

高速公路 II 行业

从绝对估值角度看高速公路投资框架

核心观点:

● 从绝对估值角度看高速公路核心投资要素

在绝对估值体系下,收费主业成长性(对应自由现金流增长率 g 和再投资回报率 ROIC)、经营表现风险(对应 WACC)、在手现金价值(对应股息率)是投资者对行业个股的主要关注点。这三点映射到投资逻辑中,分别强调公司再投资能力、盈利稳定性和股利支付率;进一步落实到选股层面,则表现为**主业路产的区位优势、辅业扩张的审慎性以及高现金分红比例**三个要素。

● 区位优势下,主业车流需求景气度及再投资收益存在较好保障

由于路企没有通行费定价自主权,收费政策一定的情况下,高速公路盈利波动主要关注车流变化。从车流景气度看,随着经济增长步入存量模式、路网铺设逐步加密,未来**车流增长将主要依赖区位优势释放增长动力**,受益区域资源禀赋的虹吸效应,发达地区车流增长波动相对较小。

从区域再投资收益看,发达地区新路投资焦虑相对较弱,源于:1)路产供需格局较好,广东、江苏等地高速公路客运密度居前,但人均覆盖密度靠后;2)存在地方财政支持可能,深圳政府对深高速沿江、外环的 PPP 模式建设支持,帮助缓解公司建设负担。

● 囿于跨业管理经验欠缺,辅业审慎参股是风险较低的理性选择

随着经济增长红利褪去,各行业均面临竞争加剧、集中度提升的局面,高速公司的管理不足开始逐渐暴露,辅业经营较为被动,部分公司开始逐步整理并剥离辅业业务。2015-2018H1 期间,上市公司表内涉及的辅业数量及辅业收入占比基本呈收缩趋势。相比之下,通过**审慎参股,获取其他行业优质公司的稳定投资收益,将是风险较低、波动较小的合理扩张方式**。

● 推荐兼具区位优势、稳定溢价及高股息率的发达地区路产龙头

根据高速选股的三个要素,我们认为,发达地区路产龙头宁沪高速、深高速、粤高速将是未来有望获得超额收益的核心标的:从**主业区位优势**看,三者分别位于长三角、珠三角,受益当地区域经济发展、一体化往来及人口聚集效应;从**辅业扩张审慎性**看,三者辅业规模可控,并且近年均主要采取参股方式进行多元化布局,辅业经营风险相对有限;从**股息收益率**看,三者在手现金流较为充裕,近年股利支付率分别在 60%、45%、70% 以上,股息率分别达到 4.7%、8.1%、6.9%,股息回报较为可观。

● 风险提示

经济周期下行超预期,收费政策调整低于预期,路网分流效应超出预期,辅业经营波动加大。

行业评级

买入

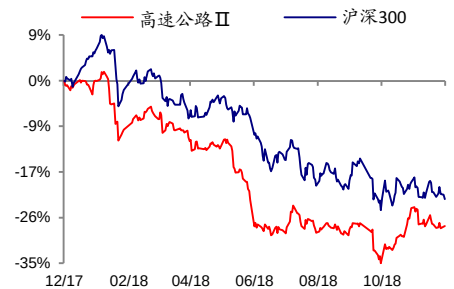
前次评级

买入

报告日期

2018-12-19

相对市场表现



分析师:

关鹏



SAC 执证号: S0260518080003



SFC CE No. BNU877



021-60750602

guanpeng@gf.com.cn

相关研究:

深高速(600548.SH):优质新 2018-11-23

路保障内生收益,短期分红优势突出

深高速(600548.SH):主业增 2018-10-26

长平稳,4 季度盈利有望进一步兑现

宁沪高速(600377.SH):车流 2018-09-04

增长稳中向好,地产贡献增值收益

联系人:

孙瑜

suny@gf.com.cn

目录索引

一、复盘：高速个股在弱势市场中的 ALPHA 属性明显	5
二、从绝对估值角度看高速公路核心投资要素：再投资能力、盈利稳定性、股利支付率	6
2.1 公司价值的决定因素：G、ROIC 和 WACC	6
2.2 高速公路核心投资要素：再投资能力、盈利稳定性和股利支付率	6
三、高速公司路产主业：区位优势是关键因素	8
3.1 盈利稳定性源于车流需求景气度，发达地区路产车流波动较小	8
3.1.1 道路网络化：高速主干路网络格局落定，路网变化影响逐步趋弱	8
3.1.2 经济物流化：工业发展带动货车运输需求，未来向上弹性或将有所弱化	11
3.1.3 出行升级化：客车保有量及自驾出行频次提高，推动客车流量稳步增长	14
3.1.4 区位头部化：区域经济良性增长及人口虹吸效应保障路产车流预期乐观	16
3.2 再投资能力取决于需求密度及政府财力，发达地区新路盈利预期更好	17
四、高速公司辅业经营：审慎参股、获取稳定收益是当前更迎合投资者偏好的扩张方式	20
4.1 为应对主业经营压力，高速公司此前普遍积极寻求跨界转型	20
4.2 路企跨界经营的管理劣势逐渐暴露，参股获得投资收益是风险较低的理性选择	21
五、投资逻辑：推荐兼具区位优势、稳定溢价及高股息率的发达地区路产龙头	23

图表索引

图 1: 高速公路行业 beta 弹性相对较小	5
图 2: 公路行业个股涨跌幅分位数与市场涨跌幅比较	5
图 3: 高速公路投资逻辑	7
图 4: 2000 年京沪线贯通, 沪宁高速车流加速增长	10
图 5: 2003 年沈海线福建段贯通, 福泉车流快速增长	10
图 6: 我国高速公路密度明显上升	10
图 7: 上市路产受路网变化带来的车流影响逐渐趋弱	10
图 8: 公路货运量增速与工业增加值趋势基本吻合	11
图 9: 公路货运量增速与发电量增速趋势基本吻合	11
图 10: 路产货车流量 vs 工业增加值累计同比(MA)	12
图 11: 路产货车流量 vs 工业增加值累计同比(MA)	12
图 12: 我国公路货运量占整体运量比重在 75% 上下	13
图 13: 美国公路货运量占整体运量比重约为 65%	13
图 14: 2013-17 年高附加值工业产业增速普遍较快	13
图 15: 单位工业 GDP 所产生的货运量逐渐下降	13
图 16: 我国民用轿车保有量保持稳定较快增长	14
图 17: 从自驾游趋势看居民自驾出行频次提升	14
图 18: 沪宁高速客车流量增速优于货车	15
图 19: 合宁高速客车流量增速优于货车	15
图 20: 沪宁高速客车占比提升, 收入增长稳定性增强	15
图 21: 合宁高速客车占比提升, 收入增长稳定性增强	15
图 22: 珠三角 (以广东为例) GDP 增长好于全国	16
图 23: 珠三角 (以广东为例) 人口增长好于全国	16
图 24: 东部地区车流表现优于中西部	16
图 25: 东部地区客运密度明显高于中西部	16
图 26: 深高速旗下路产权益车流内生增速好于全国	17
图 27: 宁沪高速旗下路产权益车流内生增速好于全国	17
图 28: 主要高速公司的毛利加权平均剩余收费年限	17
图 29: 剩余收费年限较长的公司倾向于获得更高估值	17
图 30: 高速公路单公里造价持续攀升	18
图 31: 高速公路累积单公里造价持续攀升	18
图 32: 各省高速公路里程	19
图 33: 从人均密度看, 东部地区路网仍存增长空间	19
图 34: 2013-2015 年上市公司涉足辅业数量有所增多	20
图 35: 2013-2015 年上市公司辅业收入占比多有上升	20
图 36: 转型领域估值	20
图 37: 转型领域 ROE	20
图 38: 2015-2018H1 上市公司涉足辅业数量有所减少	21
图 39: 2015-2018H1 上市公司辅业收入占比多有下滑	21

图 40: 高速公司主业收入增长保持稳定	22
图 41: 高速公司辅业经营收入波动较大	22
图 42: 2017 年高速公司主业毛利率约 60%	22
图 43: 2017 年高速辅业毛利率约 15%	22
图 44: 高速公路行业关注点及投资逻辑	23
图 45: 发达地区高速公司路产盈利能力相对更强	23
图 46: 龙头路企股息率较高	23

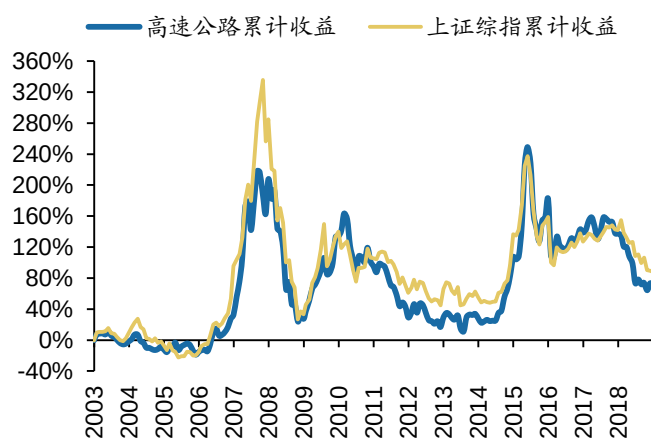
表 1: 2003-2018 年共 16 年中, 高速公路行业个股涨跌幅分位数与市场涨跌幅对比	5
表 2: 90 年代以来, 我国公路网络干道建设规划	8
表 3: 7918 高速公路网规划及建设情况	9
表 4: 部分新建、改扩建路产上市公司出资单公里价格对比	19
表 5: 部分高速公司逐步剥离多元化业务	21
表 6: 龙头路企跨界布局相对更为审慎	22
表 7: 推荐标的估值	24

一、复盘：高速个股在弱势市场中的 alpha 属性明显

复盘行业过去涨跌幅可以发现：

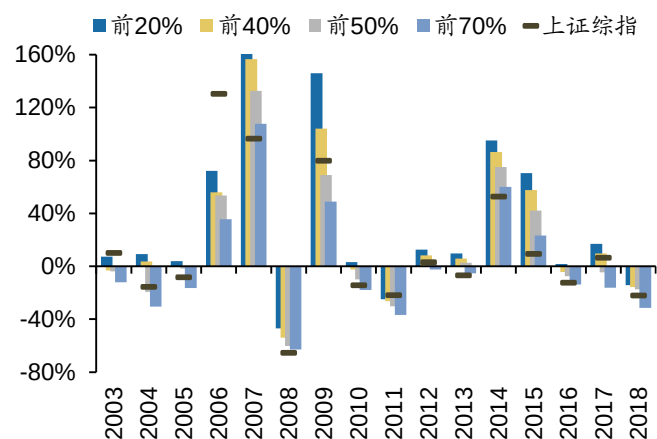
- 1、高速公路行业整体走势与大盘相近，涨跌幅度相对弱于大盘，说明行业beta弹性相对较小。
- 2、从个股收益来看，将每年高速公路行业个股涨跌幅分位数与大盘涨跌幅进行比较，可以发现在过去16年高速公路个股涨跌幅分布相对右偏，行业个股多具备较好的alpha收益。

图1：高速公路行业beta弹性相对较小



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图2：公路行业个股涨跌幅分位数与市场涨跌幅比较



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表1：2003-2018年共16年中，高速公路行业个股涨跌幅分位数与市场涨跌幅对比

	前 20%	前 30%	前 50%	前 70%
取得正超额收益年数	13	13	10	5
取得正超额收益概率	81%	81%	63%	31%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

从复盘经验来看，在当前市场弱势震荡、经济周期下行、投资者风险偏好较低的背景下，高速公路稳定增长的盈利特征有望获得市场青睐。因此我们将在本篇报告中对高速公路行业投资逻辑进行系统讨论，进而选出未来较大概率跑赢市场的优质标的。

二、从绝对估值角度看高速公路核心投资要素：再投资能力、盈利稳定性、股利支付率

2.1 公司价值的决定因素：g、ROIC 和 WACC

公司股权价值 = 企业经营价值 - 债务价值

在现金流折现模型中，企业经营价值由未来各期产生的自由现金流折现来确定，具体可表述如下：

$$DCF = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} = \sum_{t=1}^N \frac{(NOPLAT + D - \Delta OWC - CAPX)_t}{(1+WACC)^t} = \sum_{t=1}^N \frac{(NOPLAT - \Delta IC)_t}{(1+WACC)^t}$$

NOPLAT (Net Operating Profits Less Adjusted Taxes)，是指扣除与经营活动有关的所得税后公司经营活动产生的利润；投入资本 (Invested Capital)，是指公司在经营活动 (主要是房屋、厂房和设备以及经营资金等) 上已投资的累计数额。

令投资率 (Investment Rate, IR) 表示 NOPLAT 中投回到公司的比例，并假设公司新增投资具有相同的投入资本回报率 ROIC，则可将 DCF 公式简化如下：

$$IR = \frac{\Delta IC_t}{NOPLAT_t} \Rightarrow g = \frac{\Delta NOPLAT_{t+1}}{NOPLAT_t} = \frac{ROIC \times \Delta IC_t}{NOPLAT_t} = ROIC \times IR$$

$$\Rightarrow DCF = \sum_{t=1}^N \frac{(NOPLAT - \Delta IC)_t}{(1+WACC)^t} = \sum_{t=1}^N \frac{NOPLAT_t \times (1-IR)}{(1+WACC)^t} = \sum_{t=1}^N \frac{NOPLAT_0 \times (1+g)^t \times \left(1 - \frac{g}{ROIC}\right)}{(1+WACC)^t}$$

可见，公司自由现金流增长率 g、再投资资本回报率 ROIC 及加权平均资本成本 WACC 是决定公司价值的核心因素，其中分母端主要由再投资能力决定。

对于再投资项目而言，只要 ROIC 高于 WACC，则其现金流折现价值就将高于初始投入资本的现值。因此，从权益投资者角度来看：

1) 若可保证有足够多 ROIC > WACC 的新项目，则公司再投资比例越高，所创造的经济价值越大，股权价值就越高；

2) 若无法寻找到合适的再投资项目，则公司业绩增长主要随宏观环境及行业变化而变化，公司股价的资本回报率预期相对有限，过多的冗余现金在公司账上无法获得有效利用，则投资者更期望可以提高分红比例从而获得较为可观的股息回报率。

2.2 高速公路核心投资要素：再投资能力、盈利稳定性和股利支付率

我们将主导绝对估值的核心因素映射到高速行业，则其投资逻辑可总结为：

- ◆ 再投资能力：通过再投资获得优质主业路产经营权或优质辅业公司投资收益，若项目投资回报率高于公司 WACC，将强化公司盈利的增长预期，从而提升公司股权价值。
- ◆ 高速公路主业具有高现金流、高毛利率、低波动的特征，好的公路项目具有较

高的投资价值及稀缺性。如果公司可以通过收购、新建等方式，获得优质路产经营权，则主业盈利的增长预期有所强化。

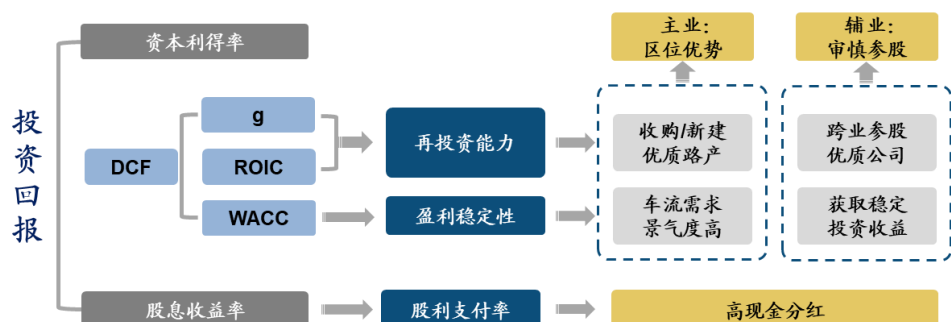
- ◆ 公路投资边际回报率递减规律下，主业优质项目相对稀缺，路企往往也会利用自身资金优势进行辅业扩张，以谋取持续、稳定的经营回报。
- ◆ 盈利稳定性：公司经营稳定性越强，其股权风险溢价就越低，资本要求回报率WACC也就越低，折现价值相应就越高。

$$WACC = \frac{D}{V} k_d (1 - T_m) + \frac{E}{V} k_e,$$

$$k_e = r_f + ERP$$

- ◆ 公司路产车流需求越好，潜在分流和周期性影响就越小，路产盈利稳定性就越强，将享受较低的风险溢价。
- ◆ 公司辅业扩张越谨慎，盈利结构越清晰，对整体盈利造成的波动影响越小，则投资者对该部分要求的风险补偿就相对越低。
- ◆ 股利支付率：如果没有足够多具有合意投资回报率的再投资项目，过多的冗余现金在公司账上无法获得有效利用，则投资者更期望可以提高分红比例从而获得较为可观的股息回报率。

图3：高速公路投资逻辑



数据来源：广发证券发展研究中心

进一步地，根据下文分析我们可以发现：随着经济增长步入存量模式、路网铺设逐步加密，路产公司主业再投资能力和盈利稳定性的表现主要取决于区位优势；而辅业再投资受限于主动管理经验、市场周期判断的不足，其回报表现往往差强人意，以参股形式分享其他行业优质公司经营效益将是风险较低的理性选择。

三、高速公司路产主业：区位优势是关键因素

3.1 盈利稳定性源于车流需求景气度，发达地区路产车流波动较小

由于高速公路收费标准主要由各省、物价局、交通局制定，路企通行费定价自主权受到限制，高速公路盈利波动主要由车流决定。而高速公路车流量增长的驱动力主要源于道路网络化、经济物流化、出行升级化、区位优势四个趋势——随着经济增长步入存量模式、路网铺设逐步加密，未来车流增长将主要依赖区位优势释放增长动力，受益区域资源禀赋的虹吸效应，发达地区车流增长波动相对较小。

3.1.1 道路网络化：高速主干路网络格局落定，路网变化影响逐步趋弱

道路网络化是指高速公路具有突出的网络化特征，当网络布局合理，连续运输距离达到200-800公里左右，高速公路将形成显著的运输效益优势¹。自1988年我国第一条高速公路通车以来，2017年底我国高速公路里程合计达到13.65万公里，远超世界其他国家。

◆ 历经三次规划建设，我国高速主干格局基本确定

1990年以来，我国公路网络干道建设规划先后进行了3次更新——

- ◆ “五纵七横”国道主干线，于1992年获国务院认可，旨在将全国重要城市、工业中心、交通枢纽和主要陆上口岸连接起来并连接所有目前100万以上人口的特大城市和绝大多数目前在50万以上人口的中等城市。干道规划里程中，高速公路占76%，另有4.5%、19.5%的一、二级公路。
- ◆ 《国家高速公路网规划》（7918网），2004年经国务院审议通过，采用放射线与纵横网格相结合的布局方案，形成由中心城市向外放射以及横贯东西、纵贯南北的大通道，由7条首都放射线、9条南北纵向线和18条东西横向线组成，简称为“7918网”，规划包含了“五纵七横”国道主干线的全部12条路线，服务对象进一步扩展到所有20万人以上城市、国家4A级旅游景区城市等。规划技术等级全部为高速公路。
- ◆ 《国家公路网规划（2013年-2030年）》，2013年由国家发改委正式印发，将国家公路网划分为普通国道和国家高速公路两个网络层次。国家高速公路网保持原规划总体框架基本不变，另外补充2条连接中西部地区的北南纵线，连接新增20万以上城镇人口城市、地级行政中心、重要港口和重要国际运输通道，在运输繁忙的通道上布设平行路线，增设区际、省际通道和重要城际通道，适当增加有效提高路网运输效率的联络线。

表 2：90 年代以来，我国公路网络干道建设规划

建设时间	规划名称	核心内容	规划里程
1992 年-2007 年	“五纵七横”国道主干线	国道主干线建设	3.5 万公里，高速公路占总里程的 76%，一级公路占总里程的 4.5%，二级公路占总里程 19.5%
2004 年-2018 年	国家高速公路网规划（7918 网）	国家高速公路建设（7 射 9 纵 18 横，共 34 条）	8.5 万公里，全部为高速公路，主线 6.8 万公里，联络线、地区环线及其他 1.7 万公里

¹ 《国家高速公路网规划》，2005 年 1 月中华人民共和国交通部发布

2013 年-2030 年	国家公路网规划 (2013 年-2030 年)	普通国道+国家高速公路网(7 射 11 纵 18 横, 共 36 条以及地区环线、并行线、联络线等)	40.1 万公里,普通国道 26.5 万公里,国家高速 11.8 万公里+1.8 万公里远期展望线
---------------	----------------------------	---	--

数据来源:交通部,广发证券发展研究中心

从完成进度看,“五纵七横”国道主干线高速公路于2007年完成全线建设,“7918”网络也基本于2018年完成绝大部分主体建设,仅余部分偏远地区复杂地势路段进入攻克尾声。

表 3: 7918 高速公路网规划及建设情况

北京放射线			东西横线		
起终点	计划里程(公里)	贯通时间	起终点	计划里程(公里)	贯通时间
北京-上海 G2	1245	2000.11	绥芬河-满洲里 G10	1520	2013.11
北京-台北 G3(京福)	2030	2007.07	珲春-乌兰浩特 G12	885	2010.10
北京-港澳 G4(京珠)	2285	2003.04	丹东-锡林浩特 G16	960	2018.08
北京-昆明 G5	2865	2015.12	荣成-乌海 G18	1820	2018 年底全线贯通
北京-拉萨 G6	3710	西宁-拉萨段设计阶段	青岛-银川 G20	1600	2006.03
北京-乌鲁木齐 G7	2540	2017.07	青岛-兰州 G22	1795	2019 年底全线通车
北京-哈尔滨 G1	1280	2000.09	连云港-霍尔果斯 G30	4280	2014.12
南北纵线			南京-洛阳 G36	710	2006.09
起终点	计划里程(公里)	贯通时间	上海-西安 G40	1490	2012.08
鹤岗-大连 G11	1390	2016.10	上海-成都 G42	1960	2014.12
沈阳-海口 G15	3710	2010.12	上海-重庆 G50	1900	2010.01
长春-深圳 G25	3580	2009.06	杭州-瑞丽 G56	3405	2018.02
济南-广州 G35	2110	2016.12	上海-昆明 G60	2370	2011.09
大庆-广州 G45	3550	2015.12	福州-银川 G70	2485	2011.12
二连浩特-广州 G55	2685	2016.12	泉州-南宁 G72	1635	2015.01
包头-茂名 G65	3130	2017.11	厦门-成都 G76	2295	2017.10
兰州-海口 G75	2570	计划 2018 年底贯通	汕头-昆明 G78	1710	2019 年底全线通车
重庆-昆明 G85	838	2015.12	广州-昆明 G80	1610	2012.09

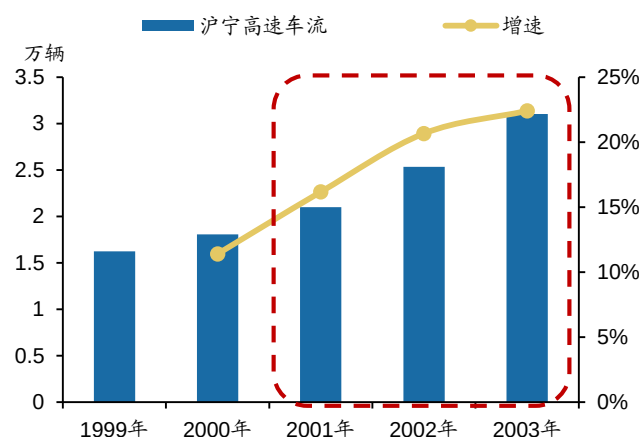
数据来源:中国高速公路网,广发证券发展研究中心

◆ 00年代初期,公路干道织线成网,路网贯通释放车流增长红利

2000年以来,我国高速公路逐渐织线成网,在路网主体贯通初期,上市公司路产车流普遍迎来高速增长。由于高速主干路网往往是连通经济发达城市之间的距离规划最优的核心动脉,主干全线贯通会带来显著的网络效应,而上市公司核心路产多位于主干路网,所以期初受益道路网络化的趋势十分明显。

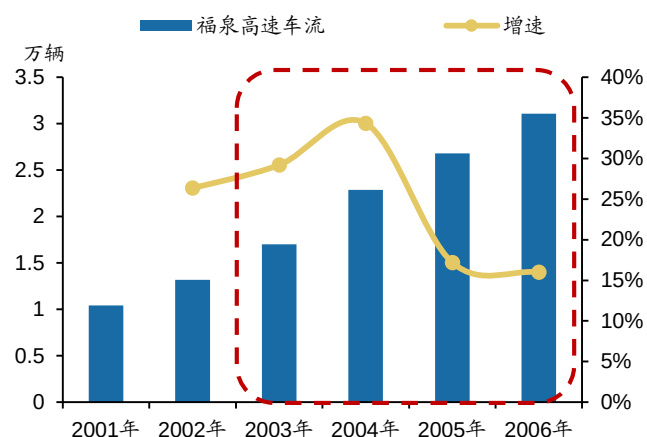
例如,2000年11月京沪线贯通,宁沪高速旗下路产沪宁高速车流增长均受到显著带动,3年车流年均复合增速达20%;2003年6月沈海线福建段贯通,福建高速旗下路产福泉、泉厦高速4年车流年均复合增速分别达24%、16%;2004年9月京珠线贯通,现代投资旗下路产潭耒高速、长潭高速在车流驱动下,2年收入年均复合增速分别达39%、57%。

图4: 2000年京沪线贯通, 沪宁高速车流加速增长



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图5: 2003年沈海线福建段贯通, 福泉车流快速增长



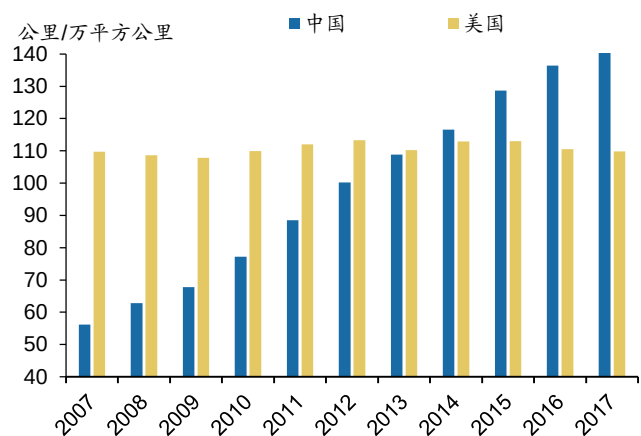
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

◆ 近年伴随主干格局建设落定, 路网车流影响逐渐趋弱

近年来, 随着高速公路主干基本铺设完成, 地方路网逐渐加密, 局域路网变化带来的边际车流影响逐渐趋弱。伴随全国高速公路铺设密度不断上升, 路网内部的通行选择越来越多, 新增高速的不可替代性往往较小, 相应对已有路网造成的边际影响也在逐步趋弱。

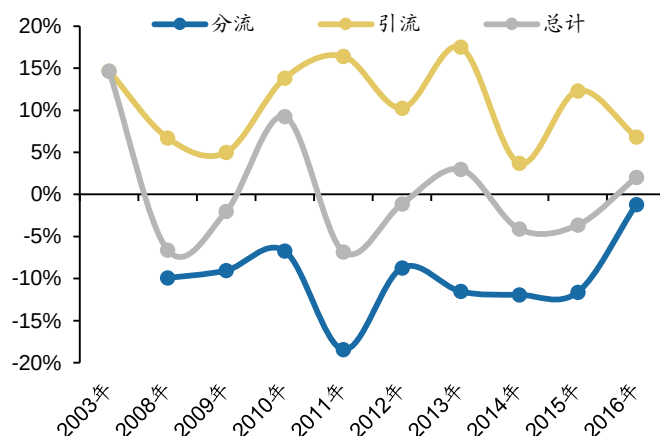
我们将上市公司旗下路产车流受路网变化的影响进行统计, 将各路产受影响期间的车流复合增速与前期增速求差, 并剔除同期全国高速公路车流自然变化的影响, 以计算相应的分流、引流影响。可以发现, 分流、引流影响整体随经济周期有所波动, 而该波动呈现逐渐收窄的趋势。

图6: 我国高速公路密度明显上升



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图7: 上市路产受路网变化带来的车流影响逐渐趋弱

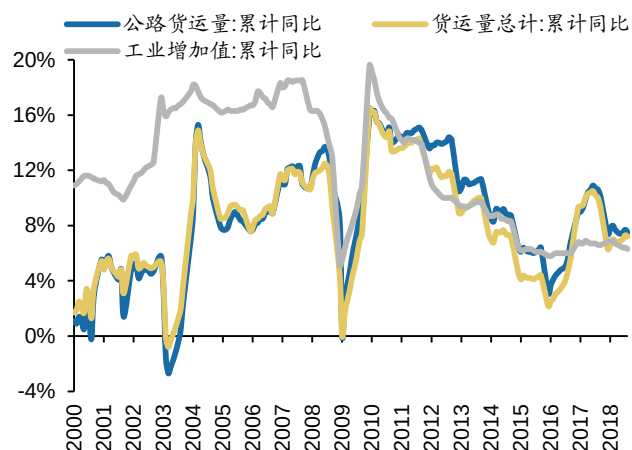


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

3.1.2 经济物流化：工业发展带动货车运输需求，未来向上弹性或将有所弱化

经济物流化是指随着社会生产力不断发展，实物产品日益丰富，从而带动对物流运输服务的需求。我们用公路货运量作为公路货车流量的代理变量，观察公路货运量，可以发现其与整体货运量增速基本一致，二者随工业增加值/发电量增速的变化而变化。

图8：公路货运量增速与工业增加值趋势基本吻合



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图9：公路货运量增速与发电量增速趋势基本吻合



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

◆ 公路货车流量随经济周期波动，增长中枢逐步下移

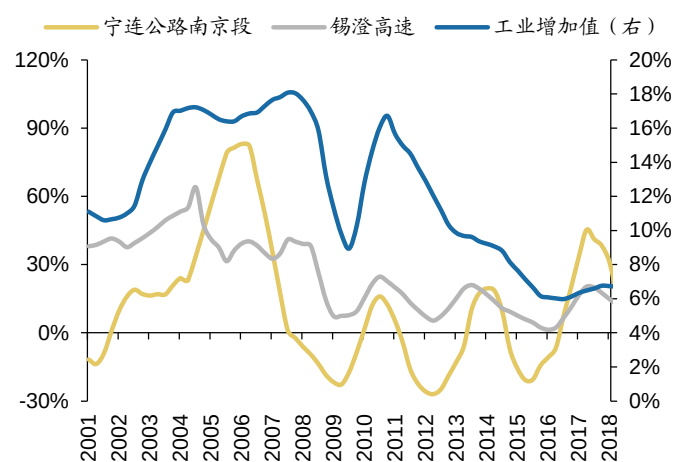
我们以宁连公路南京段、锡澄高速、沪宁高速及昌九高速为例分析上市公司路产货车流量与经济周期的关系。

2001-2007年，经济增长景气向好，上市公司路产货车流量持续高增。一方面，中国加入WTO（2001），极大促进了进出口贸易的发展，产品运输需求旺盛；另一方面，房地产市场化改革深入推进，住房由实物分配制向分配货币化转变，刺激了城镇居民住房消费需求及房产投资热情。地产蓬勃发展，并进一步带动了上下游如水泥、钢材、木材等产业的发展，由此对货物运输产生了需求。

在国际市场开拓及国内住房改革的双重红利下，中国工业增加值持续高速增长。同期，上市公司路产货车流量普遍也呈现出较强的成长性，如宁连公路南京段、锡澄高速的货车流量均连续快速增长。

2008年以来，经济增速逐渐放缓，高速公路货车流量增速开始呈现双向波动，增长中枢逐步走低。受2008年国际金融危机的影响，我国经济增速回落，政府推出“四万亿”救市。自此在投资周期的影响下，我国经济开始呈现较为明显的周期性波动，工业产品运输需求也相应变化。上市公司路产货车流量开始呈现双向波动，增速相应下移，如宁连公路南京段、锡澄高速、沪宁高速及昌九高速同期货车流量增速均呈现这一趋势。

图10: 路产货车流量vs工业增加值累计同比(MA)

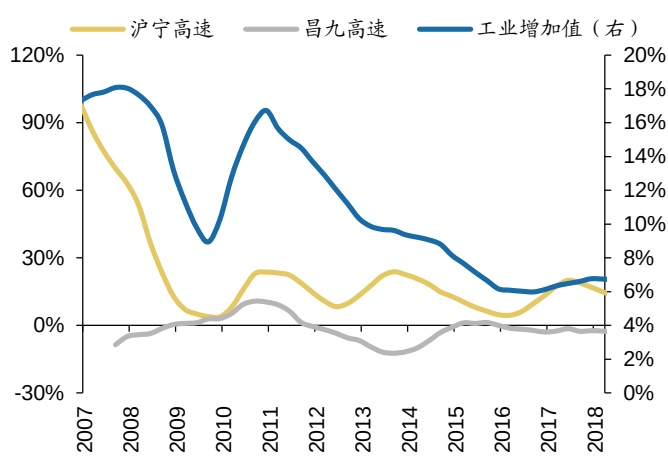


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 此处季度累计同比经过移动平均处理以便展示变化趋势

注: 宁沪高速宁连公路、锡澄高速货车流量取4、5类车流量

图11: 路产货车流量vs工业增加值累计同比(MA)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

◆ 伴随经济转型升级, 未来货车流量向上弹性或将弱化

此前公路货运量增速与工业增加值增速变化基本一致, 源于: 1) 实物产品随工业增加值的增加而增加, 相应带动货物运输需求; 2) 从货物运输结构来看, 公路占比基本稳定在75%上下。

我们认为, 未来经济新常态下公路货运需求的周期性波动将逐渐趋于平缓, 并且公路货运增速随经济周期波动的向上弹性或将有所弱化, 主要源于:

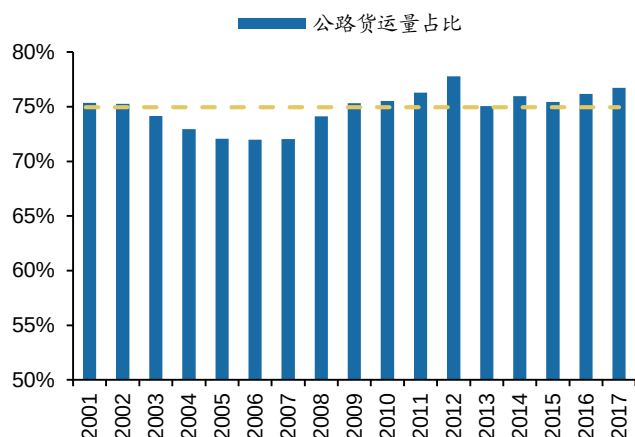
1) 运输结构调整行动推进, 公路货运占比将有所回落

对比中美公路货运量所占比重, 中国公路货运量比重在75%上下, 而美国为65%, 我国公路货运占比存在一定下调空间。针对运输结构不合理(公路承担过多大宗货物的中长途运输)、综合运输组织水平不高、基础设施衔接不畅等结构性问题, 国务院下发《运输结构调整三年行动计划(2018—2020年)》, 在全国范围内实施铁路运能提升、水运系统升级、公路货运治理、多式联运提速、城市绿色配送、信息资源整合等6大行动。

此次运输结构调整行动, 一是提升铁路运能、提速多式联运, 将推动大宗货物向铁路、水路转移, 同时加强多式联运组合效率的充分发挥。10月31日, 交通运输部结构调整工作动员部署全国电视电话会上, 强调此次调整行动要长远谋划、久久为功, 通过推进集疏港铁路及园区专用线的建设、加快联运枢纽的铺设与装备升级, 从基础设施端切实解决铁路、水路“连而不畅、邻而不接”问题。

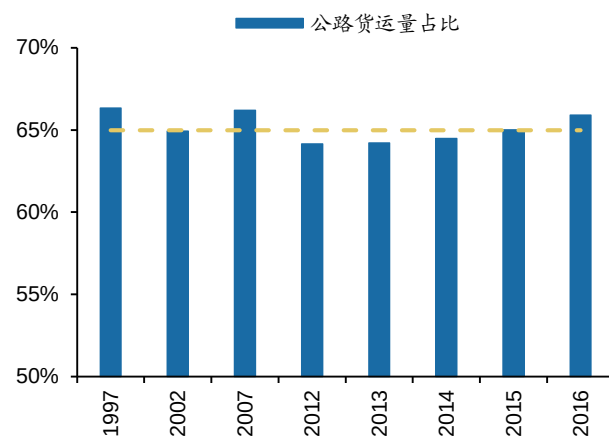
二是强化公路货运治理, 货车加塞超载空间持续收缩, 成本优势受到削弱, 不利于吸引成本敏感型货物。此前公路运输成本因为超限超载而有所摊薄, 本轮货运治理严控高速货车超载率, 预计将抬升公路运输成本。本轮行动要求利用信息化手段加强车辆超限超载检测, 落实“一超四罚”及“黑名单”制度, 要求到2020年底, 各省(区、市)高速公路货运车辆平均违法超限超载率不超过0.5%。

图12: 我国公路货运量占整体运量比重在75%上下



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图13: 美国公路货运量占整体运量比重约为65%



数据来源: Freight Analysis Framework, United States Department of Transportation, 广发证券发展研究中心

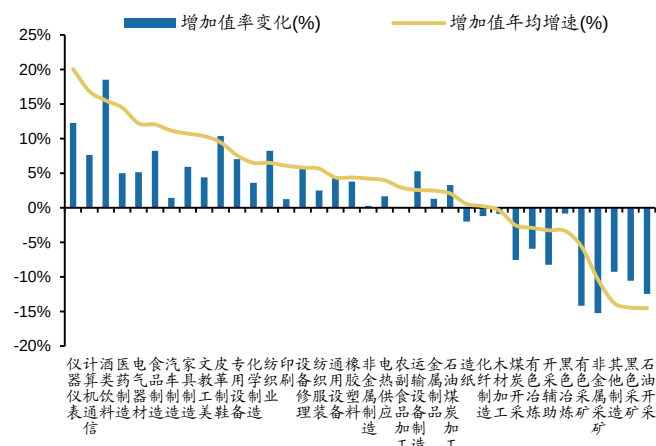
2) 未来经济更多由高附加值产业驱动, 单位GDP所产生的运量需求将有所减少

$$\text{单位GDP所产生的运量} = \frac{\text{货物运量}}{\text{GDP}} = \frac{\frac{\text{实物产品收入}}{\text{单位货物价值}}}{\text{GDP}}$$

⇒ 给定GDP, 单位货物价值↑, 则单位GDP运量↓

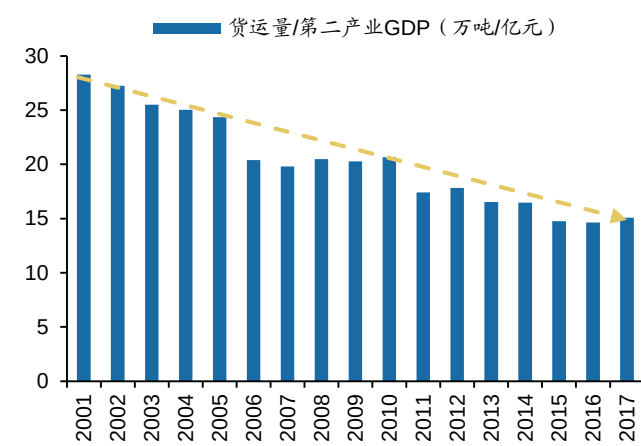
如果将货运量增长驱动拆分为工业GDP增速与单位GDP运量转化率, 可以发现后者呈现下滑趋势。伴随我国经济进行转型升级, GDP增长越来越倚重于产品附加值的提升, 高附加值产业如计算机通信、医药制造等呈现出更高的年均复合增速。而高附加值产业单位GDP所产生的货物运量较少, 未来经济增长弹性对货物运量的传导将持续弱化。

图14: 2013-17年高附加值工业产业增速普遍较快



数据来源: wind, 广发宏观, 广发证券发展研究中心

图15: 单位工业GDP所产生的货运量逐渐下降



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

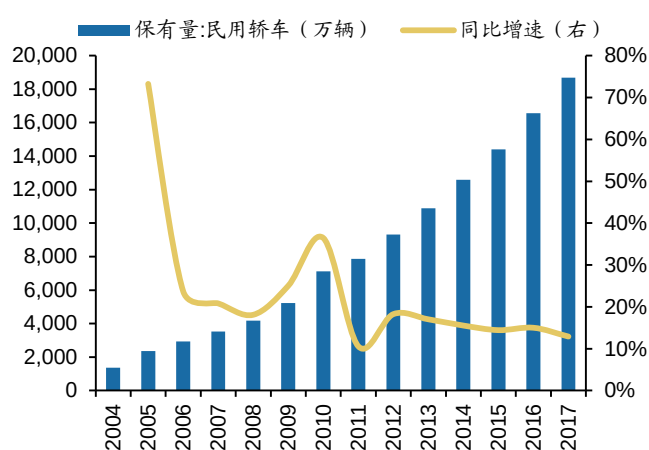
3.1.3 出行升级化：客车保有量及自驾出行频次提高，推动客车流量稳步增长

出行升级化是指随着居民人均收入提高，私家车保有量不断上升、私人驾车出行频次也有所增长，带动高速公路客车流量相应稳步上涨。

从车辆保有水平来看，我国私人汽车保有量保持平稳较快增长，对公路客车流量存在较好支撑。2017年私人汽车保有量达1.9亿辆，占国内汽车保有量的比重为86%。并且私人汽车保有量增速保持在12%以上，增速优于汽车保有量整体增速。

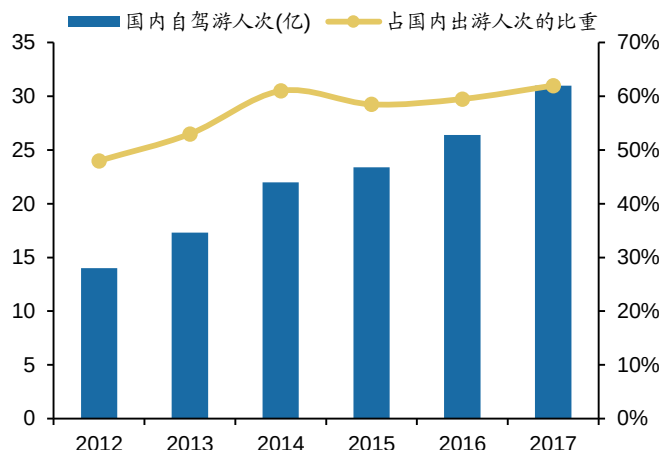
此外，出行消费升级趋势下，自驾出行频次上升，也将对公路客车流量增长提供结构性支持。2016年，我国高速公路客车流量62亿辆，同比增长16.5%；完成客运量181亿人、旅客周转量13745亿人公里，分别增长12.9%和11.8%，其中营业性客运量51亿人、旅客周转量4974亿人公里，分别增长3.8%和1.9%，而同期全国公路营业性客运量154亿人和旅客周转量10229亿人公里分别下降4.7%和4.8%，反映高速公路高效便捷的品质化服务更加迎合居民出行需求，公路出行方式也逐渐由公共运输向自驾出行转变。以国内自驾游为例，2012年以来，我国自驾游趋势持续加强，逐渐成为大多数人群的出游选择（《中国自驾游发展报告》），自驾游人次年均复合增长17.2%，占国内出游人次比重由2012年的48%增长至2017年的62%。

图16：我国民用轿车保有量保持稳定较快增长



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图17：从自驾游趋势看居民自驾出行频次提升



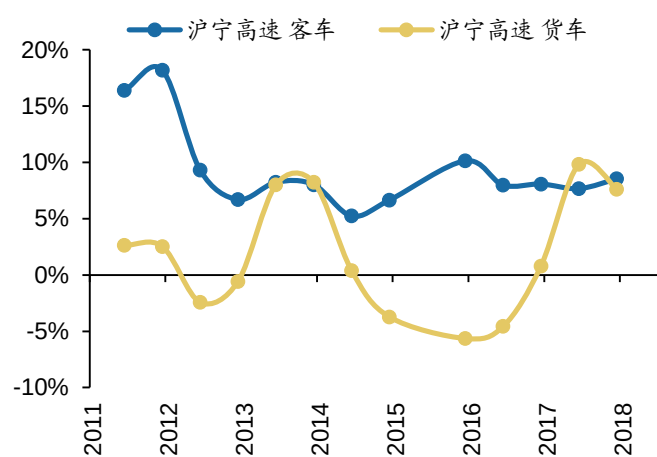
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

◆ 对比货车流量，高速路产客车流量增长表现稳定

近年来，高速路产客车流量增长普遍优于货车。这一方面源于居民自驾出行不断普及，另一方面也源于运输货车对路网收费及通行政策变化更为敏感，导致部分高速路产会相对流失一些货车流量。

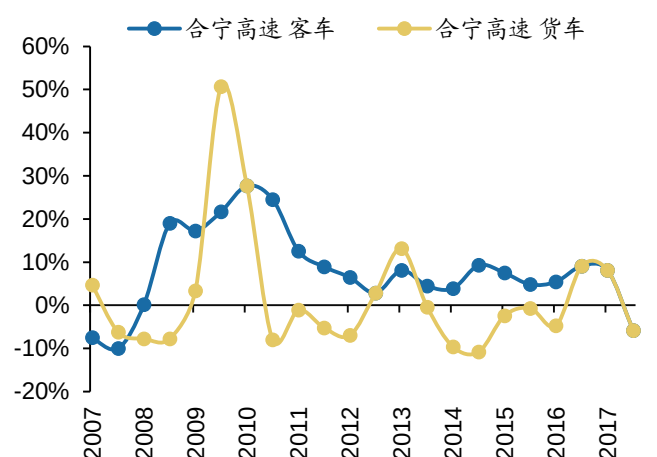
以沪宁高速及合宁高速为例，二者客车流量增速及稳定性均明显好于货车。沪宁高速客货车流量过去5年复合增速分别为8.28%、1.29%；合宁高速客货车流量过去5年复合增速分别为6.60%、0.55%。

图18: 沪宁高速客车流量增速优于货车



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图19: 合宁高速客车流量增速优于货车



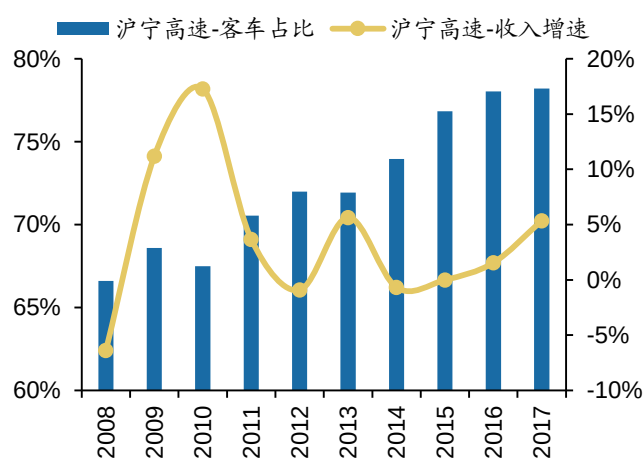
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

◆ 伴随客车流量占比提升, 路产经营稳定性不断增强

高速公路客车流量稳步增长推动其流量占比持续上升, 随着客车流量占据绝对主导, 路产经营稳定性明显增强。

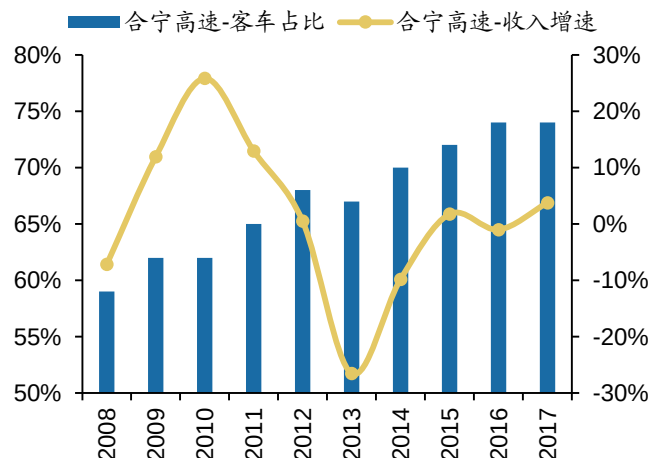
同样以沪宁高速及合宁高速为例, 二者收入趋势明显较此前有所改善, 同时波动也有所收窄。

图20: 沪宁高速客车占比提升, 收入增长稳定性增强



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图21: 合宁高速客车占比提升, 收入增长稳定性增强



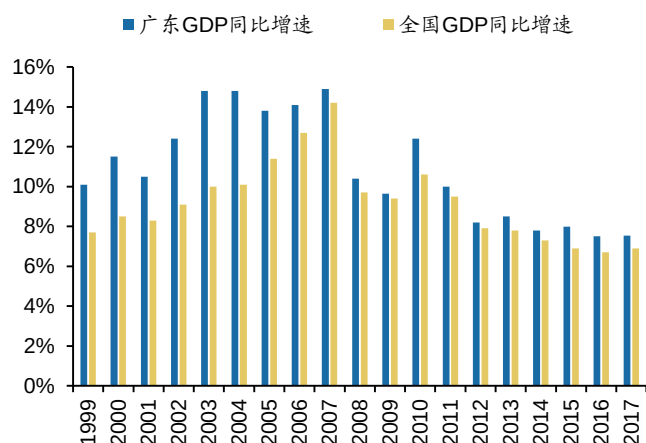
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3.1.4 区位优势：区域经济良性增长及人口虹吸效应保障路产车流预期乐观

区位优势是指随着经济发展进入新常态，行业增长逐渐出现区域性分化，核心经济区的区位优势有利于支持当地车流保持稳定增长。

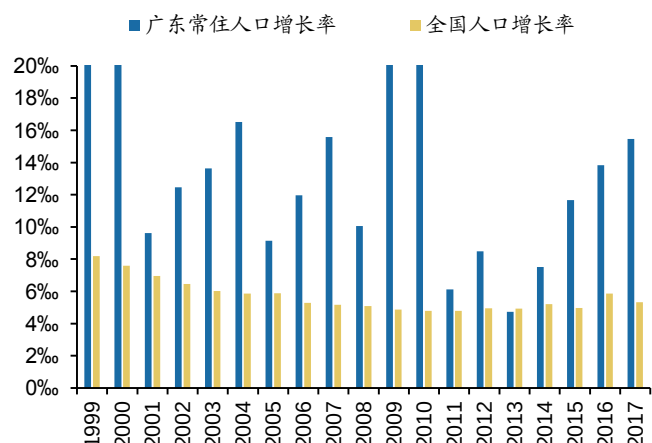
具体而言，核心经济区对车流增长产生稳定支撑的区位优势主要在于其经济增长稳定性强、人口流入聚集性强。前者保障了当地居民收入维持较好的增长预期，从而持续推动出行升级趋势；后者通过城市资源的虹吸效应保障了人口基数的增长趋势，从而维持当地人流、车流的活跃往来。

图22：珠三角（以广东为例）GDP增长好于全国



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图23：珠三角（以广东为例）人口增长好于全国

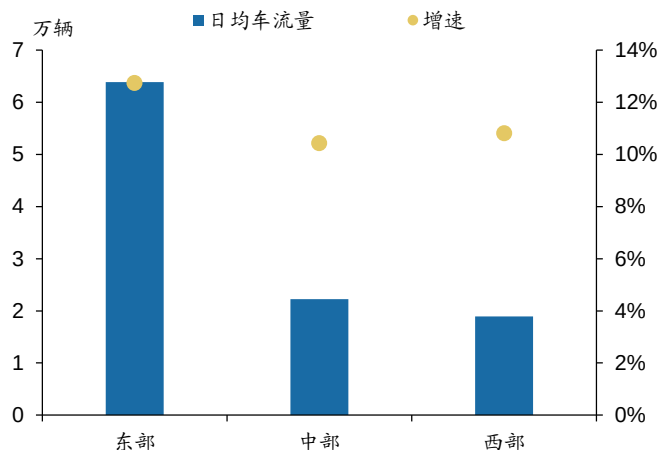


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

◆ 区位优势带动下，东部发达省份车流需求表现更好

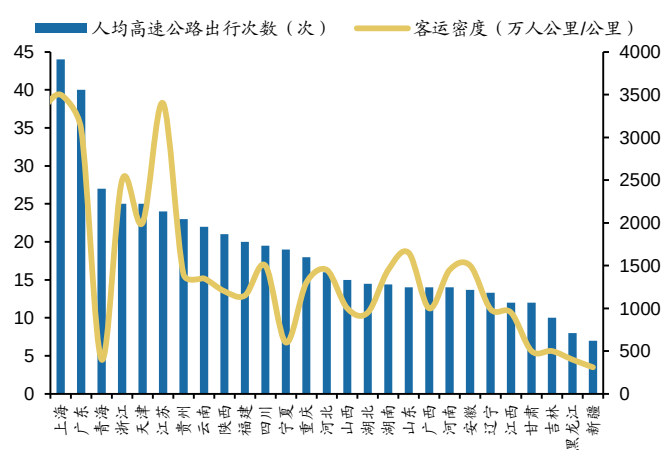
从区位优势对路产车流通行的影响来看，东部车流增长及客运密度明显好于中西部地区，反映发达经济区域对车流出行需求存在较好支撑。我们将2017年各省交通集团旗下路产车流按区域进行统计，可见东部地区车流通行水平及增长速度均好于中、西部地区。此外，根据中国交通运输统计，东部省份的人均高速公路出行次数及客运密度也明显高于中西部地区，其中上海、北京、广东、江苏等经济发达和人口密集地区的高速公路客运密度最高。

图24：东部地区车流表现优于中西部



数据来源：各省交投集团债券公告，广发证券发展研究中心

图25：东部地区客运密度明显高于中西部

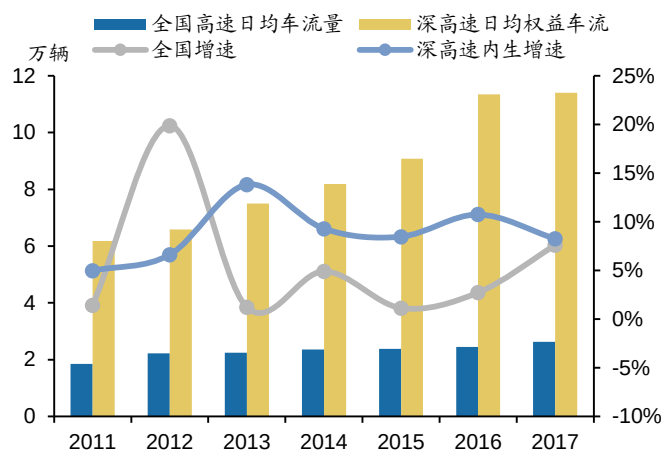


数据来源：wind，广发证券发展研究中心

◆ 上市公司中，深高速、宁沪高速是享受区位红利的代表龙头

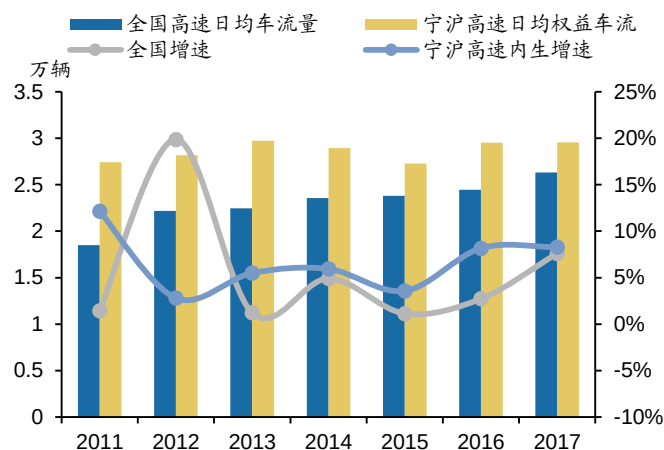
具体到上市公司路产，受益于珠三角、长三角区域经济的稳定发展及区域一体化往来加深，近年深高速、宁沪高速旗下路产权益车流内生增速均好于全国。

图26: 深高速旗下路产权益车流内生增速好于全国



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图27: 宁沪高速旗下路产权益车流内生增速好于全国

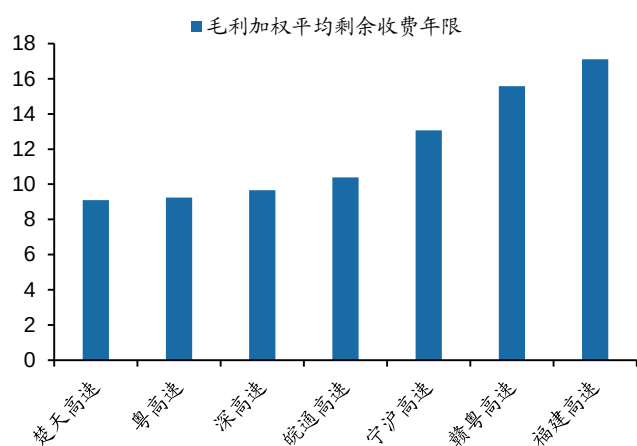


数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3.2 再投资能力取决于需求密度及政府财力，发达地区新路盈利预期更好

由于路产收费存在年限约束，高速公司天然面临可持续经营的问题。A股主要上市公司加权剩余收费年限约在9~18年的区间内，时限普遍不算充裕。而年限焦虑反映到投资中，表现为由核心路产主导的毛利加权剩余收费年限越短，对公司估值的压制就越明显。

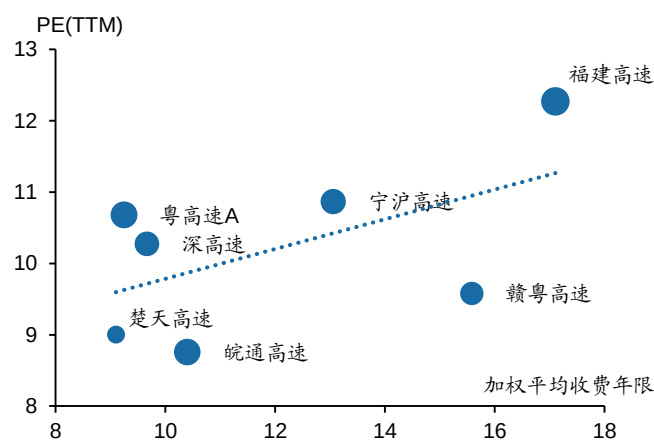
图28: 主要高速公司的毛利加权平均剩余收费年限



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 毛利加权平均剩余收费年限, 选取2017年路产毛利占比来作为计算路产剩余年限加权平均的权重

图29: 剩余收费年限较长的公司倾向于获得更高估值



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 气泡大小代表主业毛利占比比重

为打破年限约束，高速公路主业主要通过改扩建、收购、新建三种方式进行再

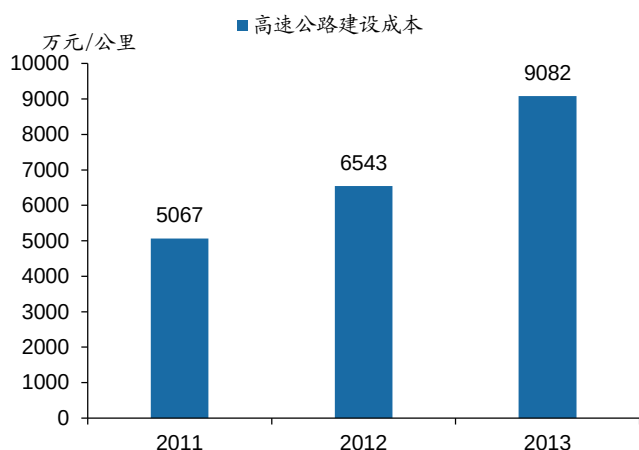
投资扩张。然而，随着时间推移，三种方式均面临收益率下滑的投资回报困局。在此情景下，区位优势同样是破局关键——通过区域对比可以发现，发达地区路产供需格局相对较好，并存在地方政府财政支持可能，新项目更有希望获得较好的投资对价和经营收入。

◆ 受累成本及收入端的双重挤压，路产投资回报往往呈边际下滑规律

一般而言，改扩建、新建及收购路产的建设时间越晚，项目的投资回报预期就越差。这是因为，一方面，成本端受累于施工成本（建设难度、建设要求、桥隧比上升）、拆迁成本及人工费用等不断增长，高速公路建设的单公里造价成本呈持续上升趋势。另一方面，收入端受累于路网铺设日益完善、汽车存量增速逐步下降，新建路产的区位优势及贯通效应相对较弱，所能吸引的边际车流需求也相应较小。

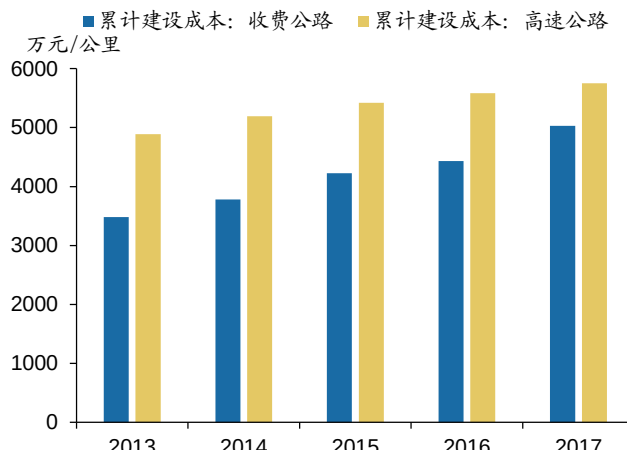
根据《2013 年全国收费公路统计公报》，2013 年全国新通车高速公路单公里平均造价已经高达 0.91 亿元/公里。该数据此后不再更新，但从累计投资造价（累计投资/累计建设里程）来看，近年高速公路累计建设成本维持上升趋势，可见边际新增投资单价不断攀升。

图30：高速公路单公里造价持续攀升



数据来源：收费公路统计公报，广发证券发展研究中心

图31：高速公路累积单公里造价持续攀升

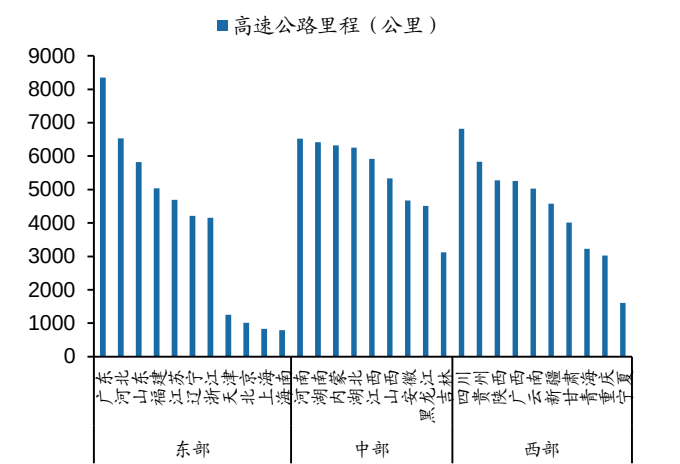


数据来源：收费公路统计公报，广发证券发展研究中心

◆ 但从收入端看，发达地区的路产供需格局相对较好，新路投放仍存空间

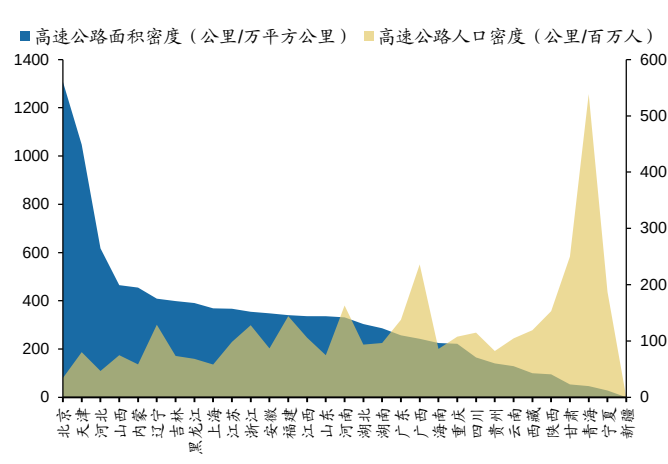
通过对比可以发现，发达地区不仅高速车流需求显著更强（见 3.1.4 部分），供给密度也存在提升空间，从供需格局看，仍然存在新路投放空间。需求端，上海、北京、广东、江苏等经济发达和人口密集地区的高速公路客运密度最高；供给端，东部省份如广东、江苏等省高速公路的面积覆盖密度处于居中水平，同时人均覆盖密度相对靠后，因此东部地区供需格局相对较好，仍然存在路网加密空间。

图32: 各省高速公路里程



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图33: 从人均密度看, 东部地区路网仍存增长空间



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

◆ 从成本端看, 地方政府资本金支持, 可帮助降低造价成本

高昂造价在上市公司在建项目中十分常见, 若当地政府财力允许, 对路产项目提供资本金支持, 将显著改善路产投资回报。

具体来看, 目前 A 股上市公司的新建、改扩建路产单公里造价多数在 1 亿元以上。其中, 深高速沿江项目、外环项目预计总投资额分别为 167、206 亿元, 实际单公里造价为 4.56、3.43 亿元/公里。而在深政府支持的 PPP 模式下, 公司实际出资额仅 64、65 亿元, 实际单公里支付对价为 1.75、1.08 亿元/公里, 建设成本相对可控, 从而令项目的预期投资收益率可达到约 8.08、8.40% 的合意水平。

表 4: 部分新建、改扩建路产上市公司出资单公里价格对比

在建高速	所属上市公司	持股比例	建设总里程 (公里)	车道类型	开工年份	通车年份	投资额 (亿元)	单公里出资价格 (亿元)
常宜高速一期	宁沪高速	51%	18.1	双向六/八车道	2017	2020	38	2.10
沿江高速	深高速	100%	36.6	双向八车道	1 期: 2009 2 期: 2015	1 期: 2013 2 期: 2019	64	1.75
宜长高速	宁沪高速	51%	26	双向六车道	2017	2020	39.8	1.53
外环高速	深高速	100%	60	双向六车道	2017	2019	65	1.08
济青高速 (改扩建)	山东高速	100%	309.2	四改八	2016	2019	308.0	1.00
怀芷高速	现代投资	65%	33.5	双向四车道	2015	2020	32.4	0.97
镇丹高速	宁沪高速	70%	21.6	双向四车道	2015	2018	18.3	0.85

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

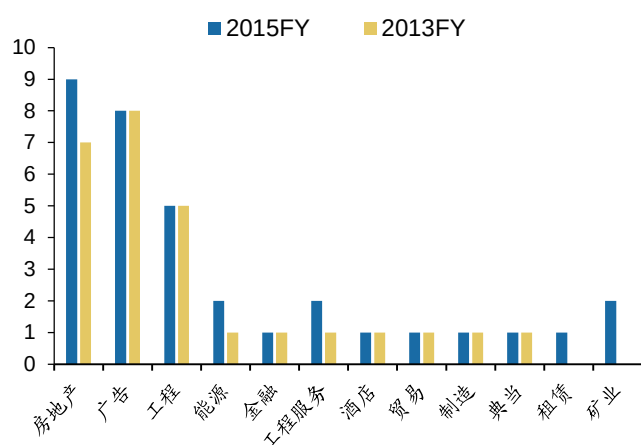
四、高速公司辅业经营：审慎参股、获取稳定收益是当前更迎合投资者偏好的扩张方式

4.1 为应对主业经营压力，高速公司此前普遍积极寻求跨界转型

2013-2015年，面对一系列收费政策的不利调整及剩余收费年限压力，高速公司纷纷加大寻求多元化转型的力度，并借监管层对A股资产整合审批放松之势，利用自身资金优势完成跨业收购。

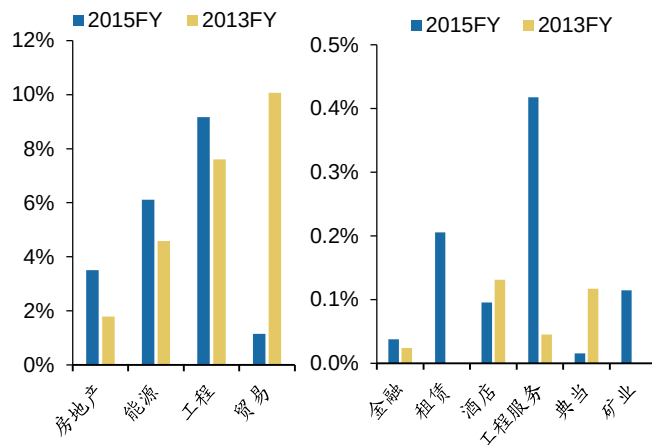
我们对以控股或全资形式进行多元化扩张的公司辅业进行统计，可以发现，2013-2015年上市公司表内涉及的辅业数量及辅业收入占比基本呈上升趋势。

图34：2013-2015年上市公司涉足辅业数量有所增多



数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

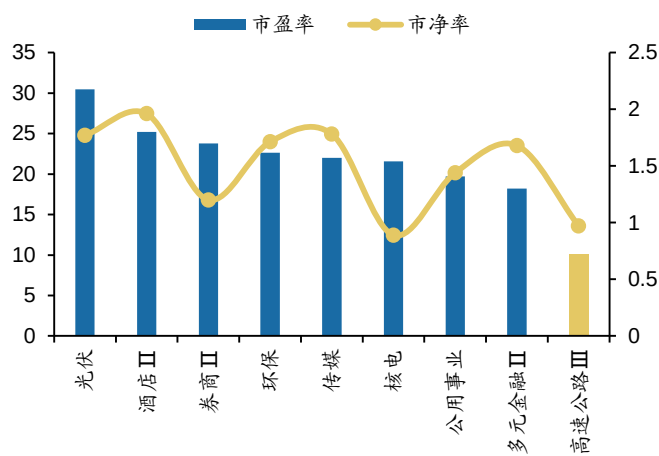
图35：2013-2015年上市公司辅业收入占比多有上升



数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

彼时高速公司积极进行跨界转型的动机在于：利用现金流优势可以轻松跨越资金门槛，切入具有较高净资产收益率及估值倍数的领域，从而提升自身资产质量及公司市值。

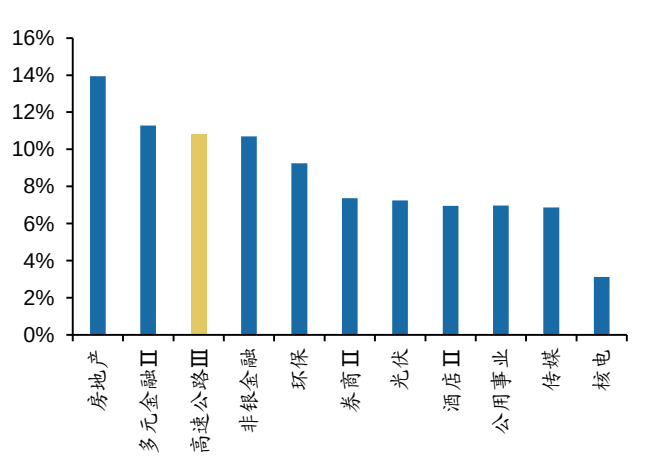
图36：转型领域估值



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：估值取2018年12月18日数值

图37：转型领域ROE



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：ROE取2017年年报值

4.2 路企跨界经营的管理劣势逐渐暴露，参股获得投资收益是风险较低的理性选择

随着经济增长红利褪去，各行业均面临竞争加剧、集中度提升的局面，此时高速公司应对市场波动的管理劣势开始逐渐暴露，辅业经营较为被动，部分公司开始逐步整理并剥离辅业业务。

表 5：部分高速公司逐步剥离多元化业务

公司	板块	进入时间	退出时间	进入原因	退出事件
湖南投资	辐照加工	2004	2017	合资成立辐照公司，进入辐照产业，公司技术壁垒显著、垄断性强	辐照中心连续亏损，为降低公司经营风险，以 620 万元价格转让所有辐照中心 64% 股权
	能源业务	2014	2017	合资修建黄花机场加油站项目	为聚焦主营业务，公司将所持有全部长沙昆仑 49% 股权转让
五洲交通	矿产业务	2014	2015	入股堂汉公司、成立南星公司，涉足矿产业务	2015 年 12 月转让堂汉公司全部 67%、南星公司 100% 股权，全面退出矿产业务。
山东高速	房地产	2011	2017	寻求业务转型，把握地产红利	2017 年公司完成滨州置业、盛邦置业、汇博置业三家房地产子公司的转让工作，后续将继续剥离地产业务
皖通高速	信息技术	2002	2010	合资成立信息投资公司，从事信息基础设施投资和信息技术服务	2010 年转让所有 18% 权益

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

同样地，我们对以控股或全资形式进行多元化扩张的公司辅业进行统计，可以发现，2015-2018H1 上市公司表内涉及的辅业数量及辅业收入占比基本呈收缩趋势。

图 38：2015-2018H1 上市公司涉足辅业数量有所减少

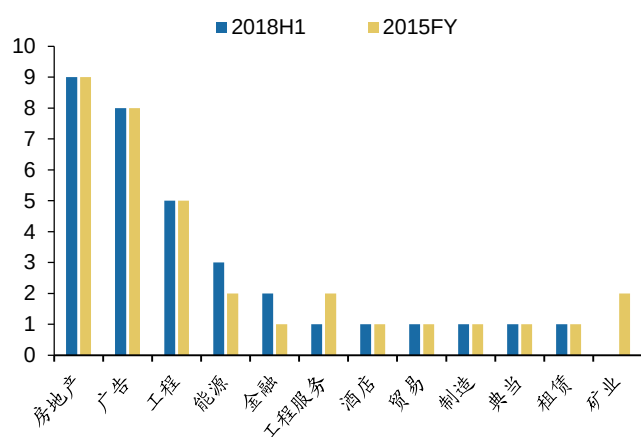
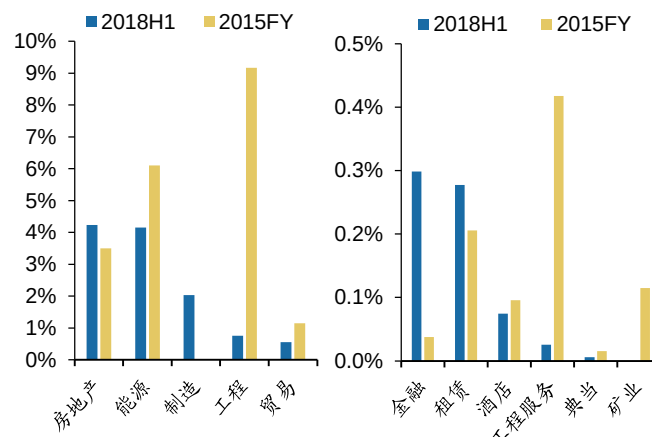


图 39：2015-2018H1 上市公司辅业收入占比多有下滑

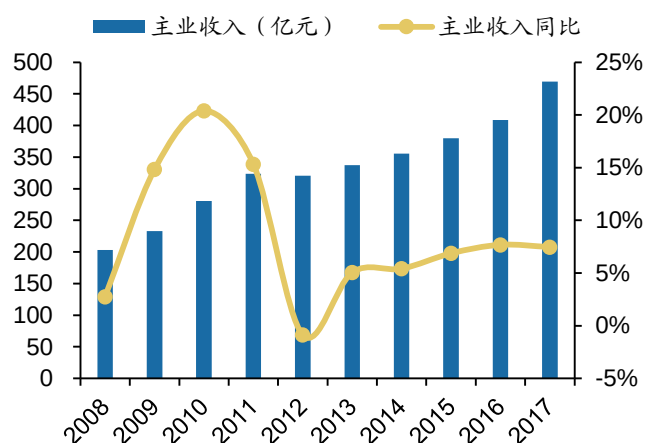


数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

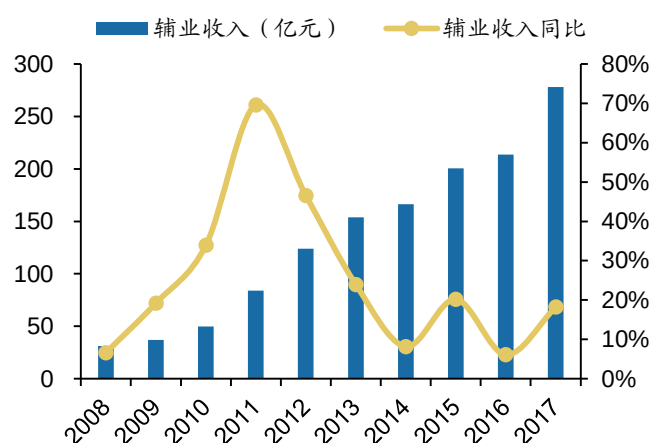
相比主业，路企辅业毛利率明显偏低，经营效率不高，同时经营波动也十分明显。随着市场风险偏好回落，对于向高速公路个股寻求稳定收益的投资者而言，表内跨业经营并不是市场认可的理想方式。相比之下，通过审慎参股，获取其他行业优质公司的稳定投资收益，将是风险较低、波动较小的多元化扩张方式。

图40: 高速公司主业收入增长保持稳定



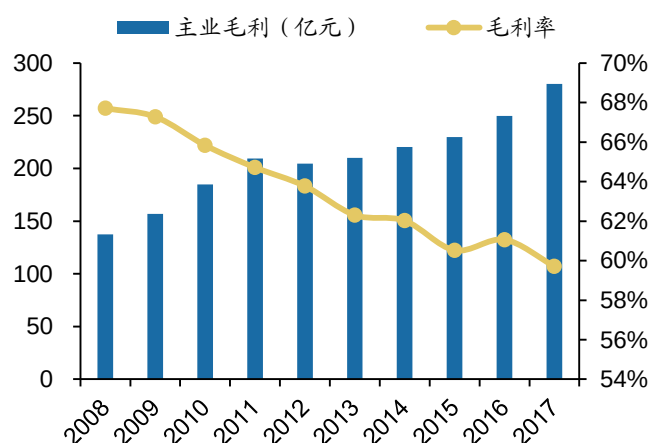
数据来源: wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图41: 高速公司辅业经营收入波动较大



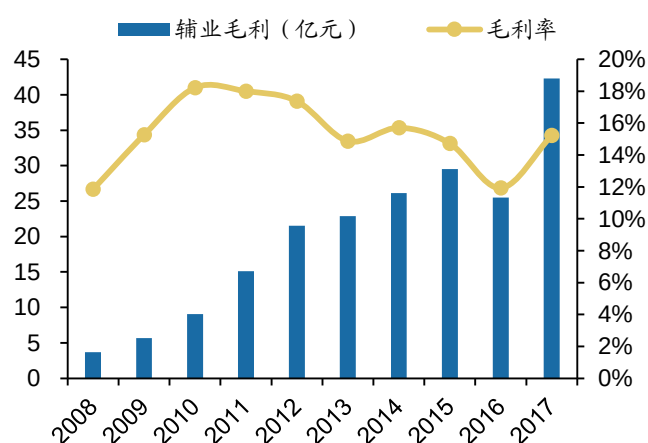
数据来源: wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图42: 2017年高速公司主业毛利率约60%



数据来源: wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

图43: 2017年高速辅业毛利率约15%



数据来源: wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

从上市公司横向对比来看, 龙头路企由于主业业绩压力相对有限, 在寻求跨界布局时普遍更为审慎, 并且基本采用参股及设立股权投资基金的形式进行扩张, 参股收益相对稳定, 较为符合当前市场的风险偏好。

表 6: 龙头路企跨界布局相对更为审慎

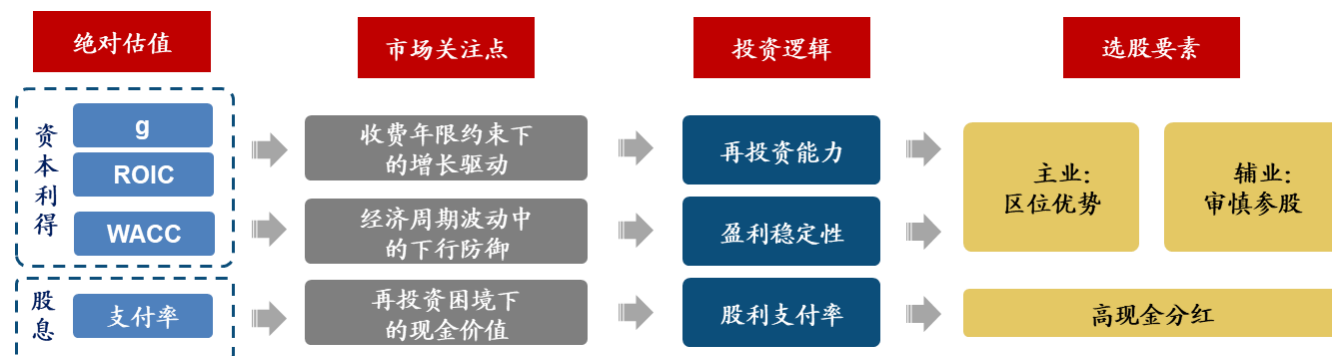
公司	时间	领域	参股对象	持股比例	投资金额
深高速	2017年7月	环保	水规院	15.00%	0.62 亿元
	2017年5月	环保	德润环境	20.00%	44.09 亿元
宁沪高速	2011年5月	金融	江苏租赁	9.97%	2.71 亿元
	2013年6月	金融	江苏银行	1.92%	10 亿元
	2016年8月	金融	国创开元二期基金	9.51%	7.43 亿元
	2016年8月	地产金融	洛德地产基金	33.00%	1.5 亿元
粤高速	2016年7月	金融	国元证券	2.37%	8 亿元
	2013年	金融	粤科科技	20.00%	2 亿元

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

五、投资逻辑：推荐兼具区位优势、稳定溢价及高股息率的发达地区路产龙头

总结高速公路行业投资逻辑，在绝对估值体系下，收费主业成长性、经营表现风险、在手现金价值是投资者对行业个股的主要关注点；这三点映射到投资逻辑中，分别强调再投资能力、盈利稳定性和股息支付率；进一步落实到选股层面，则表现为主业路产的区位优势、辅业扩张的审慎性以及高现金分红比例三个要素。

图44：高速公路行业关注点及投资逻辑



数据来源：广发证券发展研究中心

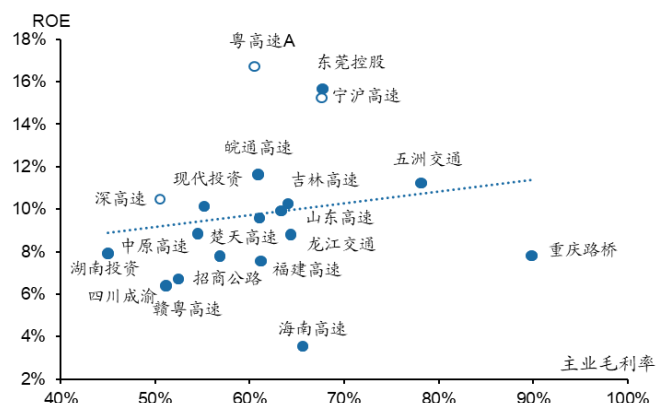
根据这三个要素，我们认为，发达地区路产龙头宁沪高速、深高速、粤高速将是未来有望获得超额收益的核心标的：

从主业区位优势看，三者分别位于长三角、珠三角，区域经济发展、一体化往来及人口聚集效应较强，有利于路产车流保持稳定增长；

从辅业扩张审慎性看，三者辅业规模可控，并且近年均主要采取参股方式寻求可持续稳定的投资收益，辅业经营风险相对有限；

从股息收益率看，三者在手现金流较为充裕，近年股利支付率分别在60%、45%、70%以上，股息率分别达到4.7%、8.1%、6.9%，股息回报较为可观。

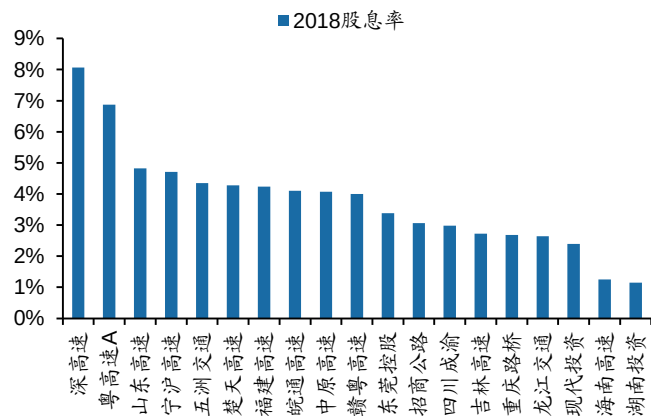
图45：发达地区高速公司路产盈利能力相对更强



数据来源：wind，公司年报，广发证券发展研究中心

注：ROE、主业毛利率均取2017年报数值

图46：龙头路企股息率较高



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：宁沪高速、深高速、粤高速A股息取广发交运最新外发预测，其他高速股息由2017股息*（1+2018wind一致预期净利润增速）计算得到

表 7：推荐标的估值

代码	公司简称	评级	股价	EPS			PE			PB
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600548.SH	深高速	买入	9.06	0.65	1.46	0.92	13.73	6.22	9.90	1.36
600377.SH	宁沪高速	买入	9.70	0.71	0.88	0.87	13.83	11.08	11.19	1.88
000429.SZ	粤高速	增持	7.83	0.72	0.69	0.73	11.23	11.33	10.67	1.78

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：股价取2018年12月18日数值

风险提示

经济周期下行超预期，收费政策调整低于预期，路网分流效应超出预期，辅业经营波动加大。

广发交通运输行业研究小组

关 鹏： 分析师，上海财经大学数量经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：guanpeng@gf.com.cn。
 孙 瑜： 联系人，新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：suny@gf.com.cn。
 曾靖珂： 联系人，上海交通大学管理科学与工程硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zengjingke@gf.com.cn。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120	1401-1410 室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。