粤高速 A (000429.SZ)　路桥行业

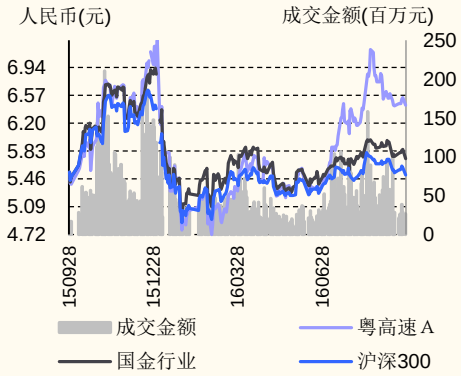
评级：买入　首次评级　　**公司深度研究**

市场价格（人民币）：6.44 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	468.68
总市值(百万元)	13,464.79
年内股价最高最低(元)	7.30/4.72
沪深 300 指数	3220.28
深证成指	10392.70



苏宝亮　分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

绝对收益优质标的：高增长、高股息、低估值

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.254	0.373	0.480	0.534	0.575
每股净资产(元)	3.99	4.14	3.44	3.61	3.77
每股经营性现金流(元)	0.77	0.79	0.86	1.20	0.74
市盈率(倍)	19.48	18.51	13.62	12.24	11.38
行业优化市盈率(倍)	16.09	21.41	18.97	18.97	18.97
净利润增长率(%)	149.46%	47.26%	113.93%	11.23%	7.61%
净资产收益率(%)	6.35%	9.01%	13.95%	14.80%	15.25%
总股本(百万股)	1,257.12	1,257.12	2,090.81	2,090.81	2,090.81

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **高速收费经营稳健，主业贡献稳定现金流：**公司主营高速公路收费行业，目前参、控股的 10 条高速串联成网，交通量相互补充形成协同效应，核心路产位于珠三角核心区域，区位优势明显。受益于佛开高速北段改扩建扩大通车容量、地区车流量的自然增长，公司营业收入获得持续增长，近 3 年复合增速 11.8%。珠三角经济转型升级、汽车保有量持续上升都将保证高速车流量的稳定增长，佛开高速南段扩建工程完工后，也将对车流量提升具有拉动作用。预计未来 3 年公司大部分路段通行费收入能够保持 5%-8%的增速。
- **广交集团 A 股唯一上市平台，注入优质路产增厚利润：**公司是控股股东广交集团的 A 股唯一上市平台，大股东实力雄厚，集团总资产 3000 多亿，广东省接近 70%的高速公路都在集团旗下。公司收购佛开公司 25%股权、广珠交通 100%股权，注入优质路产京珠高速广珠段。预计重组效应将增厚 4-5 亿的净利润，推动 2016 年净利增长 114%，未来不排除大股东继续注入路产扩大公司资产规模、提升盈利能力的可能。
- **公路国企混改龙头，多元化转型预期强烈：**公司定增向亚东复星亚联、西藏赢悦和广发证券募集资金 16.5 亿元，2016 年 7 月 完成增发，目前三家合计持股比例达到 15.97%。公司由此引入复星集团、保利地产、广发证券三家战略投资者，成为是近年首家引入民营长期股东的公路股。混改使得公司治理结构得到长期的保障，公司将朝着不断完善治理结构的方向改革。同时，公司将借助战投的行业经验和丰富资源，充分挖掘本产业和相关产业的投资机会，快速实现相关多元化产业的发展，努力将公司打造为“以路为基础，多元化发展”的投资控股公司。
- **高股息彰显防御特性，低估值提供安全边际：**公司公告 2016 年起大幅提升分红率至 70%以上，预期股息率跃居行业第二。目前公司市盈率显著低于高速公路行业平均 16 倍左右的市盈率，股价仍处于相对安全的区域，低估值为长期持有提供充足的安全边际。高分红保障了投资者的绝对收益，高分红带来的股息率的大幅提升将使标的在目前被低估的股价下彰显更强的防御特性。作为绝对收益的公路标的，公司高增长、高股息、低估值的三大特性将使其成为适合配置的绝佳资产。

投资建议

- 公司经营路产区位优势明显，珠三角经济转型升级、汽车保有量持续上升保

敬请参阅最后一页特别声明　　用使司公限有理管金基银瑞投国供仅告报此
此报告仅供国投瑞银基金管理有限公司使用

证车流量平稳增长，注入优质路产增厚公司利润，重组效应显著提升业绩；多元化转型预期强烈，未来打开更大的增长空间；16 年起大幅提升分红率，保障更高的绝对收益。以重组后资产估计，预计 16-18 年公司备考净利润为 10.04/11.17/12.02 亿元，对应增发摊薄后 EPS 为 0.48/0.53/0.58 元，对应 PE 为 14/12/11 倍，股息收益率为 5.2%/5.8%/6.6%。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 高速收费标准与政策变化风险；收费经营期风险；其他高速公路、城际轨道交通分流风险；转型不及预期。

内容目录

公司介绍 5
主营高速公路建设经营，通行费为主要收入来源 5
股权结构：广交集团 A 股唯一上市平台，重组引入战投 6
主业经营稳健，注入优质路产增厚企业利润 6
核心路产位置优越，区域经济保证充裕车流量 6
主业经营稳健，通行费收入、投资收益持续增长 11
调整资产结构，盈利能力持续改善 13
公路国企混改龙头，多元化转型预期强烈 13
公路国企改革先锋，治理结构不断完善 13
借力股东资源，实现多元化转型 14
高股息彰显防御特性，低估值提供安全边际 16
高股息率是成熟市场中的重要指标 16
股息率有望跃升行业第二，高分红保障绝对收益 16
估值安全边际充足，适合资产配置 18
盈利预测与估值 18
核心假设 18
估值及投资评级 20

图表目录

图表 1：2015 年公司主营收入构成 5
图表 2：2015 年公司毛利构成 5
图表 3：2011-2015 年公司营业收入 5
图表 4：2011-2015 年公司净利润 5
图表 5：公司重组前股权结构 6
图表 6：公司重组后股权结构 6
图表 7：公司前十大股东明细（截止 2016-07-08） 6
图表 8：公司控股、参股高速公路情况 7
图表 9：国家高速公路路网规划“五纵七横” 7
图表 10：广东省路网规划 7
图表 11：公司通行费收入构成（单位：百万元） 8
图表 12：2016H1 公司合营联营企业投资收益构成 8
图表 13：佛开高速地图 8
图表 14：广佛高速地图 8
图表 15：京珠高速广珠段地图 9
图表 16：广惠高速地图 9
图表 17：粤高速经营高速连城路网 9
图表 18：三条高速紧密相连 9

图表 19：广东省“腾笼换鸟”战略 10
图表 20：全国、广东省、珠三角地区经济增速对比 10
图表 21：广东省民用汽车保有量 10
图表 22：佛开高速车流量月度数据 11
图表 23：广惠高速车流量月度数据 11
图表 24：京珠高速公路广珠段车流量月度数据 11
图表 25：广佛高速车流量月度数据 11
图表 26：公司通行费收入情况 12
图表 27：公司对联营企业和合营企业的投资收益情况 12
图表 28：公司控股高速公路通行费收入增速 12
图表 29：广肇（粤肇）高速通行费收入 13
图表 30：惠盐高速通行费收入 13
图表 31：公司毛利率情况 13
图表 32：公司财务费用下降明显 13
图表 33：粤高速：公路股权多元化的改革先锋 14
图表 34：复星集团业务板块 15
图表 35：复星集团聚焦行业 15
图表 36：复星集团 2014/2015 年分版块、分业务利润情况 15
图表 37：复星集团全球投资地图 16
图表 38：公司经营性净现金流量 17
图表 39：公司经营性净现金流/营业收入（利润总额） 17
图表 40：公司每股股利和股息支付率 17
图表 41：高速公路上市公司分红率比较 18
图表 42：高速公路上市公司股息率比较 18
图表 43：同行业公司 2016 年预计估值对应的 PE 18
图表 44：同行业公司 PB 18
图表 45：公司控股高速业绩预测（单位：百万元） 19
图表 46：公司参股高速业绩预测（单位：百万元） 19

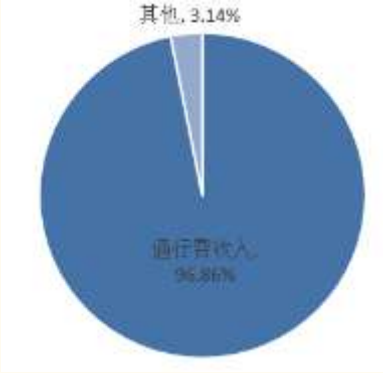
公司介绍

主营高速公路建设经营，通行费为主要收入来源

- 公司前身为广东佛开高速公路股份有限公司，后经省政府批准，广东省高速公路公司（本公司之控股公司）将评估后的广佛高速公路有限公司 75%和九江大桥 100%权益折股重组并入，更名为**广东省高速公路发展股份有限公司**。公司于 1996 年发行上市了 13，500 万股境内上市外资股（B 股），被境内外传媒誉为“高速公路第一股”。1998 年 1 月，公司又成功发行 10，000 万股人民币普通股（A 股），并于 1998 年 2 月 20 日在深圳证券交易所挂牌上市。
- 公司主营高速公路、等级公路，桥梁的建设施工，公路、桥梁的收费和养护管理，汽车拯救，维修，清洗，兼营与公司业务配套的汽车运输、仓储业务，是广东省高速公路系统内开发高速公路和特大桥梁的主要机构之一。

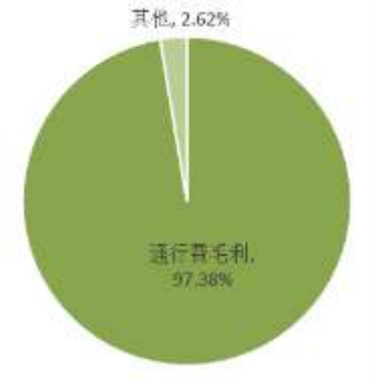
  通行费收入为公司的主要收入来源。2015 年公司实现通行费收入 14.97 亿元，占总营业收入的 96.86%；通行费毛利 6.59 亿元，贡献了总毛利的 97.38%。

图表 1：2015 年公司主营收入构成



来源：wind、国金证券研究所

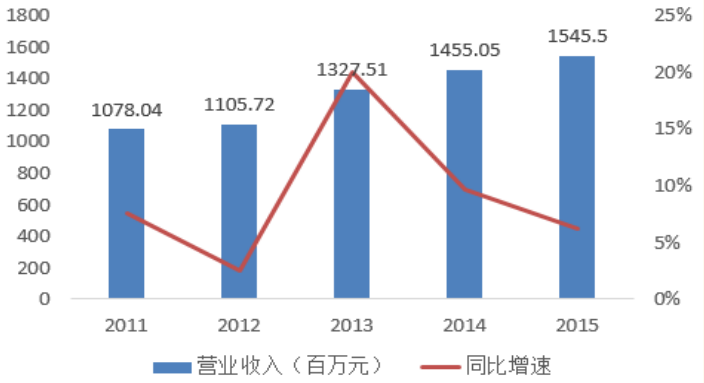
图表 2：2015 年公司毛利构成



来源：wind、国金证券研究所

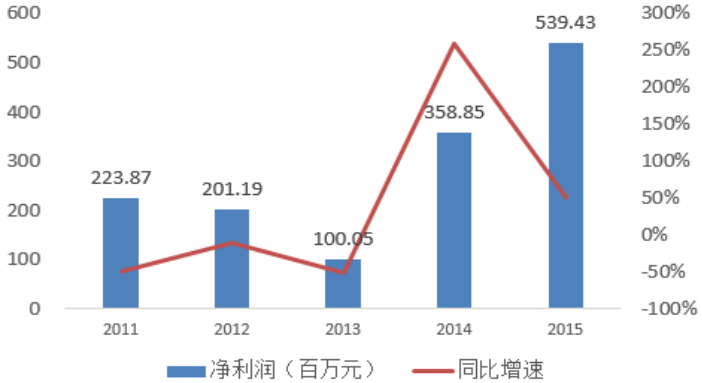
- 公司不断加大新项目开发力度拓展项目源，坚持收购已运营的优质路产项目，以控股为主，注重盈利水平。同时公司逐步改变参股项目散、小、多的现状，逐步调整资产结构、改善盈利能力。近年来，公司的主营业务收入获得了持续增长，其中 2015 年实现营业收入 15.45 亿元，同比增长 6.22%，净利润 5.39 亿元，大增 50.32%，主要得益于通行费收入的增长、投资收益的增加和财务费用的减少。

图表 3：2011-2015 年公司营业收入



来源：wind、国金证券研究所

图表 4：2011-2015 年公司净利润

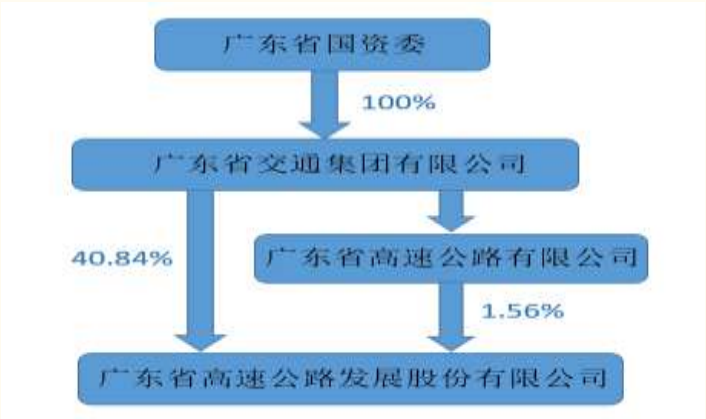


来源：wind、国金证券研究所

股权结构：广交集团 A 股唯一上市平台，重组引入战投

- 公司的控股股东是广东省交通集团有限公司，实际控制人是广东省国资委。大股东广交集团实力雄厚，集团总资产 3000 多亿，全省接近 70%的高速公路都在广交集团旗下。集团主营业务包括高速公路的投资建设与经营、汽车客货运输、现代物流业、公路设计施工监理、智能交通。集团旗下 2 家上市公司——A 股的粤高速和 H 股的南粤物流，粤高速是广交集团 A 股唯一上市平台。
- 2016 年 7 月 8 日，公司的重大资产重组圆满完成。交易完成后，公司成功通过定增引入复星集团、保利地产、广发证券等战略投资者，复星等战略投资者合计持股比例将达到 15.97%，公司治理结构日趋完善，利用大股东资源进行多元化转型的预期也表现得十分强烈。同时，公司控股的佛开高速持股比例由 75%上升为 100%，新增控股京珠高速广珠段持股比例由 20%上升为 100%。

图表 5：公司重组前股权结构



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 6：公司重组后股权结构

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 7：公司前十大股东明细（截止 2016-07-08）

排名	股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例
1	广东省交通集团有限公司	51335.69	24.55%
2	广东省公路建设有限公司	46632.50	22.30%
3	亚东复星亚联投资有限公司	20242.91	9.68%
4	西藏赢悦投资管理有限公司	10121.46	4.84%
5	广东省高速公路有限公司	5293.75	2.53%
6	广发证券股份有限公司	3036.44	1.45%
7	冯梧初	2212.08	1.06%
8	哈尔滨哈里实业股份有限公司	1485.07	0.71%
9	新粤有限公司	1320.11	0.63%
10	广东粤财信托有限公司	1217.43	0.58%
	合　　计	142897.44	68.33%

来源：wind、国金证券研究所

主业经营稳健，注入优质路产增厚企业利润

核心路产位置优越，区域经济保证充裕车流量

■ 公司完成重组后，目前拥有 3 条控股路产和 7 条参股路产，大多位于广东省境内。目前，这 10 条公路除了广佛高速和惠盐高速经营期要在几年内结束外，其余的高速公路收费期限还在 10 年以上，能够在中长期稳定贡献收入。广乐高速由于持股比例仅有 9%，对公司整体利润影响较小，参股投资计入可供出售金融资产而不是长期股权投资。（注释：下文中京珠高速广珠段和广珠东高速是指同一条高速）

图表 8：公司控股、参股高速公路情况

		总里程（公里）	经营期结束时间	重组前股权	重组后股权	2016H1 经营情况	
						通行费收入（万元）	同比增减
控股高速	广佛高速	15.7	2021	75%	75%	19083.76	9.00%
	佛开高速	79.9	2036（北段） 2026（南段）	**75%**	**100%**	56928.08	7.10%
	京珠高速广珠段	62.4	2030	**20%**	**75%**	54158.82	5.38%
参股高速	广惠高速	153.2	2029	30%	30%	80078.11	3.18%
	惠盐高速	31.4	2024	33%	33%	10615.90	11.27%
	广肇高速	62.0	2031	25%	25%	28997.89	20.68%
	江中高速	32.4	2031	15%	15%	19625.92	4.44%
	康大高速	56.6	2037	30%	30%	11553.73	-0.22%
	赣康高速	43.5	2040	30%	30%	7324.78	-22.26%
	广乐高速	302.9	2029	9%	9%	/	/

来源：公司官网、国金证券研究所

公司控股的广佛高速、佛开高速、京珠高速公路广珠段为国家高速公路路网规划“五纵七横”的组成部分，其余参股的多条高速公路亦为广东省高速公路网规划“十纵五横”主骨架的组成部分。

图表 9：国家高速公路路网规划“五纵七横”

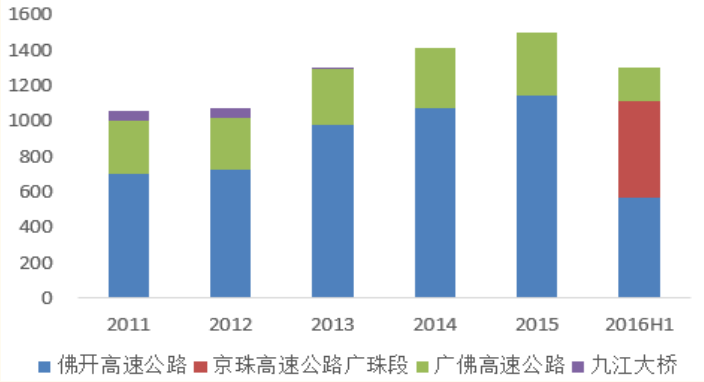
来源：网络资料、国金证券研究所

图表 10：广东省路网规划

来源：中国公路网、国金证券研究所

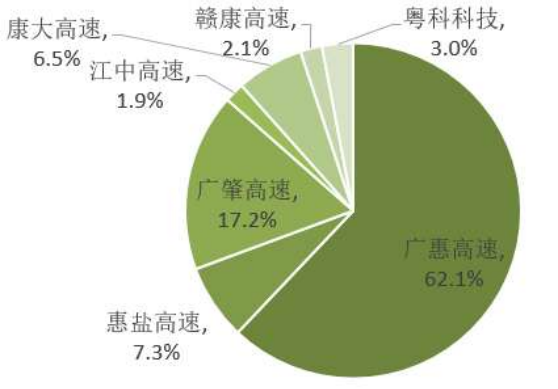
■ 从公司营业收入中通行费收入和合营联营企业投资收益的构成来看，广佛高速、佛开高速、京珠高速广珠段、广惠高速贡献了大部分的收入和投资收益，是公司的核心路产。这四条高速公路区位优势明显，均位于珠三角核心区域，是沟通珠三角重要城市之间的命脉，为车流量的稳定提升提供了有力的保障。

图表 11：公司通行费收入构成（单位：百万元）



来源：国金证券研究所

图表 12：2016H1 公司合营联营企业投资收益构成



来源：国金证券研究所

- **公司四条核心路产地处交通要道，位置优越**
  - 佛开高速是广东省通向粤西的交通大动脉，是全国高等级公路网国道主干线沈阳至海口高速公路的一段，是江门市及粤西地区通往广佛地区的主要通道。对于广东省开发非珠地区，沟通珠三角和非珠地区具有重大意义。2016H1 佛开高速实现通行费收入 5.69 亿元，占总通行费收入的 43.7%，是贡献最多通行费收入的高速公路。
  - 广佛高速沟通广州、佛山两大城市，随着广州一线城市的溢出效应，广佛不断实现同城化，这条高速公路的区位优势更加明显。2016H1 广佛高速实现通行费收入 1.91 亿元，占总通行费收入的 14.7%。
  - 京珠高速广珠段，沟通珠三角两大城市——广州和珠海，是贯通我国南北的大动脉—京珠高速公路在广东境内的重要路段，而灵山段又地处珠江三角洲的几何中心大南沙范围，随着广州南沙的大开发，该路段的车流量势必与日俱增。2016H1 京珠高速公路广珠段实现通行费收入 5.42 亿元，占总通行费收入的 41.6%。
  - 广惠高速连接广东省省会广州和珠三角东翼城市惠州，是广东省规划的干线公路中的重要组成部分，它使广州、惠州、汕头、粤东地区联成一体。2016H1 广惠高速贡献投资收益 1.14 亿元，占公司 62%的合营联营企业投资收益。

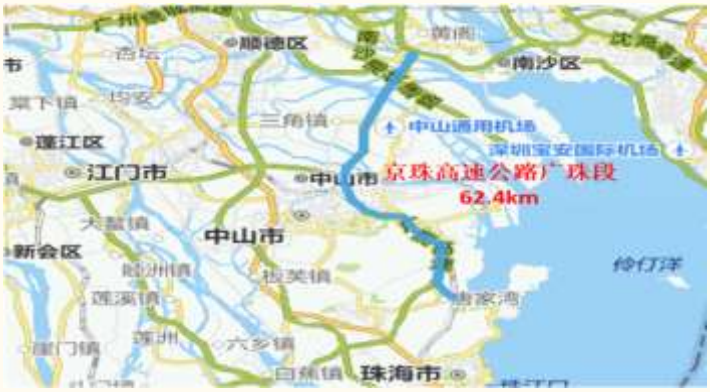
图表 13：佛开高速地图

来源：搜狗地图、国金证券研究所

图表 14：广佛高速地图

来源：搜狗地图、国金证券研究所

图表 15：京珠高速广珠段地图



来源：搜狗地图、国金证券研究所

图表 16：广惠高速地图

来源：搜狗地图、国金证券研究所

- **公司参股、控股高速路网协同效应明显。**近几年来随着广东省高速公路网规划的逐步实施，路网贯通效应日益加强，而公司在广东省境内经营的 8 条公路协同效应更加明显。

  公司控股或参股的高速公路项目串联成网，各高速公路的交通量将相互补充，形成诱增效应。南北走向的广佛高速、佛开高速、广珠东高速，与东西走向的江中高速、广肇高速在广东省高速公路网路中紧密相连。从虎门大桥连接线过来的交通量，可通过广珠东线主线，进入中江高速，再进入佛开高速通往粤 西等地区，是珠江东岸的东莞深圳香港等地区通往粤西、粤北地区最便捷的高速。受益于广东省内高速公路路网完善、车辆保有量持续增长以及运营管理效率不断提高，公司控股和参股的各高速公路车流量保持明显的增长趋势。

  公司在控股和参股的高速公路经营中，一致注重加强宣传路网的通道功能，采取推广可变情报板预报技术、统一服务标准、提高服务质量、提高管理水平等措施引车上路、吸引更多的交通量使用高速公路通道，提高路网的协同效应。

图表 17：粤高速经营高速连城路网

来源：公司资料、国金证券研究所

图表 18：三条高速紧密相连

来源：公司资料、国金证券研究所

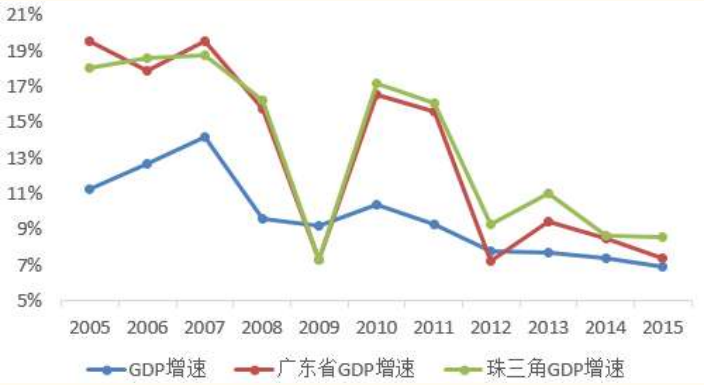
- 高速公路通行费收入主要取决于车流量的多少，而区域经济是影响高速公路车流量的重要因素。广东省利用 2008 年金融危机的挑战与机遇，实行“腾笼换鸟”，特别是珠三角地区成功实现产业转型升级。在近期全国一些依赖资源和重工业的地区经济出现明显下滑的大背景下，广东省经济可谓格外耀眼。经过金融危机之后短暂的低迷期，广东省经济增速长期领先全国增速，而珠三角地区在经济总量基数已经很大的情况下增速依然远远高

于全国增速。同时，珠三角区域内物流基地转到东莞落地、广佛肇同城发展都成为增加高速公路车流量的有利因素。

图表 19：广东省“腾笼换鸟”战略

来源：网络资料、国金证券研究所

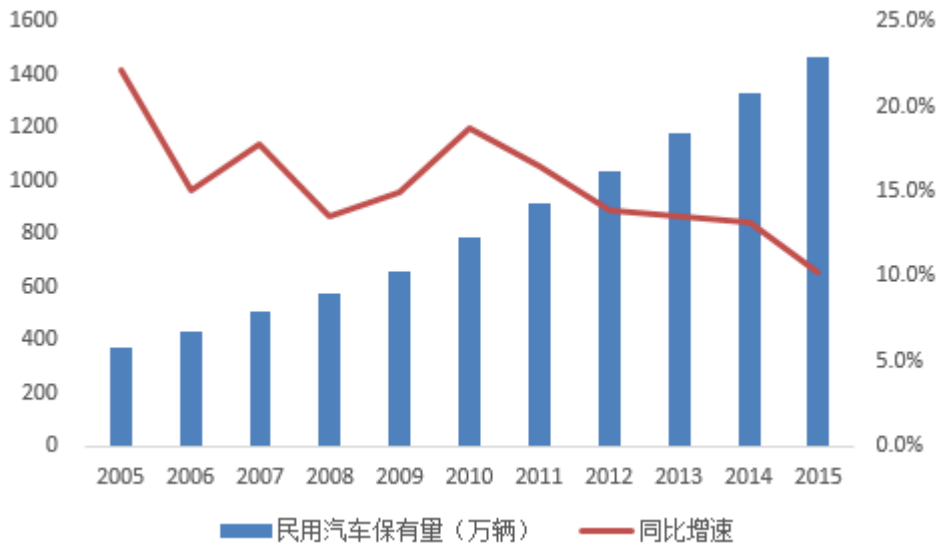
图表 20：全国、广东省、珠三角地区经济增速对比



来源：国家统计局、wind、国金证券研究所

目前国内居民驾车出行趋势逐渐形成，在地区经济平稳发展的前提下，广东省民用汽车保有量实现持续增长，近年来一直保持 10%以上的增速，2015 年民用汽车保有量达到 1468.15 万辆，接近 1500 万辆。

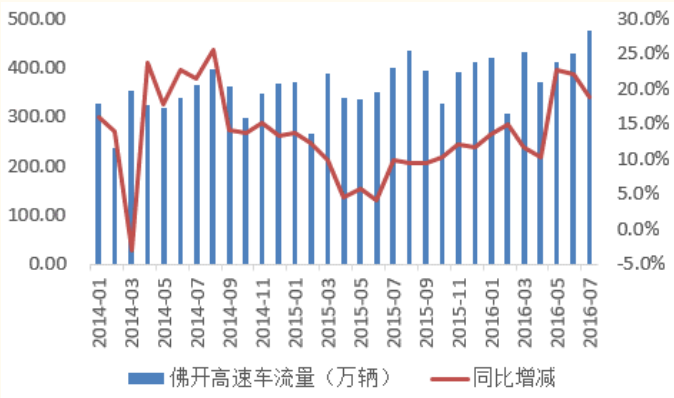
图表 21：广东省民用汽车保有量



来源：wind、国金证券研究所

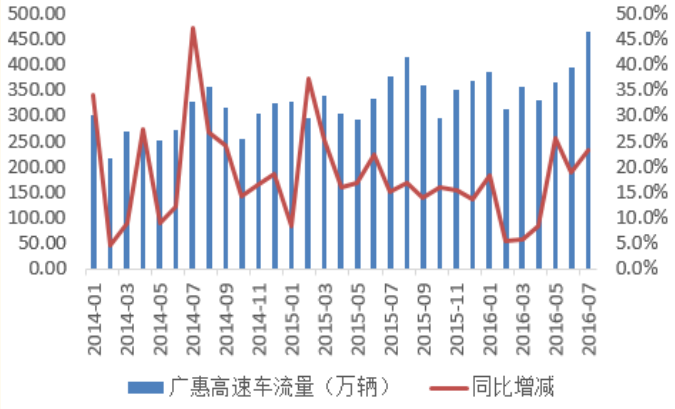
- **珠三角地区成功实现经济转型、区域内民用汽车保有量持续上升，公司的核心路产区位优势明显，沟通区域内重要城市，经营各条高速公路发挥路网协同效应，各种优势有力地推动了高速公路车流量和通行费收入的增长。**

图表 22：佛开高速车流量月度数据



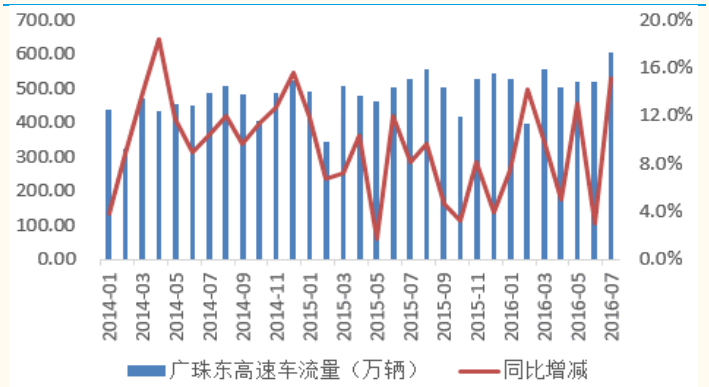
来源：wind、国金证券研究所

图表 23：广惠高速车流量月度数据



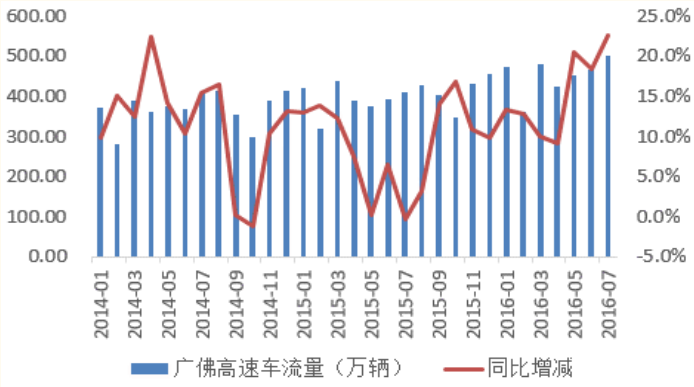
来源：wind、国金证券研究所

图表 24：京珠高速公路广珠段车流量月度数据



来源：wind、国金证券研究所

图表 25：广佛高速车流量月度数据



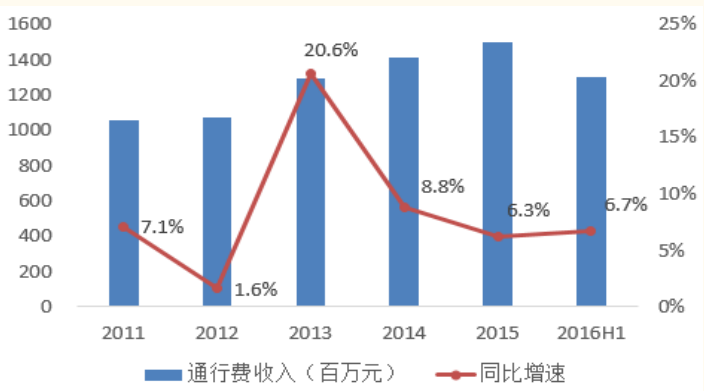
来源：wind、国金证券研究所

主业经营稳健，通行费收入、投资收益持续增长

- 公司主业经营稳健，参股、控股的高速经营状况良好，通行费收入、投资收益一直保持稳定增长。排除资产重组因素影响的 2015 年，公司实现通行费收入 14.97 亿元，同比增长 6.3%，实现对联营企业和合营企业的投资收益 4.36 亿元，同比增长 16.2%。广东境内公司参控股项目车流量和通行费收入均呈现不同程度的增长。

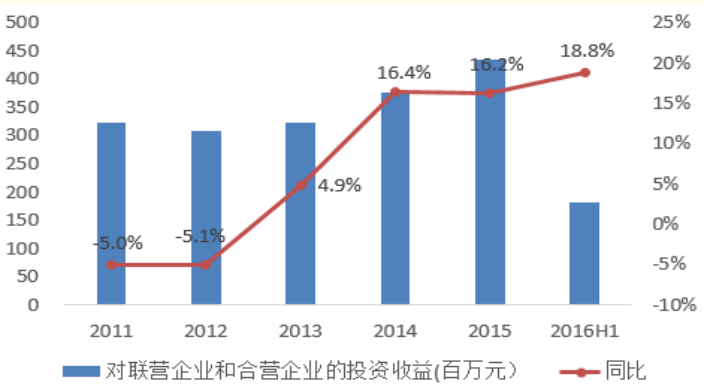
  地区经济增长、佛开高速北段改扩建工程拓展的车流量成为推动近年来公司收入增长的主要因素，从短期来看货车全计重及后续的全国 ETC 联网、高度重视打逃和稽查工作取得成果也对业绩增长起到了推动作用。

图表 26：公司通行费收入情况



来源：wind、国金证券研究所

图表 27：公司对联营企业和合营企业的投资收益情况



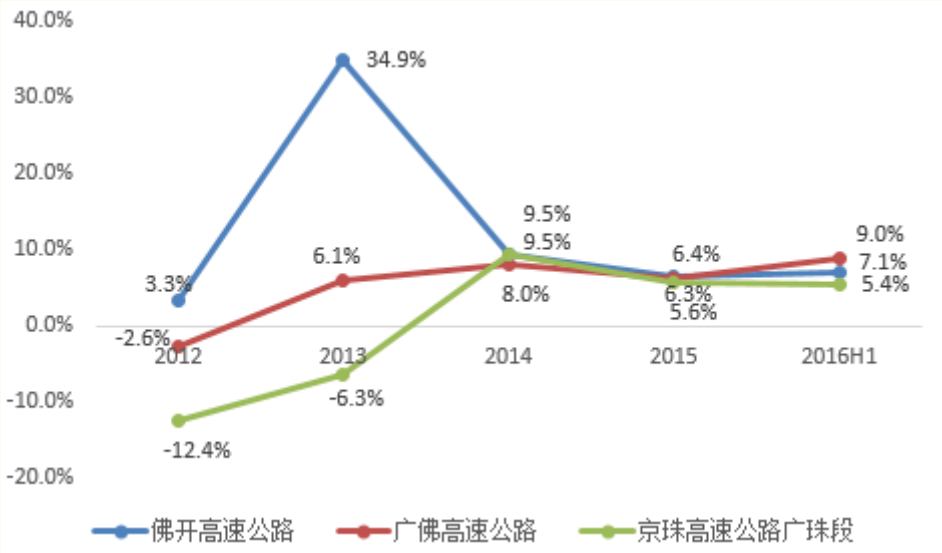
来源：wind、国金证券研究所

- 公司投资 37 亿用于佛开高速北段改扩建工程，该路段由双向四车道扩容为双向八车道，通车容量由日 5.5 万车次跃升至 10 万车次。 2012 年底该路段完工通车后，佛开高速车流量呈现恢复性的增长，与之相接的广佛高速也因此受益，13-15 年佛开高速通行费收入增长 34.9%/9.5%/6.4%，广佛高速通行费收入增长 6.1%/8.0%/6.3%。预计未来 3 年，佛开高速、广佛高速的通行费收入增长率将稳定在 6%-7%之间，持续为公司贡献稳定收入来源。

  目前佛开高速南段扩建工程在立项核准阶段，已报发改委审批。预计整个项目于 2016 年底全面启动， 2020 年完工。在完工通车之后，将进一步提升佛开高速的车流量，同时收费期限也可能延长。

- 京珠高速广珠段在广珠东高速主线于 2012 年 6 月和 12 月经历了两次收费标准下调，经历过一段时间的收入下滑，近期逐渐恢复稳定，2015 年通行费收入增长 5.9%，2016 年增长 6.4%，预计未来 3 年通行费收入增长稳定在 6%左右。

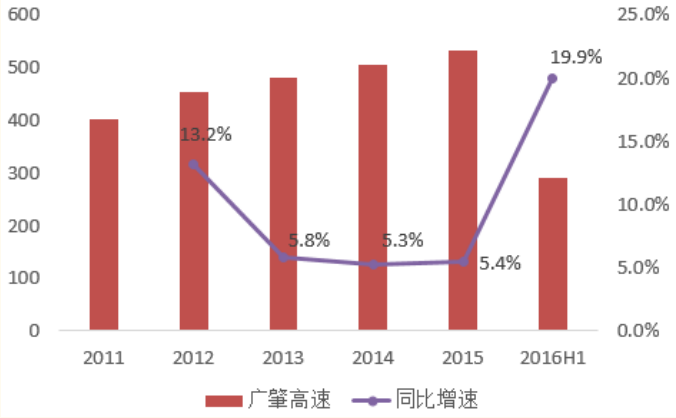
图表 28：公司控股高速公路通行费收入增速



来源：wind、国金证券研究所

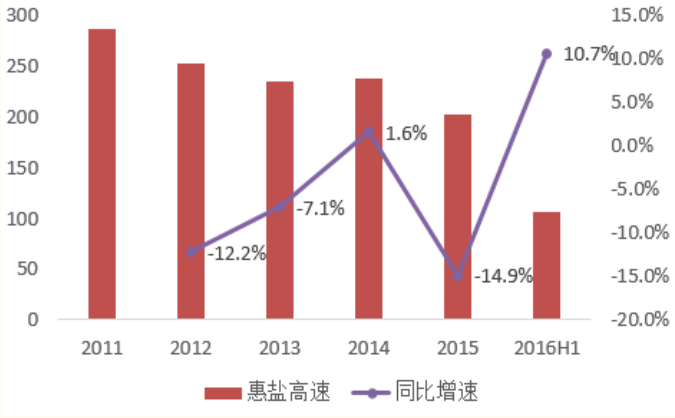
- 公司参股的公司业绩表现也十分优异。2016 年上半年通行费收入增长较为明显的是广肇（粤肇）高速公路，比上年同期增长 20%，惠盐高速公路比上年同期增长 10%以上。

图表 29：广肇（粤肇）高速通行费收入



来源：wind、国金证券研究所

图表 30：惠盐高速通行费收入



来源：wind、国金证券研究所

调整资产结构，盈利能力持续改善

- 近年来公司一直努力改变参股项目散、小、多的现状，逐步调整资产结构、改善盈利能力。2016 年的重大资产重组为公司注入了优质资产——京珠高速广珠段。京珠高速广珠段是国家重要公路干线，2016 年 7 月车流量 606.47 万辆，超过广佛高速和佛开高速，也保持着 70%左右的高毛利率。2016 年上半年，公司归属于上市公司股东的净利润 5.06 亿元，同比增加 49.30%，重组效益显现。京珠高速广珠段将公司整体毛利率从 2015 年的 43.8%拉高到 58.2%。预计 2016 年京珠高速广珠段的注入为公司增厚 3-4 亿的利润。

  同时公司着力降低有息负债总额，财务费用不断降低也对净利提升有显著影响。公司毛利率从 2013 年开始不断上升，3 年内提升 28 个百分点，盈利能力持续得到改善，预计公司毛利率仍将进一步提高。

图表 31：公司毛利率情况

来源：wind、国金证券研究所

图表 32：公司财务费用下降明显

来源：wind、国金证券研究所

- 广交集团是公司的控股股东拥有强大资源，旗下还有很多优质高速路产，比如广深高速公路，可以说是珠三角最重要的高速通道，连接两个核心城市——广州和深圳。本次重大资产重组体现了公司做大做强主业的强烈愿望，不排除继续有广交集团的优质路产注入公司的可能（尤其是继续并表其他参股的高速公路），进一步增厚公司的利润。

公路国企混改龙头，多元化转型预期强烈

公路国企改革先锋，治理结构不断完善

- 按照改革走在全国前列的要求，广东连续三年将国企改革列为重点改革任务之首。2014 年以来，广东省国资委和省属企业深化国资国企改革，大力探索改革发展新途径，率先在全国推出 12 项创新举措，相关政策不断落地。广东省国有企业在加快企业调整重组、发展新业态、强化资本运作、出清重组“僵尸企业”、开展两类公司试点、开展与不同所有制企业间资本对接试点、开展经营者和员工持股试点、开展混合所有制改革试点等方面勇于尝试，走出了广东特色的国有企业改革发展道路。

  正是在这样的大背景下，公司紧密关注国企改革的政策和导向，抓住深化国企改革的机会，寻找志同道合的战略投资者积极引入，参与到公司未来战略发展和产业转型升级的进程当中，共同做大做强这一公司平台。

- 公司通过定向增发引入复星集团、保利地产以及广发证券三家战略投资者，三家合计持股比例将达到 15.97%。重大资产重组和定向增发完成后，公司已经完成了整个公路行业最大力度的混合所有制改革，成为是近年首家引入民营长期股东的公路股，在公路行业独树一帜。重组造就的“地方国企+民营企业+央企”的混合股权结构，使公司治理结构得到长期的保障，公司将朝着不断完善治理结构的方向改革。同时，公司计划研究和实施股权激励或员工持股计划。预计随着公司治理的改善，未来投资扩张与成本管理有望继续超出市场预期。

图表 33：粤高速：公路股权多元化的改革先锋

来源：国金证券研究所

借力股东资源，实现多元化转型

- 由于公司国企的背景，拥有较为丰富的资源，高速公路经营主业又提供了稳定的现金流支撑，公司向多元化经营转型有着天然的优势。

  其实一直以来，公司一直坚持“高速公路+投资”的经营战略，在做好高速公路业务的同时，不断加强投资方面的工作力度，参与一些比较好的股权投资项目来增加公司的盈利空间。这次资产重组和定增成为更好的难得机会，加快了公司转型的步伐。战略投资者给公司未来的多元发展带来了强有力的帮助，借助复星集团强大的资源整合能力，将充分挖掘与高速公路相关的新兴产业投资机会；借助保利地产在土地商业开发的丰富经验与资源，继续加大高速公路周边闲置土地开发力度。

- 亚东复星亚联投资有限公司成立不足一个会计年度，目前持股粤高速 9.68%，实际控制人就是复星集团。引入复星集团对于公司的意义最为重

大。复星集团的业务板块主要分为综合金融和产业运营，作为著名的投资机构，在项目选择、投资评估、风险把控、资金运用、资本运作等方面有丰富的经验。

图表 34：复星集团业务板块

来源：公司资料、国金证券研究所

图表 35：复星集团聚焦行业

来源：公司资料、国金证券研究所

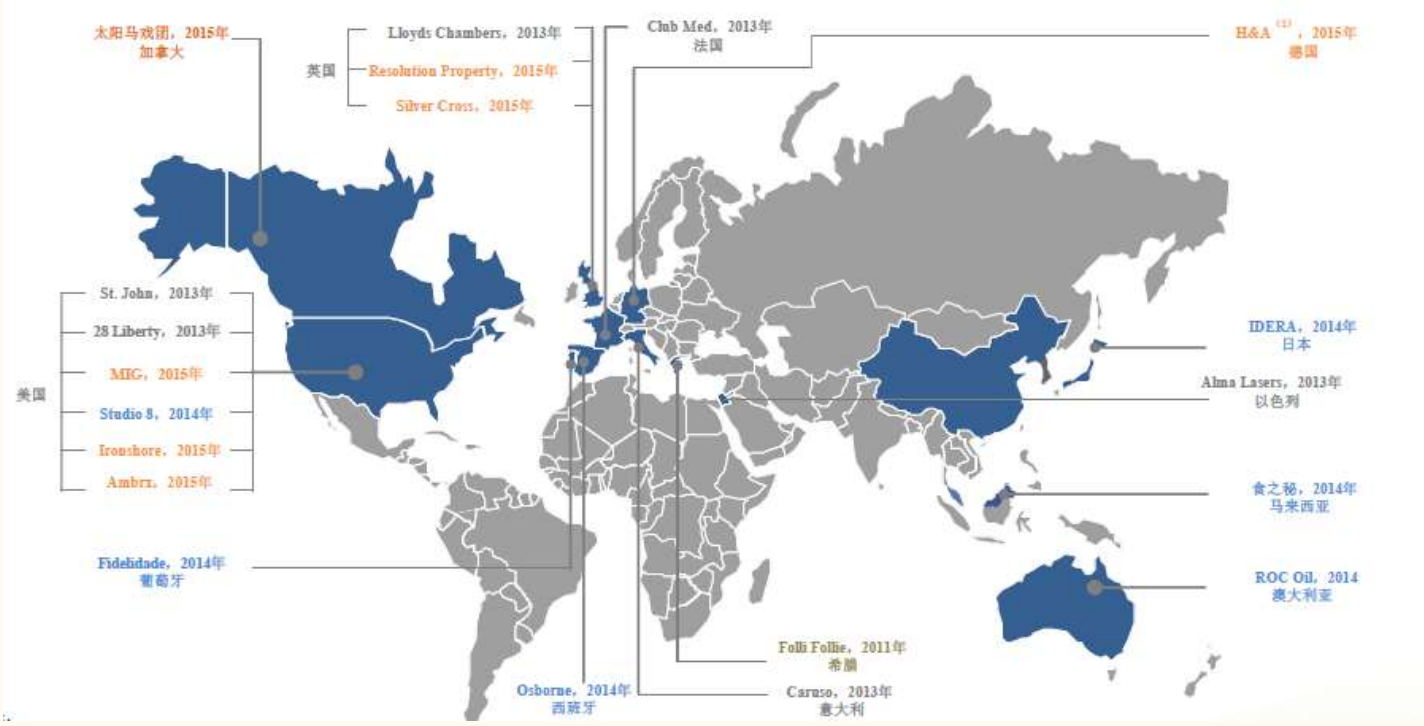
2015 年复星集团实现归母净利润 80.38 亿元，同比 2014 年大增 52.3%，其中保险业务实现的利润更是从 2014 年的 11.17 亿元增加到 2015 年的 21.04 亿元，增长 88.4%。公司在全球主要发达地区——北美、欧洲、东亚、澳洲均有投资项目。

图表 36：复星集团 2014/2015 年分版块、分业务利润情况

单位：人民币 百万元	归属于母公司股东之利润									
综合金融（富足）	保险		投资		财富管理		互联网金融			
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015		2014	
	2,104.2	1,117.0	2,930.5	2,195.3	589.9	306.1	105.8		-2.7	
产业运营	健康		快乐		钢铁		房地产开发和销售		资源	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
	1,754.2	1,096.0	175.1	473.5	-929.7	280.0	2,993.5	2,397.5	-463.5	129.9

来源：公司资料、国金证券研究所

图表 37：复星集团全球投资地图



来源：公司资料、国金证券研究所

- 复星集团一直试图在交通版块打造完善的产业平台，例如近几年收购的菜鸟、韵达等物流业务与高速公路有很好的结合点。从目前公司披露的情况来看，公司与复星的合作，更多体现在复星团队分享他们的投资经验、投资理念乃至一些具体的项目资源，也会探讨综合运用丰富的投资手段。公司与复星的合作第一步是共同设立产业并购基金，在直接投资的形式之外，丰富投资手段。从未来的发展方向来看，结合过去已有的相关基础，公司会重点进行一是金融项目投资布局，二是围绕智慧交通、智慧出行以及公路产业链寻找新的投资机会。
- 西藏赢悦投资管理公司目前持股公司 4.84%，实际控制人是保利地产。公司可能借助保利地产在土地商业开发的丰富经验与资源，继续加大高速公路周边闲置土地开发力度。目前公司已经成立土地开发部，实施土地开发平台化运作，探索高速周边土地综合开发。公司的沿线土地资产量不大，但大部分位于珠三角发达地区，近期房地产市场十分火爆，公司盘活土地存量蕴含着很多机会。佛开公司去年转让退出的址山卫浴城项目，获利 2000 多万元，就是公司实现的第一块土地变现案例。

高股息彰显防御特性，低估值提供安全边际

高股息率是成熟市场中的重要指标

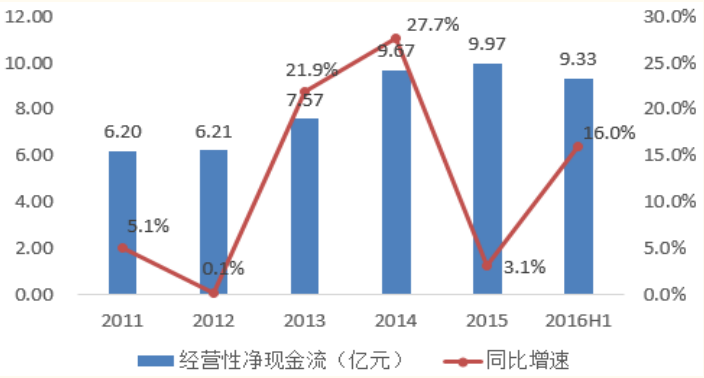
- 股息率是衡量上市公司是否有投资价值的重要参考指标。在现有宏观经济放缓的环境中，公司更倾向于发放股利而非进行再投资。同时持续高分红也是公司实力的体现。持续高分红表现公司已进入到成熟阶段，业绩持续稳定，且现金流充沛。同时高股息股票通常体现估值低，且股票价格波动小，是弱市中防御选择，适合资产配置。

股息率有望跃升行业第二，高分红保障绝对收益

- 作为路桥公司，粤高速稳健经营的主业保证了充沛的现金流。近五年公司经营性净现金流连续上升，2015 年接近 10 亿，实现资产重组后，2016H1

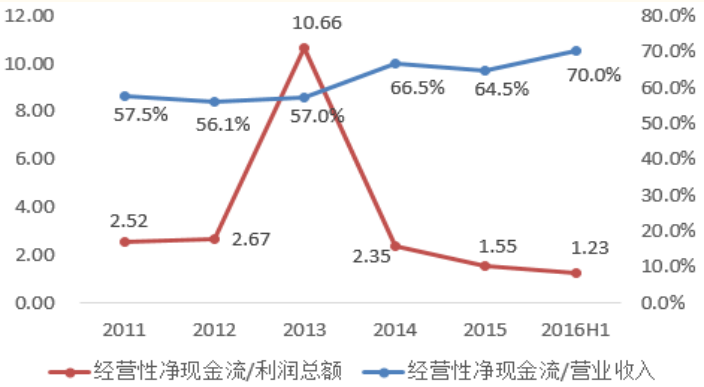
就实现了 9 亿左右的经营性净现金流。公司经营净现金流/营业收入一直在60%左右，2016H1 攀上至 70%，体现公司强现金生成能力。

图表 38：公司经营性净现金流量



来源：wind、国金证券研究所

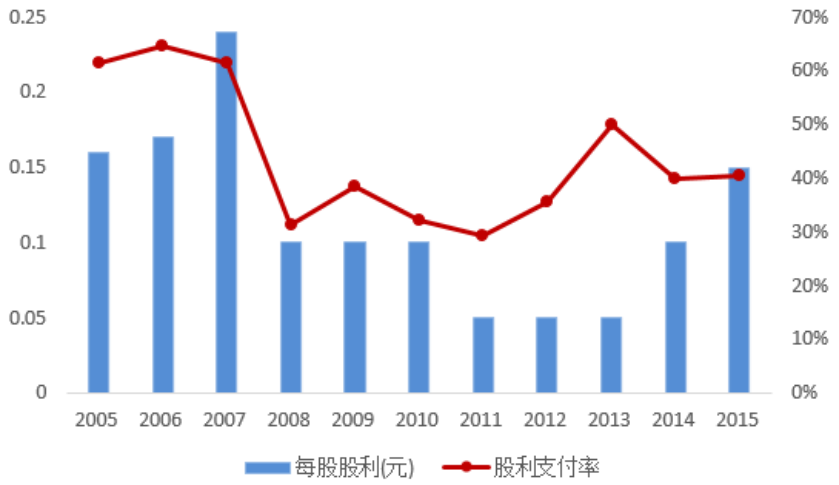
图表 39：公司经营性净现金流/营业收入（利润总额）



来源：wind、国金证券研究所

- 凭借充沛的现金流，公司常年保持较高的分红率，这也是 A 股上市路桥公司的一大特点。2010 年左右公司的分红率一度下降，近年来又回升稳定在40%-50%左右。

图表 40：公司每股股利和股息支付率

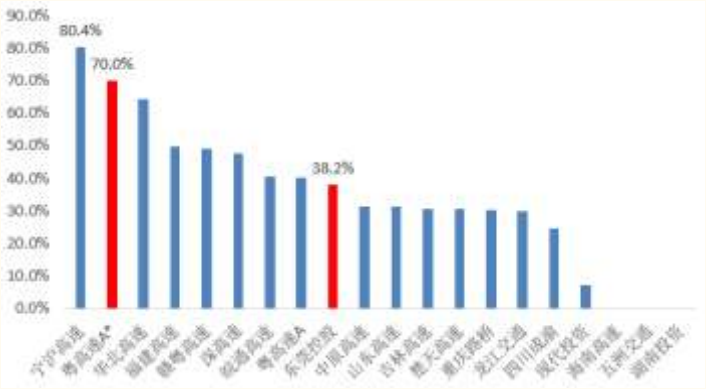


来源：wind、国金证券研究所

- 随着公司资产不断丰厚、盈利能力不断增强，公司争取不断提高分红水平。公司引入的战略投资者亚东复星亚联投资有限公司提出议案并获得公司通过，在满足公司发展的前提下，16-18 年将提高分红率至 70%以上，大幅提高了公司的股息率。

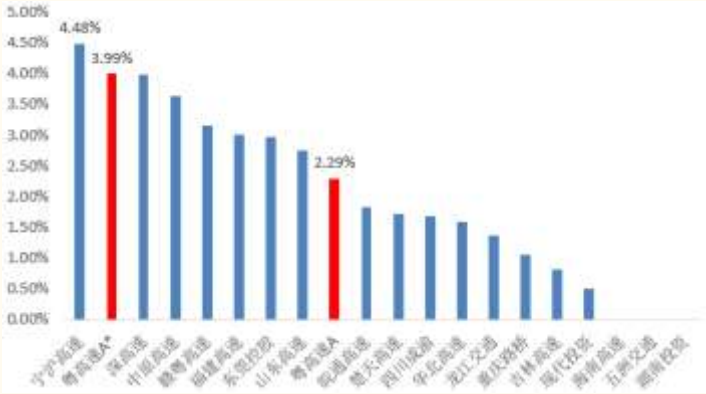
  以下限 70%来看，公司 2015 年的分红率是 40.2%，如果提升至 70%，将仅次于宁沪高速 80.4%的分红率。以 2016 年 9 月 23 日收盘价来计算，公司的股息率将从原先的 2.29%上升至 3.99%，跃升行业第二。而且 70%只是最低的预测，随着公司业绩持续走强，不排除有更高的分红率。

图表 41：高速公路上市公司分红率比较



来源：wind、国金证券研究所（粤高速*代表假设分红率上升至 70%）

图表 42：高速公路上市公司股息率比较

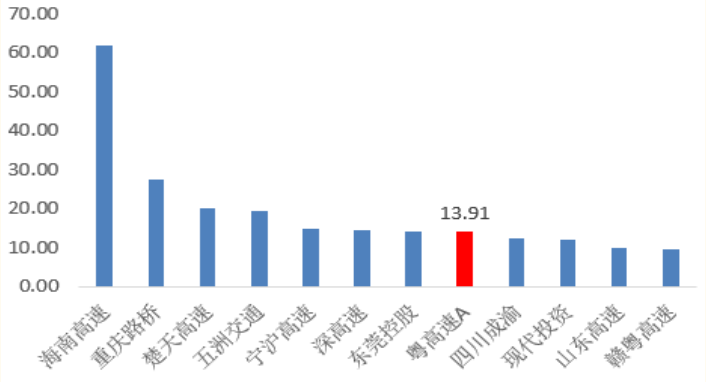


来源：wind、国金证券研究所（粤高速*代表假设分红率上升至 70%）

估值安全边际充足，适合资产配置

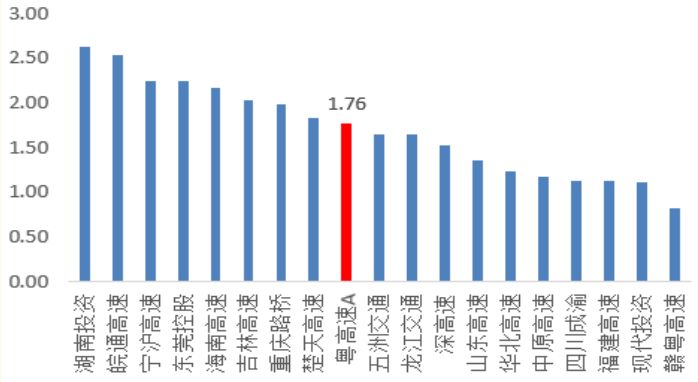
- 按照当前股价，公司 2016 年 PE 为 13.91 倍，低于高速公路平均的 16 倍，对比同行业其他公司处于相对被低估的水平。目前股价仍处于相对安全的区域，为投资者提供了充足的安全边际。

图表 43：同行业公司 2016 年预计估值对应的 PE



来源：wind、国金证券研究所（估值为 wind 一致预测）

图表 44：同行业公司 PB



来源：wind、国金证券研究所

- **高分红保障了投资者的绝对收益，高分红带来的股息率的大幅提升将使标的在目前被低估的股价下彰显更强的防御特性。作为绝对收益的公路标的，公司高增长、高股息、低估值的三大特性将使其成为绝佳适合配置的资产。**

盈利预测与估值

核心假设

- 重大资产重组：公司完成重大资产重组后，从 2016 年起京珠高速广珠段的通行费收入并表计入公司的主营业务收入，为保持统一和方便对比，盈利预测表中 2016 年采用的是全年业绩。公司将同时向亚东复星亚联、西藏赢悦和广发证券定向增发募集配套资金不超过 16.5 亿元。
- 公司控股、参股高速业绩：随着珠三角地区产业的转型升级和城市化水平进一步提高，如物流基地转到东莞落地、广佛肇同城发展，同时国内居民驾车出行趋势形成，这些因素都在推动高速公路车流量保持增加。预计公司大部分路段的通行费收入能够保持 5%-8%的增幅。

- 财务费用：不考虑佛开南段扩建工程项目配套融资的情况下，公司现有高速公路项目的建设贷款，基本上处于还款状态，息债水平会不断下降，财务费用将不断降低。
- 营业外收入：政府有关部门核定的九江大桥提前终止收费造成的损失补偿款为 1.41 亿元，拟从 2015 年起分 3 年列入国有资本经营预算安排。公司已于 2015 年 9 月及 2016 年 6 月分别收到损失补偿金 2000 万元及 6077 万元。预计最后一笔补偿款 6000 万元将会在 2017 年收到，公司拟于收到时确认营业外收入。
- 资本开支：公司计划投资国元证券 8 亿元；佛开高速公路南段的扩建总投资是 35 亿元，资本金约 12 亿元，这将在 2016 年到 2020 年分期投入。
- 分红率：随着公司资产不断丰厚、盈利能力不断增强，根据战投提案并经过公司通过，在满足公司发展的前提下，2016 年起将提高分红率至 70%以上。

图表 45：公司控股高速业绩预测（单位：百万元）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
广佛高速						
营业收入	311.01	335.80	357.08	380.29	405.01	431.33
同比增速		8.0%	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%
毛利率	23.2%	27.5%	26.2%	25.5%	25.0%	25.0%
毛利	72.29	92.26	93.65	96.97	101.25	107.83
佛开高速						
营业收入	979.49	1072.86	1140.97	1211.71	1290.47	1374.35
同比增速		9.5%	6.3%	6.2%	6.5%	6.5%
毛利率	34.9%	46.6%	49.7%	50.0%	51.0%	52.0%
毛利	342.16	500.42	567.15	605.86	658.14	714.66
京珠高速广珠段						
营业收入	963.68	1054.81	1114.34	1170.06	1234.41	1259.10
同比增速		9.5%	5.6%	5.0%	5.5%	2.0%
毛利率	/	/	/	65.0%	67.0%	69.0%
毛利	/	/	/	760.54	827.05	868.78
通行费收入总计：	1290.50	1408.66	1498.05	2762.06	2929.89	3064.78
同比增速		9.2%	6.3%	84.4%	6.1%	4.6%
通行费毛利总计：	414.45	592.68	660.80	1463.37	1586.45	1691.27
综合毛利率	32.1%	42.1%	44.1%	53.0%	54.1%	55.2%

来源：国金证券研究所（2013-2015 年京珠高速广珠段通行费收入不计入主营业务收入）

图表 46：公司参股高速业绩预测（单位：百万元）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
京珠高速广珠段						
营业收入	963.68	1,054.81	1,114.34	/	/	/
同比增速		9.5%	5.6%	/	/	/
净利率	36.13%	29.43%	32.32%	/	/	/
净利润	348.21	310.42	360.16	/	/	/
持股比例	20%	20%	20%	/	/	/
投资收益	69.64	62.08	72.03	/	/	/
广惠高速						
营业收入	1375.84	1531.07	1724.65	1793.64	1865.38	1940.00
同比增速		11.3%	12.6%	4.0%	4.0%	4.0%

净利率	36.89%	45.55%	45.66%	47.00%	48.00%	50.00%
净利润	507.56	697.35	787.42	843.01	895.38	970.00
持股比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%
投资收益	152.27	209.21	236.23	252.90	268.61	291.00
惠盐高速						
营业收入	234.68	238.52	202.94	227.29	238.66	245.82
同比增速		1.6%	-14.9%	12.0%	5.0%	3.0%
净利率	41.31%	33.02%	72.04%	40.00%	42.00%	45.00%
净利润	96.94	78.76	146.19	90.92	100.24	110.62
持股比例	33%	33%	33%	33%	33%	33%
投资收益	32.31	26.25	48.73	30.31	33.41	36.87
广肇高速(粤肇高速)						
营业收入	480.16	505.55	533.01	639.61	690.78	725.32
同比增速		5.3%	5.4%	20.0%	8.0%	5.0%
净利率	34.8%	31.2%	29.4%	45.0%	45.0%	45.0%
净利润	166.93	157.72	156.69	287.83	310.85	326.39
持股比例	25%	25%	25%	25%	25%	25%
投资收益	41.73	39.43	39.17	71.96	77.71	81.60
江中高速						
营业收入	363.22	399.43	419.98	453.58	476.26	500.07
同比增速		10.0%	5.1%	8.0%	5.0%	5.0%
净利率	6.90%	9.49%	12.86%	12.00%	12.00%	12.00%
净利润	25.07	37.89	54.03	54.43	57.15	60.01
持股比例	15%	15%	15%	15%	15%	15%
投资收益	3.76	5.68	8.10	8.16	8.57	9.00
康大高速						
营业收入	225.14	243.11	237.89	236.70	240.25	242.65
同比增速		8.0%	-2.1%	-0.5%	1.5%	1.0%
净利率	24.29%	31.38%	32.49%	34.00%	35.00%	36.00%
净利润	54.68	76.28	77.30	80.48	84.09	87.36
持股比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%
投资收益	16.40	22.88	23.19	24.14	25.23	26.21
赣康高速						
营业收入	170.18	176.27	170.33	149.89	157.38	165.25
同比增速		3.6%	-3.4%	-12.0%	5.0%	5.0%
净利率	16.08%	13.17%	12.01%	16.00%	16.00%	16.00%
净利润	27.37	23.21	20.46	23.98	25.18	26.44
持股比例	30%	30%	30%	30%	30%	30%
投资收益	8.21	6.96	6.14	7.19	7.55	7.93
参股高速投资收益合计：	324.33	372.50	433.59	394.67	421.09	452.61
同比增速		14.9%	16.4%	-9.0%	6.7%	7.5%

来源：国金证券研究所

估值及投资评级

- 公司经营的路产区位优势明显，珠三角经济转型升级保证车流量平稳增长，注入优质路产增厚公司利润，重组效应显著提升业绩，预计 2016 年公司

净利润大增 114%。战投提案通过将大幅提升分红率，保障更高的绝对收益。

- 以重组后资产估计，预计 16-18 年公司备考净利润为 10.04/11.17/12.02 亿元，对应增发摊薄后 EPS 为 0.48/0.53/0.58 元，对应 PE 为 14/12/11 倍。公司公告未来三年利润分配比例不低 70%，预计 16-18 年股息收益率分别为 5.2%/5.8%/6.6%，高于银行理财平均收益率。目前公司市盈率显著低于高速公路行业平均 16 倍左右的市盈率，股价仍处于相对安全的区域，低估值为长期持有提供充足的安全边际，首次覆盖给予“买入”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	**1,328**	**1,455**	**1,545**	**2,832**	**3,030**	**3,185**
增长率		9.6%	6.2%	83.2%	7.0%	5.1%
主营业务成本	-923	-849	-868	-1,343	-1,406	-1,449
%销售收入	69.6%	58.3%	56.2%	47.4%	46.4%	45.5%
毛利	404	607	678	1,489	1,623	1,736
%销售收入	30.4%	41.7%	43.8%	52.6%	53.6%	54.5%
营业税金及附加	-49	-53	-54	-99	-106	-111
%销售收入	3.7%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-183	-168	-166	-312	-348	-382
%销售收入	13.8%	11.5%	10.8%	11.0%	11.5%	12.0%
息税前利润（EBIT）	172	386	457	1,079	1,169	1,242
%销售收入	13.0%	26.5%	29.6%	38.1%	38.6%	39.0%
财务费用	-429	-402	-342	-299	-274	-262
%销售收入	32.3%	27.6%	22.1%	10.5%	9.0%	8.2%
资产减值损失	0	9	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	476	420	505	580	612	692
%税前利润	665.4%	101.9%	78.7%	40.8%	39.1%	41.3%
营业利润	218	413	620	1,360	1,507	1,672
营业利润率	16.4%	28.4%	40.1%	48.0%	49.7%	52.5%
营业外收支	-147	-1	22	62	58	3
税前利润	71	412	642	1,422	1,565	1,675
利润率	5.4%	28.3%	41.6%	50.2%	51.7%	52.6%
所得税	29	-53	-103	-227	-250	-268
所得税率	-40.0%	12.9%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	100	359	539	1,194	1,315	1,407
少数股东损益	-28	40	70	190	198	205
归属于母公司的净利润	**128**	**319**	**469**	**1,004**	**1,117**	**1,202**
净利率	9.6%	21.9%	30.4%	35.5%	36.9%	37.7%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	100	359	539	1,194	1,315	1,407
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	680	572	611	703	823	822
非经营收益	80	38	-151	-170	362	-686
营运资金变动	-103	-2	-2	70	1	0
经营活动现金净流	**757**	**967**	**997**	**1,798**	**2,500**	**1,543**
资本开支	-440	-230	-97	-3,365	-644	-699
投资	118	-56	80	-430	25	7
其他	193	203	557	580	612	692
投资活动现金净流	**-130**	**-84**	**540**	**-3,215**	**-7**	**0**
股权募资	23	0	0	1,664	30	30
债权募资	40	-783	-625	401	-128	139
其他	-513	-515	-486	-406	-1,096	-1,221
筹资活动现金净流	**-450**	**-1,298**	**-1,112**	**1,659**	**-1,194**	**-1,052**
现金净流量	**178**	**-415**	**425**	**241**	**1,299**	**491**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	976	562	987	1,228	2,527	3,018
应收款项	56	52	65	104	124	139
存货	0	0	1	1	1	1
其他流动资产	25	42	2	3	3	3
流动资产	1,057	655	1,054	1,336	2,655	3,161
%总资产	8.3%	5.2%	8.7%	8.6%	16.6%	19.0%
长期投资	3,872	4,657	4,435	4,865	4,840	4,833
固定资产	7,705	7,181	6,610	9,334	9,214	9,094
%总资产	60.7%	57.4%	54.6%	60.0%	57.7%	54.8%
无形资产	14	10	8	6	5	5
非流动资产	11,638	11,858	11,054	14,213	13,305	13,432
%总资产	91.7%	94.8%	91.3%	91.4%	83.4%	81.0%
资产总计	**12,694**	**12,514**	**12,108**	**15,549**	**15,959**	**16,593**
短期借款	858	550	1,309	1,760	1,520	1,495
应付款项	578	525	346	472	498	518
其他流动负债	88	50	74	759	837	937
流动负债	1,524	1,125	1,729	2,991	2,855	2,950
长期贷款	4,994	4,394	4,082	4,082	4,082	4,082
其他长期负债	1,124	1,123	169	297	293	295
负债	**7,642**	**6,642**	**5,979**	**7,370**	**7,229**	**7,326**
普通股股东权益	4,238	5,016	5,209	7,196	7,548	7,881
少数股东权益	815	855	919	983	1,181	1,386
负债股东权益合计	**12,694**	**12,514**	**12,108**	**15,549**	**15,959**	**16,593**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.102	0.254	0.373	0.480	0.534	0.575
每股净资产	3.371	3.990	4.144	3.442	3.610	3.769
每股经营现金净流	0.603	0.769	0.793	0.860	1.196	0.738
每股股利	0.050	0.100	0.150	0.340	0.380	0.430
回报率						
净资产收益率	3.02%	6.35%	9.01%	13.95%	14.80%	15.25%
总资产收益率	1.01%	2.55%	3.88%	6.46%	7.00%	7.24%
投入资本收益率	2.00%	2.82%	3.30%	6.33%	6.72%	6.89%
增长率						
主营业务收入增长率	20.06%	9.61%	6.22%	83.25%	6.99%	5.11%
EBIT 增长率	-24.22%	124.38%	18.41%	136.09%	8.38%	6.25%
净利润增长率	-27.31%	149.46%	47.26%	113.93%	11.23%	7.61%
总资产增长率	-3.50%	-1.43%	-3.24%	28.42%	2.64%	3.97%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	6.5	8.5	9.0	9.0	9.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	0.2	0.2	0.2	0.2
应付账款周转天数	208.6	100.8	64.1	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	2,116.3	1,800.3	1,556.6	1,110.3	939.1	799.5
偿债能力						
净负债/股东权益	116.22%	91.63%	71.86%	56.41%	35.22%	27.61%
EBIT 利息保障倍数	0.4	1.0	1.3	3.6	4.3	4.7
资产负债率	60.20%	53.08%	49.38%	47.40%	45.30%	44.15%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD