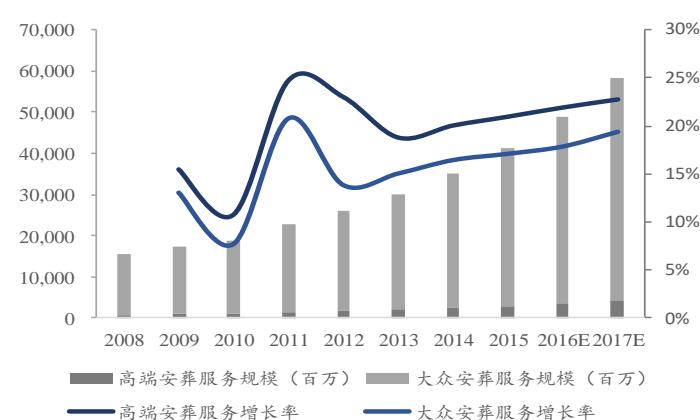
墓地服务业中，我国地葬和墓地销售服务占绝对比例，2015 年占墓地服务行业规模的 96.3%，达 397.7 亿，其他形式安葬服务（包括墙葬，花葬，树葬，草坪葬，海葬等）占比很低，2015 年比重仅 3.7%。

墓地服务的选择方面，按人均可支配收入以及可接受殡葬服务价格的水平分，可分为高端服务和大众服务，各地高端客户可接受的价位范围主要取决于所处地理位置，但衡量标准为高端殡葬相关产品和服务价格至少高过大众产品和服务价格的一倍。2015 年大众服务占比 92.8%，规模达 93%，远超高端服务。但伴随人均可支配收入的增加，高净值人群的增加带动对高端消费需求，高端服务增速较快，08-17 年 CAGR 达 19.7%，同期大众服务 CAGR15.6%。

图表 6：地葬和墓地销售是主流



图表 7：大众服务市主流，高端服务增速快



资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

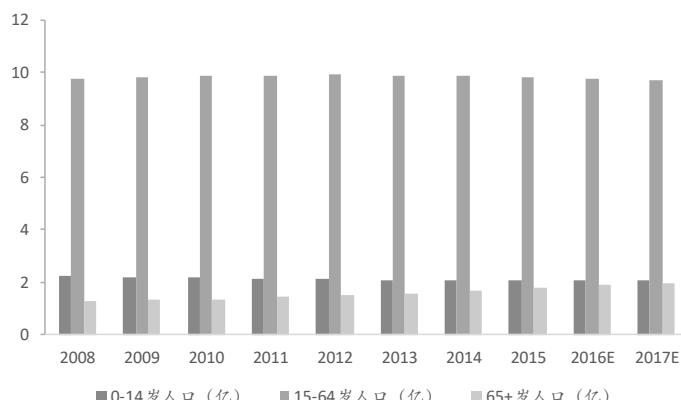
资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

1.2. 量价齐升，行业上升势头仍足

1.2.1. 量的驱动力：老龄化+死亡人口加剧

老龄化和死亡人口增高驱动墓地服务行业规模增长。人口老龄化加剧，根据 Euromonitor 统计，2012 年我国 65+的老人数量以 5.1% 的速度增长，远超同期 0-14 岁人口增长率 (-1.3%) 和 15-64 岁人口增长率 (0.2%)，2012 年 65+ 人群达 1.5 亿，并且 5% 以上的高增长率预计将继续，2017 年老龄化人口将达到 2 亿，在总人群的比重将达到 14.4%，比 2012 年的 11.1% 上升 3.3%。

图表 8：老龄化人口 17 年接近 2 亿

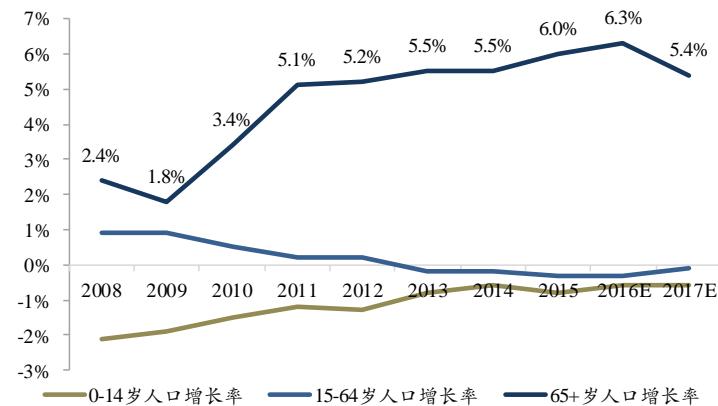


资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

伴随着老龄化加剧而来的是年死亡人数的增加，据 Euromonitor 数据，2008 年我国的死亡率为 7.1‰，2012 年上升至 7.2‰，预计这一数字在 2017 年将达到 7.6‰，届时我国年死亡人数将超过 1000 万人。根据殡葬绿皮书：中国殡葬事业发展报告（2014-2015），2020 年以后，我国每年死亡人口将达到 1555 万人。

图表 10：2015 年起我国年死亡人数达千万

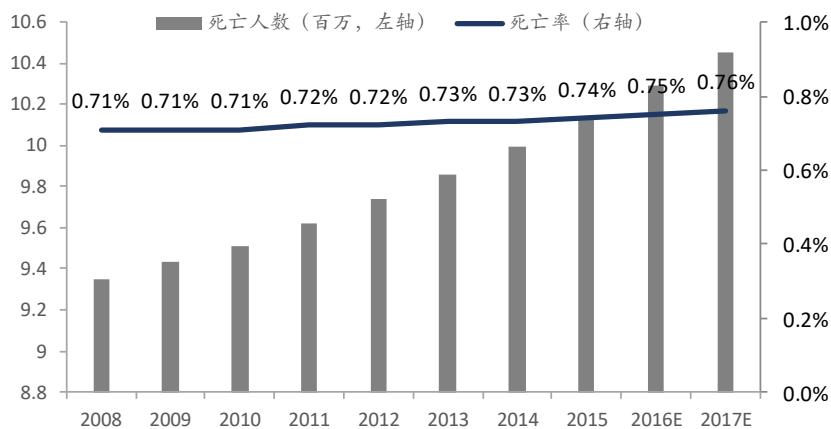
图表 9：65+岁人口涨幅远超其他年龄段人口涨幅



资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

伴随着老龄化加剧而来的是年死亡人数的增加，据 Euromonitor 数据，2008 年我国的死亡率为 7.1‰，2012 年上升至 7.2‰，预计这一数字在 2017 年将达到 7.6‰，届时我国年死亡人数将超过 1000 万人。根据殡葬绿皮书：中国殡葬事业发展报告（2014-2015），2020 年以后，我国每年死亡人口将达到 1555 万人。

图表 10：2015 年起我国年死亡人数达千万



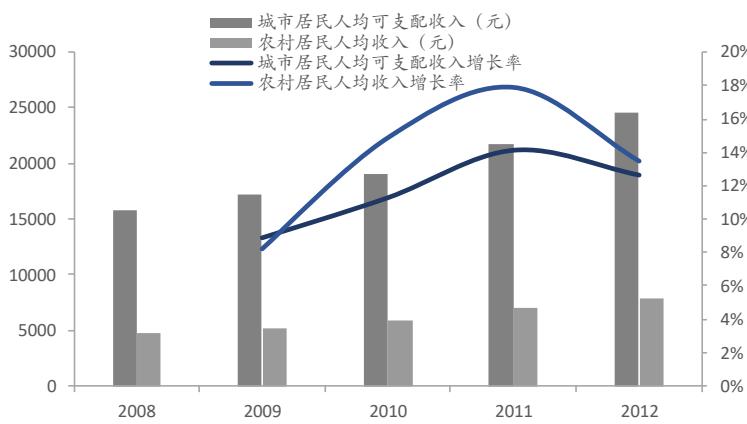
资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

1.2.2. 价的驱动力：人均可支配收入增加+城市化率提高

墓地价格根据地理位置有很大不同，但随着房地产价格的上涨，墓地价格也随之上涨；另一方面严格的牌照审批制度使得阴宅用地供不应求，价格更是飞速上涨。

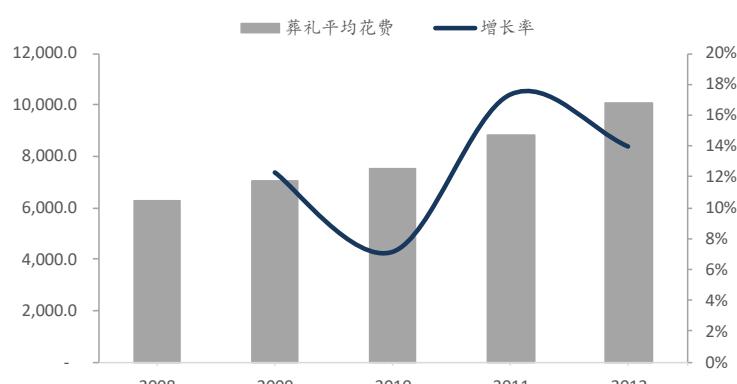
人均可支配收入水平增加和城市化率的提高驱动殡葬行业消费。伴随着收入水平的增长，加上中国传统的孝道及深入人心的“厚葬”观念，国人更倾向于在殡葬服务上扩大消费；另外伴随着城镇化进程，城市人口对于经营性墓地等殡葬相关服务的追求以及消费升级将会进一步刺激殡葬行业消费，2012 年每场葬礼人均花费达 10078 元，且仍继续上涨。

图表 11：城乡居民收入持续增长



资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

图表 12：每场葬礼人均花费持续增长



资料来源：Euromonitor, 东吴证券研究所

1.3. 一照难求，经营性公墓审批制度严格

按经营性质划分，我国公墓可分为经营性公墓和公益性公墓，根据中国殡葬业调查报告，截至 2013 年，全国有 1506 座公墓，其中一半是公益性的公墓，属于事业单位，运营和管理意识相对落后。

图表 13：经营性公墓 V.S. 公益性公墓

公墓性质	定义和特征	审批过程	经营权所属	部分省 市数量
经营性	指为城镇居民提供遗体或骨灰安葬的公共墓地，为有偿服务属于第三产业	复杂 《殡葬管理条例》第二章第八条指出，建设公墓，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。	1) 当地民政部门独资创办和经营； 2) 公私合营； 3) 完全私营； 其中，民政部门单独掌握经营权占据多数	北京 34 座经营性公墓； 上海 44 座经营性公墓
公益性	指主要面向农村人口，专为农村人民提供殡葬服务的公共墓地 不得对外经营	简单 农村为村民设置公益性墓地，经乡级人民政府审核同意后，报县级人民政府民政部门审批。	政府部门	

资料来源：公墓管理暂行办法，东吴证券研究所

殡葬行业准入门槛高，经营性公墓牌照制度审批复杂，需要经过一系列从县级，市级到省级的审批程序。2008 年《关于进一步规范和加强公墓建设管理的通知》强调要严格经营性公墓审批后，牌照审批有进一步收紧的趋势，近年来鲜有新牌照。比如南京已有将近 20 年没有审批过公墓，杭州到 2020 年不会再审批公墓。

图表 14: 建设经营性公墓审批复杂



资料来源：殡葬管理条例,东吴证券研究所

1.4. 供给乏力，墓地供应稀缺行业分散缺乏领军者

需求强劲但供给不足，墓地供应较为稀缺。由于我国庞大的人口需求，墓地审批牌照的限制和土地资源的稀缺，墓地规划面积先天不足，根据《殡葬绿皮书（2012-2013）》的数据，全国大部分城市现存墓位都将在 10 年内消化完毕，这一情况在寸土寸金的一线城市更加明显。

现存公墓用地多以划拨方式取得，2008 年起，按照民政部《关于进一步规范和加强公墓建设管理的通知》，国土资源部门要严格公墓建设用地的管理，依法办理农用地转用和土地征收手续。经营性公墓用地必须通过招标拍卖挂牌出让的方式确定土地使用者。林业部门要从严审核公墓建设征用占用林地。未来公墓用地来源多是招拍挂牌出让以及荒山荒林再利用，土地稀缺性加重，用地成本可能提高。

图表 15: 一线城市墓地供应更为稀缺

一线城市	墓地供应
北京	2012 年北京 33 家公墓共占地 11379 亩，已使用过半，每年使用 300 亩左右，预计现存墓地数量可供继续使用年数不足 20 年。
上海	约有 7500 亩土地供应，已经使用大半，仅存 2000 余亩。
广州	近年来加快墓园建设，预计建成后墓位供应将增加，全市共有 10 所墓园，年销售约 6000 个墓位，存量相对充足。

资料来源：中国殡葬事业发展报告，上海市民政局，东吴证券研究所

行业集中度低，行业内跑马圈地刚刚开始，类比房地产行业早期。

由于殡葬业的一大意义是使得后人可以就近缅怀先人，加上落叶归根的传统思想，所以行业区域壁垒明显，加上牌照审批限制，很难推行连锁模式，因此我国殡葬行业集中度较低，CR5 仅 3.2%，墓地服务业 CR5 仅 4%，对比美国，最大的殡葬业公司 SCI (Service Corporation

International) 行业份额高达 16%，我国殡葬行业极度缺乏类似的领军人者。

图表 16: 2012 年我国墓地服务业 CR5 仅 4%

殡葬行业	市场份额	墓地服务业	份额
福寿园	1.0%	福寿园	1.5%
广州殡仪馆	0.7%	上海松鹤墓园公墓	0.8%
上海龙华殡仪馆	0.6%	上海海湾寝园	0.7%
上海松鹤墓园公墓	0.5%	西上海集团	0.5%
上海海湾寝园	0.4%	上海至尊园	0.5%
其他	96.8%	其他	96.0%

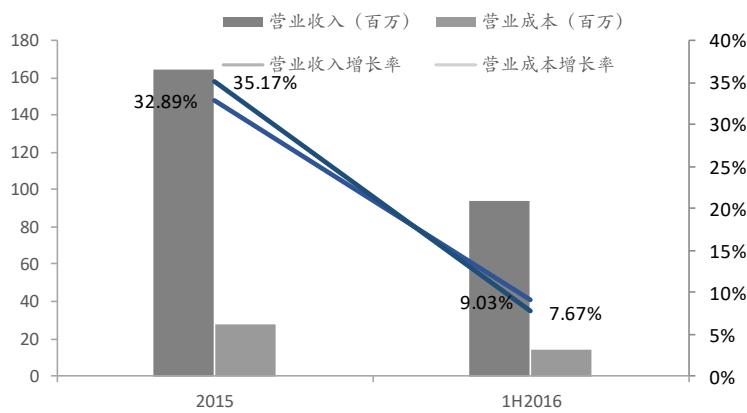
资料来源: Euromonitor, 东吴证券研究所

2. 看好福成股份并购布局殡葬业, 3 个 100 亿值得关注

2.1. 第一个 100 亿: 120 亿市值有 140 亿净利润, 30 年之内开发完毕

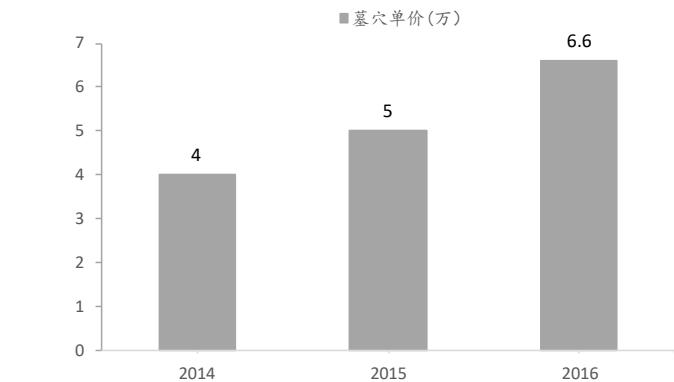
宝塔陵园的规划一期 12.5 万个墓穴, 4 万个骨灰格位。一共 3 期, 全部建成后 40 万个墓穴。墓穴销售良好, 量价齐升, 2015 年墓穴销售收入达 1.64 亿, 同比+32.8%; 销量攀升, 2015 年共销售墓穴 3353 个, 同比+41%。14-16 年墓穴平均单价 CAGR 约 28.5%, 1H2016 年墓穴单价 6.6 万元 (同比+30%)。

图表 17: 15 年墓穴销售收入同比+32.8%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

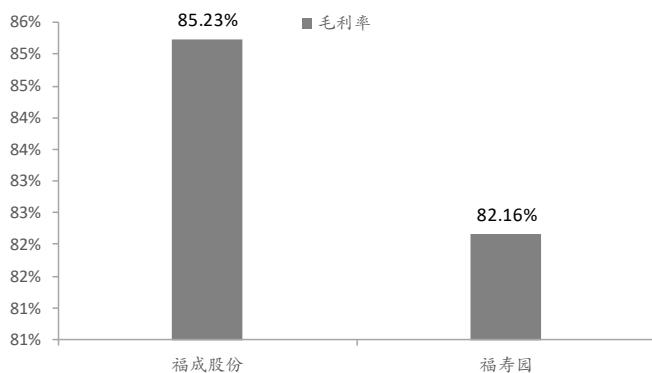
图表 18: 14-16 年墓穴均价 CAGR28.5%



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

公司毛利 (1H2016 为 85%) 高于行业平均水平 (80%), 也高于福寿园 (1H2016 为 82%); 公司内部横向比较, 1H2016 墓穴销售毛利率 (85%) 远超公司其他细分产业如牛肉 (16.64%), 牛奶 (11.32%) 和速食品 (20.04%)。

图表 19: 1H2016 公司毛利率高于福寿园



资料来源: Wind 资讯,东吴证券研究所

图表 20: 1H2016 墓穴销售毛利率远超公司其他细分产业



资料来源: Wind 资讯,东吴证券研究所

陵园总规划 2000 亩，一期规划 765 亩，12.5 万个墓穴。总共计划三期-“七星园”、“八德园”、“九州园”，全部建成完毕后墓穴数量达 40 万个。按照 7 万元均价（我们预计墓穴价格仍会保持 20% 以上涨幅）*40 万个=280 亿，预计毛利将达 238 亿，净利率 50%，将达 140 亿。计算较为保守，公司费用率目前接近 30%，随着收入规模增加，费用率逐步下降为 15% 较为合理，净利率有望提升至 65%，利润 155 亿。

2.2. 第二个 100 亿：100 亿元产业基金，一期 10 亿已有项目落地

公司与和辉共同设立产业并购基金，规模共 100 亿。本期规模为 10 亿元，分两期完成，其中福成出资 4.5 亿元，占比 45%，并购基金广泛接触潜在标的，第一单外延并购已经于 9 月份落地，不排除近期继续拓展。通过对宜兴项目的调研我们了解到该项目每年至少贡献利润 4000-6000 万，第一期基金还有 8 亿规模+上市公司自有资金，我们猜测第一期基金后续并购利润不低于 1.5 亿；后续基金规模还有 90 亿，行业集中度极其分散外延并购空间巨大。

图表 21: 第一单并购项目宜兴龙墅落地

日期	收购对象	地理位置	付出对价	收购对象简介
2016 年 9 月 28 日	宜兴龙墅公墓 60% 股权	江苏	2 亿	墓区用地面积 500 多亩，是华东地区占地规模较大园陵公墓之一；东邻国家级高新技术产业开发区——中国宜兴环保科技工业园，西接国家自然保护区——龙池山自然保护区和旅游名胜善卷洞，是著名画家徐悲鸿的故地。 每年至少贡献利润 4000-6000 万，公司收购估值 5-7XPE。

资料来源: Wind 资讯,东吴证券研究所

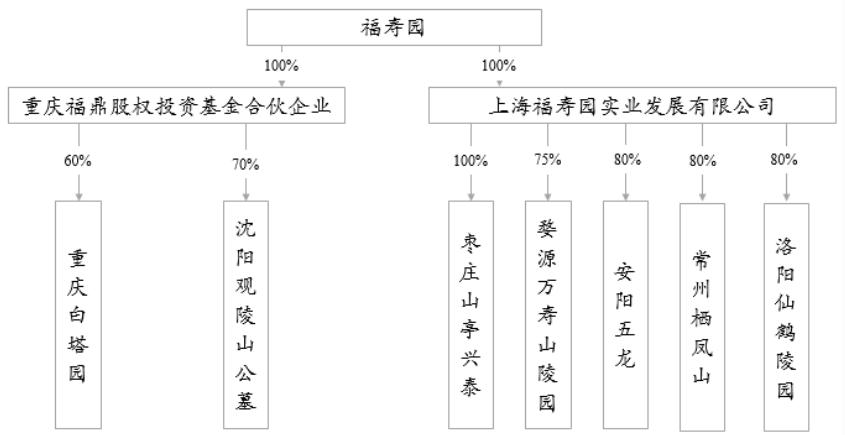
参考对比福寿园于 2015 年 10 月收购的江苏常州栖凤山公墓 80% 股权，与公司此次收购的宜兴龙墅，二者均位于江苏省，面积大小类似，均约

持有 30 万 m² 土地，福寿园付出对价 1.8 亿，考虑到二者收购时间相隔 1 年，项目具体地理位置等的差别，加之福成是 A 股平台+利用产业基金并购，估值溢价高，公司收购对价相对合理。

殡葬行业内企业扩张模式可以采取：1) 内生式扩张-主要驱动力来源于现存墓位价格的攀升和销量上涨，以及后续开发新墓位产品；2) 外延式并购-主要驱动力来源于异地并购当地殡葬企业或者与当地政府合作以获得土地使用权，殡仪馆及墓园经营权等；3) 产业链一体化延伸-立足主营板块，延伸至殡业-遗体处理，殡仪服务，其他产品及服务，葬业-墓地服务，提供一站式服务，以专业化品牌化的整体销售方案将殡业葬业服务一并销售出去。参考行业龙头福寿园，为扩大市占率，加速发展，我们认为后两种扩张模式是业内企业值得采取和施行的。

曲线突围，行业龙头福寿园采取外延并购+战略合作/合作开发模式跑马圈地，布局重庆，辽宁，安徽，河南，江苏，山东，江西等地殡葬行业，打造产业链上下游一体化服务平台。由于殡葬行业极度分散，行业天然特征导致的区域壁垒加上各省市墓园经营牌照的难获得性，即使是行业龙头企业如福寿园也仅占行业 1% 份额。因此福寿园采取曲线突围，通过外延并购+战略合作/合作开发模式。

图表 22：2014 年以后福寿园部分并购项目



资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

图表 23：福寿园以收购模式参与的部分项目

日期	收购对象	省市	对价	收购对象简介	买方
2014 年 6 月	重庆白塔园 60% 股权	重庆	1.1 亿	墓园位置距重庆约 80 公里，交通便利，公司拥有经营所需许可和牌照，持有约 30.62 万 m ² 的 14 处土地（部分未开发）；与重庆政府合作建造火葬场，过去火葬场由国有主体指导，因此此次合作有利于提供殡葬一站式服务。	福寿园全资子公司 - 重庆福鼎股权投资
2014 年 11 月	沈阳观陵山艺术园林公墓 70% 股权	辽宁	2.8 亿	总资产 3.19 亿元，持有 232.9 万 m ² 墓园开发及林地用地，其中 9.87 万 m ² 已取得土地许可证，11 万 m ² 已通过审批；计划三年内取得 33.33 万 m ² 土地的政府批文；墓园位于铁岭县横道河子镇，距沈阳 40 公里，	

					铁岭 28 公里, 抚顺 18 公里, 距抚顺两座主要殡仪馆之一 7 公里, 交通便利, 依山傍水, 风光秀丽; 为公司持有的国内面积最大墓园; 业绩承诺: 2015/2016/2017 三年净利分别不低于 2400, 2850, 3300 万元, 差额以原股东持有股权补足。	基金 合伙 企业
2014 年 12 月	枣庄山亭 兴泰 100% 股权	山东	5980 万		主营销售及加工殡葬产品及提供相关服务, 持有共 26.66 万 m ² 用地, 其中 6.4 万 m ² 已自枣庄市山亭区民政局获得开发使用权, 另外 20.26 万 m ² 土地正在申请办理土地使用权并与当地政府磋商续租 20 年。	福寿园全资子公司
2014 年 12 月	婺源万寿 山陵园 75% 股权	江西	4000 万		为江西婺源县唯一一家获授火葬牌照, 殡仪服务及墓园经营牌照的服务提供商, 持有约 16.4 万 m ² 土地使用权, 其中用于殡仪馆和办公楼的约 0.28 万 m ² 土地已获许可证, 用于公墓的 16.12 万 m ² 已获相关批文。	- 上海福寿园实业发展有限公司
2015 年 5 月	安阳五龙 80% 股权	河南	4240 万		自河南省民政厅获得安阳县面积约 6.57 万 m ² 的土地使用权, 并获得河南省经营性公墓许可证。	
2015 年 10 月	常州栖凤 山 80% 股 权	江苏	1.8 亿		位于“上海两小时经济圈”及长江三角洲; 持有 32.94 万 m ² 土地, 其中已取得 8.53 万 m ² 土地使用权和相关殡仪服务许可证。	
2016 年 9 月	洛阳仙鹤 陵园 80% 股权	河南	5760 万		规划占地 300 亩, 墓园面积 80 亩; 距洛阳市区 15 公里, 洛阳为河南第二大城市, 人口 660 万, 65+ 岁老龄人口 28 万。	

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 24: 福寿园以战略合作/合作开发模式参与的部分项目

日期	合作对象	位置	项目	模式	合作协议
2014 年 8 月	淮北市殡 葬服务中 心	安徽	淮北方 山福寿 园(方山 公墓二 期)	项目 合作	公司出资 3000 万元成立有限合伙公司负责运营淮北方山项目, 且利用淮北市殡葬服务中心拥有的约 13.57 万 m ² 土地及公司在墓地服务业的专业经验共同推出淮北方山项目; 利润分配方面, 福寿园占 51%; 淮北市殡葬服务中心占 49%。
2014 年 12 月	沈阳市浑 南区人民 政府	辽宁	潜在殡 葬服务 发展项 目	PPP	沈阳市浑南区政府将在包括立项、审批程序方面提供便利并提供招商、税收优惠; 公司提供专业调查和可行性分析、投资资金和高科技殡葬设备及创新服务体系; 合作期限 10 年, 目标总投资规模 20 亿。
2014 年 12 月	辽宁省锦 州市人民 政府	辽宁	潜在殡 葬服务 发展项 目	PPP	沈阳市浑南区政府将在包括立项、审批程序方面提供便利并延长招商、税收优惠; 公司提供专业调查和可行性分析、投资资金及创新服务体系; 合作期限 10 年, 目标总投资规模 2.8 亿。
2015 年 6 月	江苏省大 丰市殡仪	江苏	大丰市 殡仪服	BOT	大丰殡仪馆提供所需用地及经营许可权; 公司提供投资资金, 专业管理, 规划建设开发及运营;

	馆		务中心		合作期限 50 年。
2016 年 1 月	泰安市泰山区邱家店镇人民政府	山东	邱家店墓园	合资企业	合资成立泰安福泰发展有限公司(名称待注册),邱家店镇政府下属国企和福寿园分持 35% 及 65% 股权, 负责邱家店墓园开发与经营, 规划面积 17.33 万 m ² 。
2016 年 1 月	泰山区人民政府	山东	泰安殡仪馆	BOT	泰山区民政局提供划拨土地 6.67 万 m ² 并提供殡葬及火化服务; 公司负责投融资, 建设, 营运管理和维护; 合作期限 35 年, 期限内殡仪馆收益 100% 归福寿园; 届满, 公司向泰山区民政局转让泰安殡仪馆并享有延长合作期限的优先选择权。
2016 年 2 月	重庆市璧山区人民政府	重庆	璧山殡仪馆	BOT	合资成立重庆西郊福寿园实业有限公司, 璧山政府下属国企重庆国隆与公司分持 49% 和 51% 股权; 重庆西郊福寿园负责璧山殡仪馆建设运营和管理; 合作期限 50 年, 期限内殡仪馆收益 100% 归重庆西郊福寿园; 届满, 公司向璧山区民政局转让璧山殡仪馆。
			重庆福寿园人文纪念公园	项目合作	重庆西郊福寿园负责重庆福寿园人文纪念公园建设运营和管理, 分多期开发, 总面积约 100 万 m ² , 第一期面积 30.2 万 m ² , 并将取得公墓经营许可证。
2016 年 9 月	宣城市宣州区民政局	安徽	宣州区马山生态陵园	项目合作	项目规划面积 34.07 万 m ² , 总投资额 8261 万元; 宣州民政局负责建设马山项目烈士陵园, 协助公司获得土地使用权, 殡仪馆及墓园经营许可证; 公司负责马山项目建设经营和管理, 经营殡仪馆及墓园及管理马山烈士陵园

资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 25: 福寿园外延式扩张布局全国



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

参照福寿园的外延并购扩张模式，我们判断殡葬行业未来发展靠外延并购各地区墓地牌照，牌照资源稀缺。原牌照主早年拿地手续证件不齐备导致目前需要补充土地保证金，资金不足。福成是 A 股唯一可以资产证券化平台，换股收益更明显，原牌照主更愿意合作。

福成和辉产业并购基金将发挥项目蓄水池和资本杠杆作用，进一步抢占稀缺区域陵园经营牌照，扩大殡葬业务区域，巩固行业进入壁垒。产业基金 100 亿规模按照 3-5 年 10xPE 并购 10 亿利润，未来会通过增发方式置入上市公司。不排除公司仿效战略合作/合作开发模式，取得区域牌照。

公司跟福寿园的比较优势：福成在 A 股流动性好，原牌照主更愿意享受高估值，且没有其他国内上市公司平台可以合作。其次并购基金规模大，买入估值高，退出换股估值更高。

2.3. 第三个 100 亿：大股东手中 100 亿现金，公司现金充沛

大股东福成集团前身是燕郊最大的地产开发商，目前手中现金充裕，产业基金劣后端资金优势明显。此外目前福成股份账面现金 5 亿元，出售燕郊奶牛场后预计获得现金 1.6 亿元，加上公司销售带来的现金流，有充沛现金在行业内取得并购优势。

“强劲现金流+丰富殡葬行业经验”助力扩张。观察福寿园外延扩张模式，可以发现 1) 强劲的现金流是外延扩张的有力支撑，15 年报经营性现金流 3.7 亿元，账面现金净额 10.7 亿元，1H2016 中报持有现金 11.6 亿，有息负债仅仅不到 2 亿，为异地并购或者合作开发提供充足“弹药”，而同时，新增项目又会促进销量，15 年公司出售墓穴 1.14 万座，同比 +53%，其中 17% 由新增项目贡献，因此形成“现金流-扩张-现金流”的良性循环。

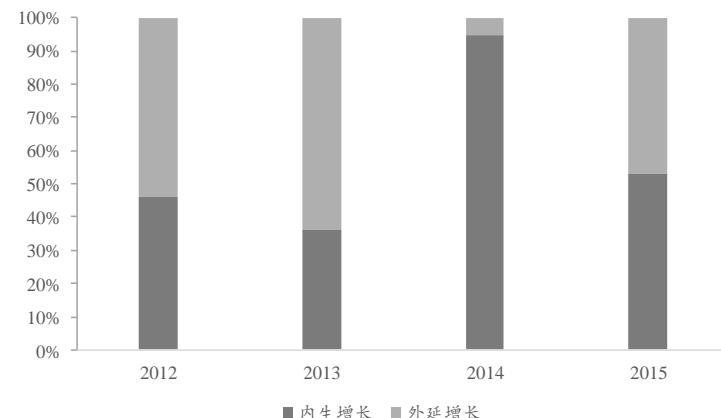
图表 26：福寿园墓地服务营收四年 CAGR 达 27%



资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

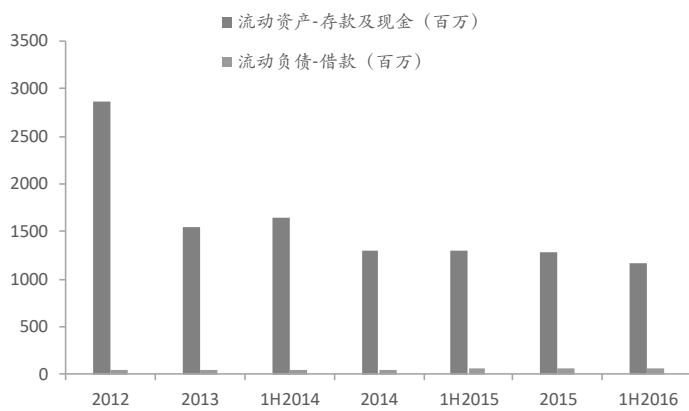
图表 28：福寿园现金流强劲

图表 27：外延扩张贡献营收增长

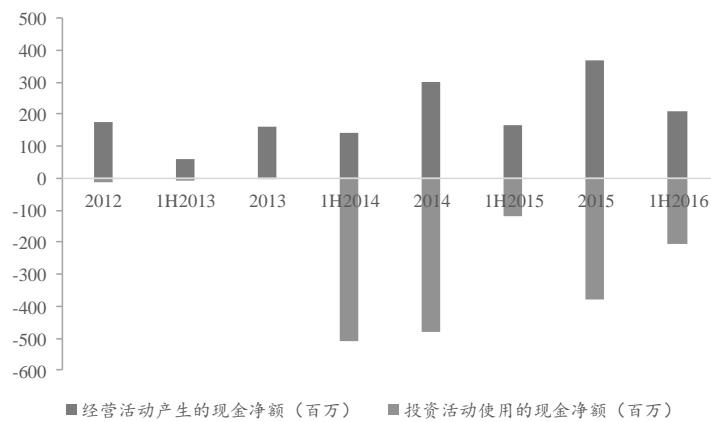


资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

图表 29：福寿园经营现金流及投资现金流



资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

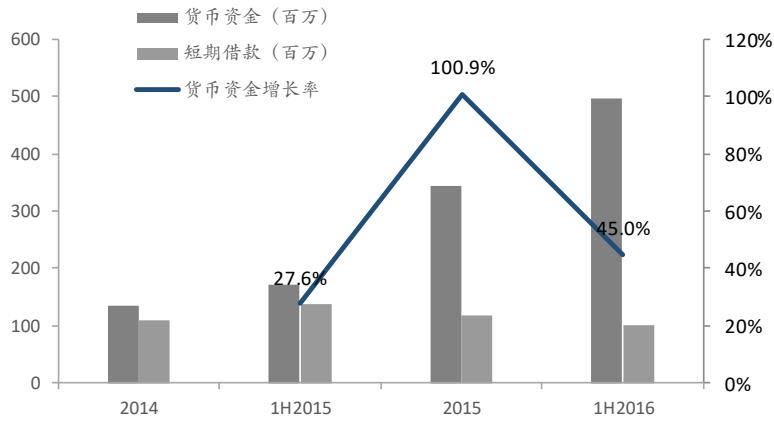


资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

2) 福寿园是殡葬行业龙头，成立于 1994 年，集团拥有 14 家陵园和 3 个托管设施，还有 9 个殡仪服务设施，2015 年完成环保火化机项目，在行业内具有品牌和专业经验。与各地政府展开战略合作中，如沈阳浑南区 PPP 项目，辽宁锦州 PPP 项目，泰安殡仪馆 BOT 项目，璧山殡仪馆 BOT 项目，重庆福寿园人文纪念公园项目中除提供建设资金外，公司的专业调查和可行性分析、高科技殡葬设备及建设营运管理殡仪及墓地服务的能力深受各地政府认可。

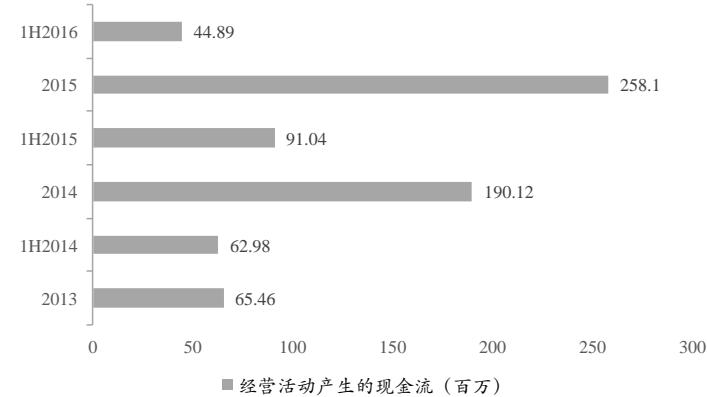
参考福寿园模式，我们认为福成可以复制“强劲现金流+丰富殡葬行业经验”模式，在行业内布局各地区域墓园经营牌照，成为行业下一个龙头。公司账面现金持续增长，2015 年翻倍上涨，1H2016 账面现金 5 亿，加上出售燕郊奶牛场 1.6 亿+大股东现金 100 亿，有充足资金作为产业基金劣后端。不仅如此，借助宝塔陵园，福成在殡葬行业已经声誉渐隆，伴随着宜兴龙墅和后续并购项目的置入，有望在行业内树立品牌，建立殡葬专家形象。

图表 30：福成账面现金持续增长



资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

图表 31：13-16 年福成经营活动产生的现金流

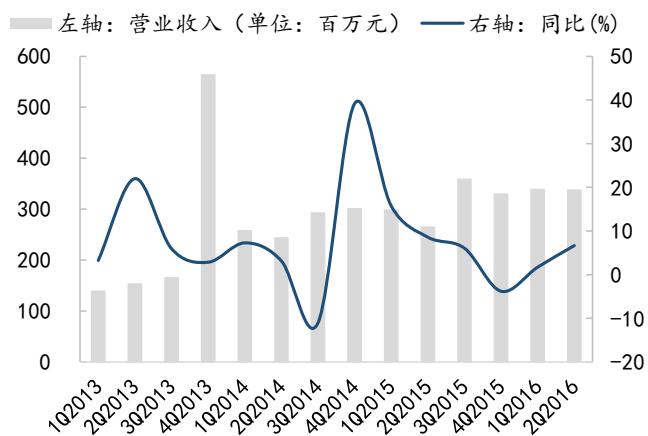


资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

2.4. 重心明确，未来聚焦殡葬主业，剥离非核心业务

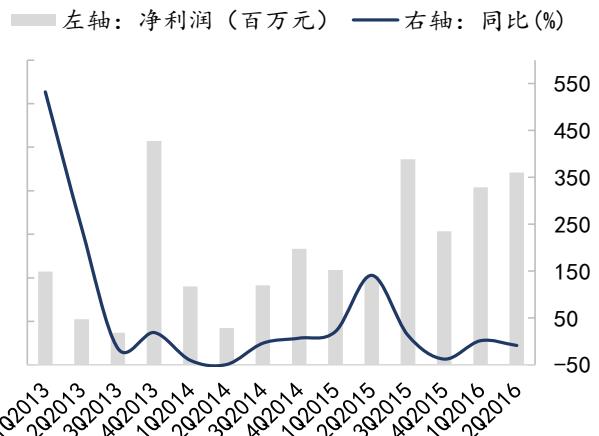
福成股份自 2013 年收购福成肥牛餐饮,2014 年收购大股东旗下三河宝塔陵园后, 主营业务范围持续进行调整。目前形成畜牧养殖及食品加工, 餐饮服务及殡葬服务三大块主营业务, 营收持续向好, 1H2016 营业收入同比+4.12%, 其中 2Q2016+6.66%; 净利润有所下滑, 1H2016 净利同比-4%, 2Q2016 同比-8.62%; 经营效率提高, 其中 2Q2016 毛利率同比增 5.38pct, 销售费用率降 3.5pct。

图表 32: 营收持续向好



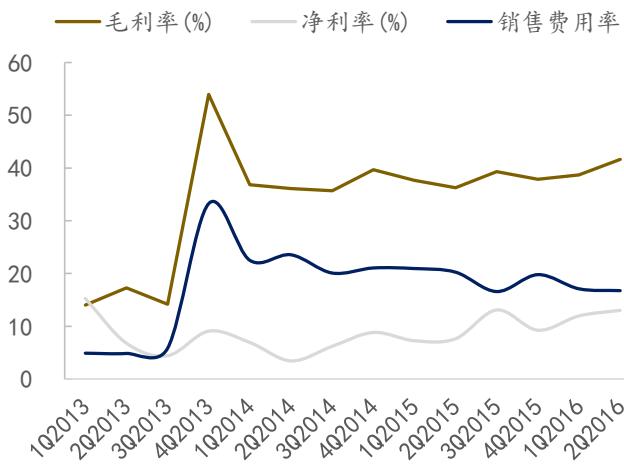
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 33: 净利润有所下滑



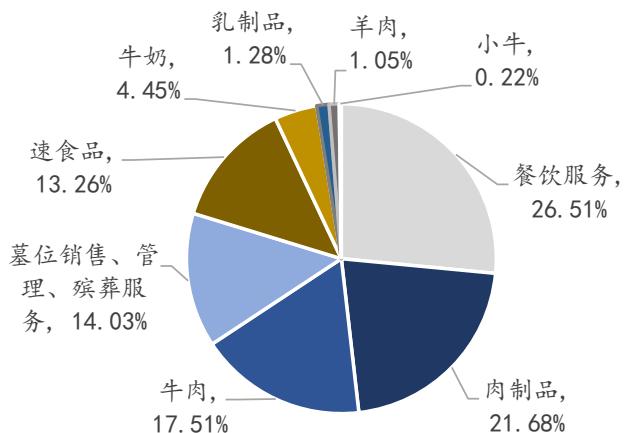
资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 34: 经营效率提高



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

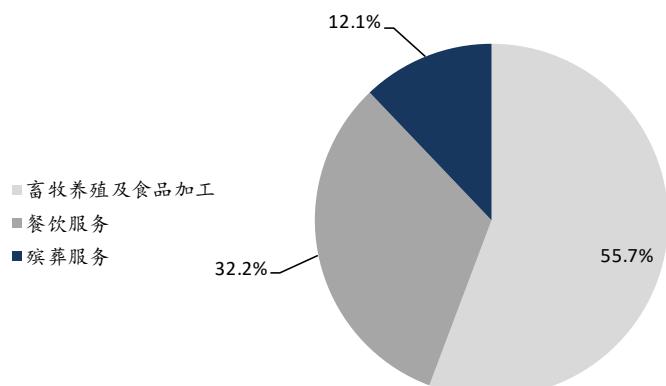
图表 35: 1H2016 福成股份细分主营业务构成



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

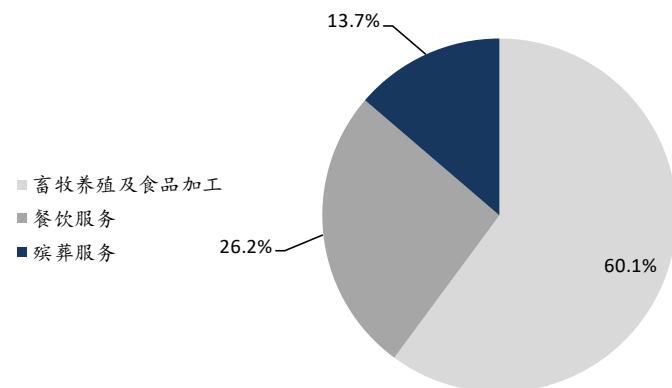
1H2016 殡葬服务板块占比 13.7%, 比 15 年末增加 1.6%; 餐饮业务范围缩减调整, 1H2016 占比 26.2%, 比 15 年末下降 6%。我们认为公司剥离低收入低增速业务, 转型集中于殡葬板块的势头明显, 判断后续会继续剥离非核心板块, 殡葬板块持续上升。

图表 36: 15 年福成主营业务占比



资料来源: Wind 资讯,东吴证券研究所

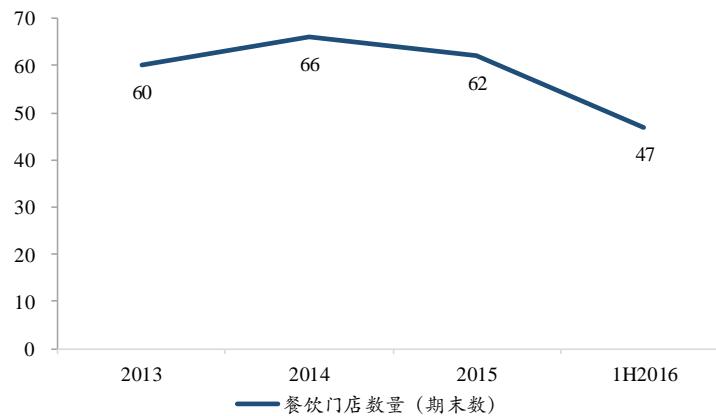
图表 37: 1H2016 福成主营业务占比



资料来源: Wind 资讯,东吴证券研究所

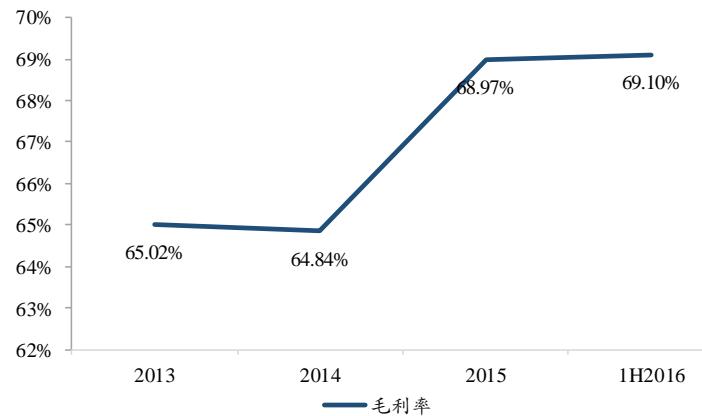
2015 年起餐饮门店缩减, 收入下降, 但由于集中精力于优势门店, 成本下降更快, 毛利率提高。公司自 2013 年取得福成肥牛餐饮 100% 股权后, 受行业发展速度趋缓, 竞争激烈影响, 除在公司总部所在地市场携自身品牌优势表现突出外, 总体餐饮板块表现不佳。2015 年度, 公司缩减烤肉类店面, 以火锅、自助为主线, 报告期内处置转让 11 家分店, 合计年收入 2014 万元, 新设 7 家分店, 期末共有 62 家直营门店; 2016 年上半年共关闭 15 家门店, 未来计划针对运营成本较高、盈利能力较低、配送及管理成本较高的火锅店实施调整。我们判断这一调整趋势还将继续。

图表 38: 15 年起福成缩减餐饮门店数量



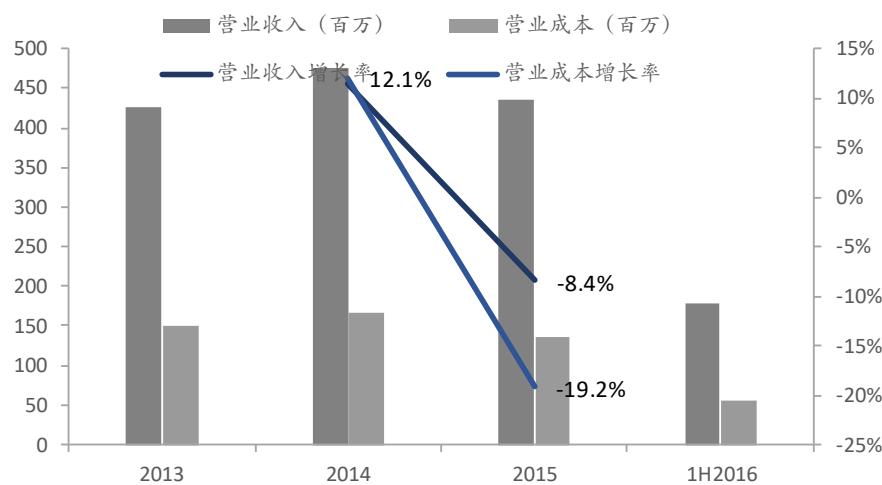
资料来源: Wind 资讯,东吴证券研究所

图表 39: 15 年起福成餐饮毛利率上升



资料来源: Wind 资讯,东吴证券研究所

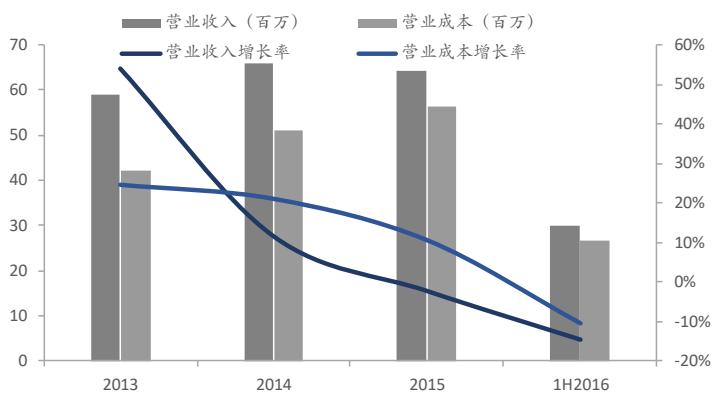
图表 40：福成餐饮营业收入成本降幅超过营业收入



资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

剥离燕郊奶牛养殖场，2016 年 9 月出售燕郊养殖分公司，占地面积 493.5 亩，可存栏奶牛 6000 头，初期引进新西兰荷斯坦奶牛为牛源，现存栏 3493 头，年生产鲜奶 12000 多吨。一方面由于京津冀一体化和北京行政副中心将迁往通州区，燕郊房地产高速发展人口涌入的影响，奶牛养殖食品安全风险加大，另一方面由于鲜奶下游挤压价格承压，奶业生产利润空间日益削弱，1H2016 牛奶产品毛利率仅 11.32%，同比-3.87pct。我们预期此次剥离预示畜牧养殖及食品加工板块将集中于规模化效应明显的肉牛主业，进一步扩大低温肉制品，熟食加工及速食品生产等高附加值子产业。

图表 41：牛奶业务营业收入成本涨幅超过收入涨幅



资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

图表 42：牛奶业务毛利率持续下滑



资料来源：Wind 资讯,东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

福成作为 A 股稀缺殡葬业标的+外延扩张持续并购+内生增长提价带动的高成长，作为各地区墓地牌照资产化唯一平台（可换股），参考美股 SCI 和港股福寿园均 30xPE，给予 50xPE。

预计 16-18 年摊薄 EPS 分别为 0.24、0.41、0.74 元。分业务预测：预计 16-17 年牛肉+食品业务贡献 0.9 亿和 1 亿利润，给予 17 年 20xPE，市值 20 亿。预计殡葬业 16 年净利 1 亿利润，同时假设外延并购 2 亿利润，16 年备考利润 3 亿，17 年并购基金继续扩大规模至 30 亿以上，17 年备考 5 亿利润。给予 50xPE，对应 250 亿市值，合计 270 亿市值，买入。

减持猜想：1) 大股东持股比例超过 60% 过去从未减持，并购基金项目如落地后势必置入上市公司，相当于增持，如此高持股比例无益。2) 不排除减持给保险等战略投资者，美国寿险+墓地模式成熟，保险缺乏优质资产端，同时老人客户部分重叠。

4. 风险提示

并购进程不达预期，食品安全风险。

图表 43: 福成股份三年预测财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1259.4	1240.2	1408.7	1669.0	营业收入	1343.8	1384.9	1760.8	2443.9
现金	343.6	445.0	545.0	581.4	营业成本	794.0	821.5	933.4	1094.5
应收款项	129.7	136.6	173.7	241.0	营业税金及附加	36.3	37.4	47.5	66.0
存货	582.0	517.6	511.5	599.7	营业费用	247.9	256.2	317.8	439.9
其他	204.1	141.0	178.6	246.9	管理费用	55.8	62.3	72.2	101.4
非流动资产	757.0	951.5	1143.0	1326.8	财务费用	4.8	-0.7	-0.1	-1.8
长期股权投资	13.6	13.6	13.6	13.6	投资净收益	5.6	10.8	10.8	10.8
固定资产	591.5	788.2	981.8	1167.7	其他	-1.4	36.0	46.1	64.6
无形资产	43.0	40.8	38.7	36.5	营业利润	209.2	254.9	446.8	819.4
其他	109.0	109.0	109.0	109.0	营业外净收支	8.9	9.0	9.0	9.0
资产总计	2016.3	2191.8	2551.8	2995.8	利润总额	218.0	263.9	455.8	828.4
流动负债	384.8	413.2	519.4	502.1	所得税费用	51.8	62.7	108.3	196.7
短期借款	116.5	141.8	208.5	130.0	少数股东损益	-0.1	7.0	12.2	22.1
应付账款	163.8	168.8	191.8	224.9	归属母公司净利润	166.4	194.2	335.4	609.5
其他	104.4	102.6	119.1	147.2	EBIT	246.1	244.9	437.4	808.1
非流动负债	2.7	2.7	2.7	2.7	EBITDA	295.6	292.1	498.9	886.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
其他	2.7	2.7	2.7	2.7	每股收益(元)	0.20	0.24	0.41	0.74
负债总计	387.5	415.9	522.1	504.8	每股净资产(元)	1.99	2.16	2.46	3.00
少数股东权益	1.9	7.1	16.1	32.4	发行在外股份(百万股)	818.7	819.0	819.0	819.0
归属母公司股东权益	1627.0	1768.7	2013.6	2458.5	ROIC(%)	11.6%	8.6%	14.4%	24.7%
负债和股东权益总计	2016.3	2191.8	2551.8	2995.8	ROE(%)	10.2%	11.0%	16.7%	24.8%
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率(%)	40.9%	40.7%	47.0%	55.2%
经营活动现金流	258.1	377.7	380.2	544.6	EBIT Margin(%)	18.3%	17.7%	24.8%	33.1%
投资活动现金流	-213.4	-249.1	-256.3	-265.2	销售净利率(%)	12.4%	14.0%	19.0%	24.9%
筹资活动现金流	-39.5	-27.2	-23.9	-243.0	资产负债率(%)	19.2%	19.0%	20.5%	16.9%
现金净增加额	4.2	101.4	100.0	36.4	收入增长率(%)	22.1%	3.1%	27.1%	38.8%
折旧和摊销	49.5	47.2	61.6	78.2	净利润增长率(%)	132.9%	16.7%	72.7%	81.7%
资本开支	-120.0	-249.0	-256.3	-265.2	P/E	67.46	57.82	33.48	18.42
营运资本变动	-407.2	129.6	-27.2	-160.9	P/B	6.90	6.35	5.57	4.57
企业自由现金流	-238.2	114.6	111.6	268.3	EV/EBITDA	39.28	39.85	23.54	13.23

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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、意见及推測不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5% 以下。

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>