

铁路公路行业

深度报告

行业公司研究——铁路公路行业

证券研究报告

“低估值+高股息”逻辑不改，关注头部高速及铁路货运

——交通运输行业防御性框架专题

✉ : 匡培钦 执业证书编号: S1230520070003
 ☎ : 021-80106013
 ✉ : kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

本报告梳理汇总铁路及公路行业防御性配置的原因与逻辑，重申稳健增长下的“低估值+高股息”投资机会。

投资要点

□ **对经济防御性：铁路货运及公路对经济敏感度较低，整体业绩表现稳健**
 铁路货运受益于大宗“公转铁”持续推进，无惧疫情冲击逆势稳增。2020年1-8月全国铁路货运量29.42亿吨，同比增长3.0%，其中8月单月完成3.92亿吨，同比增长8.9%。展望后续，我们认为制造业基本盘的企稳改善将持续催化铁路货运需求。

高速公路车流以客车为主，对海内外经济敏感度低。对于海外经济，一方面高速公路不涉及跨境车辆流通，没有直接相关性；另一方面，公路集疏港货运量占公路货运量比例相对较低，物流层面相关性较低。对于国内经济，复盘2000-2019年，高速公路板块利润增速平滑，在经济下行期高速公路板块业绩更具稳定性。根据交通运输部数据，6、7月高速公路车流量同比恢复97.4%，其中货车通行量同比增长13%率先回正，整体车流处于稳步恢复进程之中。

□ **对大盘防御性：高现金流赋能高股息，相对大盘具备强防御性**

铁路公路行业稳健现金流对高股息形成有力支撑。铁路货运及高速公路“贷款投资-建设-经营”的模式决定了相关标的公司拥有稳定的经营现金流，近年来铁路板块盈利现金比率维持在1.2-1.4之间，高速板块盈利现金比例维持在1.5-1.9之间，流动性十分充足。基于稳定的现金流，标的公司能够以高分红积极回报股东。

高股息标的在税收及分红后填权行情方面具备优势。从税收角度看，通过对我国税法对股票派息分红及债券利息收入的税收规定的梳理，我们发现二者在增值税、个人所得税等方面有所差异，股票分红税后收益相对债券利息收入更高。从分红后填权行情看，基于利润创造单一驱动角度和利润创造和成熟期企业再投资决策转型共同驱动角度的逻辑推演，我们认为股票分红后填权行情发生实属必然。

□ **“低估值+高股息”构建充足安全边际**

一方面，公路铁路头部高股息标的估值普遍处于相对低位，其中宁沪高速、山东高速、招商公路、粤高速A、深高速当前PB分别处于历史底部28%、27%、8%、53%、19%百分位，大秦铁路PB已创历史底部，向下空间十分有限；另一方面，我们构建的铁路公路高股息标的2019年平均分红比例54%，高出上证A股分红比例算术均值15个百分点。建议关注头部高速及铁路货运标的。

□ **风险提示：宏观经济大幅波动；免费通行政策补偿措施不及预期；“公转铁”政策进度不及预期。**

行业评级

铁路运输 II	看好
高速公路 II	看好

相关报告

- 1《物流快递成长性不减，陆运港口稳步恢复——交运基建物流板块2020中报总结》2020.09.05
- 2《铁路公路基建求稳健，港口快递搏弹性——交运基建行业2020中期投资策略》2020.07.20
- 3《利率下行周期内，铁路公路高股息标的投资价值更优——对铁路公路行业投资机会的专题思考》2020.5.14
- 4《铁路公路行业热点十问十答：利空出尽，攻守兼备——铁路公路行业一季度综述》2020.05.06
- 5《高速公路行业深度报告：投资价值或有增厚，超跌后长期仍是优质避险资产》2020.04.07

报告撰写人：匡培钦

联系人：耿鹏智

正文目录

1. 铁路货运及公路板块经济敏感性低，整体业绩表现稳健	4
1.1. “公转铁”持续推进，铁路运量逆势增长	4
1.2. 高速公路客车通行为主，总体车流稳步恢复	5
2. 高现金流带来高股息能力，凸显大盘防守性	7
2.1. 债券收益率低位期，高分红股票投资更优	7
2.2. 公路铁路现金流良好，分红政策稳健	10
3. “低估值+高股息”是公路铁路头部标的防御性的主逻辑	11
3.1. 头部标的多处估值低位，安全边际充足	11
3.2. 头部标的平均分红比例已超 50%，彰显经营信心	12
3.3. 风险提示	13
附：铁路公路板块高分红标的股息梳理	14

图表目录

图 1: 疫情期间铁路货运先行回正	5
图 2: 推进“公转铁”以来铁路货运持续回升	5
图 3: 2019 年我国高速公路客车流量占比 77%	5
图 4: 2019 年我国高速公路车流量同比增长 8.7%	5
图 5: 公路货运量远高于港口外贸吞吐量	5
图 6: 高速公路行业对海外经济敏感性低	5
图 7: 高速公路板块业绩相对平稳	6
图 8: 3、4 月份免费通行期间高速路网车流量高增	6
图 9: 贷款市场报价利率整体处于下行通道	7
图 10: 我国债券到期收益率仍在相对低位	7
图 11: 股票派息红利与债券利息收入在税收方面的比较	8
图 12: 派息分红-填权修复必然性逻辑推演框架	9
图 13: 复盘来看，利率低位期铁路公路高分红标的等权重组合大概率能跑出向上超额收益	10
图 14: 我国小客车保有量 5 年 CAGR 为 10.12%	10
图 15: 我国货运结构以公路货运为主体	10
图 16: 我国铁路货运结构相对刚性（2018 年国铁集团口径）	11
图 17: 铁路板块盈利现金比率稳健	11
图 18: 高速板块盈利现金比率稳健	11
图 19: 高速板块头部公司 PB(LF)处于历史低位	12
图 20: 大秦铁路 PB(LF)创造历史底部	12
表 1: “公转铁”政策推进情况	4
表 2: A 股铁路高速板块主要公司近 5 年股利支付情况及分红政策	13
表 3: 铁路公路板块高分红标的股息对比	14

附表：重点公司盈利预测与相对估值 14

1. 铁路货运及公路板块经济敏感性低，整体业绩表现稳健

1.1. “公转铁”持续推进，铁路运量逆势增长

“公转铁”政策持续推进，推动大宗原材料运输由公路向铁路转移。自2017年4月份天津港禁止汽运煤进港开始，“公转铁”政策逐渐落地。2019年，国铁集团与1058家企业签订互保协议运量25.35亿吨、同比增长20%，其中煤炭中长期合同运量为8.62亿吨、同比增长24%。短期看催化，《推进运输结构调整三年行动计划（2018-2020年）》要求到2020年采暖季前，沿海主要港口和唐山港、黄骅港的矿石、焦炭等大宗货物原则上主要改由铁路或水路运输；长期看格局，大宗货物运输格局将由公路向铁路转移，本质是运力资源的优化配置。

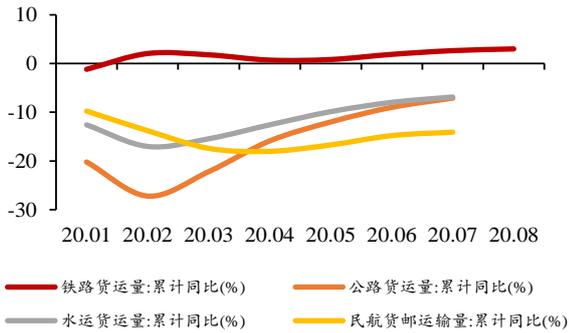
表 1：“公转铁”政策推进情况

时间	事件
2017年4月	天津港禁止汽运煤集港
2017年9月	环渤海港口禁收汽运煤集港
2018年2月	铁路总公司组织北京局集团公司与唐山市政府签订《关于加强唐山地区铁路集疏港运输战略合作的框架协议》
2018年3月	广西10家交通运输业与中铁南宁局集团公司签署“公转铁”运输协议
2018年4月	中央财经委员会第一次会议要求调整运输结构，减少公路运输量，增加铁路运输量
2018年4月	交通部召开运输结构调整工作组会议，以深化交通运输供给侧结构性改革为主线，以推进货物运输“公转铁”
2018年5月	第八次全国生态环境保护大会召开，突出加强工业、燃煤、机动车“三大污染源”治理，坚决打赢蓝天保卫战
2018年7月	国务院政策例行会议召开，强调到2020年实现全国铁路货运量达47.9亿吨，煤炭运量达28.1亿吨，铁路疏港矿石量达6.5亿吨
2019年1月	自2019年1月1日起，青岛港、烟台港及日照港的煤炭集港全部改为铁路或水路运输
2019年2月	北京局集团与首钢集团签订绿色物流战略合作协议
2019年11月	山东港口集团与中铁济南局集团有限公司签署2020年度路港战略合作协议，进一步推动运输结构调整，扩大铁路运输份额
2020年1月	郑州局集团与21家“白货”企业签订运量互保协议
2020年3月	大秦铁路、国家电投与秦皇岛港签订战略合作协议，率先推进大宗货运公转铁
2020年6月	两部委发布《关于进一步减低物流成本实施意见的通知》，加快推动大宗货物中长距离运输“公转铁”、“公转水”

资料来源：中国政府网，交通运输部，生态环境部，国铁集团，山东省交通运输厅，新浪网，浙商证券研究所

年内铁路货运不惧疫情，运量彰显强韧性逆势上升。1) 横向看，截至2020年7月货运累计同比恢复情况铁路>水路>公路>航空；2) 纵向看，2020年1-8月全国铁路货运量29.42亿吨，同比增长3.0%，其中8月单月完成3.92亿吨，同比增长8.9%。展望后续，制造业基本盘的企稳改善将持续催化铁路货运需求，8月份我国PMI为51%，已连续6个月位于荣枯线之上；新订单指数52%，已连续4个月回升。根据浙商宏观组观点，两个大循环促进内外需求共振，内需领先性企稳，部分制造业企业已经领先性进入蓄力或补库阶段，预计对铁路货运形成有力支撑。

图 1：疫情期间铁路货运先行回正



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：推进“公转铁”以来铁路货运持续回升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 高速公路客车通行为主，总体车流稳步恢复

我国高速公路通行车流以客车为主。以 2019 年高速公路通行车流来看，客车通行车流 80.3 亿辆，货车通行车流 24.4 亿辆，两者分别占比 77%、23%，同比分别增长 9.4%、6.7%。客货车两方面合计，2019 年我国高速公路车流量 104.7 亿辆，同比增长 8.7%。

图 3：2019 年我国高速公路客车流量占比 77%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2019 年我国高速公路车流量同比增长 8.7%

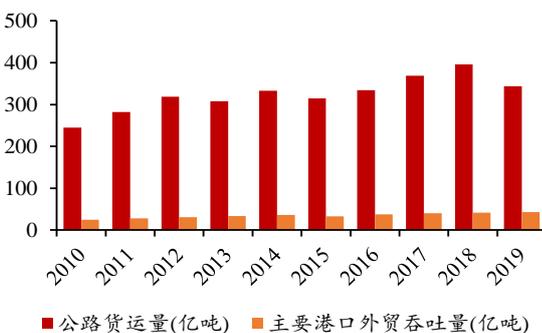


资料来源：Wind，浙商证券研究所

高速公路行业对海内外经济敏感度较低：

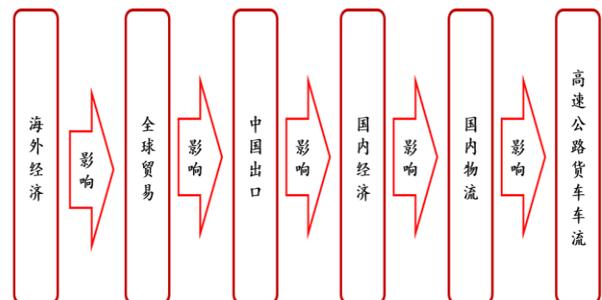
- 对于海外经济，一方面高速公路不涉及跨境车辆流通，没有直接相关性；另一方面，在物流方面，港口吞吐量相较高速货运量也在低位，剔除铁路及管道水运集疏港，公路集疏港货运量占公路货运量比例相对较低。

图 5：公路货运量远高于港口外贸吞吐量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

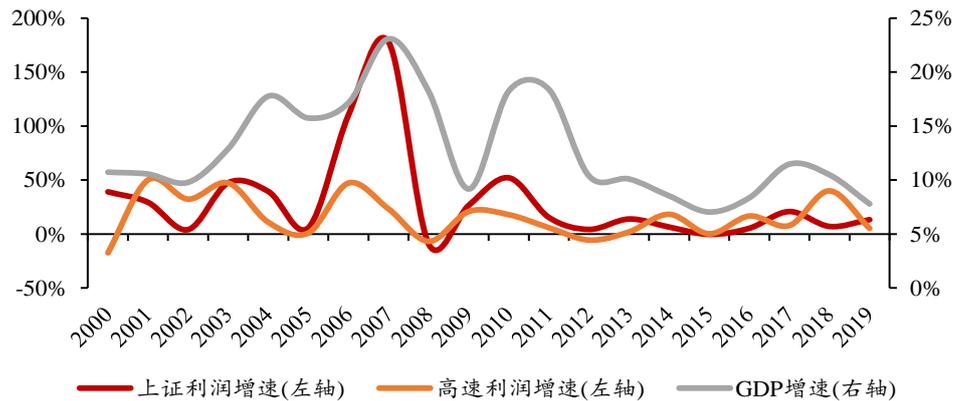
图 6：高速公路行业对海外经济敏感性低



资料来源：浙商证券研究所

2) 对于国内经济，复盘看，从2002年至2017年，上市公司整体利润增速受国内GDP增速变化影响起伏波动剧烈，而高速利润增速表现的相对较稳定。如2007至2008年，受经济危机影响，上证指数标的利润增速由57%下降至-15%，下降72个百分点，但高速板块利润增速仅下降29个百分点，再如2010到2012年，上证指数标的利润增速下降35个百分点，高速板块利润仅下降24个百分点。高速公路板块业绩不易受经济波动影响，在经济下行期，业绩更具稳定性。

图 7：高速公路板块业绩相对平稳



资料来源：Wind，浙商证券研究所

当前车流量迅速恢复至接近去年同期平均水平，高速公路盈利能力完全恢复。上半年疫情期间，全国收费公路路网实行车辆免费政策，合计免费95天，5月6日0时起恢复收费，体现高速公路企业对公共利益的担当，据交通运输部疫情期间披露日度运输数据，3、4月份高速公路车流量高增态势明显。当前高速公路车流量已经恢复至与去年同期接近持平，据交通运输部8月例行发布会，6、7月全国高速公路总流量达到17亿辆次，恢复至去年同期的97.4%，其中货车通行量5.06亿辆次，同比增长13.1%，高速公路盈利能力完全恢复。

图 8：3、4月份免费通行期间高速路网车流量高增



资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

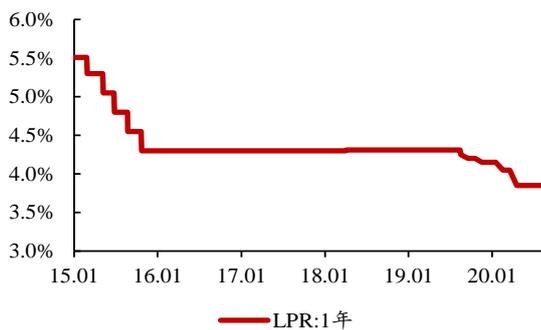
备注：由于交通运输部停止日度披露，数据截止6月5号

2. 高现金流带来高股息能力，凸显大盘防守性

2.1. 债券收益率低位期，高分红股票投资更优

当前我国货币政策维持稳健。根据央行8月份金融数据，8月社融规模增量3.58万亿元，同比上年同期多增1.38万亿，环比上月多增1.89万亿；8月末，社融规模存量276.74万亿元，同比增长13.3%，增速较上月末提升0.4pts。整体看货币政策环境依然保持适度宽松，更加注重精准导向。

图 9：贷款市场报价利率整体处于下行通道



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：我国债券到期收益率仍在相对低位

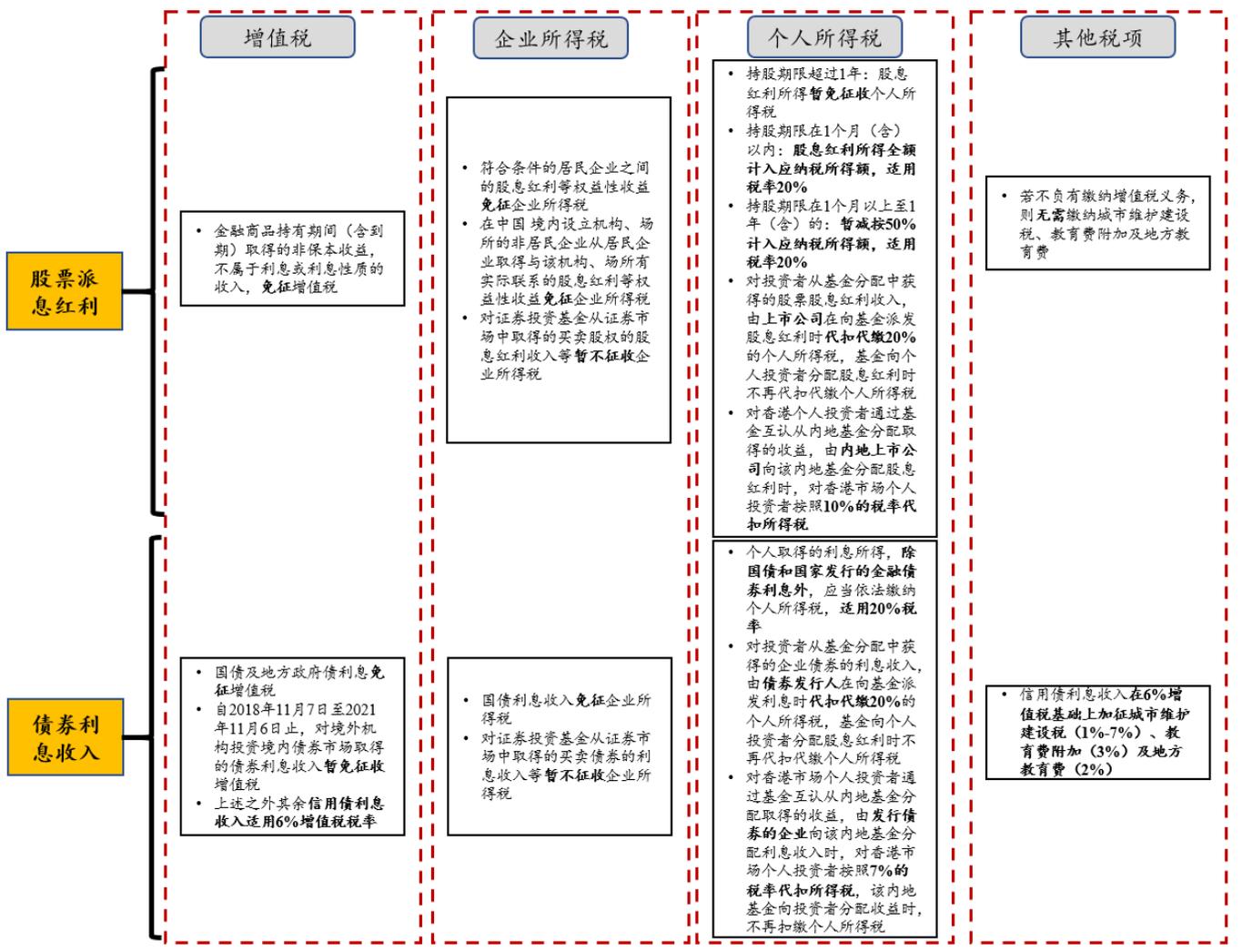


资料来源：Wind，浙商证券研究所

税收角度看，同票息/股息下分红税后收益相对更高。经过对我国税法对股票派息分红及债券利息收入的税收规定的梳理，我们认为股票派息分红的税收优惠较债券利息收入更大：

- 1) 增值税方面，股票派息红利免征增值税，信用债利息收入征收6%增值税。
- 2) 企业所得税方面，股票派息红利及债券利息收入都免征企业所得税。
- 3) 个人所得税方面，内地股票派息红利及债券利息收入都适用20%税率，但股票派息红利根据持股时间长短可以暂减甚至免计入应纳税所得额，而债券利息收入除国债和国家发行的金融债券外，都按20%计收应纳税所得额，代扣代缴主体为上市公司及债券发行人，基金公司无需重复代扣代缴；若是香港投资者通过基金互认买卖内地基金，则股票股息分红按7%税率征收个人所得税，债券利息收入按10%征收个人所得税，代扣代缴主体为上市公司及债券发行人。
- 4) 其他税项方面，信用债利息收入负有缴纳6%增值税的义务，需相应在此基础上缴纳城市维护建设税（1%-7%）、教育费附加（3%）及地方教育费（2%）；股票派息分红相应不负有缴纳增值税义务的，则无需缴纳。

图 11：股票派息红利与债券利息收入在税收方面的比较



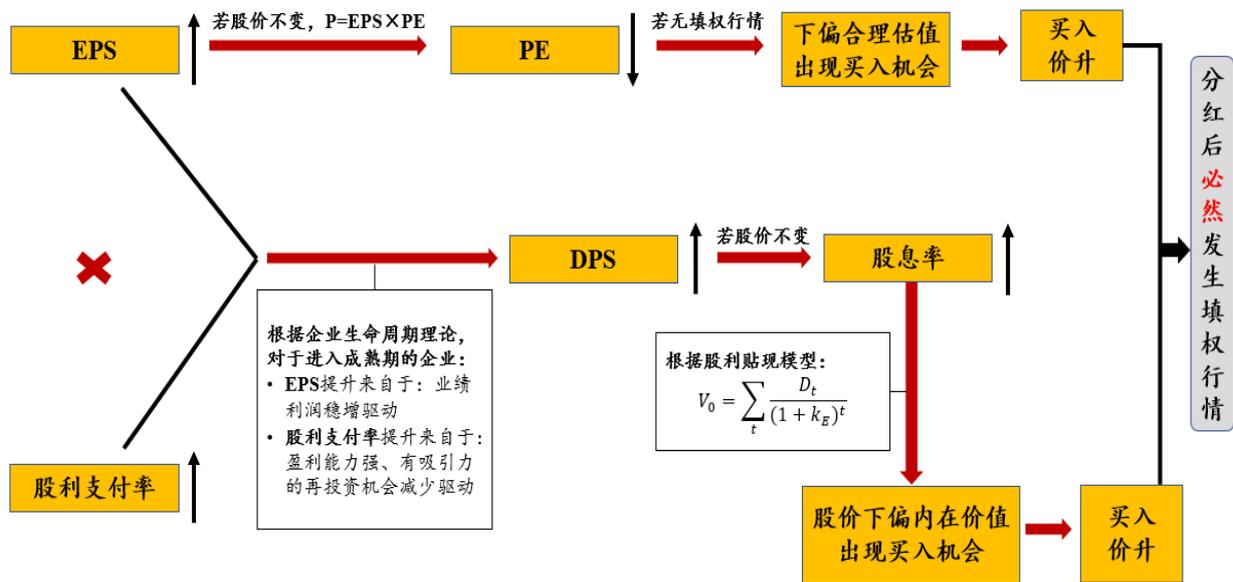
资料来源：国家财政部，浙商证券研究所

股票分红提升基于利润创造及成熟期再投资决策转变，分红后必然发生填权行情。所谓填权行情，指的是派息分红后市场对股票除权除息后价格缺口的回补。利润创造带来EPS提升，同时成熟期企业再投资优质机会减少带来股利支付率提升，两者驱动下最终股票分红提升。股票分红派息后，填权行情必然发生，其必然性基于如下两大逻辑共振：

- 1) **利润创造的单一角度**: EPS提升 → 若股价不变市盈率下调 → 股价下偏合理估值 → 出现买入机会 → 买入 → 股价提升 → 填权行情出现；
- 2) **利润创造和成熟期企业再投资决策转型共同驱动的角度**: EPS提升叠加股利支付率提升 → DPS提升 → 若股价不变股息率提升 → 高股息资产增强吸引力 → 考虑股利贴现模型下企业内在价值提升，股价更加下偏内在价值提示买入机会 → 买入 → 股价提升 → 填权行情出现。

理论及经验显示，高分红的企业往往是处于成熟期、盈利能力稳定的企业。因此，从利润创造及再投资政策转型的角度，分红后填权行情必然发生，带来估值及股价的回补。

图 12：派息分红-填权修复必然性逻辑推演框架



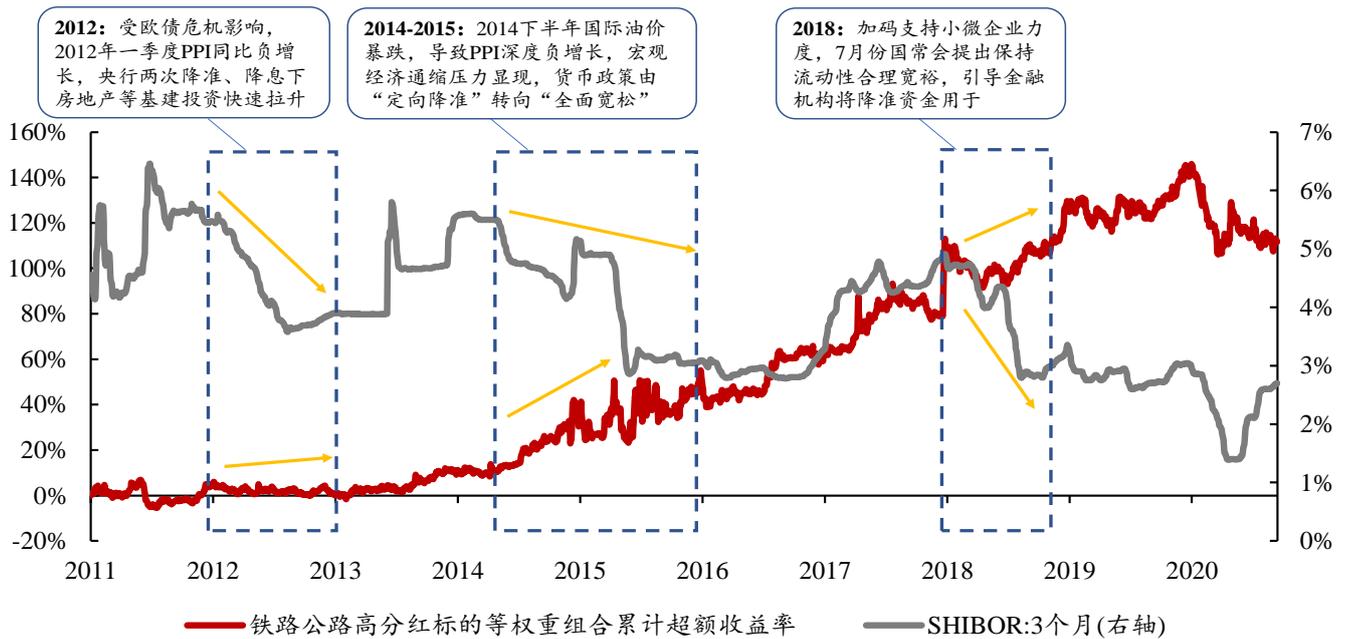
资料来源：浙商证券研究所

经济下行期流动性相对宽裕，高分红铁路公路标的组合具有正累计超额收益。我们选取高速板块 5 个高分红龙头标的（粤高速 A、山东高速、宁沪高速、深高速、招商公路）及铁路板块高分红标的大秦铁路构建等权重股票组合，以 2011 年 1 月为时间起点复盘，该组合在以往流动性宽松期往往能够跑出正累计超额收益。

- 1) 2012 年：受欧债危机波及，一季度 PPI 同比负增长，随后降准降息刺激政策出炉，拉升以房地产为主的基建项目投资，此期间内组合平均累计超额收益为 2.15%，走势持平维系正超额收益。
- 2) 2014 年-2015 年：2014 年下半年国际油价暴跌，引发宏观经济通缩压力，我国货币政策由“定向降准”转向“全面宽松”，此期间内组合平均累计超额收益为 27.50%，伴随 SHIBOR 走低，组合超额收益走势抬升。
- 3) 2018 年：中央加大对小微企业支持力度，实施小微企业专项基金支持，此期间内组合平均累计超额收益为 104.19%，伴随 SHIBOR 走低，组合超额收益走势抬升。

据此，我们认为铁路公路高股息标的组合在利率低位期内往往能够跑出正累计超额收益，且货币越宽松则超额收益越大。若货币政策维持适度稳健宽松，铁路公路高股息标的组合累计超额收益仍有望向上继续突破。

图 13：复盘来看，利率低位期铁路公路高分红标的等权重组合大概率能跑出向上超额收益



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.2. 公路铁路现金流良好，分红政策稳健

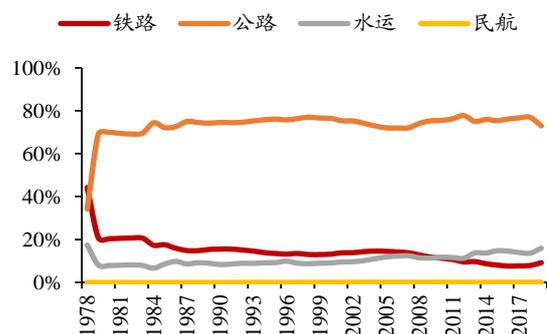
高速公路车流长期增长依然稳健。剔除免费通行政策的一次性影响，高速板块的长期增长点仍然在于需求侧车流量的自然增长与供给侧改扩建扩容的相互配合。需求侧，客车车流自然增长的驱动在于汽车保有量及短途出行偏好的提升，货车车流自然增长的驱动在于公路物流运输需求及装载率的提升；供给侧，随着路产逐渐集中到期，未来5-10年高速上市公司有望迎来改扩建潮。届时随着改扩建的完成，供给端路产扩容将适配需求侧车流增长的趋势，带来高速板块业绩增长的长期驱动。

图 14：我国小客车保有量 5 年 CAGR 为 10.12%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 15：我国货运结构以公路货运为主体

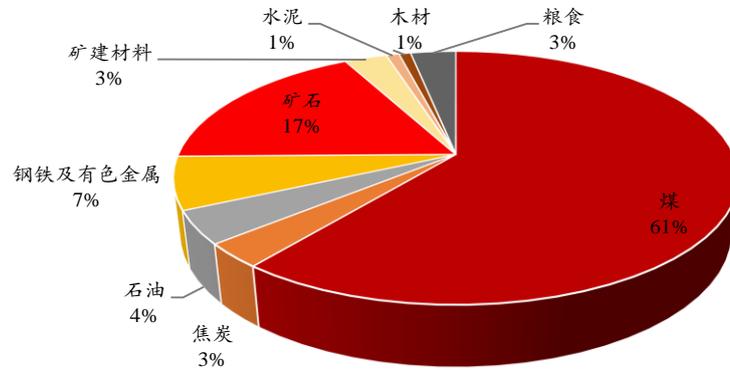


资料来源：Wind，浙商证券研究所

铁路货运以大宗为主，需求相对刚性。内生结构来看，铁路货运以煤（61%）、矿石（17%）、钢铁及有色金属（7%）、石油（4%）、焦炭（3%）等大宗商品为主，稳定性强；政策支持来看，大宗货物“公转铁”持续推进，国家发改委与交通运输部联合发布《关于

进一步降低物流成本的实施意见》，提出加快推进运输结构调整，构建“宜铁则铁、宜公则公、宜水则水”的局面，结构性降低综合运输成本。内生刚性结构叠加外部政策红利，铁路货运需求依然稳健。

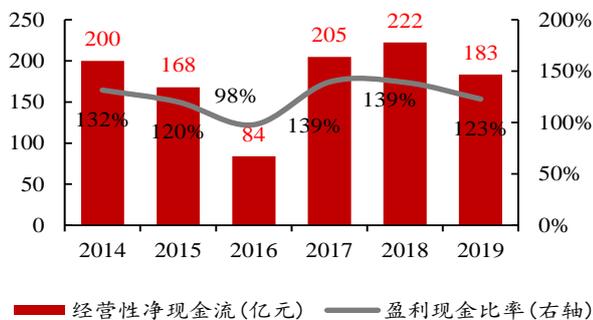
图 16：我国铁路货运结构相对刚性（2018 年国铁集团口径）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

受益于运营模式，铁路货运、公路现金流良好，具有高分红能力。铁路货运及高速公路“贷款投资-建设-经营”的模式决定了相关标的公司拥有稳定的经营现金流，近年来铁路板块盈利现金比率维持在 1.2-1.4 之间，高速板块盈利现金比例维持在 1.5-1.9 之间，流动性十分充足。基于稳定的现金流，标的公司能够以高分红积极回报股东。

图 17：铁路板块盈利现金比率稳健



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 18：高速板块盈利现金比率稳健



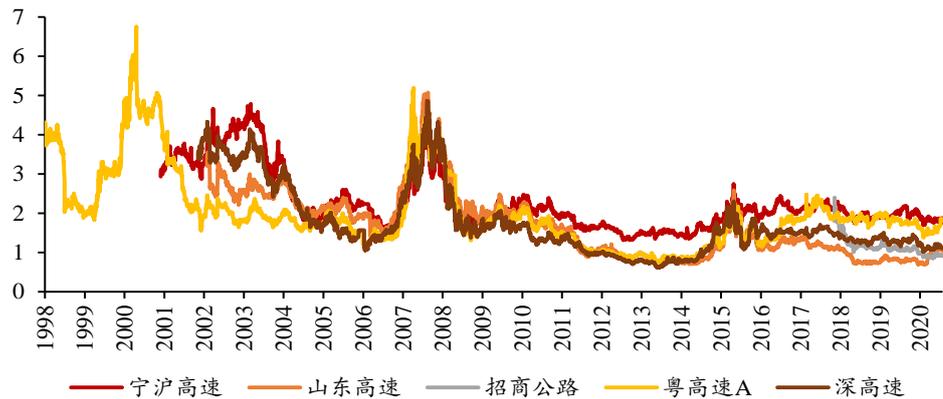
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. “低估值+高股息”是公路铁路头部标的防御性的主逻辑

3.1. 头部标的的多处估值低位，安全边际充足

高速板块头部标的位于历史估值低位。从 5 个高速头部标的公司的历史 PB 来看，整体上分别在 2001-2003、2006-2007、2013-2015 出现过上涨行情，目前各标的 PB 估值都回落至历史底部水平，宁沪高速、山东高速、招商公路、粤高速 A、深高速当前 PB 分别处于历史底部 28%、27%、8%、53%、19% 百分位，股价向下空间有限。

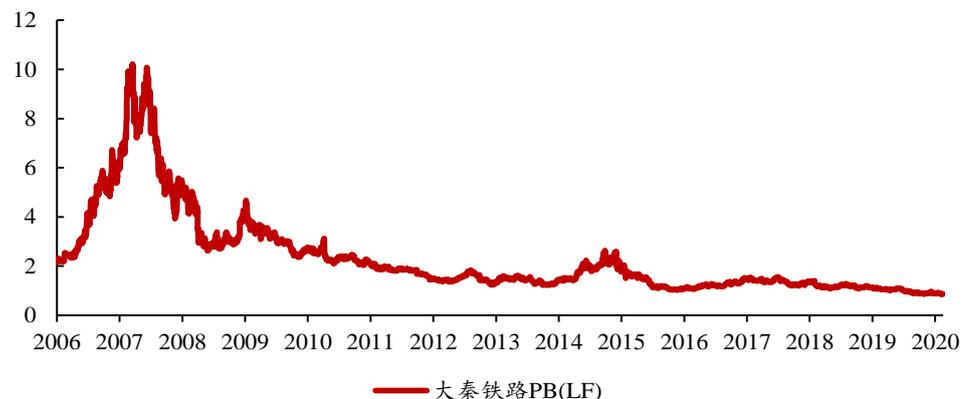
图 19：高速板块头部公司 PB(LF)处于历史低位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

铁路板块，大秦铁路 PB 已创历史底部。当前公司 PB 仅 0.85 倍左右，估值已经见底。公司 3 年、5 年、10 年 PB 均值分别为 1.16、1.20、1.48，因此当前 PB 估值相对 3 年、5 年、10 年均值仍分别有 26.72%、29.17%、42.57% 的上行空间，安全边际充足。大秦铁路当前 PB 底部主要系前期多重偶发因素影响运量以及远期运量所存预期差所致。

图 20：大秦铁路 PB(LF)创造历史底部



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2. 头部标的平均分红比例已超 50%，彰显经营信心

高股息托底绝对收益。基于充裕的现金流，2019 年公路铁路头部标的公司分红比例平均为 54%，高出上证 A 股平均 39% 的分红比例 15pts。其中，山东高速承诺未来 5 年每年现金分红比例不低于 60%，相对当前股价测算 2020-2022 年股息收益合计 19.5%；大秦铁路承诺未来 3 年每年每股分红（税前）0.48 元，相对当前股价预计 2020-2022 年股息收益合计 22.2%。

表 2：A 股铁路高速板块主要公司近 5 年股利支付情况及分红政策

股票代码	公司简称	2015	2016	2017	2018	2019	5 年均值	分红政策
000429.sz	粤高速 A	40%	70%	70%	70%	70%	64%	承诺 2018-2020 年分红比例 70%
600350.sh	山东高速	31%	31%	32%	36%	60%	38%	承诺 2020-2024 年分红比例 60%
600377.sh	宁沪高速	80%	63%	62%	53%	55%	63%	每年每股分红不低于前一年
600548.sh	深高速	48%	41%	46%	45%	45%	45%	承诺分红比例 45%
001965.sz	招商公路	-	-	40%	40%	40%	40%	分红 40%
601006.sh	大秦铁路	53%	52%	52%	49%	52%	52%	承诺 2020-2022 年每股分红 0.48 元
	均值	50%	51%	50%	49%	54%	51%	
	全部 A 股算术平均	40%	38%	37%	43%	39%	39%	-

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

3.3. 风险提示

宏观经济大幅波动；

免费通行政策补偿措施不及预期；

“公转铁”政策进度不及预期。

附：铁路公路板块高分红标的股息梳理

表 3：铁路公路板块高分红标的股息对比

	宁沪高速	山东高速	招商公路	粤高速 A	深高速	大秦铁路
20200922 收盘市值 (亿元)	445	275	426	132	173	956
2020 年归母净利润(亿元)	27.28	21.19	27.51	6.85	15.13	118.21
2020 年分红(亿元)	23.17	12.71	11.00	4.80	6.81	71.52
2020 年分红比例	85%	60%	40%	70%	45%	61%
2020 年股息率	5.21%	4.63%	2.58%	3.63%	3.93%	7.48%
2021 年归母净利润(亿元)	47.08	32.47	52.03	15.55	24.41	139.43
2021 年分红(亿元)	24.18	19.48	20.81	7.78	10.99	71.52
2021 年分红比例	51%	60%	40%	50%	45%	51%
2021 年股息率	5.44%	7.09%	4.88%	5.88%	6.34%	7.48%
2022 年归母净利润(亿元)	51.20	40.66	55.89	14.58	25.88	142.84
2022 年分红(亿元)	24.18	24.40	22.36	7.29	11.65	71.52
2022 年分红比例	47%	60%	40%	50%	45%	50%
2021 年股息率	5.44%	8.88%	5.24%	5.51%	6.73%	7.48%
分红政策	每年每股分红不低于 前一年，2016-2019 年 分别 0.42 元/0.44 元 /0.46 元/0.46 元		承诺 2020-2024 年 分红 40%	承诺 2018-2020 年 分红比例 70%	承诺 2020-2022 年 承诺分红比例 45%	每股分红 0.48 元

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

备注：深高速盈利预测采用 Wind 一致预期

附表：重点公司盈利预测与相对估值

股票代码	公司简称	评级	当前股价		EPS			PE			PB(LF)
			2020/9/22	19A	20E	21E	19A	20E	21E		
600350.SH	山东高速	买入	5.71	0.63	0.44	0.67	9.05	12.98	8.52	1.02	
600377.SH	宁沪高速	增持	9.45	0.83	0.54	0.93	11.34	17.50	10.16	1.84	
001965.SZ	招商公路	增持	6.9	0.70	0.45	0.84	9.85	15.33	8.21	0.90	
000429.SZ	粤高速 A	增持	6.86	0.60	0.33	0.74	11.43	20.79	9.27	1.81	
600548.SH	深高速	-	8.9	1.15	0.69	1.12	7.77	12.83	7.95	1.12	
601006.SH	大秦铁路	增持	6.43	0.92	0.8	0.94	6.99	8.04	6.84	0.85	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：深高速盈利预测采用 Wind 一致预期

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>