

公司研究/首次覆盖

2020年06月02日

交通运输/路桥 II

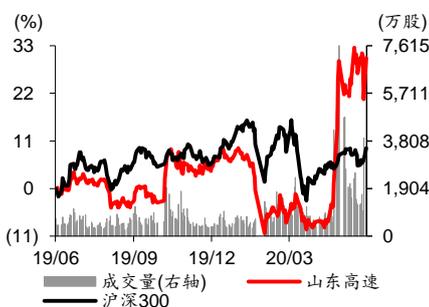
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 5.88
合理价格区间(元): 6.48~6.54

沈晓峰 执业证书编号: S0570516110001
研究员 021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 执业证书编号: S0570518090003
研究员 0755-82492284
linxiaying@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

回归主业投资，高股息有吸引力

山东高速(600350)

核心路产提高收费并延长期限，分红率提升使股息率有吸引力

短期看，高速公路从5月6日起恢复收费，低油价与自驾比例提高使车流量持续向好，政府补偿或带动估值进一步修复。长期看，公司核心路产实施再投资，回报丰厚。其中，济青高速已完成改扩建，提高收费标准约25%并延长经营期限；京台高速正在实施改扩建。受益于房地产退出与济青工程竣工，资金回笼促使2019年度分红率提升至60%。公司高股息率具有吸引力，我们预计2020/21/22年度股息率为4.6%/6.3%/7.5%（假设分红率维持60%；收盘价2020/6/1）。我们预计2020/21/22年EPS为0.45/0.62/0.73元，目标价为6.48-6.54元。首次覆盖，给予“增持”评级。

山东省高速公路上市平台，股权激励彰显信心

公司主营收费路桥（主要利润来源）、金融投资、房地产（逐步退出）业务，实际控制人为山东省国资委。公司核心路产实施改扩建再投资，项目回报可观。其中，济青高速（占2019年通行费收入29%）于2019年完成改扩建，收入标准自2020年起上调约25%，前期因限速限行而分流车辆有望回流，收费期限延长约15年；京台高速（占2019年通行费收入26%）正在实施改扩建。我们测算，济青和京台改扩建项目的资本金IRR高于可研报告提及的7.2%和7.1%。公司在2020年推出首个员工股权激励计划，实现管理层利益与公司价值绑定，业绩考核条件彰显未来增长信心。

免费政策影响短期盈利，不改长期增长趋势

公路免费拖累一季度业绩表现，但政策也有利于培养自驾习惯。全国高速公路车流量在3月和4月同比增加10.4%和21.4%，在恢复收费后接近去年同期水平。高速公路显著好于同期铁路和民航客运表现。用路需求不减，我们认为这是因为：1）私家车抢夺巴士、地铁及短途高铁客流；2）低油价使自驾边际成本下降。我们认为，市场已反映ETC折扣与货车降费的综合影响。若政府补偿方案正式出台，公司价值将获得一定程度修复。

回归交通运输主业，剥离房地产业务

聚焦主业使经营风险下降。公司从2016年起逐步退出房地产板块，回笼资金并陆续收购高速公路资产；烟台合盛房地产项目有望在2020年完成出售，继续回收资金并增厚投资收益。同时，公司陆续配置金融资产，如东兴证券与威海商行，获得稳健财务回报；前期投资的矿业已基本退出。

高股息具有吸引力，首次覆盖给予“增持”评级

我们预测2020/21/22年归母净利润为21.67/29.69/35.17亿元。我们认为疫情与公路免费为一次性事件，故采用不受影响的2021年业绩为估值基础。高速公路行业估值中枢为8.15x 2021PE。公司2019年分红率（60%）高于行业均值（39%），考虑资本开支周期，我们预计公司在2020-2022年维持高分红政策。我们在行业估值中枢上给予约30%溢价，基于10.5-10.6x 2021PE，估算目标价6.48-6.54元。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：车流量低于预期、路网分流高于预期、资本开支高于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	4,811
流通A股(百万股)	4,811
52周内股价区间(元)	4.05-5.99
总市值(百万元)	28,290
总资产(百万元)	80,992
每股净资产(元)	6.62

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,829	7,445	10,443	13,075	14,698
+/-%	(7.46)	9.02	40.28	25.20	12.41
归属母公司净利润(百万元)	2,944	3,044	2,167	2,969	3,517
+/-%	11.33	3.39	(28.81)	37.03	18.43
EPS(元,最新摊薄)	0.61	0.63	0.45	0.62	0.73
PE(倍)	9.61	9.32	13.06	9.53	8.04

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

山东省公路上市平台，股权激励彰显信心.....	3
主营业务：收费路桥运营.....	3
实际控制人：山东省国资委.....	4
股权激励计划彰显信心.....	5
核心路产改扩建，提升产能、提高收费、延长期限.....	6
济青高速完成改扩建，车流恢复与费率抬升迎双重利好.....	7
京台高速改扩建进行时，短期对车流量有拖累.....	9
疫情影响短期盈利，不改长期增长趋势.....	10
我们对恢复收费后的公路车流量持乐观展望.....	10
市场已反映 ETC 折扣与货车优惠的综合影响.....	10
中长期用路需求稳健提升，但路网加密亦使供给增多.....	11
聚焦高速公路主业，剥离房地产业务.....	14
房地产子公司陆续出表，收回投资增厚收益.....	14
金融资产配置比例提高，丰富公司盈利来源.....	15
现金流改善，分红率提升，高股息有吸引力.....	16
盈利预测与估值.....	17
关键假设.....	17
盈利预测与估值.....	17
PE/PB - Bands.....	18
风险提示.....	18

山东省公路上市平台，股权激励彰显信心

主营业务：收费路桥运营

山东高速主要从事收费路桥、金融投资、房地产（逐步退出）业务。收费路桥是公司的核心资产，同时也是主要收入和利润来源。公司控股和参股的路桥里程约1241公里，约占山东省高速公路总里程的12.6%（2020年5月），里程规模处于上市公司前列。自有路桥按里程加权平均剩余年限为15.5年（基期：2020/1/1），剩余收费期限充足。公司通过新建和收购优质路产来扩大规模并增强协同，自有路桥里程较2009年的562公里增加121%。山东省GDP位于全国各省排名第三（2019年），公司旗下路产所属区位具备经济优势。

图表1：山东高速-营业收入（2010-2019年）



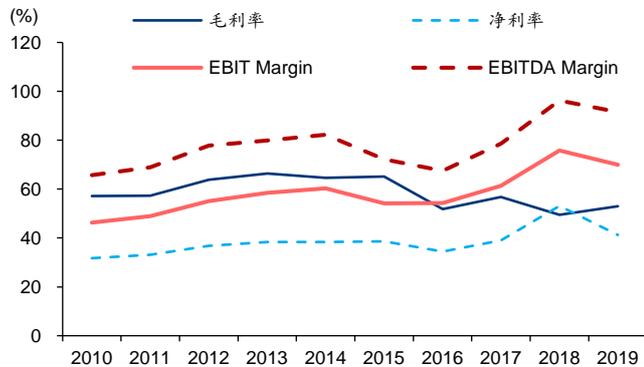
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：山东高速-归母净利润（2010-2019年）



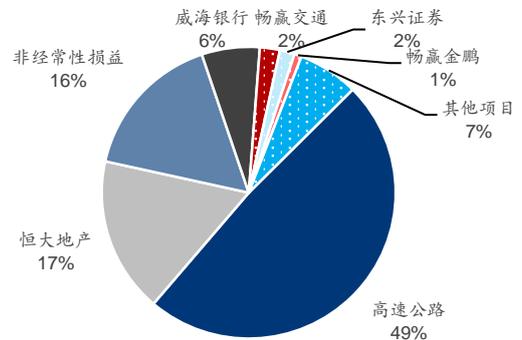
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：山东高速-毛利率及净利率等（2010-2019年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表4：山东高速-归母净利润构成（2019年）



资料来源：山东高速2019年报、华泰证券研究所

图表5：山东高速权益净利率ROE测算

日期	ROE (%) (A*B*C)	营业净利率 (%) (A)	总资产周转率 (倍) (B)	权益乘数 (%) (C)
2015-12-31	12.50	39.66	0.16	2.00
2016-12-31	12.91	36.51	0.19	1.88
2017-12-31	10.26	35.83	0.15	1.87
2018-12-31	10.93	43.11	0.11	2.22
2019-12-31	10.25	40.88	0.10	2.51

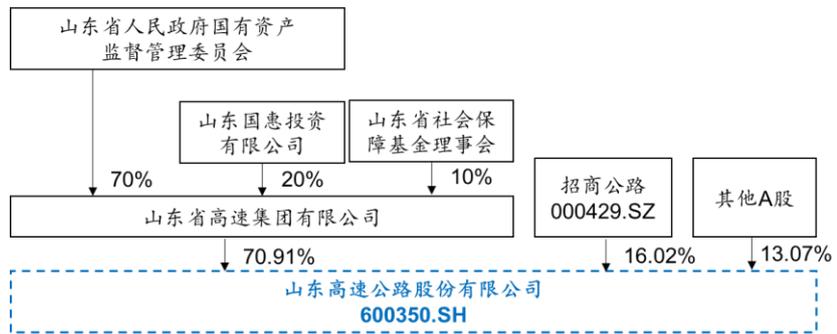
资料来源：Wind、华泰证券研究所

实际控制人：山东省国资委

公司为山东省公路上市平台之一，实际控制人为山东省国资委。山东省有两大高速公路上市平台，分别为山东省高速集团有限公司旗下的A股平台山东高速（600350.SH）与齐鲁交通发展集团有限公司旗下的H股平台齐鲁高速（1576.HK）。山东省的经营性高速公路约3354公里（2020年5月），其中大股东山东高速集团约占34%市场份额。

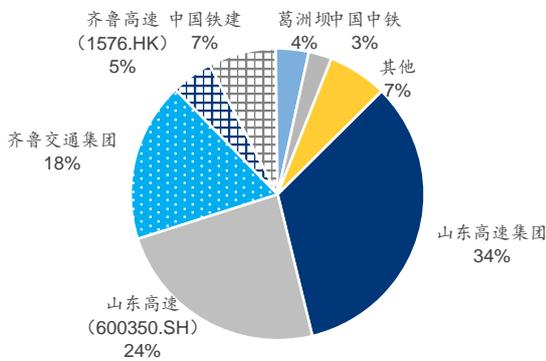
公司曾多次收购大股东路产，股东方支持对公司规模扩张起重要作用。在2010-2019年期间，公司陆续向大股东收购路桥资产，里程合计约533公里，贡献公司近十年里程增长的78%左右，具体项目包括：1) 京福高速齐济段、济泰段、德齐南段、潍莱高速和威乳高速（2011年）；2) 利津大桥（2015年）；3) 武荆高速（2018年）。股东方资源对公司规模扩张起到重要支撑。

图表6：山东高速-股权结构（2019年）



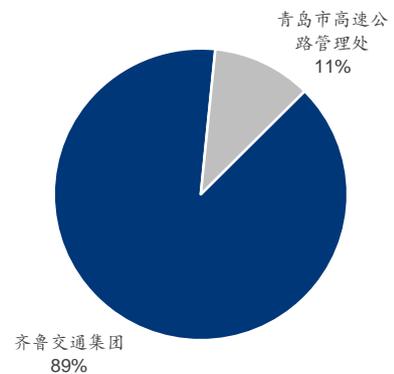
资料来源：山东高速2019年报、华泰证券研究所

图表7：山东省经营性高速公路市场结构（2020年5月）

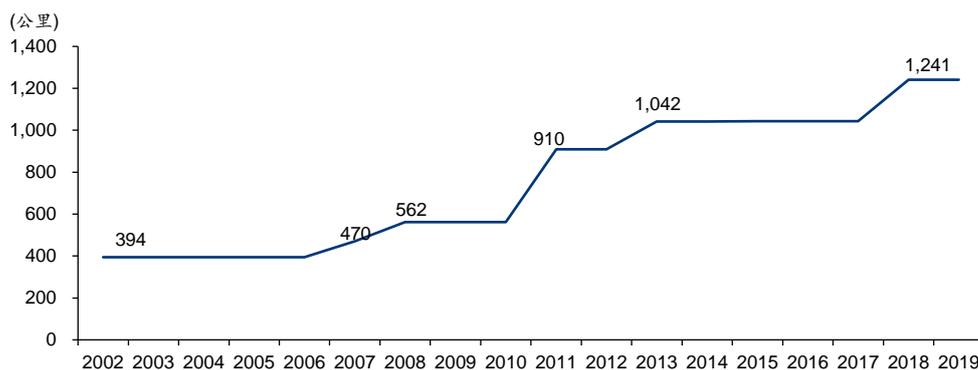


资料来源：山东省交通运输厅、华泰证券研究所

图表8：山东省还贷性高速公路市场结构（2020年5月）



资料来源：山东省交通运输厅、华泰证券研究所

图表9： 山东高速-收费路桥里程（2002-2019年）

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

股权激励计划彰显信心

公司首次推出员工股权激励计划（详见公告：《股票期权激励计划（草案修订稿）》2020/5/29）。公司拟向激励对象授予4,800万份股票期权（首次授予4,320万份并且预留480万份），约占总股本（48.11亿股）的1%，股票来源为公司向激励对象定向发行公司A股普通股。首次授予激励的对象共187人，包括公司董事（不含独立董事及监事）、高层及中层管理人员和其他业务骨干。首次授予的股票期权行权价格为4.34元/股，等待期为自授予之日起24个月、36个月、48个月。激励计划还需要经国资主管单位批准、报山东省国资委备案、公司股东大会审议通过后才能实施。

行权期考核条件彰显业绩增长信心。在行权期的3个会计年度中，股票期权分年度进行绩效考核并以达标作为行权条件，2021年、2022年、2023年营业收入（剔除京台齐河至德州路段、京台济南至泰安路段及黄河二桥路段）需较2018年基数分别提高至少25%、30%、35%。我们认为，行权条件的设置较合理，将管理层利益与公司价值增长绑定，有积极的业绩鼓励作用。

图表10： 山东高速股票期权行权期绩效考核目标

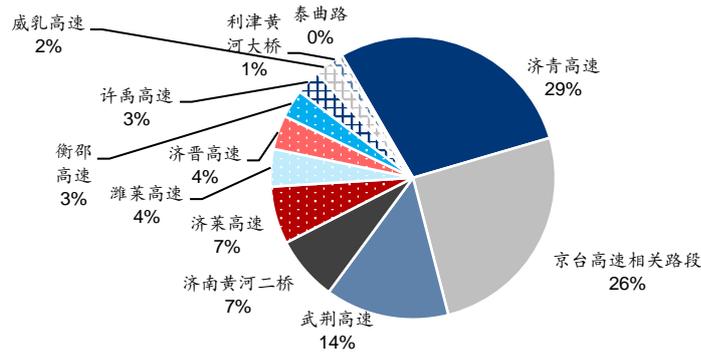
	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期
行权时间	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止	自授予日起48个月后的首个交易日起至授予日起60个月内的最后一个交易日当日止
可行权比例	40%	30%	30%
业绩目标			
(1) 营业收入	以2018年营业收入为基数，2021年营业收入增长率不低于25%	以2018年营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于30%	以2018年营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于35%
(2) 每股分红	2021年税前每股分红不低于0.155元	2022年税前每股分红不低于0.16元	2023年税前每股分红不低于0.165元
(3) 行业可比	上述指标不低于同行业平均水平。	上述指标不低于同行业平均水平。	上述指标不低于同行业平均水平。

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

核心路产改扩建，提升产能、提高收费、延长期限

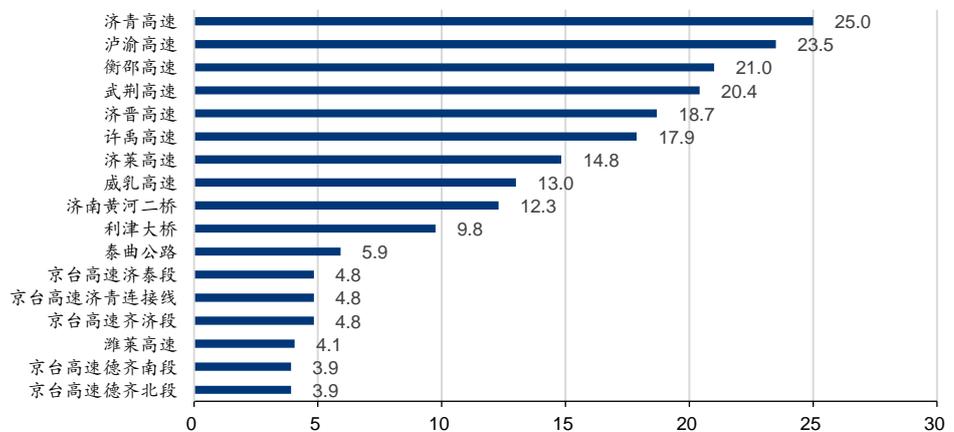
济青高速与京台高速为通行费主要来源。2019年通行费收入主要来自5个项目，分别为济青高速（29%）、京台高速相关路段（26%）、武荆高速（14%）、济南黄河二桥（7%）、济莱高速（7%）。其中，济青高速与京台高速为成熟路段，济青高速在2019年完成4改8车道扩建，京台高速正在实施改扩建。在临期路段中，京台高速相关路段将于2022-2025年到期（改扩建完成后有望延长收费期限），潍莱高速将于2024年到期，G104国道泰曲路将于2025年到期，其他公路平均剩余收费期限约17.6年（基期：2020/1/1），剩余收费期较长，路产项目储备充足。

图表11：山东高速-2019年各路段通行费收入占比



资料来源：山东高速2019年报、华泰证券研究所

图表12：山东高速-路产剩余收费期限（基期为2020/1/1）



资料来源：山东高速2019年报、华泰证券研究所

图表13: 山东高速-路产信息 (2019年)

序号	路段名称	公司权益	批准收费结束时间	收费里程(公里)	车道	通行费(亿元)	通行量(万辆)	每公里通行费(万元)	每日通行量(万辆)	状况
1	济青高速	100%	2044.12	318.50	8	19.89	3,162	624	8.7	营运
2	京台高速德齐一段	100%	2022.11.17	89.03	4					改扩建
3	京台高速德齐二段	100%	2025.11.30	2.25	4					改扩建
4	济南第二黄河公路大桥	100%	2032.04.16	5.75	6					营运
5	京台高速济济段	100%	2024.10.31	21.97	6	22.76	4,709	1,168	12.9	营运
6	京台高速济青连接线	100%	2024.10.31	16.38	4					营运
7	京台高速济泰段	100%	2024.10.31	59.55	6					营运
8	济莱高速	100%	2034.10.21	76.05	4	4.55	1,193	598	3.3	营运
9	潍莱高速	100%	2024.07.31	140.64	4	2.96	698	210	1.9	营运
10	威乳高速	100%	2032.12.19	70.55	4	1.4	601	198	1.6	营运
11	G104国道泰曲路	100%	2025.11.15	64.17	4	0.3	185	47	0.5	营运
12	利津黄河公路大桥	65%	2029.09.25	1.35	4	0.65	68	4,815	0.2	营运
13	许禹高速	60%	2037.11.14	39.07	4	1.98	398	507	1.1	营运
14	济晋高速	54%	2038.9.9	20.56	4	2.69	278	1,308	0.8	营运
15	衡邵高速	60%	2040.12.29	132.06	4	2.23	283	169	0.8	营运
16	武荆高速	60%	2040.5	183.21	4	9.71	1,803	530	4.9	营运
合计				1,241.08		69.12	13,378			

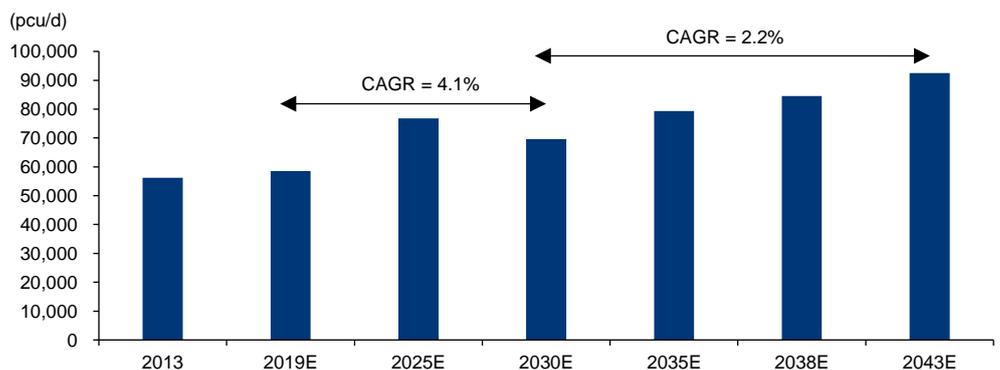
资料来源: 山东高速2019年报、华泰证券研究所

济青高速完成改扩建, 车流恢复与费率抬升迎双重利好

济青高速是公司两大核心路产之一, 途经山东省主要的经济发达城市。济青高速西起省会济南, 途径滨州、淄博、潍坊, 东至黄海之滨青岛, 横贯山东半岛, 区位优势显著。在改扩建开始前, 济青高速的通行费收入约31亿元, 占公司总通行费收入的49%, 为公司旗下收入最高的路段(2015年)。据《济南至青岛高速公路改扩建工程可行性研究报告》, 济青高速全线平均交通量为55373pcu/d, 客车与货车占比为61.4%和38.6%(2014年)。新的收费期限自改扩建通车之日起新给25年。

济青高速改扩建提前完工, 车流量有望恢复至施工前水平。济青高速“四改八”车道扩建项目于2016年6月开工。受工程建设期间限速限行的影响, 济青高速的通行费收入在2016年、2017年、2018年分别同比降低13.0%、11.3%、48.8%。济青高速小许家以东段(291公里)、以西段(18公里)已分别于2019年7月26日和12月15日通车。小许家以东段通车后, 前期因限速限行而分流车辆回流至济青高速, 2019年济青高速通行费收入恢复至19.9亿元, 同比增长61.7%。考虑车流承载力及通行速度提高, 以及小许家以西段全线贯通对车流的诱增作用, 我们预计济青高速的车流量将超越施工前水平。

图表14: 可研报告对济青高速车流量的测算



注: 可研报告假设济南至潍坊(济青中线)高速公路在2030年开通, 对济青高速产生车辆分流影响

资料来源: 《济南至青岛高速公路改扩建工程可行性研究报告》、华泰证券研究所

因改扩建增加车道，济青高速新收费标准平均上调约 25%。据《山东省高速公路车辆通行费收费标准》，自 2020 年 1 月 1 日起，2018 年以后新建和改扩建的高速公路较 2018 年以前开通的高速公路的收费标准有所提升，1/2/3/4 类客车收费标准分别提高 25/30/30/31%，8-9 座客车由原来的 2 类车划分为 1 类车收费，1/2/3/4/5/6 类货车收费标准分别提高 25/20/29/24/26/25%。据《山东省收费公路货车收费标准信息公开表》，自 2020 年 5 月 6 日起，济青高速实施差异化收费，对 3/4/5/6 类货车分别进行 94/93/93/95 折优惠，调整优惠后，济青高速 1/2/3/4/5/6 类货车收费标准相当于上调约 25/20/21/16/18/19%。

图表15：山东省高速公路货车收费标准比较（单位：元/公里）

货车类别	2018年后新建和改扩建的高速公路	2018年前开通的高速公路	新路提价率 (%)
1类	0.50	0.40	25.00
2类	0.90	0.75	20.00
3类	1.55	1.20	29.17
4类	2.05	1.65	24.24
5类	2.15	1.70	26.47
6类	2.75	2.20	25.00

注：此处不考虑货车差异化优惠政策的影响，因每条路给予货车通行费的折扣不同

资料来源：山东省交通运输厅、华泰证券研究所

图表16：山东省高速公路客车收费标准比较（单位：元/公里）

客车类别	2018年后新建和改扩建的高速公路	2018年前开通的高速公路	新路提价率 (%)
1类	0.50	0.40	25.00
2类	0.65	0.50	30.00
3类	0.78	0.60	30.00
4类	0.98	0.75	30.67

资料来源：山东省交通运输厅、华泰证券研究所

相较于 2019 年，我们测算 2021 年济青高速通行费收入增加约 21.9 亿元，无形资产摊销费用增加约 7.6 亿元，财务费用增加约 7.9 亿元。

我们预计济青项目实际效益好于可研预测。济青高速拓宽里程约 309 公里，工程概算总投资约 308 亿元，平均每公里造价 9962 万元。截至 2019 年末，济青高速项目转资金额约 239 亿元，工程出现结余。据《济南至青岛高速公路改扩建工程可行性研究报告》，项目全部投资税前财务内部收益率为 7.3%，税后财务内部收益率为 6.1%，资本金财务内部收益率为 7.2%。可研报告的测算是基于：1) 2019-2020 年沿用旧收费标准，如一类客车 0.40 元/公里；2) 2021-2040 年收费标准比 2019-2020 年提高 12%-14%；3) 2041-2044 年收费标准比 2021-2040 年提高 10%-13%。实际收费标准已超过可研报告测算值。基于工程结余与收费标准上调，我们测算济青改扩建项目的实际 IRR 高于可研测算值。

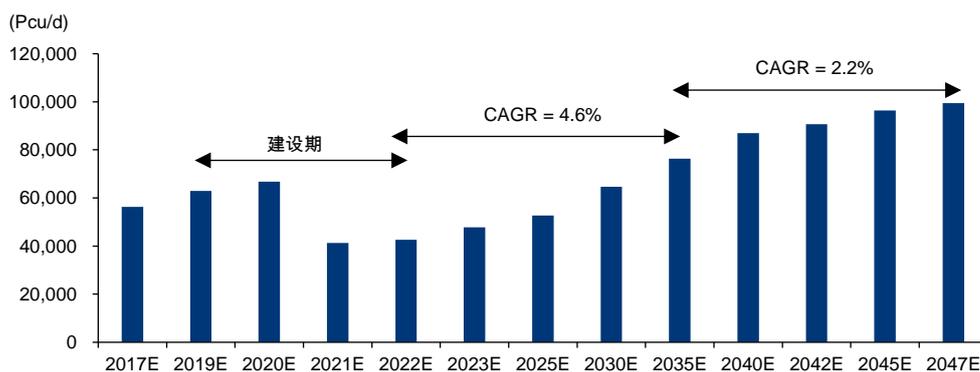
京台高速改扩建进行时，短期对车流量有拖累

京台高速是公司两大核心路产之一，其德州-齐河段正在改扩建。京台高速德齐段原定2022年11月收费年限到期，我们预计改扩建有望使路段获得新的25年收费期。该路段为京台高速及京沪高速在山东的共线路段。沿路车辆以大型货车为主，连接京冀鲁三地及南北经济体，货运需求旺盛。据《京台高速德齐段改扩建项目工程可行性研究报告》，京台高速德齐段平均交通量为56267pcu/d（2017年），客车与货车占比为55.9%和44.1%，其中大货车与特大货车占比达到6.4%和18.7%。

扩建期间限速限行，拖累短期车流量；通车后车流量有望恢复，收费标准有望上调。在2019-2022年建设期间，据工可报告测算，车流量在2021年同比下降38%。我们预计，在改扩建通车后，车流量有望迅速恢复至扩建前水平，并且受益于车流承载力及通行速度提高，未来车流量将进一步提高。据山东省高速公路车辆通行费收费标准，与济青高速相似，我们预计京台高速德齐段收费标准有上调约25%。

我们预计京台项目实际效益好于可研预测。京台高速德齐段拓宽里程约93公里，工程概算总投资约120亿元，平均每公里造价1.28亿元。据《京台高速德齐段改扩建项目工程可行性研究报告》，项目全部投资税前财务内部收益率为6.9%，税后财务内部收益率为5.6%，资本金财务内部收益率为7.1%。可研报告的测算是基于2023-2047年沿用旧收费标准，如一类客车0.40元/公里。考虑山东省实际收费标准已上调，我们测算济青改扩建项目的实际IRR高于可研测算值。

图表17：可研报告对京台高速德齐段车流量的测算



资料来源：《京台高速德齐段改扩建项目工程可行性研究报告》、华泰证券研究所

疫情影响短期盈利，不改长期增长趋势

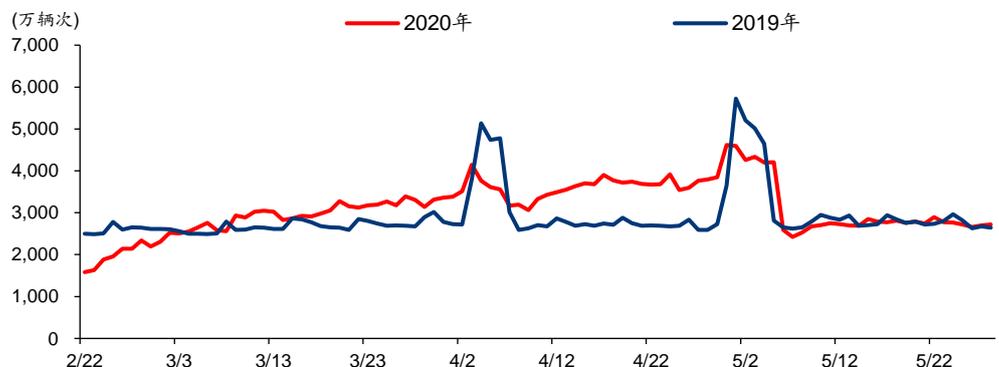
我们对恢复收费后的公路车流量持乐观展望

为防控疫情与促进复工复产，交通部在 2020 年一季度多次延长收费公路免费通行时间。1) 春节假期免收小型客车通行费时间(原定 1 月 24 日-1 月 30 日)延长至 2 月 8 日结束，同比增加 9 天；2) 从 2 月 17 日起至 4 月 30 日，全国收费公路免收所有车辆的通行费，共 74 天；3) 五一小长假免费通行时间由往常的 3 天增加至 5 天。在 2 月 9 日至 16 日(8 天) 短暂恢复收费期间，全国车流量处于较低水平，我们测算同比降低 80% 左右。受此影响，公司一季度营业收入、归母净利润分别同比降低 53.7%、152.5%；我们预计，公司 2020 年归母净利润同比降低 28.8%。

疫情期间居民自驾比例高，公路恢复收费后车流量已恢复常态。全国高速公路车流量在 3 月和 4 月同比增加 10.4% 和 21.4%，在五一假期前一周同比增加 37.0%；在 5 月 6 日恢复收费后的第一周，车流量同比仅减少 5.0%，在第二周车流量同比增长 0.2%。用路需求不减，我们认为主要因为：1) 私家车可避开拥挤人群，抢夺巴士和地铁的通勤需求以及短途高铁的差旅需求；2) 油价相较年初已大幅下降，自驾边际成本减少。我们对二季度及以后的车流量持乐观展望。

政府补偿或以延长收费期的形式展开。交通部在 3 月 6 日新闻会表示正在制定保障政策，包括延缓付息、本金展期或者续贷及适当延长经营期限等，从而依法保障收费公路的使用者、管理者、投资者、债权人的合法权益。考虑政府财政压力以及投资优先序，我们认为政府延长收费公路期限作为补偿的概率比现金补偿的概率更高。如果补偿期限方案正式出台，公司的 DCF 价值将获得一定修复。

图表18：全国高速公路车流量 2020 年 vs 2019 年



资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

市场已反映 ETC 折扣与货车优惠的综合影响

ETC 优惠小幅降低老路的客车通行费率。2019 年 7 月起，中国各省全面实施 ETC 95 折通行费优惠政策。山东省此前对持 ETC 鲁通卡及联名卡的用户给予 5% 通行费优惠，优惠幅度并没有变化。中国在 2019 年下半年大力普及推广 ETC，据交通运输部，山东省汽车 ETC 安装率从当年 7 月的 27% 提升至 12 月的 82%，高速公路入口客车 ETC 使用率从 7 月的 33% 提升至 12 月 72%。据 2019 年度业绩说明会纪要公告，公司 ETC 收费占比为 60% 左右。据《关于大力推动高速公路 ETC 发展应用工作的通知》，交通部的目标是推动车辆 ETC 使用率达到 90% 以上。伴随 ETC 使用率提高，我们预计老路的客车实际通行费率小幅降低。

在硬币另一面，客车流量因通行效率提升而增加。我们观察到，在 ETC 推广工作如火如荼的 2019 年下半年，全国高速公路客车流量同比增速逐季加快(1Q+7.8%；2Q+7.4%；3Q+9.1%；4Q+9.4%)，货车流量增速没有明显的变化趋势(1Q+7.0%；2Q+6.0%；3Q+7.6%；4Q+5.8%) (数据来源：交通运输部)。我们认为，通行效率提升及 ETC 折扣对客车流量产生诱增影响。

机器替代人工使通行效率提升，人工成本有望逐步降低。长远来看，取消省界收费站ETC化改造，不仅能节省管理及人工成本，更能减少拥堵、促进收费效率提升，进而提高通行能力和高峰期可容纳车流。据2019年度业绩交流会纪要公告，公司取消省界收费站、新装ETC检测设备的投资金额为9.6亿元，大部分计入固定资产，按电子设备5-8年期限计提折旧，新增折旧费用约1.2-1.9亿元/年。受益于ETC改造，我们预计公司的路桥运营成本（2019年约12.3亿元）未来有望降低。

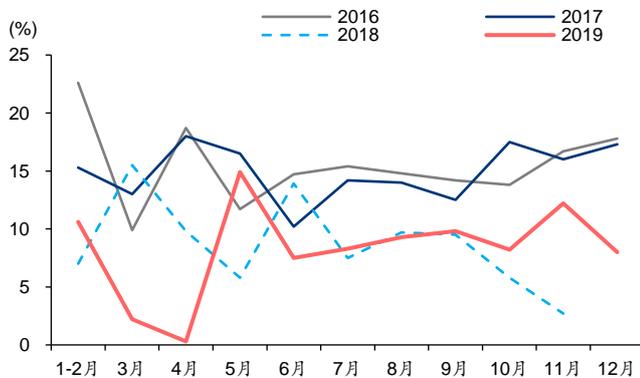
货车由计重改为按轴收费，影响尚不明确。自2020年起，全国高速公路货车通行费由原计重收费改为按车型收费，各省自行制定并启用新收费标准。改按车型收费后，同一车型不论空载满载，其通行费均相同；与计重收费模式相比，新标准下的满载货车通行费降低，空载货车通行费升高。新标准鼓励货车多装货，车流路径可能发生变化。

山东省实施货车差异化优惠，对费率有小幅拖累。交通部在2020年4月30日新闻发布会表示，各省已完成货车费率调整，全国二类至六类货车平均受益频次将分别达到65.6%、64.6%、66.7%、71.4%、82.4%。据山东省收费公路货车收费标准信息公开表，山东省自5月6日起实施高速公路货车差异化收费。与年初相比，货车通行费折扣从93折到99折不等。差异化收费对货车费率产生小幅拖累，但其对车流量的诱增仍需观察。

中长期用路需求稳健提升，但路网加密亦使供给增多

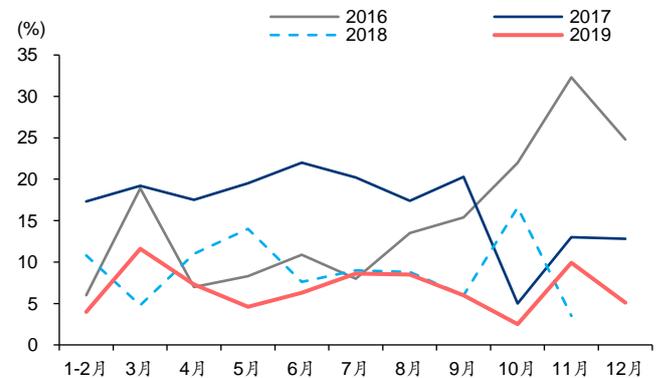
客车流量主要与消费升级相关，货车流量是经济的同步指标。我国高速公路的客车 vs 货车流量占比约为76vs24，山东省货车占比相对较高，其客车 vs 货车流量占比约为72vs28（2019年）。2019年，山东省高速公路客车流量同比增长11.7%，高于全国增速3.4个百分点，体现出较强的用路需求；山东省货车流量同比增长6.3%，略低于全国增速0.3个百分点，主要受到经济下行与“公转铁”政策影响。

图表19：高速公路客车流量同比增速（2016-2019年）



资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

图表20：高速公路货车流量同比增速（2016-2019年）



资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

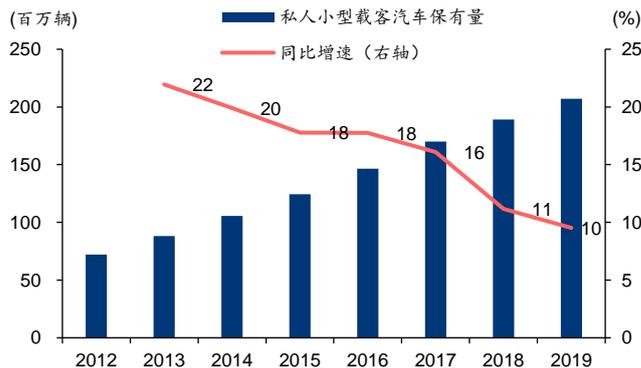
稳健低速的车流量增长正成为行业新常态。高速公路用路需求的驱动力是汽车保有量与使用率。汽车销量增速放缓已成为新常态。2019年，全国乘用车销量同比下降9.56%，商用车销量同比下降1.06%。汽车销量增速与高速公路车流量的二阶导数同步，汽车销量负增长则意味着车流量增速最快的阶段已经过去，行业进入稳健低速增长的新常态。受基数增大的影响，全国私家车保有量增速逐步下降，在2019年步入个位数时代。

图表21: 全国乘用车和商用车销量增速 (2016-2019年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

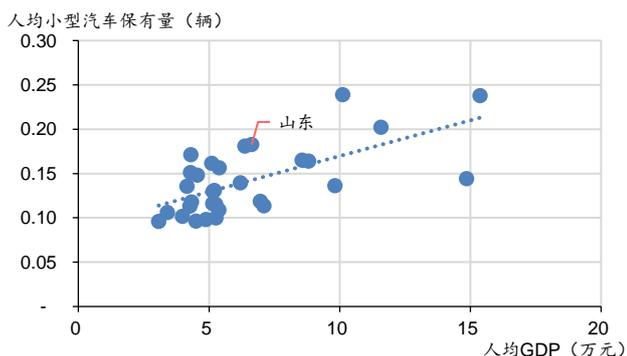
图表22: 全国私家车保有量 (2012-2019年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

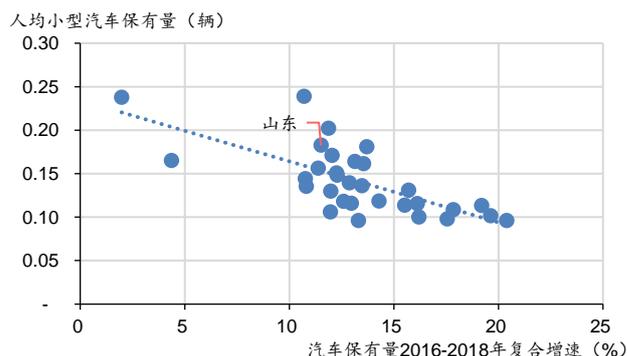
全国各省人均小型汽车保有量与人均GDP呈正相关关系。山东省人均小型汽车保有量仍有提升空间,我们预计其汽车保有量将伴随经济发展而稳步提高,从而带动高速公路用路需求稳健增长。参考保有量增速与人均汽车保有量的负相关关系,随着保有量基数的提高,我们预计保有量的增速将逐步放缓。山东省小型汽车保有量在2016、2017、2018年的同比增速分别为15.3%、12.6%、10.4%。

图表23: 各省人均小型汽车保有量 vs 人均GDP (2018年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表24: 各省人均小型汽车保有量 vs 保有量复合增速 (2018年)

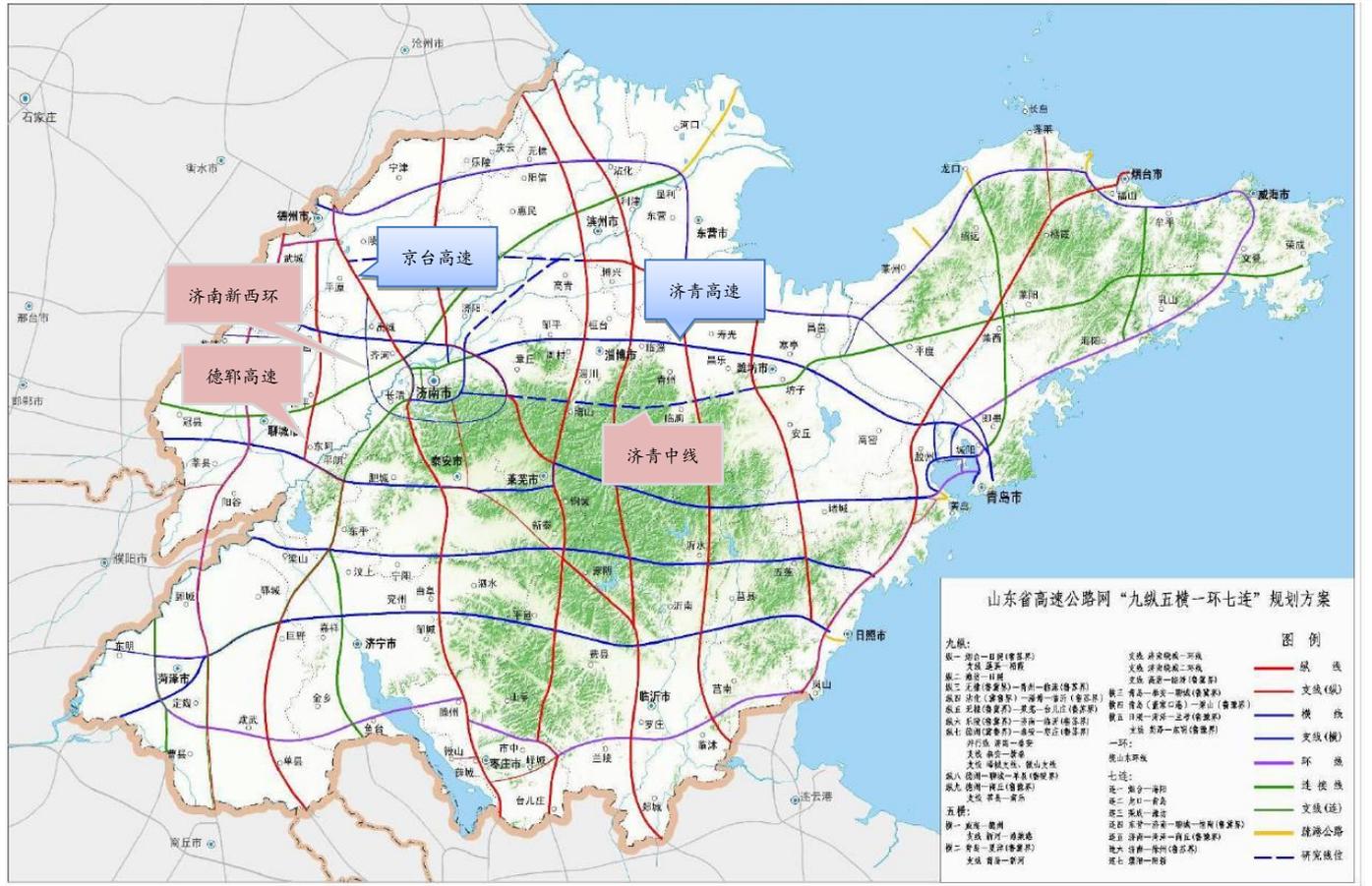


资料来源: Wind、华泰证券研究所

新建高铁对济青和京台高速的影响较小,对济莱和潍莱高速有一定分流影响。山东省内横向的胶济客专(2008年通车)、济青高铁(2018年通车)与济青高速平行,纵向的京沪高铁(2011年通车)与京台高速平行。因三条高铁干线的通车时间较长,区域路网格局已经稳定,我们预计公司主要路产济青和京台高速未来受高铁分流的影响较小。因济莱高铁和潍莱高铁将于2021-2022年通车,我们预计其对济莱高速和潍莱高速产生分流影响。

据《山东省高速公路网中长期规划(2014-2030年)》,山东省高速公路远期规划里程约7900公里。截至2020年5月,山东省高速公路里程已通车约6400公里。对比中长期规划与已建成公路,我们预计对公司路产有较大影响的新路包括:济青中线高速、德鄆高速和济南新西环。济青中线高速位于济青高速南侧,二者走势平行,济青中线西段(济南至潍坊段)计划于2020年6月开始建设,东段(潍坊至青岛段)已于2020年5月获省发改委核准批复、暂未开工建设,东段长约130公里、西段长约162.5公里。德鄆高速和济南新西环位于京台高速西侧,三者走势平行,其中德鄆高速高唐至东阿高速公路段在建。

图表25: 山东省高速公路网中长期规划



资料来源:《山东省高速公路网中长期规划(2014-2030年)》、华泰证券研究所

聚焦高速公路主业，剥离房地产业务 房地产子公司陆续出表，收回投资增厚收益

公司从2016年起逐步退出房地产板块，通过出售项目公司股权来增厚收益。房地产子公司股权处置产生的收益分别约占2016-2019年税前利润的15%、30%、54%、15%，有力地弥补了济青高速改扩建对同期利润的拖累。公司在2016年处置青岛华景60%股权、财富纵横51%股权、雪野湖41%股权，产生投资收益6.2亿元；公司在2017年处置济南汇博100%股权、济南盛邦100%股权、滨州置业100%股权、火山岛置业51%股权，产生投资收益11.9亿元；公司在2018年处置济南璞园50%股权，产生投资收益11.7亿元，因丧失控制权而对济南璞园剩余股权按公允价值重估，产生投资收益11.5亿元；公司在2019年处置济南建设20%股权，产生投资收益2.0亿元，因丧失控制权而对济南建设剩余股权按公允价值重估，产生投资收益4.1亿元。

烟台合盛项目有望在2020年完成出售，回收资金并增厚投资收益。截至2019年末，公司合并报表口径的房地产项目包括：1) 章丘置业旗下的玉兰花园项目，已于2015年8月竣工，存货开发产品余额3854万元；2) 烟台合盛旗下的夹河岛项目，尚未开工，存货开发成本15.1亿元。据2019/12/17公告，公司挂牌转让烟台合盛房地产开发有限公司100%股权，已与受让方签订了《产权交易合同》，受让方缴纳了1亿元保证金。

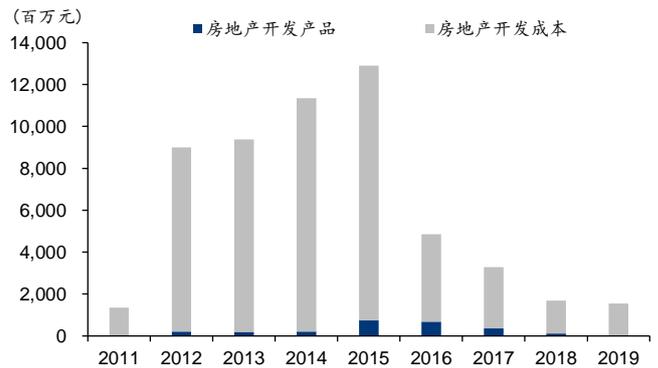
除房地产业务外，其他多元化布局也在收缩。公司在2018年处置山东高速吉泰矿业11%股权、锡林浩特鲁地矿业60%股权，退出矿业板块。

图表26: 山东高速-房地产收入与毛利 (2011-2019年)



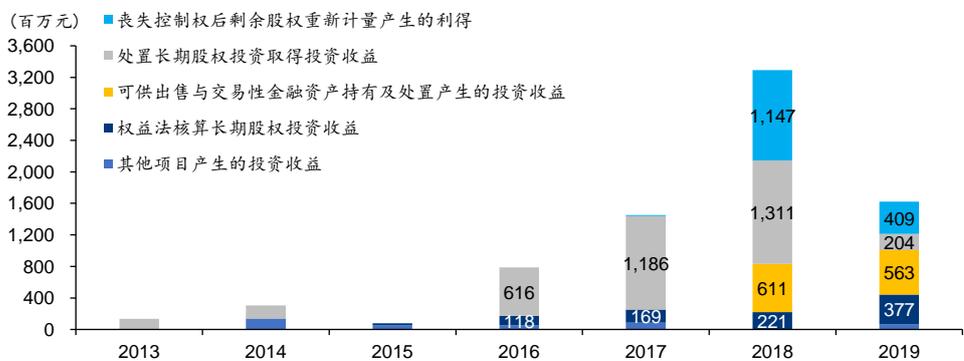
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表27: 山东高速-房地产存货开发产品与开发成本 (2011-2019年)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表28: 山东高速-投资收益的来源 (2013-2019年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

金融资产配置比例提高，丰富公司盈利来源

近五年来，公司在房地产项目规模缩小的背景下，陆续增持金融资产，获得良好回报。为改善资产结构、丰富公司盈利来源，公司于2016年参与定向增发购入东兴证券4.35%的股权，并在2018年通过参与定向增发增持威海商行股权至13.96%（增资前持7.59%）。作为财务投资，公司在2017年通过设立畅赢金程产业投资基金认购恒大地产增资份额。在2019年末，参股的东兴证券、威海商行、恒大地产的投资账面净值为23.7、26.6、50.0亿元，项目回报为2.1%、7.3%、10.5%。

图表29：公司主要股权财务投资项目的回报情况

项目名称/公司名称	会计科目	期末账面净值（百万元）			投资收益（百万元）			ROE（%）			均值
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	
东兴证券股份有限公司	长期股权投资	2,302	2,330	2,373	57	49	50	2.45	2.08	2.09	2.21
威海市商业银行股份有限公司	长期股权投资	1,034	2,128	2,659	101	55	194	9.72	2.60	7.30	6.54
恒大地产集团有限公司	其他非流动金融资产	5,000	5,000	5,000	/	472	525	/	9.44	10.49	9.97
济南畅赢交通基础设施投资基金	长期股权投资	464	1,384	2,135	/	89	67	/	6.47	3.15	4.81
青岛五道口新能源汽车产业基金	其他流动资产	/	/	1,000	/	/	/	/	/	/	/
合计				13,167							

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表30：公司主要债权财务投资项目的回报情况

项目名称	会计科目	期末余额（百万元）	实际利率	到期日
潍坊山高新旧动能转换基金项目	债权投资	1,500	15%	2023年12月1日
京东方信托出资	债权投资	500	8.5%	2022年12月31日
上海卫石投资管理有限公司项目	债权投资	224	10%	2021年4月4日
众腾环球投资项目	一年内到期的非流动资产	88	10%	2020年12月26日
济南畅赢金隅投资合伙企业（有限合伙）借款项目	债权投资	33	10%	2022年12月30日
海懿佰伟投资有限公司借款项目	债权投资	32	10%	2021年6月28日
合计		2,377		

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

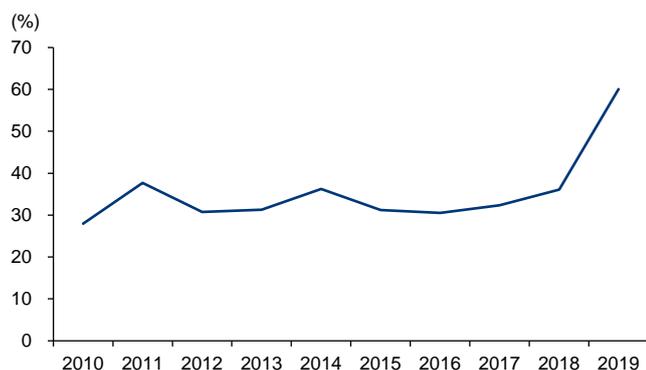
现金流改善，分红率提升，高股息有吸引力

2019年度分红率大幅提升至60%水平。公司在2010-2018年度的平均分红率约为32.7%，公司将2019年度分红率提升至60.1%，在A股高速公路2019年度分红率排名中位列前三。据2019年度业绩说明会纪要公告，公司提升分红率主要是积极响应证监会提倡现金分红、注重分红连续性和稳定性的政策导向。公司也提及，2017-2019年股东回报规划目标均已达成，将在2020年制定新一轮三年股东回报规划。

济青改扩建通车后，现金流大幅改善，支撑高分红决策。济青高速改扩建项目已于2019年12月全线通车，预示着高资本开支期结束，车流量恢复与收费标准提升带动经营现金流改善。我们预计2020/2021/2022年经营活动现金流达到58.3/59.6/89.1亿元。此外，公司债项投资陆续在2021-2023年到期，共计收回现金约23.8亿元（图表30）。虽然京台高速正在改扩建，但我们认为经营现金流足以支付项目资本金（工程总概算约120亿元，按资本金比例25%测算，公司资本金投入约30亿元）。

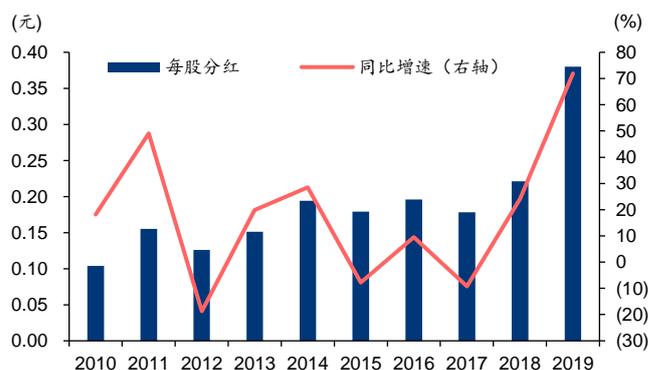
高股息率具有吸引力。我们预计2020/2021/2022年分红率维持60%水平，对应股息率4.6/6.3/7.5%（收盘价2020/6/1）。在全球低利率环境，稳健的高股息股票对低风险偏好资金仍有吸引力。

图表31：山东高速-分红率（2010-2019年）



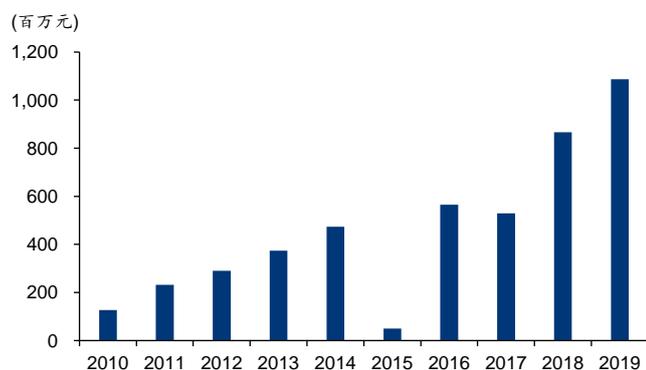
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表32：山东高速-每股分红（2010-2019年）



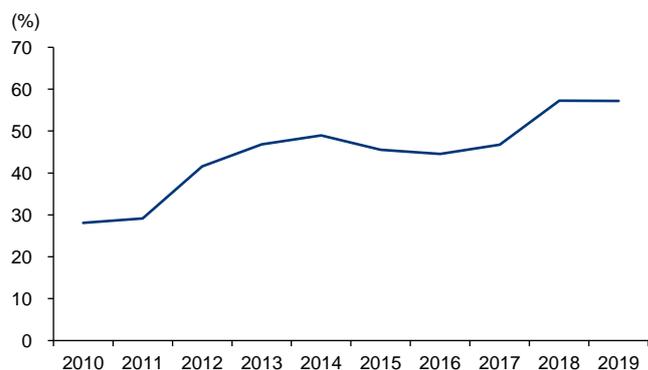
资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表33：山东高速-财务费用（2010-2019年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表34：山东高速-资产负债率（2010-2019年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测与估值

关键假设

(1) 高速公路免费通行政策与政府补偿措施

为防控疫情与促进复工，全国高速公路在2月17日至4月30日对所有车辆免费通行，对2020年收入和净利润产生负面影响。交通运输部尚未公布明确的补偿方案，我们暂按无补偿进行假设及测算盈利。

(2) 货车通行费优惠政策

山东省自5月6日起执行货车通行费优惠政策，济青高速对货三、货四、货五、货六分别进行94、93、93、95折扣优惠政策，京台高速、威乳高速、济莱高速、潍莱高速对货三、货四、货五、货六分别进行98、94、95、99折扣优惠政策，黄河二桥对货二、货三、货四、货五分别进行74、71、89、85折扣优惠政策。公司旗下路产所在的湖南、河南、湖北、四川也有各自的货车收费调整政策。

(3) 济青高速公路项目

济青高速于2019年完成改扩建工程并全线通车，车流量恢复与收费标准上调均为利好因素。我们预计2020/2021/2022年济青高速通行费收入同比增长51.5/38.6/10.0%。

(4) 京台高速公路项目

京台高速德齐段在2019年至2021年实施改扩建工程，道路施工限速限行，对车流量产生负面影响；我们预计德齐段在2021年末通车，在2022年收费标准上调约25%，车流量恢复至施工前水平。我们预计2020/2021/2022年京台高速相关路段（含黄河二桥）通行费收入同比增长-40.8/3.2/64.7%。

盈利预测与估值

我们测算公司2020/2021/2022年归母净利润为21.7/29.7/35.2亿元，合每股收益0.45/0.62/0.73元，当前股价对应13.1x 2020PE、9.5x 2021PE、8.0x 2022PE（收盘价2020/6/1）。我们测算公司2020/2021/2022年度股息率为4.6/6.3/7.5%（假设分红率维持60%，收盘价2020/6/1）。

图表35：山东高速-盈利预测表

单位：百万元人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,380	6,829	7,445	10,443	13,075	14,698
--收费公路业务	6,182	6,335	7,305	6,772	9,047	10,361
--轨道交通集团	-	-	-	3,521	3,873	4,183
--房地产	1,109	416	14	14	14	10
营业成本	3,191	3,450	3,497	7,489	8,133	8,809
--收费公路业务	2,267	3,048	3,403	4,279	4,800	5,216
--轨道交通集团	-	-	-	3,107	3,228	3,486
--房地产	890	351	4	4	4	3
毛利润	4,188	3,379	3,948	2,955	4,942	5,890
--收费公路业务	3,914	3,286	3,903	2,493	4,248	5,145
--轨道交通集团	-	-	-	413	645	697
--房地产	218	65	10	10	10	7
投资收益	1,451	3,290	1,621	1,738	1,070	1,105
归属于母公司股东的净利润	2,644	2,944	3,044	2,167	2,969	3,517
扣非净利润	2,429	1,932	2,545	1,642	2,969	3,517

资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们认为疫情影响与公路免费为一次性事件，故采用不受此影响的2021年业绩为估值基础。高速公路行业估值中枢为8.15x 2021PE。公司2019年度分红率（60%）高于行业均值（39%），考虑资本开支周期，我们预计公司在2020-2022年维持高分红政策。在行业估值中枢上给予约30%溢价，基于10.5-10.6x 2021PE，估算目标价6.48-6.54元。首次覆盖给予“增持”评级。

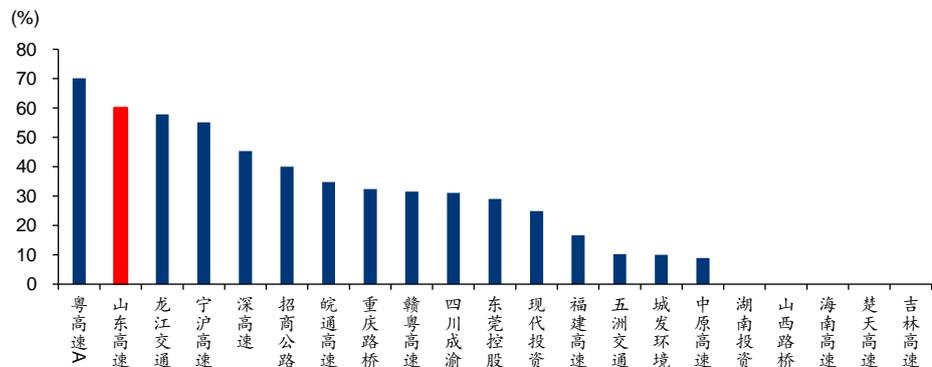
图表36: 可比公司表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE TTM	市盈率 PE 2020E	市盈率 PE 2021E	市净率 PB(MRQ)	2019年度分 红率(%)
600377.SH	宁沪高速	512.34	16.36	19.96	11.21	1.84	55.18
001965.SZ	招商公路	421.97	16.33	15.81	8.57	0.88	39.98
600548.SH	深高速	198.45	10.45	11.83	7.85	1.09	45.37
000429.SZ	粤高速 A	146.15	17.51	14.1	9.42	1.52	70.10
600012.SH	皖通高速	86.75	11.09	16.01	6.91	0.81	34.76
600033.SH	福建高速	74.37	12.53	18.02	8.15	0.79	16.58
000885.SZ	城发环境	48.25	12.78	7.59	5.30	1.67	10.02
	平均值		13.86	14.76	8.20	1.23	38.86
	中位数		12.78	15.81	8.15	1.09	39.98

注: 2020E、2021E 取自 Wind 一致预期, 收盘价 2020/6/1

资料来源: Wind、华泰证券研究所

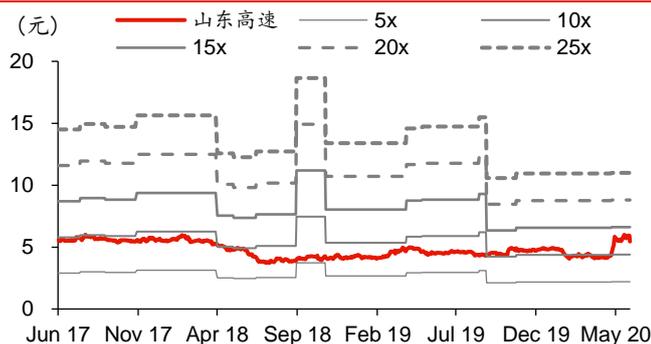
图表37: A股高速公路上市公司2019年度拟现金分红比例



资料来源: Wind、华泰证券研究所

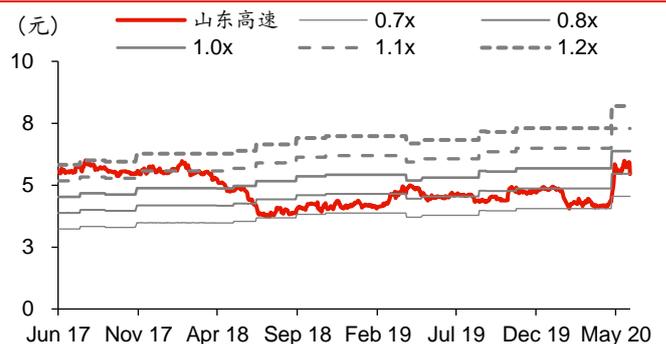
PE/PB - Bands

图表38: 山东高速历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表39: 山东高速历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 恢复收费后车流量低于预期

公司旗下大部分路桥资产位于山东省, 货车收入占比较高。货车流量与 GDP 紧密相连, 若经济大幅下滑, 可能使货车流量放缓, 从而影响通行费收入。

(2) 路网分流高于预期

山东省基础设施建设进度加快, 可能使省内高铁和高速公路项目提前建成通车, 对区域路网车流量产生分流影响。

(3) 资本开支高于预期

公司正在进行京台高速德齐段改扩建, 实际资本开支可能高于预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7,441	9,305	5,036	5,953	7,039
现金	1,475	1,682	1,058	1,321	2,010
应收账款	7.02	6.53	9.16	11.47	12.90
其他应收账款	2,752	4,766	2,611	3,269	3,675
预付账款	17.77	47.24	101.17	109.87	119.00
存货	1,683	1,555	74.89	40.66	8.81
其他流动资产	1,505	1,248	1,182	1,201	1,213
非流动资产	61,156	71,055	89,356	80,393	87,900
长期投资	9,849	10,757	11,381	11,766	12,163
固定投资	4,539	6,390	14,666	13,615	12,663
无形资产	19,666	41,258	45,764	44,274	54,044
其他非流动资产	27,102	12,650	17,545	10,738	9,031
资产总计	68,596	80,360	94,392	86,347	94,939
流动负债	11,157	11,942	12,205	13,258	11,509
短期借款	28.00	504.76	2,429	2,929	928.61
应付账款	2,313	4,448	2,995	3,253	3,523
其他流动负债	8,816	6,990	6,781	7,077	7,057
非流动负债	28,124	34,030	43,982	45,009	42,264
长期借款	26,289	32,140	42,272	43,470	40,888
其他非流动负债	1,835	1,890	1,710	1,539	1,376
负债合计	39,281	45,972	56,187	58,267	53,773
少数股东权益	2,054	2,266	6,002	6,044	6,090
股本	4,811	4,811	4,811	4,811	4,811
资本公积	3,274	4,160	4,160	4,160	4,160
留存公积	19,170	21,141	21,479	23,148	24,883
归属母公司股东权益	27,261	32,121	32,460	34,129	35,864
负债和股东权益	68,596	80,360	94,392	86,347	94,939

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	3,891	5,501	5,828	5,961	8,907
净利润	3,626	3,066	2,201	3,054	3,610
折旧摊销	1,397	1,606	2,284	2,745	3,099
财务费用	866.47	1,087	1,346	1,454	1,723
投资损失	(3,290)	(1,621)	(1,738)	(1,070)	(1,105)
营运资金变动	568.00	891.93	1,771	(221.54)	(263.82)
其他经营现金	723.64	471.62	(35.13)	0.00	1,844
投资活动现金	(8,369)	(9,006)	(15,317)	(4,599)	(84.60)
资本支出	7,315	8,738	20,066	5,109	611.63
长期投资	(2,898)	(2,009)	4,661	509.80	527.03
其他投资现金	1,844	1,740	88.00	0.00	0.00
筹资活动现金	2,996	3,713	8,865	(1,098)	(8,134)
短期借款	(2,372)	476.76	1,924	500.00	(2,000)
长期借款	12,738	4,279	10,132	1,198	(2,582)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,370)	(1,043)	(3,191)	(2,796)	(3,551)
现金净增加额	(1,482)	207.40	(624.10)	263.12	688.96

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,829	7,445	10,443	13,075	14,698
营业成本	3,450	3,497	7,489	8,133	8,809
营业税金及附加	102.48	65.69	92.15	115.37	129.69
营业费用	0.33	0.05	0.07	0.09	0.10
管理费用	459.07	337.43	580.52	604.88	675.18
财务费用	866.47	1,087	1,346	1,454	1,723
资产减值损失	(216.94)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	18.00	18.00	18.00
投资净收益	3,290	1,621	1,738	1,070	1,105
营业利润	5,024	4,201	2,598	3,762	4,391
营业外收入	79.69	88.47	88.47	88.47	88.47
营业外支出	790.79	165.69	20.00	20.00	20.00
利润总额	4,313	4,124	2,666	3,831	4,459
所得税	686.59	1,058	465.40	777.02	849.56
净利润	3,626	3,066	2,201	3,054	3,610
少数股东损益	682.52	22.12	34.03	84.54	93.08
归属母公司净利润	2,944	3,044	2,167	2,969	3,517
EBITDA	6,576	6,817	6,296	8,030	9,282
EPS (元, 基本)	0.61	0.63	0.45	0.62	0.73

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	(7.46)	9.02	40.28	25.20	12.41
营业利润	12.21	(16.38)	(38.17)	44.83	16.70
归属母公司净利润	11.33	3.39	(28.81)	37.03	18.43
获利能力 (%)					
毛利率	49.48	53.03	28.29	37.80	40.07
净利率	53.10	41.18	21.07	23.36	24.56
ROE	12.37	8.92	5.72	7.60	8.60
ROIC	7.73	5.95	3.86	4.58	5.52
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.26	57.21	59.52	67.48	56.64
净负债比率 (%)	107.68	110.88	132.10	130.05	111.96
流动比率	0.67	0.78	0.41	0.45	0.61
速动比率	0.38	0.55	0.31	0.35	0.50
营运能力					
总资产周转率	0.10	0.09	0.11	0.15	0.15
应收账款周转率	494.41	218.58	142.28	135.48	128.97
应付账款周转率	1.73	1.03	2.01	2.60	2.60
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.63	0.45	0.62	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.14	1.21	1.24	1.85
每股净资产(最新摊薄)	5.67	6.26	6.33	6.68	7.04
估值比率					
PE (倍)	9.61	9.32	13.06	9.53	8.04
PB (倍)	1.04	0.94	0.93	0.88	0.84
EV_EBITDA (倍)	9.41	10.08	13.52	10.78	8.76

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司