

公司名稱	投資評等	結論及投資建議
5530 TT	買進	龍巖的投資評等為買進，目標價73.4元，潛在漲幅23%，主要理由如下：
龍巖	目標價	(1)在手塔墓潛在利益驚人；(2)公司長期獲利成長趨勢不變；(3)評價位於歷史PER區間下緣。
	73.4	

研究員 徐培勳

jtr1117barry@jsun.com

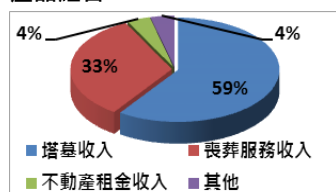
近期投資評等

日期	評等
11/09/2018	買進
09/25/2017	買進
07/31/2017	持有/中立

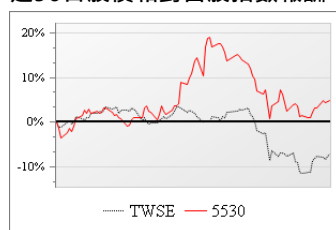
公司基本資料

收盤價(元)(11/08/2018)	59.70
股本(百萬元)	4,201
總市值(億元)	250.8
每股淨值(元)	33.32
外資持股比(%)	56.26
投信持股比(%)	0.93
近20日均量(張)	373
融資餘額(11/08/2018)	2,875

產品組合



近90日股價相對台股指數報酬



資料來源：CMoney

單位:百萬元	2018F	2019F	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	5,192	3,717	1,030	1,316	1,352	1,493	973	873
營業毛利	3,523	2,489	708	886	918	1,011	631	585
營業利益	2,045	1,135	424	525	525	571	320	242
稅後純益	2,325	1,757	477	712	648	487	706	219
稅後 EPS(元)	5.53	4.18	1.14	1.70	1.54	1.16	1.68	0.52
毛利率(%)	67.86	66.97	68.68	67.34	67.87	67.73	64.81	67.03
營業利益率(%)	39.4	30.54	41.13	39.91	38.83	38.26	32.86	27.68
稅後純益率(%)	44.78	47.27	46.31	54.09	47.95	32.65	72.54	25.12
營業收入 YoY/QoQ(%)	1.71	-28.4	-31.25	27.75	2.73	10.39	-34.79	-10.36
營業利益 YoY/QoQ(%)	-8.08	-44.51	-39.42	23.95	-0.04	8.76	-43.99	-24.49
稅後純益 YoY/QoQ(%)	26.09	-24.43	-4	49.21	-8.93	-24.84	44.88	-68.96

資料來源:CMoney·JS 預估 註:以最新股本回溯EPS

重點摘要

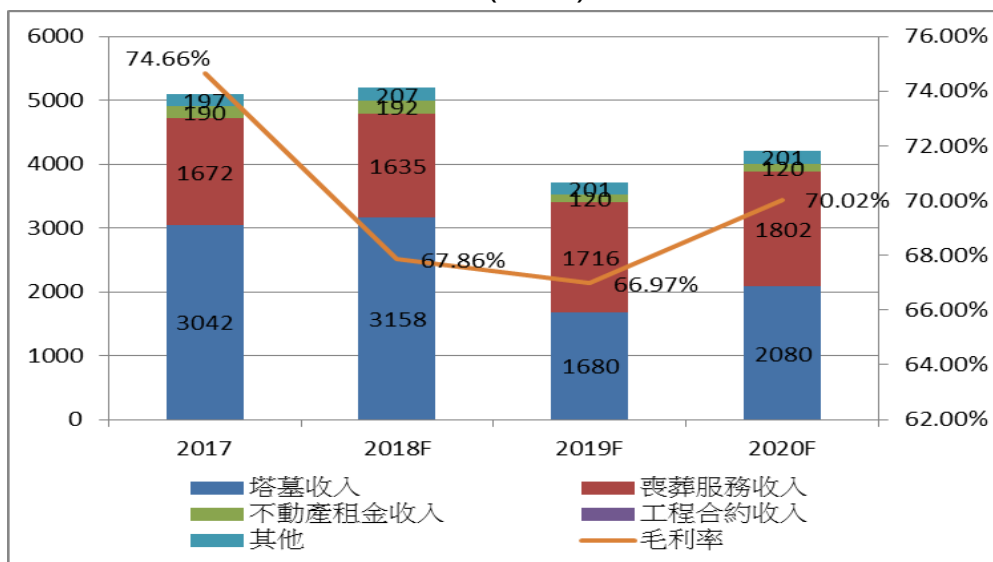
- ◆ **業外處分藝術品收益，上修2018年獲利預估：**2018年主要認列10億元「真龍殿骨灰室」和7億元「無暇」，塔墓完工完款總量優於同期，然「真龍殿骨灰室」為20年前之產品，毛利率偏低，且備金率較新產品高，預估營業利益20.45億元(YoY-8.1%)，然因2Q18處分3.48億元藝術品和0.94億元匯兌收益，預估貢獻稅後EPS 0.76元，上修2018年稅後淨利23.3億元(YoY+26.1%)，稅後EPS 5.53元(原估4.8元)。
- ◆ **2019年認列不動產處分收益，「溫州人文公園」正式完工開賣：**2019年持續認列1.5億元「無暇」，1.2億「璽悅」塔墓收益較同期17億元大幅下滑，營業利益11.35億元(YoY-44.5%)，業外方面，11/07/2018公告「台北金融中心」底價18.2億元起標，最終以20億元售出，稅後淨利2.3億元，淨利率11.5%，以此推估，另一處尚未售出的「太平洋商業大樓」底標14.2億元，參考前一案之得標價和淨利率後，預估稅後淨利1.8億元，合計貢獻稅後EPS 0.97元。子公司「龍洋生命(開曼)有限公司」所投資的「溫州人文公園墓園」將於3Q19正式開始賣，土地面積109,910坪，產品為7平方公尺之一穴雙位高價墓園，預計可安置51,906對，一對ASP 15萬人民幣，完銷將貢獻稅後EPS 37.53元，以大陸瑞安市市週遭人口200萬，死亡率約0.7%計算，每年1.4萬人死亡，假設以市佔率20%計算，未來19年，每年貢獻EPS 2.02元，因龍巖佔「龍洋生命(開曼)有限公司」50%股份，每年將可貢獻龍巖EPS 1元，提供公司未來19年之穩定獲利，預估2019年EPS 4.18元(YoY-24.4%)。
- ◆ **2020年認列「世紀墓園」和「溫州人文公園」完整年度獲利，獲利將從回程長：**2020年除了進入「溫州人文公園墓園」的完整年度獲利，高端家族式墓園「世紀墓園」即將完工，墓地面積共16,000坪，完銷可貢獻稅後EPS 19.31元，目前已銷出5億元墓地，預估貢獻稅後EPS 0.6元，因此產品為高端家族墓園，多位政商名流都有意購買，預計未來每坪售價還有10%以上的漲價空間，預估2020年EPS 4.99元(YoY+19.2%)。
- ◆ **龍巖潛在利益驚人，評價位於歷史PER下緣：**目前公司在手塔墓、生前契約、更添等已銷售待認列獲利共273億元，EPS 65元，以確保未來13年穩定獲利，且「溫州人文公園墓園」、「世紀墓園」等大案將於2020年正式認列獲利，日盛認為公司長期獲利成長趨勢不變，以2019、2020 EPS均值4.59元計算，目前PER 13倍，評價位於歷史PER 10~27倍下緣、且低於國際同業平均PER 20倍，評價相對便宜，給予買進評等，目標價73.4元(2019/2020年EPS均值*PER 16倍)。

◆ 華人殯葬業的第一品牌-龍巖

龍巖為台灣第一家上市櫃殯葬業公司，前身為「大漢建設股份有限公司」，於 02/2011 與國內殯葬業者「龍巖人本」合併後更名而成，在引進日本殯葬制度後，服務水準持續提升，目前市值約 8 億美元，位居全球第 7 大殯葬公司。

殯葬業，殯，即為死亡到告別式那天的禮儀服務；葬，告別式到下葬入墓的塔墓過程。公司主要收入為塔墓收入和生前契約(喪葬服務)，購買者大都為 40~80 歲的中老年人。營收認列方式，塔墓需「完工+完款」，生前契約需「完款+往生」，塔墓和生前契約賣出後，在尚未完工完款或尚未執行前都會認列「新銷售」，目前買生前契約又加買龍巖塔墓的比例約 50%。1H18 營收占比：塔墓收入 53.6%、喪葬服務收入 36.6%、投資性不動產租金收入 4.2%、其他 5.6%。

圖一、公司近三年營收分布和毛利率預估(百萬元)



資料來源：龍巖、日盛投顧彙整

◆ 2Q18 處分 3.48 億元藝術品，和匯兌收益，獲利優於預期

2Q18 營收 13.16 億元(QoQ+27.8%、YoY+3.2%)，塔墓收入 8.37 億元，包括認列 2 億元「無暇」完款、3.6 億元「真龍殿骨灰室」完工收入，然「真龍殿骨灰室」為舊有商品，毛利率低於一般塔墓平均水準，毛利率 67.3%(YoY-7.5ppts)，營業利益 5.25 億元(YoY-6%)，由安藤忠雄設計的「光之四塔」，原預計在 2018 年可通過環評並於 2020 年完工開賣，然政府行政效率和塔墓環評問題待解決，預計完工時程將遞延至 2025 年，且因中式藝術品與日式設計理念不同，故龍巖處分原放置在「光之殿堂」3.48 億元藝術品，加計美元升值之匯兌收益 0.97 億元，貢獻業外收益 4.44 億元(稅後 EPS 0.76 元)，2Q18 稅後淨利 7.12 億元(YoY+63.7%)，稅後 EPS 1.7 元。

◆ 2H18 進入塔墓認列高峰，2018 年稅後淨利 YoY+20.6%

3Q18 進入「真龍殿骨灰室」認列旺季，3Q18 營收 13.52 億元(QoQ+2.7%、

2018 年 11 月 9 日

YoY-0.6%)，然此為 20 年前之舊產品，毛利率低於近期塔墓水準，且當時塔墓預購剛剛興起，需給予較高傭金率才可使業務積極向外推銷，營業利益 5.25 億元 (YoY-13.6%)，業外在手 36.9 萬張 2801 TT 彰化銀行股票，預計將認列 1.66 億元現金股利收入，稅後淨利 6.48 億元 (YoY-4%)，稅後 EPS 1.54 元。4Q18 因業務有年底業績壓力，現金件預期將較 3Q18 增加，加計進入「真龍殿骨灰室」認列高峰，預期營收 14.93 億元 (QoQ+10.4%、YoY-0.4%)，營業利益 5.71 億元 (QoQ+8.8%、YoY-18.4%)，稅後淨利 4.9 億元 (QoQ-24.8%、YoY-2%)，稅後 EPS 1.16 元。

◆ **2019 年塔墓完工完款金額衰退，然生前契約、實務給付保單穩定成長**

展望 2019 年，持續認列 2 億元「無暇」，1.2 億「璽悅」塔墓收益較同期 17 億元大幅下滑，生前契約方面，因 2018 年新蓋板橋、高雄各蓋一整棟會館，為了反映原料和人力成本，生前契約已於 2018 年跟客戶漲價 5%，預期將在 2019 年逐步顯現。公司 11/2016 與富邦、台壽保共同推出實務給付保單，利用 36,000 名業務員，滲透旗下 300 萬名客戶，客戶會支付金錢在死亡時換取禮儀服務和塔墓，富邦生前契約跟塔墓分開賣，台壽保是生前契約+塔墓一起賣(單價比較高)。繳費期間：富邦為 6 年期保單，台壽保為 15 年期保單，3Q18 全球人壽也加入販售龍巖實務給付保單行列，加計旗下 4,000 名業務後，預期整體業務將突破 40,000 人，對後續生前契約銷售成長增添動能。預估 2018/2019 年喪葬服務收入 16.3 億元 (YoY-2.2%)/17.2 億元 (YoY+5%)。

◆ **2019 年認列不動產處分貢獻 EPS 0.97 元，「溫州投資案」將在 2H19 貢獻營益，完售將貢獻 EPS 37 元，公司長期獲利無虞**

8/10/2018 公告將處分「台北金融中心」、「太平洋商業大樓」資產，11/07/2018 公告「台北金融中心」底價 18.2 億元起標，最終以 20 億元售出，稅後淨利 2.3 億元，淨利率 11.5%，以此推估，「太平洋商業大樓」底標 14.2 億元，稅後淨利 1.8 億元，合計貢獻稅後 EPS 0.97 元。子公司「龍洋生命(開曼)有限公司」所投資的「溫州人文公園墓園」將於 3Q19 正式開始賣，土地面積 545 畝，約 109,910 坪，為 7 平方公尺之一穴雙位高價墓園(大小比照印象花園)，預計可安置 51,906 對，以單一售價 15 萬人民幣，完銷將貢獻營收 350 億元台幣，稅後 EPS 37.53 元，以大陸瑞安市周遭人口 200 萬，死亡率約 0.7% 計算，預估每年 1.4 萬人死亡，假設以市佔率 20% 計算，未來 19 年，每年貢獻 EPS 2.02 元，因龍巖佔「龍洋生命(開曼)有限公司」50% 股份，每年將可貢獻龍巖 EPS 1 元，為公司未來 19 年之獲利保證。

◆ **2020 年認列「世紀墓園」和「溫州人文公園」完整年度獲利，獲利將從回程長**

2020 年除了進入「溫州人文公園墓園」的完整年度獲利，高端家族式墓園「世紀墓園」即將完工，墓地面積共 16,000 坪，完銷可貢獻稅後 EPS 19.31 元，目前已銷出 5 億元墓地，預估貢獻稅後 EPS 0.6 元，因此產品為高端家族墓園，多位政商名流都有意購買，預計未來每坪售價還有 10% 以上的漲價空間，預估 2020 年 EPS 4.99 元 (YoY+19.2%)。未來，公司將往河北-石家庄、重慶、珠三角城市群等員林建造及經營，大陸商機可期，「龍洋生命(開曼)有限公司」獲利將持續提升。

◆ 龍巖潛在利益驚人，評價位於歷史 PER 下緣

目前公司在手塔墓、生前契約、更添等已銷售待認列獲利共 273 億元，EPS 65 元，以確保未來 13 年穩定獲利，且「溫州人文公園墓園」、「世紀墓園」等大案將於 2020 年正式認列獲利，日盛認為公司長期獲利成長趨勢不變，以 2019、2020 EPS 均值 4.59 元計算，目前 PER 13 倍，評價位於歷史 PER 10~27 倍下緣，且低於國際同業 1448 HK 福壽園、SCI US 國際服務等國際同業平均 PER 20 倍，評價相對便宜，給予買進評等，目標價 73.4 元(2019/2020 年 EPS 均值*PER 16 倍)。

圖二、未來中國重點開發地區



資料來源：龍巖、日盛投顧彙整

PE Band



資料來源：CMoney · JS 預估彙整

投資評等與股價走勢圖



近期投資評等

推薦日期	投資評等	目標價
20181109	買進	73.4
20170925	買進	93.0
20170802	中立	73.0

資料來源：CMoney · JS 預估彙整

2018年11月9日

損益表

單位：百萬元	2017	2018F	2019F	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F
營業收入淨額	5,104	5,192	3,717	1,275	1,360	1,499	1,030	1,316	1,352	1,493	973	873
營業毛利	3,811	3,523	2,489	954	1,031	1,161	708	886	918	1,011	631	585
營業費用	1,586	1,582	1,354	396	424	462	320	395	427	440	311	343
營業利益	2,225	2,045	1,135	558	608	700	424	525	525	571	320	242
營業外收支	221	743	905	33	212	50	-18	495	221	44	483	51
稅前純益	2,446	2,786	2,040	591	820	750	406	1,020	745	615	802	292
稅後純益	1,844	2,325	1,757	435	678	497	477	712	648	487	706	219
最新股本	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201	4,201
稅後 EPS (元)	4.39	5.53	4.18	1.04	1.61	1.18	1.14	1.70	1.54	1.16	1.68	0.52
經營效率(%)												
毛利率	74.66	67.86	66.97	74.83	75.79	77.49	68.68	67.34	67.87	67.73	64.81	67.03
營業利益率	43.59	39.4	30.54	43.75	44.66	46.68	41.13	39.91	38.83	38.26	32.86	27.68
稅前純益率	47.92	53.67	54.88	46.35	60.26	50.04	39.39	77.51	55.08	41.23	82.43	33.49
稅後純益率	36.13	44.78	47.27	34.15	49.86	33.17	46.31	54.09	47.95	32.65	72.54	25.12
YoY(%)												
營收	47.38	1.71	-28.4	48.15	63.15	61.58	6.21	3.25	-0.6	-0.4	-5.53	-33.72
營業利益	138.69	-8.08	-44.51	94.49	170.69	366.21	17.72	-5.82	-13.58	-18.37	-24.53	-54.03
稅前純益	103.25	13.91	-26.79	82.91	131.67	181.77	42.25	72.64	-9.14	-17.95	97.68	-71.36
稅後純益	88.58	26.09	-24.43	80.86	117.67	119.88	104.68	63.54	-4.4	-1.96	47.97	-69.22
QoQ(%)												
營收				31.41	6.71	10.17	-31.25	27.75	2.73	10.39	-34.79	-10.36
營業利益				54.93	8.92	15.15	-39.42	23.95	-0.04	8.76	-43.99	-24.49
稅前純益				107.11	38.72	-8.52	-45.88	151.35	-26.99	-17.38	30.39	-63.58
稅後純益				86.76	55.79	-26.71	-4	49.21	-8.93	-24.84	44.88	-68.96

資料來源：CMoney · JS 預估 註：以最新股本回溯 EPS

資產負債表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
流動資產	26,819	29,348	36,350
現金及約當現金	200	170	140
公允價值衡量金融資產	907	1,458	1,631
備供出售金融資產	--	--	--
以成本衡量之金融資產	--	--	--
存貨	14,425	14,768	15,043
非流動資產	24,157	24,289	26,166
公允價值衡量金融資產	--	--	--
不動產、廠房及設備	5,867	5,845	5,827
無形資產	775	765	761
資產總計	50,976	53,638	62,516
流動負債	39,793	36,478	43,811
短期借款	7,175	2,824	2,040
非流動負債	110	3,254	3,278
負債總計	39,903	39,731	47,089
股本	3,991	4,201	4,201
普通股股本	3,991	4,201	4,201
資本公積	1,420	2,520	2,520
保留盈餘	4,010	5,349	6,593
庫藏股票	--	--	--
股東權益	11,073	13,906	15,427
每股淨值(元)	24.6	29.82	33.32
流動比率(%)	67.4	80.46	82.97
速動比率(%)	9.36	13.79	47.64
應收帳款週轉率(%)	6.71	6.52	0.15
負債比率(%)	78.28	74.07	75.32
稅後股東權益報酬率(%)	10.83	16.5	5.08

資料來源：CMoney · JS 預估

現金流量表

單位：百萬元	2016	2017	2Q18
繼續營業單位稅前損益	1,204	2,446	1,426
折舊及攤提費用	189	161	81
利息費用	88	81	40
股利收入	-137	-185	-27
權益法認列關聯企業損益	-1	11	13
處分不動產、廠房及設備	0	0	3
處分權益法之投資損益	--	--	7
未實現外幣兌換損益	--	--	--
應收帳款增減	-50	-498	-236
存貨增減	-886	-343	-275
應付帳款增減	2	20	115
營業活動現金流量	2,419	1,242	808
公允價值衡量金融資產增減	0	0	-498
攤銷成本衡量金融資產增減	0	0	--
權益法長期股權投資增減	-13	0	--
取得不動產、廠房及設備	-250	-76	-36
處分不動產、廠房及設備	0	1	0
投資活動現金流量	-2,323	-623	-71
短期借款增減	-66	-4,351	-784
長期借款增減	-173	0	0
公司債發行	0	3,113	0
公司債償還	--	--	--
現金增資	0	1,304	0
發放現金股利	-200	-504	--
庫藏股票增減	0	0	--
籌資活動現金流量	-107	-646	-782
淨現金流量	-13	-30	-30

資料來源：CMoney · JS 預估

2018 年 11 月 9 日

免責聲明

本研究報告僅供本公司特定客戶參考。
客戶進行投資決策時，應審慎考量本身之需求、投資風險及風險承受度，並就投資結果自行負責，本公司不作任何獲利保證，亦不就投資損害負任何法律責任。
本研究報告內容取材自本公司認可之來源，但不保證其完整性及精確性；該報告所載財務資料、預估及意見，係本公司於特定日期就現有資訊所做之專業判斷，嗣後變更時，本公司將不做預告或更新；本研究報告內容僅供參考，有未盡完善之處，本公司恕不負責。
非經本公司同意，不得將本研究報告內容複製、轉載或以其他方式提供予其他第三人。

投資評等說明

評等	定義
強力買進	六個月內潛在報酬率 40%以上
買進	六個月內潛在報酬率 15%以上~未達 40%
持有	六個月內潛在報酬率 7%以上~未達 15%
中立	六個月內潛在報酬率未達 7% 近期股價將呈持平走勢 無法由基本面給予合理評等
買進轉中立	建議降低持股