



买入 **44% ↑**
目标价格:人民币 23.44
600965.CH
价格:人民币 16.24
目标价格基础:分部估值法
板块评级:增持

股价表现



(%)	今年 至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	75.6	4.0	56.7	72.2
相对上证指数	70.1	1.2	42.8	60.3
发行股数(百万)				819
流通股(%)				46
流通股市值(人民币 百万)				6,047
3个月日均交易额(人民币 百万)				125
净负债比率(%) (2015E)				净现金
主要股东(%)				
福成投资集团有限公司	48			

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券
以2015年12月29日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

农林牧渔: 畜禽养殖

杨天明*

(0821)20328319
tianming.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515050001

程一胜

(8621)20328595
yisheng.cheng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号: S1300515040001

*高睿婷为本报告重要贡献者

福成五丰

传统餐饮+新兴陵园, 双轮驱动打造行业龙头

河北福成五丰食品股份有限公司位于距北京天安门东 40 公里的河北省三河市燕郊高新技术园区, 是一家集肉牛养殖、奶牛养殖、肉牛屠宰加工、牛奶生产、餐饮连锁于一体的农业产业化国家重点龙头企业; 同时公司旗下三河灵山宝塔陵园, 是 A 股首只也是目前唯一一只殡葬概念股, 在人口老龄化日趋严重和北京及周边公墓墓位明显不足的情况下发展空间巨大。我们给予其买入的首次评级, 目标价格 23.44 元。

支撑评级的要点

- 陵园业务受益于京津冀一体化, 在目前北京及周边可售墓位紧缺的情况下, 旗下三河灵山宝塔陵园升值空间巨大。宝塔陵园距离北京 CBD 商务中心仅 50 公里; 距离通州 20 公里, 交通便利。除位于北京城内的八宝山陵园等, 相比其他经营性公墓均有突出地理优势; 同时和北京市内公墓相比具有明显的价格优势。中国传统“入土为安”观念影响下墓地为刚性需求, 有研究表明北京市现有墓穴将在数年后用尽, 北京及周边将陷无地可葬的“死墓危机”, 到时手握大量待售墓位且已储备土地用于扩建的三河灵山宝塔陵园将具有很大升值空间, 并且公司筹划的并购基金也已为并购做好前期布局筹划, 作为 A 股唯一含殡葬业标的潜力巨大。
- 日前收购了澳大利亚的 Woodlands 牧场, 可有效缓解国内架子牛源供给不足的情况, 提高屠宰产能, 扩大收益规模。
- 产业链向下游发展, 增强餐饮和深加工辐射影响和渗透率, 打造“百姓餐桌”和“城市后厨房”。

评级面临的主要风险

- 肉牛及乳业产业链发生食品安全黑天鹅事件的风险。
- 审批政策改变导致灵山宝塔陵园建设规划不能按预期进行的风险。
- 澳洲牧场受疫情等突发事件影响或进口政策变更的风险。

估值

- 公司在传统畜牧和新兴殡葬产业均进行了前瞻性布局, 并设立了产业并购基金, 预期可实现快速扩张。我们预计 2015-2017 年公司实现净利润分别为 2.10 亿、2.98 亿和 3.85 亿, 对应每股收益 0.24 元、0.36 元和 0.46 元, 考虑到业务增长空间, 首次覆盖给予买入评级, 目标价 23.44 元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	1,027	1,100	1,459	1,767	2,050
变动(%)	6	7	33	21	16
净利润(人民币 百万)	90	71	210	298	385
全面摊薄每股收益(人民币)	0.223	0.135	0.244	0.361	0.460
变动(%)	7.0	(39.5)	80.0	48.2	27.4
市场预期每股收益(人民币)			0.250	0.360	n.a
全面摊薄市盈率(倍)	72.7	120.0	66.7	45.0	35.3
价格/每股现金流量(倍)	100.8	45.1	90.0	37.7	37.0
每股现金流量(人民币)	0.16	0.36	0.18	0.43	0.44
企业价值/息税折旧前利润(倍)	95.0	100.1	43.4	30.6	23.9
每股股息(人民币)	0.070	0.070	0.079	0.139	0.188
股息率(%)	0.4	0.4	0.6	0.9	1.2

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

目 录

公司概况.....	3
陵园业务：稀缺优势打造殡葬行业龙头	7
传统养殖屠宰主业发力，扩量增收	14
食品加工餐饮全产业链覆盖，致力成为“都市后厨房”	20
盈利预测及估值	22
研究报告中所提及的有关上市公司	24

公司概况

公司主营业务

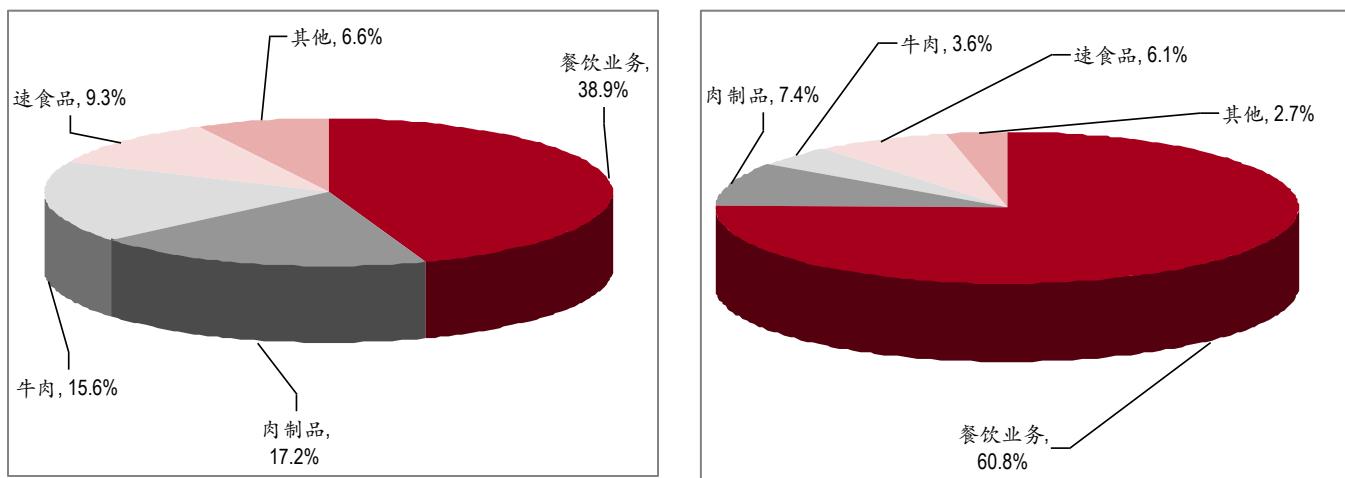
福成五丰食品股份有限公司是一家集肉牛养殖和屠宰加工、奶牛养殖和牛奶生产、饲料和有机肥生产、食品加工和餐饮服务于一体的农业产业化国家重点龙头企业，是为数不多的牛肉生产加工产业链上的龙头之一。公司以养殖为本，致力于打通上下游产业链，拥有自己的食品加工体系和已成网络的稳定销售渠道，同时以打造“都市后厨房”为发展理念，在生鲜牛肉、肉制品、半成品和成品菜品、火锅餐饮的牛肉产业链上完成了战略性布局构建，且通过外延收购澳洲牧场和餐饮终端延伸等进行产业链拓展，预期之后可在链条上养殖、屠宰、加工、餐饮等多个环节达到稳步快速增长。

另外集团层面着眼长远，继将福成食品和福成餐饮等优质资产注入上市公司后，今年又将收购的三河灵山宝塔陵园并入公司旗下，使公司成为真正具有殡葬产业的第一只A股标的。殡葬业本身具有高毛利率、低风险的优势，经营性公墓又处于供需缺口不断撕裂的背景下，殡葬产业标的盈利能力长期看好。宝塔陵园拥有坐落于北京附近燕郊的地理优势和稀缺优势，预计已建成的墓地在未来10年将为公司带来高增长的稳定收益；另外陵园旁边的储备土地可于已有墓位售尽后进一步扩建，资源有持续性增长保证。另外公司成立的并购基金为公司之后在陵园及其他主营业务方面的并购投资做好了前置性资源配置，预期未来陵园一方面在销量和价格两个维度同向提升，另一方面可通过外延并购吸收优质标的、规模化扩张，增长空间巨大，作为第一家民营独资的殡葬企业发展前景可期。

公司收入结构和利润结构

目前公司的主营业务和收入来源以传统的肉牛屠宰加工业和餐饮服务为主，其中餐饮业占收入比重最大，2013年和2014分别占总营业收入的42.3%和43.4%，利润贡献更是达到了总额的74.7%和74.4%。待三河灵山宝塔陵园的业务并入后，新注入的经营性公墓的业务将贡献很大比重的盈利，且陵园项目的营收将会保持较大增速。

图表1. 2014年公司主营业务收入及利润分布（未包含陵园项目）



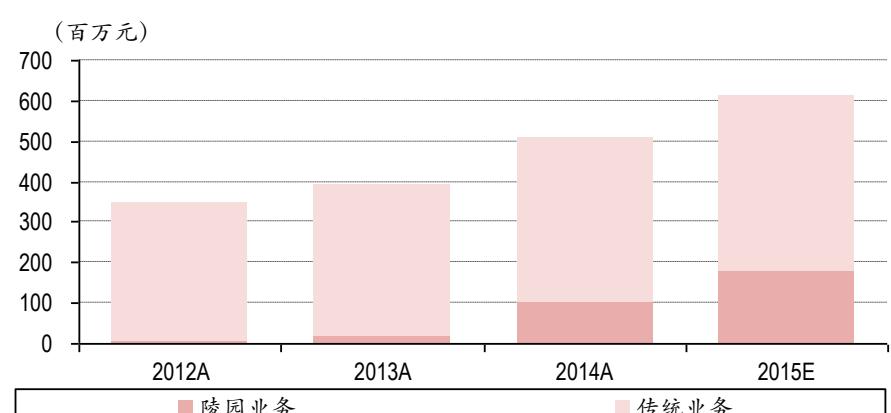
资料来源：公司公告，中银国际证券

公司各类业务营收情况:

1. 陵园项目

三河宝塔陵园被并购后前期成本主要为土地费用，2010至2013年主要进行土地平整、绿化硬化及景观建设。目前陵园首批拿到的760亩殡葬用地初期平整和绿化建设均已完成，可随时根据购买者需要进行墓位修建；且通过一段时间的宣传渠道建设，陵园在北京多家医院、殡仪馆、殡葬服务门店均发展了宣传员，通过最小的成本和最高效的方式逐渐建立了自己的销售体系，目前在北京市区及近郊均拥有一定的知名度，还有部分消费者通过亲友介绍比较过性价比后选择到此购买墓地，随着渗透率升高和指数效应增大，陵园销售量将快速增长。

图表2. 宝塔陵园项目毛利比重

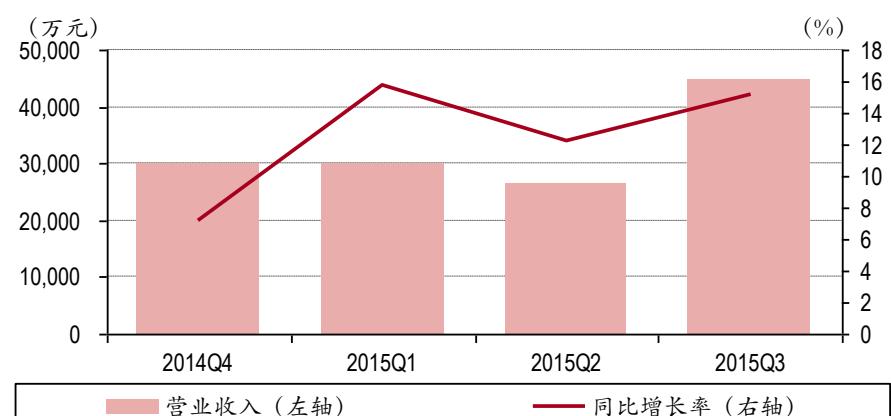


资料来源：公司数据及中银国际证券预测

2. 牛肉产业链:

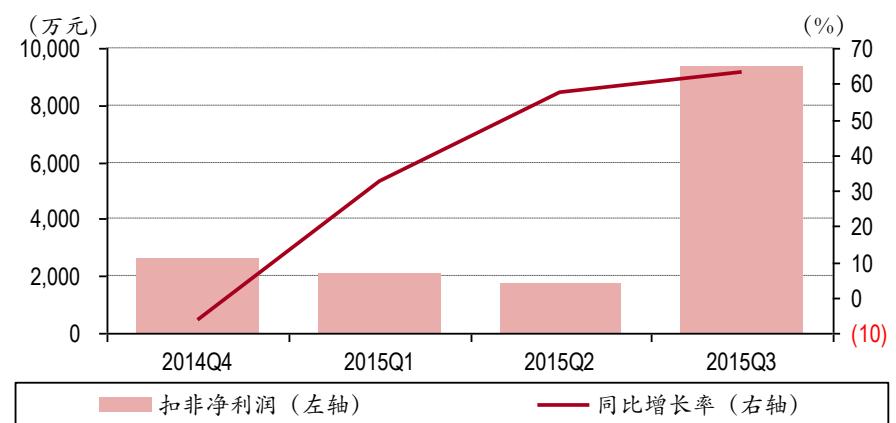
公司近一年来养殖屠宰和加工餐饮产业链发展迅速，2015年前三季度实现营业收入10.13亿，扣非后归母净利润1.32亿，同比增长率达63.46%。随着福成餐饮的门店数不断增加及配餐业务的持续扩张，传统产业链盈利能力有望继续攀升。

图表3. 最近四个季度的收入及同比增长



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 4. 最近四个季度的扣非净利润及同比增长

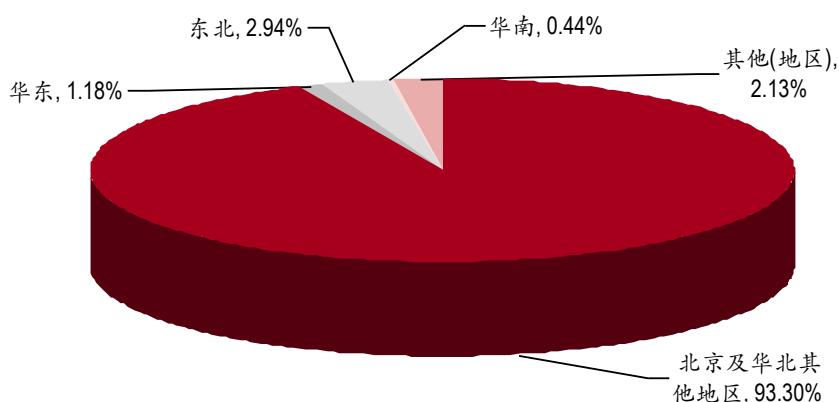


资料来源：公司公告，中银国际证券

公司营收地域性分布：

由于公司地处京、津、唐中间地带，西距北京仅 58 公里，送货至北京市中心地带仅需不到 3 小时，因此北京及周边地区为公司重要的营销地域，公司凭借优越的地理位置和高质量的产品在京周地区占领了大部分市场，生鲜肉、肉制品、乳制品、速食品、餐饮在内的销售收入中有超过 90% 来自于京津冀地区。

图表 5. 公司主营收入地域性分布



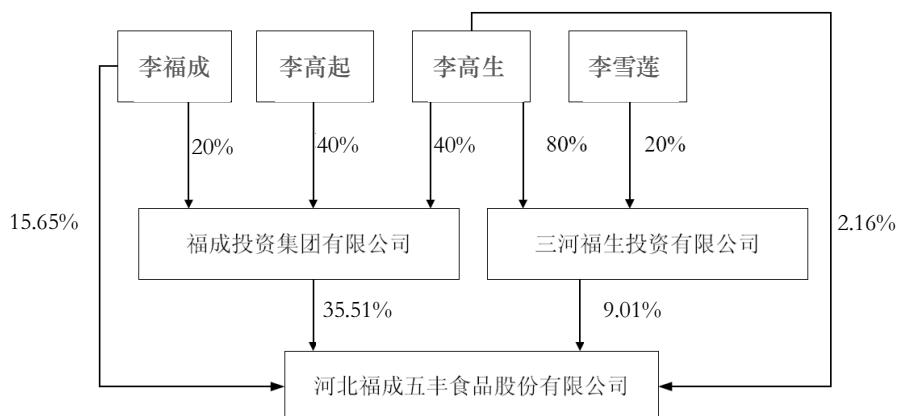
资料来源：公司公告，中银国际证券

公司股权结构及控股子公司

公司前身是由福成集团、香港五丰行和内蒙粮油于 1998 年 3 月创立的三河五丰福成食品有限公司，2000 年五丰行进行部分股权转让后，合营公司整体变更设立为外商投资股份有限公司，主营业务和资产不变，2004 年上市。公司初期以肉牛养殖和屠宰加工为主，后期拓展了食品加工、餐饮服务等使产业链向下延伸，今年集团将收购的三河灵山宝塔陵园注入上市公司，使公司主营业务在传统畜牧和餐饮之外有了突破性的发展。

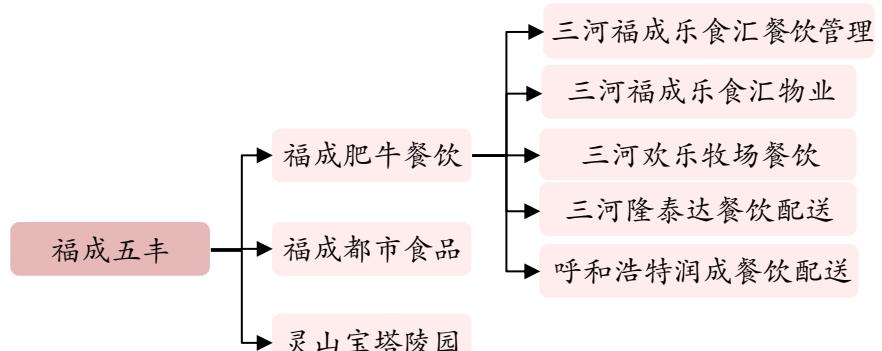
目前李福成、李高生父子为公司实际控制人，李高生直接持有上市公司 3.16% 的股份，李福成于近日从福成集团手中受让 12.27% 股份后现直接持有公司 15.65% 的股份；李氏父子实际控制的福成投资集团为公司的控股股东，并入三河灵山宝塔陵园后间接持有上市公司 35.51% 的股份，李高生另持有福生投资 80% 股权，间接持有上市公司 9.01% 股份。李福成、李高生、福成投资、福生投资为一致行动人，合计持有福成五丰 62.33% 股份。

图表 6. 公司股权结构



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 7. 公司主要控股子公司



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

陵园业务：稀缺优势打造殡葬行业龙头

经营性公墓行业概况

我国殡葬产业长期以来受中国传统思想影响，形成了特有的“丧葬文化”。由于我国传统上讲究“事死如事生”，因此在逝者去世后，多希望“入土为安”，对墓地的需求基本为刚性。目前中国的殡葬产业规模居全世界之首，扩张速度也在各行业前列。据调查显示，2008-2013年中国殡葬服务业年复合增长率为13.1%，预期2017年市场总体规模可达近千亿。而在各子行业中，墓地服务为规模最大且增长最快的部分，超过一半的收入来自于此，2012年墓地服务收益为262亿元，预期未来几年中其增速仍将保持最快趋势，年复合增长率可达18%左右。

近年来随着国内老龄化比例日趋严重、主要城市的人口总数升高，同时土地紧俏，北京、上海等多城市已停止殡葬用土地的审批，经营性公墓后蓄无力，供需缺口逐年扩大，尤其是北京及周边多家陵园已经面临“死墓危机”，一墓难求。墓穴的刚性需求和匮乏供给导致公墓消费连年上涨。

早年由于我国对殡葬行业监管不力、相关法规不健全，导致多有滥建墓地情况发生，且对于墓穴面积和墓地购买管理不到位，出现倒卖墓位和骨灰格位或违规建墓的情况。现在民政部门对于经营性公墓管理严格，禁止出现家族墓、地宫、或预租空白寿穴的行为，各省市对于公墓管理均出台了管理条例，一般规定仅有过世者、危重病人、孤寡老人及超过平均年龄的老年人有资格凭相关有效证明购买墓地。《北京市殡葬管理条例》规定，安葬单人或双人骨灰的墓穴，占地面积不得超过1平方米；安置多人骨灰的墓穴，占地面积不得超过3平方米。但目前公墓紧缺，即使在建墓条件和购墓条件均得到政府控制的情况下，公墓墓位的短缺趋势仍然继续加大。同时政策对于陵园配套绿化和硬化面积有要求，一般不低于陵园整体面积的50%，这使得墓葬用地的利用上更为捉襟见肘。

北京及周边经营性公墓：供给不足，后继乏力

目前北京及周边公墓墓位供给远远不足，大部分公墓没有后续可用土地，已开始惜售、限售，但仍无法满足每年正常的对于公墓墓穴的需求。

由于经营性公墓的牌照和殡葬用地审批极严格，目前北京及周边墓穴供应有限、需求不减，已建成公墓的未出售墓位和剩余可用土地均已成稀缺资源，有调查表明北京现有墓穴将在5年内消耗殆尽。而由于殡葬产业的行业特殊性，殡葬行为、安葬方式和地点均不能远离亲友，因此没有远距离调剂使用土地可能。

截至2014年北京经营性公墓仅34家，其中以昌平区最多，拥有11家，其余的分布在北京各个区县。2010年时公墓占地总面积仅有11,379亩，已使用土地6,000亩；后续没有新的批建公墓。而且为了节约土地，北京市目前已停止对各类经营性公墓建设的审批。已建成的公墓周边多已无闲置土地，且公墓土地多年来未有新增审批。所以在墓地供应方面无论是新建公墓还是原有公墓扩建都是暂时无法解决的难题，目前只能依赖于已建墓位的销售。

图表 8. 经营性公墓墓位增加的来源和局限性

公墓增量来源	难点
新增殡葬用地审批	民政部门对于公墓经营许可的牌照发放和殡葬用地的审批都极严：当地经营性公墓数量按地区人口规模确定，牌照数量有限且一旦发完无新增可能；由于房地产和土地价格连年飙升及城市内部规划情况，多数陵园旁边已无未被占用或未规划使用的土地，而且政府为了控制土地使用，包括北京在内的多个城市已停止审批新增殡葬用地。
并购其他建成小公墓	地方小公墓多存在不合法经营的情况，且经营资质良莠不齐。牌照齐全、土地性质合规、经营无问题的小公墓有很多已在之前被香港、台湾等企业收购。

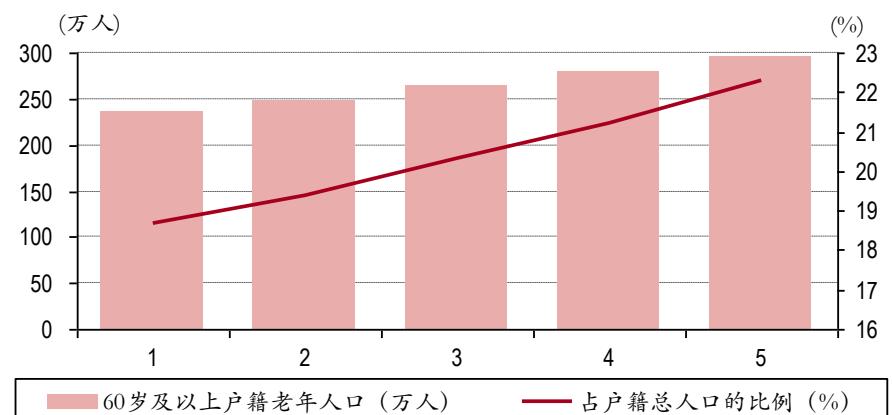
资料来源：中银国际证券

我国民政部门规定，经营性公墓数量由当地人口比例制定，部分人口数少的县市不单独设公墓。根据河北省民政厅相关法规，三河市依据人口比例仅能设一家公墓，因此福成五丰旗下的灵山宝塔陵园便是当地唯一一家有正规许可的公墓，且保证未来同一地区不会有第二家陵园出现。且河北省内经营性墓地面积不大于 300 亩，较灵山宝塔陵园小得多。在北京附近的其他陵园在地理位置、绿化美化、及面积规模上多不如宝塔陵园有优势。而北京市内的大型公墓中，例如万安和福田公墓，大都将面临“死墓危机”。福田公墓占地 130 余亩，剩余可用土地仅 6 亩，按建设一个墓穴需占地 2.2 平方米（包括配套绿化、硬化面积等）计算，还有墓位存量 1,800 个左右，预计仅供 5 年左右销售。目前公墓已进行惜售，购墓需提前一年预约，每年限额 120 个墓位。万安公墓是北京最早的现代型公墓，占地面积 129 亩，剩余土地 10 余亩，面临同样的即将“无墓可售”的困境。其他公墓处境大多类似，之前已出现了抢购当年墓位限额而通宵排队等情况。预期随着剩余墓位不断出售和新增老年人口数不断增多，墓位紧张度将愈演愈烈。

人口不断增长，公墓需求缺口不断扩大

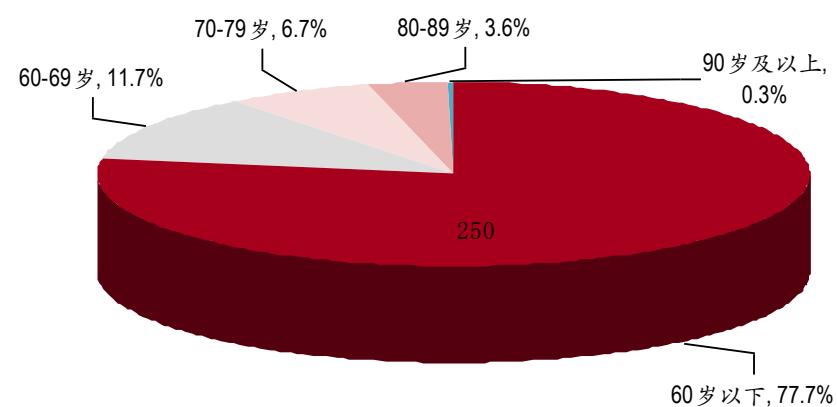
虽然殡葬服务基础设施建设速度有所加快，但鉴于北京市人口基数大，且常住外来人口逐年增多；北京老年人口比重也正在逐步加大，因此对于公墓墓位的需求有增无减。据 2014 年北京人口普查公告显示，全市常住人口 2,114.8 万人，比 2013 年增加 45.5 万人；人口自然增长率 4.41‰，死亡率 4.52‰，每年逝者人数约 9.6 万人。而北京市户籍 60 岁以上老年人口自从 2012 年突破 20% 以后仍在保持上涨趋势，2014 年达到总人口比例的 22.3%，人数上较上年增加了 17.4 万人。由于中国传统文化“入土为安”和子女孝行的观念，虽然近年来对于海葬、树葬等生态葬的推广力度不断加大，但大多数人还是倾向于自己或亲友寻一处身后清净地。照目前的趋势来看，北京及周边的公墓需求仍会在大基数的基础上以较大速率保持增长态势。

图表 9. 2010 年-2014 年北京市户籍老年人口变化



资料来源：《北京市老年人口信息和老龄事业发展状况报告》，中银国际证券

图表 10. 2014 年北京市户籍人口分布比例



资料来源：《北京市老年人口信息和老龄事业发展状况报告》，中银国际证券

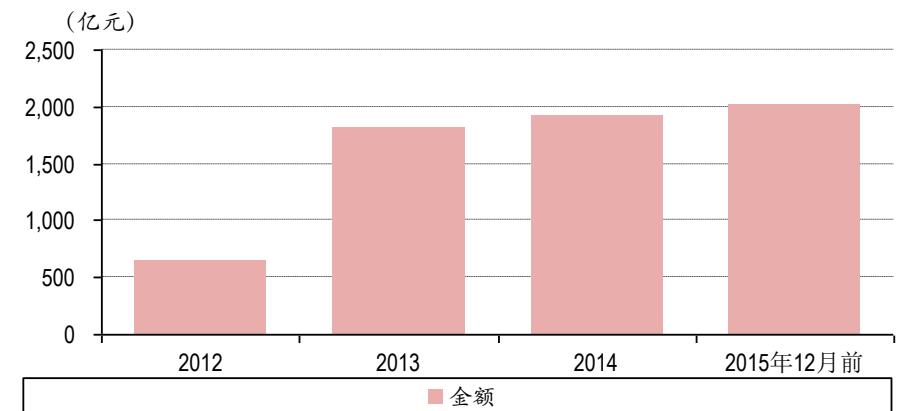
公墓墓穴基本属于一次购入、终身续用的特殊服务，因此对于公墓墓位的需求持续增多且不会有释放性增量出现。对于合法经营的公墓唯一可以期待的增量来自于新增公墓审批或已建公墓的用地扩张。但对于寸土寸金的北京而言，两者的增加都极为困难。目前北京市民政部门已停止经营性公墓的审批，越来越多的北京居民选择墓地时将目光投向北京周边性价比更高的墓地陵园。

土地成本不断升高，公墓土地难增

公墓墓位的建设尤其是大型陵园建造需要大块土地资源。过去建设的公墓的土地多来自于政府划拨，但如今新建的公墓的土地来源均为公开竞拍。随着近年来房地产价格逐年攀升，土地价格也连年上涨，并且在土地资源明显不足的情况下，民政部门对于殡葬用地的审批也愈加严格，拿地越来越难。土地价格的上涨和资源稀缺性也就成为了导致公墓价格一路走高的主要原因之一。

据北京国土资源局的统计数据，2012 年综合土地出让金为 647.9 亿元，2013 年就涨到 1821.8 亿元，2015 年 12 月土地出让金便已突破 2,000 亿大关，而相比 2014 年 141 宗地块达到的近 2,000 亿总成交额，今年成交地块仅 106 宗。土地价格上升，综合土地出让金逐年上涨，政府对于土地资源采取保护措施控制使用，墓葬用地审批难度越来越大，都使得目前经营性公墓的土地难有增量。

图表 11. 北京市综合土地出让金



资料来源：北京市国土资源局，中银国际证券

图表 12. 综合土地出让金的细分构成

项目	费用说明
征地区片综合价	即征收集体土地的补偿款，具体包括征地补偿费、安置补助费和地上附着物补偿费。一般是各地在实际征收过程中按土地等级将上述三项费用整合成“区片综合价”，便于操作。
土地出让价	政府出让土地使用权时，土地受让人需要缴纳给政府的费用（不包括税费）。
土地出让评估价	国土资源部门对拟出让地块委托评估机构评估的价格，以此价格为参考研究确定土地招拍挂出让起价，而招拍挂的成交价就是土地受让人需要缴纳的土地出让金。
土地成本	也称做地成本。主要包括征地拆迁、基础设施配套建设等“三通一平”或“七通一平”的费用。

资料来源：中银国际证券

三河灵山宝塔陵园经营情况

三河灵山宝塔陵园地处北京、天津、唐山中间地带，距离北京市区仅不到一小时的车程，距离北京首都机场 25 公里，从北京出发沿京通快速、通燕高速、102 国道或沿京平高速均可到达园区，交通十分便利。未来更将受益于“京津冀一体化”，吸引更多北京居民前来选购墓地。目前在购买墓穴和格位的消费者中，北京市居民占到了 70%，预期随着陵园知名度和宣传力度进一步提高，这一比例会继续增加。

宝塔陵园背靠灵山，依山傍水，并由顶级陵园设计团队精心规划，打造出一个具有人文纪念、传承孝道、生命教育及旅游观光多重价值的人文生态纪念陵园。陵园集地葬、塔葬、生态葬等葬式于一体，致力于为不同信仰、不同需求的各类客户提供多元化的产品和周到完善的服务。目前陵园有“灵泉福园”、“天福园”、“慈安园”三个园区，自成一体又相互映衬，现在是京东地区规模最大的生态陵园。

图表 13. 陵园规划图



资料来源：三河灵山宝塔陵园网站，中银国际证券

图表 14. 陵园四季景色



资料来源：三河灵山宝塔陵园，中银国际证券

在手资质及资源：

根据相关政策规定，经营性墓地需经民政部门批准并颁发牌照；所用的土地除性质需为墓葬用地外，还需取得公墓经营许可才能作为证载面积建墓出售。宝塔陵园目前证载占地面积 540 亩，另有三国用（2010）第 159 号、三国用（2010）第 160 号两块墓葬用土地的使用权，总规划用地面积为 765.25 亩（510,170.9 平米），扣除绿化面积、建筑物占地面积后，规划墓区面积 117874.17 平米。以单位墓穴占地面积 0.94 平方米计算，计划建造墓位 12.5 万个。目前已建成三个主园区、两座塔楼，园区内部美化建设也已基本完成。同时集团已经拿到紧挨陵园的 1000 余亩流转用地的使用权，现在已经平整完毕，暂时用作果园用地，另背靠 2000 多亩荒山土地，根据民政局规定，经营性公墓在其经营许可证证载面积使用完毕后，可按相关规定申报新增土地的扩证事项，根据目前使用规模和销售进度，预计 2025 年前可基本使用完毕，届时会在墓位销售将尽时申请扩地，公司规划在手周边土地均可作为后续储备墓葬用地。相比大多数无地可扩的公墓来讲，充足的后备资源无疑是灵山宝塔陵园的最大优势之一。而且公司筹划设立了 10 亿规模的产业并购基金，会寻找合适标的进行并购，进一步扩大规模。因此陵园在现时规模和后续资源储备方面均有优势，并已做好长期发展规划和前瞻性布局。

陵园营收情况：

2014 年以前灵山宝塔陵园主要开展土地平整、陵园绿化等基础设施建设，同时进行墓穴建造工作，宣传销售仍未展开，2013 年末基础性建设工作基本完成，于 2014 年开始正式推盘。宝塔陵园主要收入来源于 3 个方面：墓位及骨灰格位销售收入、墓位管理费收入和殡葬服务收入。

1、墓位及骨灰格位销售收入

图表 15. 灵山宝塔陵园各类产品价格区间

产品种类	价格(元)
制式墓	9,500-41,800 不等
精品墓	37,800-82,800 不等
艺术墓	定制价格，可达 10 万以上
塔葬（格位）	5,000-10,000 不等

资料来源：公司公告，中银国际证券

宝塔陵园 2012 年、2013 年和 2014 年上半年，分别销售墓穴 223 个、728 个、824 个。预期 2015 年墓穴销量能达到 4,000 个，销售收入可达 2 亿。并且由于陵园的人力成本和管理成本低，营销业务多已和其他丧葬行业达成合作，因此营销成本不高，毛利率可达到 80% 以上。

2、墓位管理费收入

除首次墓穴购置款外，根据当年墓位销售收入的 10%（总墓位管理费）在 20 年内平均年摊销量确定；20 年第一次使用到期后，墓位管理费收入按当初墓位所售收入的 10% 续缴管理费，分 20 年摊销。管理费收入只占销售和服务费用的较小部分，后期线上、线下等服务费用有持续增长空间。

3、殡葬服务收入

宝塔陵园引入 3D 网的概念，以后实行网络和可视化的全面覆盖，鲜花、香等服务可以网上订购，在网上也可以看到服务过程，适合不能经常回来或在国外的孝子，也是日趋流行的祭拜方式。现在项目已在进行，网络建设和摄像头搭建已近完成，应该今年底以前就能完成基础设施建设。之前陵园除墓穴购置款后外收入来源只有 10% 的管理费，以后高附加值的服务费用就可将运营成本慢慢消化。

陵园后续发展及增长空间

宝塔陵园自 2014 年全面推盘，销量一直保持迅速增长。且前期陵园销售人员已和北京市多家医院、殡仪馆、丧葬服务店达成合作，并在医院等单位发展了宣传员，同时在电台纸媒等多种渠道进行宣传，目前在北京市民中已有一定知名度。并且由于陵园良好的环境和服务，逐渐建立良好口碑，由朋友、同事等建立的“口碑营销”也构成了很大一部分销量来源，甚至有亲戚或朋友选择做“墓友”而先后前来选购墓地。

2015 年目前已售墓穴 3,000 余个，3 季度盈利已达 7,000 多万。目前墓穴单价每年有至少 10% 的提价率，同时随销量增加，所销产品结构也发生变化，位置优越、可按需定制的高档墓位所占比重也会越来越大。现在福成宝塔陵园的价格基本只到北京市内陵园均价的 30%-50%，随供需缺口进一步增大还会有较大增长空间。目前陵园已获批殡葬用地 765 亩，已建及计划建设的墓穴约为 12.5 万个，规划 10 年售尽，但在目前周边公墓墓穴紧缺的情况下有可能在更短的时间内即将售罄。目前销售墓位以已开发的平地墓穴为主，预计 2018 年开始扩建并销售部分荒山墓穴，其建造成本略高于平地墓穴，售价也会相应提高。

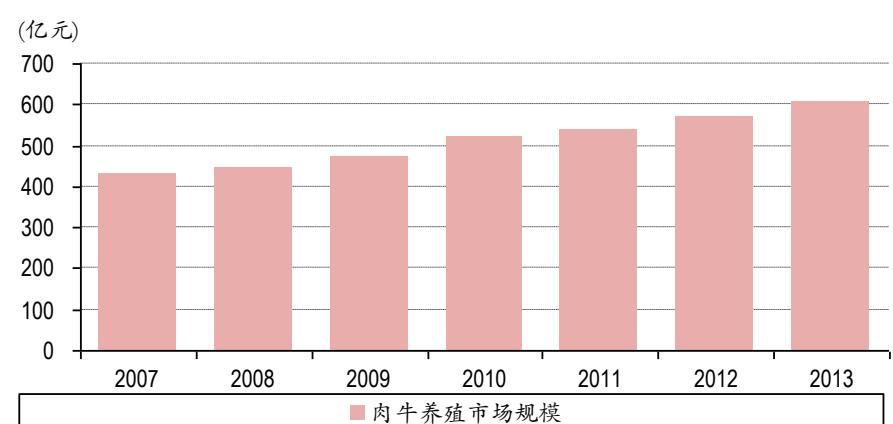
另外陵园旁边还有一千多亩的流转用地，已收入公司旗下。在 760 余亩殡葬用地建造的墓位售尽时可用于陵园扩容，这一点比起北京市内绝大多数公墓已无地可用的局面无疑是最大的优势和潜力所在。同时公司设立的产业并购基金也为业务拓展提供了更大的发展潜力和更广阔的梦想空间。

传统养殖屠宰主业发力，扩量增收

国内牛肉市场仍有较大增长空间

相比于养殖的其他子行业，我国肉牛养殖起步较晚，行业集中度低，分布较为分散，仍未形成具有规模的市场。近年来随着仍处于国内牛肉消费不断增长，中国牛肉市场仍有很大上升发展空间。

图表 16. 我国肉牛养殖行业市场销售规模



资料来源：中国畜牧业协会，中银国际证券

我国目前畜牧业生产仍以农户家庭经营为主体，屠宰、出栏的肉牛主要是以分散的饲养方式育肥的。虽然近年来我国在肉牛的规模化养殖方面已有了重大的进展，但在大型肉牛育肥场和饲养场存栏和出栏的肉牛的数量与质量方面，还与发达畜牧国家存在明显的差距。2013 年中国年出栏千头以上的规模养殖场 1,007 家，仅占养殖场总数的不足万分之一。

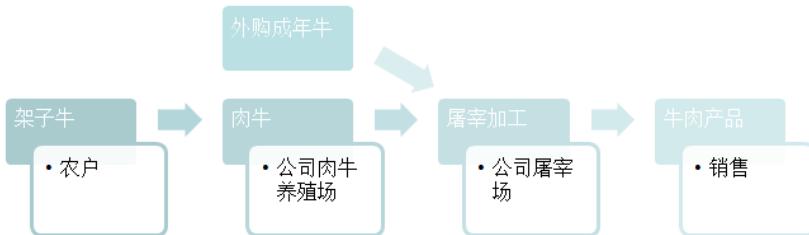
中国国内肉牛业整体发展水平滞后，属于“生产大国”和“技术弱国”，行业整合度低，处于无序竞争状态。国内肉牛企业和国外相比，虽然都采用“农牧民个体化饲养+企业规模化育肥屠宰”的模式，但国内企业多未形成和农户长期互利的合作体制，加上肉牛业本身成本大、周期长、风险高的特征，导致近年来肉牛养殖不断萎缩、牛源紧张，陷入恶性循环。

福成五丰盈利模式：

公司经营模式为“公司+基地+农户”，并建立了一批肉牛饲养基地、高档牛肉示范基地和出口基地，和河北、吉林、内蒙古等地的农户建立了长期稳定的合作关系；公司自身在河北廊坊三河市有 1,200 亩养殖基地，潜在年出栏规模达 40,000 头。屠宰最大产能可达到 8 万头。

公司养殖屠宰端的盈利模式为外购优质架子牛，在公司养殖场内进行 3-4 个月育肥后用于屠宰加工和活牛销售，同时也外购部分成年牛直接用于屠宰加工。饲养基地的农户自行繁育犊牛后饲养一年左右后（成为架子牛）供应至公司，由于农户均为分散饲养，规模较小，人力成本低，且前期饲喂的秸秆等粗饲料对农户而言成本几乎可忽略不计，因此快速育肥架子牛对公司而言利润最高，最为经济。

图表 17. 公司盈利模式

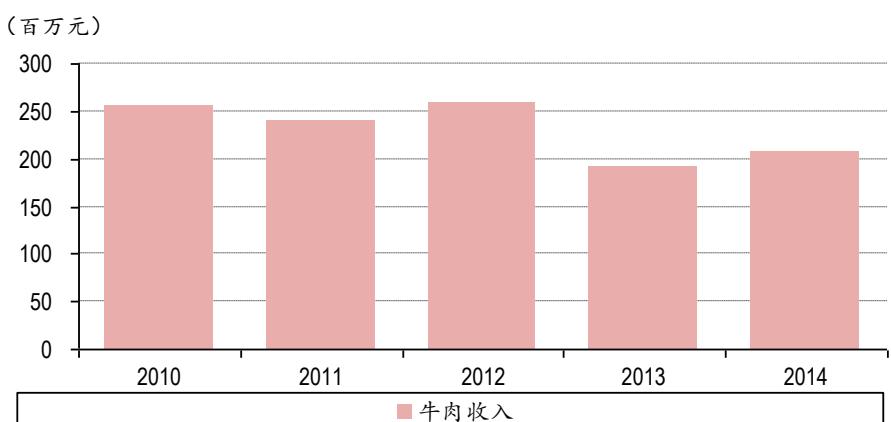


资料来源：公司公告，中银国际证券

公司仍在扩大养殖产能，已投资近 2,000 万元对部分牛舍进行改扩建，目前改扩建后的肉牛养殖场东区已经投入使用。改扩建后的肉牛养殖场占地面积 99,034.55 平方米，建筑面积 23,724.00 平方米，建开放式牛舍 4 栋及配套设施，设计肉牛存栏规模 5,500 头，工程预计总投资 1,934.29 万元。牛舍改扩建完成后，肉牛养殖将采用自由采食、散养的模式，可增加肉牛的自由活动空间，提高牛肉品质。

在地域属性方面，公司对于本地区客户有部分依赖性，廊坊地区的活牛销售量占总销售量过半。由于公司养殖规模和技术水平在京津冀地区均属先列，在附近地区拥有很高的渗透率，公司的高档牛肉产品长期供货于多家高级餐厅、政府机关和北京航空食品公司等企事业单位，同时是麦当劳等快餐连锁机构供货商，在牛肉市场有较强的竞争力。

图表 18. 公司牛肉销售收入



供给端：存栏持续下降，国内肉牛资源短缺

近年来我国肉牛存栏和基础母牛存栏量逐年降低，供应缺口持续增大。预测 2015 年末存栏不足 6,000 万头，其中基础母牛不足 2,000 万头，牛肉减产约 20 万吨。2014 年我国肉牛出栏总数为 4,929.15 万头，较 2013 年增加 101 万头。自 2003 年出栏量突破 4,000 万头后我国肉牛出栏量一直保持较为稳定的增长，十年来复合年增长率为 1.9%，预期随着国内消费水平提高对于牛肉的消费增速可进一步提高。

图表 19. 全国肉牛出栏总数变化趋势



资料来源：国家统计局，中银国际证券

2008 年以来，牛肉价格的飞速上涨使肉牛主产区为扩大销售量，采取以“弑母杀青”为特征的不可持续发展模式，蚕食着整个肉牛产业的发展基础。据统计，2008 年至 2012 年，中国母牛存栏量从 3,300 万头减至 2,300 万头，四年间大幅减少 1,000 万头。能繁母牛存栏量的大幅下滑带来了 2008 年至今国内肉牛存栏量从 8,900 万头减少至 6,000 万头的后果。去骨牛肉价格在 2012 年 11 月突破 50 元/千克的大关后，仍保持了上升态势，目前去骨牛肉价格已经超过 64 元/千克。

图表 20. 牛肉价格变化趋势

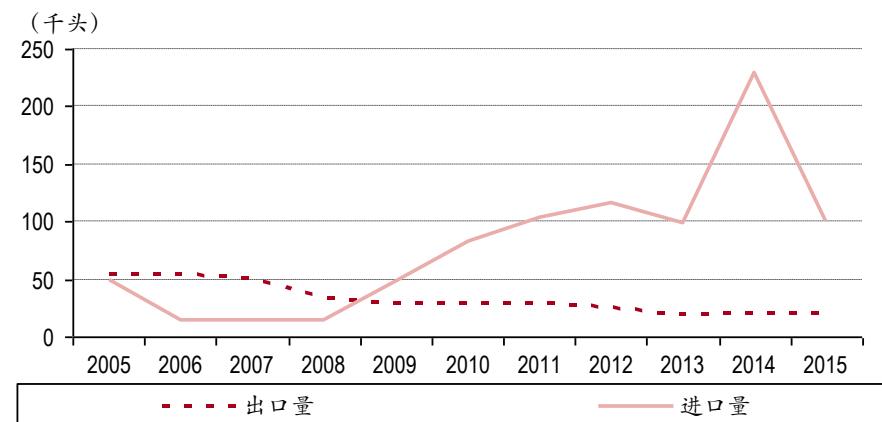


资料来源：农业部数据，中银国际证券

虽然牛肉价格始终保持高位，但国内整个肉牛养殖业却在慢慢萎缩。我国内牛养殖仍以农户散养为主，由于肉牛养殖周期长、饲料成本不断上升，且养牛的比较效益并不高，导致农户弃养肉牛的现象较为普遍，前两年为追求短期效益而宰杀母牛的情况更是加剧了这一现象的恶化。基础母牛存栏量减少，养殖场收购架子牛和犊牛越来越难，导致屠宰产能利用大幅下降，摊销成本升高，整个肉牛产业不断萎缩。

我国已对澳大利亚、新西兰、哥斯达黎加、乌拉圭、阿根廷和加拿大等6个国家开放了牛肉市场，还对其中澳大利亚、新西兰、乌拉圭和哥斯达黎加开放了活牛市场，通过进口来弥补国内市场供应和活牛存栏的不足。2014年，我国进口牛肉总计29.8万吨，同比增长1.3%。2013年母牛活牛进口1万头，2014母牛进口量超过2万头，今年在基础母牛存栏继续下降的情况下预期会持续进口态势以补偿供给端缺口。今年我国对澳大利亚又额外开放100万头肉牛的配额，以期能缓解国内出栏紧缩的趋势保证供给。

图表 21. 活牛进出口量差额显示



资料来源：美国农业部，中银国际证券

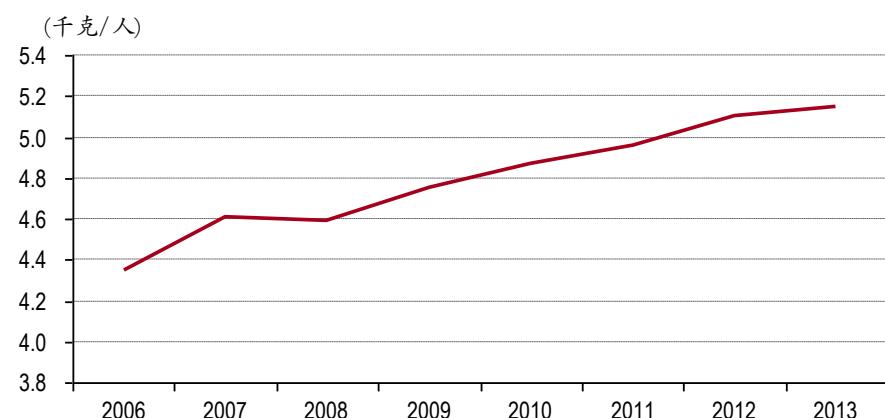
进口牛肉相比国产牛肉优势在于草原放牧，成本低、价格低。但缺点在于国内育肥一般用精饲料育肥半年以上，国外育肥时间在1-3个月，精饲料使用较少，牛肉脂肪含量低，不如国产牛肉口感好。因此进口牛肉主要是对低端牛肉市场的冲击，大群体的中高层人群还是偏好国产牛肉。

前期由于牛肉价格倒挂明显，尝试通过进口的低价牛肉来扩大国内牛肉消费群体，解决国内牛源紧张、居民吃不起高价国产牛肉的问题，但近年来进口牛肉价格也在不断攀升，加上国际上亚洲其他国家对于牛肉的需求也在不断升高，因此进口牛肉也渐渐失去优势。同时牛肉进口基数低，难以通过进口完全满足国内需求。

需求端：国内市场仍有较大增长空间

牛肉相比传统主要消费的猪肉、鸡肉具有低脂、高蛋白的优点，相同质量的猪肉比牛肉的脂肪含量要高20%-30%，蛋白质含量要低5%-10%，同时牛肉中铁、锌、钙、叶酸等微量元素都比猪肉要高，是更具有营养价值和保健价值的肉种。发达国家牛肉人均消费量在50公斤以上，世界平均消费水平10公斤/人，而中国目前人均消费不足5公斤，南方部分地区不足2公斤，牛肉消费的总体市场无论是相比国际或亚洲国家均有很大的空间。

图表 22. 我国表观人均牛肉消费量

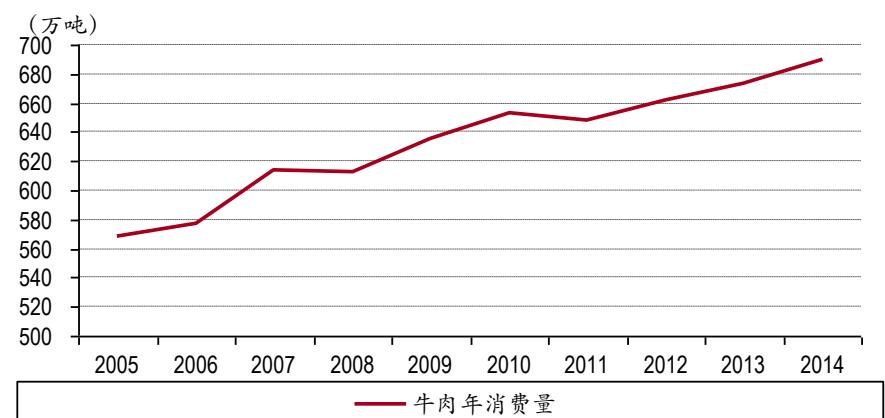


资料来源：中国畜牧业协会，中银国际证券

2013年我国表观人均牛肉消费量为5.15千克/人，同比增长1.0%，比2006年增长18.3%。牛肉消费量连续六年保持稳步上升的态势。预期未来一段时间内，随着经济水平的提高和对于生活品质的追求，中国国民的牛肉消费量仍将稳步继续上升，由于需求上升供给下降带来的供应压力将持续增大。

另外随着居民收入水平和对食品安全关注度的提高，我国的高档牛肉市场需求也逐年加大，预计2015年需求量可达到7.4万吨。高档牛肉价格高、利润丰厚，需求量逐年增加，国内产能不足的现状决定了今后我国内牛产业发展的重点是依托现有资源，培育高档肉牛品种，提高牛肉品质，增强消费者的品牌忠诚度。

图表 23. 近十年国内牛肉产量变化



资料来源：国家统计局，中银国际证券

一方面国内牛肉需求逐年增大，另一方面母牛肉质口感优于公牛，尤其是对于肥牛火锅等餐饮行业，育肥过的母牛肉售价要比公牛肉稍微高一些，在本来牛源就不足的情况下宰杀母牛来提高短期经济效益、满足眼前市场需求的情况会进一步加剧国内活牛供给不足的情况。

养殖屠宰主业发力，扩量增收

目前限制公司养殖屠宰产业发展的最大瓶颈在于原料供应短缺，犊牛及架子牛长期供给不足，导致屠宰产能利用率低，摊销成本高。国内资源紧缺，养殖成本居高不下，因此公司在积极探索海外资源引入。公司今年在澳大利亚收购 Woodlands 牧场，场区总面积 50 余万亩，自然放牧存栏量可达 12,000 头，后期仍然采用当地收购架子牛快速育肥的模式，通过人工补饲部分蛋白提高肉牛生长速率。而且当地降雨量充足，适宜玉米等作物生长，可在当地种植玉米作为饲料，降低成本。预期牧场最快 2016 下半年可以开始贡献产能，最大出栏量可超过 2 万头。产能输出后可提供大量原料来源，缓解国内供给压力。

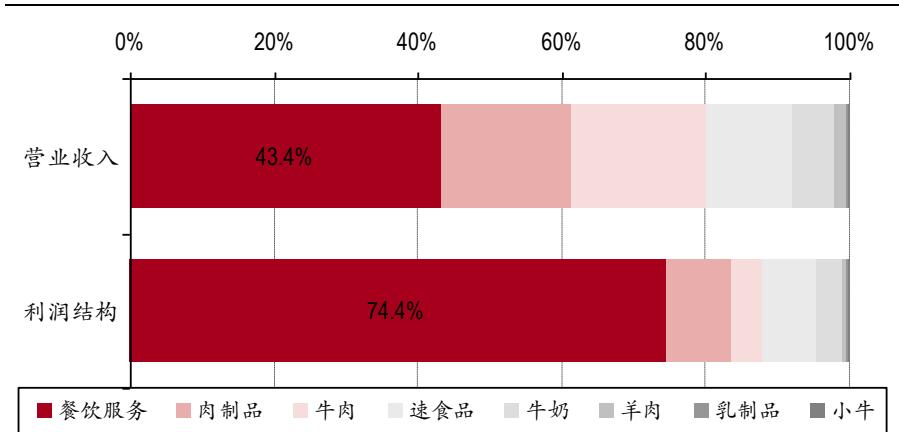
另外公司还在国内扩大养殖产能，已投资近 2,000 万元对部分牛舍进行改扩建，目前改扩建后的肉牛养殖场东区已经投入使用。改扩建后的肉牛养殖场占地面积 99,034.55 平方米，建筑面积 23,724.00 平方米，建开放式牛舍 4 栋及配套设施，设计肉牛存栏规模 5,500 头，工程预计总投资 1,934.29 万元。牛舍改扩建完成后，肉牛养殖将采用自由采食、散养的模式，可增加肉牛的自由活动空间，提高牛肉品质，打造高端牛肉品牌。

食品加工餐饮全产业链覆盖，致力成为“都市后厨房”

福成餐饮规模继续扩张，贡献主要盈利

2014年福牛餐饮的收入占比为43.4%，利润更是贡献了总利润的四分之三，是公司的主要营收渠道。自从2013年收购了集团旗下餐饮业务的100%股权之后，公司成功将肉牛产业链的上下游打通，实现了从上游的肉牛育肥、中游屠宰到下游餐饮的产品销售，目前福牛连锁仍在扩张中，截至去年末共发展了66家分店，2016年规划分店数近百家。

图表 24. 2014 年餐饮服务收入利润占比



资料来源：公司公告，中银国际证券

食品加工产业打造“城市后厨”

公司在传统屠宰产业下游继续拓展产业链，近几年加工肉制品和成品、半成品均达到较高增速。下设的肉类制品分公司已发展成集中西式肉制品、面点产品、速冻及热速食产品于一体的综合性食品生产商，拥有的“福成熟食”在北京及河北地区均有较高知名度和认可度，福成品牌的生鲜牛肉在北京地区牛肉市场调查中市场渗透率排名第一。2008年福成五丰为北京奥运会熟食产品的供应商。公司以坚持做好城市的后厨房为主导方向，已在航空配餐、政府配餐、工作餐、特殊营养餐、半成品加工等多个方向着力发展、增大占有份额和品牌影响力。由于公司在前段养殖屠宰具备原料优势，加之公司在研发方面的较高水平，现已针对多种目标人群研发出差异化配餐，并加大研发力度，为广大消费者提供更多时尚、健康、营养的食品。

图表 25. 2010-2014 年公司肉制品及速食品营收和利润增长情况



资料来源：公司公告，中银国际证券

盈利预测及估值

公司在传统畜牧和新兴殡葬产业均进行了前瞻性布局，通过内部延伸和外部并购可实现快速扩张。我们预计 2015-2017 年公司可实现净利润分别为 2.10 亿、2.98 亿和 3.85 亿。其中陵园业务发展空间大、后续潜力足，仅计一期已建好的 765 亩陵园和后备 1,000 余亩平整好的流转用地，宝塔陵园占地就已达 2,000 亩，以已建成园区的墓位密集度估算至少可建墓位 35 万个，收入规模 200 亿以上。加上产业并购基金的外延优势，预期在未来 5 年内会有高收益投资回报及成长空间，对于公司业务发展也将有互补和协同效应，收入和盈利增长可进一步加速。给予陵园业务 150 亿估值；传统餐饮和畜牧业务对应 30 倍 2016 年每股收益估值 42 亿。首次覆盖给予买入评级，目标价 23.44 元。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,027	1,100	1,459	1,767	2,050
销售成本	(677)	(720)	(864)	(1,002)	(1,127)
经营费用	(210)	(248)	(296)	(349)	(397)
息税折旧前利润	140	133	298	416	526
折旧及摊销	(38)	(38)	(33)	(33)	(34)
经营利润(息税前利润)	102	95	265	383	492
净利润收入/(费用)	(8)	(8)	(9)	(6)	(6)
其他收益/(损失)	24	4	4	4	4
税前利润	118	91	260	381	489
所得税	(28)	(20)	(60)	(86)	(112)
少数股东权益	(0)	(0)	9	4	7
净利润	90	71	210	298	385
核心净利润	96	72	211	299	386
每股收益(人民币)	0.223	0.135	0.244	0.361	0.460
核心每股收益(人民币)	0.236	0.136	0.257	0.365	0.471
每股股息(人民币)	0.070	0.070	0.079	0.139	0.188
收入增长(%)	6	7	33	21	16
息税前利润增长(%)	42	(7)	179	44	29
息税折旧前利润增长(%)	48	(5)	125	40	26
每股收益增长(%)	7	(39)	80	48	27
核心每股收益增长(%)	10	(42)	89	42	29

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	118	91	260	381	489
折旧与摊销	38	38	33	33	34
净利润息费用	8	8	9	6	6
运营资本变动	(27)	22	(35)	12	(34)
税金	(28)	(20)	(51)	(81)	(105)
其他经营现金流	(43)	52	(68)	2	(31)
经营活动产生的现金流	65	190	148	353	359
购买固定资产净值	(27)	(1)	26	28	28
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(32)	(128)	(56)	(58)	(53)
投资活动产生的现金流	(58)	(130)	(31)	(30)	(25)
净增权益	(28)	(37)	(65)	(114)	(154)
净增债务	0	10	390	100	150
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	6	(28)	229	(109)	(227)
融资活动产生的现金流	(22)	(28)	607	(19)	(10)
现金变动	(15)	33	724	303	324
期初现金	116	101	134	858	1,161
公司自由现金流	7	61	117	323	335
权益自由现金流	15	78	516	428	491

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	155	140	867	1,173	1,494
应收帐款	97	123	146	192	201
库存	284	256	348	379	429
其他流动资产	61	34	64	63	75
流动资产总计	597	553	1,425	1,807	2,199
固定资产	470	557	544	531	517
无形资产	44	43	49	57	64
其他长期资产	2	6	7	5	6
长期资产总计	517	606	599	592	587
总资产	1,162	1,239	2,074	2,419	2,788
应付帐款	121	125	139	186	175
短期债务	100	110	250	250	250
其他流动负债	54	74	70	83	82
流动负债总计	274	309	459	518	507
长期借款	0	0	250	350	500
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	406	528	819	819	819
储备	479	400	535	717	939
股东权益	886	928	1,354	1,536	1,758
少数股东权益	2	2	11	16	23
总负债及权益	1,162	1,239	2,074	2,419	2,788
每股帐面价值(人民币)	2.18	1.76	1.65	1.88	2.15
每股有形资产(人民币)	2.07	1.68	1.59	1.81	2.07
每股净负债/(现金)(人民币)	n.a.	(0.05)	(0.44)	(0.69)	(0.90)

主要比率 (%)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.6	12.0	20.4	23.5	25.7
息税前利润率(%)	10.0	8.6	18.2	21.6	24.0
税前利润率(%)	11.5	8.3	17.8	21.5	23.9
净利率(%)	8.8	6.5	14.4	16.9	18.8
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.8	3.1	3.5	4.3
利息覆盖率(倍)	12.9	12.5	31.1	68.3	77.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.1	1.0	2.3	2.8	3.5
估值					
市盈率(倍)	72.7	120.0	66.7	45.0	35.3
核心业务市盈率(倍)	68.7	119.1	63.2	44.5	34.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	99.2	172.0	91.2	64.2	49.8
市净率(倍)	7.4	9.2	9.8	8.6	7.6
价格/现金流(倍)	100.8	45.1	90.0	37.7	37.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	95.0	100.1	43.4	30.6	23.9
周转率					
存货周转天数	138.0	136.9	127.6	132.5	130.9
应收帐款周转天数	34.4	36.5	33.6	34.9	35.0
应付帐款周转天数	40.7	40.7	33.0	33.6	32.1
回报率					
股息支付率(%)	31.4	51.9	30.9	38.2	40.0
净资产收益率(%)	10.7	7.8	18.4	20.6	23.4
资产收益率(%)	7.0	6.2	12.3	13.2	14.6
已运用资本收益率(%)	2.4	1.8	3.4	3.7	4.0

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

福成五丰(600965.CH/人民币 16.24, 买入)

福寿园(1448.HK/港币 5.87, 未有评级)

以 2015 年 12 月 29 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级 (NR) 。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371