



房地产

首次覆盖

评级: 增持

2016.04.01

言有穷，情无终，故园葱葱天地宏

——安乐地产行业专题研究之二

	侯丽科 (分析师)	李品科 (分析师)	卜文凯 (研究助理)
	0755-23976713	010-59312815	010-59312756
	houlike@gtjas.com	lipinke@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com
证书编号	S0880514030004	S0880511010037	S0880115100075

细分行业评级

房地产经营	增持
房地产开发	增持

本报告导读:

安乐地产作为行业蓝海,预计2020年规模可达到1300亿,当前行业市场集中度较低,行业市场空间巨大。潜在龙头具有较大的投资机会。

摘要:

- 殡葬服务行业市场拥有巨大的市场空间,而安乐地产作为其中最重要的一部分,是行业最大的投资机会之一。1) 老龄化是我国未来社会年龄结构不可逆转的趋势,为殡葬服务业带来巨大的市场需求,而中国重孝的传统和文化使得居民在能够承受的情形下,愿意在殡葬服务上投入更多的消费。2) “入土为安”的思想在传统文化中根深蒂固,因此以墓园为代表的安乐地产是殡葬服务行业中最大的投资机会,墓地服务占整个殡葬服务行业收入的半数以上。3) 行业集中度低,而墓地服务规模的迅速增长都为行业整合带来巨大的投资空间。
- 通过海外对比来看,中国的殡葬服务业拥有巨大的市场潜力,预计2020年将呈现供不应求的情形。1) 而根据我们测算,到2020年,中国殡葬行业市场将达到1300亿元;而到2020年,中国墓园的资源仅可供使用不到4年时间,将呈现供不应求的态势,因此墓园提供商将有很大的议价能力。2) 而按照美国殡葬服务行业的现有情形来看,中国殡葬行业的市场潜在规模超4000亿元,发展潜力巨大。3) 国内的殡葬服务机构数量 and 专业化程度都严重不足,有很大的进步空间。
- 安乐地产市场仍然较为分散,而市场龙头将以其专业化的服务和设计将建立起较高的壁垒,预计国内市场未来将出现数家营业收入达到百亿级别的龙头。1) 国内大部分服务商提供的规模都相对较小,行业主体除了被国家及相应国营单位控制以外,大部分都以个体工商业的模式提供服务。2) 根据美国市场的经验来看,国内市场若出现市占率10%以上的龙头,其规模将达到百亿级别。3) 从现在市场格局来看,福寿园(1448.HK)处于当之无愧的龙头地位,而福成五丰(600965.SH)正处于起步期,凭借优质的资源和充足的资金,也有望在市场占领一席之地。
- 制约行业发展的政府监管部门正有逐步退出迹象,为行业扩张和迅速发展带来前所未有的机遇。我们预计,国有部门退出民营部门的进入是行业发展的必然趋势,市场将逐渐向民间资本开放,鼓励公平竞争,提高经营效率。一旦放开民间资本准入条件,拥有资源优势和经营经验的民营企业必定最先受益。
- 维持行业增持评级。我们预计2020年行业规模将达到1300亿元的水平,而墓园资源在2020年也将出现不足的情形,因此安乐地产服务提供商未来将有很大的定价能力。我们认为市场未来将出现数家百亿级别的行业龙头,我们看好拥有优质墓园资源并且有资金和实力进行快速扩张的殡葬服务龙头企业,推荐标的:福寿园、福成五丰。

重点覆盖公司列表

代码	公司名称	评级
600965	福成五丰	增持
1448	福寿园	增持

相关报告

房地产:《老有所养,逝有所安(二)——安乐地产》

目 录

1. 投资逻辑.....	3
2. 行业规模有望突破千亿，供应缺口巨大.....	4
2.1. 行业概况——机遇与挑战并存.....	4
2.1.1. 经济发展和老龄化奠定基础.....	4
2.1.2. 行业集中度低，市场供不应求.....	4
2.1.3. 墓地服务规模增长迅速.....	5
2.1.4. 准入门槛高，发展规模和速度受限.....	6
2.2. 市场空间测算——千亿规模的市场蓬勃而至.....	7
2.2.1. 需求端测算，预计 2020 年规模有望破千亿.....	7
2.2.2. 供给端测算，预计 2020 年将呈现明显的供不应求的态势.....	9
2.2.3. 海外比较测算，中国市场潜力尚待挖掘，前景可观.....	11
3. 美国安乐地产：发展成熟、管理严格、规模大.....	12
3.1. 行业规模大，殡仪服务收入高.....	12
3.2. 美国殡葬服务业专业化程度高.....	13
3.3. 殡葬消费支出快速增长，火化比例逐年提高.....	14
3.4. 虽然行业较为分散，但也有行业龙头 SCI.....	15
4. 政策现状以及未来放松路径猜想.....	16
4.1. 政策现状：国营垄断，民营进入行业难度大.....	16
4.2. 未来放松路径的猜想：国退民进是必然趋势.....	18
5. 投资建议.....	19
6. 风险提示.....	19

表：本报告覆盖公司估值表

公司名称	代码	收盘价		盈利预测 (EPS)			PE			评级	目标价
				2014A	2015A/E	2016E	2014A	2015A/E	2016E		
福成五丰	600965	2016.03.31	15.14	0.09	0.20	0.27	173.53	72.70	55.58	增持	21.60
福寿园	1448	2016.04.01	5.52	0.11	0.14	0.16	39.3	31.90	26.7	增持	7.30

1. 投资逻辑

殡葬服务行业市场拥有巨大的市场空间，而安乐地产作为其中最重要的一部分，仍然是一片蓝海，是行业最大的投资机会之一，并且面临着前所未有的历史机遇。

1) 老龄化和中国传统文化提供坚实的需求。是我国未来社会年龄结构不可逆转的趋势，为殡葬服务业带来巨大的市场需求，而中国重孝的传统使得居民在能够承受的情形下，愿意在殡葬服务上投入更多的消费。

2) 墓园为代表的安乐地产占殡葬服务行业市场比重较高。“入土为安”的思想在传统文化中根深蒂固，因此以墓园为代表的安乐地产是殡葬服务行业中最大的投资机会，墓地服务占整个殡葬服务行业收入的半数以上。而且墓地服务规模正在呈现迅速增长态势。

3) 行业集中度低，整合空间巨大。据 Euromonitor 测算，中国殡葬行业前五大服务提供商的合并市场份额仅为 4%，而如果出现占比 10% 级别的行业龙头，其收入规模将达到百亿规模。

4) 殡葬服务行业的机构数量 and 专业化数量还有很大提升空间。通过与美国市场的对比，中国行业的相对规模 and 专业化程度都处于较低水平，行业全产业链的发展升级仍有很大的空间。

通过海外对比来看，中国的殡葬服务业拥有巨大的市场空间，预计 2020 年将呈现供不应求的情形。1) 而根据我们测算，到 2020 年，中国殡葬行业市场将达到 1300 亿元；而到 2020 年，中国墓园的资源仅可供使用不到 4 年时间，将呈现供不应求的态势，因此墓园提供商将有很大的议价能力。2) 而按照美国殡葬服务行业的现有情形来看，中国殡葬行业的市场潜在规模超 4000 亿元，发展潜力巨大。3) 国内的殡葬服务机构数量 and 专业化程度都严重不足，有很大的进步空间。

安乐地产市场仍然较为分散，而市场龙头以其专业化的服务和设计将建立起较高的壁垒，而墓园业务的复制有助于龙头公司的业务快速扩张。1) 国内大部分服务商提供的规模都相对较小，行业主体除了被国家及相应国营单位控制以外，大部分都以个体工商业的模式提供服务。2) 由于墓园资源的稀缺性，所以拥有较多墓园资源以及能够实行墓园收购的公司有很大的机会。3) 从现在市场格局来看，福寿园 (1448.HK) 处于当之无愧的龙头地位，而福成五丰 (600965.SH) 正处于起步期，凭借优质的资源和充足的资金，也有望在市场占领一席之地。

制约行业发展的政府监管部门正有逐步退出迹象，为行业扩张和迅速发展带来前所未有的机遇。我们预计，国有部门退出民营部门的进入是行业发展的必然趋势，市场将逐渐向民间资本开放，鼓励公平竞争，提高经营效率。一旦放开民间资本准入条件，拥有资源优势和经营经验的民营企业必定最先受益。

2. 行业规模有望突破千亿，供应缺口巨大

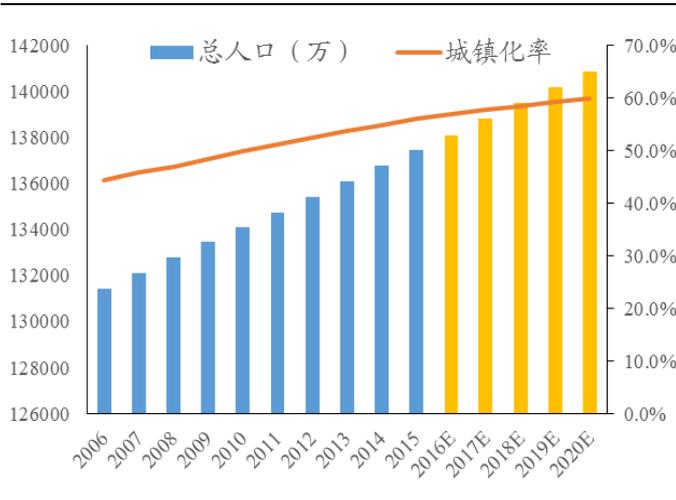
2.1. 行业概况——机遇与挑战并存

当代的殡葬事业在时代发展潮流中迎来了新的机遇，文化与历史的传承使得行业在将来大有可为。殡葬传统及习俗是中国文化中特殊而重要的组成部分，是民族文化和信仰的传承。儒家思想影响中国文化数千年，古有“圣朝以孝治天下”的说法，其弘扬的孝道和敬老的道德观是中国殡葬传统及习俗的核心组成。正所谓老有所养，逝有所安。尽管殡葬习俗在现代已经大为简化，但对传统厚葬及悼念逝者的预期仍然在国人中引起强烈共鸣。

2.1.1. 经济发展和老龄化奠定基础

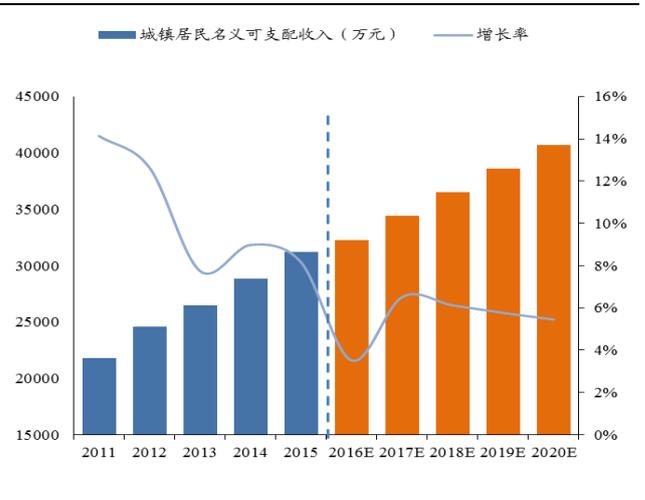
城镇化率的提高和购买力的增强带来殡葬行业需求的支撑，而购买力增强会进一步带动行业消费升级。1) 城镇化进程稳步加速，2015 年城镇化率达到 56.1%，预计 2020 年将达到 60%，将带来每年约 1500 万人的城市人口，为殡葬行业带来稳定的需求。2) 人民购买力提升带来需求支撑和消费升级。2015 年居民可支配收入同比实际增长 7.4%，增幅超越 GDP，反映了人民购买力的增强。同时，传统观念的延续和生活水平的提高，势必带来人民对高端服务的升级消费需求，其中就包括殡葬服务和安乐地产。

图 1 城镇化率预计 2020 年将达到 60%



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

图 2 人民购买力的增强带来需求支撑和消费升级



数据来源：国家统计局网站、国泰君安证券研究

老龄人口增加和殡葬观念转变给殡葬服务业带来增长契机。1) 中国老年人口基数大，且快速增长：根据国家统计局的数据，2014 年中国 65 岁以上人口占总人口比例达到 10.1%，老龄化程度不断加深。2014 年中国人口死亡率为 7.16‰，年死亡人口约为 980 万人。2) 火化安葬成为主流选择：根据《2015 中国民政统计年鉴》，2014 年中国的火化率为 45.6%，一些东中部省份火化率已达到 90% 以上，而民政部也提出 2020 年全国火化率达到 100% 的目标，这无疑给安乐地产的发展奠定了坚实基础。

2.1.2. 行业集中度低，市场供不应求

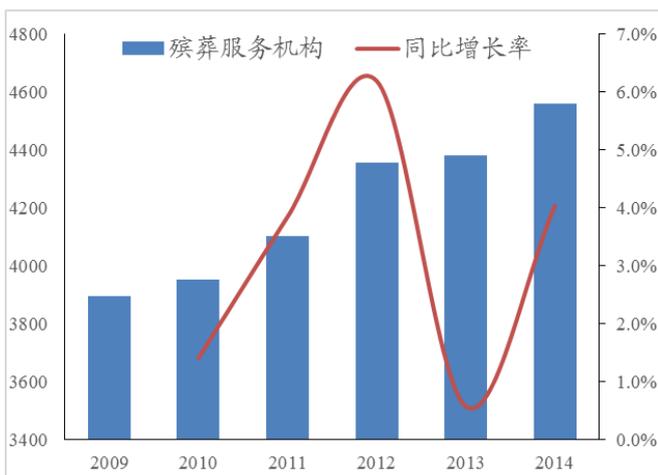
中国殡葬服务也大致可分为殡仪服务、遗体处理、墓地服务以及其他

产品销售服务。而我们所说的安乐地产主要指墓碑和墓地的销售。

包括安乐地产在内的中国殡葬服务业在全国范围内高度分散。大部分服务提供商规模相对较小，且品牌知名度极为有限，据 Euromonitor 测算，中国殡葬行业前五大服务提供商的合并市场份额仅为 4%，行业主体除了被国家及相应国营单位控制以外，大部分都以个体工商业的模式提供服务。由于行业仍处于起步阶段，不断进入行业的服务提供商将进一步加剧分散化的局面。

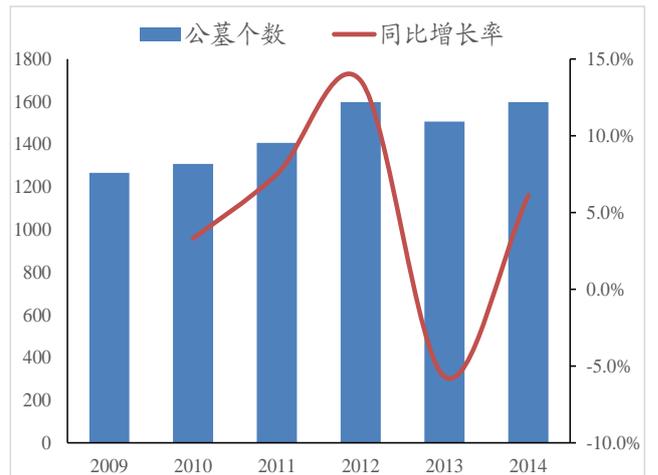
公墓用地储量有限，政府投资力度不足。根据《2015 中国民政统计年鉴》，2014 年我国殡葬服务机构为 4559 个，较上年增长 177 个；公墓 1598 个，较上年仅增加 92 个；当前平均每个县仅 1.6 个殡仪馆、不到 0.6 个公墓。据《中国殡葬事业发展报告 2014~2015》，全国大部分城市的现有墓穴都将在 10 年内用完，墓地规划相对不足；报告也表示要加速公益性公墓的建设速度，但是从民政局的数据来看，殡葬行业的政府投资力度小，远低于社会服务基本建设，公益性公墓难以消化快速增长的需求，因此综合来看未来需求压力仍然偏大，很有可能推高经营性公墓价格。

图 3 殡葬服务机构增长稳定



数据来源：《中国民政统计年鉴》、国泰君安证券研究

图 4 公墓增速较为缓慢

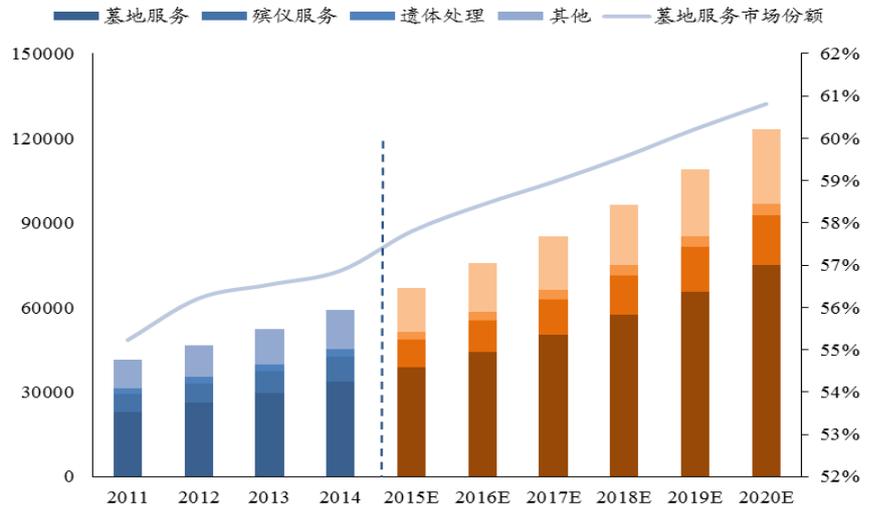


数据来源：《中国民政统计年鉴》、国泰君安证券研究

2.1.3. 墓地服务规模增长迅速

墓地服务是占中国殡葬服务业市场份额最大且增长最快的。根据 Euromonitor 针对中国殡葬服务业的研究，2012 年墓地服务产生收益 262 亿元，年增长率达 14.39%，占市场总值的 56.22%，预计随着老龄化社会的来临以及人民消费水平不断提高，整个殡葬服务行业仍然能保持高速增长，而墓地服务预计到 2020 年占殡葬服务业市场总值达到 60.81%。

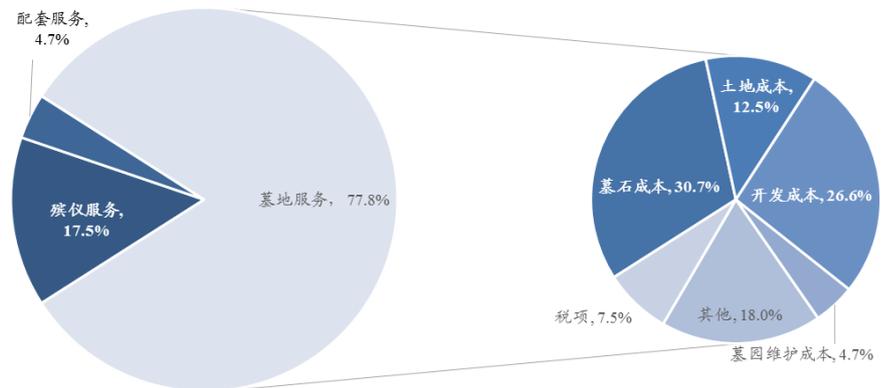
图 5 墓地服务占殡葬服务业市场份额快速增加（单位：亿元）



数据来源：Euromonitor 报告，国泰君安证券研究

很多公墓土地因为获取时间较早，成本相对较低；以殡葬服务业代表公司福寿园为例，其 2015 年报上公布的数据显示土地成本仅占其墓地服务的 12.5%。但未来土地供给收紧的趋势下，墓园建设的土地成本占比可能增加，但公墓土地成本所占比例预计依旧较低。

图 6 福寿园公墓业务中土地成本仅占很小一部分



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.1.4. 准入门槛高，发展规模和速度受限

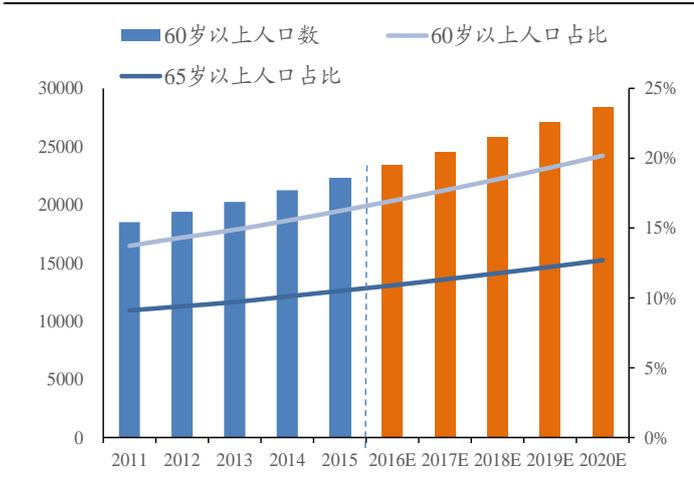
牌照制度和严格的审批流程导致安乐地产准入门槛高，不能预售和不能进行二次销售在一定程度上限制了有关企业的发展规模和速度。1) 我国公墓可分为公益性公墓和经营性公墓，前者大多由民政部门掌握经营权，后者用地需通过招拍挂获得。尽管如此，建设公墓有严格的审批流程。《殡葬管理条例》第二章第八条指出：建设公墓，经县级人民政府和设区的市、自治州人民政府的民政部门审核同意后，报省、自治区、直辖市人民政府民政部门审批。2) 根据我国法规规定，墓地不能进行预售，只有在去世之后，由亲人持死亡、丧葬证明才能够购买墓穴；3) 此外，墓地没有二级市场，不可能多次买卖，倒买倒卖是不合规的，因而对墓地的需求更多体现为刚性需求。

2.2. 市场空间测算——千亿规模的市场蓬勃而至

2.2.1. 需求端测算，预计 2020 年规模有望破千亿

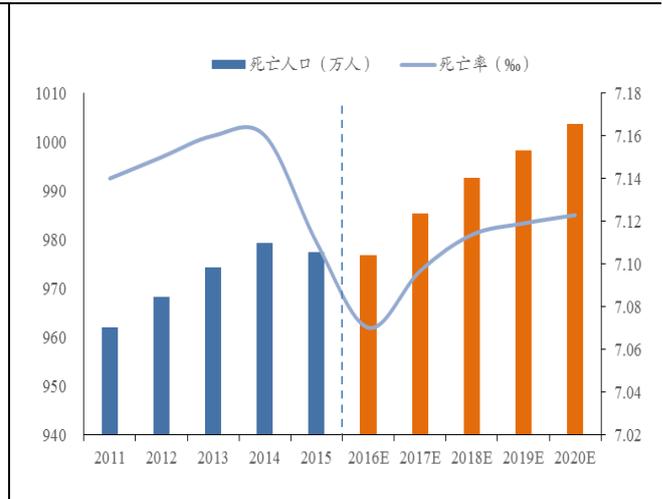
老龄化进程加速为安乐地产的发展提供了重要契机，预计到 2020 年，老年人口将达到 20 亿。根据民政局统计的数据显示，截至 2014 年底，全国 60 岁及以上老年人口 2.12 亿人，占总人口的 15.5%，其中 65 岁及以上人口 1.38 亿人，占总人口的 10.1%。由于受到人口政策的影响，近年来我国老龄人口规模迅速扩大：其中 60 岁以上人口数量由 2007 年的 1.53 亿人扩大到 2014 年的 2.12 亿人，人口比重由 2007 年的 11.6% 上升至 2014 年的 15.5%；65 岁及以上的人口比重由 2002 年的 7.3% 上升至 2015 年的 10.5%。预计到 2020 年，老年人口将达到 2.4 亿。而到 2060 年，65 岁及以上老年人口可能多达 3.69 亿人，占总人口的 28%。

图 7 老龄人口比重逐年提升



数据来源：民政部网站、国泰君安证券研究

图 8 人口死亡率预计基本保持稳定



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

死亡人口绝对数较高，安乐地产需求巨大。2015 年，我国死亡率为 7.11%，死亡人口达 977 万人。2010 年以来，我国死亡率维持在 7.10% 以上，每年死亡人口在 950 万人以上。随着人口出生高峰时期的人群逐渐步入高龄，预期未来每年死亡人口数将逐渐达到高峰，由此带来的安乐地产市场需求较大。

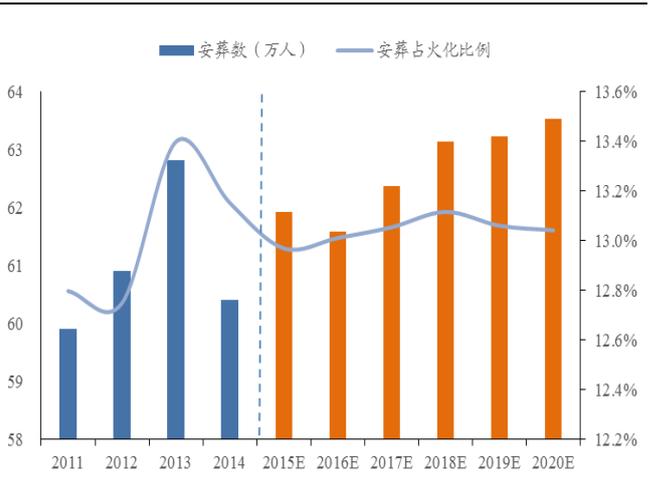
未来预期火化率稳定、火化遗体数有所上升。我国火化率自 2001 年以来保持在 50% 左右，其中在 2005 年最高达到了 53%；火化遗体数自 2002 年以来保持在 400 万具以上，其中在 2012 年最高达到了约 478 万具。一方面，随着新一代老年人的观念逐渐开放，火葬方式的接受程度将有望逐步提高；另一方面，国家对生态葬的政策引导不断增强，未来生态葬的比例有望升高，冲销一部分火化率的上升。综合来看，未来火化率有望稳定在 50% 左右，火化遗体数有望持续上升。

图 9 火化遗体数有望上升，火化率有望稳定



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

图 10 安葬占火化比例仅占 10%左右

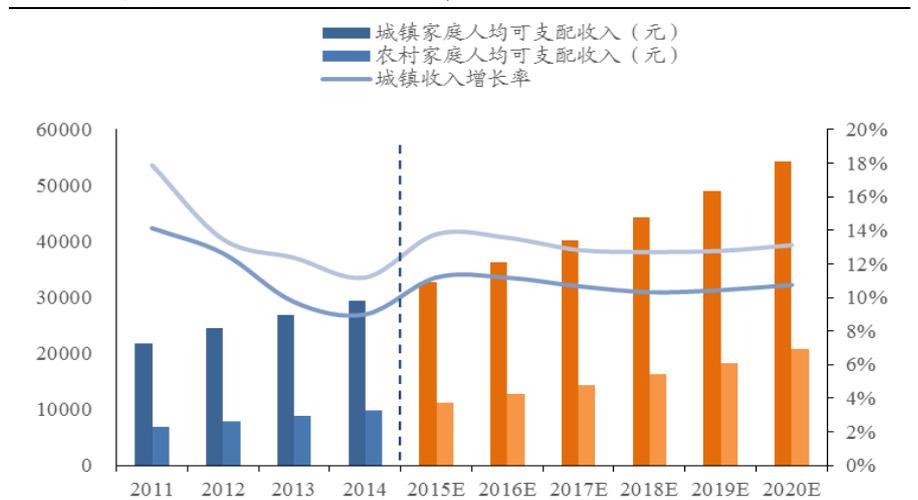


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

2010 年以来每年安葬人数在 60 万人左右，占火化遗体数的比例仅略高于 10%。由此看来，墓地安葬仅构成安葬方式的一小部分，其他安葬方式还包括骨灰寄存骨灰堂、生态葬和流回逝者家乡等。从一线大城市来看，安葬比例普遍高于城镇和农村，但受到墓地紧张状况的限制，往往难以满足安置需求。从城镇与农村来看，安葬比例普遍较低，相对于城市更倾向于采用火化后土葬的方式。未来一线城市的安葬需求将无疑继续增长，而城镇与农村的需求潜力有望被挖掘，因此总体来看安葬比例将逐渐提升，由此带来的遗体安置需求将预期增加。

国民收入水平提高为殡葬消费增长奠定经济基础。根据国家统计局发布的数据显示，2012 年城镇居民家庭人均可支配收入为 24565 元，较 2005 年上涨 134%；农村居民家庭人均可支配收入为 7917 元，较 2005 年上涨 143%。随着人民可支配收入不断提高、生活水平逐渐改善，再加之我国“入土为安”传统观念的影响，未来我国公墓消费水平将有很大增长空间。

图 11 城镇农村可支配收入大幅提高



数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

假定平均殡葬服务消费稳定增长的情形下，预计 2016 年殡葬行业市场

规模将接近 800 亿元，预计 2020 年市场规模将接近 1300 亿元。Euromonitor 统计的数据显示，2012 年我国每次殡葬平均消费超过 1 万元，按照 2002 年 477.7 万具的火化遗体数来计算，2012 年我国殡葬行业的市场规模已接近 500 亿元。由于未来死亡人口增长导致火化遗体数增长，加之人民可支配收入增长提升殡葬消费水平，预计殡葬行业市场规模将快速稳定增长。预计 2020 年殡葬行业市场规模将达到 1300 亿元。

表 1 殡葬行业需求测算

年份	总人口 (万人)	死亡率 (%)	死亡人口 (万人)	火化率	火化遗体 数(万具)	平均殡葬消 费(元)	行业规模 (亿元)	总人口增 长率	殡葬消费 增长率
2009	133450	7.08	944.83	48.20%	454.20	7034.60	319.51	0.49%	12.48%
2010	134091	7.11	953.39	49.00%	474.10	7534.90	357.23	0.48%	11.80%
2011	134735	7.14	962.01	48.80%	468.10	8843.00	413.94	0.48%	15.88%
2012	135404	7.15	968.14	49.50%	477.70	10078.80	481.46	0.50%	16.31%
2013	136072	7.16	974.28	48.20%	468.90	11294.90	529.62	0.49%	10.00%
2014	136782	7.16	979.36	47.00%	459.30	12651.65	581.09	0.52%	9.72%
2015	137462	7.11	977.35	48.86%	477.51	14384.14	686.86	0.50%	18.20%
2016E	138151	7.20	994.69	48.46%	482.04	16240.43	782.86	0.50%	13.98%
2017E	138839	7.21	1001.03	48.49%	485.38	18294.96	888.00	0.50%	13.43%
2018E	139529	7.22	1007.40	48.50%	488.55	20636.95	1008.23	0.50%	13.54%
2019E	140220	7.23	1013.79	48.50%	491.65	23321.12	1146.58	0.50%	13.72%
2020E	140915	7.24	1020.23	48.53%	495.08	26315.61	1302.82	0.50%	13.63%

数据来源：Wind、Euromonitor、国泰君安证券研究估算

表 2 上表参数假设一览

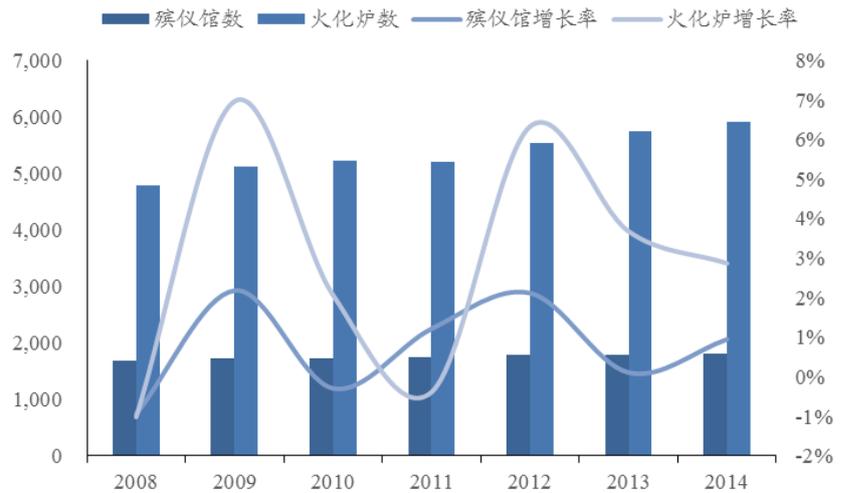
假设参数	值	假设依据
2015 年总人口 (万人)	133450	Wind 统计数据
2016 年总人口增长率	0.50%	2015 年人口自然增长率
2016 年死亡率	7.20%	预计死亡率呈现增长趋势
2016 年火化率	48.46%	过去十年平均值，基本保持稳定
2009 年平均殡葬消费 (元)	7034.60	Euromonitor 统计数据
2013 年殡葬消费增长率	12.07%	过去四年平均值

数据来源：国泰君安证券研究

2.2.2. 供给端测算，预计 2020 年将呈现明显的供不应求的态势

我国殡葬服务机构供应缺口较大。截至 2014 年底，全国共有殡葬服务机构 4559 个，其中殡仪馆 1801 个，殡葬管理机构 1141 个，民政部门管理的公墓 1598 个。殡葬服务机构职工共有 8.3 万人，其中殡仪馆职工 4.6 万人。火化炉 5908 台，火化遗体 459.3 万具。2014 年我国火化遗体数为 459.3 万具，平均每个殡仪馆和每个火化炉分别处理遗体 2550 具和 777 具，工作任务量较大，还有较大提升空间。

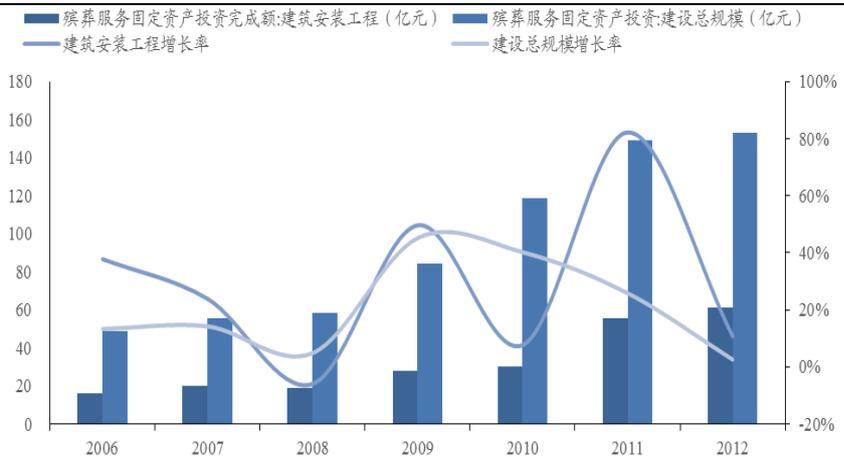
图 12 殡葬服务供应增长缓慢



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

我国殡葬服务发展速度缓慢。2007-2012 年我国殡仪馆数仅增加 5.44%，其中 2013 年增加仅 2 家，2014 年增加 17 家，增长速度相对缓慢。2012 年我国殡葬服务建设总规模为 153 亿元，较 2011 年增长 3%；殡葬服务建设安装工程 61 亿元，较 2011 年分别仅增长 3%和 11%。

图 13 殡葬服务投资增速放缓



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

根据《中国殡葬事业发展报告(2014-2015)》统计的数据，按 2010 年死亡人口数量推算，从全国范围来看，目前现有的墓穴只够使用 6 年，大部分省市的墓穴将在 10 年内用完。对墓园规模的分类，低于 50 亩属于小型墓园，50-200 亩属于中型墓园，200 亩以上属于大型墓园。按照一亩土地可修建 350 个墓位、墓园平均面积 100 亩来计算，到 2020 年，墓位在 4 年内将被用完，将呈现严重的供不应求的情况。

表 3 殡葬行业供给测算

年份	公墓数 (个)	公墓增长 率	墓园平均 面积(亩)	每亩墓园 墓位数 (个)	总墓位数 (万个)	已利用墓 位数 (万个)	火化遗体 数(万具)	墓位可供 使用时间 (年)
2014	1598	6.11%	100	350	5593.00	2796.50	459.30	6.00
2015E	1678	5.00%	100	350	5872.65	3274.01	477.51	5.44
2016E	1762	5.00%	100	350	6166.28	3747.36	473.35	5.11
2017E	1850	5.00%	100	350	6474.60	4225.11	477.75	4.71
2018E	1942	5.00%	100	350	6798.33	4706.47	481.35	4.35
2019E	2039	5.00%	100	350	7138.24	5190.57	484.10	4.02
2020E	2141	5.00%	100	350	7495.15	5677.63	487.07	3.73

数据来源: Wind、国泰君安证券研究估算

表 4 殡葬行业墓穴可供使用时间敏感性分析(使用时间, 年; 面积单位: 亩)

墓园平均面积 公墓增长率	80	90	100	110	120
3%	0.42	1.93	3.44	4.95	6.46
4%	0.54	2.06	3.59	5.11	6.63
5%	0.65	2.19	3.73	5.27	6.81
6%	0.77	2.32	3.88	5.43	6.99
7%	0.89	2.46	4.02	5.59	7.16

数据来源: 国泰君安证券研究估算

表 5 上表参数假设一览

假设参数	值	假设依据
2014 年公墓数(个)	1598	Wind 统计数据
2015 年公墓增长率	5.00%	综合判断
墓园平均面积(亩)	100	综合判断
每亩墓园墓位数(个)	350	综合判断
2014 年墓位利用率	50%	基于 2014 年墓位可供使用时间测算
2016 年火化遗体数(万具)	473.35	见上文, 综合判断
2014 年墓位可供使用时间(年)	6.00	《中国殡葬事业发展报告》

数据来源: 国泰君安证券研究估算

2.2.3. 海外比较测算, 中国市场潜力尚待挖掘, 前景可观

我国与美国殡葬市场规模相比尚有差距。根据美国殡葬业协会(NFPA)的统计数据, 2012 年美国殡葬业的规模已达到 163 亿美元。尽管近年来中国的殡葬行业发展迅速, 但距发达殡葬市场国家仍有较大差距。按照美国殡仪行业市场规模与死亡人数的比例计算, 中国殡仪行业市场规模预计超过 4 千亿元, 公墓市场规模将接近 2300 亿元。考虑我国火化率、人均可支配收入水平与美国的差距, 要达到上述市场规模尚需时日, 但殡葬行业的潜力将逐渐被挖掘, 发展前景十分可观。

表 6 根据北美市场测算中国殡葬行业规模在 4000 亿左右

序号	测算项目	值	假设依据
(1)	SCI 营业收入 (亿美元)	30	2015 年 SCI 年报
(2)	北美市场份额占比	16%	Bloomberg 统计数据
(3)	北美市场规模 (亿美元)	187.50	(1) * (2)
(4)	美国人口在北美占比	90%	Bloomberg 统计数据
(5)	美国市场规模 (亿美元)	168.75	(3) * (4)
(6)	中国死亡人口/美国死亡人口	3.74	基于 2014 年死亡人口测算
(7)	美元兑人民币	6.51	
(8)	中国市场规模 (亿元)	4108.62	(5) * (6) * (7)
(9)	中国公墓市场份额占比	56%	市场调查
(10)	中国公墓市场规模 (亿元)	2297.30	(8) * (9)

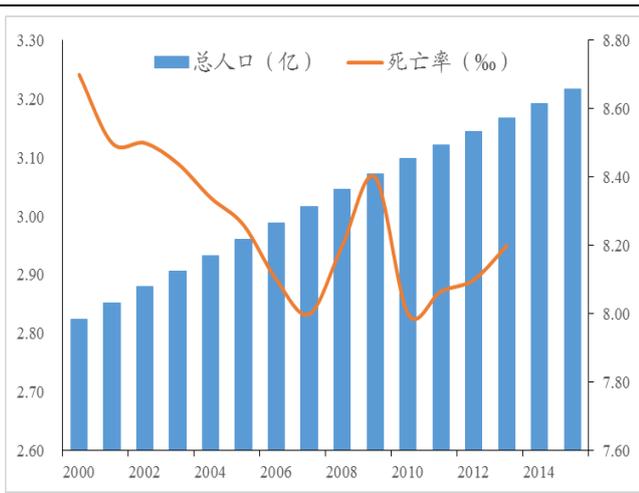
数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

3. 美国安乐地产：发展成熟、管理严格、规模大

3.1. 行业规模大，殡仪服务收入高

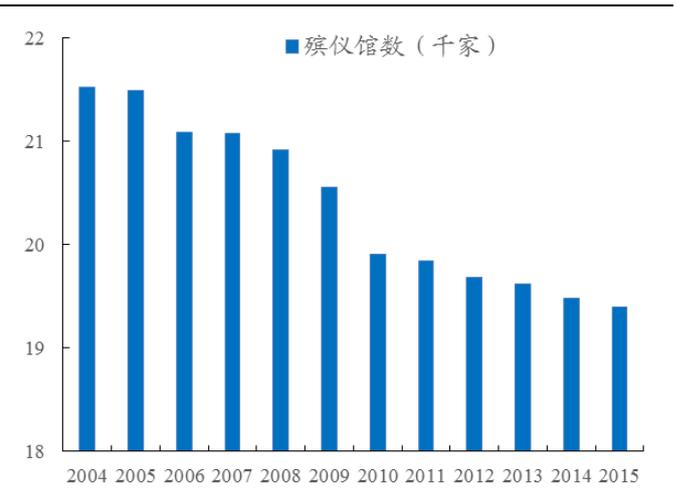
美国殡葬行业的发展成熟，市场规模较大，而中国作为全球殡葬服务需求最大的市场，市场规模仍有很大潜力。1) 截止 2014 年，中国人口是美国的 4.2 倍，死亡人口是美国的 3.7 倍，中国市场需求元高于美国。2) 根据美国殡葬业协会 (NFDA) 和 SCI 的统计数据，美国的墓地数量是中国 16 倍，殡仪馆数量是中国的 11 倍，殡葬行业市场规模是中国的 1.8 倍。美国全国共有 5 万多处墓地，近 2 万家殡仪馆；而根据民政部数据，中国共有 1598 处公墓，殡仪馆数根据目仅有 1801 家。3) 如果按照美国殡仪行业市场规模与死亡人数的比例计算，中国殡仪行业市场规模预计超过 4000 亿元。

图 14: 美国人口死亡率约为 8.2% 左右



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 15: 美国殡葬服务行业呈现集中化趋势

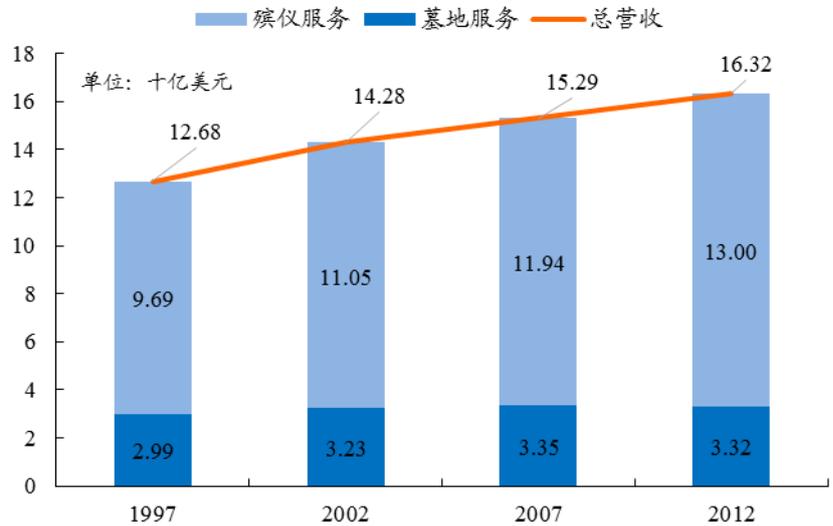


数据来源：美国殡葬业协会、国泰君安证券研究

美国的墓地服务仅占整个殡葬行业营业收入的 20% 左右，殡仪服务占到 80% 且占比一直呈上升趋势，相比之下，中国的殡葬行业中墓地服务贡献了超过一半的收入。根据 NFDA 的数据，2002 年到 2012 年的十年间，美国的墓地服务收入稳定在 33 亿美元左右，而殡仪服务收入不断攀升，从 110 亿美元增长到 130 亿美元，占比从 76% 增加到 80%。根

据福寿园(01448.HK)的统计,2012年墓地服务收入260亿元,占中国殡葬行业收入的56%,是殡葬行业收入的主要来源,其中96.3%是地葬及墓地销售。

图 16: 美国殡葬行业市场规模超百亿美元



数据来源: 美国殡葬业协会, 国泰君安证券研究

3.2. 美国殡葬服务业专业化程度高

美国殡葬行业由联邦殡葬管理委员会宏观指导,具体监管由各州政府成立的专门委员会负责,分工明确,具有高度的专业化管理水平。管理公墓、火葬场的是墓地委员会,负责注册墓地经纪人、墓地推销员、墓地以及火葬场授权证书等。管理殡仪馆及其经营以及管理从业人员的是尸体防腐处理和殡葬管理注册委员会,委员会的成员均由州长任命、任期一般为五年,人员为五人,来自特定的市、县,其中四人必须拥有五年在尸体防腐处理和殡葬管理方面的工作经验,并且必须是公众的代表。

美国法律对殡葬中的各个项目都有详尽的规定,罚则明确。比如,殡仪馆的建设标准具体到了地板、下水道和通风道等细节;在殡仪服务方面,对安排和处理死者尸体的管理、病菌防范措施、行为规范和职业道德、价格和所有权披露、预需殡葬合同和安排等有关环节都有详细而明确的规定;在公墓和火葬场的管理中,墓地以及火葬场授权证书的申请、火葬合同的内容和格式、墓地合同、档案记录的保管、火葬报告、墓穴挖掘许可等诸多方面都有严格规定。

美国殡葬服务教育委员会负责全国殡葬业的教育培训,全国有50多所院校,可以培养殡葬专业的专科、本科、研究生。学生需要完成公共健康和技术、商业管理、社会科学和法律等四类课程。所有注册的从业人员都必须接受继续教育,及时更新相关法律和科学知识。

表 7 美国殡葬行业专业程度远超中国

对比项目	中国	美国
监管机构	各级民政部门	联邦殡葬管理委员会和各州专门委员会（墓地委员会、尸体防腐处理和殡葬管理注册委员会）
法律法规	《殡葬管理条例》以及民政部公布的《殡仪馆设计规范》、《殡仪馆等级评定办法》等	各州的商业和职业法典、卫生（健康）安全法典、州宪章、行政法典、墓地法案、残疾人法案等
经营机构	基本由国营单位垄断	79%个人或家庭经营，21%公众公司经营
教育培训	只有 4 所殡葬专业高职院校，专业人才培养供不应求	殡葬服务教育委员会负责，50 多所专业院校，从业人员继续教育

数据来源：国泰君安证券研究

3.3. 殡葬消费支出快速增长，火化比例逐年提高

美国平均殡葬消费支出十年间增加 30%；中国殡葬平均消费超过万元，一线城市费用更高。1) 美国人视墓穴为财产，一般在生前购买，有些公墓的分期付款合同规定，如买主尚未最后付清便死去，可以葬于该穴，余款准予免。2) 根据 NFDA 的统计，2014 年美国土葬的平均花费是 7181 美元，加上购买墓穴后的总花费为 8508 美元，相比 2004 年增加了 30%；火葬的平均花费为 6078 美元，相对较低。3) Euromonitor 的数据显示，2012 年中国每次殡葬平均消费为 1 万元，年增长率超过 12%。根据《中国殡葬事业发展报告（2014-2015）》，北京市区居民一次中等殡葬消费为 80000 元，中档墓地平均价格从 2006 年的 2 万元已经升至 7 万元，年增长率达 17%。

表 8 美国殡葬消费在 6000 美元/次以上

服务项目	火葬花费	土葬花费
基础服务费	\$2,000	\$2,000
运送费	\$310	\$310
防腐处理	\$695	\$695
其他尸体处理	\$250	\$250
展示用器材和员工	\$420	\$420
葬礼仪式用器材和员工	\$495	\$495
灵车		\$318
服务汽车	\$143	\$143
葬礼印刷材料	\$155	\$155
火葬费	\$330	
展示用棺材	\$1,000	\$2,395
骨灰盒	\$280	
墓穴		\$1,327
总花费	\$6,078	\$8,508

数据来源：美国殡葬业协会官网

图 17: 北京市区一次中等殡葬消费 8 万元

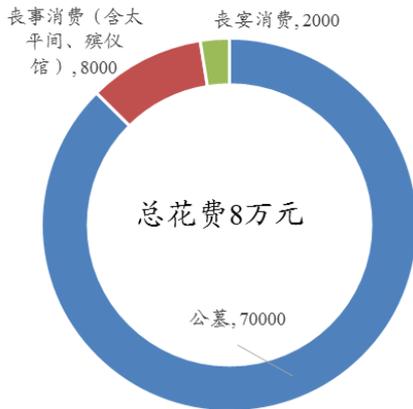
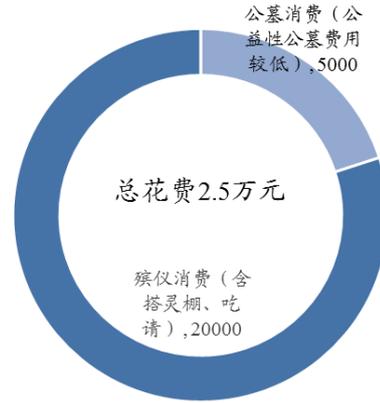


图 18: 北京郊区一次中等殡葬消费 2.5 万元



数据来源: 《殡葬绿皮书: 中国殡葬事业发展报告 (2014-2015)》、国泰君安证券研究

目前越来越多美国人选择火葬方式, 预计 2015 年火葬比例首次超过土葬。随着葬礼费用的提高, 无宗教信仰人群比例上升以及对简洁仪式的偏好提升, 火葬越来越受欢迎。NFDA 数据显示, 2011 年, 美国火葬比例为 42.2%, 预计这一比例在 2015 年将提高至 48.2%, 在 2030 年将达到 70%。而中国的火化率一直稳定在 48% 左右, 近年来有轻微下降趋势。

3.4. 虽然行业较为分散, 但也有行业龙头 SCI

美国的殡葬市场较为分散, 多为私人或者家庭经营, 家族传承性较为明显, 但 SCI 的市场占有率高达 16%。由于殡仪服务和公墓服务的一次性和时间、地域的长期性, 加之公共安全、卫生健康等因素, 行业的特殊性、传统性非常明显。美国殡葬业发展是经过百年以上时间积累起来, 从业人员大多是几代人都从事殡葬服务和经营, 依靠家族传承的痕迹比较明显。美国市场上 2 万家殡仪馆中 79% 是由个人或家庭经营的, 仅有 21% 是由公众公司管理。虽然分散度高, 但是行业龙头 SCI 在美国市场的占有率仍然高达 16%。

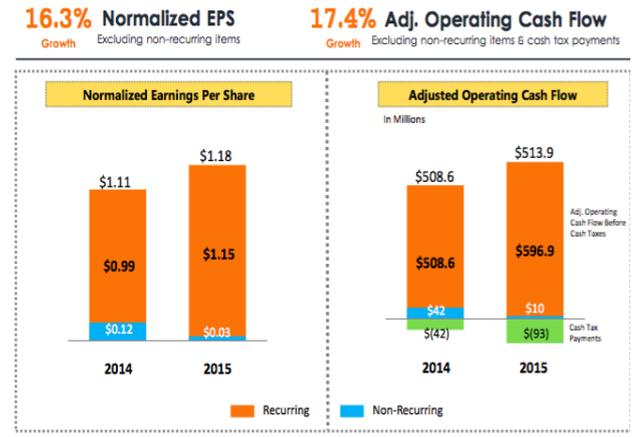
SCI (Service Corporation International) 是北美最大的殡葬服务提供商, 1969 年上市, 公司 86% 的业务在美国, 14% 在加拿大; 公司当前市值 46 亿美金, 对应 21 倍 TTM PE。2015 年, SCI 收入 30 亿美金, 其中 63% 来自殡仪服务, 37% 来自墓地服务, 两项业务毛利都在 20% 以上, 净利润 2.34 亿美金。通过不断并购进行扩张, SCI 的分支机构已覆盖全美 80% 的家庭。

图 19: SCI 的 EPS 和现金流稳定增长

殡仪服务	2015经营数据	墓葬服务
1535	分布数	469
317K	服务客户数	163k
\$1.9B	年营业收入 \$3B	\$1.1B
13%	市场占有率 16%	27%
21%	毛利率	26%
\$800M	预售额	\$765M

数据来源: 2015 SCI Financial Snapshot

图 20: SCI 的 EPS 和现金流稳定增长



数据来源: 2015 SCI Financial Snapshot

4. 政策现状以及未来放松路径猜想

4.1. 政策现状: 国营垄断, 民营进入行业难度大

国营几乎垄断殡葬产业, 民营企业进入行业门槛高。民政部门身兼监管者与经营者双重身份, 经营效率整体较低。

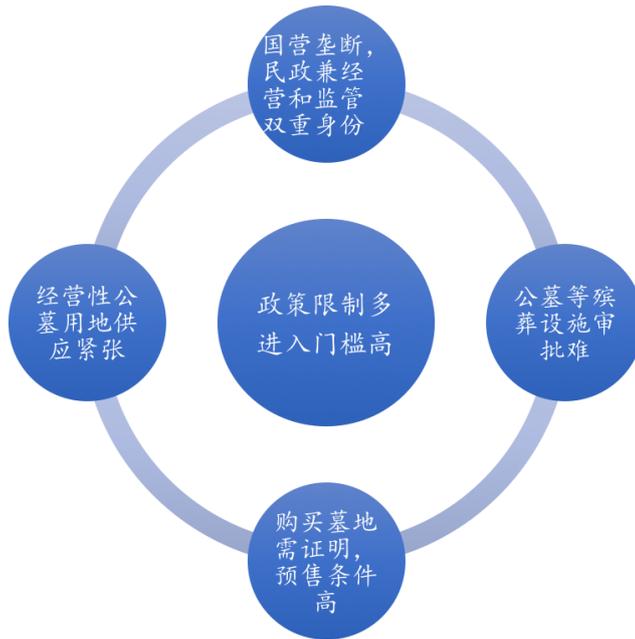
1) 在墓葬方面, 70%被国家及国营单位所控制, 30%的非国营部分中, 27%左右属于个体工商业, 余下 3%~4%是公司制供应商。在殡仪方面, 高达99%的市场都是被国家控制, 大中型城市以上的殡仪馆和火化馆都是国营单位, 形成了市场垄断, 没有竞争压力, 经营效率整体较为低下。2) 2014 年, 福寿园争取到了重庆和浙江武原的火化馆牌照, 而在此以前几乎没有非国营企业拿到过这类牌照。此外, 民政部门既是殡葬行业的监督者, 同时又参与殡葬设施的经营, 难以对殡葬企业进行有效管理。

国家对于经营性公墓用地有严格的限制, 获取土地需要经过招拍挂, 公墓用地供应紧张, 土地变性难度较大。

1) 经营性公墓用地需要招拍挂获得。中国对于办公墓的管理办法沿用 1992 年的规定, 根据城镇居民和农村居民的户籍性质适用两种公墓。公益性公墓只供集体经济组织的村民使用, 由县政府审批; 经营性公墓是为城镇居民提供骨灰或遗体安葬实行有偿服务的公共墓地, 属于第三产业, 土地需要按照招拍挂的方式获得。

2) 经营性公墓土地供应量很少, 有林地变性成公墓用地的难度很大。房地产行业土地限量供应的模式也存在于经营性公墓市场中, 不过, 限制更加严格, 供应量更少, 尤其是林耕地保护日益收紧, 将土地性质由林耕地变成建设用地的难度很大。

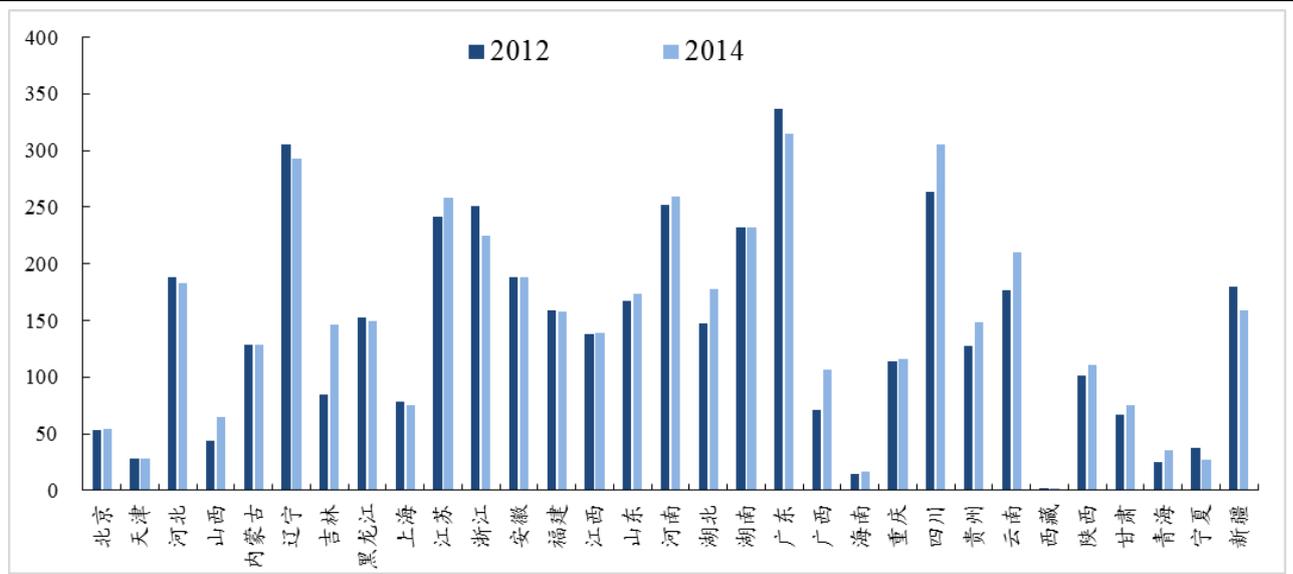
图 21: 国营垄断殡葬行业，民营进入门槛高



数据来源：国泰君安证券研究

除了土地限量供应之外，经营殡葬设施需要资质许可，不少城市多年来没有审批过一个经营性公墓。根据《殡葬管理条例》规定，“任何单位和个人未经批准，不得擅自兴建殡葬设施。”根据民政部制定的《公墓管理暂行办法》，“建立经营性公墓，由建墓单位向县级民政部门提出申请，经同级人民政府审核同意，报省、自治区、直辖市民政厅（局）批准。”不少省市多年来没有新增经营性公墓，比如陕西省近十年以来，没有审批过一家经营性公墓；上海市 2007 年共有 44 个公墓牌照，目前仍然是 44 个公墓牌照，殡仪馆更是从 2003 年起一直保持 15 家没有增加过。

图 22: 多省份殡葬服务机构数不增反减



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

购买墓地需要提交火化证明和身份证明，提前购买有严格条件限制。

埋葬骨灰的单人、双人合葬墓占地面积不得超过1平方米，埋葬遗体的单人墓占地面积不得超过4平方米，埋葬遗体的双人合葬墓不得超过6平方米。根据民政部门的规定，“公墓应当凭殡仪馆出具的火化证明出售墓穴”。《上海市殡葬管理条例》规定，只有死者的健在配偶、医学上认可身患绝症的病人、港澳台胞、海外侨胞、本市孤寡老人和年满80周岁老人才能提前向公墓购买墓穴。

4.2. 未来放松路径的猜想：国退民进是必然趋势

市场化是殡葬改革的必然趋势，遵循市场经济的规律，使殡仪服务打破垄断，依靠市场调节。《殡葬管理条例》中规定除了火化具有公益性质，殡仪服务全部放开，公民、法人、组织，只要符合行政许可条件，都可以从事殡仪服务。国家民政部社会福利和社会事务司司长张明亮在采访时也谈到，“经营权和管理权分离是殡葬改革的关键”。

根据我们对市场的调查和与相关专家的交流，民政部门已经有开始逐步退出市场计划，预计政府逐渐退出殡葬服务行业经营将分为两个阶段。第一个阶段将殡葬服务业中的衍生性服务如中高端交还给市场，而保留基础性服务的角色。如果市场供应商能够很好的实现衍生性服务，那么第二阶段，会把整个服务过渡到市场供应商，政府逐步回归单一的监管者角色。在上海的44家经营性墓园中，成立于2000年以后的5家均为企业，已经鲜见民政部门的影子。

殡仪服务市场向民间资本开放，鼓励公平竞争，提高经营效率。经营性公墓土地的限量供应以及公墓资格的行政审批，人为增加了进入壁垒，产生较高的溢价，同时行业内缺乏竞争，经营效率低下，放开民间资本呼声很高。新加坡对殡葬设施的管理可以作为借鉴，根据民政部研究所的报道，新加坡全国实行火葬，政府将殡仪服务设施建筑群集中建设在光明山脚下，拍租给若干个具备资质的公司经营，取得经营权的10余家公司集中在光明山开展服务，竞争十分激烈，优胜劣汰。被淘汰的，可以向政府提出歇业。然后，政府将空出来的设施再拍租出去，始终保持竞争的状态。既保证了公平竞争，也体现了社会福利。

图 23: 放松路径猜想：国退民进，推广节地生态葬



资料来源：国泰君安证券研究

预售模式推出可能性不高，也不太可能推出二次销售制度，因此经营性公墓用地新增供应有限。1) 墓葬虽有市场化的行为，但是不可否认它还有公共服务属性，不能完全来通过市场调节，而限制预售制度并限制二次销售能够有效的防止市场投机，人为拉升墓穴价格。2) 墓地的土地销售并不会成为政府收入的主要来源，政府并不会主动增加土地供应。而在供应有限的情形下，能满足现售需求就已难能可贵，更不会放开预售。

开发更多公墓不是殡葬改革的目标，节地生态葬是未来推广方向。经营性公墓是城市化发展的产物，也随着城市化的发展面临挑战，尤其是来自土地的压力。2013年发布的《中国殡葬事业发展报告》曾指出，全国人口每年死亡约800万，还在随老龄化程度提高呈逐年增长趋势；而大部分省份的现有墓穴都将在10年内用完。随着墓葬用地资源的紧张程度加剧以及民众接受程度的提高，可以预期壁葬、草坪葬、树葬和海葬有很大的增长空间。

5. 投资建议

殡葬服务行业市场拥有巨大的市场空间，而安乐地产作为其中最重要的一部分，是行业最大的投资机会之一。我们预计2020年行业规模将达到1300亿元的水平，而墓园资源在2020年也将出现不足的情形，因此安乐地产服务提供商未来将有很大的定价能力。而我们认为市场未来将出现数家百亿级别的行业龙头，因此我们看好拥有优质墓园资源并且有资金和实力进行快速扩张的殡葬服务龙头企业，**推荐标的：福寿园、福成五丰。**

6. 风险提示

政策进度不及预期。作为新兴细分产业的安乐地产，因为其特殊的性质受政策影响较大。如果配套政策不到位，或者监管缺席，或者政府退出进程缓慢，将会阻碍行业龙头公司的扩张。

福成五丰 (600965)

宝塔坐镇，殡葬业务欲腾飞

——福成五丰首次覆盖报告

 侯丽科 (分析师)	 李品科 (分析师)	 卜文凯 (研究助理)
0755-23976713	010-59312815	010-59312756
houlike@gtjas.com	lipinke@gtjas.com	buwenkai@gtjas.com
证书编号 S0880514030004	S0880511010037	S0880115100075

本报告导读:

2015 年公司并购大股东旗下三河灵山宝塔陵园，今后业务重心将转向殡葬服务业，真正成为 A 股殡葬第一股，有望成为市场龙头，畅享殡葬行业蓝海。

投资要点:

- 首次覆盖给予增持评级，目标价 21.60 元，较现价空间 40%。预计 2016/17/18 年 PE 为 0.27 元、0.32 元、0.36 元，目标价对应 2016 年 PE 为 80 倍。公司为 A 股殡葬服务行业第一股，因此没有很好的可比公司，公司现价对应 2015 年 PE 已经在 80 倍左右，考虑到公司今后业务将会以殡葬服务业务为主业，并将积极拓展殡葬服务业务范围，具有很大潜力成为中国殡葬服务行业的龙头，因此给予 2016 年 80 倍 PE，对应目标价 21.60 元。
- 公司为 A 股殡葬行业第一股，在保持原有业务同时，预计将大力发展殡葬服务行业，前景广阔。1) 公司传统主业肉链及食品加工业务提升空间有限，同时该市场竞争也较为激烈。2) 公司墓园业务呈快速增长态势，2015 年墓园业务贡献净利润占比达到 54%，随着墓园业务的高速增长，占比仍将提升。3) 墓园业务储备充沛，可满足大量需求，仅三河宝塔陵园一处项目就至少能满足公司近五年的销售。
- 后续将进一步扩充殡葬服务行业业务版图，有望成为全国殡葬行业龙头。公司成立产业并购基金，充分利用金融工具放大公司的投资能力，推动该并购产业基金收购或参股符合公司发展战略需要的上下游企业，预计公司并购的方向更有可能为公司熟悉的墓园等项目，将提高公司在墓园业务的龙头地位。
- 业务增长稳健，业绩腾飞可期。2015 年实现营业收入 13.44 亿，同增 9.81%；实现净利润 1.66 亿，同增 26.19%，其中墓园业务贡献净利润 54%，基本每股收益 0.20 元。
- 风险提示：墓园并购不及预期

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,100	1,344	1,494	1,674	1,880
(+/-)%	7%	22%	11%	12%	12%
经营利润 (EBIT)	96	210	272	316	369
(+/-)%	-6%	119%	30%	16%	17%
净利润	71	166	223	259	299
(+/-)%	-21%	133%	34%	16%	16%
每股净收益 (元)	0.09	0.20	0.27	0.32	0.36
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	8.7%	15.6%	18.2%	18.9%	19.6%
净资产收益率 (%)	7.7%	10.2%	13.2%	14.5%	15.6%
投入资本回报率 (%)	8.3%	11.5%	16.1%	17.7%	18.7%
EV/EBITDA	49.4	42.2	33.7	30.2	26.6
市盈率	169.4	72.7	54.2	46.8	40.5
股息率 (%)	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

首次覆盖

评级: 增持
目标价格: 21.60

当前价格: 15.14
2016.03.31

交易数据

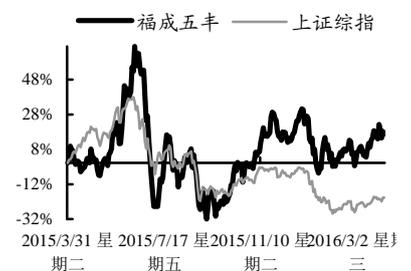
52 周内股价区间 (元)	8.73-22.50
总市值 (百万元)	12,395
总股本/流通 A 股 (百万股)	819/380
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	46%
日均成交量 (百万股)	674.02
日均成交值 (百万元)	96.27

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,627
每股净资产	1.99
市净率	7.6
净负债率	-13.95%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.03	0.04
Q2	0.02	0.03
Q3	0.11	0.15
Q4	0.04	0.05
全年	0.20	0.27

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	18%	-7%	6%
相对指数	7%	8%	28%

模型更新时间: 2016.03.31

股票研究

必需消费
农业

福成五丰 (600965)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 21.60

当前价格: 15.14

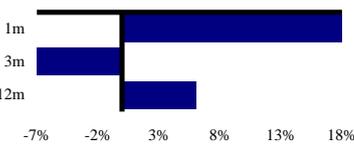
公司网址

www.fucheng.net

公司简介

公司是经国家九部委联合认定的农业产业化国家重点龙头企业,主要从事肉牛饲养、饲料加工、肉牛屠宰加工等业务。公司目前在北京市顺义区、内蒙古宁城县等地区分别建立了肉牛饲养基地,主要饲养西门塔尔、海福特、夏洛来等优种杂交肉牛。

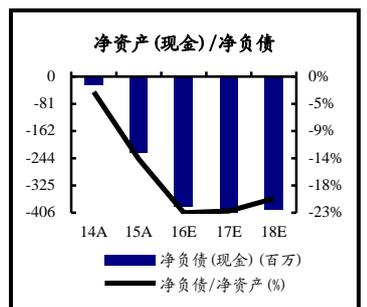
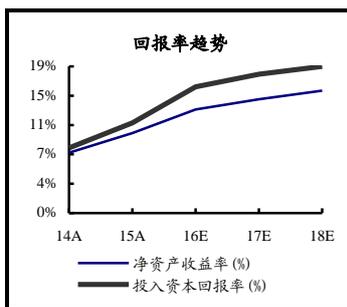
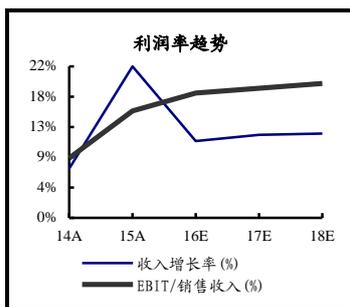
绝对价格回报 (%)



52 周价格范围 8.73-22.50
市值 (百万) 12,395

财务预测 (单位: 百万元)

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
损益表					
营业总收入	1,100	1,344	1,494	1,674	1,880
营业成本	692	794	844	934	1,036
税金及附加	28	36	40	45	51
销售费用	239	248	276	309	347
管理费用	46	56	62	69	78
EBIT	96	210	272	316	369
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	6	6	6	6
财务费用	8	5	-6	-8	-8
营业利润	87	209	284	330	383
所得税	20	52	69	80	93
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	71	166	223	259	299
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	134	344	390	408	403
其他流动资产	6	17	0	0	0
长期投资	0	14	14	14	14
固定资产合计	557	628	684	733	776
无形及其他资产	129	114	89	78	73
资产合计	1,239	2,016	2,111	2,276	2,418
流动负债	309	385	421	491	494
非流动负债	0	3	1	3	6
股东权益	928	1,627	1,686	1,781	1,916
投入资本(IC)	907	1,388	1,286	1,364	1,507
现金流量表					
NOPLAT	75	160	208	241	281
折旧与摊销	61	72	76	71	72
流动资金增量	53	-392	-70	-40	-105
资本支出	-165	-205	-97	-100	-100
自由现金流	25	-366	116	172	147
经营现金流	190	258	260	275	251
投资现金流	-130	-213	-91	-95	-95
融资现金流	-28	-39	-122	-162	-161
现金流净增加额	33	5	46	18	-5
财务指标					
成长性					
收入增长率	7.2%	22.1%	11.2%	12.1%	12.3%
EBIT 增长率	-6.5%	118.7%	29.7%	16.2%	16.7%
净利润增长率	-21.3%	132.9%	34.1%	15.8%	15.5%
利润率					
毛利率	37.1%	40.9%	43.5%	44.2%	44.9%
EBIT 率	8.7%	15.6%	18.2%	18.9%	19.6%
净利润率	6.5%	12.4%	14.9%	15.4%	15.9%
收益率					
净资产收益率(ROE)	7.7%	10.2%	13.2%	14.5%	15.6%
总资产收益率(ROA)	5.8%	8.3%	10.6%	11.4%	12.4%
投入资本回报率(ROIC)	8.3%	11.5%	16.1%	17.7%	18.7%
运营能力					
存货周转天数	142	188	188	188	188
应收账款周转天数	34	29	29	29	29
总资产周转天数	398	442	504	478	456
净利润现金含量	2.66	1.55	1.16	1.06	0.84
资本支出/收入	15%	15%	6%	6%	5%
偿债能力					
资产负债率	24.9%	19.2%	20.0%	21.7%	20.7%
净负债率	-2.6%	-14.0%	-23.1%	-22.8%	-20.7%
估值比率					
PE	169.4	72.7	54.2	46.8	40.5
PB	8.4	7.4	7.2	6.8	6.3
EV/EBITDA	49.4	42.2	33.7	30.2	26.6
P/S	7.1	9.0	8.1	7.2	6.4
股息率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%

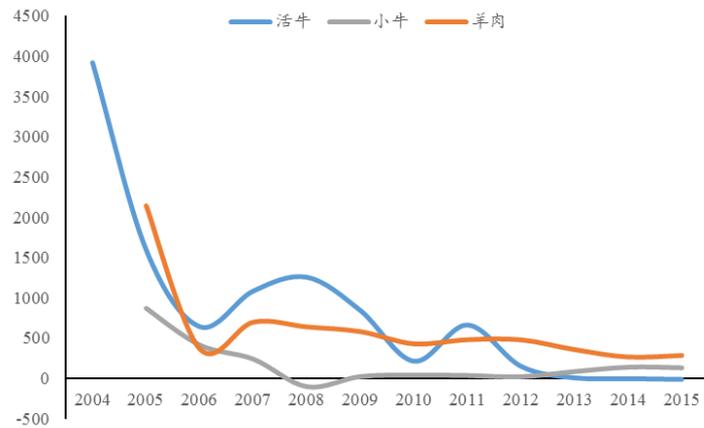


7. 从畜牧扩展到餐饮、殡葬等多元业务

7.1. 传统主业压力增加，餐饮殡葬并购带来成长新动力

传统畜牧养殖屠宰业务压力增加，利润萎缩明显。福成五丰于 2004 年上市，是中国规模较大的养牛场之一。上市初，公司主业以畜牧养殖屠宰为主。近年来，受农户养牛意愿降低，收购、饲养成本提高，以及肉牛存栏量下降影响，公司传统主业如活牛、小牛等压力较大，利润不断萎缩。2015 年公司在澳洲收购牧场，建立优质肉牛养殖基地，有助于公司扩大肉牛来源并提升肉牛品质，有望带来食品加工及餐饮业务之间的协同效应。

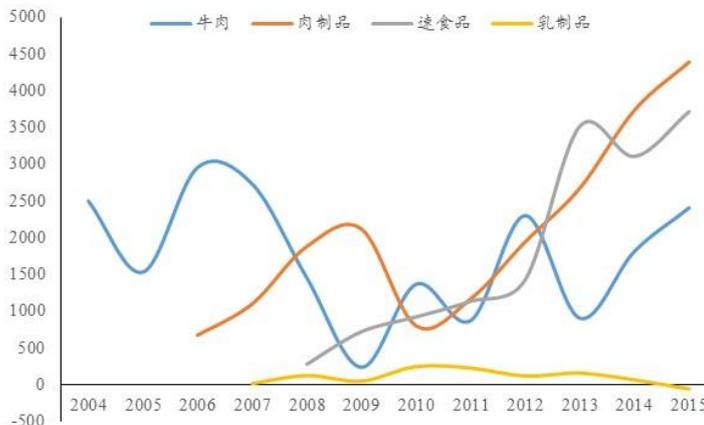
图 1 公司传统养殖屠宰业务毛利润快速萎缩（单位：万元）



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

食品加工业务逐步成长，聚焦“城市后厨房”。2006 年起，公司逐步推进食品产业链条，添加了肉制品、速食品、乳制品等高附加值产品。其中肉制品、速食品快速成长，对利润形成了较为稳健的支撑。目前，公司食品包括排酸牛肉、鲜奶及奶制品、深加工肉及熟食加工、速冻食品等，主要服务于京津冀地区，聚焦“城市后厨房”市场。2015 年牛肉、肉制品、速食品三项业务营收增速分别为 11.92%，30.31%，21.57%，增速较快。未来有望保持增长。

图 2 食品加工业务贡献的毛利润快速增长（单位：万元）

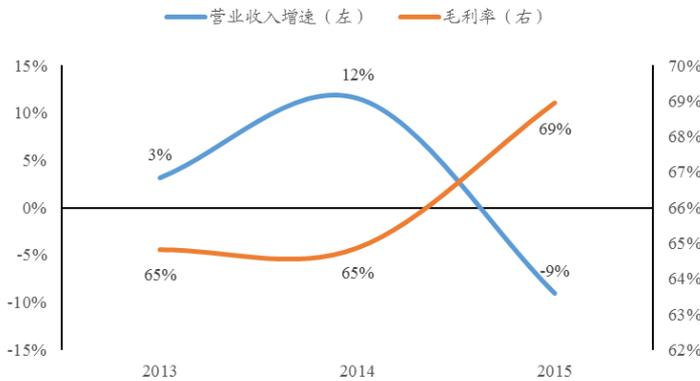


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

注入福成肥牛，进军餐饮业。2013 年，公司将大股东旗下的福成肥牛餐饮管理有限公司、三河市福成都市食品有限公司注入上市公司。自

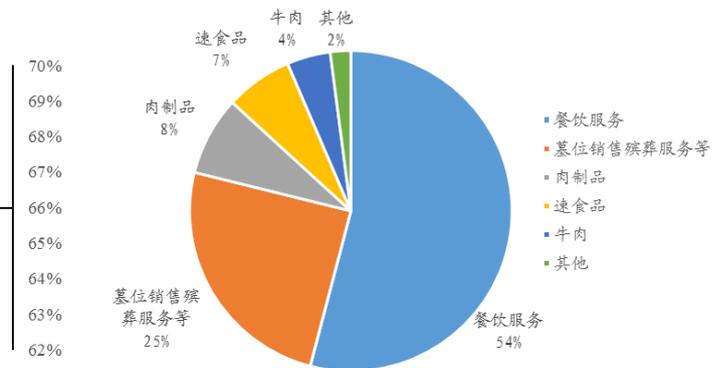
此，福成五丰业务拓展至餐饮业。福成餐饮主要从事“特色肥牛”火锅，兼营烤肉、自助等餐饮业务。本次收购使得公司产业链向前拓展，完成了从肉牛养殖、屠宰、加工、冷藏到餐桌的业务整合。2015年餐饮业务营收有所下降，子公司福成餐饮共处置转让 11 家盈利能力较低的分店，另新设 7 家分店。店面位置的优化调整有望为公司带来新的收入来源。

图 3 2015 年餐饮服务营收下滑，毛利率提高



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 4 2015 年各项业务毛利占比，餐饮服务最高



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

并购宝塔陵园，涉足殡葬业，开启双主业经营。2014 年，公司启动三河灵山宝塔陵园有限公司资产注入上市公司程序，截止 2015 年 7 月完成工商变更手续。宝塔陵园主要业务为墓地服务，坐落于河北省三河市黄土庄镇，距北京不足 1 小时车程，主要市场为北京、河北、天津地区。未来将显著受益于京津冀人口老龄化带来的需求提升。

图 5 宝塔陵园外景



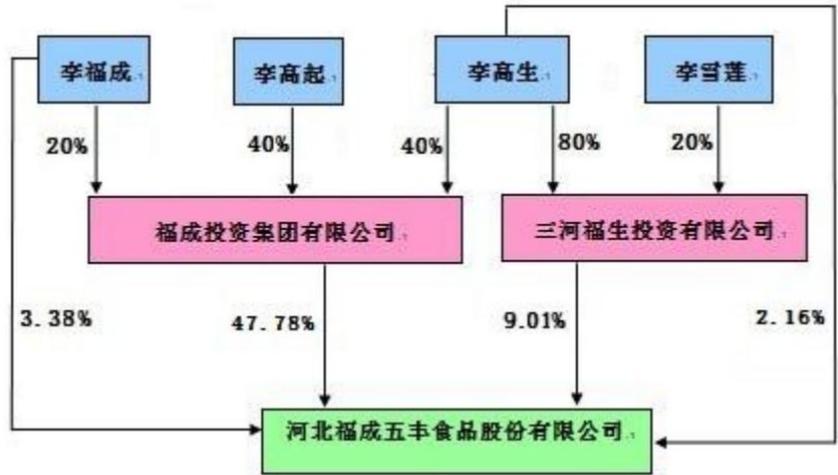
数据来源：北京公墓网

7.2. 公司实际控制人仍为李高生及其一致行动人

宝塔陵园为大股东旗下公司，实际控制人未发生变化。公司为家族企

业，宝塔陵园为大股东旗下公司，收购后公司实际控制人并未发生变化，仍为李福成和李高生父子。其中，李福成、李高生、福成投资、福生投资为一致行动人。

图 6 公司收购宝塔陵园后，实际控制人未变



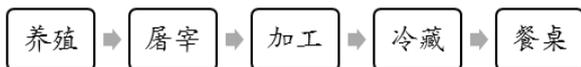
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

8. 公司双主业经营情况

8.1. 肉链及食品加工业务

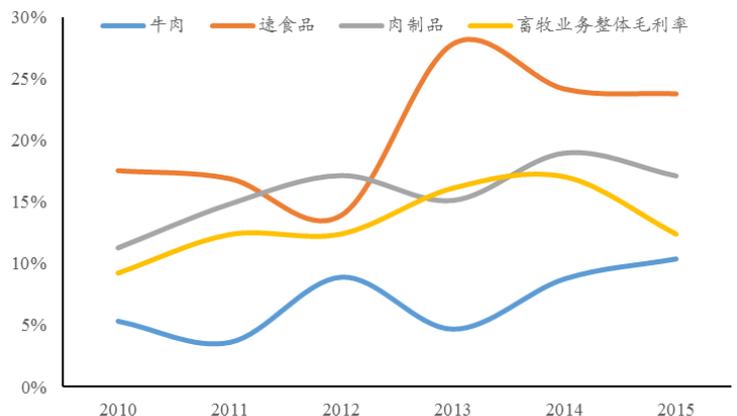
公司肉链及食品加工业务毛利率有所提高，但提升空间有限。福成五丰主要从事禽畜养殖、屠宰、加工及冷藏，以及肉制品、乳制品、速冻食品等的加工和销售，收购福成餐饮后产业链拓展至餐饮业。在各项业务中，牛肉因肉价上涨毛利率有所提高，但仍保持在较低水平；毛利率相对较高的肉制品，速食品因近年在公司营收比重有所提高，带动公司畜牧业务整体毛利率上升。2015 年，不含餐饮业务，公司传统及食品加工业务毛利率可达 12%。未来随着食品加工占比进一步提高，毛利率有望提升。

图 7 公司产业链示意图



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 8 公司传统业务毛利率提升空间有限



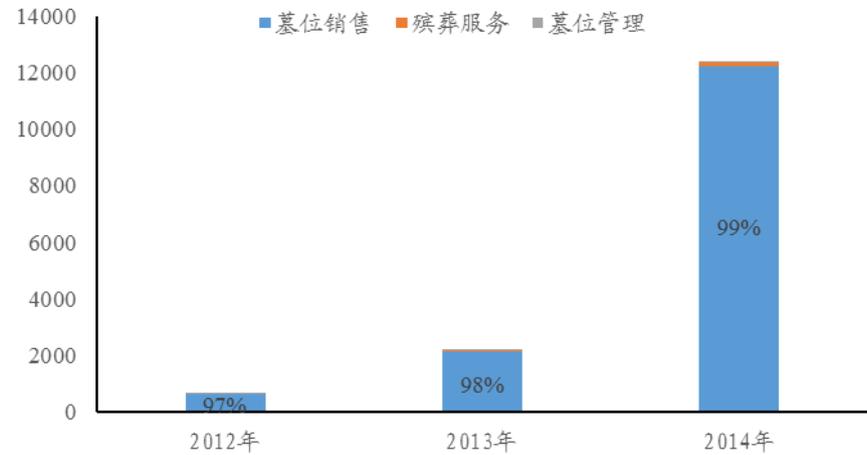
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

8.2. 墓园业务快速增长

墓位销售为收入主要来源。宝塔陵园业务以墓位销售为主，产品包括

墓位与骨灰格位。该项业务在公司总收入占比可达 97%以上。自公司 2014 年开始正式推盘以来，墓位销售业务营收大幅增长，2014 年墓位销售额可达 1.22 亿元。此外公司兼有墓位维护及殡葬服务业务，目前由于公司处于业务推广阶段，2014-2016 年购买墓位免缴墓位管理费，未来随着墓位销售规模增长，该类业务收入占比有望提升。

图 9 公司墓位销售额激增，占据总收入 97%以上



数据来源：上市公司公告，国泰君安证券研究

表 1 公司产品介绍

产品	产品分类	平均单价 (万/个)	产品内容
墓位	定制艺术墓	10.76	按照客户的需求，根据死者的生平提供专门的墓型设计、完全定制化的制作服务。
	成品艺术墓	12.71	以某一主题为设计理念设计出不同颜色和不同风格的艺术型墓碑。可对个别细节进行个性化的修改，例如对墓碑的结构进行细微改动或在墓碑上添加碑文等。
	成品制式墓	3.48	标准化墓碑，。目前拥有多款制式墓碑可供客户选择。设计师可以根据客户需求在墓碑上添加照片及碑文。
骨灰格位	单人福位	0.70	又称“福位”，用于安放骨灰，放置于千佛塔内。塔内福位分单人福位和双人福位两种。
	双人福位	1.39	
墓地维护服务		暂免收费	需要在购买墓位时一并支付，支付期限一次为 20 年，到期后需要续缴墓位维护费。主要维护服务内容包括：墓碑擦拭、绿化、墓区卫生、墓碑石材维护以及墓碑装饰品固定。
殡葬服务	安葬仪式		可以为客户提供制式化的安葬仪式，或者个性化的礼仪服务。
	碑文篆刻		提供碑文篆刻服务，墓碑装饰或镶嵌照片的服务。
	佛事超度		千佛塔一层建有佛事大殿。可选择是否进行超度仪式。
	祭祀用品销售		提供相关祭祀用品，如金银纸、骨灰盒及其他小摆件等。

数据来源：上市公司公告，国泰君安证券研究

地处京津交界处，地理位置优越，价格优势明显。 宝塔陵园位于河北三河市，地处京、津交界地带，距北京仅一小时车程。由于消费者对短途距离并不敏感，因此宝塔陵园可以吸纳来自北京、天津的客户需求。此外相对于北京市内的墓地，宝塔陵园的墓地价格较低，有较强的吸引力。在北京及周边所有墓园中，宝塔陵园提供的墓地最低单价处于 0-10000 元最低档，而北京地区 70%左右的墓园墓地最低单价为 20000 元以上。因此公司相对较低价位的墓地存在很强的竞争力，可以

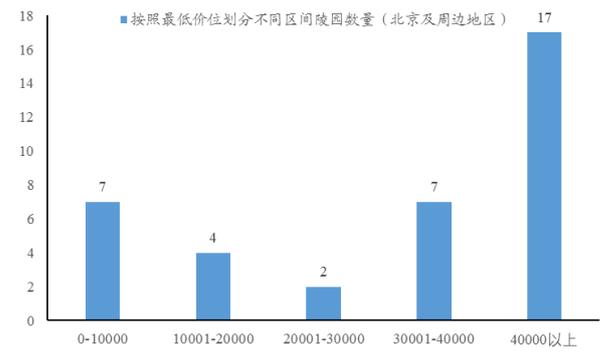
吸纳周边地区被挤出的墓地需求。

图 10 宝塔陵园位于京津交界处，客户来自京津冀地区



数据来源：政协河北省三河市委员会，国泰君安证券研究

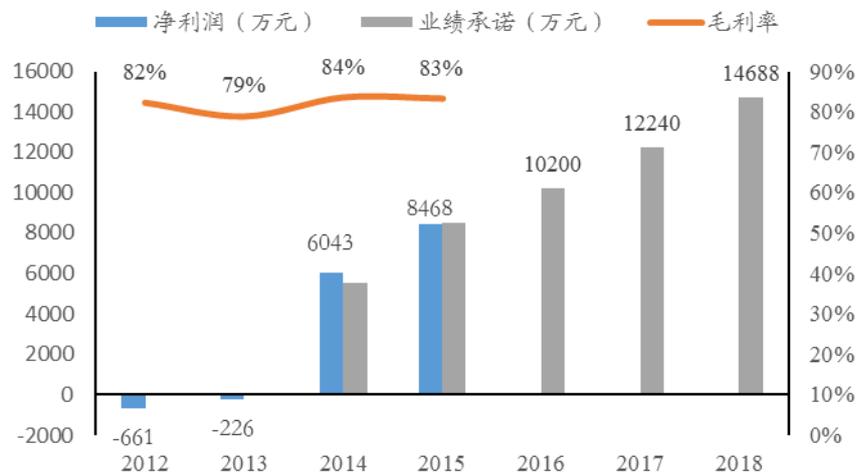
图 11 宝塔陵园墓地最低价位有较强的吸引力



数据来源：北京陵园网，国泰君安证券研究

墓园业务毛利稳定，营收增长带动净利润快速提高。2010年福成投资收购宝塔陵园后，用了近4年时间进行基础性墓园建设及墓穴建造工作。2013年末墓园基础性建设工作基本完成，2014年上半年正式推盘。近两年墓园业务毛利率较为稳定，在83%左右。营收增长带动净利润快速提高。2014，2015年，宝塔陵园净利润分别为6043，8468元，15年同增40%。墓园营收的快速增长源于周边地区对墓位旺盛的需求，未来有望保持较高增速。

图 12 宝塔陵园业务毛利率稳定，营收增长带动净利润快速提高



数据来源：WIND、国泰君安证券研究

公司处于业务发展初期，墓位短期内供应充沛，可满足大量需求。根据公告，截止2014年6月，公司规划墓区面积约为11.8万平，尚有11.34万平的面积可供销售，占比约为96%；骨灰格位4.5万个，尚有4.19万个待售，占比约为93%。宝塔陵园目前证载占地面积为540亩，在该地块周围公司已购置土地229亩，因政策原因¹暂未办理扩证。根据目前待售规模，公司短期内供应充沛，可以应对客户的大规模需求，获得快速增长。

¹ 根据公司《发行股份购买资产之重大资产重组暨关联交易报告书》记载，经营性公墓只能在其经营许可证证载面积基本使用完毕后，才可按相关规定申报新增土地的扩证事项。

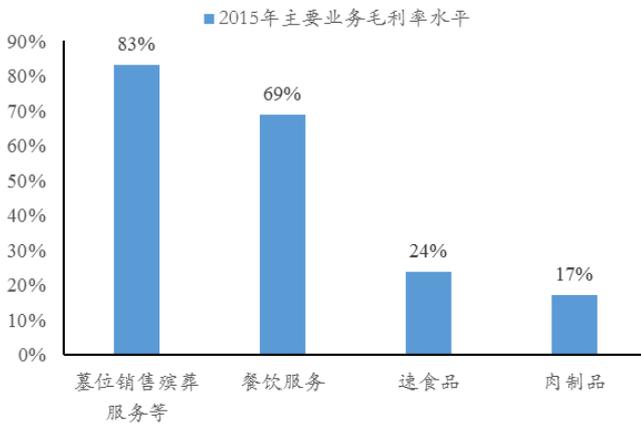
表 2 公司墓园土地供应充足

《公墓经营许可证》 证载面积	地块证号	面积(亩)	批复用途证载或	有效期
540 亩	三国用(2010)242号	54.61	墓葬用地	2010年8月-2045年9月
	三国用(2010)241号	121.74	墓葬用地	2010年8月-2051年6月
	三河市政府确认函	359.3	绿化及墓葬用地	1997年9月-2047年9月
尚需扩证的面积	三国用(2010)159号	84.19	墓葬用地	2010年5月-2060年5月
尚需扩证的面积	三国用(2010)160号	144.72	墓葬用地	2010年5月-2060年5月

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

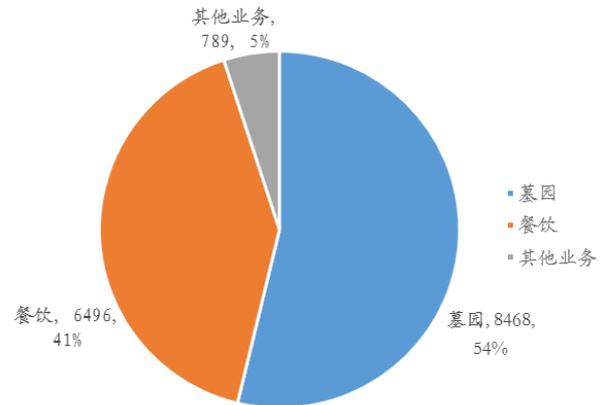
墓园业务较高的净利润对公司业绩形成极大支持。2015 年墓园业务净利润为 8468 万元，占公司扣非利润的 54%。餐饮业务占比为 41%，而其他业务占比仅为 5%。墓园业务较高的净利润对公司业绩形成极大支持，该业务未来较高的增长前景也将对公司未来业绩形成保证。

图 13 2015 各项业务中墓园业务毛利率最高



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 14 2015 年各项业务净利润中墓园业务最高

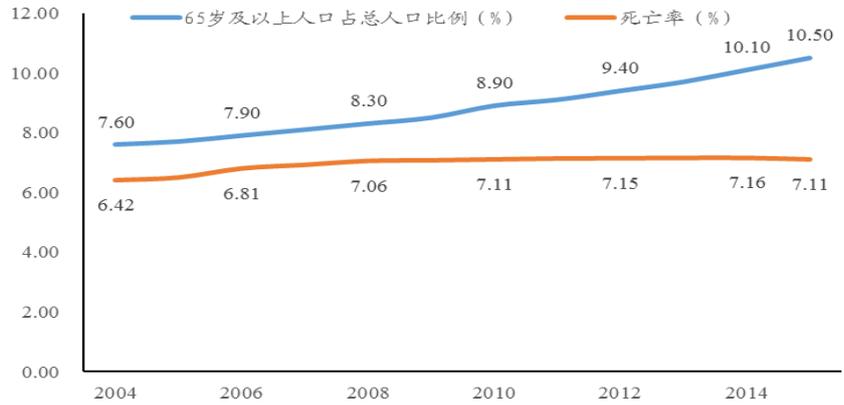


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

9. 墓园业务迎来巨大的空间

人口老龄化程度加深拓展墓园业务需求空间。国际上通常认为当一个国家或地区 65 岁以上老年人口占人口总数的 7% 以上即步入了人口老龄化社会。从我国人口结构分布来看，老龄化程度逐步加深。人口老龄化以及死亡率的逐渐提高会增加对殡葬行业的需求。而墓园业务作为殡葬行业的细分子类之一，其需求也将不断提高。

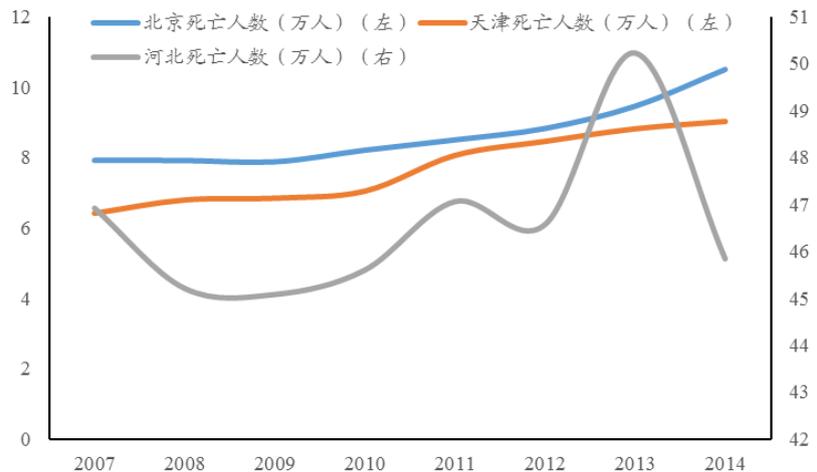
图 15 全国人口老龄化程度加深



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

部分地区墓园供给受限，周边异域墓园需求旺盛。根据我国现行条例，新建经营性公墓需要政府相关部门核准。各省市墓地使用情况不同，当地行政机关对于审批新增经营性墓园态度存在差异。如北京、天津等地已不再审批新增经营性墓地。对于墓园供给受限地区，往往出现墓位价格高涨，挤出当地需求到周边地区购买墓位，拉动周边异域墓园的需求。

图 16 北京天津地区常住人口中死亡人数呈上升趋势



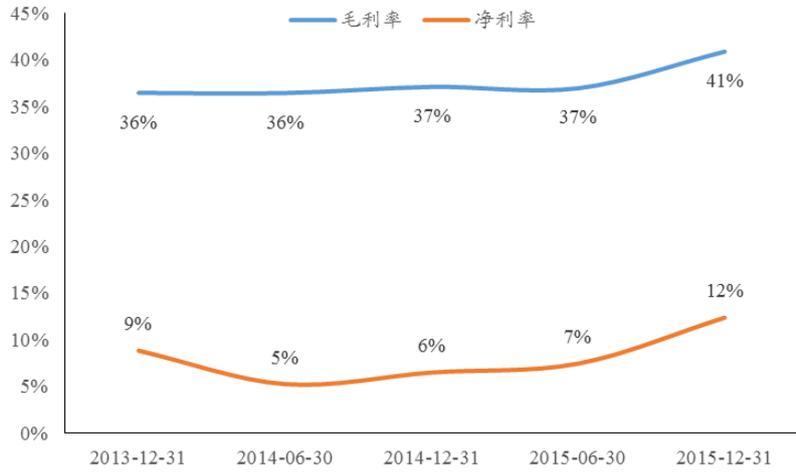
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

公司墓园业务有望通过异地并购快速复制，实现高速增长。公司于2015年12月出资4.5亿元参与设立产业并购基金，从事以陵园为主要标的的殡葬行业投资。在公司食品与餐饮主业缺乏高速增长的机会下，墓园业务可通过异地并购实现业务的快速复制，迎来爆发性增长。

10. 公司关键财务指标分析

墓园并表后，公司盈利能力有望提升。由于宝塔陵园经营的墓地业务毛利率水平较高，墓园业务并表后公司的毛利率、净利率水平提高。

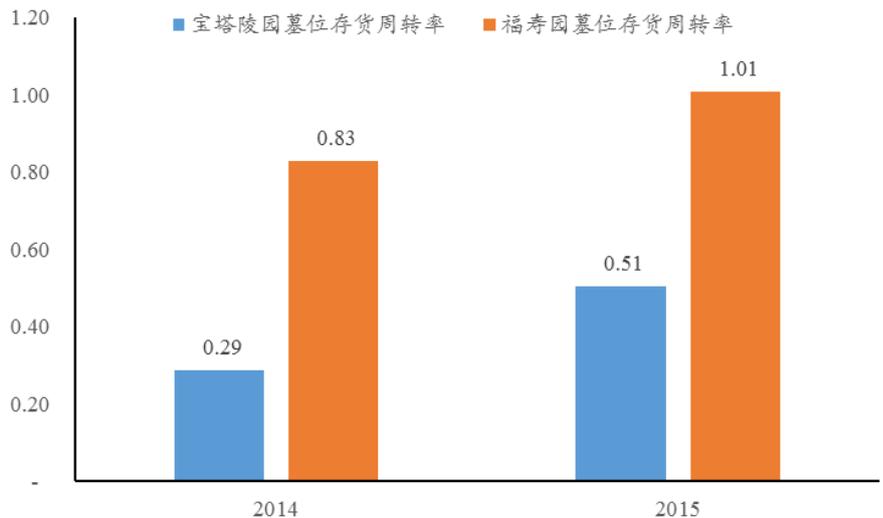
图 17 墓园业务并表后公司毛利率、净利率水平有所提高



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

墓园业务存货周转率较低，墓位储备充足。由于 2012 年、2013 年宝塔陵园处于建设期，存货周转率较低。2015 年以已建成墓位计算，墓园业务周转率水平为 0.51，与 2014 年末的 0.29 相比有所提高。与福寿园同期水平相比，体现了宝塔陵园较多的建成墓位储备。

图 18 墓园业务存货周转率低于福寿园，反映较多墓位储备



数据来源：国泰君安证券研究

11. 盈利预测与估值

首次覆盖给予增持评级，目标价 21.60 元，较现价空间 36%。预计 2016/17/18 年 PE 为 0.27 元、0.32 元、0.36 元，目标价对应 2016 年 PE 为 80 倍。公司为 A 股殡葬服务行业第一股，因此没有很好的可比公司，公司现价对应 2015 年 PE 已经在 80 倍左右，考虑到公司今后业务将会以殡葬服务业务为主业，并将积极拓展殡葬服务业务范围，具有很大潜力成为中国殡葬服务行业的龙头，因此给予 2016 年 80 倍 PE，对应目标价 21.60 元。

12. 风险提示

墓园并购不及预期风险。经营性墓园新建需要政策审批，存在一定政策风险，异地并购墓园也存在进度不及预期以及盈利情况不及预期的风险。

福寿园 (1448)

龙头地位夯实，政府 BOT 模式启航

——海外花系列之福寿园更新报告

 侯丽科 (分析师)	 申思聪 (分析师)	 李品科 (分析师)
0755-23976713	0755-23976926	010-59312815
houlike@gtjas.com	shensicong@gtjas.com	lipinke@gtjas.com
证书编号 S0880514030004	S0880515010002	S0880511010037

本报告导读:

福寿园是中国最大的殡葬服务提供商，遍布 12 个城市。随着人口老龄化逐渐发展，公司的墓地和殡仪服务等有望获得长足发展，存在行业整合预期。

摘要:

- **维持增持评级，目标价 7.3 港元。**预计 2016/17/18 年 EPS0.16/0.20/0.24 元，同比增长 20%/22%/19%。公司是中国最大的殡葬服务供应商，受益于人口结构老龄化。随着行业政策监管逐步加强，规范程度将进一步上升，公司整合预期有望超市场预期。维持增持评级，给予目标价 7.3 港元，对应 2016 年 35 倍 PE。
- **业绩稳定增长，毛利率微降。**2015 年公司实现营业收入 11.08 亿元，同增 39.3%；实现净利润 2.84 亿，同增 23.5%；基本每股收益 0.137 元。预计派付 2015 年末期股息 0.024 港币/股。其中墓园服务贡献 86.7% 收入，其中出售墓地点占 98.3%。受到新并入项目的影响，整体毛利率达 77.6%，相对 2014 年略降 2.4 个百分点。
- **扩张收购持续，龙头地位进一步夯实。**2015 年公司业务已经扩张至 10 个省及直辖市，完成对观陵山艺术陵园、婺源万寿山陵园、安阳天寿园以及常州棲凤山陵园的收购，加上 2014 年下半年收购的重庆白塔园和梅岭世界园。自 2014 年起兼并收购的项目，已经于 2015 年贡献 1.84 亿元的销售收入，占总销售收入 16.6%。公司目前在中国地区控股拥有的墓园已经达到 14 座（在建 1 座），正在运营的殡仪设施已达 9 间，总可出售面积达 161 万平方米，同比增长 16%。考虑到殡葬行业市场集中度较低，前五大殡仪服务提供商市占率仅为 12.5%，公司未来有望通过收购地方性企业提升市场份额，整合行业资源。
- **深化政府合作，开创 BOT 开发模式：**公司与江苏大丰市政府经营的殡仪馆合作建立综合一体化殡仪服务中心，并且与山东泰安、重庆市政府签署以 BOT 模式合资新建墓园，建设和运营殡仪馆的协议。目前各地政府大概掌握 80% 的墓地资源，100% 的殡仪馆经营权，福寿园是首家获得正规经营牌照的公司，此次开启的合作模式有助于实现公司与地方政府关系的进一步突破，或有可能在全国更大范围内加以复制，有利于公司的进一步扩张。
- **风险提示：**殡葬行业发展速度可能不及预期。政策支持存在不确定性。

财务摘要 (百万元)	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	480	612	795	1108	1344	1659	1994
(+/-)%	14.0%	27.5%	29.9%	39.3%	21.3%	23.4%	20.2%
毛利润	386	492	636	860	1059	1307	1549
净利润	124	167	230	284	340	414	491
(+/-)%	-5.0%	34.7%	37.9%	23.5%	19.7%	21.6%	18.6%
PE	73.5	54.6	39.3	31.9	26.7	21.9	18.5
PB	23.9	5.2	4.1	4.1	3.3	2.7	2.5

1. 扩张收购持续，龙头地位进一步夯实

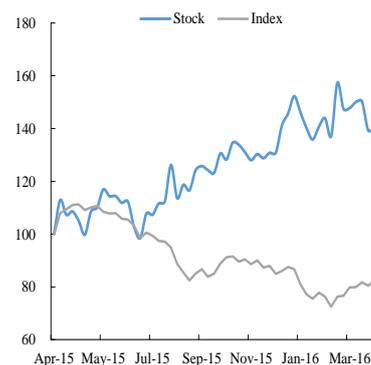
评级:	增持
-----	----

当前价格 (港元):	5.55
------------	------

2016.04.01

交易数据

52 周内股价区间 (港元)	3.46-6.23
当前股本 (百万股)	2,090
当前市值 (百万港元)	11,597



相关报告

《受益人口老龄化，整合力度加大》2015.10.22

2015 年公司业务已经扩张至 10 个省及直辖市，完成对观陵山艺术陵园、婺源万寿山陵园、安阳天寿园以及常州栖凤山陵园的收购，加上 2014 年下半年收购的重庆白塔园和梅岭世界园。自 2014 年起兼并收购的项目，已经于 2015 年贡献 1.84 亿元的销售收入，占总销售收入 16.6%。公司目前在中国地区控股拥有的墓园已经达到 14 座（在建 1 座），正在运营的殡仪设施已达 9 间，总可出售面积达 161 万平方米，同比增长 16%。考虑到殡葬行业市场集中度较低，前五大殡仪服务提供商市占率仅为 12.5%，公司未来有望通过不管收购地方性企业提升市场份额，整合行业资源。

表 1: 公司 2015 年收购四座陵园，扩张持续

收购时间	收购标的	股权比例	收购价格	收购面积
2015 年 1 月	观陵山艺术陵园	70%	2.79 亿	233 万平米
2015 年 2 月	婺源万寿山陵园	75%	4930 万	16.4 万平米
2015 年 6 月	安阳天寿园	80%	4240 万	6.6 万平米
2015 年 12 月	常州栖凤山陵园	80%	1.84 亿	8.5 万平米

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

创新扩张方式，输出管理。2015 年公司通过受托管理的方式向 3 座小型墓园输出管理并且获取回报。对于民企来说，经营墓地存在一定的技术壁垒，需要福寿园的丰富的管理经验。输出性管理有助于公司轻资产型运营的发展，产生新的收入来源，并且在更大范围内提升公司品牌形象和知名度。

2. 深化政府合作，BOT 模式助力增长

从江苏大丰的合作到开创 BOT 模式，公司不断深化和地方政府合作关系。过去殡葬并未列入城市规划的重点中，但是在城市的建设与发展过程中，随着人口老龄化以及人口规模的扩张，城市殡葬需求逐渐扩大。福寿园作为国内领先的殡葬服务提供商，为政府提供了更为便利的解决方案，地方政府只需要给出牌照和土地，而省去了融资、设计以及运营等步骤。

有利于全国更大范围复制，协助公司进一步扩张。目前各地政府大概掌握 80% 的墓地资源，100% 的殡仪馆经营权，福寿园是首家获得正规经营牌照的公司，此次开启的合作模式有助于实现公司与地方政府关系的进一步突破，或有可能在全国更大范围内加以复制，有利于公司的进一步扩张。

表 2: 开启政府合作先河, BOT 模式助力后续增长

合作时间	合作政府	合作内容	目前阶段
2015 年 6 月	江苏省大丰市	建立综合一体化提供商大丰殡仪服务中心, 销售殡仪产品、守夜及送别服务	起动阶段
2016 年 1 月	山东省泰安市	建造及经营一个殡仪馆	起动阶段
2016 年 2 月	重庆市璧山区	建造一个新殡仪馆	起动阶段

资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 风险提示

殡葬行业发展速度可能不及预期。 殡葬行业发展可能受到居民传统观念、经济形势等原因, 发展速度较慢不及预期。

国家有关殡葬行业的政策存在不确定性。 殡葬行业发展存在政策准入门槛, 公司发展与政策息息相关, 存在不确定性。

损益表						现金流量表					
人民币百万	2014	2015	2016E	2017E	2018E	人民币百万	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	795	1,108	1,344	1,659	1,994	税前利润	341	460	544	658	755
营业成本	-159	-248	-285	-351	-445	营运资本变动	23	55	24	65	65
毛利润	636	860	1,059	1,307	1,549	其他	-65	-190	-154	-173	-173
销售及行政开支	-349	-456	-571	-705	-847	经营性现金流合计	299	325	414	550	647
EBIT	345	467	551	666	765	投资物业	0	0	0	0	0
利息成本	-4	-8	-7	-8	-10	其他	-480	-286	-119	-121	-121
利息收入	0	0	0	0	0	投资性现金流合计	-480	-286	-119	-121	-121
联营公司利润	0	0	0	0	0	自由现金流	-181	171	310	431	431
其他收入	0	0	0	0	0	每股自由现金流	-0.09	0.08	0.15	0.21	0.21
税前利润	341	460	544	658	755	权益融资	174	0	0	0	0
所得税	-56	-94	-114	-137	-158	债权融资	-4	72	20	20	20
少数股东权益	-55	-81	-90	-106	-106	其他	-45	-131	-7	-8	-8
净利润	230	284	340	414	491	融资性现金流合计	-66	-59	13	12	12
核心净利润	230	284	340	414	491	现金变动合计	-247	-20	308	441	538
股权数	2,073	2,079	2,079	2,079	2,079	期初现金	1,544	1,297	1,277	1,585	2,025
核心EPS	0.11	0.14	0.16	0.20	0.24	期末现金	1,297	1,277	1,585	2,025	2,564
每股分红	0.04	0.05	0.05	0.06	0.07						

资产负债表						财务分析 (%)					
人民币百万	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
固定资产	271	361	450	475	531	毛利润率	80%	78%	79%	79%	78%
商誉及无形资产	108	282	162	181	181	经营利润率	43%	42%	41%	40%	38%
其他非流动资产	1,023	1,269	1,339	1,470	1,470	净利润率	29%	26%	25%	25%	25%
非流动资产合计	1,402	1,912	1,951	2,125	2,181	营收增长率	30%	39%	21%	23%	20%
存货	216	340	503	640	804	EBIT增长率	31%	36%	18%	21%	15%
应收账款	20	35	30	44	50	净利润增长率	38%	23%	20%	22%	19%
现金	1,297	1,277	1,585	2,025	2,564	EPS增长率	39%	23%	20%	22%	19%
其他流动资产	0	0	0	0	0	每股净资产	1.07	1.08	1.32	1.59	1.78
总资产	2,935	3,564	4,069	4,834	5,599	利息覆盖倍数	1.08	1.11	1.13	1.15	1.15
流动负债合计	451	483	487	527	747	净负债资本率	36%	42%	37%	27%	27%
长期负债	0	104	104	170	230	净负债率 (扣除限制现金)	65%	78%	69%	51%	51%
其他长期负债	205	237	237	237	237	总资产周转率	29%	34%	35%	37%	38%
递延所得税	67	90	90	90	90	资产权益比	133%	159%	148%	146%	152%
负债合计	723	914	918	1,024	1,304	ROA	9%	8%	9%	9%	9%
少数股东权益	229	414	396	502	602	ROE	12%	13%	14%	14%	14%
股东权益	2,212	2,236	2,747	3,308	3,693	ROCE	10%	10%	10%	11%	11%
总负债和权益合计	2,935	3,564	4,061	4,834	5,599						

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		