

## 强烈推荐-A (首次)

## 山东高速 600350.SH

目标估值: 7.4 元

当前股价: 5.6 元

2020 年 05 月 08 日

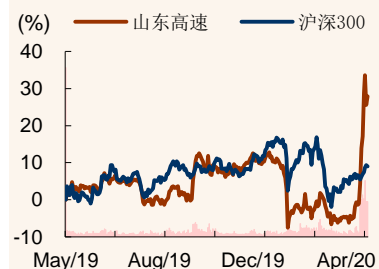
### 核心路产开启新成长，攻防兼备凸显吸引力

#### 基础数据

上证综指	2872
总股本(万股)	481117
已上市流通股(万股)	481117
总市值(亿元)	269
流通市值(亿元)	269
每股净资产(MRQ)	6.6
ROE(TTM)	6.6
资产负债率	57.9%
主要股东	山东高速集团有限公司
主要股东持股比例	59.67%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	34	19	26
相对表现	31	21	21



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

苏宝亮

subaoliang@cmschina.com.cn  
S1090519010004

研究助理

肖欣晨

021-68407569

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

**投资建议:** 疫情冲击对公司产生短期冲击, 伴随经济活动及高速收费重启, 公司经营有望恢复正常, 业绩逐季改善确定性高。行业属性使公司盈利具备较强稳定性, 历史复盘股价防御性突出, 叠加核心路产改扩建完成提振业绩, 中期兼具进攻性。未来公司将聚焦主业发展, 2019 年分红比例大幅提升印证公司对市场回报的高度重视, 在当前利率正处下行通道配置价值凸显。预计 2020-2022 年 EPS 为 0.49/0.74/0.83 元, 同比-23%/51%/13%。公司估值在行业内明显偏低, 对 2021EPS 按 10xPE 估值, 目标价 7.4 元, 首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

- **坐拥山东高速公路中枢干线, 区位优势显著。**公司依托经济强省山东, 卡位济青、京台高速等省内核心交通干线, 并积极布局省外路产, 自有运营里程 1241 公里, 资产规模、盈利能力跻身全国高速行业龙头之列。
- **核心路产改扩建开启公司新一轮成长。**公司核心路产相继启动改扩建, 形成经营期限延长、利润稳健增长的“双优解”。**济青高速** 2019 年底提前完成改扩建, 收费期限延长至 2044 年, 2020 年车流量预计将超过改扩建前 30%, 叠加收费标准提升约 25%, 预计 2020-2022 年通行费增长 71%/56%/10%。测算 2021 年起可每年贡献业绩增量 10 亿元左右。**京台高速** 预计 2023 年通车, 预计通行费较改扩建前提升 62%, 成为公司另一盈利增长点。
- **路产至暗时刻已过, 中期改善确定性高。**公司路产短期受疫情及免费通行政策冲击, 2020H 业绩预计明显下滑。伴随疫情缓解, 经济活动已陆续重启, 同时高速公路于 5 月 6 日提前收费, 路产经营最坏的时刻已经过去, 有望自下半年将开启业绩的明显改善。依据《收费公路管理条例(修订草案)》规定, 政府政策给经营型公路造成损失的, 应当通过**延长经营期限、给予财政补贴**等方式予以补偿, 有望在中期增厚公司的投资价值。
- **中长期聚焦主业发展, 重视分红回报, 股权激励促公司治理不断改善。**目前公司已逐步退出房地产业务, 并将在未来逐步压减财务性投资规模, 聚焦主业以实现公司中长期核心价值的最大化增长。公司于 2019 年大幅上调分红比例, 印证公司对市场分红回报的高度重视。近期公司出台股票激励计划, 捆绑管理者与公司利益, 促使公司治理不断完善, 提升投资预期稳定性。
- **风险提示: 疫情扩散超预期、金融投资出现大额亏损**

#### 财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	6829	7445	7484	10078	10723
同比增长	-7%	9%	1%	35%	6%
营业利润(百万元)	5024	4201	2735	4855	5493
同比增长	12%	-16%	-35%	78%	13%
净利润(百万元)	2944	3044	2355	3551	3998
同比增长	11%	3%	-23%	51%	13%
每股收益(元)	0.61	0.63	0.49	0.74	0.83
PE	9.0	8.7	11.2	7.5	6.6
PB	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、高速公路行业龙头，平台资源突出 .....	4
二、核心路产改扩建开启新一轮成长 .....	6
1. 坐拥山东高速公路中枢干线，区位优势显著 .....	6
2. 济青、京台高速陆续改扩建，打开盈利增长空间 .....	8
2.1 核心路产改扩建的“双优解” .....	8
2.2 济青高速改扩建完成，利润中枢稳健上移 .....	9
2.3 京台高速改建预计 2022 年完成，成未来另一亮点 .....	12
3. 路产至暗时刻已过，中期改善确定性高 .....	13
三、房地产业务逐步退出，金融投资平衡中短期公司利益 .....	14
1. 房地产业务逐步退出 .....	14
2. 布局金融资产，开启双轮驱动 .....	14
四、盈利预测及投资评级 .....	16
1. 盈利预测 .....	16
2. 投资评级 .....	17
五、风险提示 .....	20

## 图表目录

图 1：公司股权结构 .....	4
图 2：山东高速收入构成（2014-2019） .....	4
图 3：山东高速净利润构成（2014-2019） .....	4
图 4：资产规模在高速板块中位列第 2 .....	5
图 5：归母净利在高速板块中位列第 3 .....	5
图 6：营业收入走势（2013-2019） .....	5
图 7：归母净利润走势（2013-2019） .....	5
图 8：山东省内路产示意 .....	6
图 9：武荆高速示意 .....	7
图 10：许禹高速示意 .....	7
图 11：济晋高速示意 .....	7
图 12：衡邵高速示意 .....	7
图 13：山东省 GDP 常年稳居全国第三 .....	7

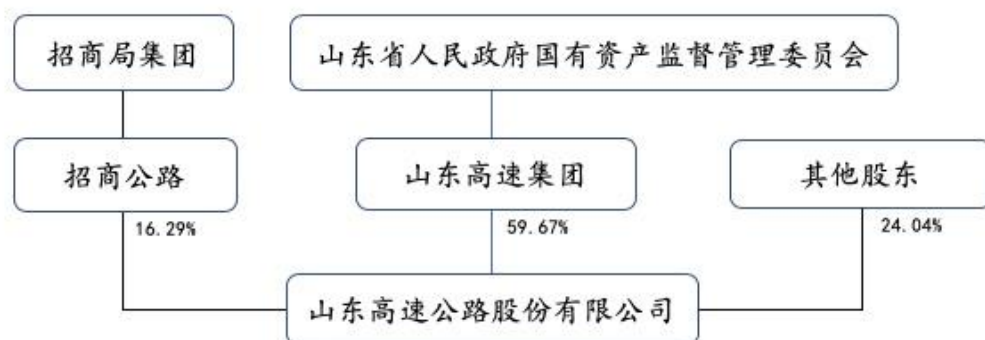
图 14: 济南青岛等六市合计 GDP 及占全省比重 .....	7
图 15: 山东省民用汽车保有量 (2014-2018) .....	8
图 16: 山东段通行量 (2016-2019) .....	8
图 17: 济青高速公路示意 .....	9
图 18: 济青高速通行量及占比 (2012-2019) .....	10
图 19: 济青高速通行费及占比 (2012-2019) .....	10
图 20: 宁沪高速车流量走势 (2003-2019) .....	11
图 21: 济青高速通行量结构 .....	11
图 22: 京台高速公路改扩建示意 .....	12
图 23: 京台高速山东段通行量及占比 (2012-2019) .....	12
图 24: 京台高速山东地段通行费及占比 (2012-2019) .....	12
图 25: 联营企业投资收益 (2014-2019) .....	15
图 26: 除联营企业外投资收益 (2014-2019) .....	15
图 27: 山东高速股价复盘 (2002-2020) .....	18
图 28: 利率下行是公司股价产生超额收益的核心驱动力 .....	19
图 29: 山东高速历史 PE Band .....	20
图 30: 山东高速历史 PB Band .....	20
表 1: 股票激励计划考核目标 .....	5
表 2: 公司公路资产明细 .....	6
表 3: 公司路产剩余收费期限 .....	8
表 4: 货运收费标准对比 (元/公里) .....	11
表 5: 客运收费标准对比 (元/公里) .....	11
表 6: 省外路产盈利 (2015-2019) .....	13
表 7: 公司逐步退出房地产业务 .....	14
表 8: 股权基金投资明细 .....	15
表 9: 通行费收入明细 .....	16
表 10: 利润简表 .....	17
表 11: 行业估值对比 .....	19
附: 财务预测表 .....	21

## 一、高速公路行业龙头，平台资源突出

**历史沿革及股权结构：**山东高速成立于1999年11月16日，由山东高速集团联合华建交通经济开发中心设立，是山东省路桥行业唯一的一家上市企业。2002年3月，公司在上海证券交易所上市，彼时仅有济青高速、泰曲路等经营型路产，资产规模约64亿元。随后经过转型升级及不断发展，公司资产规模目前已超过800亿元。

公司**控股股东**为山东高速集团，持股比例59.67%，实际控制人为山东省国资委；第二大股东为招商公路，持股比例16.29%。公司背靠实力雄厚的省属大集团，且为旗下唯一高速路产上市公司，平台资源凸显，同时二股东路产资源丰富，为公司相关业务发展奠定良好基础。

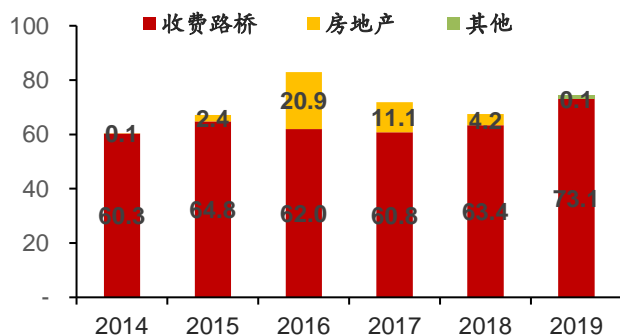
图1：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

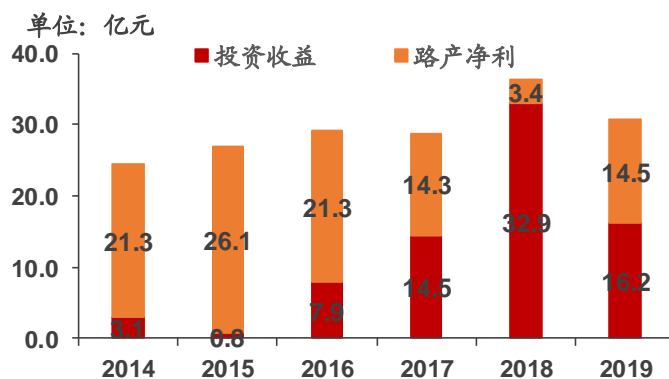
公司**主营业务**包含收费路桥运营及投资运营两大板块。**收费路桥运营**为公司核心业务，通过投资建设及收购等方式获取经营性高速公路资产，为通行车辆提供服务并收费实现收益，是公司主要的收入和利润来源。**投资运营**板块是为实现长期可持续发展而进行的延伸，包含横向高速公路主业和纵向产业链的投资收购，以及涉及金融等产业的财务投资项目，其中后者近年来对公司业绩起到较好的补充作用。

图2：山东高速收入构成（2014-2019）



资料来源：公司公告、招商证券

图3：山东高速净利润构成（2014-2019）

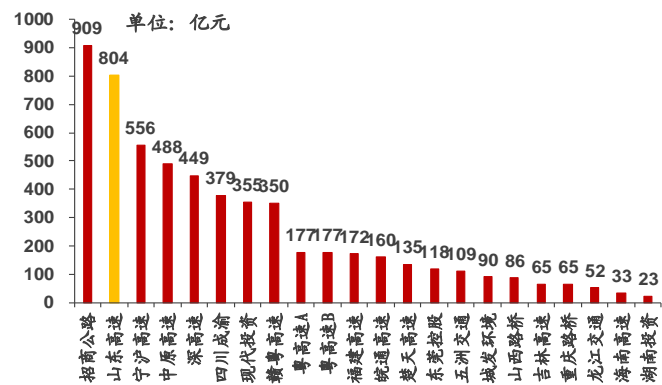


资料来源：公司公告、招商证券

资产规模、盈利能力行业突出，有望自2020年开启新一轮成长期。横向来看，公司总

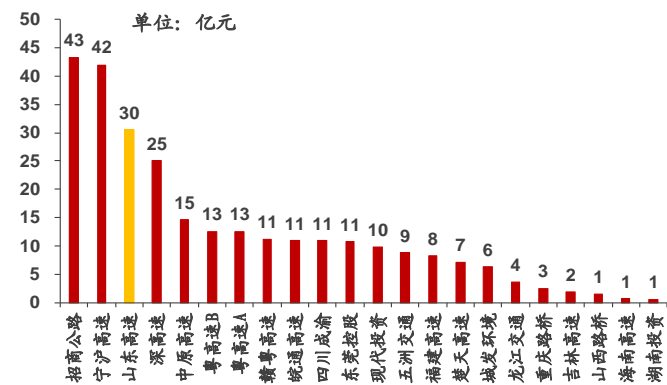
资产规模约人民币 809.9 亿元（2020Q1），归母净资产约人民币 318.6 亿元；2019 年公司实现归母净利 30.4 亿元。公司在高速公路板块上市公司的资产规模和利润体量分别位列 2、3 位，行业优势显著。纵向来看，公司在经历十余年的高速扩张后，自 2016 年起进入短暂的经营调整期，伴随核心路产改扩建完成，有望自 2020 年开启新一轮成长。

图 4：资产规模在高速板块中位列第 2



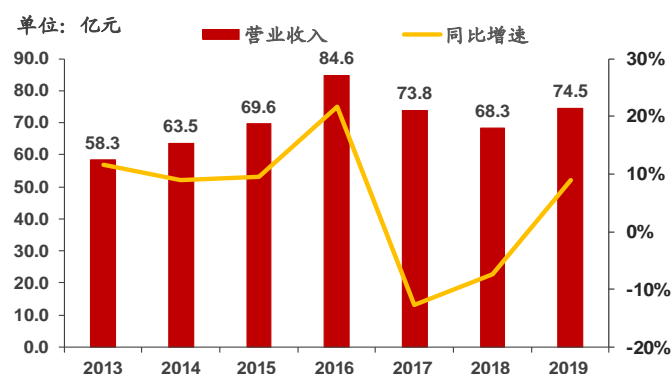
资料来源：Wind、招商证券

图 5：归母净利在高速板块中位列第 3



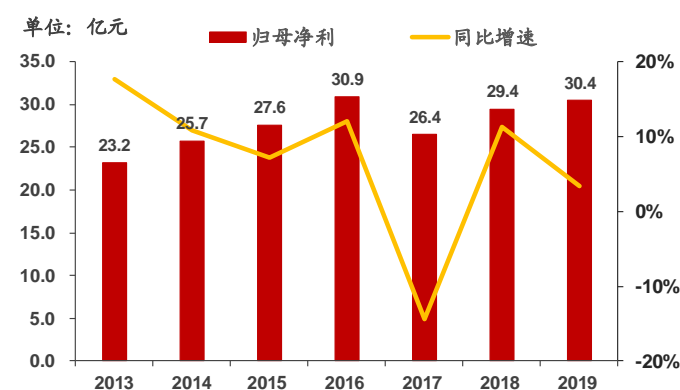
资料来源：Wind、招商证券

图 6：营业收入走势（2013-2019）



资料来源：公司公告、招商证券

图 7：归母净利润走势（2013-2019）



资料来源：公司公告、招商证券

股票激励计划促公司治理不断改善，提升市场投资预期的稳定性。公司于 2020 年 3 月发布股票激励计划，拟向激励对象授予 4800 万份股票期权，约占公司总股本 1%，其中首次授予 4320 万份。授予的激励对象包含公司董事、高管、中层、骨干人员 187 人，实现管理层和公司利益的捆绑，促公司治理不断改善。

行权期在未来的三、四、五年，分别按 40%、30%、30% 执行。行权条件基于营业收入和分红，尽管基准调整后实现并不困难，但仍对公司业绩和分红回报存有一定约束，提升市场投资预期的稳定性。

表 1：股票激励计划考核目标

行权期	业绩考核目标
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
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
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

资料来源：公司公告、招商证券



## 二、核心路产改扩建开启新一轮成长

### 1. 坐拥山东高速公路中枢干线，区位优势显著

运营路产里程全国最长，核心资产占据山东省内高速公路网中枢干线。目前公司所辖自有路桥里程 1241 公里，并受托管理山东高速集团所属的路桥里程 1261 公里，合计运营管理的路桥总里程达到 2502 公里，成为全国同行业运营里程最长的路桥上市公司。

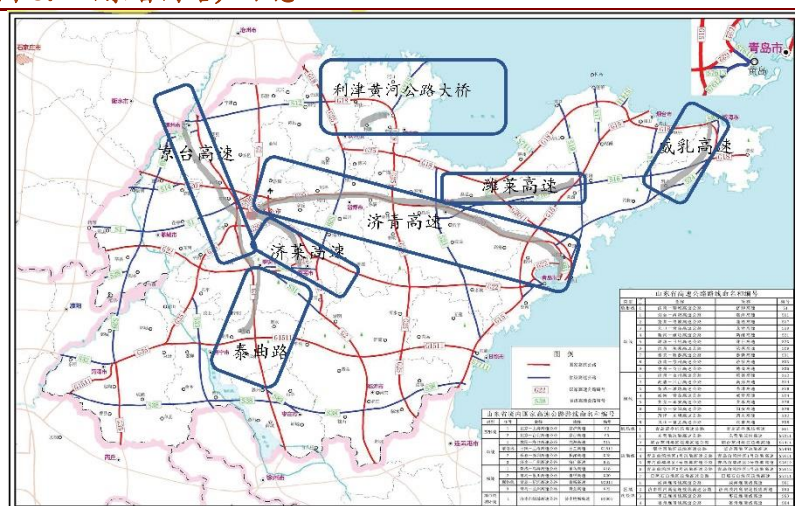
从自有路产来看，公司核心资产为山东省内高速公路网中枢干线，包含济青高速、京台高速德州至泰安段等。省外，公司通过收购武荆高速、济晋高速、衡邵高速、许晋高速实现在湖北、河南、湖南的布局。分区域来看，山东境内经营里程达到 868 公里，占比 69.3%；河南境内为 60 公里，占比 4.8%；湖南地区 139 公里，占比 11.1%；湖北地区 185 公里，占比 14.8%。

表 2：公司公路资产明细

路段名称	细分路段	权益	收费期限	收费里程	车道数	状况	地区
济青高速	济南-青岛	100%	2044.12	318.5	8	营运	山东
京台高速相关路段	德州-齐河段一期	100%	2022.11.17	89.0	4	改扩建	山东
	德州-齐河段二期	100%	2025.11.30	2.3	4	改扩建	山东
	济南第二黄河公路大桥	100%	2032.04.16	5.8	6	营运	山东
	齐河至济南段	100%	2024.10.31	22.0	6	营运	山东
	济青连接线	100%	2024.10.31	16.4	4	营运	山东
	济南至泰安段	100%	2024.10.31	59.5	6	营运	山东
济莱高速	济南至莱芜	100%	2034.10.21	76.0	4	营运	山东
潍莱高速	潍坊-莱阳	100%	2024.07.31	140.6	4	营运	山东
威乳高速	威海-乳山	100%	2032.12.19	70.6	4	营运	山东
泰曲路	G104 国道泰安-曲阜	100%	2025.11.15	64.2	4	营运	山东
利津黄河公路大桥	利津黄河公路大桥	65%	2029.09.25	1.4	4	营运	山东
许禹高速	许昌至禹州	60%	2037.11.14	39.1	4	营运	河南
济晋高速	济源至晋城（省界）	54%	2038.9.9	20.6	4	营运	河南
衡邵高速	衡阳至邵阳	60%	2040.12.29	132.1	4	营运	湖南
武荆高速	武汉至荆门	60%	2040.5	183.2	4	营运	湖北

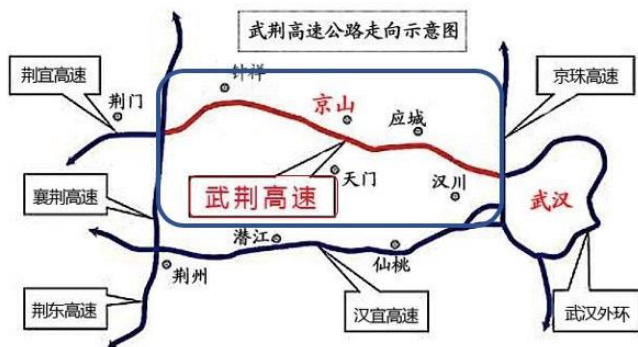
资料来源：公司公告，招商证券 注：德州-齐河段仍在改扩建，收费期限将在完工后延长

图 8：山东省内路产示意



资料来源：集团官网，招商证券

图 9: 武荆高速示意



资料来源：百度、招商证券

图 10: 许禹高速示意



资料来源：百度、招商证券

图 11: 济晋高速示意



资料来源：百度、招商证券

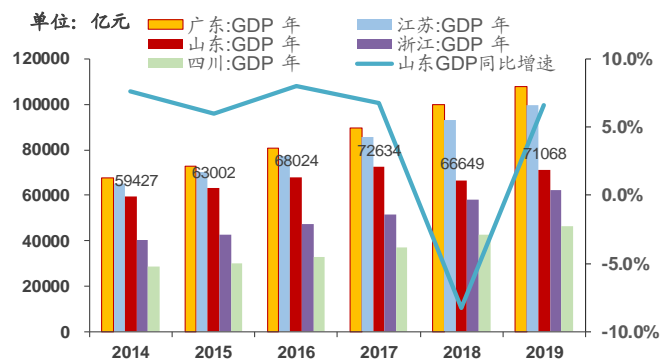
图 12: 衡邵高速示意



资料来源：百度、招商证券

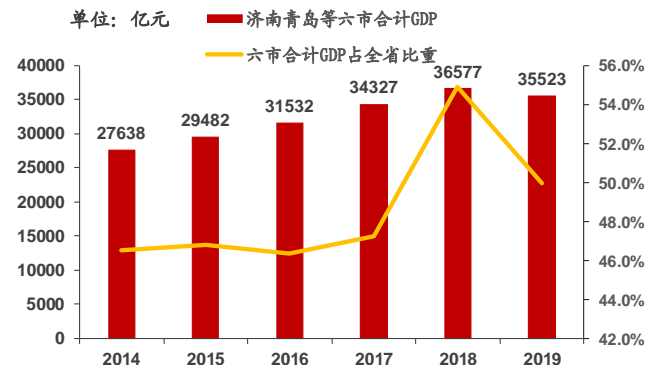
依托山东经济强省,路产区位优势显著。高速公路车流量包含货车和客车,除宏观经济的影响外,更与其区域经济发展状况和汽车保有量有非常密切的关系。区域内各经济部门原材料和产品的运输、人员的流动均由区域内交通运输系统完成,因而经济水平总体上决定了相关的货运需求;另一方面,民用汽车保有量影响居民的出行意愿,对客运需求产生较大影响。

图 13: 山东省 GDP 常年稳居全国第三



资料来源：Wind、招商证券

图 14: 济南青岛等六市合计 GDP 及占全省比重

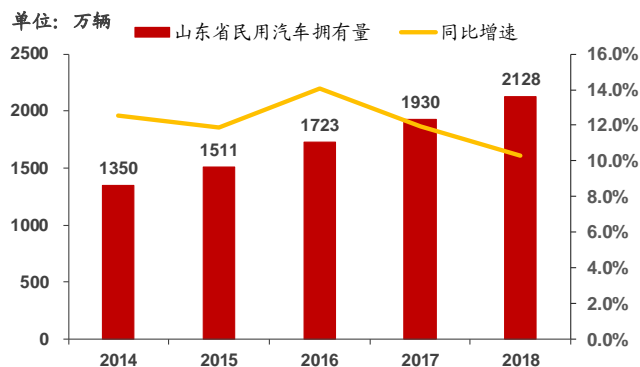


资料来源：Wind、招商证券

山东作为经济大省，近年来全省 GDP 仅次于广东、江苏，稳居全国第三。省内来看，

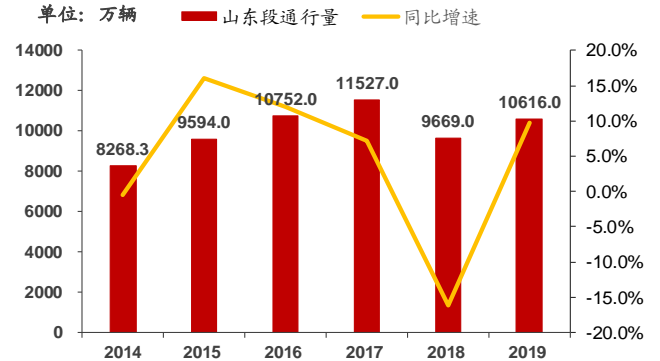
公司路产核心节点济南、青岛、德州、潍坊、威海、泰安等六市 GDP 总量占全省半壁江山，是山东全省经济最具活力的区域。另一方面，山东省民用汽车保有量已突破 2000 万辆（截至 2018 年底），年度增速近年来维持在 10% 以上。强大的经济腹地叠加居民出行需求，为公司核心路产车流量提供了稳定保证，即便在面临核心路段济青高速改扩建的 2017-2019 年，山东段仍然维持 1.0 亿辆的通行量。

图 15: 山东省民用汽车保有量 (2014-2018)



资料来源: Wind、招商证券

图 16: 山东段通行量 (2016-2019)



资料来源: Wind、招商证券 注: 为便于比较, 仅统计山东段通行量

## 2. 济青、京台高速陆续改扩建, 打开盈利增长空间

### 2.1 核心路产改扩建的“双优解”

核心路产相继启动改扩建, 形成经营期限延长、利润稳健增长的“双优解”。我国经营性高速公路收费期限一般不超过 25 年。公司在山东境内路产运营时间普遍较长, 尤其核心资产济青高速、京台德州至齐河段只剩下 10 年左右经营期限 (改扩建前), 可持续性遭遇考验。此外, 伴随经济的快速发展和路网的进一步完善, 原先的双向四车道设计呈现运输能力紧张的问题, 已无法满足快速增长的通行需求。

表 3: 公司路产剩余收费期限

路段名称	细分路段	批准收费结束时间	剩余期限
济青高速 (改扩建前) 京台高速相关路段	济南-青岛高速公路 (青银高速公路山东段)	2029.6	10
	北京-福州高速公路德州-齐河段一期	2022.11.17	3
	北京-福州高速公路德州-齐河段二期	2025.11.30	6
	济南第二黄河公路大桥	2032.04.16	13
	北京-福州高速公路齐河至济南段	2024.10.31	5
	北京-福州高速公路济青连接线	2024.10.31	5
	北京-福州高速公路济南至泰安段	2024.10.31	5
济莱高速	北京至上海公路 (辅线) 济南至莱芜高速公路	2034.10.21	15
潍莱高速	潍坊-莱阳高速公路	2024.07.31	5
威乳高速	威海-乳山高速公路	2032.12.19	13
泰曲路	G104 国道泰安-曲阜一级公路	2025.11.15	6
利津黄河公路大桥	利津黄河公路大桥	2029.09.25	10
许禹高速	河南许昌至禹州高速公路	2037.11.14	18
济晋高速	二广高速济源至晋城 (省界) 段	2038.9.9	19
衡邵高速	湖南衡阳至邵阳高速公路	2040.12.29	21
武荆高速	湖北武汉至荆门高速公路	2040.5	21

资料来源: 公司公告, 招商证券

敬请阅读末页的重要说明



为解决这一困境，公司分别于 2016、2019 年相继启动了济青高速和京台高速德州至齐河段的改扩建工程——在原有路产基础上在两边拓宽车道，形成双向四车道向双向八车道的扩增。为何改扩建是最优解，而不是新建路产？我们从政策和建设两方面进行了考虑。

- **政策：**依据《收费公路管理条例》，我国经营性公路期限不超过 25 年，中西部不超过 30 年；随后《收费公路管理条例（修订草案）》明确存量路产经营期限维持既有规定，而增量路产（含改扩建）可重新核定经营期限，**最长期限可达 25 年，与新建路产几乎无差异**，大大增强改扩建路产吸引力。
- **建设：**当前高速公路建设成本不断攀升（桥隧比提高、征地拆迁、原材料、人工支出增加），四车道建设成本普遍超过 1 亿元/公里，改扩建成本（四扩八为例）约为 0.8-1 亿元/公里，**改扩建在投资成本端具有较大优势**；此外改扩建可在实现边通车边施工，工期约为 3-4 年，相较新建高速 5 年左右的**建设周期明显缩短**。

## 2.2 济青高速改扩建完成，利润中枢稳健上移

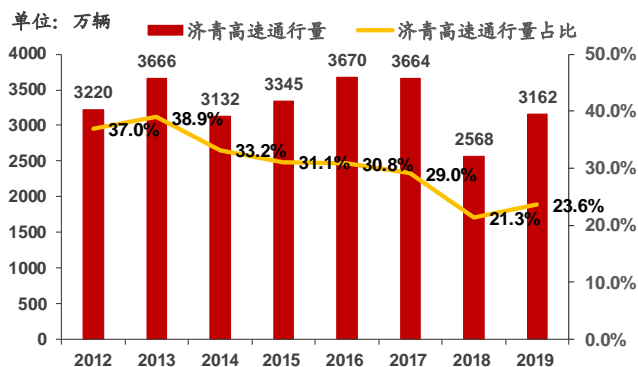
山东最重要公路交通干线，济青高速贡献超四成通行费。济青高速全长 318.5 公里，于 1994 年建成通车，是山东省内第一条高速公路。该公路东西走向，连接省内前两大城市青岛、济南，途径潍坊、淄博和滨州，形成省内最重要的交通干线。在 2016 年启动改扩建以前，济青高速通行量占公司整体在 30% 以上，而通行费收入占比超过 40%，为公司最核心的经营路产。

图 17：济青高速公路示意



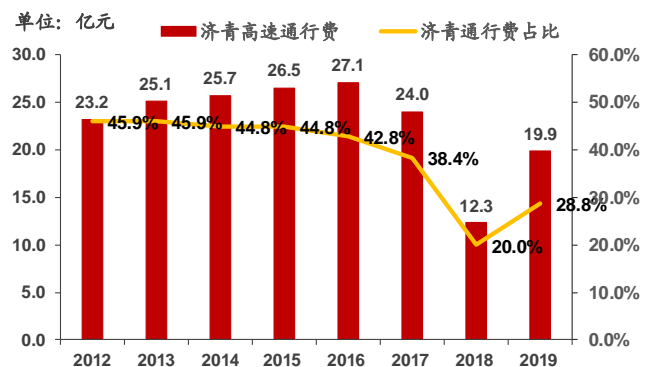
资料来源：公司公告，招商证券

图 18: 济青高速通行量及占比 (2012-2019)



资料来源: Wind、债券评级说明书、招商证券

图 19: 济青高速通行费及占比 (2012-2019)



资料来源: Wind、债券评级说明书、招商证券

济青高速 2019 年提前完成改扩建，经营期限重新核定 25 年，车流量迎快速回升。济青高速最初按双向四车道标准进行建设，在运营超过 20 年后已较难满足通行需求，尤其其潍坊至济南段拥堵情况严重，实施改扩建较为紧迫。

- 2016 年 6 月公司开启济青高速的双向四车道向双向八车道的扩建工程。
- 2017 年 1 月开始实施限速，2017 年 11 月开始实施五轴货车限行。
- 2019 年 7 月小许家以东 (291Km) 通车，年底实现全线 (319Km) 通车，较原计划提前 5/15 个月。

项目实施过程中，通行量及收入遭受较为明显的影响，尤其 2018 年通行量及收入较施工前的 2016 年分别下滑 30%、55%。伴随改扩建逐渐完成，需求端开始得到明显修复。依据公司披露的情况，2019 年 9 月-12 月（小许家以东通车后）济青高速收费收入共计 12.4 亿元，同比上升 142.2%。全面通车后，车流量同比增长 97%，其中小客车车流量已超过历史峰值，创历史新高。此外，济青高速经营期限重新核定 25 年，至 2044 年终止。

收入端：改扩建后，预计通行费 2020/2021 同比增长 71%、56%。若我们将 2019 年 9-12 月的情况做简单年化，则全年收入达到 37.2 亿元，较历史最高的 2016 年增长 37.3%，而该情况并未将年底小许东以西通车及收费标准提高的影响考虑在内，同时疫情导致的免费政策也形成一定干扰。我们在此进行分开讨论。

- 车流量：参照过往宁沪高速的情况，2004-2006 年进行改扩建，2007 年全线通车后日均车流量较改扩建前（2003 年）大幅提升 56%；随后则随宏观经济波动，但车流量较改建前出现大幅提升。

结合公司披露的济青高速“全面通车以来车流量增加 97%”且小客车恢复更快，虽有疫情造成的不利影响，货运的提振应会在一定程度上弥补居民汽运出行的下滑，审慎预计将较 2018 年提升 90%，较 2016 年提升 30%以上。随后伴随经济活动的进一步修复，预计 2020-2022 年实现 54%、20%、10%的增长。

- 收费标准：依据《山东省高速公路车辆通行费收费标准》，2018 年及以后新建及改扩建高速公路收费标准均有 25%-30%的上浮，其中客运的上浮比例相对较大。《济青高速改扩建可行性研究报告》显示，交通量中货车占比达到 38.6%，客车占比为 61.4%、以此计算，则收费标准上调的加权比例为 25.1%。

表 4: 货运收费标准对比 (元/公里)

货运	1 类	2 类	3 类	4 类	5 类	6 类
2018 年以前	0.4	0.75	1.20	1.65	1.70	2.20
2018 年以后	0.5	0.9	1.55	2.05	2.15	2.75
上浮比例	25.0%	20.0%	29.2%	24.2%	26.5%	25.0%

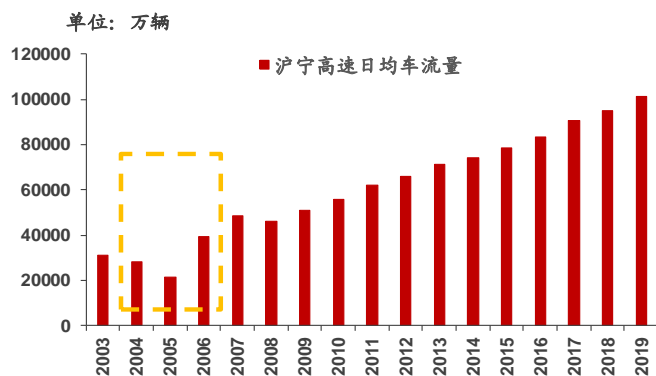
资料来源: 山东省交通运输厅, 招商证券

表 5: 客运收费标准对比 (元/公里)

客运	1 类	2 类	3 类	4 类
2018 年以前	0.4	0.5	0.60	0.75
2018 年以后	0.5	0.65	0.78	0.98
上浮比例	25.0%	30.0%	30.0%	30.7%

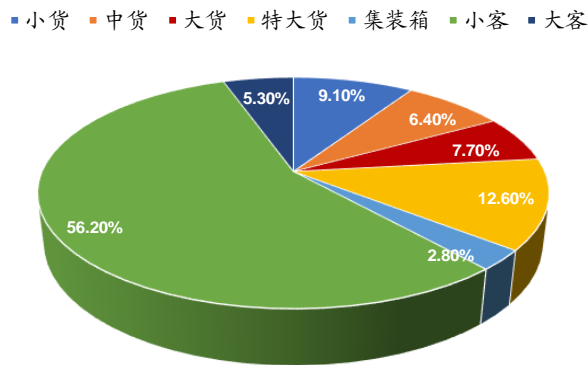
资料来源: 山东省交通运输厅, 招商证券

图 20: 宁沪高速车流量走势 (2003-2019)



资料来源: Wind、公司公告、招商证券

图 21: 济青高速通行量结构



资料来源: Wind、可行性研究报告、招商证券

- **收费时限:** 2020 年受疫情影响, 全国高速公路在 2 月 17 日-5 月 5 日实行免收费政策, 剔除节假日的影响, 较往年同期减少 79 天, 降幅达到 23%。

综合以上因素, 不考虑政府政策影响后进行财政补贴或延长经营期限等措施, 预计济青公路 2020 年较 2016 年通行费收入提高 25%, 同比提升 71%, 进一步创出历史峰值; 2021、2022 年预计同比提升 56%、10%。

**成本端:** 相对刚性, 高经营杠杆, 折旧摊销及财务费用明显增加。高速公路成本端相对刚性, 其固定资产投入大、经营杠杆高的特点决定了其对成本的影响主要来自折旧摊销及项目贷款的财务费用, 运营及养护成本因基于原有路产, 变动相对较小。

- **折旧摊销:** 济青高速预算 308 亿元, 转资金额为 239 亿元, 公司披露后期将有所增加, 假定增加 10%, 则投资决算为 263 亿元, 按 25 年车流量法进行折旧摊销, 依据可行性报告车流量年均增长 3%左右的预测, 则 2020-2021 年增加折旧摊销约 7.2、7.4、7.7 亿元。
- **财务费用:** 依据项目规划, 假定项目贷款占比为 75%, 借款利息约为 5%, 则按还款计划 2020-2022 年增加财务费用 7.1、10.2、10.9 亿元。

综合收入和成本端的分析, 受疫情造成出行需求下滑及免费通行政策影响, 2020 年上半年济青高速盈利收到拖累, 自下半年起出现盈利的环比改善, 预计 2021 年可贡献业绩增量约 10 亿元。从长期来看, 收费期限延长 15 年 (相比未改扩建), 进一步增厚公司内生价值。



## 2.3 京台高速改建预计 2022 年完成，成未来另一亮点

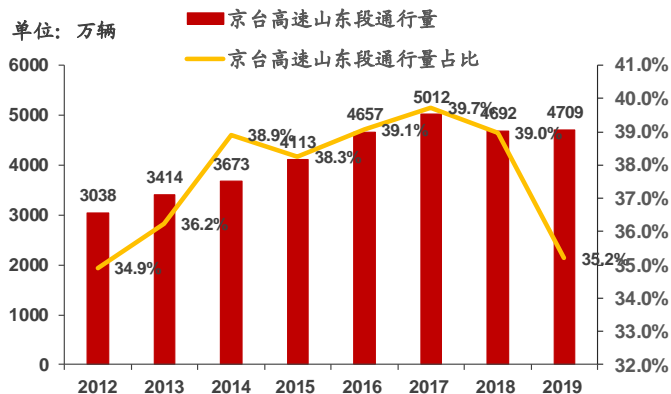
京台高速开启改扩建，2022 年后成公司盈利增长新亮点。京台高速德州-泰安段为连接山东南北的大动脉，近年来通行量、通行费对公司的贡献分别为 40%、30% 上下，为仅次于济青高速的另一核心路产。类似地，京台高速山东段同样存在经营期限临近、拥堵情况严重等问题。

图 22：京台高速公路改扩建示意



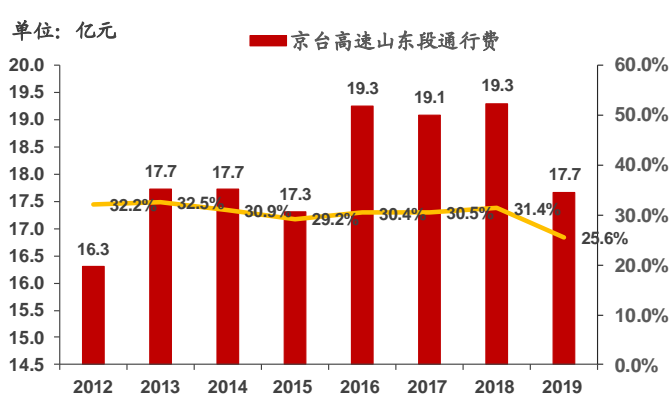
资料来源：公司公告，招商证券

图 23：京台高速山东段通行量及占比（2012-2019）



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

图 24：京台高速山东地段通行费及占比（2012-2019）



资料来源：Wind、公司公告、招商证券

公司已于 2019 年 4 月率先在德州至齐河段 93 公里开启改扩建，实现双向四车道向双向八车道的拓宽，2019 年 11 月开始限速，2019 年开始限行。项目计划于 2022 年 9 月通车，总投资预算 119.6 亿元，其中自有资产筹集 25%，剩余 75% 通过银行贷款等方式获取。

收入端：预计 2023 年通行费较改扩建前提升 62%

- 参照宁沪高速和济青高速，考虑到经济增速有所放缓，预计 2023 年完工后较 2018 年改扩建前车流量增加 30%；
- 参照通行量结构及收费标准的提高，预计提高 24.8%；



**成本端：预计 2023 年成本及费用增加 7.7 亿元**

- **折旧摊销：**按 25 年车流量法进行折旧摊销，依据可行性报告车流量年均增长 3% 左右的预测，则 2023 年增加折旧摊销约 3.3 亿元。

**财务费用：**依据项目规划，假定项目贷款占比为 75%，借款利息约为 5%，则按还款计划 2023 年增加财务费用 4.4 亿元。

**综合收入和成本端的分析，初步估测 2023 年可贡献业绩增量约 3 亿元。**

### 3. 路产至暗时刻已过，中期改善确定性高

**公司路产短期受疫情及免费通行政策冲击，2020 年业绩预计普遍明显下滑。**

- 除济青、京台外的山东段，湖南衡邵、河南许昌正处稳定经营期，预计 2020 年业绩同比下滑 40%。
- 湖北武荆、河南济晋高速仍处于车流培育期，未来成长性较优，预计 2020 年业绩下滑 30%。

**表 6：省外路产盈利（2015-2019）**

路产	权益占比	收购时间	2015	2016	2017	2018	2019
湖北武荆高速公路发展有限公司	60%	2018.6				28534	31563
山东高速集团河南许昌公路有限公司	60%	2008.9	2682	4796	6111	6621	6407
济源市济晋高速公路有限公司	54%	2018.8				5121	7348
湖南衡邵高速公路有限公司	70%	2013.4	-34520	-25511	-14184	-15792	-18956

资料来源：公司公告，招商证券

**路产至暗时刻已过。**伴随疫情缓解，经济活动已陆续重启，同时高速公路于 5 月 6 日提前收费，路产经营最坏的时刻已经过去。在经历 2020H 的大幅下滑后，预计下半年将开启业绩的明显改善。此外，依据《收费公路管理条例（修订草案）》规定，基于公共利益需要，政府政策给经营型公路造成损失的，应当通过延长经营期限、给予财政补贴等方式予以补偿，有望在中期增厚公司的投资价值。

**依托集团路产资源，体量存扩张预期。**控股股东山东高速集团于 2016 年更新承诺，在条件具备时将旗下路产注入上市公司，以避免同业竞争。2011 年、2018 年集团曾分别将潍莱公路 51% 股权、武荆高速 60% 股权注入公司，实现路产资产证券化的进一步提高。目前集团尚有 1629km 经营性路产（高速公路 1583km）尚未注入上市公司，未来公司体量存较大扩张预期。

### 三、房地产业务逐步退出，金融投资平衡中短期公司利益

#### 1. 房地产业务逐步退出

按照省国资委聚焦主业的要求，依据房地产市场的形势变化，公司于 2014 年开始逐步通过转让、合作等方式退出房地产业务，先后出售多个控股、参股房地产子公司股权。目前公司仅控股烟台合盛公司的夹河岛地产项目，参股的项目仅剩济南建设 20% 股权和璞园置业 50% 股权，但都已启动挂牌工作。在逐步退出房地产板块聚焦主业的过程中，公司也借此回流资金，获取了一定的投资收益。

表 7：公司逐步退出房地产业务

转让房地产公司	转让时间	股权比例	净资产增值	转让收益(万元)
盛轩房地产	2015.2.17	82%	104%	3999
青岛绿城华景置业	2016.8.10	60%	8%	8773
山东财富纵横置业	2016.8.10	51%	343%	5909
山东高速绿城莱芜雪野湖开发	2016.8.10	41%	78%	929
山东高速滨州置业	2018.5.9	100%	194%	5581
济南盛邦置业	2018.5.9	100%	342%	78039
济南汇博置业	2018.5.9	100%	1251%	30333
济南璞园置业	2018.6.30	50%	596%	112290
山东高速火山岛(漳州)置业	2018.9.19	51%	0%	0
山东高速西城置业畅和苑 A3 地块	2018.11.22	60%	4%	263
济南璞园置业	已挂牌	50%	596%	112290
山东高速济南投资建设	已挂牌	20%	0%	49
烟台合盛房地产开发	已挂牌	100%	189%	22289

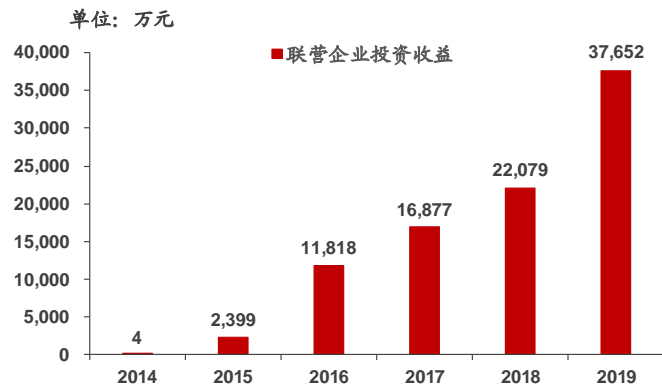
资料来源：公司公告，招商证券 注：济南璞园置业、济南投资建设、烟台合盛的转让收益均为根据评估结果进行预估

#### 2. 布局金融资产，开启双轮驱动

为发挥高速公路行业的现金流优势，公司在金融资产方面积极布局，通过获取短期财务性投资，弥补高速公路行业投资回收期过长的不足，尤其在核心路产改扩建期间，对公司业绩进行了有效补充。公司一是通过增持银行、券商等金融机构股份实现参股，二是通过参与股权基金（有限合伙形式）参与产业投资。

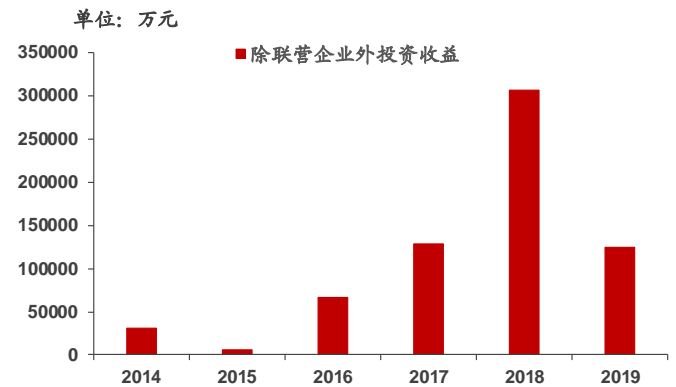
- 公司分别于 2014/2018 年分别通过认购增发、增持等形式，持股威海银行 13.96%；2016 年通过认购增发持股东兴证券 4.35%，成为其第二大股东。2019 年公司通过联营企业实现投资收益已接近 4.0 亿元。

图 25: 联营企业投资收益 (2014-2019)



资料来源: Wind、公司公告、招商证券

图 26: 除联营企业外投资收益 (2014-2019)



资料来源: Wind、公司公告、招商证券

- 公司通过旗下山东高速投资发展畅赢股权投资设立多个股权基金开展投资业务, 涉及传统金融、高端制造、信息技术等多个战略新兴产业。目前公司投资余额达到 111.8 亿元。2019 年公司借此实现投资收益超 7.6 亿元。

表 8: 股权基金投资明细

项目名称	项目总投资	公司拟投资	2019 年投	累计投入	投入余额
华润信托·投资绵阳科技城产业发展基金	570,000	50,000	50,000	50,000	50,000
济南畅赢交通基础设施建设投资基金	328,128	66,000	66,000	66,000	66,000
青岛畅赢金鹏股权投资	130,100	130,000	0	129,430	129,430
济南畅赢金程股权投资	501,001	501,000	0	501,000	501,000
济南畅赢金安投资	249,910	249,900	0	165,000	165,000
济南畅赢金海投资	70,250	70,240	0	70,240	0
潍坊山高新旧动能转换投资	230,001	150,000	0	150,000	150,000
山东省新旧动能山高诚泰创投基金	50,000	20,000	0	0	0
济南金铭投资	60,010	60,000	56,959	56,959	56,959
山高畅赢慧通股权投资基金	49,000	24,738	0	0	0
山东省新旧动能山高军融产业投资基金	500,000	345,000	0	0	0
合计	2,738,400	1,666,878	172,959	1,188,629	1,118,389

资料来源: 公司公告, 招商证券

依据公司的规划, 未来随着公司路产改扩建结束, 路桥运营板块仍将回归首要位置, 公司将逐步压缩财务投资比重。此外, 公司未来将聚焦路产及相关产业链的权益性投资, 实现和主业的协同发展, 以便更大程度实现公司长期价值的增长。

## 四、盈利预测及投资评级

### 1. 盈利预测

#### 核心假设

#### 路产：

1) 通行费收入方面，2020 年短期受疫情及免费通行政策的不利影响，随后 2021/2022 年有望迎来需求迅速回升，而济青高速收费费率在 2020 年提升 25.1%，以下为各路段通行费假设。

济青高速 2020-2022 年同比提升 71%、56%、10%；

京台高速 2020-2022 年同比变化-30%、-10%、-20%；

武荆、济晋高速 2020-2022 年同比变化-30%、35%、10%；

剩余路段 2020-2022 年同比变化-20%、25%、10%。

表 9：通行费收入明细

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
通行费收入合计	63.3	62.6	61.6	69.1	69.9	94.4	100.5
YOY	7.0%	-1.2%	-1.6%	12.3%	1.1%	35.1%	6.5%
济青高速（100%）	27.1	24.0	12.3	19.9	34.0	53.1	58.4
YOY	2.0%	-11.3%	-48.8%	61.7%	71.0%	56.0%	10.0%
京台高速（100%）	19.3	19.1	19.3	17.7	12.4	11.1	8.9
YOY	11.3%	-0.9%	1.2%	-8.4%	-30.0%	-10.0%	-20.0%
济莱高速（100%）	2.9	4.3	5.2	4.6	3.6	4.6	5.0
YOY	22.3%	47.1%	22.2%	-13.0%	-20.0%	25.0%	10.0%
泰曲段（100%）	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
YOY	-32.0%	47.1%	4.0%	15.4%	-20.0%	25.0%	10.0%
许州-禹州高速（60%）	1.2	1.7	2.1	2.0	1.6	2.0	2.2
YOY	-0.8%	41.8%	20.2%	-4.8%	-20.0%	25.0%	10.0%
威海-乳山高速（100%）	1.2	1.3	1.4	1.4	1.1	1.4	1.5
YOY	11.0%	7.4%	4.6%	2.9%	-20.0%	25.0%	10.0%
济南黄河大桥（100%）	0.2	0.1	-	-	-	-	-
YOY	-26.1%	-23.5%	-	-	-	-	-
济南黄河二桥（100%）	4.4	4.8	5.0	5.1	4.1	5.1	5.6
YOY	9.5%	9.6%	5.2%	1.2%	-20.0%	25.0%	10.0%
滨州黄河大桥（100%）	0.1	0.1	-	-	-	-	-
YOY	12.5%	-33.3%	-	-	-	-	-
平阴黄河大桥（100%）	1.0	0.8	-	-	-	-	-
YOY	8.7%	-22.0%	-	-	-	-	-
潍莱高速（100%）	2.8	3.0	2.7	3.0	2.4	3.0	3.3
YOY	4.8%	5.3%	-10.7%	11.3%	-20.0%	25.0%	10.0%
衡邵高速（60%）	2.0	2.0	2.2	2.2	1.8	2.2	2.5
YOY	11.6%	1.0%	6.9%	2.3%	-20.0%	25.0%	10.0%
利津黄河公路大桥	1.0	1.2	1.2	0.7	0.5	0.7	0.7
YOY	-	-	6.9%	-47.6%	-20.0%	25.0%	10.0%
河南济晋高速（54%）	-	-	1.1	2.7	1.9	2.5	2.8
YOY	-	-	-	138.1%	-30.0%	35.0%	10.0%



单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
湖北武荆高速 (60%)	-	-	8.8	9.7	6.8	9.2	10.1
YOY	-	-	-	10.5%	-30.0%	35.0%	10.0%

资料来源: 公司公告、招商证券 注: 济南、滨州、平阴黄河大桥自 2018 年不再收费, 通行费按业务口径计算

2) 路产成本及费用方面, 主要变动为折旧摊销和财务费用;

预计折旧摊销 2020-2022 年同比增加约 7.2、0.2、0.3 亿元;

预计财务费用 2020-2022 年同比增加约 7.1、3.1、0.7 亿元;

预计养护及运营成本 2020-2022 年同比变化 3%、5%、2%。

#### 房地产及投资:

预计 2020-2022 年投资收益年均增速 10%, 暂不考虑房地产项目退出的转让收益。

表 10: 利润简表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	73.8	68.3	74.5	74.8	100.8	107.2
其中: 济青高速新增				15.1	35.4	41.0
营业成本	31.9	34.5	35.0	43.3	45.3	46.2
其中: 济青高速折旧新增				7.2	7.4	7.7
养护及运营成本新增				0.9	2.8	3.5
财务费用	5.3	8.7	10.9	18.0	21.1	21.8
其中: 济青高速新增				7.1	10.2	10.9
投资收益	14.5	32.9	16.2	17.8	19.6	21.5
营业利润	44.8	50.2	42.0	27.4	48.9	54.9
利润总额	40.0	43.1	41.2	26.6	47.8	54.2
净利润	28.8	36.3	30.7	22.9	35.9	40.4
归属母公司所有者净利润	26.4	29.4	30.4	23.6	35.5	40.0

资料来源: 招商证券

预计 2020-2022 年归母净利为 23.6、35.5、40.0 亿元, 对应 EPS 为 0.49、0.74、0.83 元/股, 同比变化-23%、51%、13%。

## 2. 投资评级

短期来看, 疫情冲击影响明显, 但至暗时刻已经过去。

今年以来, 疫情的冲击及免收通行费政策对公司业绩造成较大影响, 2020Q1-Q2 较去年同期通行费收入减免 13.3 亿元, 同时济青高速通车后折旧和财务费用大幅增加, 导致公司 Q1 业绩出现亏损。目前, 经济活动已经逐渐重启, 全国高速公路自 5 月 6 日开始收费, 至暗时刻已经过去。在车流量逐步复苏的情形下, 公司业绩逐季改善的确定性高。

中长期来看, 兼具防御和进攻属性, 利率下行驱动超额收益。

### 1. 防御属性突出, 中期具备进攻性

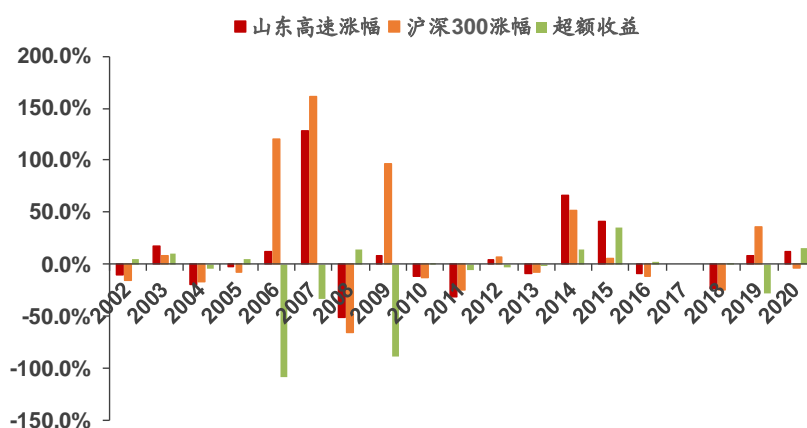
从行业属性来看, 高速公路车流虽然受宏观经济影响, 但路产自然垄断、收费行政化定价, 车流周期波动相对较小, 使得收入端波动呈现较为稳定的特性; 另一方面, 成本端包含人工、折旧摊销、养护及运营成本, 同样具备稳定性。因此盈利的相对稳定性使得

对应标的具备较强的防御性。

我们复盘了公司自 2002 年上市以来的股价走势，超额收益参考基准为沪深 300 指数，发现山东高速是典型的“熊市品种”，在当前宏观经济不确定性较大的情形下，公司应是适宜进行配置的理想标的。

- **牛市多具有负超额收益：**2006-2007、2009、2019 年，山东高速均明显跑输沪深 300 指数；14-15 年表现较为特殊，主要因公司布局光伏产业实现产业转型，契合彼时市场热点，实现比较明显超额收益。
- **熊市多具有正超额收益：**2008、2020 年，山东高速均明显跑赢沪深 300 指数；2016/2018 年因公司进入经营调整期，超额收益不明显。

图 27：山东高速股价复盘（2002-2020）



资料来源：wind，招商证券

另一方面，公司自 2016 年起进入经营调整期，但济青高速改扩建结束开始提升业绩，京台高速有望成为公司 3 年后又一盈利增长点，公司即将开启新一轮成长，业绩的持续增长有望驱动公司股价稳步提高。

## 2. 利率下行，股息率具备较强吸引力

从公司股价的历史走势来看，除政策端的影响外，利率下行是公司产生超额收益的核心驱动力。在十年期国债显著下行的 2005、2008、2014-2015、2020 年，均明显跑赢沪深 300 指数；2016、2018 年虽面临利率下滑，但公司进入经营调整，业绩下滑削弱了股价的上行动力。

高速公路盈利稳定性强、现金流稳健的特征使其具备持续分红的条件。山东高速自 2002 年上市以来，股利支付率最低也在 30% 左右，2019 年更提高至 60%。未来伴随公司核心资产完成改扩建，有望在下一个三年中制定更加合理的分红计划。依据当前 60% 的股利支付比例（未来大概率提高），按照 2021 年业绩测算，在当前股价下股息率达到 8.4%，考虑到未来仍有较强成长性，在目前利率仍处于下行通道的背景下，单就股息而言已具备突出吸引力。

图 28：利率下行是公司股价产生超额收益的核心驱动力



资料来源：wind，招商证券

从估值来看，我们选取行业中具有代表性的公司进行比较。无论从动态 PE 还是 PB 来看，公司在行业中均处于相对低位。由于 2020 年遭遇疫情冲击，我们审慎地按完整经营年度 2021 年的动态 PE 10x 进行估值，则合理目标价应为 7.4 元/股，较目前仍有 30% 以上空间，首次覆盖给予“强烈推荐-A”评级。

表 11：行业估值对比

公司	股价	EPS				盈利增长率			PE				PB
		19A	20E	21E	22E	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
招商公路	7.12	0.70	0.44	0.79	0.86	-37%	80%	9%	10.2	16.2	16.2	8.3	0.92
深高速	9.61	1.15	0.75	1.16	1.24	-35%	54%	7%	8.4	12.8	12.8	7.8	1.15
粤高速 A	7.16	0.60	0.50	0.75	0.65	-17%	50%	-14%	11.9	14.3	14.3	11.1	1.56
宁沪高速	10.59	0.83	0.53	0.91	0.98	-37%	72%	8%	12.7	20.1	20.1	10.8	1.92
山东高速	5.6	0.63	0.49	0.74	0.83	-23%	51%	13%	8.9	11.4	7.6	6.7	0.90

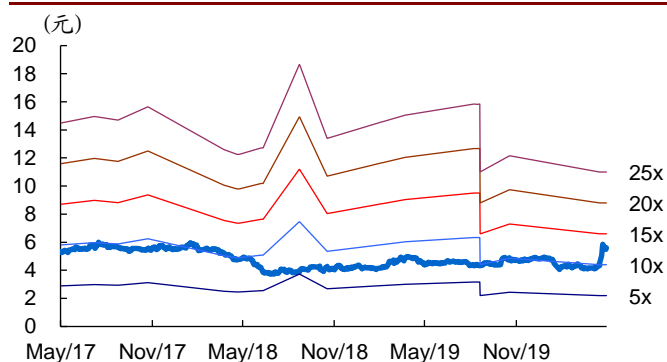
资料来源：wind，招商证券 注：除山东高速外，其余取 wind 一致预期

## 五、风险提示

**疫情扩散超预期：**虽然当前国内疫情控制较好，但国外疫情形势严峻。疫情仍然存在跨季爆发的可能，影响宏观经济。

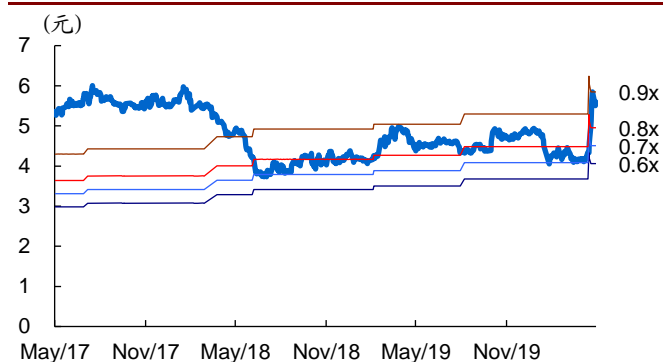
**金融投资产生大额亏损：**公司参与多个股权基金的产业投资，在宏观经济不确定的情形下，可能出现到期大额亏损的情况，拖累公司业绩。

图 29：山东高速历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 30：山东高速历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券



## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	7441	9305	9217	11438	12715
现金	1475	1682	1197	1231	1943
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	55	55	74	79
应收款项	7	7	2	2	2
其它应收款	2752	4766	4791	6452	6865
存货	1683	1555	1913	2002	2044
其他	1523	1241	1258	1677	1781
<b>非流动资产</b>	61156	71055	74712	78295	81760
长期股权投资	9849	10757	10757	10757	10757
固定资产	4539	6390	8424	10338	12090
无形资产	19666	41258	39883	38553	37268
其他	27102	12650	15649	18647	21646
<b>资产总计</b>	<b>68596</b>	<b>80360</b>	<b>83928</b>	<b>89733</b>	<b>94475</b>
<b>流动负债</b>	11157	11942	15053	17977	19747
短期借款	28	505	2595	5117	6692
应付账款	2319	4448	5502	5756	5879
预收账款	21	92	114	119	122
其他	8789	6897	6841	6985	7054
<b>长期负债</b>	28124	34030	34030	34030	34030
长期借款	26289	32140	32140	32140	32140
其他	1835	1890	1890	1890	1890
<b>负债合计</b>	<b>39281</b>	<b>45972</b>	<b>49083</b>	<b>52007</b>	<b>53777</b>
股本	4811	4811	4811	4811	4811
资本公积金	3274	6160	6160	6160	6160
留存收益	19176	21150	21677	24521	27454
少数股东权益	2054	2266	2198	2234	2274
归属于母公司所有者权益	27261	32121	32647	35492	38425
<b>负债及权益合计</b>	<b>68596</b>	<b>80360</b>	<b>83928</b>	<b>89733</b>	<b>94475</b>

## 现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	3891	5501	5918	4364	6222
净利润	2944	3044	2355	3551	3998
折旧摊销	1397	1606	2338	2412	2530
财务费用	1001	1461	1797	2107	2177
投资收益	(3290)	(1621)	(1784)	(1962)	(2157)
营运资金变动	1542	899	1289	(1787)	(371)
其它	298	113	(76)	43	46
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8369)</b>	<b>(9006)</b>	<b>(4216)</b>	<b>(4038)</b>	<b>(3843)</b>
资本支出	(7315)	(8738)	(6000)	(6000)	(6000)
其他投资	(1054)	(268)	1784	1962	2157
<b>筹资活动现金流</b>	2996	3713	(2187)	(292)	(1667)
借款变动	7436	2967	1439	2522	1575
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(1348)	2886	0	0	0
股利分配	(856)	(1063)	(1828)	(706)	(1065)
其他	(2236)	(1077)	(1797)	(2107)	(2177)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1482)</b>	<b>207</b>	<b>(485)</b>	<b>34</b>	<b>712</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	6829	7445	7484	10078	10723
营业成本	3450	3497	4326	4525	4622
营业税金及附加	102	66	66	89	95
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	459	337	339	457	486
研发费用	2	5	5	7	7
财务费用	866	1087	1797	2107	2177
资产减值损失	(217)	126	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	7	7	7	7
<b>营业利润</b>	3290	1615	1777	1955	2150
营业外收入	5024	4201	2735	4855	5493
营业外支出	80	88	88	88	88
<b>利润总额</b>	791	166	166	166	166
所得税	4313	4124	2657	4778	5416
<b>净利润</b>	687	1058	371	1191	1378
少数股东损益	683	22	(69)	36	40
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2944</b>	<b>3044</b>	<b>2355</b>	<b>3551</b>	<b>3998</b>

## 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	-7%	9%	1%	35%	6%
营业利润	12%	-16%	-35%	78%	13%
净利润	11%	3%	-23%	51%	13%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.5%	53.0%	42.2%	55.1%	56.9%
净利率	43.1%	40.9%	31.5%	35.2%	37.3%
ROE	10.8%	9.5%	7.2%	10.0%	10.4%
ROIC	3.2%	4.4%	3.7%	5.3%	5.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.3%	57.2%	58.2%	57.4%	56.1%
净负债比率	44.5%	43.9%	43.4%	43.0%	42.2%
流动比率	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
存货周转率	1.4	2.2	2.5	2.3	2.3
应收帐款周转率	494.0	219.0	127.0	152.0	137.0
应付帐款周转率	1.7	1.0	0.9	0.8	0.8
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.61	0.63	0.49	0.74	0.83
每股经营现金	0.81	1.14	1.77	1.44	1.82
每股净资产	5.67	6.68	6.79	7.38	7.99
每股股利	0.22	0.38	0.15	0.22	0.25
<b>估值比率</b>					
PE	9.2	8.9	11.4	7.6	6.7
PB	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	11.3	12.4	7.8	6.2	5.8

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业研究助理。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。