

增持 (首次)

目标价: 7.47 港元

现价: 5.55 港元

预期升幅: 35%

**市场数据**

报告日期	2016.06.27
收盘价(港元)	5.55
总股本(亿股)	20.90
总市值(亿港元)	116.06
股东净资产(亿元)	22.35
总资产(亿元)	35.64
每股净资产(元)	1.26

数据来源: Wind

**相关报告**《内生及外延增长助推业绩》  
20160323 业绩点评**海外公司研究**

高级分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
luhj@xyzq.com.hk  
SFC: AZF126  
SAC: S0190515010004

联系人: 宋健  
songjian@xyzq.com.cn

01448.HK 福寿园

**中国最大的殡葬服务提供商**

2016年06月27日

**主要财务指标**

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(千元)	1,107,960	1,369,434	1,658,882	1,997,282
同比增长(%)	39.3	23.6	21.1	20.4
净利润(千元)	284,444	346,423	415,911	497,287
同比增长(%)	23.5	21.8	20.1	19.6
毛利率(%)	77.6	77.3	77.0	76.8
净利润率(%)	33.0	32.9	32.6	32.3
净资产收益率(%)	12.7	14.0	14.7	15.3
每股收益(分)	14	17	20	24
每股股息(港仙)	4.78	5.55	6.67	7.97

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

**投资要点**

- **首次评级覆盖目标价为 7.47 港元, 增持评级:** 福寿园是中国最大的殡葬服务提供商, 目前在中国有 14 个墓园, 8 个殡仪服务设施, 通过并购不断增加公司的投资组合, 预计未来业绩将保持高速增长。我们预测公司 2017-2019 年的 2016-2018 年营业收入分别为 13.7、16.6 和 20.0 亿元, 分别同比增长 23.6%、21.1% 和 20.4%, 归属上市公司股东净利润为 3.5、4.2 和 5.0 亿元, 分别同比增长 21.8%、20.1% 和 19.6%。我们通过 DCF 的方法给公司估值, 给予公司 12 个月目标价 7.47 港元, 相当于 2016-2018 年 38、31、26 倍 PE, 当前股价为 5.55 港元, 有 35% 的上升空间, 首次评级覆盖给予增持评级。
- **中国殡葬行业龙头, 并购整合空间大:** 福寿园目前在全国范围内 11 个省市拥有 14 个墓园, 9 个殡仪服务设施, 主要提供墓地、殡仪服务, 是行业龙头公司。殡葬行业发展的驱动因素主要为人口老龄化、城镇化发展、火化率的提升、以及人均消费水平的增长, 预计行业未来三年仍可保持 20% 左右的增速。该行业进入门槛高, 福寿园上市后, 品牌和资金优势得到加强, 通过并购继续在全国扩张, 业绩增速高于行业平均水平。公司提供更优质和综合的服务, 溢价能力高, 通过并购巩固其行业龙头地位。
- **风险提示:** 行业监管风险; 外向收购不达预期; 新收购项目整合不及预期。

## 目 录

1、公司基本情况.....	- 4 -
1.1、公司简介 .....	- 4 -
1.2、股权架构 .....	- 5 -
2、投资要点.....	- 7 -
2.1、殡葬行业市场空间广阔 .....	- 7 -
2.2、行业准入门槛高，牌照具有稀缺性.....	- 10 -
2.3、行业先行者，具备收购整合能力 .....	- 11 -
2.4、同业公司比较 .....	- 14 -
3、主要财务指标及盈利预测.....	- 16 -
3.1、主要财务指标 .....	- 16 -
3.2、盈利预测 .....	- 18 -
4、估值分析.....	- 19 -
4.1、估值分析法-DCF.....	- 19 -
4.2、行业估值对比 .....	- 20 -
5、风险提示.....	- 21 -

## 图 表

图 1、福寿园的全国布局 .....	- 4 -
图 2、福寿园近 5 年营业收入.....	- 5 -
图 3、各业务板块占营业收入比例 .....	- 5 -
图 4、福寿园的发展历程 .....	- 5 -
图 5、福寿园股权架构.....	- 6 -
图 6、行业板块划分 .....	- 8 -
图 7、殡葬行业市场份额分散 .....	- 8 -
图 8、中国人口及 65 岁以上占比.....	- 9 -
图 9、主要国家 65 岁以上人口占比 .....	- 9 -
图 10、中国死亡人口和死亡率 .....	- 9 -
图 11、全国平均及主要省份火化率.....	- 9 -
图 12、人均可支配收入.....	- 10 -
图 13、单次火化平均消费 .....	- 10 -
图 14、上海殡仪馆及经营性公墓数量 .....	- 11 -
图 15、北京殡仪馆及经营性公墓数量 .....	- 11 -
图 16、福寿园员工数量.....	- 11 -
图 17、福寿园员工年龄细分 .....	- 11 -
图 18、2011-2015 年墓园服务的营业收入.....	- 12 -
图 19、不同公墓的营收贡献.....	- 12 -
图 20、主要产品类型 .....	- 13 -
图 21、2011-2015 年墓园服务的营业收入.....	- 13 -
图 22、不同类型产品销售数量 .....	- 13 -
图 23、SCI 营业收入及 EBITDA 率 .....	- 16 -
图 24、SCI 的 ROE 和 ROA .....	- 16 -
图 25、公司营业收入和复合增速.....	- 17 -
图 26、内生和外延增长对公司营收增长的贡献.....	- 17 -
图 27、公司净利润和复合增速 .....	- 17 -
图 28、毛利率和净利率 .....	- 17 -

---

图 29、管理费用和销售费用 .....	- 18 -
图 30、人均利润贡献 .....	- 18 -
图 31、EBITDA 率 .....	- 18 -
图 32、ROE 和 ROA .....	- 18 -
图 33、PE-Band .....	- 20 -
图 34、PB-Band .....	- 20 -
表 1、公司持有项目概览 .....	- 12 -
表 2、上市后收并购项目概览 .....	- 14 -
表 3、行业内公司营运数据比较 .....	- 15 -
表 4、盈利预测 .....	- 19 -
表 5、WACC 计算 .....	- 19 -
表 6、DCF 估值 .....	- 20 -
表 7、同行业估值对比 .....	- 21 -
附表 .....	- 22 -

## 报告正文

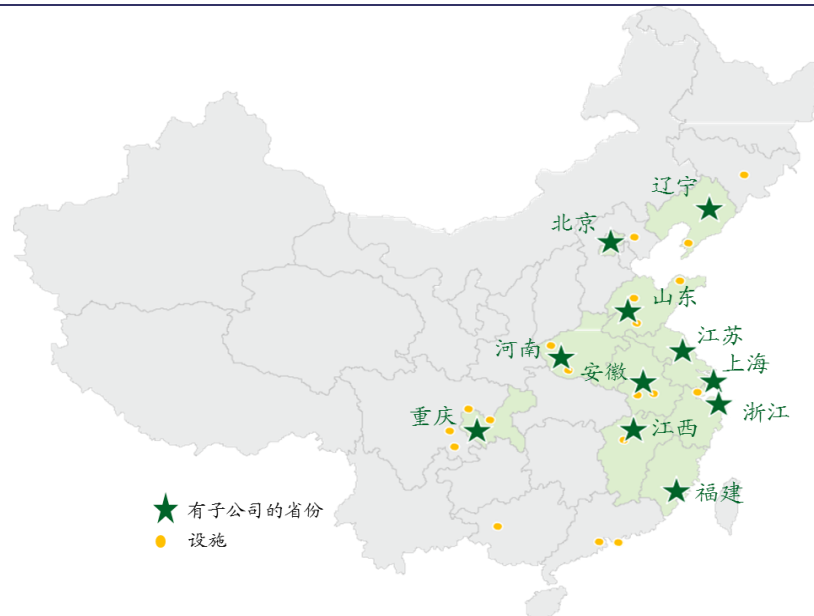
# 1、公司基本情况

## 1.1、公司简介

福寿园是中国殡葬服务业的领军者。成立于 1994 年，是中国第一批进入殡葬服务业的私营企业之一。福寿园颠覆了以往的殡葬和公墓概念，把传统的殡葬文化和现代理念结合在一起，是殡葬文化企业的典范。2008 年，上海福寿园以人文艺术理念、以公园为主体的环境建设和现代企业经营模式，被世界殡葬协会列入世界十大公墓，并冠以“东方最美的墓园”之名。

目前公司在中国十个省份的主要城市提供高质量的殡葬服务，在经营的主要地区内都名列前茅。过去三年，公司实现了持续快速的业绩增长，同时保持了强劲的盈利能力。就收入规模和地理覆盖范围而言，福寿园是中国最大的殡葬服务提供商。凭借过去二十年的发展，福寿园在消费者和同行中也积累了很高的品牌声誉，同时凭借个性化和规范的优质服务，树立了殡葬服务行业的标杆。

图 1、福寿园的全国布局

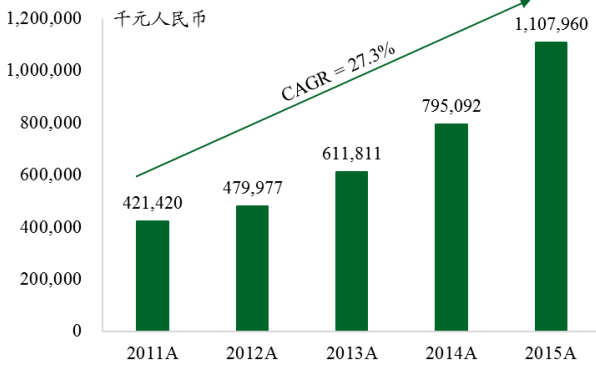


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

福寿园于 2013 年在香港联交所上市，代码 01448.HK。目前在中国的 10 个省份的 15 个城市拥有 14 家陵园，9 个殡仪服务设施，以及 3 个托管设施。福寿园主营业务包括墓地服务、殡仪服务以及相关配套服务，公司业绩保持稳定上涨，2011-2015 年复合增长率达到 27.3%，尤其是上市以后，品牌实力和财务实力大增，在保证

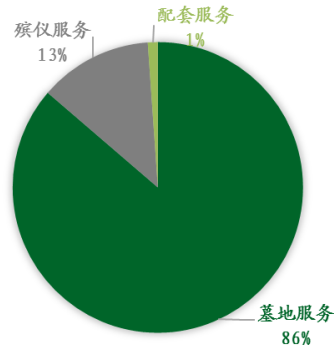
现有墓园稳定增长的同时，还不断向外扩张，成功了收购了若干墓园和殡仪设施。

图 2、福寿园近 5 年营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、各业务板块占营业收入比例



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

福寿园发展数十年，一步一个脚印，分别经历了开创期（1994-1999，首个墓园成立）、探索期（2000-2003，尝试外地并购）、发展期（2004-2008，更多的并购，提供更丰富的服务，进入河南、安徽）、成熟期（2009-2013，进入辽宁，将殡葬服务扩展至厦门和宁波，在香港上市）和升华期（2014-至今，加速收购、规模扩大）。未来，福寿园将凭借品牌优势、深厚的行业经验、上市公司的资金优势，巩固公司在中国殡葬行业的龙头地位。

图 4、福寿园的发展历程

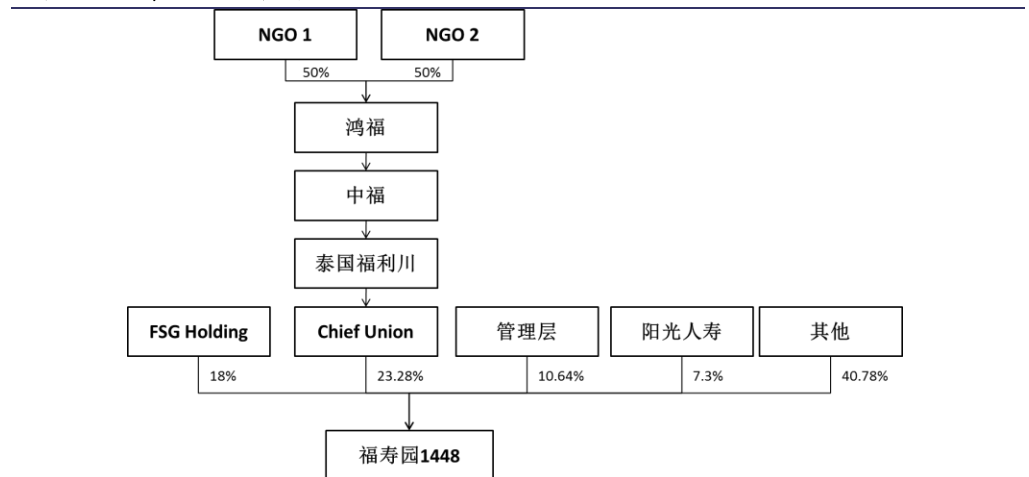


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

## 1.2、股权架构

福寿园在上市后股东结构不断优化，于 2015 年引入阳光人寿，后者持股比例为 7.3%。目前公司的股权结构如下：

图 5、福寿园股权架构



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

**主要股东介绍：**

FSG Holding Corporation，一家于 2011 年 12 月 6 日在英属处女群岛注册成立的公司，是公司控股股东之一。FSG Holding 由 Pacific Millennium Investment Corporation、SChase International Limited、Fast Answer Limited 及郑毅诚分别持有 28.15%、22.22%、20% 及 11.11% 权益，其余 18.52% 由六名个人股东持有。

中福，指中国中福实业有限公司（前称中国中福实业总公司），一家于 1985 年 7 月 15 日在中国成立的有限公司，由鸿福直接全资拥有。鸿福，上海鸿福投资发展有限公司，一家于 2000 年 11 月 28 日在中国成立的有限公司，由 NGO 1 及 NGO 2 各拥有 50%。

NGO1，上海中民老龄事业开发服务中心，一个于 2013 年 7 月 26 日在中国成立，由上海市民政局管理以促进社会福利为宗旨的民办非企业单位，重点为发展设施。NGO2，上海中民老龄事业咨询服务中心，一个于 2013 年 7 月 26 日在中国成立，由上海市青浦区民政局管理以促进社会福利为宗旨的民办非企业单位，重点为咨询服务。

阳光人寿保险股份有限公司（简称“阳光人寿”），成立于 2007 年 12 月，是主要经营人寿保险、健康保险和意外伤害保险等一切人身险业务的全国性专业寿险公司。阳光人寿成立以来发展势头良好，公司价值不断提升，目前已有 33 家二级机构开业运营，三四级分支机构 800 余家，以专业服务为广大客户提供人身、养老、医疗、健康、意外等保险保障。是阳光保险集团的子公司之一。

**主要管理层介绍：**



白晓江先生，56岁，主席、执行董事兼提名委员会主席，负责集团的整体战略规划及业务发展。白先生自1996年起担任上海福寿园实业发展主席，亦自1996年起担任中福的总裁兼主席。白先生现担任中福、上海众福及上海福寿园实业发展的董事。白先生自2011年12月起担任Chief Union Investments Limited董事，亦为泰国福利川的董事。同时是NGO 1及NGO 2两者发起人之一。白先生于中国殡葬服务业累积逾17年经验，并在福寿园集团任职17年。白先生亦为中国民主建国会第六、第七及第八届中央委员会委员及第八、第九及第十届中国政治协商会议的上海委员。自2013年11月起，白先生成为上海市工商联联合会的副主席。

谈理安先生，49岁，副主席兼执行董事，负责集团整体战略规划及业务发展。谈先生由2006年12月至2014年1月期间为上海福寿园实业发展副主席，由2006年12月至2014年1月期间为合肥大蜀山董事，并自2011年5月起为重庆福寿园实业的副主席。谈先生自2011年12月起担任FSG Holding董事。谈先生于1986年8月毕业于加州大学伯克利分校，获得物理科学学士学位，并于1987年8月获得南加州大学工商管理硕士学位。

王计生先生，60岁，执行董事兼集团总经理，负责集团整体管理、业务营运、战略规划及业务发展。王先生自1996年起担任上海福寿园实业发展的董事总经理。担任重庆安乐服务、重庆安乐殡仪服务及山东福寿园的执行董事。同时是上海福寿园企业管理咨询有限公司的总裁。是NGO 2的发起人之一。王先生于中国殡葬服务业累积逾17年经验，并在集团任职超过17年。王先生现为中国殡葬协会常务理事及中国殡葬协会公墓委员会主席。

陆鹤生先生，64岁，非执行董事。于中国殡葬服务业拥有逾28年经验。自2001年起，为上海南光石化有限公司董事兼总经理。于1991年至2001年期间，为中福总经理、上海中福石油化工实业有限公司主席兼总经理及中福副主席兼总经理。

## 2、投资要点

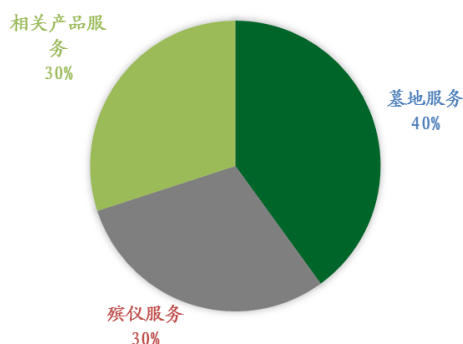
### 2.1、殡葬行业市场空间广阔

殡葬传统及习俗一直是中国文化中特殊而重要的组成部分。儒家思想强烈影响中国文化数千年，其弘扬的孝道及敬老的道德观是中国殡葬传统及习俗的核心组成部分。孝道体现在老年人在世时关心和支持他们，以及过世后给他们提供合适的殡葬。中国自古以来有多种形式的殡葬习俗，包括地葬、火葬、天葬、树葬、海

葬等众多形式的殡葬。自 1949 年中华人民共和国成立以后，大部分殡葬传统得以延续实施的同时，火化开始逐渐普及。

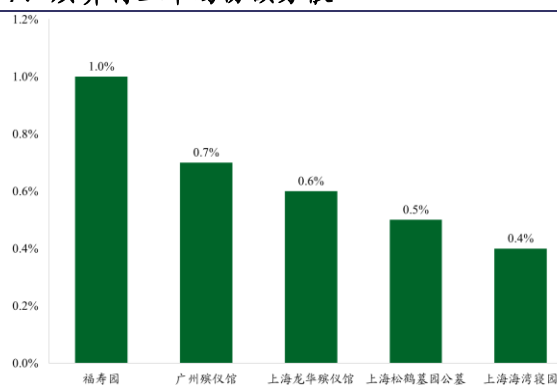
中国的殡葬行业整体的市场规模大概 2000 亿元，对应 1000 万人左右的死亡人口。市场主要分为三个板块，分别是墓园服务（墓地销售、墓地相关服务等）、殡仪服务（殡仪礼仪、火化、遗体处理等）以及相关产品服务，分别占比为 40%、30% 和 30%。目前行业相对封闭，主要由国有单位占主导地位，且市场高度分散。未来，行业将向更市场化方向发展，引入更多的有资质的私营公司，提升整个行业的运营效率和服务水平。

图 6、行业板块划分



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 7、殡葬行业市场份额分散



资料来源：Euromonitor，兴业证券研究所

**行业极度分散：**根据 Euromonitor 的调查显示（2012 年数据），中国前 5 大殡葬服务供应商分别为福寿园、广州殡仪馆、上海龙华殡仪馆、上海松鹤墓园公墓，上海海湾寝园，市场份额分别为 1%、0.7%、0.6%、0.5% 和 0.4%。其中前五大墓地服务供应商分别为福寿园、上海松鹤墓园公墓、上海海湾寝园、西上海集团以及上海至尊园，市场份额分别为 1.5%、0.8%、0.7%、0.5% 和 0.5%。前五大殡仪服务供应商分别为广州殡仪馆、上海龙华殡仪馆、上海宝兴殡仪馆、福寿园以及上海益善殡仪馆，市场份额分别为 4.5%、4.0%、1.6%、1.3% 和 1.1%。

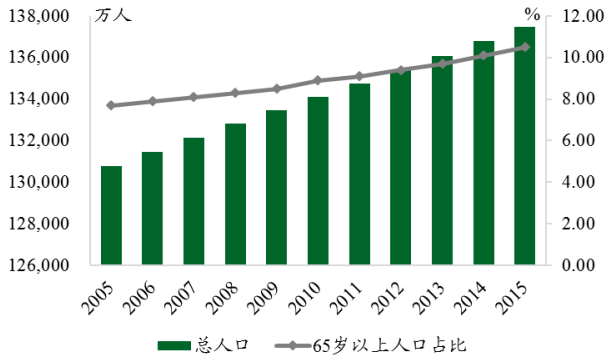
殡葬行业发展的驱动因素主要为**人口老龄化、城镇化发展、火化率的提升、以及人均消费水平的增长**，预计行业未来三年仍可保持 20% 左右的增速。

截止 2015 年，中国总人口 13.75 亿人，其中 65 岁以上人口占比达到 10.5%，绝对数量达到 1.44 亿人。根据 1956 年联合国《人口老龄化及其社会经济后果》确定的划分标准，当一个国家或地区 65 岁及以上老年人口数量占总人口比例超过 7% 时，则意味着这个国家或地区进入老龄化。1982 年维也纳老龄问题世界大会，确定 60 岁及以上老年人口占总人口比例超过 10%，意味着这个国家或地区进入老龄化。因此，中国已经进入老龄化社会。相对于发达国家的 65 岁及以上人口占比，



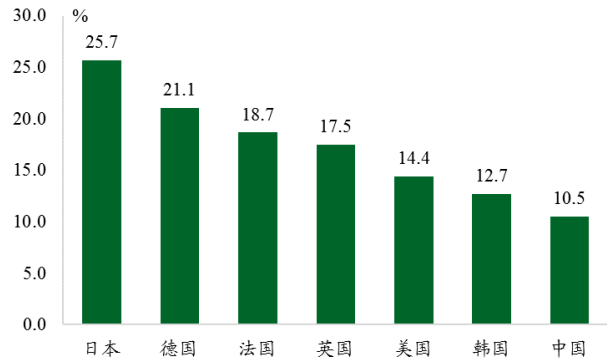
中国仍处于较低水平，但趋势是逐年上升。另外，中国人口基数大，所以 65 岁及以上人口的绝对数量要多。

图 8、中国人口及 65 岁以上占比



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

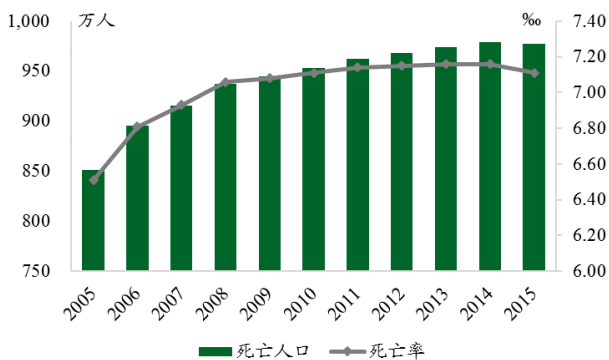
图 9、主要国家 65 岁以上人口占比



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

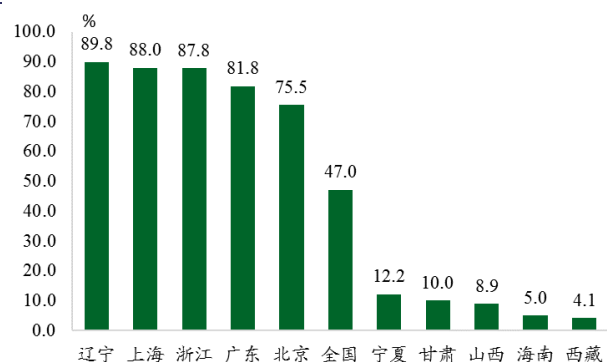
死亡率，通常指一年内死亡人数与总人口之比，一般用千分率表示。近年来，中国的死亡率达到 7% 以上，总死亡人口达到 977 万人，是全球最高。随着中国老龄化的加深，死亡率将进一步上升，死亡人口数量也将增加。而火化率，也随着城镇化的进程，以及地方政府的推进，在逐年上升。截止 2015 年，全国平均火化率为 47%，但各个省份差异很大，下图中给出了中国火化率最高的 5 个省份和最低的 5 个省份。遗体火化是推进文明殡葬的前提，民政部将建立殡葬改革激励引导机制，实行生态安葬奖补政策，到 2020 年，使全国火化率达到或接近 100%。

图 10、中国死亡人口和死亡率



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

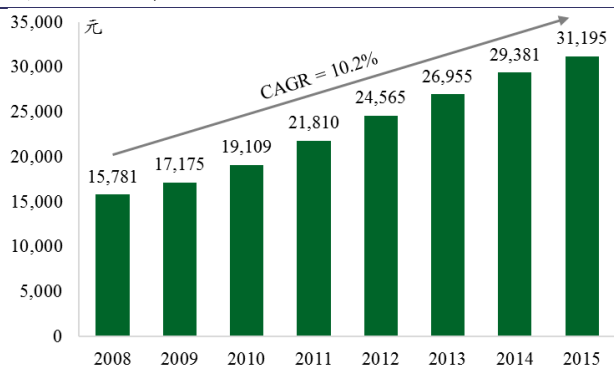
图 11、全国平均及主要省份火化率



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

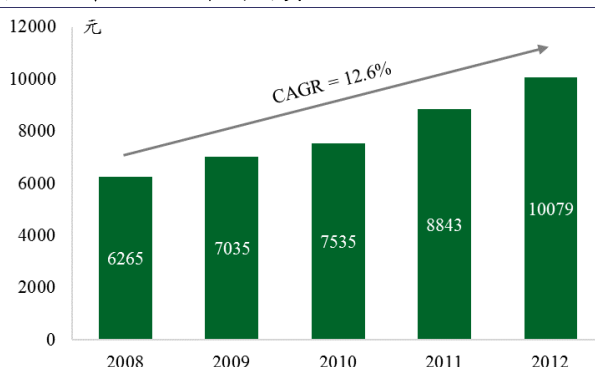
2015 年，全国人均可支配收入达到 31195 元，年复合增长率达到 10.2%。随着人民生活水平提升，消费观念也发生变化，消费升级产生很大的需求。而对殡葬服务的消费需求趋于更多元化以及个性化。例如哀悼仪式的个性化安排、动用司仪及仪式摄影师、在守夜时间进行招待及对灵堂进行特别不止等。相应的消费开支也逐年递增。根据 Euromonitor 的测算，中国每次火化的平均消费逐年提高，由 2008 年的 6265 元提升至 2012 年的 10078 元，年均复合增长率达到 12.6%。

图 12、人均可支配收入



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 13、单次火化平均消费



资料来源：Wind，兴业证券研究所

## 2.2、行业准入门槛高，牌照具有稀缺性

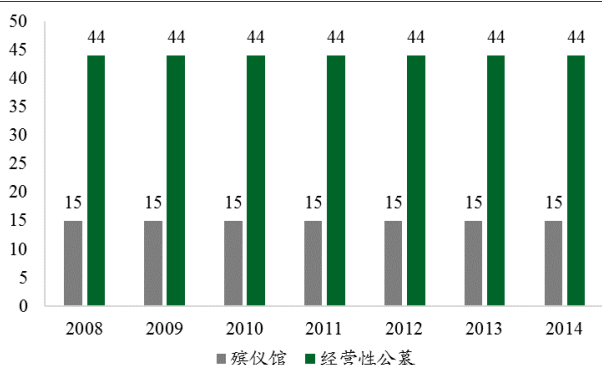
中国殡葬服务行业仍然是高度监管的行业，行业的主要监管法律法规为《殡葬管理条例》（2012年修正本），由国务院民政部门负责全国的殡葬管理工作，县级以上地方人民政府民政部门负责本行政区域内的殡葬管理工作。条例中规定：建设殡仪馆、火葬场，由县级人民政府和设区的市、自治区、直辖市人民政府的民政部门提出方案，报本级人民政府审批；建设殡仪服务站、骨灰堂，由县级人民政府和设区的市、自治州人民政府的民政部门审批；建设公墓，经县级人民政府和设区的市、自治州人民政府的民政部门审核同意后，报省、自治区、直辖市人民政府民政部门审批。

目前行业相对封闭，主要由国有单位占主导地位，且市场高度分散。根据公司统计，70%的墓园市场由国有单位控制，30%为非国营，其中27%是家族式、个体工商户经营，仅3%由企业运作。殡仪板块，99.9%的市场由国营控制，火化的牌照极其稀缺。截止2015年底，福寿园获得了14座经营性公墓，9间殡仪设施，按规模是中国最大的殡葬服务提供商。未来公司将在全国范围内继续通过收并购的方式获取新的经营性公墓或殡仪馆。

2008年民政部等8部委发布《关于进一步规范和加强公墓建设管理的通知》，严格规范公墓建设经营行为，清理公墓违规经营行为，对于公墓的建设，要以节约土地资源，严格保护耕地，保护生态环境是保持经济社会全面协调可持续发展的基本要求。强调了要严格经营性公墓的审批。

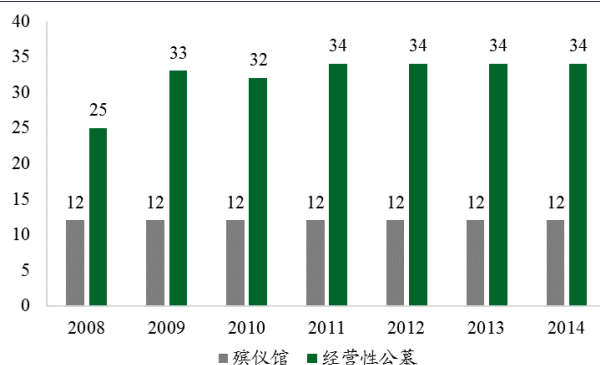
以上海为例，自2008年以来，全市殡仪馆数量和经营性公墓数量一直维持在15个和44个，而与此同时，上海总人口由1888万人增加至2415万人，而户籍人口的死亡人数由2008年的10.7万人增至11.5万人。北京市自2008年以来，全市殡仪馆的数量保持在12个，经营性公墓的数量有34个。

图 14、上海殡仪馆及经营性公墓数量



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 15、北京殡仪馆及经营性公墓数量

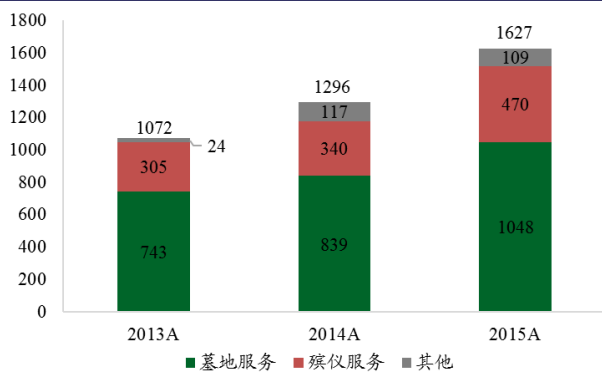


资料来源：Wind，兴业证券研究所

由于传统的偏见，殡葬行业的从业人员数量很少，一般是已从业人员的家属或亲戚，新进入该行业的企业很难招募到合格的教育程度高的员工。福寿园深耕行业数十年，已经形成了一套完善的人才培养机制。2015 年公司成立了“福寿园生命服务学院”，致力全员文化植入，加强企业文化的船舶，为公司的扩张输送大量人才。同时，福寿园也成为全国殡葬行业的人才培养基地。

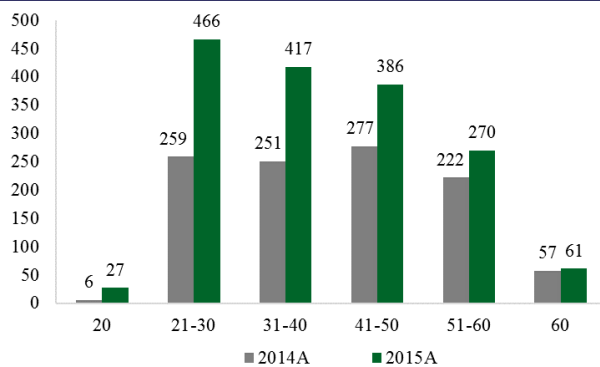
截止 2015 年底，公司总员工数量达到 1627 人，比 2014 年增加 331 人。从员工年龄结构来看，公司 21-30 岁员工数量最多，达到 466 人，员工结构健康。

图 16、福寿园员工数量



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 17、福寿园员工年龄细分



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

### 2.3、行业先行者，具备收购整合能力

福寿园自 1994 年开始开展业务，积累了丰富的行业经验，目前在中国拥有经营性公墓 14 座（13 座建成，1 座在建）、运营 9 间殡仪设施，是中国最大的殡葬服务提供商。

目前公司有 12 座正在运营的经营性公墓，分别是上海福寿园、上海海港福寿园、河南福寿园、山东福寿园、安徽合肥大蜀山文化陵园、辽宁锦州帽山安陵、重庆白塔园、江西梅岭世纪园、江西南昌洪福文化陵园、辽宁观陵山、江西婺源万寿

山陵园、河南安阳天寿园、江苏常州栖凤山陵园以及安徽淮北方山福寿园(在建)。公司持有土地证总面积 4110 亩, 总占用土地面积约 1 万亩。截止 2015 年底, 公司总可售拥有土地证的面积为 161 万平米, 同年, 公司出售的土地为 4.1 万平米, 土地储备充足, 可供公司未来超过 20 年的发展。另外, 公司正在收购的山亭兴泰还可增加公司 13 万平米的土地储备。

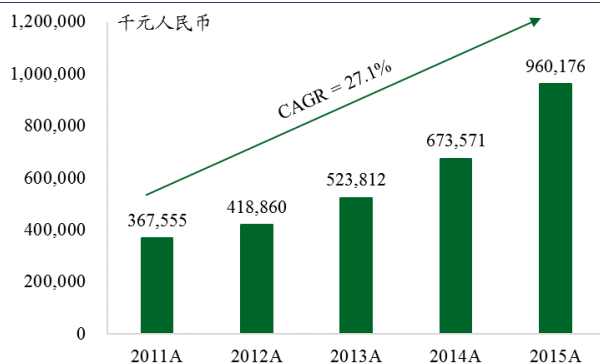
表 1、公司持有项目概览

项目	持股比例	已经营年数	已出售面积(平方米)	可售面积(平方米)
上海福寿园	100%	22	117,683	186,046
海港福寿园	40%	9	18,782	50,291
河南福寿园	100%	10	24,708	209,632
山东福寿园	50%	15	23,389	435,000
合肥大蜀山文化陵园	60%	14	16,455	40,551
锦州帽山安陵	100%	14	107,203	9,948
梅岭世纪园	100%	1	7,645	35,717
南昌洪福文化陵园	51%	2	0	108,148
重庆白塔园	60%	16	20,238	159,335
辽宁观陵山	70%	3	29,302	57,143
万寿山陵园	75%	13	19,620	85,204
安阳天寿园	80%	1	116	42,594
常州栖凤山	80%	0	2,913	60,463
淮北方山福寿园(在建)	51%	1	0	129,114
合计			429,675	1,609,186

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所整理

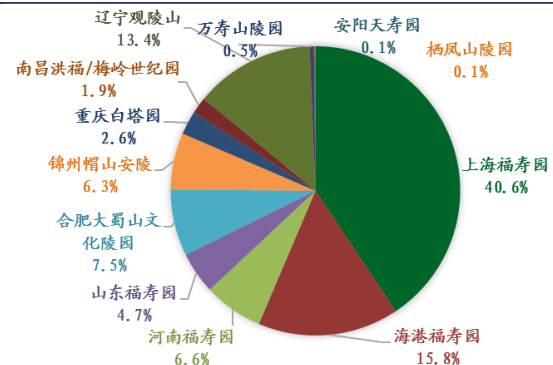
2015 年福寿园墓地服务(包括墓园维护服务)的营业收入达到 9.6 亿元, 同比增长 42.9%。贡献营收最大的三个公墓分别是上海福寿园、海港福寿园以及辽宁观陵山, 营收分别为 3.90、1.51 以及 1.28 亿元, 占比分别达到 41%、16% 和 7%。

图 18、2011-2015 年墓园服务的营业收入



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

图 19、不同公墓的营收贡献



资料来源: 公司资料, 兴业证券研究所

福寿园有完善的产品设计, 主要包括定制艺术墓、成品艺术墓、绿色环保墓、草



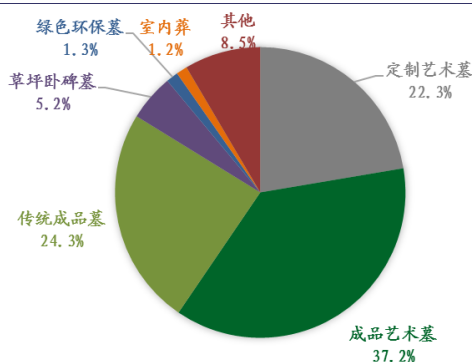
坪卧碑墓、传统成品墓以及室内葬，其中以定制艺术墓和成品艺术墓为主要产品。  
2015 年公司出售墓穴 11397 座，较上年增长 53.2%。

图 20、主要产品类型



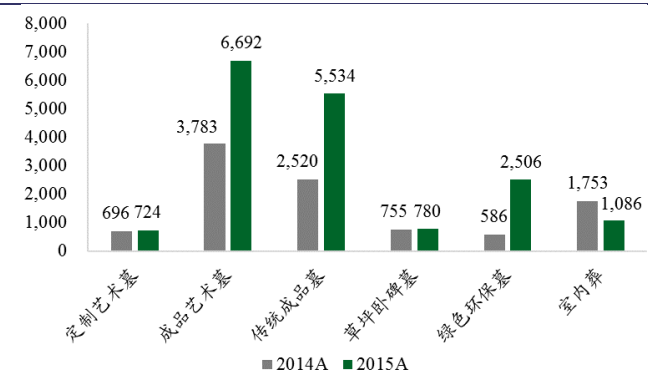
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 21、2011-2015 年墓园服务的营业收入



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 22、不同类型产品销售数量



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司上市后，品牌优势和资金优势得到强化，持有现金超过 12 亿元。通过收并购，

将业务范围扩张更广。原股东愿意出售项目的主要原因包括 1) 项目运营状况不佳, 运营能力有限, 2) 项目创始人年龄较大, 没有合适人选继续运营, 3) 项目的合资方出现分歧, 无法继续经营, 等。对于新收购的墓园, 福寿园一般需要通过 3 年的运营可以达到公司预定的财务目标。项目前期通过大量的推广活动、较高的返佣比例来吸引客户, 形成大量的客户基础后, 再减少推广活动, 并不断提升产品和服务的质量。

**表 2、上市后收并购项目概览**

项目	地址	收购比例	可售面积 (平方米)	收购对价 (百万元)	收购时间
重庆白塔园	重庆	60%	159,335	110.69	2014-6-18
辽宁观陵山	辽宁沈阳	70%	57,143	279.30	2014-11-13
万寿山陵园	江西婺源	75%	85,204	40.00	2014-12-18
安阳天寿园	河南安阳	80%	42,594	42.40	2015-5-11
常州栖凤山	江苏常州	80%	60,463	184.00	2015-10-18
合计			404,739	656.39	

数据来源: 公司资料, 兴业证券研究所整理

福寿园能够完成并购并实现增长的主要优势在于 1) 完善的管理服务体系, 成熟的产品设计, 可以快速的复制到新项目; 2) 丰富的人才储备和行业经验, 可以迅速对项目进行完善和改造; 3) 优厚的资金支持和品牌实力。另外, 公司还通过委托管理的方式对一些项目进行输出管理。

以辽宁观陵山艺术园林公墓为例, 公司于 2014 年 11 月 13 日以现金 2.793 亿元人民币收购 70% 股权。该墓园占地 3494 亩, 其中 148 亩已经取得土地许可证, 另外 165 亩还在获取中。项目位于铁岭县横道河子镇, 辐射沈阳、铁岭和抚顺三个城市, 距沈阳市约 40 公里, 铁岭市约 28 公里、抚顺市 18 公里, 交通便利。公司收购的第二年即实现了 1.28 亿元的营业收入, 同比增长。

## 2.4、同业公司比较

目前港股市场除了福寿园(1448.HK), 还有安贤园(922.HK)、富贵生命(1438.HK) 这两家上市公司, A 股上市公司福成集团(600965.SH) 以及美国国际殡葬服务集团(SCI.US)。

目前安贤园仅有一个经营性公墓浙江安贤园(位于杭州), 并提供相应殡仪服务, 规模较小。公司计划在贵州、釜山等地扩张业务。富贵生命主要在东南亚区域经营墓地及殡仪服务, 主要覆盖马来西亚、新加坡、印尼、泰国和中国香港, 公司



计划将业务拓展至中国大陆及越南。福成集团于 2014 年 9 月收购了宝塔陵园，进入殡葬行业。该项目位于河北省三河市，辐射北京、天津等大都市，主要业务包括墓地销售、殡仪服务等。从其他几家公司的营运情况来看，殡葬行业的毛利率和净利率都比较高，分别达到 70% 和 30% 以上，福寿园属于中等水平。

**表 3、行业内公司营运数据比较**

公司	福寿园	安贤园	富贵生命	福成集团
营业收入（千元）	1,107,960	81,813	980,602	164,133
营收增速	39.3%	-38.1%	-10.0%	32.9%
毛利率	77.6%	70.8%	75.7%	83.3%
净利率	33.0%	38.4%	30.1%	40.0%
ROE	12.7%	6.9%	14.1%	9.9%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

美国国际殡葬服务集团（SCI.US）是北美区域最大的殡仪产品和服务提供商，截止 2015 年，公司拥有 1535 个殡仪服务场所和 469 个墓园，遍及美国 45 个州，8 个加拿大省份，哥伦比亚地区以及波多黎各。公司最早成立于 1962 年，在德州开展业务，待业务成熟以后，开始通过并购的方式向美国全国扩张，因此研究 SCI 的发展历程对认识福寿园有启发作用。福寿园也与 SCI 订立了战略合作协议，共同推动行业的发展和进步。

### SCI 发展历程：

1962 年 7 月成立于美国德州，公司最初的发展策略是通过规模的不断扩张以及资源共享提升管理运营效率，降低人工成本。

1960-1990 年，30 年的时间，通过并购方式在美国全国范围内扩张。

1993 年以后，走出美国，进入澳大利亚、英国、法国以及南美，截止 1999 年，公司已经在 20 多个国家开展业务。

90 年代中后期，由于收购的竞争压力巨大，导致收购价格上升，回报率降低，公司减少了并购活动，并开始降低负债，改善现金流，剥离低效项目，着力打造品牌“Dignity Memorial”。

2006 年，经过几年休养生息，公司运营效率提高，财务实力加强，年底收购了北美第二大殡葬公司 Alderwoods Group。

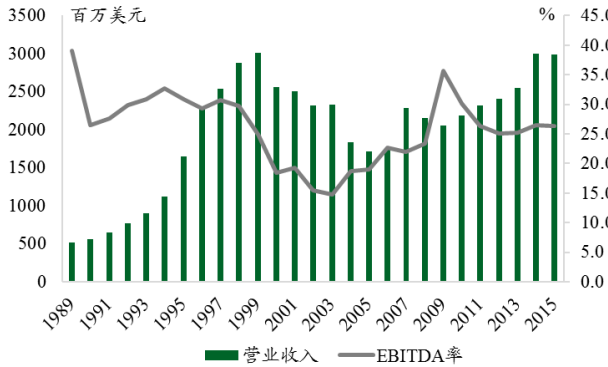
2010 年，公司收购了当时北美第五大的殡葬公司 Keystone North America。

2011年6月，收购 The Neptune Society 70% 流通股，一家最大的火化组织，随后的2013-2014年公司继续收购了剩余的30%股权。

2013年12月，公司收购当时北美第二大的殡葬服务公司 Stewart Enterprises。

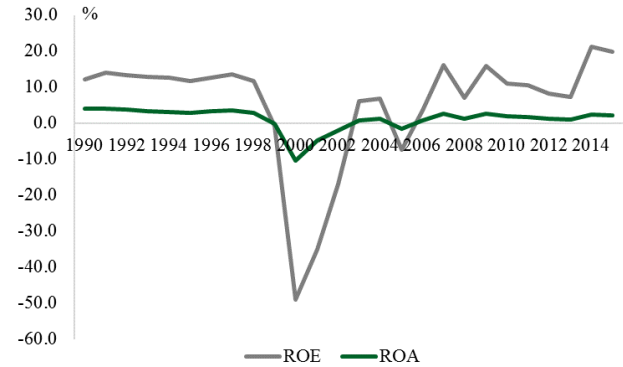
SCI 主要运营数据：

图 23、SCI 营业收入及 EBITDA 率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 24、SCI 的 ROE 和 ROA



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司的运营数据可以匹配其发展历程，1989-2000 年，公司发展初期，通过不断并购，整体营业收入快速上升，1989-1999 年复合增长率达到 19.2%；2000-2006 年，公司休养生息，停止并购，剥离不良资产，改善财务状况，营收随之下降；2006 年至今，公司进行了若干重大并购，营业收入恢复增长。目前，福寿园仍然处于发展早期，在收并购的时候需要注意资产的资质，对其盈利能力要做全面评估，不能仅为了规模而收购；另外，在收购的同时，员工数量增加，需要提高业务间的协调配合，把殡仪和墓地服务相结合，提供更完善的服务，提升运营效率，降低人均员工成本；福寿园还需要提升“福寿园”的品牌价值以提高产品和服务的溢价能力。

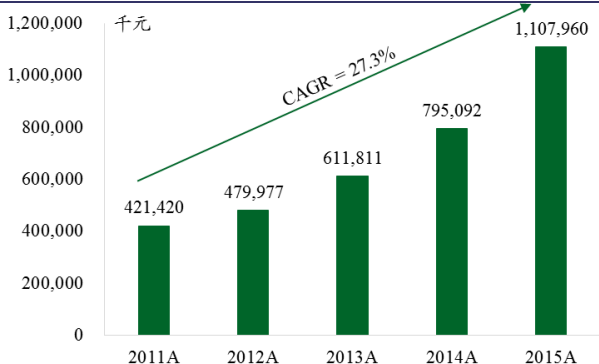
### 3、主要财务指标及盈利预测

#### 3.1、主要财务指标

公司营业收入和利润保持稳定增长，营业收入由 2011 年的 4.2 亿元增长至 2015 年的 11.1 亿元，年复合增长率达到 27.3%，高于行业平均增速。公司的营业收入增长驱动主要来自两方面，一方面是内生增长，即在运营项目的自然增长，包括业务量的提升和销售均价的提升，另一方面来自新收购项目所带来的外延式增长。若将公司收购项目的第一年并表的营业收入当做外延式增长，一年以上的营业收入增长当做内生增长，2015 年内生和外延增长分别给公司增长的贡献占比为 53%

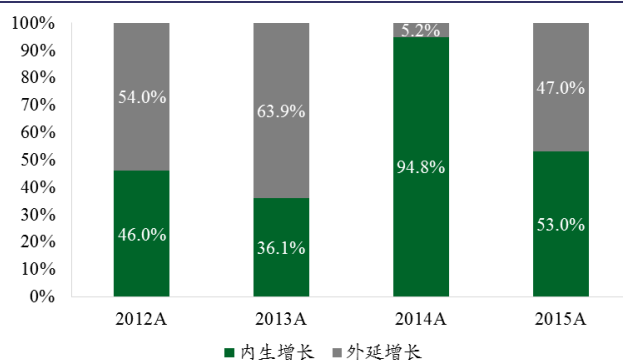
和 47%。

图 25、公司营业收入和复合增速



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

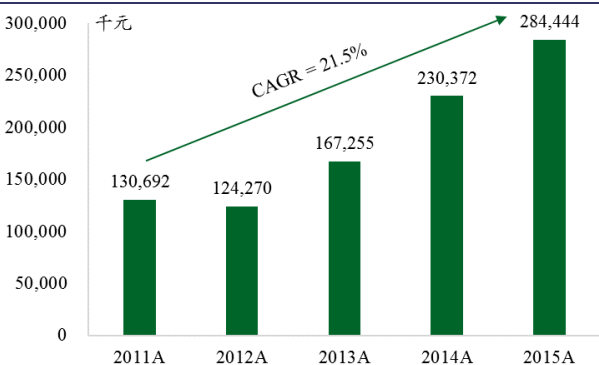
图 26、内生和外延增长对公司营收增长的贡献



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

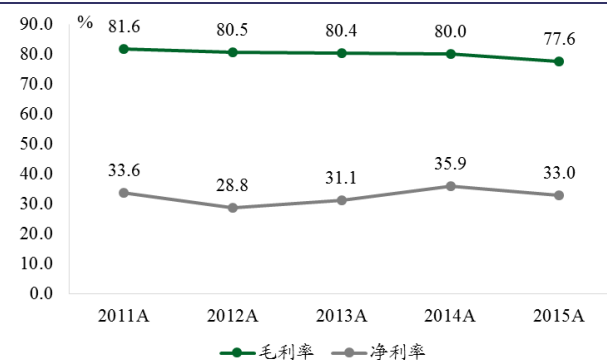
归属于上市公司净利润由 2011 年的 1.3 亿元增至 2015 年的 2.8 亿元，年复合增长率达到 21.5%，增速低于营业收入增速的主要原因是由于新收购的项目在初期各项支出比较大，利润率上还不能达到已有成熟项目的标准。公司依然维持较高的毛利率和净利率，2015 年分别为 77.6% 和 33%，比上年的 80% 和 35.9% 有所降低。随着新收购项目在公司的管理体系下营运水平得到提升，利润率将逐步回升。福寿园能保持较高利润率的主要原因是较低的土地成本、原材料集中采购以降低成本以及较高的产品和服务溢价能力。

图 27、公司净利润和复合增速



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

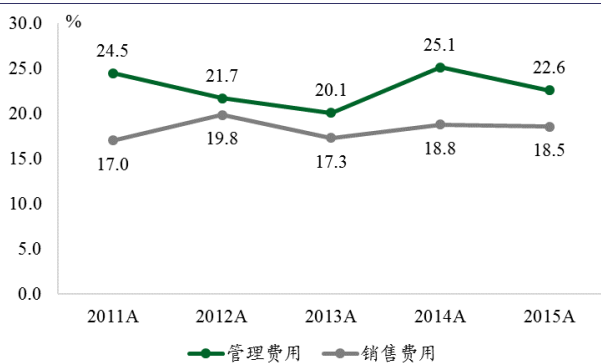
图 28、毛利率和净利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

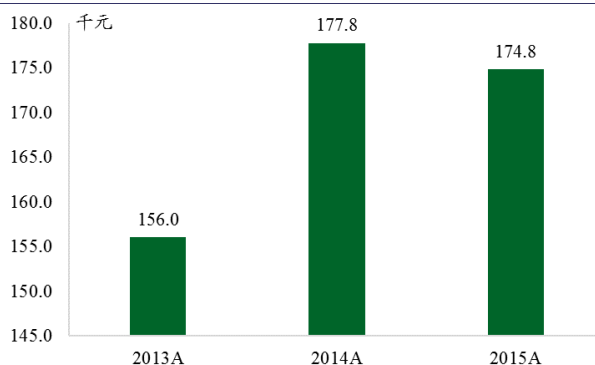
由于行业的特殊性，一般人不愿意从事该行业的工作，因此行业从业人员的的薪资水平比其他行业的要高。福寿园的管理费用和销售费用较一般公司要高，2015 年两项费用分别占到营业收入的 22.6% 和 18.5%。随着公司进一步的收购新项目，公司员工将进一步增加，员工数量由 2013 年的 1072 人增至 2015 年的 1627 人。如果提高员工的个人效率将是很重要的问题，目前来看，福寿园人均利润贡献并没有因此有很大降低，说明公司的营运效率在提升。预计未来公司的管理和销售费用将保持稳定。

图 29、管理费用和销售费用



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

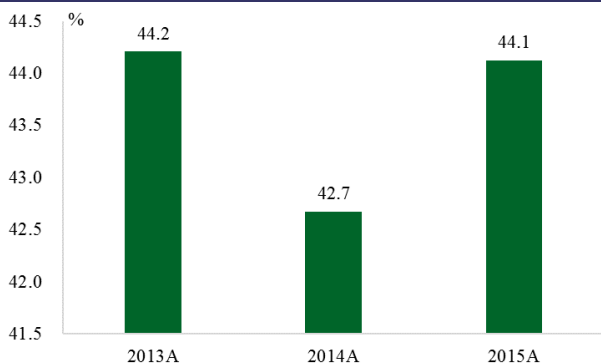
图 30、人均利润贡献



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

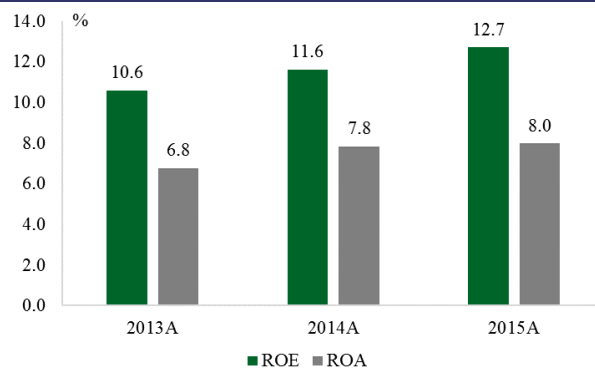
另外，也可以通过 EBITDA 率（ $\text{EBITDA} = \text{税前利润} - \text{其他收入} + \text{利得净额} + \text{融资成本} + \text{折旧摊销} + \text{股权支付费用}$ ）来评价公司的运营效率，公司 2015 年 EBITDA 率为 44.2%，比 2014 年的 42.7% 略有提升。公司的 ROE 和 ROA 保持稳中有升，说明公司的运营效率的提升，2015 年公司的 ROE 和 ROA 分别为 12.7% 和 8%。

图 31、EBITDA 率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 32、ROE 和 ROA



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

### 3.2、盈利预测

公司业绩增长驱动来自两方面，一是现有项目的内生增长，包括数量的自然增长和价格的提升；另一方面是对外的并购。2013-2015 年公司营业收入分别为 6.12、7.95 和 11.08 亿元，分别同比增长 27.5%、30% 和 39.3%，归属上市公司股东净利润为 1.67、2.3 和 2.84 亿元，分别同比增长 34.6%、37.7% 和 23.5%，显示较高的增长速度。我们预计公司将继续执行外向并购的策略，每年资本开支在 4 亿元，并购 3-4 个墓园，预计 2016-2018 年营业收入分别为 13.7、16.6 和 20.0 亿元，分别同比增长 23.6%、21.1% 和 20.4%，归属上市公司股东净利润为 3.5、4.3 和 5.3 亿元，分别同比增长 24.8%、22.4% 和 21.9%。

利润率方面，2013-2015 年公司毛利率分别为 80.4%、80% 和 77.6%，略有降低，主要原因是新收购的墓园在运营前期还不能达到公司成熟墓园的水平，随着运营

时间的增加，毛利率将达到公司成熟墓园的水平，但接下来公司将继续并购，有新的项目开始运营，因此，我们预测公司 2016-2018 年的毛利率分别为 77.3%、77% 和 76.8%，显示新并购项目导致整体毛利率的降低。

**表 4、盈利预测**

项目	2016E	2017E	2018E
营业收入(千元)	1,369,434	1,658,882	1,997,282
增速 (%)	23.6	21.1	20.4
墓地服务	1,176,490	1,417,848	1,698,369
殡仪服务	176,473	219,766	271,739
配套服务	16,471	21,268	27,174
毛利(千元)	1,057,900	1,278,154	1,533,288
增速 (%)	23.0	20.8	20.0
净利润(千元)	346,423	415,911	497,287
增速 (%)	23.2	20.1	19.6
毛利率 (%)	77.3	77.0	76.8
净利率 (%)	32.9	32.6	32.3

资料来源：兴业证券研究所

## 4、估值分析

### 4.1、估值分析法-DCF

福寿园业务特殊，通常都是现金交易，应收账款极少，具有稳定的现金流，并且公司基本没有债务，我们采用 DCF 方法估值。关于 WACC 计算，我们选取美国十年期国债利率 1.87% 作为无风险利率，市场风险溢价为 6%，行业的 Beta 值为 1。公司的债务成本为 6%，税率为 25%，公司的长期债务与总资本比率为 10%，由此计算出公司的 WACC 为 7.53%。

**表 5、WACC 计算**

项目	数据
无风险利率	1.87%
市场风险溢价	6.0%
Beta	1
股权成本	7.87%
债务成本	6.0%
税率	25%
税后债务成本	4.50%
债务/总资本	10%
权益/总资本	90%

### WACC 7.53%

资料来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

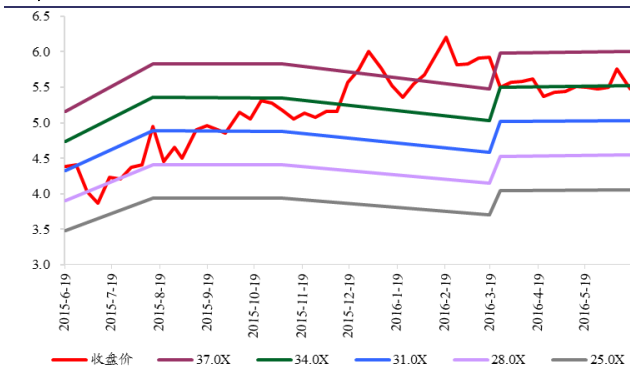
根据 DCF 估值法, 我们得到公司估值为每股 7.47 港元, 相当于公司 2016-2018 年 38、31、26 倍 PE, 当前股价为 5.55 港元, 有 35% 的上升空间, 首次评级覆盖给予增持评级。

**表 6、DCF 估值**

(单位: 百万元)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
自由现金流	184	309	454	500	550	594	641	692	748	807	824
终值											14,885
折现系数	1.00	0.93	0.86	0.80	0.75	0.70	0.65	0.60	0.56	0.52	0.52
现值	184	287	393	402	411	413	415	416	418	420	8,171
合计	11,930										
净负债	(1,109)										
净现值	13,039										
股份数量 (百万股)	2,079										
每股价值 (人民币)	6.27										
每股价值 (港币)	<b>7.47</b>										

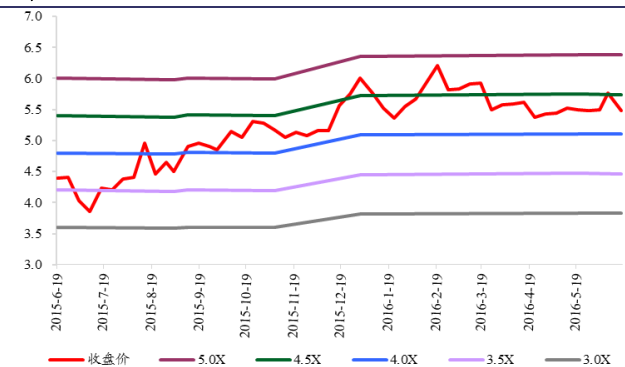
数据来源: 兴业证券研究所

**图 33、PE-Band**



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

**图 34、PB-Band**



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

## 4.2、行业估值对比

我们主要对比了港股上市公司福寿园 (1448.HK)、安贤园 (922.HK)、富贵生命 (1438.HK), 以及美股上市公司美国国际殡葬服务集团 (SCI.US)。福寿园享受



一定的估值溢价，我们觉得是合理的，1) 福寿园主要业务区域在中国大陆，市场空间广阔，且福寿园是行业龙头公司；2) 近几年福寿园将通过并购实现全国布局，快速增长，新业务也将推出。

表 7、同行业估值对比

代码	公司	股价	市值	EPS		PE		PB	ROE
				2015A	2016E	2015A	2016E	2015A	(%)
港股									
<b>1448.HK</b>	<b>福寿园</b>	<b>5.48</b>	<b>114.59</b>	<b>0.14</b>	<b>0.17</b>	<b>33.6</b>	<b>27.0</b>	<b>4.3</b>	<b>12.7</b>
1438.HK	富贵生命	2.62	57.49	0.25	0.30	10.5	8.7	2.35	27.5
922.HK	安贤园	0.12	6.63	NA	NA	NA	NA	1.2	NA
美股									
SCI.US	SCI	26.1	54.26	1.13	1.24	22.5	20.1	4.3	18.3

资料来源：Bloomberg, 兴业证券研究所

股价催化剂：1) 完成大型收购；2) 公司是潜在“深港通”标的，是两地市场的稀缺标的。

## 5、风险提示

公司的发展主要面临以下风险：1) 中国殡葬行业仍然是一个高度监管的行业，公司的扩张依赖于行业政策的开放；2) 公司的外向并购不达预期；3) 公司新收购项目整合改造进展不及预期。

## 附表

## 资产负债表

单位:千元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>1,651,129</b>	<b>1,716,574</b>	<b>1,885,329</b>	<b>2,166,476</b>
货币资金	1,276,761	1,252,296	1,318,336	1,476,147
应收账款	34,846	37,519	45,449	54,720
存货	339,522	426,760	521,545	635,609
<b>非流动资产</b>	<b>1,912,436</b>	<b>2,335,068</b>	<b>2,777,272</b>	<b>3,204,187</b>
物业、厂房及设备	361,314	463,770	563,770	663,770
无形资产	14,388	14,740	14,996	15,125
墓园物业	1,048,331	1,401,156	1,738,104	2,059,889
商誉	267,661	267,661	267,661	267,661
其他非流动资产	191,219	158,218	163,218	168,218
递延税项资产	29,523	29,523	29,523	29,523
<b>资产总计</b>	<b>3,563,565</b>	<b>4,051,642</b>	<b>4,662,601</b>	<b>5,370,663</b>
<b>流动负债</b>	<b>483,111</b>	<b>564,884</b>	<b>672,166</b>	<b>794,624</b>
短期借款	63,450	80,241	110,241	140,241
应付账款	277,908	341,408	417,236	508,487
递延收入	15,694	17,177	18,631	19,837
应付税项	126,059	126,059	126,059	126,059
<b>非流动负债</b>	<b>430,685</b>	<b>533,565</b>	<b>622,026</b>	<b>707,346</b>
长期借款	142,193	225,402	295,402	365,402
递延收入	198,450	218,121	236,582	251,902
递延所得税负债	90,042	90,042	90,042	90,042
<b>负债合计</b>	<b>913,796</b>	<b>1,098,450</b>	<b>1,294,192</b>	<b>1,501,970</b>
股本	126601	126601	126601	126601
储备	2109328	2356601	2700947	3119095
少数股东权益	413840	469990	540862	622997
<b>股东权益合计</b>	<b>2649769</b>	<b>2953192</b>	<b>3368409</b>	<b>3868693</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>3,563,565</b>	<b>4,051,642</b>	<b>4,662,602</b>	<b>5,370,663</b>

## 现金流量表

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
税前利润	459,606	562,376	675,180	807,284
折旧和摊销	55,624	80,329	102,388	123,204
其他	29,158	0	0	0
财务费用	-31,530	-24,453	-19,511	-18,956
所得税开支	-92,741	-112,475	-135,036	-161,457
营运资金的变动	-53,539	-10,257	-11,972	-20,558
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>366,578</b>	<b>495,520</b>	<b>611,048</b>	<b>729,516</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-381,434</b>	<b>-451,000</b>	<b>-451,000</b>	<b>-451,000</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-5,140</b>	<b>-68,986</b>	<b>-94,007</b>	<b>-120,705</b>
现金净变动	-19,996	-24,465	66,040	157,811
现金的期初余额	1,296,757	1,276,761	1,252,296	1,318,336
现金的期末余额	<b>1,276,761</b>	<b>1,252,296</b>	<b>1,318,336</b>	<b>1,476,147</b>

## 利润表

单位:千元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>1,107,960</b>	<b>1,369,434</b>	<b>1,658,882</b>	<b>1,997,282</b>
营业成本	248,161	311,535	380,728	463,994
其它收益	63,183	82,166	99,533	119,837
销售费用	205,442	249,237	296,940	351,522
管理费用	250,135	314,970	386,519	471,359
<b>营业利润</b>	<b>467,405</b>	<b>575,859</b>	<b>694,228</b>	<b>830,244</b>
财务费用	7,799	13,483	19,048	22,961
投资收益	0	0	0	0
<b>税前盈利</b>	<b>459,606</b>	<b>562,376</b>	<b>675,180</b>	<b>807,284</b>
所得税	94437	112475	135036	161457
税后盈利	365,169	449,901	540,144	645,827
少数股东损益	80,725	103,477	124,233	148,540
<b>归属母公司净利润</b>	<b>284,444</b>	<b>346,423</b>	<b>415,911</b>	<b>497,287</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>0.14</b>	<b>0.17</b>	<b>0.20</b>	<b>0.24</b>

## 主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	39.3	23.6	21.1	20.4
净利润增长率	23.5	21.8	20.1	19.6
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	77.6	77.3	77.0	76.8
净利率	33.0	32.9	32.6	32.3
ROE	12.7	14.0	14.7	15.3
<b>偿债能力(%)</b>				
流动比率	3.4	3.0	2.8	2.7
速动比率	2.7	2.3	2.0	1.9
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	31.1	33.8	35.6	37.2
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.14	0.17	0.20	0.24
每股净资产	1.08	1.19	1.36	1.56
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	34.1	28.0	23.3	19.5
PB	<b>4.3</b>	<b>3.9</b>	<b>3.4</b>	<b>3.0</b>

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;  
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;  
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元晟	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

### 【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。