

推荐 (维持)

2020 年中期策略：交通运输高股息个股迎来长牛时代

2020 年 05 月 31 日

重点公司

重点公司	20E	21E	评级
宁沪高速	0.55	0.91	审慎增持
山东高速	0.42	0.71	买入
粤高速	0.41	0.70	审慎增持
深高速	0.77	1.16	买入
招商公路	0.37	0.84	买入

注：深高速采用 wind 一致预测

相关报告

《粤高速：负面影响出清，稳健高股息标的》

2020-5-17

《招商公路：具有 REITs 基因的高速公路运营商》

2020-5-7

《宁沪高速：2019 分红额稳健、2020Q1 业绩好于同行》

2020-4-26

《山东高速：业绩拐点、分红提升，股息率极具吸引力》

2020-4-24

分析师：

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

龚里

gongli@xyzq.com.cn

S0190515020003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

投资要点

- **中国无风险利率下行确定性高，利好类债资产表现。**经观察，近十年美欧、中日等主要国家无风险收益率均呈现出普遍的下行趋势。短期来看，中国的无风险收益率也进入下行阶段，其中 10 年期国债到期收益率已从 2018 年初的 3.9% 波动下降至 2020 年 4 月 20 日的 2.59%，且春节以来持续下行。我国央行自 2019 年以来进行了多次降准及降息，2020 年 4 月 17 日政治局会议也进一步明确利率下行的方向。我们认为，无风险收益率长期下行具有较高的确定性，明显利好于高股息/类债资产的表现。
- **美国铁路公司维持高分红、回购，是股价上涨的重要因素。**2019 年美国三大一级铁路货运公司 UNP、CSX、NSC 回购股票额分别为 58.0、33.7、21.0 亿美元，2005-2019 年期间三家公司绝对分红额复合增速分别达 16.3%、16.2%、12.0%。同时，UNP、CSX、NSC 每年分红回购总额在此 15 年间均约有一半年份超过公司净利润，均远超过公司自由现金流。稳定的高分红回购政策推动公司股价上涨，2005-2019 年期间，UNP、CSX、NSC 不复权股价累计涨幅分别为 124.6%、42.5%、333.0%。
- **中国交运基础设施个股业绩稳健、现金流充沛，融资成本下行打开分红增长空间。**一方面，交运基础设施资产业绩稳定性强，周期性较弱。而现金流回报特征类似于债券，具有较稳定的产品定价模式，运营期具有较稳定的现金流回报，有能力支撑高额现金分红政策，典型代表如：宁沪高速、长江电力。另一方面，未来随着社会平均融资成本下降，公司的融资成本会相应继续降低，增强公司加杠杆再投资的盈利能力，业绩和现金分红能力有望提升。
- **投资策略及重点公司分析：**随着复产复工推进和公路免费政策的结束，我们判断公路板块 2020 年下半年业绩将逐步修复，主要关注业绩稳健性强、股息率高的标的。维持对高速公路板块“推荐”评级，重点推荐：宁沪高速，预计 20-22 年 EPS 为 0.55、0.91、0.96 元，对应 2020 年 5 月 29 日收盘价 10.06 元，假设未来维持每股分红 0.46 元，股息率为 4.6%；山东高速，预计 20-22 年 EPS 为 0.42、0.71、0.75 元，对应收盘价 5.45 元，假设未来三年维持 60% 分红率，股息率为 4.7%、7.8%、8.3%；粤高速，预计 20-22 年 EPS 为 0.41、0.7、0.62 元，对应收盘价 6.85 元，假设未来三年维持 70% 分红率，股息率为 4.2%、7.2%、6.3%；深高速，预计 20-22 年 EPS 为 0.77、1.16、1.24 元，对应收盘价 9 元，假设未来三年维持 45% 分红率，股息率为 3.9%、5.8%、6.2%；招商公路，预计 20-22 年 EPS 为 0.37、0.84、0.93 元，对应收盘价 6.77 元，假设未来三年维持 40% 分红率，股息率为 2.2%、5.0%、5.5%。

风险提示：宏观经济及突发事件影响车流量、收费政策风险、再投资风险、多元发展不及预期等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、全球宽松下高股息个股的稀缺性凸显.....	- 4 -
1.1、全球流动性宽松趋势或将持续，高股息个股稀缺性增强.....	- 4 -
2、对标美国货运铁路：负债融资维持高分红回购.....	- 5 -
2.1、美国头部货运铁路公司概况.....	- 5 -
2.2、美国三大货运铁路公司经营分析.....	- 6 -
2.3、分红、回购增长，且高于利润增长.....	- 8 -
2.4、分红回购额超过公司净利润、FCF.....	- 10 -
2.5、资本开支平稳，轨道建设支出占比高.....	- 11 -
2.6、负债融资满足分红、回购和资本开支缺口.....	- 12 -
3、中国交运基础设施企业具备较大分红空间.....	- 13 -
3.1、交运基础设施资产具备类债特征，分红潜力大.....	- 13 -
3.2、交通基础设施企业融资成本不断下行.....	- 15 -
4、重点类债标的.....	- 17 -
4.1、宁沪高速.....	- 17 -
4.2、山东高速.....	- 22 -
4.3、粤高速.....	- 28 -
4.4、深高速.....	- 34 -
4.5、招商公路.....	- 37 -
图 1、欧洲、日本的国债在负利率徘徊.....	- 4 -
图 2、中国、美国的国债收益率均下行.....	- 4 -
图 3、三大铁路公司营业收入（亿美元）.....	- 6 -
图 4、三大铁路公司净利润（亿美元）.....	- 6 -
图 5、三大铁路公司货运量（万车）.....	- 7 -
图 6、三大铁路公司平均单车收入（亿美元）.....	- 7 -
图 7、UNP 成本拆分及毛利率（亿美元）.....	- 7 -
图 8、CSX 成本拆分及毛利率（亿美元）.....	- 7 -
图 9、NSC 成本拆分及毛利率（亿美元）.....	- 8 -
图 10、UNP 分红回购及净利润（亿美元）.....	- 8 -
图 11、CSX 分红回购及净利润（亿美元）.....	- 8 -
图 12、NSC 分红回购及净利润（亿美元）.....	- 9 -
图 13、三大公司分红率变化.....	- 10 -
图 14、三大公司股息率变化.....	- 10 -
图 15、三大公司分红回购占净利润比重.....	- 11 -
图 16、三大公司分红回购占 FCF 比重.....	- 11 -
图 17、UNP 资本性支出（亿美元）.....	- 11 -
图 18、CSX 资本性支出（亿美元）.....	- 11 -
图 19、NSC 资本性支出（亿美元）.....	- 12 -
图 20、三大公司总负债及资产负债率变化（亿美元）.....	- 12 -
图 21、三大公司经营性现金流（亿美元）.....	- 12 -
图 22、类债资产的资产端现金流特征类似于债.....	- 13 -
图 23、类债资产现金流及净利润特征分阶段示意图.....	- 13 -
图 24、类债资产的收入稳定、现金成本低.....	- 13 -
图 25、宁沪高速上市以来 EPS 和每股分红情况.....	- 14 -
图 26、公路板块及宁沪高速市盈率（倍）.....	- 14 -
图 27、2009-2019 年末宁沪高速股价年化上涨动力.....	- 15 -
图 28、2014-2019 年末宁沪高速股价年化上涨动力.....	- 15 -
图 29、长江电力上市以来 EPS 和每股分红情况.....	- 15 -
图 30、宁沪高速超短融发行成本.....	- 16 -

图 31、山东高速超短融发行成本	- 16 -
图 32、宁沪高速路产分布图	- 18 -
图 33、宁沪高速近年分业务收入及增速（百万元）	- 19 -
图 34、宁沪高速近年净利润及增速（百万元）	- 19 -
图 35、2019 年宁沪高速各业务占总营业收入比例	- 19 -
图 36、宁沪高速近年分业务毛利及增速（百万元）	- 19 -
图 37、2010-2019 年毛利增长主要来源（亿元）	- 21 -
图 38、2010-2019 年累计毛利增长主要来源（亿元）	- 21 -
图 39、山东高速路产分布图	- 23 -
图 40：2015-2019 年山东高速营业收入及增速（亿元）	- 24 -
图 41：2015-2019 年山东高速归母净利润及增速（亿元）	- 24 -
图 42：2015-2019 年山东高速投资收益（亿元）	- 25 -
图 43：近年主要已处置资产情况（亿元）	- 25 -
图 44：山东高速近 10 年每股派息及分红率	- 27 -
图 45、2011-2019 年粤高速通行费收入增速	- 30 -
图 46、佛开高速通行费收入及增速	- 30 -
图 47、广佛高速通行费收入及增速	- 30 -
图 48、广珠东高速通行费收入及增速	- 30 -
图 49、对联营企业和合营企业的投资收益	- 31 -
图 50、2019 年投资收益结构（亿元）	- 31 -
图 51：2019 年深高速业务架构图	- 34 -
图 52、2015-2019 年深高速营业收入及增速	- 36 -
图 53、2019 年深高速营业收入占比	- 36 -
图 54、2015-2019 年深高速归母净利润及增速	- 36 -
图 55、2015-2019 年深高速扣非后利润及增速	- 36 -
图 56、2015-2019 年招商公路营业收入及增速（亿元）	- 39 -
图 57、2015-2019 年招商公路归母净利润及增速（亿元）	- 39 -
表 1、货币政策释放长期引导利率下行信号	- 4 -
表 2、美国 UNP、CSX 和 NSC 公司基本情况	- 5 -
表 3、2019 年三家公司货种结构	- 6 -
表 4、UNP 股价上涨因素分解（亿美元）	- 9 -
表 5、CSX 股价上涨因素分解（亿美元）	- 9 -
表 6、NSC 股价上涨因素分解（亿美元）	- 10 -
表 7、A 股交通运输板块主要公司分红情况	- 16 -
表 8、宁沪高速持有高速路产	- 17 -
表 9、2010-2019 年资本开支情况	- 20 -
表 10、山东高速主要收费公路及桥梁资产	- 22 -
表 11：2015-2019 年山东高速利润表拆分	- 24 -
表 12：济青高速改扩建影响预测	- 25 -
表 13：山东高速主要投资项目收益情况	- 26 -
表 14：山东高速业绩考核	- 26 -
表 15：2017-2023 年山东高速业绩构成预测	- 28 -
表 16：粤高速路产基本情况	- 29 -
表 17：参股高速公路近 3 年营业收入及净利润情况	- 32 -
表 18：2018-2024 年粤高速业绩构成预测	- 33 -
表 19：深高速路产基本情况	- 35 -
表 20：招商公路控股路桥项目	- 37 -
表 21：招商公路主要参股上市公司情况	- 38 -

报告正文

1、全球宽松下高股息个股的稀缺性凸显

1.1、全球流动性宽松趋势或将持续，高股息个股稀缺性增强

我们观察发现，近十年美欧、中日等主要国家无风险收益率均呈现出普遍的下行趋势。自 2018 年 11 月至 2020 年 4 月 20 日，美国 10 年期国债收益率已从 3.2% 大幅下降至 0.63% 的历史低位；2019 年 1 月以来，日本 10 年期国债利率在负利率区间波动；而 2019 年 5 月以来，德国 10 年期国债收益率也进入负利率区间并持续至今。

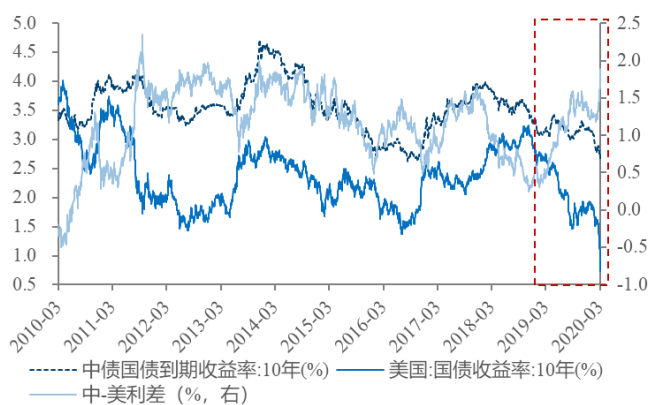
国内无风险收益下行压力依然存在。短期来看，中国的无风险收益率也进入下行阶段，其中 10 年期国债到期收益率已从 2018 年初的 3.9% 波动下降至 2020 年 4 月 20 日的 2.59%，且春节以来持续下行。同时中-美国债收益率利差（10 年期）自 2019 年初至今上升至 1.96% 的阶段性高位。

图 1、欧洲、日本的国债在负利率徘徊



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、中国、美国的国债收益率均下行



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从国内货币政策的实际操作情况来看，自 2019 年以来我国央行进行了多次降准及降息，释放出长期引导利率下行的信号。此外，2020 年 4 月 17 日政治局会议提到“稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上”，罕见的直接提到“降准、降息”，进一步明确利率下行的方向。我们认为，无风险收益率长期下行具有较高的确定性，而这将明显利好于高股息/类债资产的表现。

表 1、货币政策释放长期引导利率下行信号

公布日期	内容
2019/01/04	下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。
2019/05/06	从 2019 年 5 月 15 日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。对仅在本县行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于 100 亿元的农村商业银行，执行与

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为 8%。
2019/09/06	2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。
2019/09/20	LPR 报价 1 年期 4.20%，较上月下降 5BP。
2019/11/05	开展 4000 亿元 1 年期 MLF 操作，中标利率 3.25%，下降 5BP。
2019/11/18	7 天逆回购利率下调 5BP。
2019/11/20	LPR 报价 1 年期 4.15%，5 年期以上 4.80%。两者均较前期下调 5BP。
2019/12/18	14 天逆回购利率下调 5BP
2020/01/01	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5BP（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。
2020/02/03	7 天逆回购利率下调 10BP，14 天逆回购利率下调 10BP。
2020/02/17	中期借贷便利（MLF）的操作利率较前次下降 10BP 至 3.15%
2020/02/20	LPR 报价 1 年期 4.05%，5 年期以上 4.75%，分别较前期下调 10BP 和 5BP。
2020/03/30	开展 500 亿元的 7 天逆回购，利率下降 20BP
2020/04/15	中期借贷便利（MLF）的操作利率较前次下降 20BP 至 2.95%
2020/04/20	LPR 报价 1 年期 3.85%，5 年期以上 4.65%，分别较前期下调 20BP 和 10BP。

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

2、对标美国货运铁路：负债融资维持高分红回购

2.1、美国头部货运铁路公司概况

AAR（美国铁路协会）根据年收益和营业里程将货运铁路分为一级、二级和三级。1980 后美国铁路进入了合并收购大浪潮，市场集中度越来越高，一级铁路公司由 1980 年的 40 个下降到目前的 7 个，分别为：BNSF、UNP、CSX、NSC、CN、CP 和 KCS。其中，UNP 和 BNSF 是规模最大的两家公司，主要在美国西部竞争，拥有铁路里程均超过 5 万英里。伯克希尔·哈撒韦公司于 2010 年收购 BNSF 公司 77% 股权，实现对后者的 100% 控股，BNSF 自此实现私有化。NSC 和 CSX 两家公司铁路网络主要分布于美国东部，两者形成竞争关系，里程数均在 3.6 万英里左右。此外，CN、CP 和 KCS 铁路网主要位于美国中北部、中南部，规模较小。

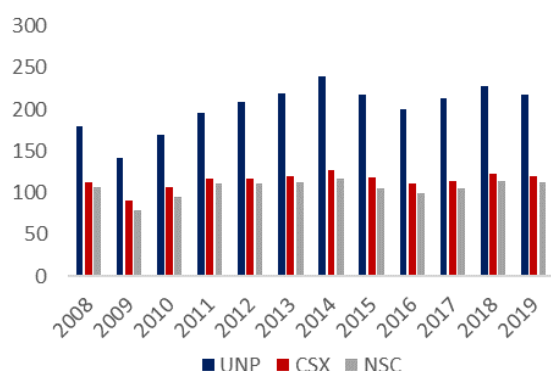
表 2、美国 UNP、CSX 和 NSC 公司基本情况

公司名称	代码	区位	总里程 (英里)	机车数	运输车数	集装箱数
Union Pacific Corp	UNP	西部	51743	7691	56876	53872
CSX Corp	CSX	东部	36030	3561	51498	17981
Norfolk Southern Corp	NSC	东部	35592	3906	50553	18920

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

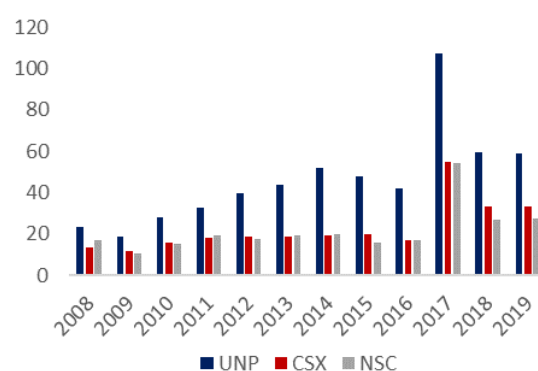
2019 年，UNP、CSX 和 NSC 公司分别实现营业收入 217.1 亿美元、119.4 亿美元、113.0 亿美元，2008 年-2019 年营业收入复合增速分别为 1.7%、0.5%、0.5%；三家货运铁路公司分别实现净利润 59.2 亿美元、33.3 亿美元、27.2 亿美元，2008 年-2019 年净利润复合增速分别为 8.8%、8.4%、4.3%。

图 3、三大铁路公司营业收入（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、三大铁路公司净利润（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、美国三大货运铁路公司经营分析

UNP、CSX 和 NSC 公司货运业务均涉及商品运输业务和联合运输业务两部分，商品运输占总运输量的比重分别为 55.6%、57.3%、44.3%。从三家公司的货种结构看，运输货种广泛，其中：煤炭、化工制品、机动车和设备占比较高。CSX 是煤炭、机动车设备运输量占比最高的公司，UNP 是化工制品运输量占比最高的公司。

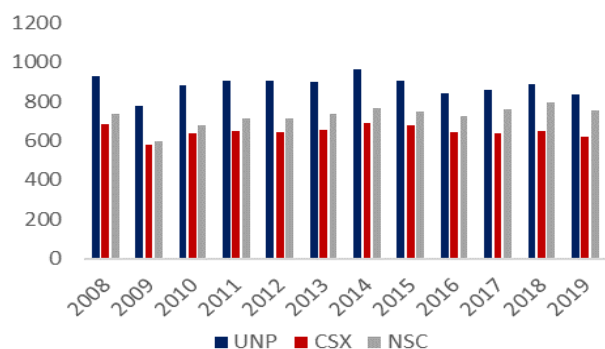
表 3、2019 年三家公司货种结构

	UNP	CSX	NSC
Commodity Carloads	55.6%	57.3%	44.3%
- Grain	3.7%	2.6%	2.3%
- Farm Products, Except Grain	0.2%	0.2%	0.1%
- Metallic Ores	0.2%	0.7%	0.1%
- Coal	11.2%	12.6%	11.4%
- Crushed Stone, Gravel	5.2%	4.2%	3.2%
- Nonmetallic Minerals	0.7%	2.3%	0.4%
- Grain Mill Products	1.9%	1.8%	1.7%
- Food & Kindred Products	2.7%	1.8%	1.2%
- Primary Forest Products	0.2%	0.5%	0.3%
- Lumber & Wood Products	1.4%	1.0%	0.6%
- Pulp, Paper & Allied Products	1.0%	2.5%	1.8%
- Chemicals	11.3%	8.1%	5.6%
- Petroleum Products	3.3%	2.6%	2.3%
- Stone, Clay & Glass Products	1.8%	2.1%	1.8%
- Coke	0.5%	0.9%	0.7%
- Metals & Products	1.6%	2.1%	3.5%
- Motor Vehicles & Equipment	5.4%	7.4%	5.2%
- Iron & Steel Scrap	0.4%	1.0%	0.9%
- Waste & Nonferrous Scrap	0.5%	2.1%	0.7%
- All Other	2.5%	1.0%	0.6%
Intermodal	44.4%	42.7%	55.7%
- Containers	42.6%	41.1%	51.1%
- Trailers	1.8%	1.6%	4.6%

资料来源：AAR，兴业证券经济与金融研究院

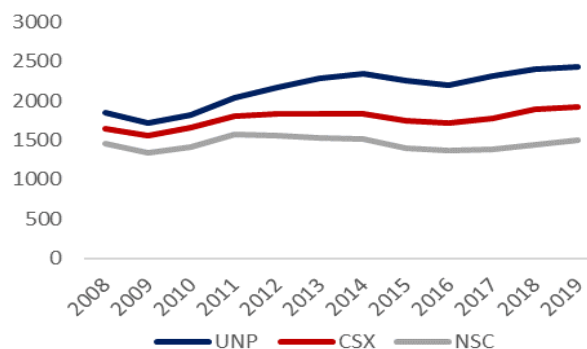
总体看，三家公司铁路货运量基本保持稳定，平均单车收入呈现上升趋势。2019年 UNP、CSX 和 NSC 货运量分别为 834、622、755 万车，平均单车收入分别为 202、119、113 美元，2008 年-2019 年复合增速分别为 1.5%、0.5%、0.5%。

图 5、三大铁路公司货运量（万车）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、三大铁路公司平均单车收入（亿美元）

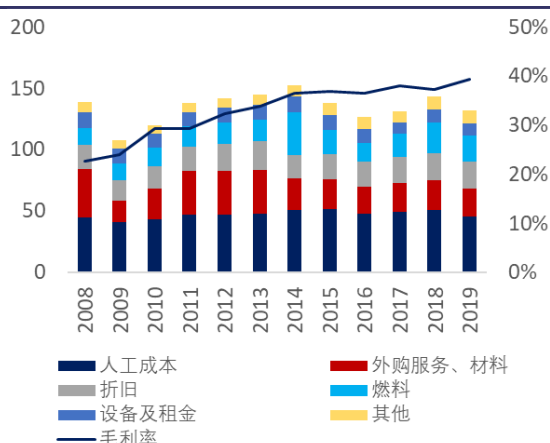


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从 UNP、CSX 和 NSC 公司成本结构看，公司的运营成本主要包括：人工成本、购买服务及材料费用、折旧费用、燃料成本、设备租赁费用及其他。其中，人工成本、购买服务及材料费用、折旧以及设备租赁费用相对刚性，历年来变化不大。而燃料费用和油价关系密切挂钩，2015-2017 年大幅下降。

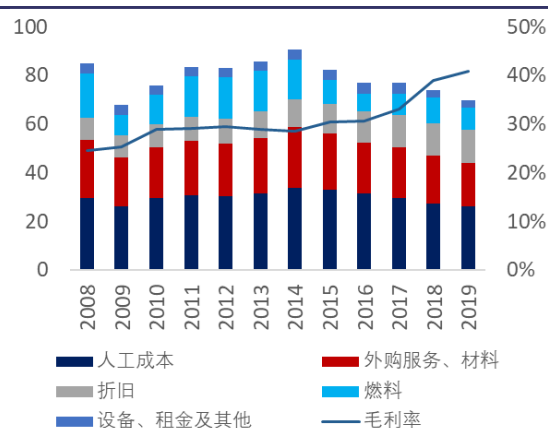
从毛利率水平看，金融危机以来，三大公司的毛利率均呈现稳定上升趋势。UNP 公司毛利率从 2008 年的 23% 提升 16 个百分点至 39%；CSX 公司从 2008 年的 25% 提升 16 个百分点至 41%；NSC 公司从 2008 年的 29% 提升 6 个百分点至 35%，经营效益改善趋势显著。

图 7、UNP 成本拆分及毛利率（亿美元）



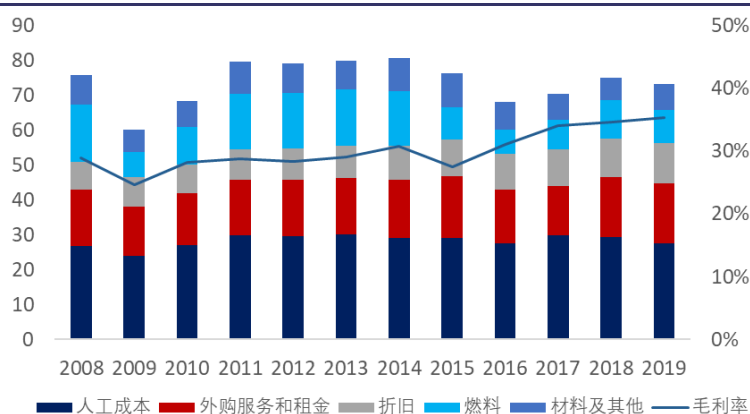
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、CSX 成本拆分及毛利率（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、NSC 成本拆分及毛利率（亿美元）



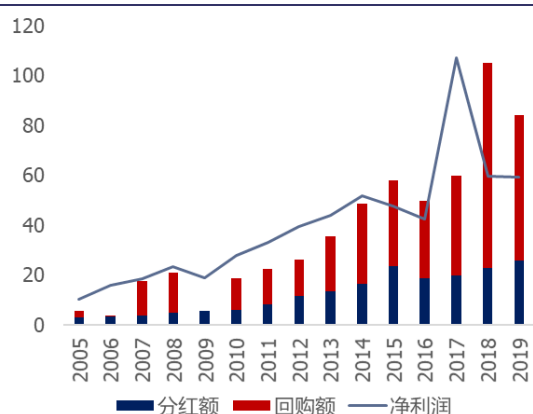
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、分红、回购增长，且高于利润增长

自 2005 年以来，美国铁路公司绝对分红额均维持稳健增长。以 UNP 公司、CSX 公司、NSC 公司为例，2019 年三家公司分红额分别达到 25.98 亿美元、7.63 亿美元、9.49 亿美元。2005-2019 年期间三家公司绝对分红额分别累计增长 727.4%、720.4%、389.2%，复合增速分别达 16.3%、16.2%、12.0%，其中 UNP 和 CSX 分红额增速较快。

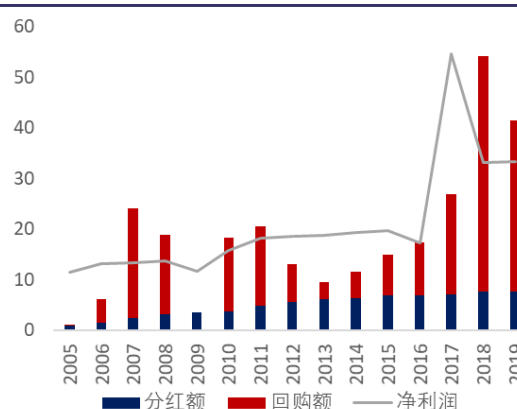
三家公司回购金额总体呈增长趋势。2005 年三大铁路公司几乎没有回购动作，而到 2019 年均投入较多资金用于公司股票回购。2019 年三家公司回购金额分别为 58.0 亿美元、33.7 亿美元、21.0 亿美元，其中 UNP 保持稳健增长，CSX 和 NSC 在 2014 年前后放缓回购进度，而近三年回购金额重新显著回升。

图 10、UNP 分红回购及净利润（亿美元）



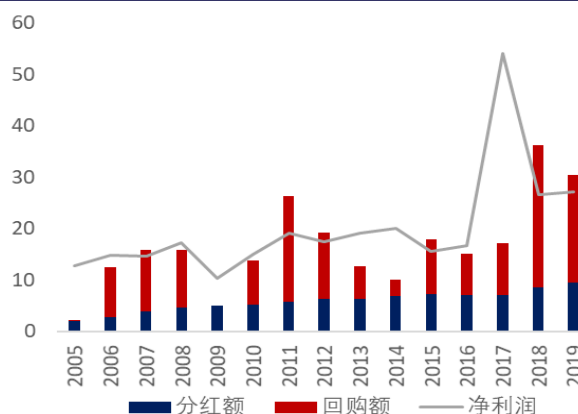
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、CSX 分红回购及净利润（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、NSC 分红回购及净利润（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

业绩增长和分红回购额增长共同推动股价提升。2014 年末-2019 年末 UNP、CSX 和 NSC 不复权股价增长较快，累计涨幅分别为 51.8%、99.7%、77.1%。其中，业绩增长是股价上涨的重要保证，2014-2019 年三大公司净利润增速分别为 14.3%、72.9%、36.1%。另外，UNP、CSX 和 NSC 在此期间几乎不断增加分红回购金额，进一步刺激股价上涨，2015-2019 年三家公司累计分红回购额分别为 357.14 亿美元、154.62 亿美元、116.74 亿美元，相对于 2015 年年末公司市值的回报率为 53.8%、61.7%、46.3%。

表 4、UNP 股价上涨因素分解（亿美元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年 累计
股价涨幅（不复权）	45.0%	14.3%	18.7%	33.6%	41.8%	-34.4%	32.6%	29.3%	3.1%	30.8%	52%
净利润增长	46.5%	18.4%	19.8%	11.3%	18.0%	-7.9%	-11.3%	153.1%	-44.3%	-0.8%	14%
回购/年末市值	2.7%	2.8%	2.5%	2.9%	3.1%	5.2%	3.7%	3.8%	8.2%	4.6%	37%
股息回报率	1.3%	1.6%	1.9%	1.7%	1.6%	3.5%	2.2%	1.9%	2.3%	2.1%	17%
分红+回购/年末市值	4.1%	4.4%	4.4%	4.6%	4.6%	8.7%	5.9%	5.7%	10.5%	6.7%	54%
PE(LYR)	16.4	15.5	15.0	17.5	20.3	13.9	20.2	9.9	16.8	21.1	-

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院

表 5、CSX 股价上涨因素分解（亿美元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年 累计
股价涨幅（不复权）	33.2%	-2.2%	-6.3%	45.8%	25.9%	-28.4%	38.5%	53.1%	12.9%	16.5%	100%
净利润增长	35.7%	16.6%	2.0%	0.3%	3.4%	2.1%	-12.9%	219.2%	-39.5%	0.7%	73%
回购/年末市值	6.1%	7.1%	3.6%	1.2%	1.4%	3.2%	3.2%	4.0%	9.2%	6.0%	47%
股息回报率	1.6%	2.2%	2.8%	2.1%	1.8%	2.7%	2.0%	1.4%	1.5%	1.4%	14%
分红+回购/年末市值	7.6%	9.3%	6.4%	3.3%	3.2%	5.9%	5.2%	5.5%	10.7%	7.4%	62%
PE(LYR)	15.3	12.1	11.1	15.6	18.6	12.7	19.5	9.0	15.4	16.8	-

资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院

表 6、NSC 股价上涨因素分解（亿美元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年 累计
股价涨幅（不复权）	19.8%	16.0%	-15.1%	50.1%	18.1%	-22.8%	27.8%	34.1%	3.2%	29.8%	77%
净利润增长	44.7%	28.1%	-8.7%	9.2%	4.7%	-22.2%	7.2%	224.0%	-50.7%	2.1%	36%
回购/年末市值	3.8%	8.5%	6.6%	2.2%	0.9%	4.3%	2.6%	2.5%	6.9%	4.2%	31%
股息回报率	2.3%	2.4%	3.2%	2.2%	2.0%	2.8%	2.2%	1.7%	2.1%	1.9%	15%
分红+回购/年末市值	6.1%	10.9%	9.8%	4.4%	3.0%	7.1%	4.8%	4.2%	9.0%	6.1%	46%
PE(LYR)	15.0	12.8	11.1	15.0	16.9	16.2	18.9	7.7	15.0	18.4	

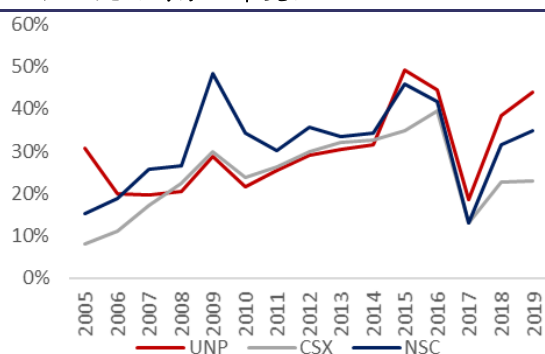
资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院

2.4、分红回购额超过公司净利润、FCF

UNP、CSX 和 NSC 三家铁路公司分红率变化趋势基本保持一致。受益于美国铁路改革和 2017 年美国税改，近三年公司净利润呈现显著增幅，公司也因此同步加强派息力度。2017-2019 年 UNP 的分红率分别为 18.5%、38.5%、43.9%，股息率分别为 1.9%、2.2%、2.04%；CSX 的分红率分别为 12.9%、22.7%、22.9%，股息率分别为 1.4%、1.4%、1.3%；NSC 的分红率分别为 13.0%、31.7%、34.9%，股息率分别为 1.7%、2.0%、1.9%。

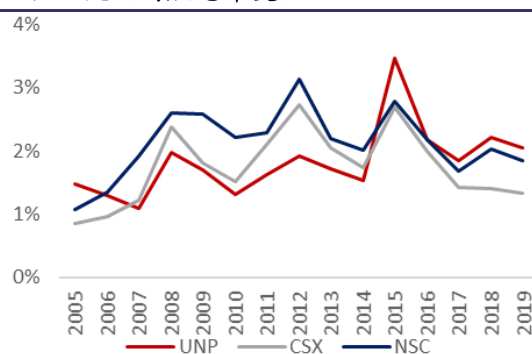
分红回购金额总和占公司净利润的比重高。2005-2019 年期间，三家公司每年的分红回购金额均约有一半年份超过公司当年净利润，同时三家每年分红回购额也远远超出公司自由现金流。2005-2019 年期间，三家公司分红回购总额占自由现金流的比例基本在 100%-200%波动。此外，2005-2019 年期间，UNP 的股息率约为 1.1%-3.5%，CSX 股息率在 0.8%-2.7% 区间内波动，而 NSC 的股息率约为 1.1%-3.1%。

图 13、三大公司分红率变化



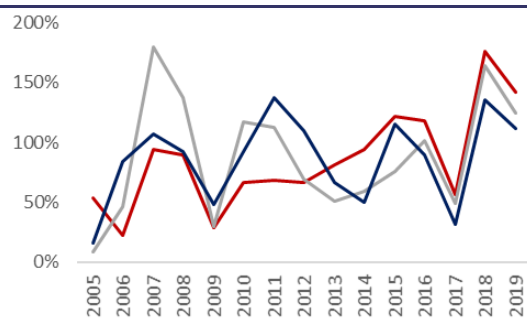
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、三大公司股息率变化



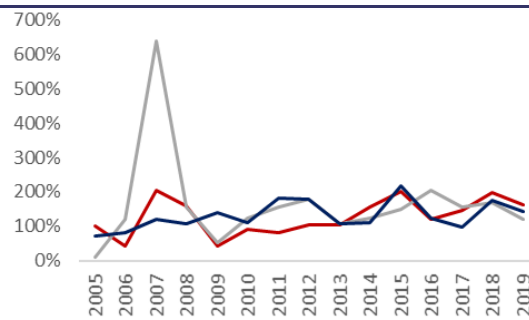
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、三大公司分红回购占净利润比重



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、三大公司分红回购占 FCF 比重



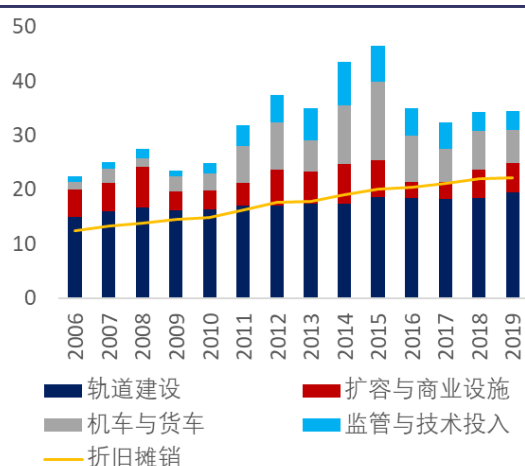
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、资本开支平稳，轨道建设支出占比高

近年来，美国三家货运铁路公司资本性支出较为平稳。2019 年 UNP、CSX、NSC 的资本性支出总额分别为 34.53 亿美元、16.57 亿美元、20.19 亿美元，其中轨道建设占比分别为 56.6%、81.7%、67.9%。除此之外，UNP 和 CSX 在扩展容量、商业设施建设及监管技术等方面每年开支基本保持稳定。

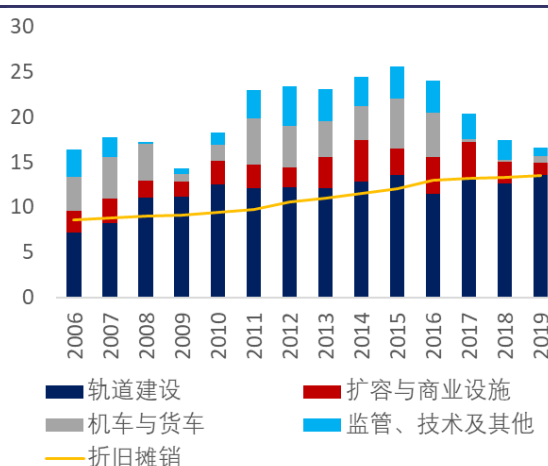
三家货运铁路公司折旧摊销稳定增长。2019 年 UNP、CSX、NSC 折旧摊销金额分别为 22.16 亿美元、13.49 亿美元、11.38 亿美元，2006 年-2019 年期间三家公司折旧摊销金额复合增速分别为 4.6%、3.6%、3.4%。

图 17、UNP 资本性支出（亿美元）



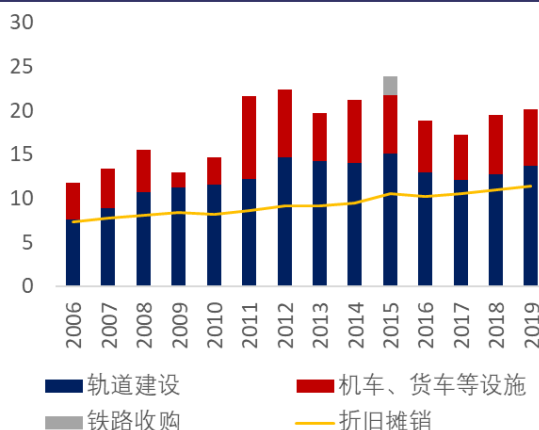
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、CSX 资本性支出（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、NSC 资本性支出（亿美元）



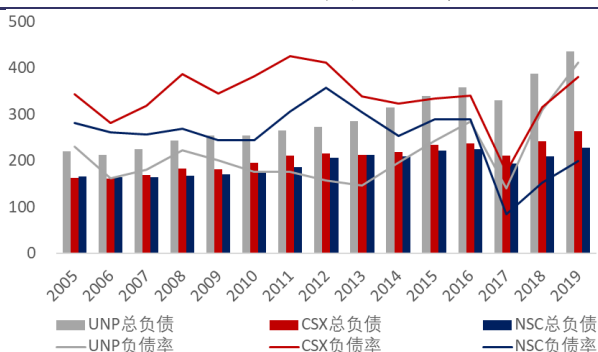
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.6、负债融资满足分红、回购和资本开支缺口

自 2005 年以来，三大公司资产负债率维持在 55%-70% 之间，但总负债额均不断提升。2019 年末 UNP、CSX 和 NSC 负债总额分别为 435.5 亿元、263.9 亿元、227.4 亿元，资产负债率分别为 70.6%、69.0%、60.0%。2005 年末-2019 年末，三家公司负债总额分别累计增长 98.7%、62.1%、37.2%。

公司分红、股票回购的力度加强，部分资金来自于负债，净资产有所下降。2019 年，UNP、CSX、NSC 的经营性现金流分别为 86.1 亿美元、48.5 亿美元、38.9 亿美元，均难以覆盖资本性支出、分红和公司股票回购。2017-2019 年各公司均通过负债获取资金用于分红和股票回购，导致企业的净资产出现下降趋势。

图 20、三大公司总负债及资产负债率变化（亿美元） 图 21、三大公司经营性现金流（亿美元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

		2005	2010	2015	2019
UNP	资本开支	21.7	24.8	46.5	34.5
	分红回购	5.5	18.5	58.1	84.0
	经营现金流	26.0	41.1	73.4	86.1
CSX	资本开支	11.4	18.3	25.6	16.6
	分红回购	0.9	18.2	14.9	41.4
	经营现金流	11.1	32.5	33.7	48.5
NSC	资本开支	10.3	14.7	23.9	20.2
	分红回购	2.0	13.8	17.9	30.5
	经营现金流	21.1	27.1	28.8	38.9

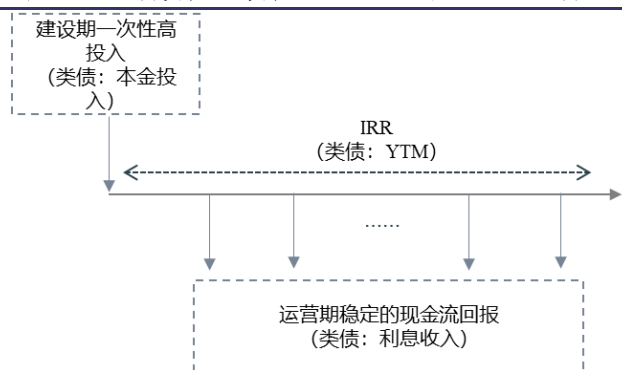
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、中国交运基础设施企业具备较大分红空间

3.1、交运基础设施资产具备类债特征，分红潜力大

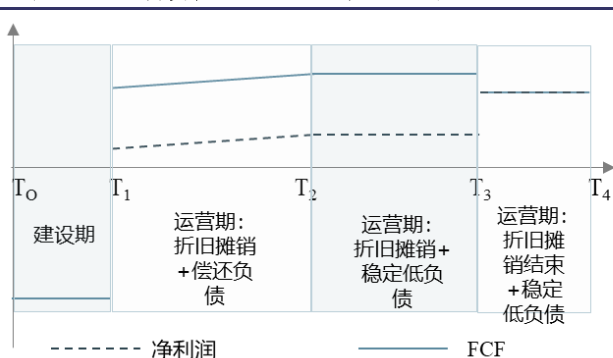
交运基础设施资产（铁、公、机、港）的现金流回报特征类似于债券，即在建设期一次性高投入（类似于购买债券的本金投入），在运营期具有较稳定的现金流回报（类似于债券的利息收入或本息收入），而该资产在全生命周期的内部收益率（IRR）则类似于债券的到期收益率（YTM）。

图 22、类债资产的资产端现金流特征类似于债



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、类债资产现金流及净利润特征分阶段示意图

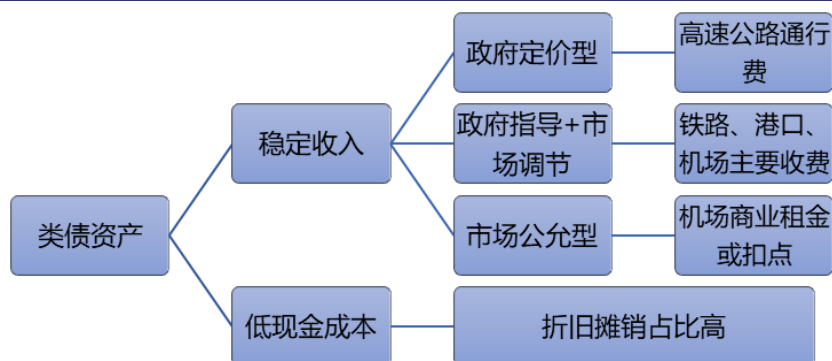


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：T3-T4 由于折旧摊销的税盾效应消失导致现金流略降。

由上述定义可知，类债资产运营阶段的收入较稳定，同时现金成本占比低。收入的稳定性意味着该资产具有较稳定的产品定价模式，具体而言包括：（1）政府定价型，例如高速公路的通行费，在整个生命周期不变；（2）政府指导+市场调节型，例如铁路运输价格、机场大多数项目的收费、港口大多数项目的收费。（3）市场公允型，例如机场商业的租金或扣点。

图 24、类债资产的收入稳定、现金成本低

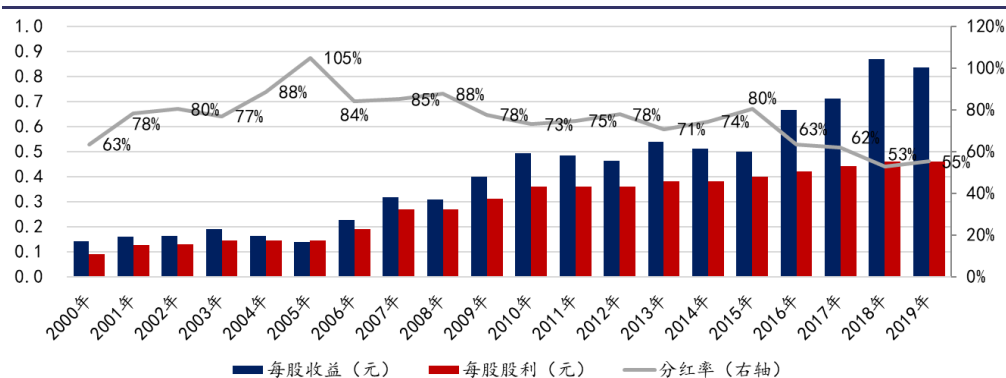


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

以高速公路龙头宁沪高速为例，上市以来分红额稳步提升。宁沪高速上市以来，尽管 EPS 有波动，个别年份出现负增长，例如：2005 年、2008 年和 2014 年前后，但历史上每股绝对分红额从未出现下降，证明了公司分红政策一贯的稳定性。2020

年，受疫情期间收费公路免收通行费影响，公司净利润负增长是大概率事件，但我们预判，每股分红的波动将远低于 EPS 的波动。

图 25、宁沪高速上市以来 EPS 和每股分红情况

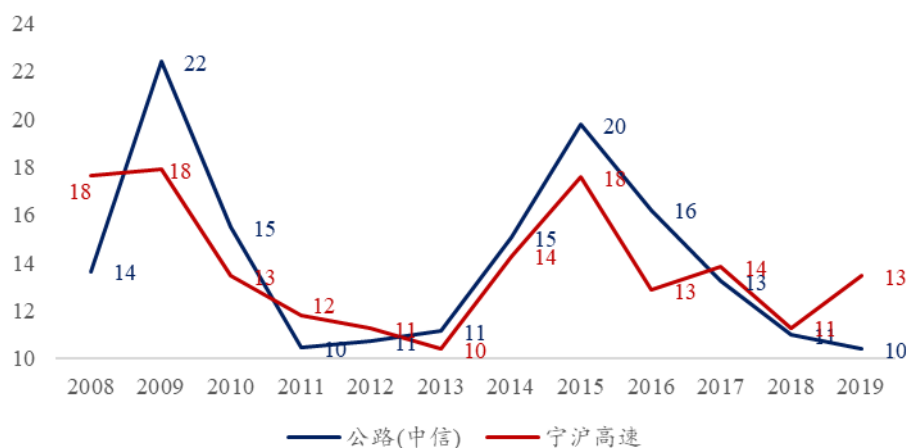


资料来源：Wind、公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

宁沪高速 2009 年末-2019 年末复权股价累计增长 166%（年化增长 10.3%），期间沪深 300 全收益指数（含分红）累计增长 40%（年化 3.4%）。2019 年宁沪高速归母净利润 42.0 亿元，较 2009 年的 20.1 亿元，增长 109%（年化 7.6%）；每股股利为 0.46 元，较 2009 年增长 48.4%（年化增长 4.0%）。

宁沪高速市盈率从 2008 年末的 17.6 倍降至 2013 年末的 10.4 倍，后受牛市推动上升至 2015 年年末的 17.6 倍，2019 年年末为 13.5 倍。十年年化估值下行 2.8%。宁沪高速 PE 估值受市场波动影响，也受当年分红比例影响（分红比例决定股息率）。

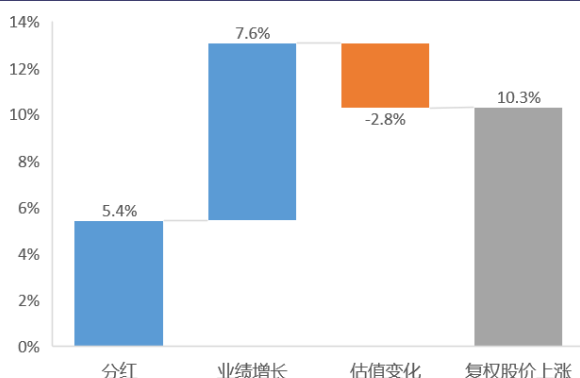
图 26、公路板块及宁沪高速市盈率（倍）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：市盈率根据年末不复权收盘价和当年 EPS（基本）计算。

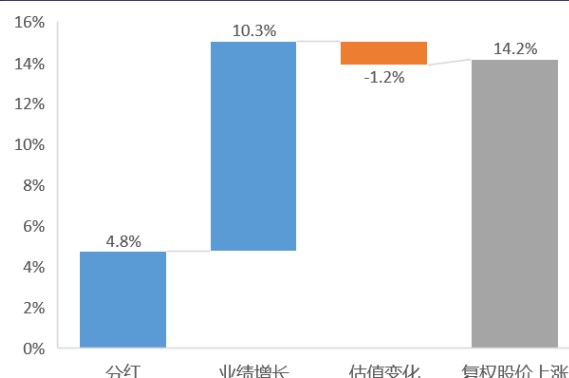
图 27、2009-2019 年末宁沪高速股价年化上涨动力



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：股价增长拆分中，市盈率和业绩给予不复权股价计算，分红基于区间内累计现金分红计算

图 28、2014-2019 年末宁沪高速股价年化上涨动力

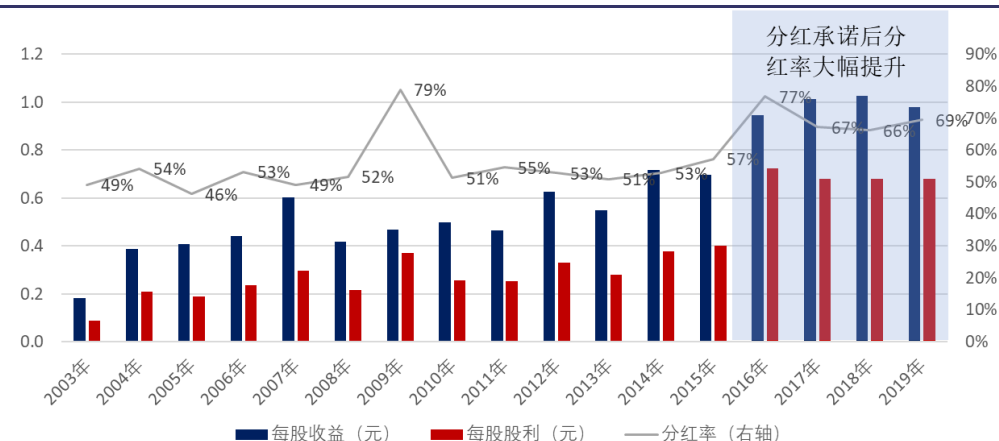


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：股价增长拆分中，市盈率和业绩给予不复权股价计算，分红基于区间内累计现金分红计算

长江电力对 2025 年前稳定高分红政策做出承诺。运营期内，水电公司通常折旧占比较高，同时无需持续的资本开支来扩张市场，因此现金流充沛，可支撑公司实行高额的现金分红政策。长江电力 2003 年上市，2003-2015 年分红率整体在 50% 左右，2015 年 6 月公司收购川云公司，并对未来派息做出承诺：2016-2020 年每股现金分红不低于 0.65 元，2021-2025 年按不低于 70% 的净利润进行现金分红。

图 29、长江电力上市以来 EPS 和每股分红情况



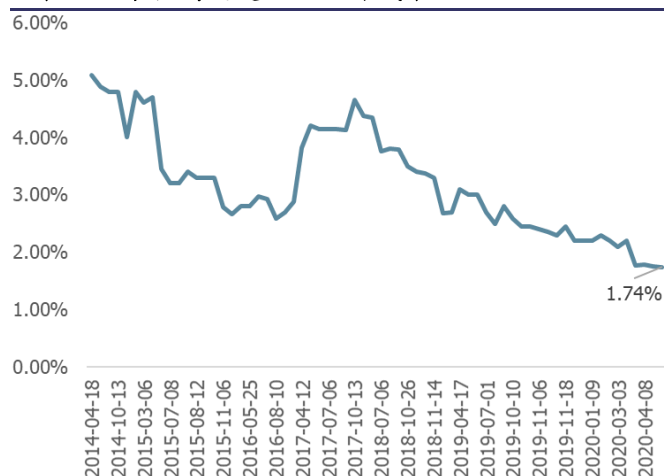
资料来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、交通基础设施企业融资成本不断下行

国有交通基础设施龙头企业，超短融发行利率从 2014 年的 5% 下降至 2020 年 4 月份 1.8% 以下。未来随着社会平均融资成本下降，公司的融资成本会相应继续降低。一方面公司财务费用会继续减少，利润上升、现金更充沛，另一方面公司再投资的资金成本更低，加杠杆再投资的盈利能力增强。随着融资成本的继续下行，公司业绩可能进一步提升，现金分红能力亦有所增强，未来有较强可能维持高股

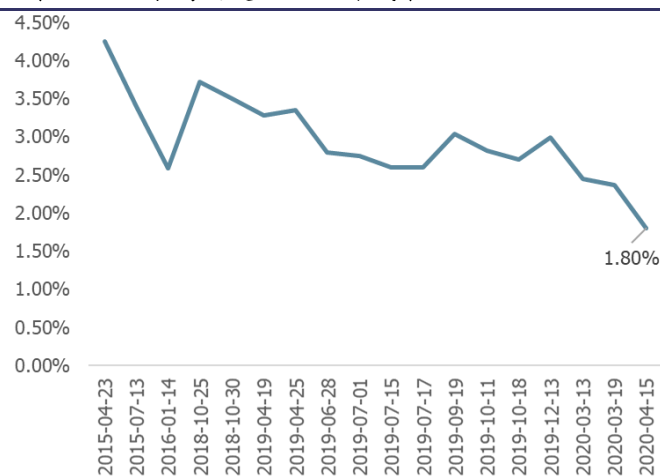
息。

图 30、宁沪高速超短融发行成本



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、山东高速超短融发行成本



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

宁沪高速稳健的分红政策，使得公司成为 A 股主流高速公路公司中最高的 PE 和 PB。纵观 A 股交通运输板块，多数上市公司分红比例仍不到 50%，提升分红比例对于提升股息率的效果极为明显；考虑国企的低负债融资成本，未来通过提升分红比例来提升市值的空间极大。

表 7、A 股交通运输板块主要公司分红情况

		股价 (元)	分红比例			EPS		股息率		P/E		PB	
			17A	18A	19A	17A	18A	19A	18A	19A	18A		19A
高速公路板块													
600377	宁沪高速	10.06	62%	53%	55%	0.71	0.87	0.83	4.6%	4.6%	11.6	12.1	1.82
001965	招商公路	6.77	40%	40%	40%	0.55	0.63	0.70	3.7%	4.1%	10.7	9.7	0.87
600548	深高速	9.00	46%	45%	45%	0.65	1.58	1.15	7.9%	5.8%	5.7	7.9	1.08
600350	山东高速	5.45	32%	36%	60%	0.55	0.61	0.63	4.0%	7.0%	8.9	8.6	0.88
000429	粤高速 A	6.85	70%	70%	70%	0.72	0.80	0.60	8.2%	6.1%	8.6	11.4	1.49
600012	皖通高速	5.21	35%	37%	35%	0.66	0.68	0.66	4.8%	4.4%	7.7	7.9	0.81
000828	东莞控股	7.14	29%	27%	29%	0.85	1.02	1.03	3.9%	4.2%	7.0	6.9	1.01
600269	赣粤高速	3.51	40%	20%	31%	0.42	0.50	0.48	2.8%	4.3%	7.0	7.3	0.53
000900	现代投资	3.69	18%	24%	25%	0.57	0.63	0.64	4.1%	4.3%	5.9	5.8	0.56
600033	福建高速	2.69	50%	56%	17%	0.24	0.27	0.30	5.6%	1.8%	10.0	9.0	0.78
铁路板块													
601006	大秦铁路	6.82	52%	49%	52%	0.90	0.98	0.92	7.0%	7.0%	7.0	7.4	0.87
601333	广深铁路	2.17	56%	54%	57%	0.14	0.11	0.11	2.7%	2.9%	19.7	19.7	0.54
机场板块													
600009	上海机场	72.39	30%	30%	30%	1.91	2.2	2.61	0.9%	1.1%	32.9	27.7	4.35
600897	厦门空港	17.78	75%	75%	30%	1.38	1.7	1.74	7.2%	2.9%	10.5	10.2	1.42
港口板块													
600018	上港集团	4.05	35%	35%	37%	0.5	0.44	0.39	3.8%	3.6%	9.2	10.4	1.12
601018	宁波港	3.40	37%	42%	38%	0.2	0.22	0.26	2.7%	2.9%	15.5	13.1	1.08
601298	青岛港	5.71		69%	34%	0.47	0.55	0.59	6.6%	3.5%	10.4	9.7	1.18
供应链运营板块													

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

600153	建发股份	8.73	17%	30%	30%	1.17	1.65	1.65	5.7%	5.7%	5.3	5.3	0.76
600057	厦门象屿	6.29	30%	26%	55%	0.33	0.46	0.45	1.9%	4.0%	13.7	14.0	1.25

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

注：数据截至 2020 年 5 月 29 日

4、重点类债标的

4.1、宁沪高速

资产情况：坐拥长三角核心公路资产

高速公路路产是公司最主要的资产，截至 2019 年底，公司已通车控股路桥项目共有 8 条，控股里程为 594 公里，权益里程达到 613 公里。其中沪宁高速（248 公里）、宁常高速（87 公里）、镇溧高速（66 公里）为公司的全资路段，广靖高速（17 公里）、锡澄高速（35 公里）、锡宜高速（69 公里）、环太湖高速（20 公里）和镇丹高速（22 公里）为公司的控股路产。同时参股苏嘉杭高速江苏段 30.01% 股权、沿江高速 21.38% 股权、江阴大桥 26.66% 股权和常嘉高速 30.01% 股权。

截至 2019 年，公司尚有 4 个在建路桥项目，包括五峰山大桥及南北接线项目（持股 64.5%）、常宜高速一期（间接持有 60%）和宜长高速（间接持有 60%），3 个项目均预计在 2020 年陆续建成通车；龙潭过江隧道（持股 53.62%）预计将在 2024 年建成运营。

表 8、宁沪高速持有高速路产

高速路段	长度(千米)	持股比例	收费时间	车道数	起始、终止地点	流量合计(辆/日)	车收费站数目	日均收入(千元)
沪宁高速江苏段	248.21	100%	1996.09-2032.06	8	南京马群-上海安亭	101151	23	14330.76
宁常高速	87.26	100%	2007.09-2032.09	6	溧水桂庄-常州南互通	40472	7	2522.99
镇溧高速	65.66	100%	2007.09-2032.09	6	丹徒枢纽-溧阳前马	15188	4	748.52
广靖高速	17.2	85%	1999.09-2029.09	6	南京六合-安徽天长	75186	1	896.27
锡澄高速	35	85%	1999.09-2029.09	6	广陵-江阴大桥北端	84243	4	1735.41
锡宜高速(含陆马一级公路)	锡宜 69.3	85%	2003.09-2028.09	4	无锡北-宜兴西坞枢纽	23954	5	917.22
	陆马 10	85%	2005.01-2028.09	4	陆区-马山	-	-	-
环太湖高速	20	85%	2006.10-2031.10	6	硕放枢纽-南泉互通	8808	5	99.56
镇丹高速	21.6	70%	2018.09-2043.09	4	泰州大桥大港枢纽-丹阳新区枢纽	15758	3	209.75
苏嘉杭高速公路江苏段	100.1	30.01%	2002.12-2032.12	4	常熟-吴江	70241	10	4090.11

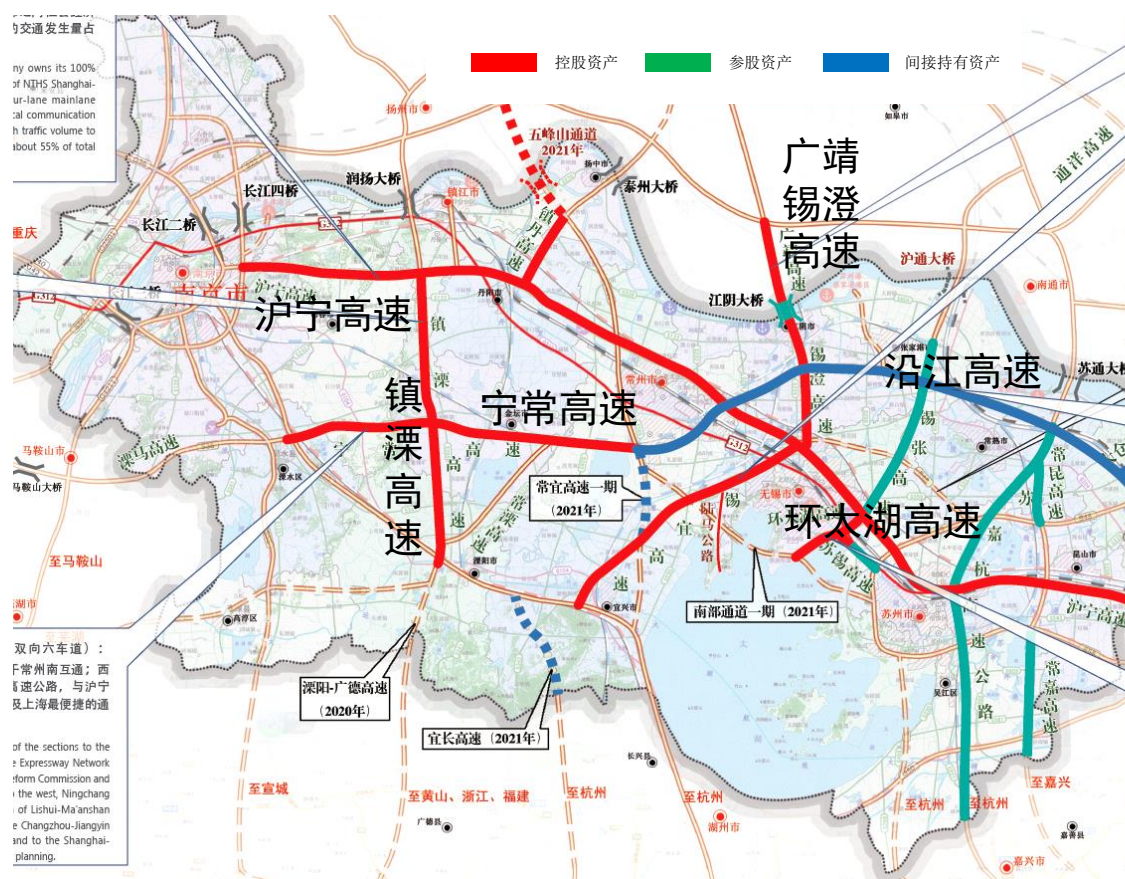
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

沿江高速	134.6	21.38%	2004.08-2034.08	4	常州南夏墅-太仓城厢	55088	12	4250.1
江阴长江公路大桥	3.07	26.66%	1999.09-2029.09	6	-	95238	1	3505.18
常嘉高速	28.45	30.01%	2016.12-2041.12	6	昆山-吴江	19250	4	413.35

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：日均车流量、日均收入为公司 2019 年年报数据

图 32、宁沪高速路产分布图



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

历史业绩表现：高速主业利润占比超 90%，收入利润均稳健增长

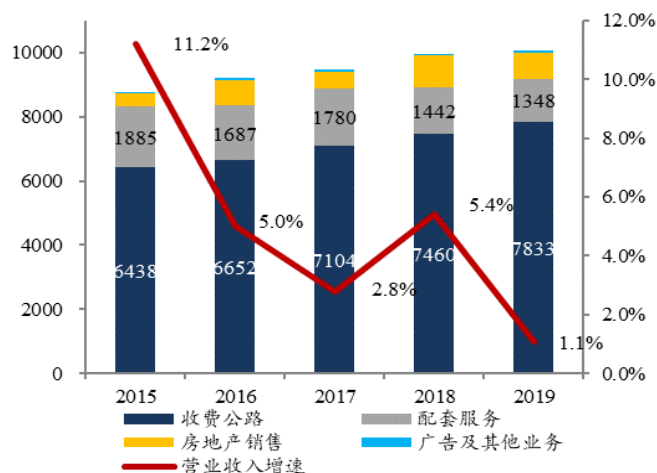
宁沪高速历史业绩稳健增长，近 5 年净利润复合增速达 10%。2019 年公司营业收入达 100.8 亿元，同比增长 1.10%，近 5 年复合增速达 5.05%；公司实现营业利润 55.42 亿元，同比下滑 2.10%，综合毛利率水平较去年同期基本持平。2019 年公司实现归母净利润 42.00 亿元，同比增速为 -4.0%，近 5 年复合增速达 10.3%。

公司利润主要来自高速公路业务，毛利占比约 90%。公司业务主要包括收费公路业务、配套服务、房地产销售业务、广告及其他业务，2019 年各板块营业收入占比为 77.7%、13.4%、8.2%、0.7%，毛利占比分别为 90.1%、1.9%、7.1%、0.9%。总体来看，高速公路业务是公司业绩的主要来源。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

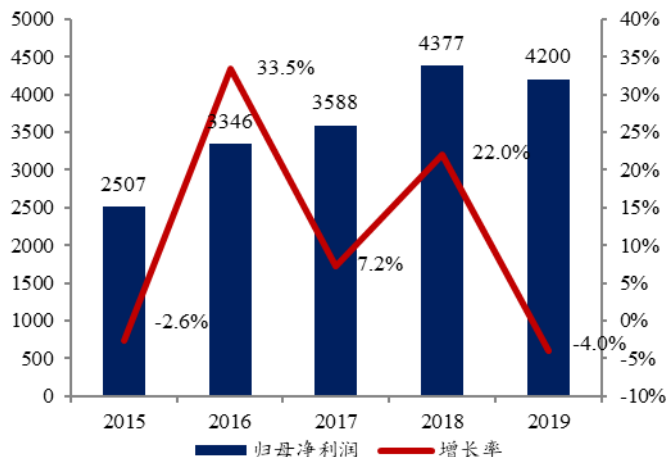
过去 5 年，各业务板块均发展良好，高速公路板块稳健增长、地产业务锦上添花。高速公路板过去 5 年收入复合增长 7.8%，毛利复合增长 5.8%；配套服务板块收入复合增长-9.4%，毛利复合增长 26.2%；房地产销售业务收入复合增长 26.6%，毛利复合增长 47.4%；广告及其他业务收入复合增长 9.5%，毛利复合增长 9.9%。

图 33、宁沪高速近年分业务收入及增速（百万元）



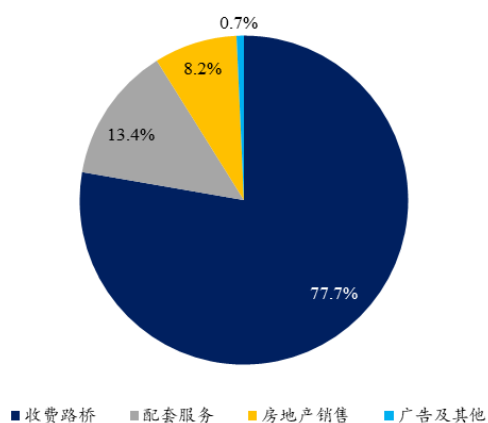
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 34、宁沪高速近年净利润及增速（百万元）



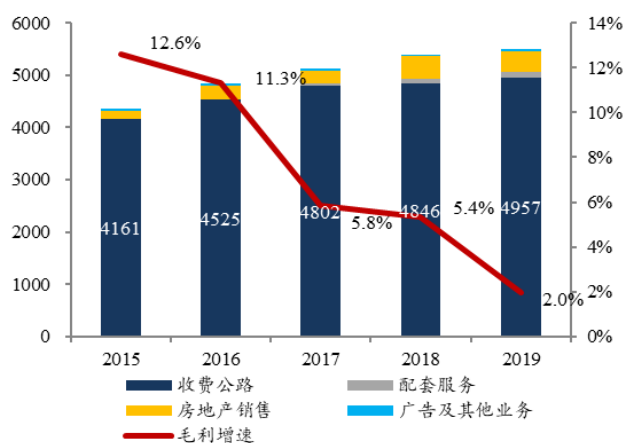
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、2019 年宁沪高速各业务占总营业收入比例



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、宁沪高速近年分业务毛利及增速（百万元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

再投资方向：审慎投资跨行业资产，寻求可持续发展

过去 10 年，公司累计资本开支约 279 亿元，其中约 73% 用于新建、收购、维修改造高速项目，约 27% 投入跨行业资产，其中截至 2019 年末地产及基金累计投入 16 亿元，占总资本开支 6%，主要项目为国创开元二期基金 9 亿元、洛德德宁公司基金二期 3 亿元；金融资产累计投入 42 亿元，占比 15%，主要为江苏银行累计 19.5 亿元、富安达资管计划累计 20 亿元、江苏金融租赁 1.3 亿元。公司不仅在本行业内需求发展机会，也不断积极探索其他基础设施领域和跨行业的发展，为可

持续发展拓展广阔空间。

但是，总体看公司多元发展较为审慎、稳健：从投资占比上看，以主业投资为主；投资方向较为稳健，金融、地产均属于较为稳健的行业，与高速公路稳健回报的属性较为一致。

表 9、2010-2019 年资本开支情况

(亿元)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	十年累计
新建、收购高速项目			14.66			17.39	3.24	71.89	34.33	43.14	184.65
改造维修资本化支出	0.77	1.18	1.26	1.93	2.28	1.25	1.29	1.16	1.09	1.45	13.66
高速公路股权			0.75	1.14	1.05	0.65	0.72				4.32
地产股权及基金				0.06	0.06	0.70	2.30	4.28	4.73	4.23	16.36
金融资产		1.34		10.00					8.60	21.78	41.72
其他	0.42	0.57	0.40	0.72	1.43	0.95	1.31	1.07	0.86	10.26	17.98
主业占比	64.82%	38.15%	97.68%	22.20%	69.19%	92.11%	59.20%	93.18%	71.41%	55.14%	72.71%
多元占比	35.18%	61.85%	2.32%	77.80%	30.81%	7.89%	40.80%	6.82%	28.59%	44.86%	27.29%
资本开支总额	1.19	3.09	17.06	13.85	4.82	20.95	8.87	78.39	49.61	80.86	278.67

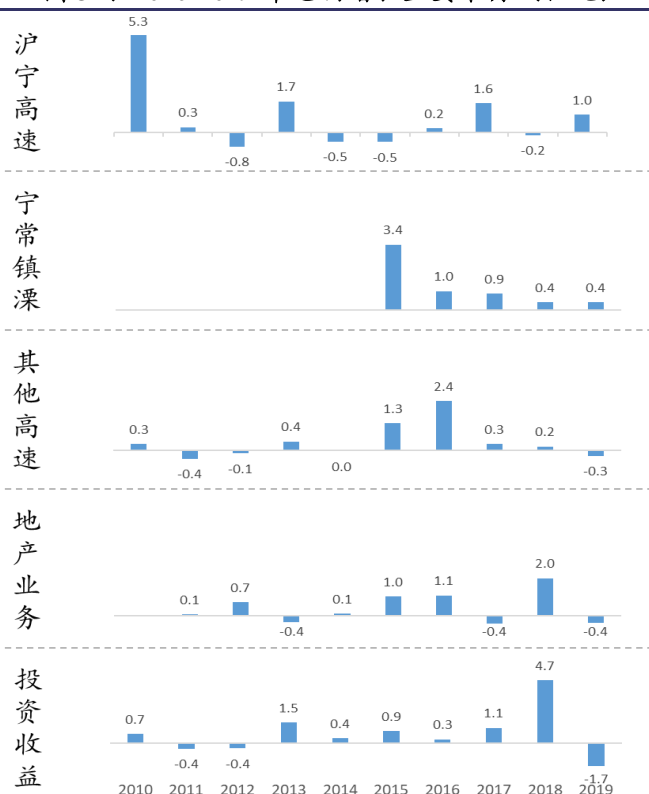
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

历史业绩增量拆分：历史再投资优秀，保证业绩持续增长

过去 10 年，宁沪高速公司整体营业利润累计增加 29.5 亿元，利润增量主要来自 1) 沪宁高速江苏段改扩建后，车流量自然增长带来的业绩内生增长，十年毛利累计增厚 8.0 亿元，2) 2014 年底收购宁常镇溧高速，给主业带来巨大增量，自收购后累计增加利润 6.1 亿元，3) 处置 312 国道减亏。自 2012 年 312 国道撤销两站两点收费站以来，通行费收入不断下滑，2012-2015 年营业收入累计下降 10.4 万元，期间各年毛利润口径亏损 1.4 亿元、1.5 亿元、2.2 亿元、2.2 亿元。2015 年，公司果断处置 312 国道收费项目，预计累计减少亏损达 6.7 亿元（2016-2018 年）。4) 地产业务锦上添花，自 2011 年公司开展地产业务后，地产业务持续贡献公司业绩，累计增加利润 3.9 亿元。5) 投资收益提升明显，近几年参股路桥项目内生增长优秀，金融资产收益丰厚，十年来投资收益累计增长 7.1 亿元。

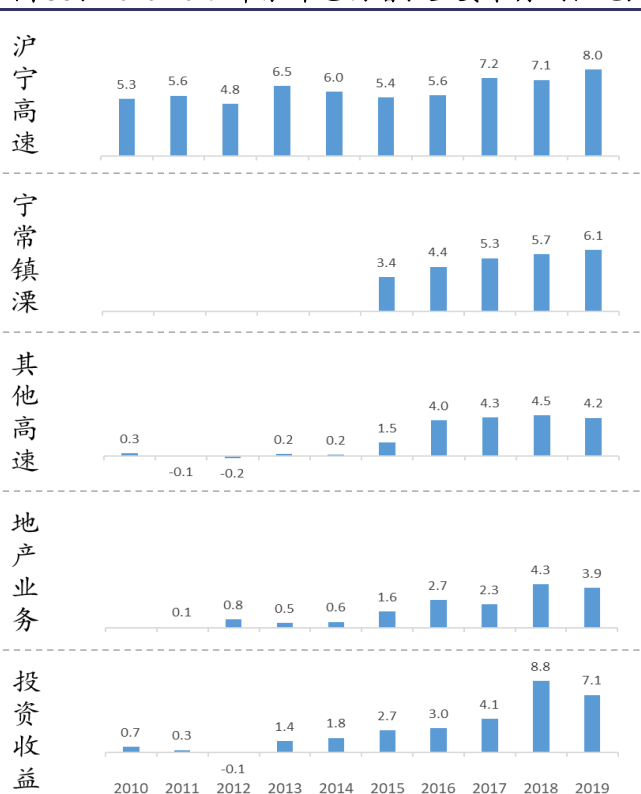
从公司的发展历程看，公司对未来可持续发展计划明确，利用融资成本较低的优势审时度势、做出正确的再投资决策，使得公司的业绩持续增长。除了主业战略（2004 年公司对沪宁高速果断改扩建、2014 年收购宁常高速弥补分流影响、2015 年处置 312 国道及时止损）外，2011 年起，公司准确判断大趋势、布局地产板块，近几年公司地产板块发展稳健，每年都可给公司带来稳健利润贡献。当地产行业下行、增速放缓时，公司将投资目标转至金融板块。

图 37、2010-2019 年毛利增长主要来源 (亿元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、2010-2019 年累计毛利增长主要来源 (亿元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资策略

宁沪高速十年股价上涨复盘：高分红、业绩增长推动股价上涨。2009 年末-2019 年末，宁沪高速 10 年复权后股价累计涨幅 166%，不复权股价从 7.14 元上涨至 11.22 元，绝对股价上涨 4.08 元，除此之外，累计获得分红共 3.87 元/股，分红再投资收益 3.94 元/股。整体来看，2009 年年末-2019 年年末宁沪高速 166% 的复权股价增长中，74% 来自于业绩增长，54% 来自于分红，55% 来自分红再投资收益，-17% 受估值降低影响。

我们认为宁沪高速坐拥长三角核心高速资产，业绩稳健性有保障，此外，不断外延并购优质路产、发展多元业务也体现了其再投资能力，为业绩增长提供动力。1) 区位优势好，公路主业展现强劲盈利能力。公司参控股项目均位于长三角核心地区，路产质量优秀，内生增速有保障，过去 5 年公司通行费收入复合增速 6.9%，净利润复合增速达 10%。2) 公司治理优秀，审慎开展多元业务，跨界投资获取收益。地产板块储备项目充足，配套业务增长在即，金融投资利润丰厚，将持续为公司贡献业绩。3) 历史再投资能力优秀，新建项目将继续为公司注入新活力。历史上沪宁高速改扩建、收购宁常高速，实际通行费均超可研预期 10% 以上，体现了公司优秀的再投资能力。总体看，再投资对公司业绩增量极大：沪宁高速过去 10 年累计增厚公司毛利 10.3 亿元，是公司业绩增长的基石；收购宁常高速 4 年累计增厚公司毛利 5.7 亿元，是公司近几年业务主要增长点。公司目前的新建项目包括五峰山大桥及南北接线、常宜高速、宜长高速，预计在 2020 年左右将陆续通

车，整体内部收益率高于行业水平，预计将很快实现盈利，成为公司公路业务新的利润增长点。

公司核心路产区位优势好，收益稳健增长；历史收购路产表现超预期，多元业务收益可观，展现优秀的再投资能力，我们预计新建项目将很快实现盈利，成为公司可持续发展的重要保障。展望未来，预计公司将依然保持高派息政策，业绩稳定增长。我们预计 20-22 年公司 EPS 为 0.55 元、0.91 元、0.96 元，相对 2020 年 5 月 29 日收盘价 10.06 元，对应 PE 为 18.3X、11.1X、10.5X，假设每股分红维持 0.46 元，股息率约为 4.6%。

4.2、山东高速

资产情况：路产丰富，是国内同行业运营里程最长的路桥上市公司

公司主业为路桥运营、托管业务，路产资源丰富。公司主要从事交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链、价值链上的股权投资，主要业务板块包括路桥运营、房地产（逐渐退出）和投资运营。收费路桥运营是公司的核心业务，目前公司运营管理的路桥资产总里程约 2502 公里，其中公司所辖自有路桥资产里程约 1241 公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程约 1261 公里。

公司核心路产为济青高速和京台高速德泰段，此外还控股济莱高速、武荆高速、潍莱高速、济晋高速、泰曲路、衡邵高速、许禹高速和威乳高速，以及利津黄河桥、济南黄河二桥等 2 座桥梁高速。房地产板块曾经为公司第二大经营业务板块，根据新的市场形势和需求，公司正逐步剥离地产板块业务。投资运营作为公司第三大业务板块，目前发展良好。未来投资业务板块与路桥运营板块将共同构成公司的两大利润来源。

表 10、山东高速主要收费公路及桥梁资产

经营路段	2019 年通行费 (百万元)	收费里程 (公里)	收费质量 (百万元/公里)	到期日
济青高速*	1931	318.5	6.1	改扩建后于 2044 年到期
京台高速德齐北段	1716	52.2	9.0	改扩建后预计于 2047 年到期
京台高速德齐南段		39.1		改扩建后预计于 2047 年到期
京台高速齐济段		39.5		2024 年到期
京台高速济泰段		60.6		2024 年到期
武荆高速	959	183.2	5.2	2040 年到期
济南黄河二桥	494	5.8	85.2	2032 年到期
济莱高速	442	76.0	5.8	2034 年到期
潍莱高速	287	140.6	2.0	2024 年到期
济晋高速	261	20.6	12.7	2038 年到期
衡邵高速	216	132.1	1.6	2040 年到期
许禹高速	192	39.1	4.9	2037 年到期
威乳高速	136	70.6	1.9	2032 年到期

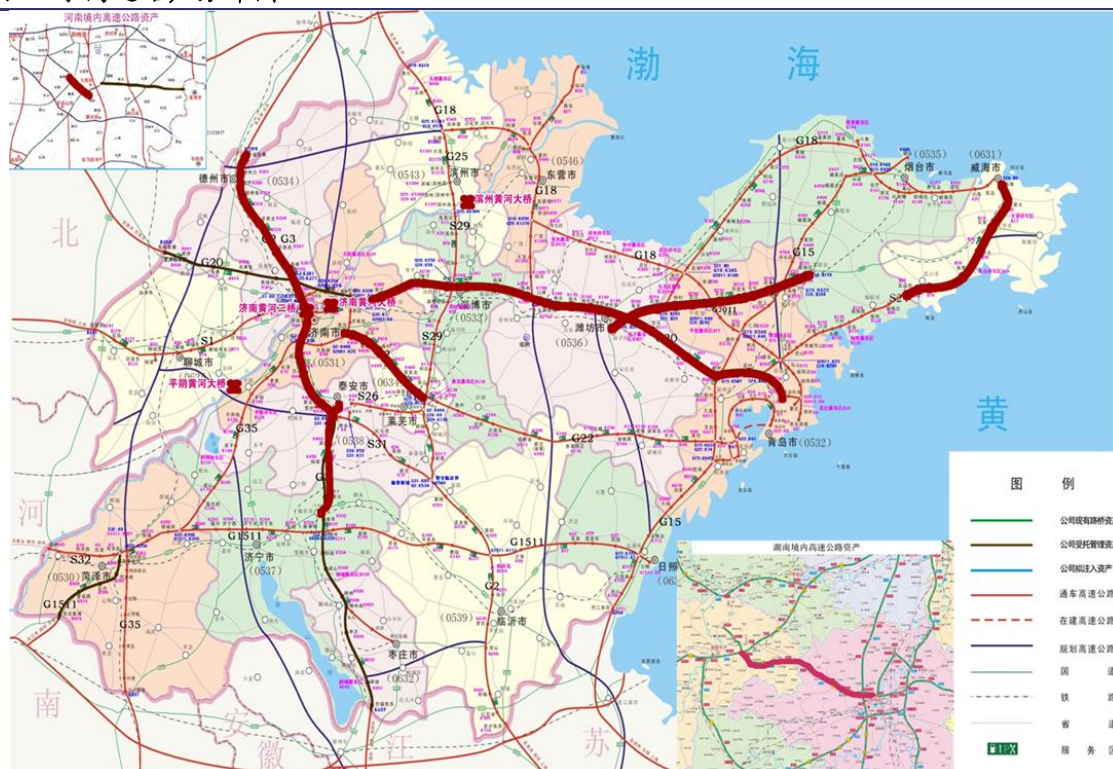
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

利津大桥	63	1.35	46.7	2029 年到期
泰曲路	28	64.2	0.4	2025 年到期

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：1、通行费为增值税后收入；2、2019年济青高速处于改扩建期间，通行费收入小于正常年份

图 39、山东高速路产分布图



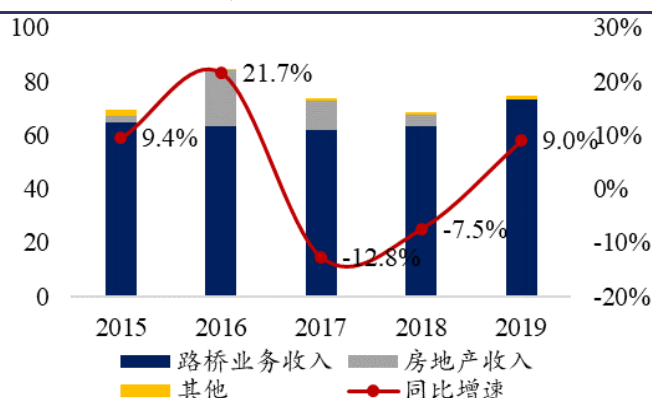
数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

历史业绩表现：公司业绩长期保持稳健增长

营业收入及业绩增速稳健。公司2019年实现营业收入74.45亿元,同比增长9.02%,2014-2019年营业收入年复合增速为3.21%,营收的来源包括收费路桥业务收入、房地产业务收入和其他收入。2019年公司实现归母净利润30.44亿元,同比增长3.36%,2014-2019年复合增速为3.40%,实现扣非归母净利润25.45亿元,同比增长31.76%。

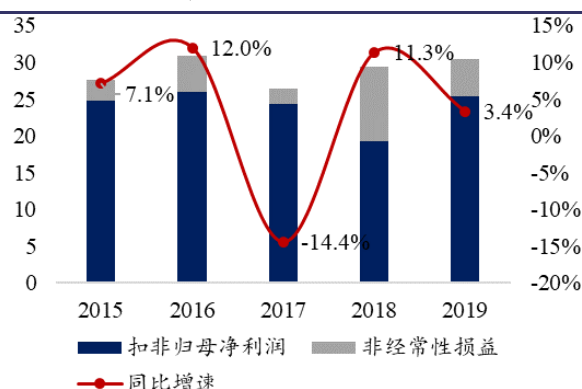
收费路桥业务毛利占比 98%，是公司主业收入、利润主要来源。从业务结构看，公司 2019 年收费路桥业务收入、房地产业务、其他业务分别占总营业收入比例为 98.1%、0.2%、1.7%，分别占毛利比例为 98.8%、0.2%、0.9%。其中 2015-2019 年公司收费路桥业务收入占总毛利比例始终保持 90% 以上，是公司最核心的资产以及业务。过去 5 年营收、毛利均维持稳健增长趋势，5 年收入复合增速为 3.90%，5 年毛利复合增速为 0.39%。

图 40：2015-2019 年山东高速营业收入及增速（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41：2015-2019 年山东高速归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2017-2019 年公司营业利润分别为 44.77、50.24、42.01 亿元，收费路桥业务分别贡献毛利 38.27、32.86、39.03 亿元。此外，公司逐渐地退出产业板块，地产板块毛利自 2017 年的 2.18 亿元逐年降低至 2019 年的 0.10 亿元。公司投资收益表现良好，2017-2019 年投资收益分别为 14.51、32.90、16.21 亿元，投资收益的构成除参股银行、券商等金融资产外，也投向金融、地产及新型产业基金，此外近几年由于处置相关地产子公司，因此确认较大规模资产处置带来的投资收益。总体来看近 5 年受济青高速改扩建影响，高速公路板块盈利略有下降，但处置地产等相关资产带来较大投资收益，公司总体营业利润保持稳健。

表 11：2015-2019 年山东高速利润表拆分

(亿元)	2015	2016	2017	2018	2019
路桥板块收入	64.78	62.02	60.76	63.35	73.05
其中：济青高速通行费	26.53	27.07	24.01	12.30	19.89
京台高速通行费	17.31	19.26	19.08	19.30	17.67
其他高速通行费+托管收入	22.67	17.53	19.49	33.54	37.51
路桥板块毛利	43.04	41.12	38.27	32.86	39.03
地产业务毛利	0.35	1.72	2.18	0.81	0.10
投资收益	0.78	7.89	14.51	32.90	16.21
其中：各类投资	0.78	1.73	2.65	19.79	14.17
资产处置	0.00	6.16	11.86	13.11	2.04
费用、税及其他	7.47	10.74	10.19	16.34	13.32
营业利润	36.69	39.99	44.77	50.24	42.01

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：京台高速通行费收入不含济南黄河二桥

投资逻辑：业绩拐点、分红提升，参股和基金模式发展多元化

济青线 4 改 8 完成，主业进入拐点期。济青高速是公司主要干线，改扩建前贡献公司收费公路主业约 50% 的营收和毛利。改扩建工程于 2016 年 6 月全线开工，计划投资 300.6 亿元，对车流量产生较大影响。济青高速东、西两段分别于 2019 年

7月26日及2019年12月15日建成通车，另外自2020年1月起通行费率上调，平均收费费率大约提升25%，改造完成后收费期延长至2044年。

改造后车流量快速增长，截至2019年年底车流量已经恢复至改扩建之前水平，增速高于之前预期。我们预计2021年济青线营收、营业利润分别较2019年增长134%和140%。均超过历史最好水平。

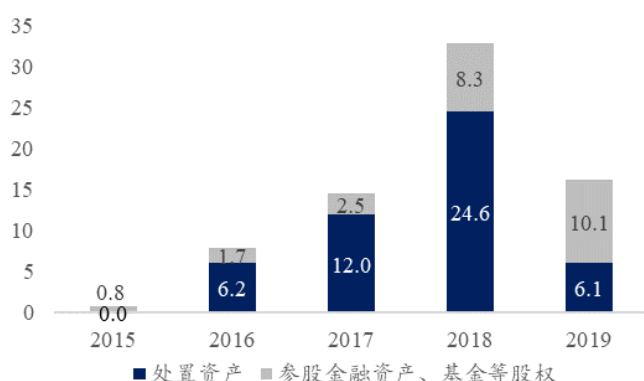
表 12：济青高速改扩建影响预测

(万辆、亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
车流量	3664	2568	3162	4221	4643	5014	5265
YOY	-	-30%	23%	33%	10%	8%	5%
平均单车收费(元)	66	48	63	100	100	100	100
收入	23.3	11.9	19.3	32.5	45.1	48.7	51.3
YOY	-	-49%	62%	68%	39%	8%	5%
折旧	2.6	0.9	2.9	9.9	10.6	11.3	11.7
运营费用	1.2	2.8	2.9	3.7	3.8	3.8	3.8
财务费用	-	-	2.0	7.0	7.0	7.0	7.0
营业利润	18.7	6.8	10.0	12.1	24.0	26.9	28.9
YOY	-	-64%	48%	21%	99%	12%	7%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

退出地产主业，参股和基金模式发展多元化。2016年以来，公司战略调整房地产业务，转出多个土地项目并逐步退出房地产业务，对冲了过去三年因济青线改造带来的业绩损失。另一方面，公司参股东兴证券和威海商业银行，取得稳定投资收益，同时通过设立产业基金的模式投向地产、金融和新兴产业，以产业基金的灵活性和专业优势推动多元化的发展。

图 42：2015-2019 年山东高速投资收益（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43：近年主要已处置资产情况（亿元）

资产名称	公示时间	转让收益	剩余股权重估收益
青岛华景置业60%股权	2016年6月		
财富纵横置业51%股权	2016年6月	6.1	-
雪野湖开发公司41%股权	2016年6月		
山东高速滨州置业100%股权	2017年8月	0.6	-
济南盛邦置业100%股权	2017年8月	7.9	-
济南汇博置业100%股权	2017年8月	3.2	-
火山岛（漳州）置业51%股权	2017年9月	0.2	0.1
济南璞园置业50%股权	2017年12月	11.7	11.5
济南建设20%股权	2019年10月	2.0	4.1

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 13：山东高速主要投资项目收益情况

公司名称	主要投资方向	投资额 (亿元)	近年投资收益 (亿元)				平均年化 收益率
			2016	2017	2018	2019	
东兴证券股份有限公司	金融	23.58	0.14	0.57	0.49	0.50	1.8%
威海市商业银行股份有限公司	金融	22.16	1.07	1.01	0.55	1.94	5.2%
潍坊山高新旧动能转换投资合伙企业	地产	15.00	-	-	-	1.69	11.3%
青岛畅赢金鹏股权投资合伙企业	新兴产业	13.01	-	-	0.89	0.24	4.4%
济南畅赢金程股权投资合伙企业	地产	50.10	-	-	4.72	5.23	10.0%
济南畅赢金安投资合伙企业	金融	24.99	-	-	1.76	-	7.0%
济南畅赢金海投资合伙企业	金融	7.03	-	-	0.53	-	7.5%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

推出股权激励计划。2020 年 3 月公司公告了股票期权激励计划草案和受激励人员名单，其中高层管理层 16 人、中层管理层 111 人和其他骨干人员 60 人。股票期权授予期权额度为 4800 万份，其中首次授予 4320 万份。若全部授予，则总授予权益占公司总股本 1.0%。

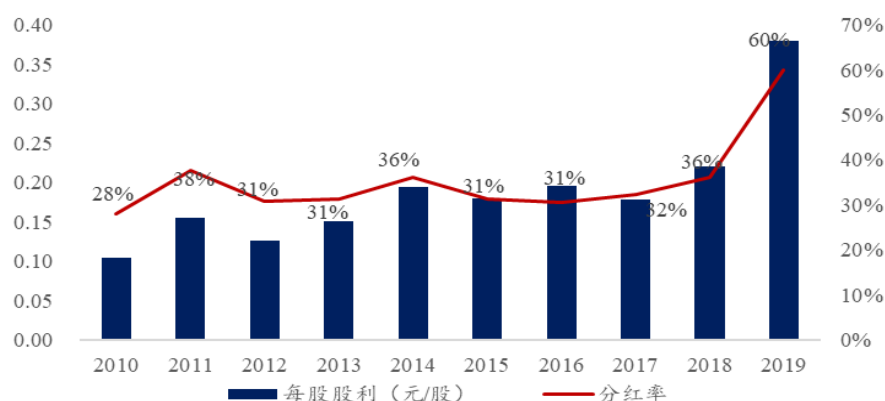
表 14：山东高速业绩考核

行权期	考核要求
第一个行权期	以 2018 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 25%，2021 年税前每股分红不低于 0.155 元，且上述指标不低于同行业平均水平。
第二个行权期	以 2018 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 30%，2022 年税前每股分红不低于 0.16 元，且上述指标不低于同行业平均水平。
第三个行权期	以 2018 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 35%，2023 年税前每股分红不低于 0.165 元，且上述指标不低于同行业平均水平。

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年分红率大幅调高至 60%，股息率达 7.0%。2019 年公司将分红比例从 30% 提升至 60%，相对之前年份大幅增长。基于 5 月 29 日收盘价 5.45 元，对应 2019 年业绩的股息为 7.0%。大幅提高分红率体现了上市公司对业绩的信心和对股东回报的重视，我们认为未来几年保持较高分红政策的可能性较大。

图 44：山东高速近 10 年每股派息及分红率



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资策略

随着济青高速改扩建完成并提价，公司高速公路主业进入增长快车道，剥离地产业务采用参股基金形式获得较好回报，同时公司大幅提升分红比例、推出股权激励计划改善公司治理，无论是公司业绩还是股东回报均进入拐点，存在显著的市场预期差。

1) 公司坐拥济青高速和京台高速德泰段两大山东省内核心路产，业绩增速稳健。随着济青高速改扩建项目完工且提价，高速公路主业进入业绩拐点。我们预计 2020-2023 年济青高速相对 2019 年将增厚公司业绩(考虑新增财务费用)1.5 亿元、10.5 亿元、12.7 亿元、14.2 亿元。总体来看，一方面公司改扩建项目盈利能力均大幅超过可研报告预期，改扩建完成后增厚当期盈利、为公司带来长期稳健的收益增长空间，另一方面延长收费期限改善路产到期、可持续经营等问题，提升估值。

2) 再投资方式趋于审慎，公司调整战略思路，陆续退出房地产开发板块、处置地产资产，同时改为参股形式投资金融、地产板块，近几年取得良好收益，平均回报率约 8%-10%。我们预计经常性投资收益方面，未来即将可以维持在 6-8 亿元之间。

3) 大幅提升分红率、推出股权激励计划，体现了公司一方面改善了治理结构，另一方面重视股东回报，我们预计公司未来几年继续维持高分红率的可能性较大，相对目前股价（5.45 元，5 月 29 日收盘价），假设公司未来几年均保持 60%的分红率，则公司 2019-2022 年股息率约为 7.0%、4.7%、7.8%、8.3%，具有较强吸引力。

综上，我们判断受益于济青高速改扩建完成，公司未来几年业绩进入增长快车道；推出股权激励计划，公司治理得到改善，大幅提高分红率，显示了公司提升股东价值的决心。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.42 元、0.71 元、0.75 元，相对 2020 年 5 月 29 日收盘价 5.45 元，对应 PE 为 12.8x、7.7x、7.2x，假设未来几年分红率维持 60%，股息率约为 4.7%、7.8%、8.3%。

表 15：2017-2023 年山东高速业绩构成预测

(亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
高速公路业务毛利	38.3	32.9	39.0	34.9	60.3	66.6	72.4
济青高速	18.7	6.8	12.0	19.1	31.0	33.9	35.9
京台高速	13.0	11.3	10.6	6.2	10.4	11.7	13.4
其他高速+托管	6.5	14.7	16.4	9.7	19.0	21.0	23.1
地产业务毛利	2.2	0.8	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	14.5	32.9	16.2	16.0	9.1	9.1	9.1
威海商行	1.0	0.6	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
东兴证券	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
畅赢金程	0.0	4.3	5.5	3.4	4.6	4.6	4.6
畅赢金鹏	0.0	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
畅赢金安	0.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
畅赢金海	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
资产处置	12.0	24.6	6.1	8.0	0.0	0.0	0.0
其他投资	0.5	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4
财务费用	5.3	8.7	10.9	15.6	15.6	18.6	18.6
销售+管理+税金	4.6	5.6	4.6	4.8	5.3	5.6	5.8
资产减值	1.8	2.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收支	-4.8	-7.1	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东股权	2.7	6.8	4.5	4.8	5.0	5.3	5.5
归母净利润	25.8	29.4	30.4	20.4	34.3	36.3	40.1
扣非净利润	24.3	19.3	25.5	14.4	34.3	36.3	40.1

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、粤高速

资产情况：区位优势明显、参控股多条“珠三角”优质高速

公司目前控股 3 条、参股 6 条高速公路项目，分别为佛开高速（持股 100%）、京珠高速广珠段（持股 75%）、广佛高速（持股 75%）、惠盐高速（持股 33.3%）、广肇高速（持股 25%）、广惠高速（持股 30%）、江中高速（持股 15%）、康大高速（持股 30%）、赣康高速（持股 30%）。公司经营和投资的高速公路主要分布在广东省内，仅康大高速和赣康高速位于江西境内。

高速公路行业通行费收入主要取决于地区经济的发展，地区经济是影响高速公路车流量的重要因素。一方面，广东经济增长表现优于全国，产业升级势头良好，企业绩效向好，民间投资相对活跃；另一方面，公司控股的广佛高速、佛开高速

为“五纵七横”国道主干线系统中的高速公路组成部分，控股的京珠高速公路广珠段地处珠江三角洲西部地区，是贯通珠江三角洲东西两地的一条高速通道，公司参股的多条高速公路亦为广东省高速公路网规划“十纵五横”主骨架的组成部分。地区经济蓬勃发展带动交通出行的强劲需求，以及优越的地理位置为公司参股控股高速公路的通行车流量保持稳定增长提供了有力保障。

表 16：粤高速路产基本情况

路产名称	位置	通车里程 (公里)	持股比例	收费期限	2019 年通行费 收入 (亿元)	2019 年车 流量(万辆)	收益质量 (万元/ 公里)
广佛高速	广东	15.7	75%	2021 年 12 月	4.71	7596.92	3000
佛开高速	广东	79.86	100%	北段：2036 年 3 月 南段：2026 年 12 月	12.77	7668.46	1599
京珠高速广珠 段	广东	58.14	75%	2030 年 5 月	11.87	7330.12	2042
惠盐高速	广东	20.6	33.33%	2021 年 11 月	2.47	4234.94	1199
广肇高速	广东	51.12	25%	2031 年 11 月	5.56	3506.46	1088
广惠高速	广东	155.3	30%	2029 年 8 月	19.18	7033.28	1235
江中高速	广东	40.07	15%	2027 年 8 月	4.56	6134.67	1138
康大高速	江西	56.65	30%	2037 年 12 月	2.57	324.21	454
赣康高速	江西	43.59	30%	2040 年 7 月	1.84	517.41	422
广乐高速	广东	298.19	9%	2039 年 10 月	31.85	3039.42	1068

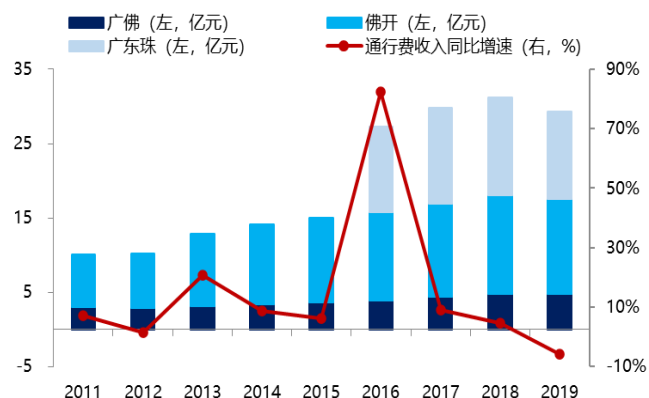
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：佛开高速南段已于 2019 年年底完成改扩建，正在积极申请延期；惠盐高速正在改扩建中，改扩建完成后有望延期

历史业绩表现：精耕高速公路运营主业，历史业绩稳健

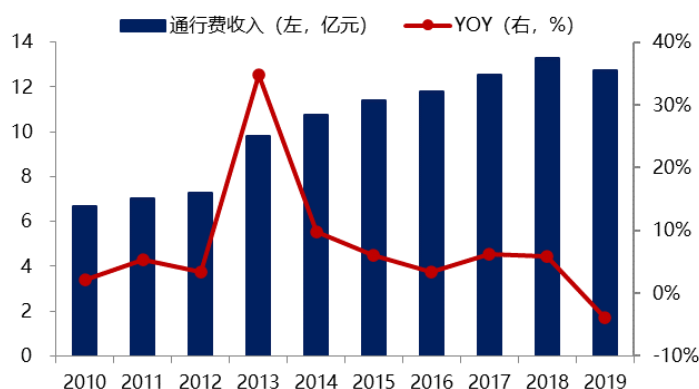
公司核心路产提供稳定收益。公司拥有广佛高速、佛开高速和京珠高速广珠段这 3 条核心路产，2019 年公司通行费收入为 29.35 亿元，其中广佛高速收入 4.71 亿元，占比 16.05%，佛开高速收入 12.77 亿元，占比 43.51%，京珠高速广珠段收入 11.87 亿元，占比 40.44%。2013-2018 年，公司核心路产均保持了较快增长，并推动公司业绩一路平稳向上。5 年间公司营业收入年均复合增长率为 19.38%，通行费收入复合增长 19.19%。2019 年公司通行费收入 29.35 亿元，同比减少 5.81%，通行费下滑的主要原因是粤通卡新优惠政策（九八折变为九五折）的实行、虎门大桥的货车限行和部分路段的分流，我们认为分流等影响均为短期因素，长期看公司通行费依然会保持稳健增长趋势。

图 45、2011-2019 年粤高速通行费收入增速



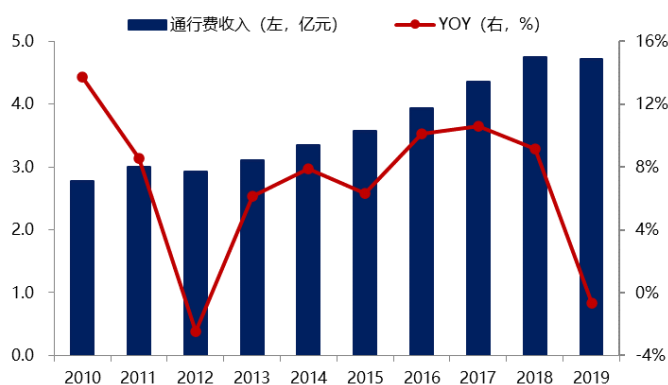
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、佛开高速通行费收入及增速



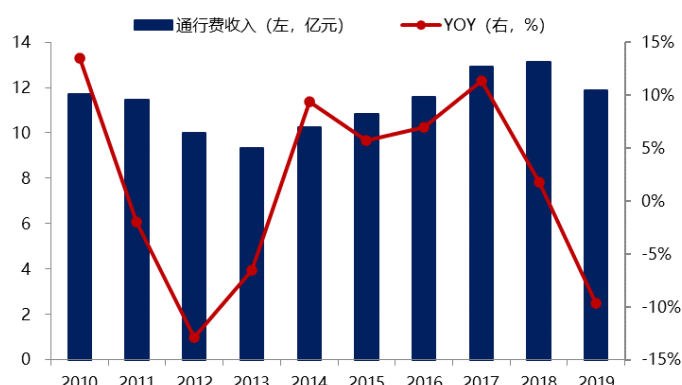
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 47、广佛高速通行费收入及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、广珠东高速通行费收入及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

佛开南段改扩建完成，未来业绩进入上升通道。佛开高速公路（沈海高速佛山至开平段）是国道主干线中的重要组成部分，也是珠江三角洲地区公路网南北向主骨架之一，全长 79.86 公里。2016 年 6 月，公司以股权和现金支付方式收购省高速持有的佛开公司 25% 的股权，实现对佛开公司的全资控股。2007 年 5 月，公司投资 37.1 亿元，对佛开北段（谢边至三堡段）进行改扩建，2012 年底佛开北段扩建完工通车，费率相应提升，收费期限延长至 2036 年 3 月，改扩建后车流量明显提升。2017 年 5 月，佛开南段（三堡至水口段）改扩建工程正式开工，于 2019 年 11 月完成主线通车，收费标准由 0.45 元/公里提升至 0.6 元/公里，经营期重新核定正在申报中。

京珠高速广珠段于 2016 年收购完成后并表，是公司核心资产之一。京珠高速公路广珠段以及虎门大桥连接线，全程收费里程 64.6 公里，收费期限至 2030 年。2016 年经过资产重组，公司持有京珠高速公路广珠段有限公司（“广东珠公司”）股权由 20% 跃升至 75%，成为广珠东高速的控股股东。重组并表之后，京珠高速

广珠段车流量和通行费收入保持着稳步上升,2016-2018 年车流量年均复合增速为 7.87%, 通行费收入年均复合增速 6.49%。2019 年受虎门大桥大修限行, 导致通行费收入小幅下降。

广佛高速预计将于 2021 年到期, 预计到期之后将转交政府管理, 后续大概率公司将通过新增收购资产来弥补相关利润损失。广佛高速公路, 起于广州横沙, 止于佛山谢边, 全长 15.7 公里, 将于 2021 年 12 月到期, 目前公司持股 75%。2017-2019 年广佛高速净利润分别为 2.18、2.65、2.51 亿元, 年均复合增长率为 7.13%。预计经营期到期之后公司将把广佛高速交给政府管理, 后续公司可能计划收购新的高速公路资产弥补广佛到期带来的利润损失。

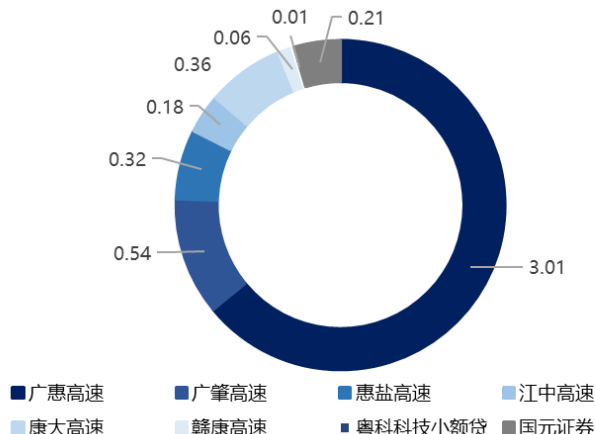
除控股的核心路产外, 公司也参股多条高速公路, 并取得稳健增长的投资收益。截至目前, 公司参股了惠盐高速 (33%)、广肇高速 (25%)、广惠高速 (30%)、江中高速 (15%)、康大高速 (30%) 和赣康高速 (30%), 同时持有国元证券 2.37% 股权和广东省粤科科技小额贷款股份有限公司 20% 股权。过去三年 (2017-2019) 公司对联营企业和合营企业的投资收益分别为 4.24、4.64、4.70 亿元, 年均复合增长率为 6%。总体来看, 参股高速公路通行费收入增速良好, 投资收益稳定。2017-2019 年 6 条参股高速公路营业收入年均复合增长率分别为 3.9% (广惠高速)、-2.1% (广肇高速)、3.3% (惠盐高速)、3.5% (江中高速)、1.1% (康大高速) 和 3.7% (赣康高速), 净利润年均复合增长率分别为 5.8% (广惠高速)、-3.7% (广肇高速)、4.5% (惠盐高速)、50.4% (江中高速)、11.6% (康大高速) 和 -17.2% (赣康高速)。

图 49、对联营企业和合营企业的投资收益

图 50、2019 年投资收益结构 (亿元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 17：参股高速公路近 3 年营业收入及净利润情况

参股路产	营业收入（亿元）			净利润（亿元）		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019
广惠高速	18.4	18.6	19.4	9.4	9.7	10.0
YOY	6.5%	0.6%	4.7%	11.1%	3.1%	3.5%
广肇高速	5.1	5.6	5.6	1.9	2.3	2.2
YOY	-14.4%	8.6%	0.9%	-20.7%	19.7%	-5.9%
惠盐高速	2.3	2.5	2.5	1.0	1.0	1.0
YOY	4.4%	5.4%	0.1%	14.9%	1.8%	-2.3%
江中高速	4.9	5.1	4.9	0.7	0.8	1.2
YOY	9.8%	4.9%	-3.7%	108.8%	7.0%	52.3%
康大高速	2.5	2.4	2.6	0.8	1.1	1.2
YOY	-2.7%	-0.4%	6.8%	-6.3%	28.0%	15.9%
赣康高速	1.5	1.7	1.9	0.1	0.2	0.2
YOY	-9.2%	11.3%	10.4%	-64.4%	39.9%	14.0%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资策略

随着高速公路行业恢复收费、疫情不确定性的趋弱，公司业绩将逐渐恢复正常增长；同时佛开南段改扩建完工后已经完成了提价、并将尽快争取延期批复，佛开南段将进入量价双升的阶段。此外，虽然广佛高速即将到期，但我们预计公司大概率将收购新资产弥补广佛到期的损失，且进一步增厚公司净利润。同时我们预计公司未来维持高分红政策的概率较大。综上，未来公司业绩总体来看将进入向上拐点，叠加高分红政策带来较高股息率，建议绝对收益以及稳健性投资人增持。

1) 公司坐拥佛开高速、广佛高速、京珠高速广珠段三大广东省核心路产，历史业绩增速稳健，佛开改扩建完成后将进入业绩拐点。受挫于粤卡通新优惠政策、疫情期间免费政策，公司 2019 年和 2020Q1 业绩有所下滑。但随着免费政策结束、疫情不确定性降低、分流影响逐步减弱，这些负面因素对公司的影响将逐步消除。而随着佛开南段改扩建完工提价且延期，我们预计 2020-2023 年佛开南段相对 2019 年将增厚公司业绩-1.04、0.56、1.27、1.55 亿元（考虑新增财务费用和免费政策影响）。总体来看，公司所受负面影响即将见底，未来佛开南段提价延期将带来稳定收益，业绩进入向上拐点。

2) 广佛高速 2021 年到期，未来公司很可能收购新资产弥补资产损失、进一步增厚公司利润。我们预计公司将有可能增持参股资产股权至控股并表，根据我们的测算，我们目前广佛高速 75% 股权对公司净利润贡献约 1.8 亿，若增持广惠高速、广肇高速均可弥补广佛到期带来的利润损失，相对来说增持广惠高速对公司的业

绩贡献更为显著。若公司以 10PE 收购广惠高速 20% 股权，则 2021-2023 年公司归母净利润将增厚 1.74、2.12、2.51 亿元；若公司以 10PE 收购广肇高速 75% 股权，则 2021-2023 年公司归母净利润将增厚 1.38、1.59、1.80 亿元。

3) 过去 4 年公司均维持 70% 的分红率，我们预计未来公司维持高分红率的可能性较高。相对目前股价（6.85 元，5 月 29 日收盘价），在不收购新资产假设下，若公司维持 70% 分红率，公司 2020-2022 年股息率为 4.2%、7.2%、6.3%；若假设新增收购，若公司维持 70% 分红率，公司 2020-2022 年股息率为 4.2%、8.0%、7.4%；具有较强吸引力。

综上，我们判断受益于佛开高速南段改扩建完成，公司未来几年业绩进入增长快车道；收购新路产既能解决公司可持续经营问题又可以带来新的利润增长点；同时高分红政策有望继续维持。我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.41 元、0.70 元、0.62 元（考虑免费政策影响，不考虑收购），相对 2020 年 5 月 29 日收盘价 6.85 元，对应 PE 为 16.7x、9.8x、11.1x，假设未来几年分红率维持 70%，股息率约为 4.2%、7.2%、6.3%。若考虑收购，我们预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.41 元、0.78 元、0.72 元，70% 分红率下的股息率约为 4.2%、8.0%、7.4%。

表 18：2018-2024 年粤高速业绩构成预测

(亿元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
高速公路业务毛利	19.40	17.02	12.36	20.20	17.59	18.43	19.31
广佛高速	3.72	3.58	2.61	3.76			
佛开高速	6.24	4.97	3.44	7.27	7.73	8.11	8.52
京珠高速广珠段	9.18	8.22	6.08	8.99	9.70	10.19	10.70
其他业务	0.26	0.25	0.22	0.19	0.16	0.13	0.09
投资收益	5.08	5.08	4.25	5.37	5.51	5.66	5.81
广惠高速	2.91	3.01	2.43	3.19	3.29	3.39	3.49
肇庆粤肇	0.58	0.54	0.45	0.59	0.60	0.62	0.64
惠盐高速	0.34	0.32	0.26	0.35	0.36	0.37	0.38
江中高速	0.12	0.18	0.15	0.19	0.20	0.21	0.21
康大高速	0.32	0.36	0.29	0.39	0.40	0.41	0.42
赣康高速	0.06	0.06	0.05	0.07	0.07	0.07	0.08
粤科科技小额贷	0.15	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
国元证券	0.16	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21	0.21
其他投资	0.44	0.39	0.44	0.44	0.44	0.44	0.44
财务费用	2.13	2.14	2.64	2.98	2.66	2.34	2.02
研发+管理+税金	2.01	2.08	2.06	2.10	2.09	2.09	2.10
资产减值	-0.01	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支	-0.05	-0.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	2.26	1.91	1.41	2.09	2.26	2.37	2.49

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

归母净利润	16.77	12.59	8.58	14.63	12.89	13.79	14.72
归母净利润-假设收购	16.77	12.59	8.58	16.36	15.01	16.30	17.63

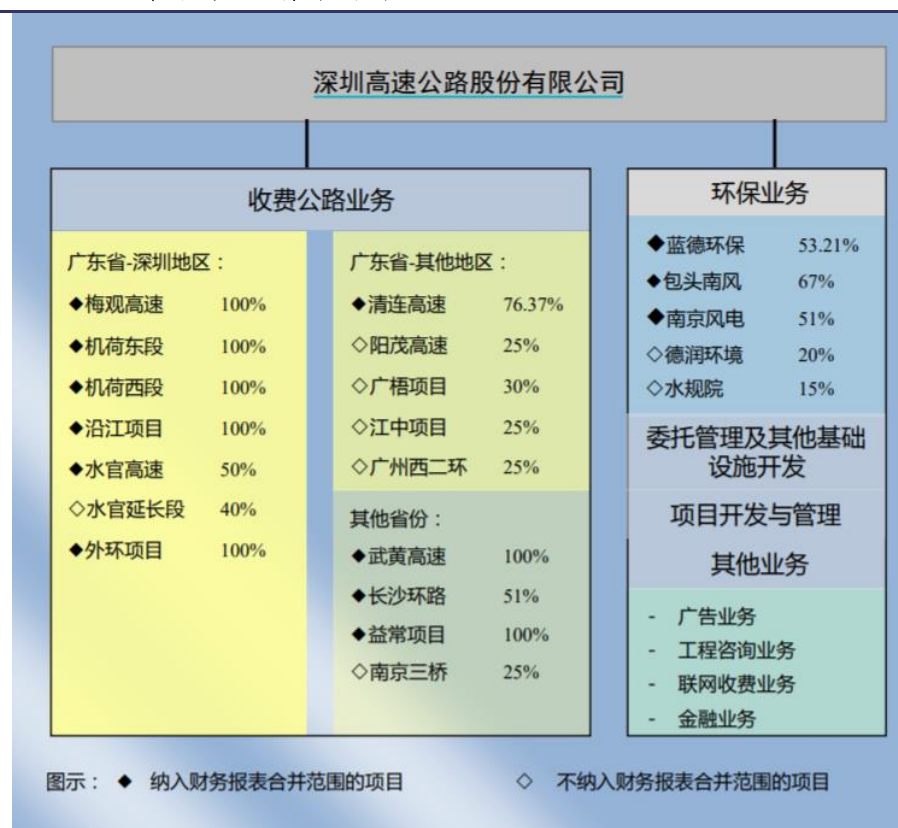
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.4、深高速

资产情况：高速公路业务为主、拓展环保金融地产等领域

深高速主要从事收费公路及其他城市和交通基础设施的投资、建设及经营管理。此外，公司还为政府和其他企业提供优质的建造管理和公路营运管理服务，并凭借相关管理经验和资源，依托主业开展项目开发与管理、运营养护、智能交通系统、工程咨询、广告服务、城市综合服务和产业金融等业务。同时，公司积极拓展多元业务，近年来参股贵州银行、德润环境，以及开展地产开发等业务。

图 51：2019 年深高速业务架构图



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

截至 2019 年底，公司所经营和投资的收费公路项目共 16 个，所投资或经营的高等级公路里程数按权益比例折算约 546 公里，其中 65.7 公里尚在建设中。并表高速公路共 10 条，包括梅观高速、机荷东段、机荷西段、清连高速、水官高速、沿江高速、长沙环路、益常高速、武黄高速和外环高速。

公司经营和投资的公路项目分布在深圳地区、广东省其他地区及中国其他省份。其中，深圳地区包括梅观高速、机荷东段、机荷西段、水官高速以及水官延长段、沿江高速、外环项目，广东省其他地区包括清连高速、阳茂高速、广梧高速、江中高速以及广州西二环，其他省份包括武黄高速、益常高速、长沙环路和南京三桥。

表 19：深高速路产基本情况

经营路段	位置	状态	收费里程 (公里)	拥有权益	车道数量	到期日	2019 年 收费 (万元)	2019 年 车流量 (万辆)	车流密度(万辆 /公里)	收益质量 (万元/公里)
梅观高速	深圳	运营	5.4	100%	8	2027.03	13976	4088	757	2588
机荷东段	深圳	运营	23.7	100%	6	2027.03	76825	11150	470	3242
机荷西段	深圳	运营	21.8	100%	6	2027.03	66777	8325	382	3063
沿江高速	深圳	一期营运 二期在建	36.6	100%	8	2038.12	53257	3643	100	1455
水官高速	深圳	运营	20	50%	10	2027.2	65204	8366	418	3260
水官延长段	深圳	运营	6.3	40%	6	2027.2	12082	2977	473	1918
外环项目	深圳	在建	60	100%	6	-	-	-	-	-
清连高速	广东其他	运营	216	76.37%	4	2034.07	83702	1769	8	388
阳茂高速	广东其他	运营	79.8	25%	4	2027.07	55626	1684	21	697
广梧项目	广东其他	运营	37.9	30%	4	2027.11	29058	1336	35	767
江中项目	广东其他	运营	39.6	25%	4	2027.08	45607	5805	147	1152
广州西二环	广东其他	运营	40.2	25%	6	2030.12	58294	3122	78	1450
武黄高速	湖北	运营	70.3	100%	4	2022.09	41252	2130	30	587
益常项目	湖南	运营	78.3	100%	4	2033.12	40351	1837	23	515
长沙环路	湖南	运营	34.7	51%	4	2029.10	15615	1607	46	450
南京三桥	江苏	运营	15.6	25%	6	2030.10	50852	1304	84	3260

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

历史业绩表现：高速公路主业稳健增长

营收、扣非净利润保持稳健增速。公司 2019 年实现营业收入 61.86 亿元，同比增长 6.52%，2014-2019 年营业收入年复合增速为 11.31%。2019 年公司营收的来源包括收费公路业务收入、房地产业务收入、委托管理收入、风电设备销售收入、风力发电收入和其他收入。公司 2019 年归母净利润为 24.99 亿元，同比下降 27.34%，2014-2019 年复合增速为 2.71%，主要为 2018 年处置南光高速、盐排高速及盐坝高速三项目，确认非经常损益所致。2019 年公司扣非归母净利润为 22.44 亿元，同比增长 45.89%。

收费公路业务毛利占比 86%，是公司主业收入、利润主要来源。从业务结构看，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

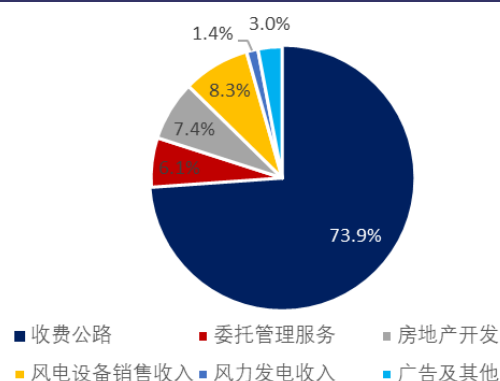
公司 2019 年收费公路业务收入、委托管理服务、房地产业务、风电设备销售、风力发电、其他业务分别占总营业收入比例为 73.9%、6.1%、7.4%、8.3%、1.4%、3.0%，分别占毛利比例为 85.6%、0.7%、7.5%、4.3%、2.0%、-0.1%。其中收费公路业务是公司最核心业务，过去 5 年营收、毛利均维持稳健增长趋势，5 年收入复合增速为 8.7%，5 年毛利复合增速为 8.4%。

图 52、2015-2019 年深高速营业收入及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 53、2019 年深高速营业收入占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、2015-2019 年深高速归母净利润及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 55、2015-2019 年深高速扣非后利润及增速



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资策略

2020 年全国高速免费政策影响公司短期利润，但长期估值影响不大：1) 5 月 6 日零时起，全国收费公路免收通行费政策结束，短期负面影响消散，公司业绩正逐步恢复。2) 交通部后续将出台相关配套保障措施，统筹维护公路使用者、债权人、投资人和经营者的合法权益，预计最有可能通过延长收费期限来补偿上市公司损失。3) 若相应延长高速公路收费期，在 DCF 估值下，对高速公路上市公司估值影响有限。

积极布局环保金融地产等领域，分散主业潜在风险。近几年公司除了深耕高速公路运营主业外，经过多年的战略探索、也确定了大环保方向为第二主业，陆续投

资德润环境、南京风电、包头风电以及蓝德环保等。除此之外，在大金融及地产板块也有一定投资，例如贵州银行等。公司利用自身优势，积极在环保金融地产领域寻找机会，一方面争取为公司贡献更高利润，另一方面也分散了高速公路主业未来有可能出现的各种风险。

我们认为中长期看，高速公路行业依然稳健，公司在环保金融板块的拓展有望进一步增厚公司业绩。受此次全国高速公路免费政策影响，根据 Wind 一致预测，2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.77 元、1.16 元、1.24 元，对应公司目前股价（2020 年 5 月 29 日收盘价 9 元）PE 为 11.7X、7.8X、7.3X。根据公司公告的股东回报计划，经营性收益分红率不低于 45%，目前股价对应 2020-2022 年股息率为 3.9%、5.8%、6.2%。短期冲击不影响板块长期投资价值，公司作为高速公路龙头标的，高分红、低估值和稳健增长的特征仍然是低风险偏高投资者的较好选择。

4.5、招商公路

资产情况：综合性公路投资运营商

招商公路是中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商，此外也涉足交通科技、智慧交通等领域。截至 2019 年 12 月底，公司投资经营的路桥总里程达到 9820 公里，权益里程 3074 公里，所投资的路网已覆盖全国 21 个省、自治区和直辖市。同时，依托招商交科院以及招商新智等子公司，在交通科技及智慧交通领域不断发展壮大。此外公司还在江苏、内蒙古、新疆、宁夏等地投资运营 293.8 兆瓦并网型光伏电站，盈利能力稳定。目前公司总资产达到 909.1 亿元，净资产达到 539.4 亿元，负债率为 40.7%。

高速公路运营方面，招商公路是国内高速公路运营平台中的巨无霸。一方面，公司管理的收费公路项目共计 24 条，分布于东部、中部和西部的 15 个省、自治区和直辖市，总里程超过 1824 公里。这些路产均处于国家主干线，区位优势明显，盈利能力优异，成长稳定。另一方面，公司参股多家优质收费公路公司，其中 A 股公路上市公司共 12 家，并参股广靖锡澄、上三高速、扬子大桥、邵三高速、宁靖盐高速五个高速公路项目。近年来，参股公司贡献的投资收益保持持续增长趋势，为公司效益增长提供了坚实的保障。

表 20：招商公路控股路桥项目

名称	持股比例	收费到期日	控股里程 (公里)	位置	日均车流量 (辆/日)	日均通行 费收入(万 元/日)	日均单公里通 行费收入 (万元/日)
甬台温高速	51%	2030 年 9 月 30 日	140.2	浙江	38,217	393.3	1.4
京津塘高速	100%	2029 年 9 月 5 日	142.7	北京、 天津、 河北	18,659	177.6	1.2
渝黔高速	60%	2037 年 3 月 16 日	90.4	重庆	18,248	133.8	0.9
沪渝高速	60%	2043 年 12 月 22 日	84.3	重庆	17,196	131.0	0.9

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

北仑港高速	100%	2027 年 12 月 31 日	51.4	浙江	36,300	111.2	2.2
毫阜高速	100%	2036 年 12 月 14 日	101.3	安徽	11,334	99.7	1.0
鄂东大桥	54.60%	2040 年 9 月 27 日	15.2	湖北	23,308	88.0	3.2
桂兴高速	100%	2042 年 4 月 1 日	53.4	广西	16,380	80.6	1.5
桂阳高速	100%	2037 年 7 月 31 日	66.6	广西	14,184	60.4	0.9
阳平高速	100%	2037 年 6 月 17 日	39.5	广西	11,856	37.5	1.0
九瑞高速	100%	2040 年 12 月 31 日	48.1	江西	8,166	32.9	0.7
灵三高速	100%	2038 年 3 月 29 日	46.7	广西	7,937	21.9	0.5

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

备注：日均通行费收入、车流量等数据使用 2019 年年报数据。

表 21：招商公路主要参股上市公司情况

名称	持股比例	总市值 (亿元)	权益对应市值 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)	2019 年贡献投资 收益 (亿元)
山东高速(600350.SH)	16.0%	262.2	41.95	30.7	4.9
宁沪高速(600377.SH)	11.7%	506.8	59.30	43.0	5.0
四川成渝(601107.SH)	24.9%	106.4	26.50	11.3	2.8
皖通高速(600012.SH)	29.9%	86.4	25.84	10.6	3.2
中原高速(600020.SH)	15.4%	80.9	12.46	14.7	2.3
福建高速(600033.SH)	17.8%	73.8	13.14	10.8	1.9
五洲交通(600368.SH)	13.9%	38.6	5.37	8.6	1.2
深高速(600548.SH)	4.0%	196.3	7.85	25.4	1.0
楚天高速(600035.SH)	15.5%	49.9	7.74	7.1	1.1
现代投资(000900.SZ)	7.0%	56.0	3.92	9.7	0.7
龙江交通(601188.SH)	16.5%	36.6	6.04	4.3	0.7
吉林高速(601518.SH)	14.0%	30.8	4.31	1.9	0.3
合计			214.41	178.0	25.1

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

备注：市值为 2020 年 5 月 29 日收盘价

投资运营板块，除路桥运营项目外，公司也通过子公司华北高速持有光伏电站项目，截至目前，共在江苏、内蒙古、新疆、宁夏等地投资运营 293.8MW 的光伏电站。2019 年公司各光伏电站实现上网电量 4.4 亿千瓦时，发电收入 3.7 亿元，分别同比增长 3.5% 和 2.9%。

交通科技、智慧交通、招商生态是公司除投资运营板块外三大增长极。其中，交通科技主要依托全资子公司招商交科院，开展科研开发、勘察设计、咨询监理、工程施工、工程总承包等业务。2019 年，交通科技板块实现营业收入 16.7 亿元，占总营业收入的 20.5%，同比增长 18.2%；实现毛利 2.0 亿元，占公司总毛利 5.8%，同比增长 2.1%。

智慧交通及招商生态业务是近几年新拓展的业务板块，主要开展智慧收费、智慧养护等业务。紧抓此次取消省界收费站契机，公司子公司招商新智等公司的业务取得较大突破。2019 年，智慧交通板块实现营业收入 9.0 亿元，占总营业收入的 11.0%，同比大幅增长 137.0%。实现毛利 1.4 亿元，占公司总毛利 4.0%，同比增长 148.8%。招商生态业务正在培育期，2019 年上半年实现毛利 0.2 亿元。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

历史业绩表现：业绩稳健增长，归母净利润 3 年复合增速 12.6%

2017-2019 年，招商公路分别实现营业收入 53.4、67.6、81.9 亿元，复合增长率约为 23.8%。从收入结构看，2019 年公司投资运营、交通科技、智慧交通、招商生态贡献营业收入分别达 54.6、16.7、9.0、1.5 亿元，占总营业收入比例分别为 66.7%、20.5%、11.0%、1.9%。2019 年受益于内生增长及外延扩张，投资运营收入不断稳步上升，同比增长 14.3%；交通科技、智慧交通板块收入受益于业务量增长，分别同比增长 18.2%、137.0%。公司 2017-2019 年分别实现营业利润 44.1、48.4、53.4 亿元，复合增速约为 10.0%，其中投资收益为 28.3、32.3、34.4 亿元，复合增速为 10.3%，主要来自参股 A 股高速公路上市公司的投资收益。2017-2019 年实现扣非归母净利润 33.1、37.1、42.0 亿元，复合增长率约为 12.6%。

图 56、2015-2019 年招商公路营业收入及增速（亿元）

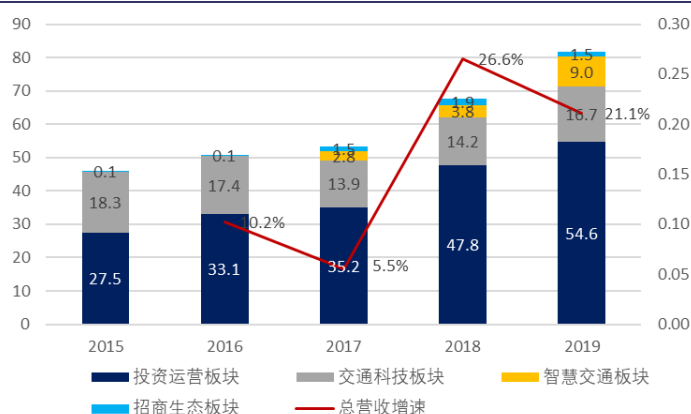


图 57、2015-2019 年招商公路归母净利润及增速（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资策略

我们认为招商公路业绩兼具成长性及稳健性，是高速公路板块业绩增长确定性最强的公司之一，预计未来年化净利润增速达到 10%-15%。利润稳健增长的主要来源为：1) 外延并购提供成长性：依靠优秀的投资运营管理团队以及央企资源，优选全国高收益路产，要求项目 IRR 达到 10%，高于行业多数公司，新增资产带来业绩的提升。2) 内生增长提供稳健性：参股全国高速公路最优质的资产，包括 12 家 A 股上市公司，给公司带来稳健增长的投资收益。同时分散参股路产也分散了风险，提高了稳定性。3) 拓展科技板块、锦上添花：公司借助招商交科院、招商新智等平台，积极拓展交通科技、智慧交通板块，亦对公司的业绩有一定贡献。

招商公路是具有 REITs 基因的高速公路运营商，预计享受政策利好。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。而招商公路具有天然的 REITs 基因、也有相应需求，一方面公司具有较强的高速公路投资能力、投资经验较为丰富、且投资范围遍布全国各地；此外公司近期频繁收购导致负债率明显提升，推进 REITs 有助于公司降低负债率，加

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

快资产周转率。招商公路受益于 REITs 可能的方向为 1) 公募 REITs 产品的基础仍是资产运营，招商公路是中国投资经营里程最大的高速公路运营服务商，未来可以开拓运营托管服务范围，扩宽业务模式以及范围，增厚公司利润。2) 公司现有高速资产以及未来新收购的高速资产均可使用 REITs 模式，降低负债率、加快周转率，提供了轻资产快速扩张的新可能。3) 公司旗下的光伏资产等也具有发行 REITs 可能性，将进一步缓解公司融资压力，降低运营风险。综上，我们认为招商公路具有发行 REITs 产品的能力也相应有一定需求，同时发行 REITs 产品有助于公司拓宽融资方式、新增盈利模式；加快公司资产周转、降低负债率、提升利润、通过轻资产模式快速扩张。

此外，公司治理优秀，推出股权激励计划提升积极性。2020 年 3 月，公司通过了面向 58 名核心管理、技术人员授予 473 万份股权激励计划。行权条件针对公司业绩进行考核：1、扣非 ROE 不低于 8.5%，且不低于对标企业 75 分位水平；2、第一至三个行权期生效时点扣非净利润复合速分别不低于 8.0%、8.5% 和 9.0%，且不低于对标企业同期 75 分位水平。3、生效时点前一财年公司 EVA 达到集团下达目标。股权激励计划的实施，能够有效促进管理层的积极性和创造性，为股价上涨提供潜在动力。

整体来看，2020 年高速公路免费政策短期影响公司盈利水平，但随着复产复工不断推进及免费政策结束，预计公司业绩将很快恢复。此外，公司提出股权激励计划，优化公司治理；发行可转债体现了对未来发展的信心。我们下调 2020 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 22.77、52.11、57.75 亿元，EPS 为 0.37、0.84、0.93 元，对应 2020 年 5 月 29 日收盘价 6.77 元，PE 为 18.4X、8.0X、7.2X，假设未来几年分红率维持 40%，股息率约为 2.2%、5.0%、5.5%。

风险提示：宏观经济及突发事件影响车流量、收费政策风险、再投资风险、多元发展不及预期等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

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 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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门、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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn