

福建高速（600033.SH）

沈海通道闽地展图，路产优质期待估值修复

核心观点：

- **坐拥福建省内核心通道沈海高速，资产优质经营稳健：**根据公司财报，公司核心路产 G15 沈海高速福泉段、泉厦段均为国家高速公路核心骨架走廊，双向八车道扩容完成后，福泉段、泉厦段 2023 年单公里年收费分别为 973 万元、1522 万元，处于行业领先水平。根据公司董事会决议，通过扩容提升产能及延长收费年限等方案已在研究，未来产能上限有望进一步提升。公司 2014 年-2023 年间毛利率、净利率分别常年保持在 55%、30% 以上的较高水平。随着存量负债逐步清偿现阶段资产负债率已降至 20% 以下，同时分红基础坚实。
- **主备协同持续优化省内路网，两岸融合政策示范锚定长期增长：**福建省路网已进入成熟期，根据《福建省省道公路规划 2024-2035》，省内路网远期规划将达约 2.6 万公里，据此推算未来十年 CAGR 或将在 3% 左右。规划以“主通道优化”为核心，通过重点强化 G15 等国家干线省际贯通与内陆辐射能力，公司核心路产区位优势有望巩固。而在两岸融合示范区、厦漳泉都市圈及海洋经济战略持续推进之下，区域贸易与经济活力将推动自驾游、物流需求的结构性增长。
- **股东增持助力估值修复，期待分红潜能释放：**宏观预期波动与无风险收益率下行背景下，基本面稳健的高股息资产配置价值持续凸显。自下而上看，一方面 2024 年以来央企国企上市公司市值管理落地大幕拉开，集团积极响应并实施增持福建高速上市公司；另一方面上市公司分红比例对比同业一线资产仍有提升空间，后续估值修复进程值得期待。中长期维度，集团路产规模可观，出行需求的持续释放和区域路网织密过程中，上市公司路产借由网络效应引流，外延增长空间有望打开。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2024-2026 年归母净利润将分别达到 10.10、10.78、11.09 亿元，基于 DDM 模型测算出公司合理价值为 4.26 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动、行业政策变动、路网分流等。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2672	3050	3201	3306	3391
增长率（%）	-10.3%	14.1%	5.0%	3.3%	2.6%
EBITDA（百万元）	2229	2547	2703	2800	2856
归母净利润（百万元）	840	902	1010	1078	1109
增长率（%）	1.3%	7.4%	11.9%	6.7%	2.9%
EPS（元/股）	0.31	0.33	0.37	0.39	0.40
市盈率（P/E）	9.47	9.43	10.43	9.78	9.50
ROE（%）	7.8%	8.1%	8.6%	8.7%	8.5%
EV/EBITDA	4.09	3.47	3.91	3.53	3.45

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

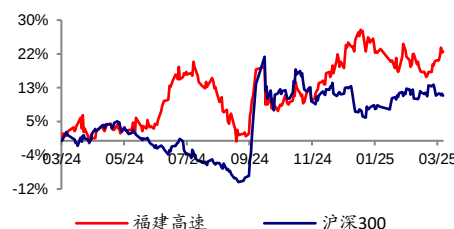
增持

当前价格	3.84 元
合理价值	4.26 元
报告日期	2025-03-30

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2744.40/2744.40
总市值/流通市值（百万元）	10538.5/10538.5
一年内最高/最低（元）	4.01/3.18
30 日日均成交量/成交额（百万）	25.91/96.60
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-1.03/3.78

相对市场表现



分析师：

许可



SAC 执证号：S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-82984511



xuke@gf.com.cn

分析师：

王航



SAC 执证号：S0260523120003



0755-88285816



wanghang@gf.com.cn

请注意，王航并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、福建上市公路企业，深耕省内公路主业	5
（一）福建省公路上市平台，实控人为福建省国资委	5
（二）核心路产为 G15 沈海高速福建段，为国道主干线收费路段	6
（三）财务表现：路产优质盈利增长稳健，分红比例存在提升空间	7
二、福建路网：省内架构体系完善，主备协同优化局部	10
（一）公路行业：低速增长成熟期，收费标准长期稳定	10
（二）估值体系：盈利稳定是基础，分红政策提供弹性	13
（三）福建省路网：立足两岸区域政策，主备系统协同护航	15
三、福建高速：产能高位运行，拓流正在规划	17
（一）泉厦高速：福建省第一条高速公路，扩容建设提上议程	17
（二）福泉高速：与泉厦高速联通，省会至厦漳泉都市圈快速通达	18
（三）罗宁高速：分流影响尾声，等待需求再度爬坡	19
四、投资逻辑：估值存在修复空间，期待分红潜能释放	21
（一）无风险收益率持续下行，红利资产配置性价比显现	21
（二）估值修复具备空间，分红提升潜力可期	22
（三）集团路产规模可观，期待资产协同	23
五、盈利预测和投资建议	26
六、风险提示	28

图表索引

图 1: 福建省国资委是公司实际控制人	5
图 2: 公司参控股的路产公司成立和通车时间	5
图 3: 福建省高速参控股路产示意图	6
图 4: 福建高速 2010-2023 年间营业收入 CAGR 为 3.3%	8
图 5: 福建高速 2010-2023 年间归母净利润 CAGR 为 3.9%	8
图 6: 福建高速毛利率 2020 年以前保持在 60% 以上, 长期处于行业领先	8
图 7: 除 2020 外, 2014-2023 年公司净利率基本保持在 30%-40% 水平	8
图 8: 现阶段公司资产负债率已降至 20% 以下	9
图 9: 福建高速加权平均 ROE 基本在 10% 左右	9
图 10: 公司当前资金储备充足	9
图 11: 公司存量负债规模持续下降	9
图 12: 全国高速公路存量里程已进入低速增长	10
图 13: 公路行业资本开支大幅加码的时期已经过去	10
图 14: 2015 年以来公路货运量增速放缓	10
图 15: 2019 年以来快递物流需求同比保持中高增速	10
图 16: 公路大巴等统计内的客运出行增速在 2015 年后放缓	11
图 17: 从高铁客运量来看 2019 年以前出行需求大盘保持中高增速增长	11
图 18: 私人汽车保有量长期稳步增长	11
图 19: 相较于海外, 我国人均汽车保有量有较大空间	11
图 20: 2023 年商用车销量开始回升	12
图 21: 路网成熟、经济发达地区公路公司平均 ROE 水平更高	13
图 22: 基础设施股息率受无风险收益率、风险溢价、成长折价三要素影响	14
图 23: 福建省国省道干线公路布局规划图	16
图 24: 泉厦高速连接闽南两大经济重心泉州和厦门	18
图 25: 泉厦高速产能接近饱和	18
图 26: 泉厦高速毛利率基本保持在 60% 以上	18
图 27: 福泉高速连接省会福州和厦漳泉都市圈	19
图 28: 福泉高速车流量稳定, 通行费收入增长放缓	19
图 29: 福泉高速毛利率常年保持在 60% 左右	19
图 30: 罗宁高速连接宁德与福州市罗源县, 里程较短	20
图 31: 罗宁高速多年受平行线分流影响	20
图 32: 罗宁高速毛利在分流后长期处于盈亏线上下	20
图 33: 无风险收益率持续下行, 红利资产显示出配置性价比	21
图 34: 险资对于 FVOCI 配置的侧重或将成为交运基础设施板块定价基石之一	21
图 35: 2024 年国企市值管理大幕拉开	22
图 36: 福建高速当前仍处于破净状态	23
图 37: 公司分红比例对比同业和历史情况来看存在提升空间	23
图 38: 《收费公路管理条例(修订)》进入修订落地的关键时期	24
表 1: 公司旗下控股 3 条经营性路产, 参股 1 条浦南高速	6

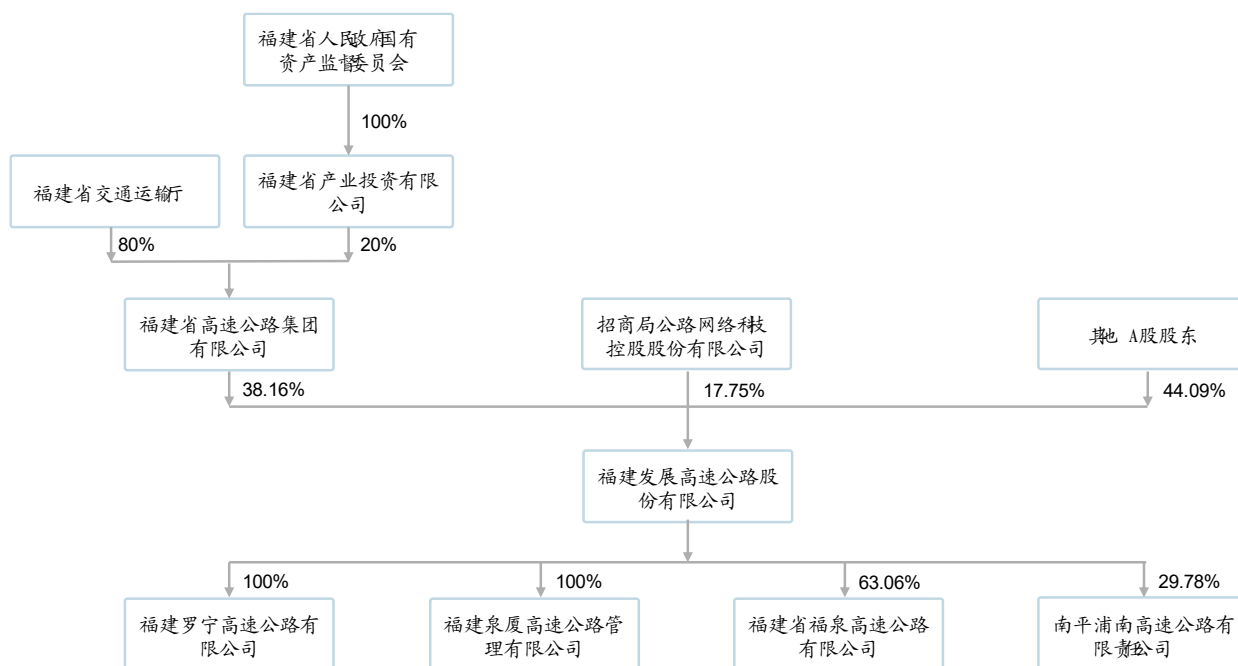
表 2: 经营性路产剩余收费年限 (以 2024 年 12 月 31 日为基准计算)	6
表 3: 公司旗下核心路产 (灰色行标识) 单公里收费水平处于行业上游 (2023 年)	7
表 4: 公路收费标准按照客货两分	12
表 5: 具有成长潜力的路产可以穿越牛熊 (截至 2025 年 3 月 25 日)	14
表 6: 福建省政策立足于两岸融合发展, 并在高新技术产业等道路上持续探索 ..	15
表 7: 福泉高速和泉厦高速路费收入占公司通行费收入比重 95% (2023 年年报)	17
表 8: 公司各公路收入毛利占比 (2023 年年报)	17
表 9: 同行业上市公司路产规模占集团路产比重对比	25
表 10: 福建高速核心路产收入预测 (亿元)	26
表 11: 福建高速主要财务指标预测 (亿元)	26
表 12: DDM 估值假设	27
表 13: DDM 估值结果	27

一、福建上市公路企业，深耕省内公路主业

（一）福建省公路上市平台，实控人为福建省国资委

公司成立于1999年，福建省唯一公路上市平台。根据公司财报，福建发展高速公路股份有限公司成立于1999年，于2001年在上交所主板上市，主营业务为高速公路投资、建设、收费和运营管理，是福建省唯一的公路上市平台。截至2025年3月19日，公司第一大股东为福建省高速公路集团有限公司，持股比例38.16%；第二大股东为招商公路，持股比例17.75%。

图1：福建省国资委是公司实际控制人



数据来源：公司 2023 年年报，《福建高速关于控股股东增持公司股份计划实施完毕暨增持结果的公告》，广发证券发展研究中心

图2：公司参控股的路产公司成立和通车时间



数据来源：公司各年度年报，广发证券发展研究中心

（二）核心路产为 G15 沈海高速福建段，为国道主干线收费路段

公司目前共控股福建省内3条经营性路产：福泉高速、泉厦高速、罗宁高速，均属于国家沿海大通道G15沈海高速。近年来在区位优势加持下，省内高速公路尽管网络持续完善，但对公司存量路产所受到的分流效应有限。同时，路产主干段途径的福州、泉州、厦门均为福建省经济或政治重心，属于省内稀缺的优质公路资产。截至2024Q3，公司共拥有营运公路收费里程282公里，权益比例折算里程合计220.31公里。此外，公司还参股了浦南高速。

表 1：公司旗下控股 3 条经营性路产，参股 1 条浦南高速

道路编号	经营性路产	权益比率	里程（km）	权益收费里程（km）	车道
G15	泉厦高速	100%	82	82	双向 8 车道
G15	福泉高速	63.06%	167	105.31	双向 8 车道
G15	罗宁高速	100%	33	33	双向 4 车道
G3	浦南高速	29.78%	245	72.96	双向 4 车道

数据来源：公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

图 3：福建省高速参控股路产示意图



数据来源：高德地图，公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

以2024年12月31日为基准日计算，作为核心路产的福建-泉州-厦门段收费年限都在10年以上。根据福建高速战略委员会计划，泉厦高速、罗宁高速未来仍有改扩建相关计划，收费期限有望进一步延长。

表 2：经营性路产剩余收费年限（以 2024 年 12 月 31 日为基准计算）

经营性路产	收费权到期	剩余收费年限（年）
泉厦高速	2035 年 9 月	10.7
福泉高速	2036 年 1 月	11.1
罗宁高速	2028 年 3 月	3.3
浦南高速	2033 年 12 月	9

数据来源：公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

核心路产通行费收入表现突出。公司两大收入支柱福泉高速、泉厦高速2023年单公里年收费水平分别为973万元、1522万元，业内综合对比来看处于国内领先水平。

表 3：公司旗下核心路产（灰色行标识）单公里收费水平处于行业上游（2023 年）

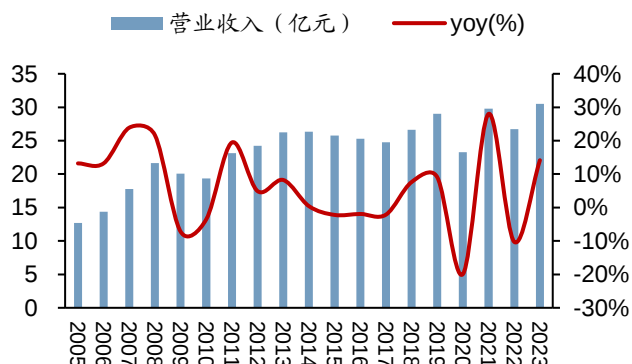
道路编号	项目	单公里收费(万元)	效率带
S05	宁宣杭高速公路	243.46	
G205	205 国道天长段新线	291.60	
S18	岳武高速安徽段	325.00	
G35	济荷高速	387.37	200-499
G15	罗宁高速	421.02	
G45	湖北大广南高速公路	426.86	
G65	桂阳高速	482.88	
G50	宣广高速公路	504.61	
S83	河南兰尉高速公路	505.95	
G30	连霍公路安徽段	525.87	
S21	湖南长株高速公路	552.43	500-699
S83	河南尉许高速公路	586.41	
G3（招商公路）	京台高速	614.19	
G50	广祠高速公路	688.76	
G0421	湖北随岳高速公路	728.91	
G2518	江中高速	754.44	
G50	高界高速公路	845.19	700-999
G25	宁淮高速公路天长段	900.67	
G15	福泉高速	972.86	
G0423	广乐高速	1041.46	
G25	惠盐高速	1051.37	
G40	合宁高速公路	1064.63	
G35（S21）	广惠高速	1349.37	1000 及以上
G15	泉厦高速	1522.08	
G15	佛开高速	1905.14	
G0425	京珠高速广珠段	1989.73	

数据来源：各公司2023年年报，广发证券发展研究中心

（三）财务表现：路产优质盈利增长稳健，分红比例存在提升空间

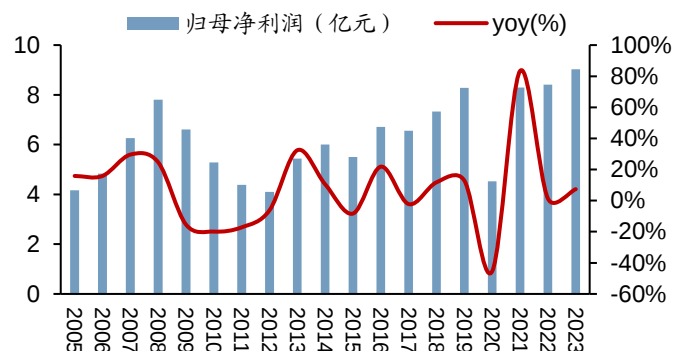
除2020年和2022年由于疫情出行受限导致收入下滑外，公司收入和利润自2010年至2023年体量保持稳健增长态势，期间营业收入CAGR为3.3%。当下主要路产均已进入成熟期，收入增速逐步放缓。

图4：福建高速2010-2023年间营业收入CAGR为3.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

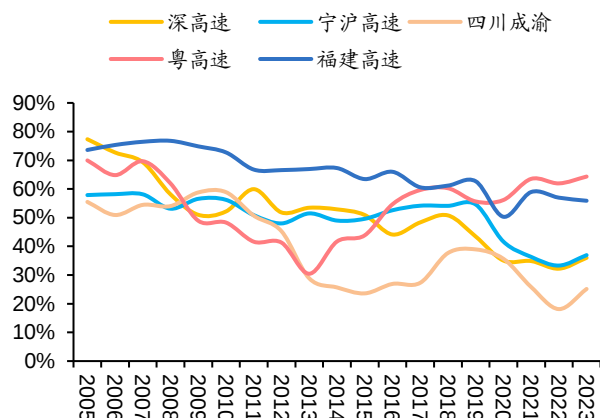
图5：福建高速 2010-2023 年间归母净利润 CAGR 为 3.9%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

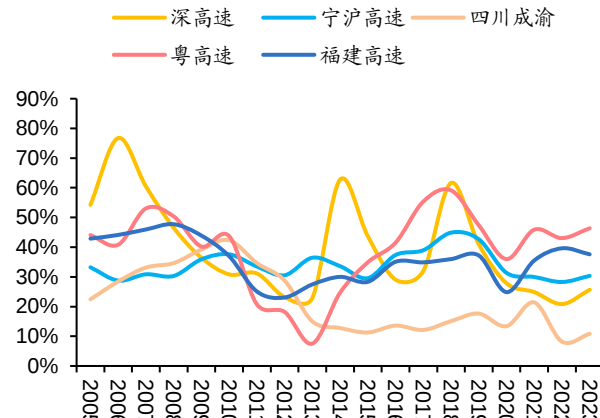
公司长期毛利率和净利率均处于行业领先地位。其中毛利率 在2020年以前基本在60%以上，2014-2023年间净利率能够达到30%甚至更高水平。

图6：福建高速毛利率2020年以前保持在60%以上，长期处于行业领先



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：除 2020 外，2014-2023 年公司净利率基本保持在 30%-40%水平

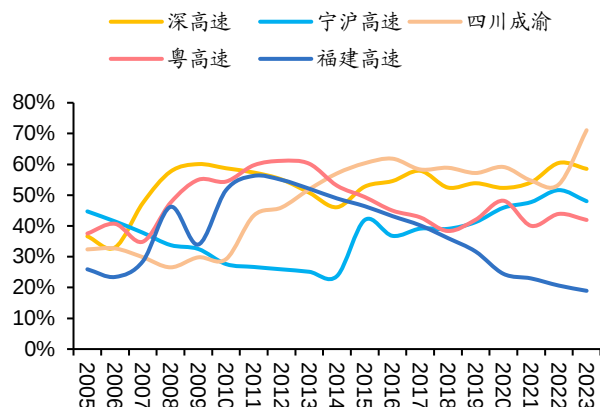


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

存量债务逐步清偿，资产负债率降至近20年低点。2008年-2013年间长期负债大幅增长，主要由于合并罗宁公司长期借款以及福泉高速、泉厦高速改扩建工程融资需求导致。随着存量负债逐步偿还，现阶段公司资产负债率已降至20%以下。

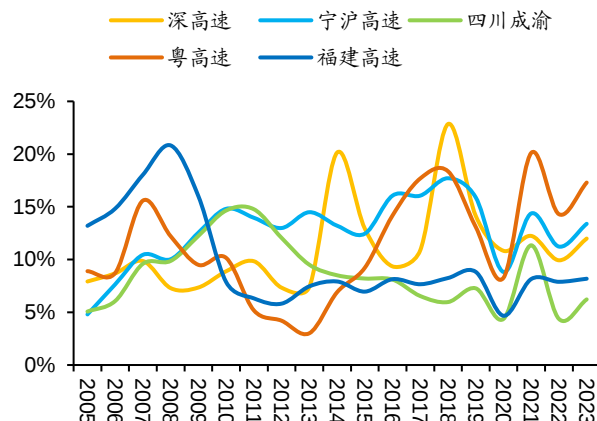
2008年-2010年间核心路产改扩建初期，周转效率不足导致路产收益受到影响，公司加权平均ROE有明显下滑。尽管改扩建后路产已经逐渐进入成熟收获期，但资产负债率逐步下滑，叠加公司对于财务杠杆的运用较为审慎，加权平均ROE基本处在10%以下。

图8：现阶段公司资产负债率已降至20%以下



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

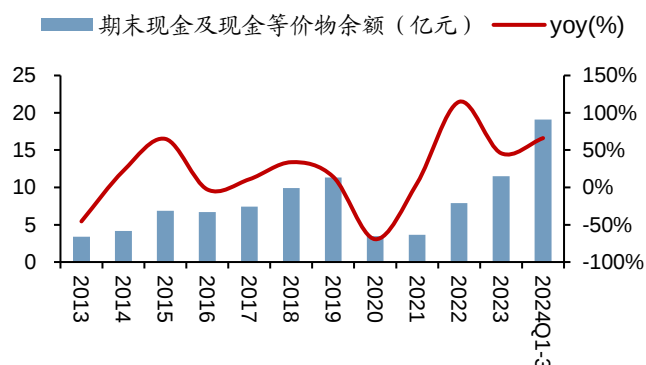
图9：福建高速加权平均 ROE 基本在 10%左右



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

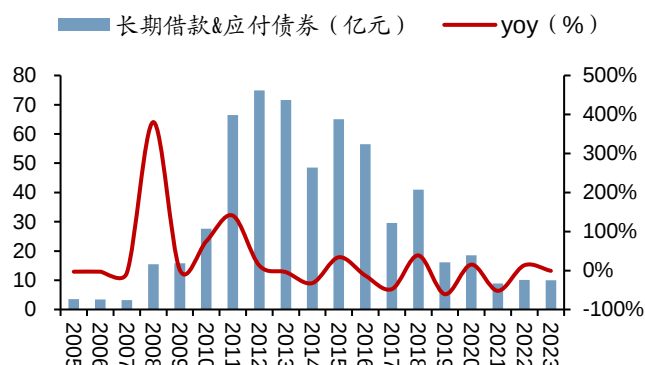
现金储备充足，分红基础坚实。截至2023年12月31日，公司所有长期借款均已清偿，仅剩两笔应付债券，合计9.97亿元，预计将于2025年-2027年间逐步清偿。随着债务偿还支出逐渐减少，公司现金储备持续增加。截至2024年9月30日，其货币资金余额超19亿元。

图10：公司当前资金储备充足



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图11：公司存量负债规模持续下降



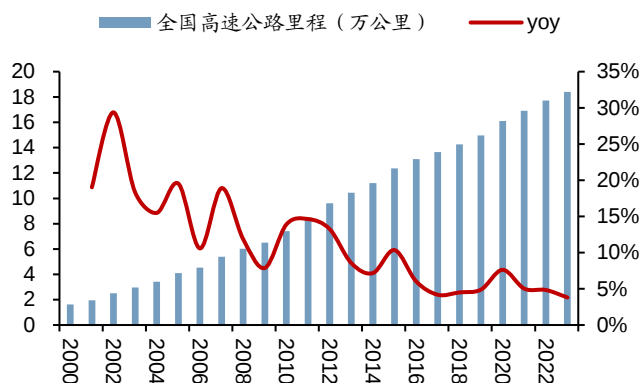
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、福建路网：省内架构体系完善，主备协同优化局部

（一）公路行业：低速增长成熟期，收费标准长期稳定

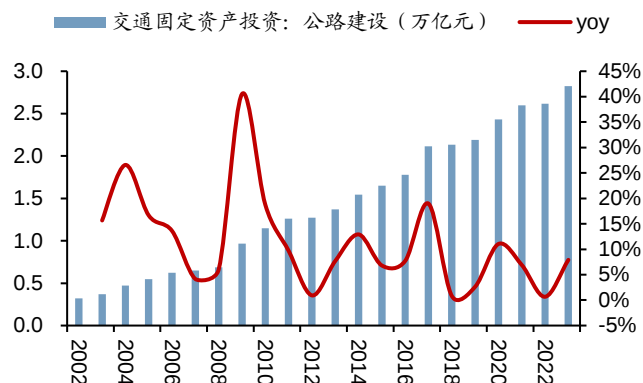
供给端，公路行业整体已经进入成熟期，未来增量有限。据iFind，2023年中国高速公路总里程已达到18.4万公里，CAGR从2000-2012年的16%降至2012-2023年的6%，增速明显放缓，行业整体资本开支节奏已进入到低速增长阶段。

图12：全国高速公路存量里程已进入低速增长



数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

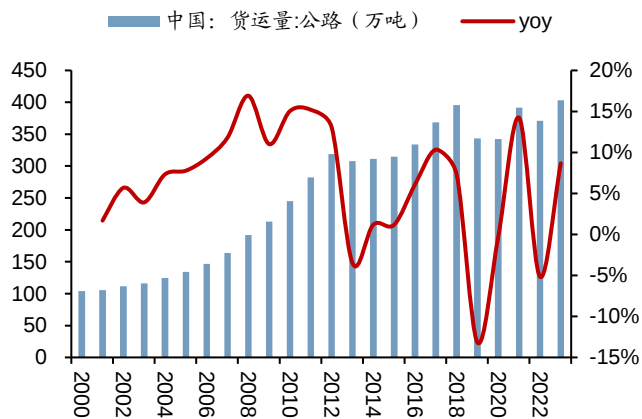
图13：公路行业资本开支大幅加码的时期已经过去



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

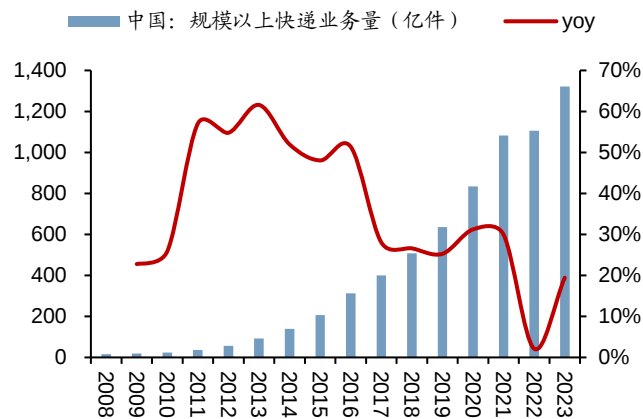
需求端，行业整体需求降速，但结构亮点仍在。其中消费型的快递物流需求成为公路货运重要组成，自驾游等因私出行兴起成为驱动公路客运的推手。

图14：2015年以来公路货运量增速放缓



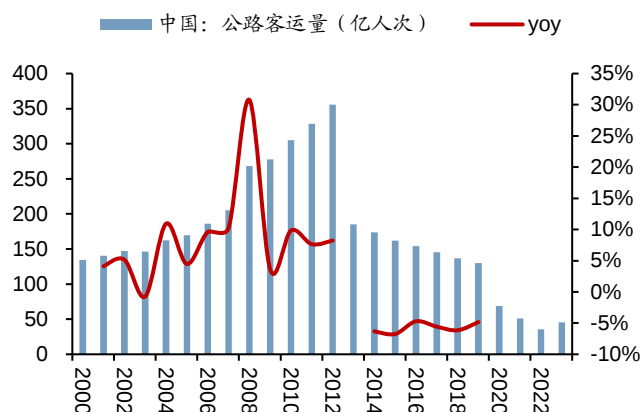
数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

图15：2019年以来快递物流需求同比保持中高增速



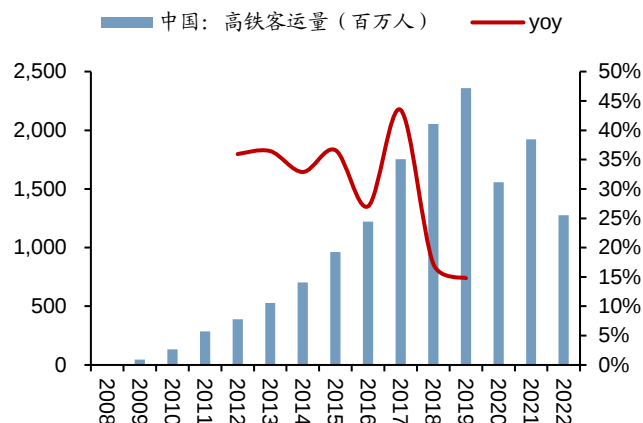
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16: 公路大巴等统计内的客运出行增速在2015年后放缓



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

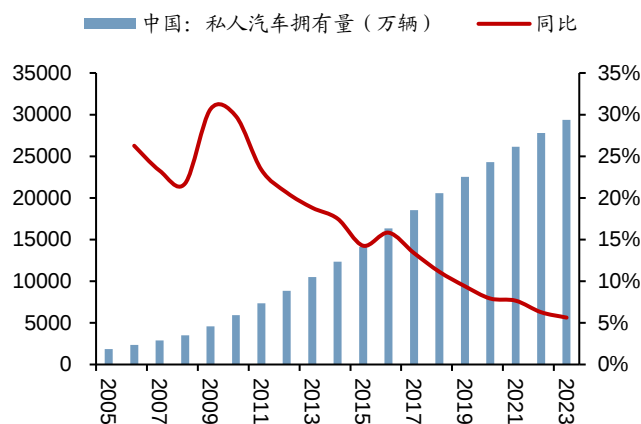
图 17: 从高铁客运量来看 2019 年以前出行需求大盘保持中高增速增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

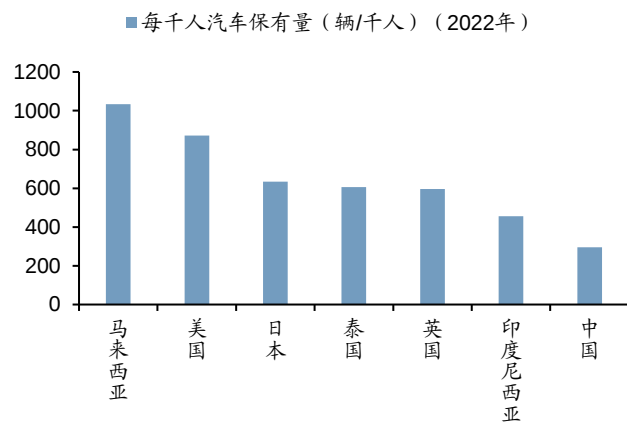
我国公路行业的长期发展动力仍然具备: 一方面, 私人汽车保有量可作为因私出行的前瞻指标, 根据iFind, 2023年国内私人汽车保有量继续攀升达到2.9亿辆, 同比增长5.6%。据公安部统计, 当前人均汽车保有量已经达到295辆每千人, 和海外对比仍有较大空间。另一方面, 商用车年销量在高位持续震荡, 在宏观经济回暖、政策效应持续释放、上年同期基数较低等因素的共同作用下, 商用车行业发展利好因素增多, 2023年销量筑底回升。

图18: 私人汽车保有量长期稳步增长



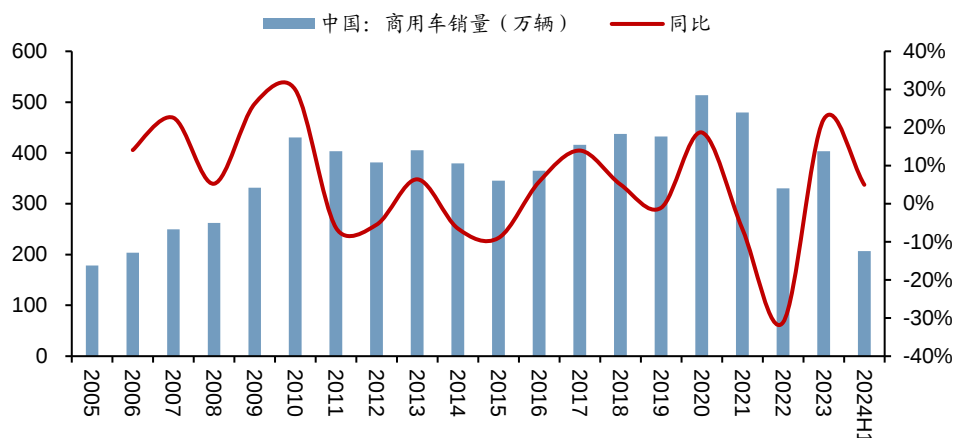
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 19: 相较于海外, 我国人均汽车保有量有较大空间



数据来源: Wind, 中央人民政府网, Hedges Company, 英国交通部, CEIC Data, 东盟统计数据库, 广发证券发展研究中心

图20：2023年商用车销量开始回升



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

高速公路的定价体系源于1988年由交通部、财政部和国家物价局联合建立的“借贷修路、收费还贷”体系，迄今已经施行将近40年。

通行费的收费标准按照客车、货车两类车型分别确认：

（1）客车按照座位数及车长分类。 客车车辆通行费=车次费+车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费；

（2）货车按照车轴数、质量及车长分类。 货车车辆通行费=车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费。

车型分类原则由《收费公路车辆通行费车型分类》（JT/T489-2019）的车型分类标准如下：

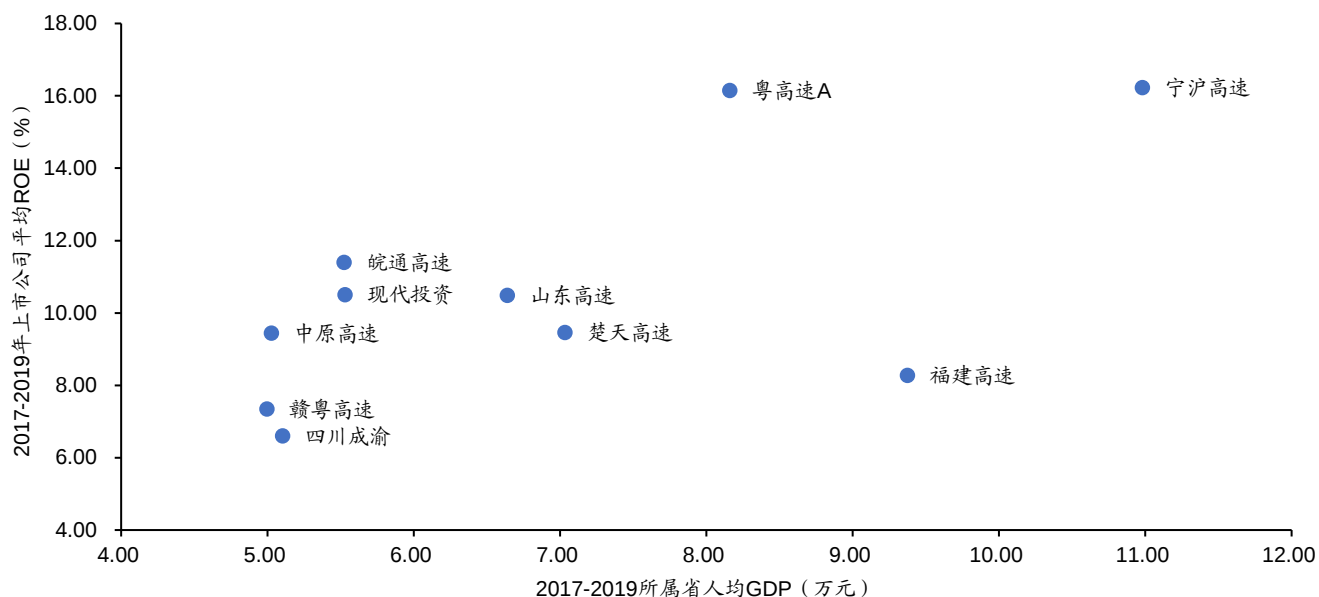
表 4：公路收费标准按照客货两分

分类类别	分类标准
客车	一类 核定载人数≤9
	二类 核定载人数 10-19
	三类 核定载人数≤39
	四类 核定载人数≥40
货车	一类 2 轴：车长 < 6000mm + 最大允许总质量 < 4500kg
	二类 2 轴：车长 ≥ 6000mm 或 最大允许总质量 ≥ 4500kg
	三类 3 轴
	四类 4 轴
	五类 5 轴
	六类 6 轴

数据来源：中华人民共和国交通运输部，广发证券发展研究中心

销售净利率是影响ROE表现的核心因素。 面临总体需求降速的环境，高度成熟的区域路网和充裕的车流基础便成为影响公路高投入回报比的关键。以2017-2019年国内上市公路公司数据来看，多数平均ROE高于15%公司的净利率都超过40%，且其路产均位于中东部发达省份。

图21：路网成熟、经济发达地区公路公司平均ROE水平更高



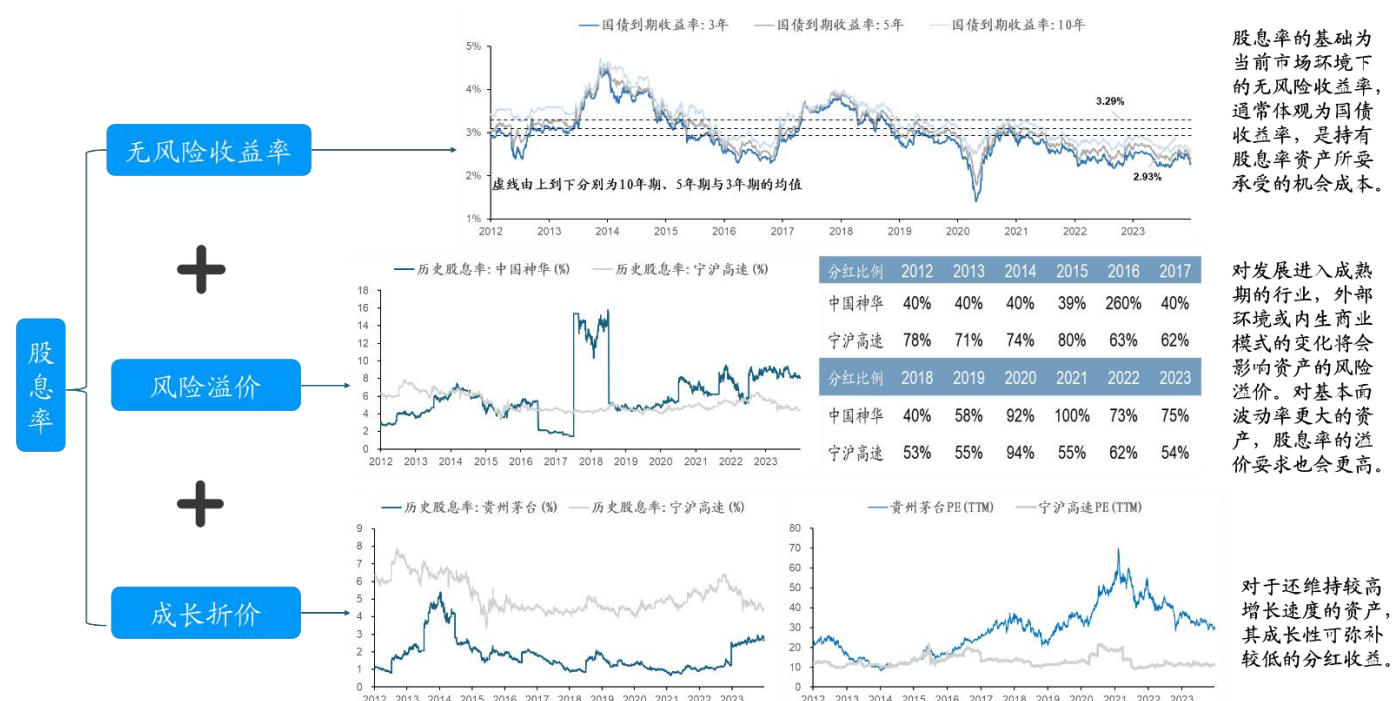
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）估值体系：盈利稳定是基础，分红政策提供弹性

从CAPM模型出发，将息差（风险溢价因子）进一步拆分为公司的经营风险（体现为股息溢价）和成长潜力（体现为股息折价）。其中：

1. 无风险收益率：股息率的基础为当前市场环境下的无风险收益率，通常体现为国债收益率，是持有股息率资产所要承担的机会成本。
2. 风险溢价：对于发展进入成熟期的行业，外部环境或内生商业模式的变化将会影响资产的风险溢价。对基本面波动率更大的资产，股息率的溢价要求也会更高。
3. 成长折价：对于还维持较高增长速度的资产，其成长性可弥补较低的分红收益。

图22：基础设施股息率受无风险收益率、风险溢价、成长折价三要素影响



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

稳定且较高的分红水平是优质路产公司的共性，而盈利的稳定性则是吸引投资者用手投票的关键。平行分流、资本开支、第二主业波动等因素将会提升资产的风险溢价水平。高分红比例带来的高股息是稳定估值的关键，而超额收益的来源主要依靠公司自身盈利增长驱动，因此地处发达地区和具备成长潜力的路产往往能够穿越牛熊。

表 5：具有成长潜力的路产可以穿越牛熊（截至 2025 年 3 月 25 日）

证券代码	证券简称	近 15 年超额收益： 相对沪深 300	近 10 年超额收益： 相对沪深 300	近 5 年超额收益：相 对沪深 300	近 3 年超额收益：相 对沪深 300
600377.SH	宁沪高速	9.59%	9.98%	9.03%	23.17%
000429.SZ	粤高速 A	10.53%	13.75%	14.77%	27.74%
600012.SH	皖通高速	10.33%	12.06%	24.19%	34.02%
001965.SZ	招商公路	-	-	10.72%	23.06%
600350.SH	山东高速	8.95%	10.27%	19.28%	29.34%
600548.SH	深高速	9.16%	6.23%	4.50%	12.45%
600368.SH	五洲交通	4.53%	5.47%	9.67%	20.55%
600020.SH	中原高速	2.71%	1.87%	2.29%	15.18%
600033.SH	福建高速	2.80%	2.48%	7.90%	17.39%
000900.SZ	现代投资	-0.95%	0.46%	3.30%	8.32%
601107.SH	四川成渝	-	0.58%	6.18%	6.03%
600269.SH	赣粤高速	1.18%	2.35%	7.99%	19.23%
600035.SH	楚天高速	2.96%	3.22%	8.28%	17.30%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）福建省路网：立足两岸区域政策，主备系统协同护航

福建作为两岸融合发展前沿与改革开放试验的前沿阵地，早期以福州、厦漳泉都市圈为载体推动基础设施互联互通和产业梯度转移，2021年后转向数字经济、海洋经济等新赛道，形成“传统产业+新兴产业”的双轮驱动格局。由于其地理处在长三角与粤港澳大湾区之间，借势发力的闽派特色模式成为其未来探索的方向。长期视角下，作为GDP增速处于全国领先水平的东南沿海省份，福建省的经济活力和对人才的吸引力均或将伴随区域政策的出台得到进一步加强。而福建高速作为拥有沿海公路通道的上市公司，一方面有望受益于区域发展的政策红利，另一方面也能够享受长三角与珠三角带来的产业发展溢出红利。

表 6：福建省政策立足于两岸融合发展，并在高新技术产业等道路上持续探索

时间	政策文件	内容要点
2011	《海峡西岸经济区发展规划》	定位：两岸人民交流合作先行先试区域，服务中西部发展新的对外开放综合通道 空间布局：构建福州、厦门、泉州三大都市圈，打造沿海发展带 重点领域：平潭综合实验区建设、闽台产业对接（电子信息、石化等六大集群）
2015	《中国（福建）自由贸易试验区总体方案》	厦门片区：发展两岸贸易中心、国际航运中心 福州片区：推进金融开放创新、先进制造业基地 平潭片区：探索对台“基层治理融合”模式，建设国际旅游岛
2021	《福建省“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	区域协调：构建“两极两带三轴”空间格局（福州都市圈、厦漳泉都市圈） 数字经济：建设国家数字经济创新发展试验区（福州、厦门） 海洋经济：打造“海上福建”，发展深海养殖、海工装备
2022	《福建省做大做强做优数字经济行动计划（2022—2025 年）》	福州软件园、厦门火炬高新区建设“中国软件名园” 泉州“芯谷”打造半导体全产业链 厦门元宇宙先导区、福州区块链经济综合试验区
2023	《关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路 建设两岸融合发展示范区的意见》	福建全域建设两岸融合发展示范区，重点推进厦门与金门、福州与马祖“同城生活圈” 试点台胞“居住证”等同身份证使用场景，扩大台企上市融资渠道
2024	《厦漳泉都市圈发展规划》	一体化重点：共建国际性综合交通枢纽（厦门新机场、福厦高铁） 产业分工：厦门总部经济+漳州制造业基地+泉州民营经济创新

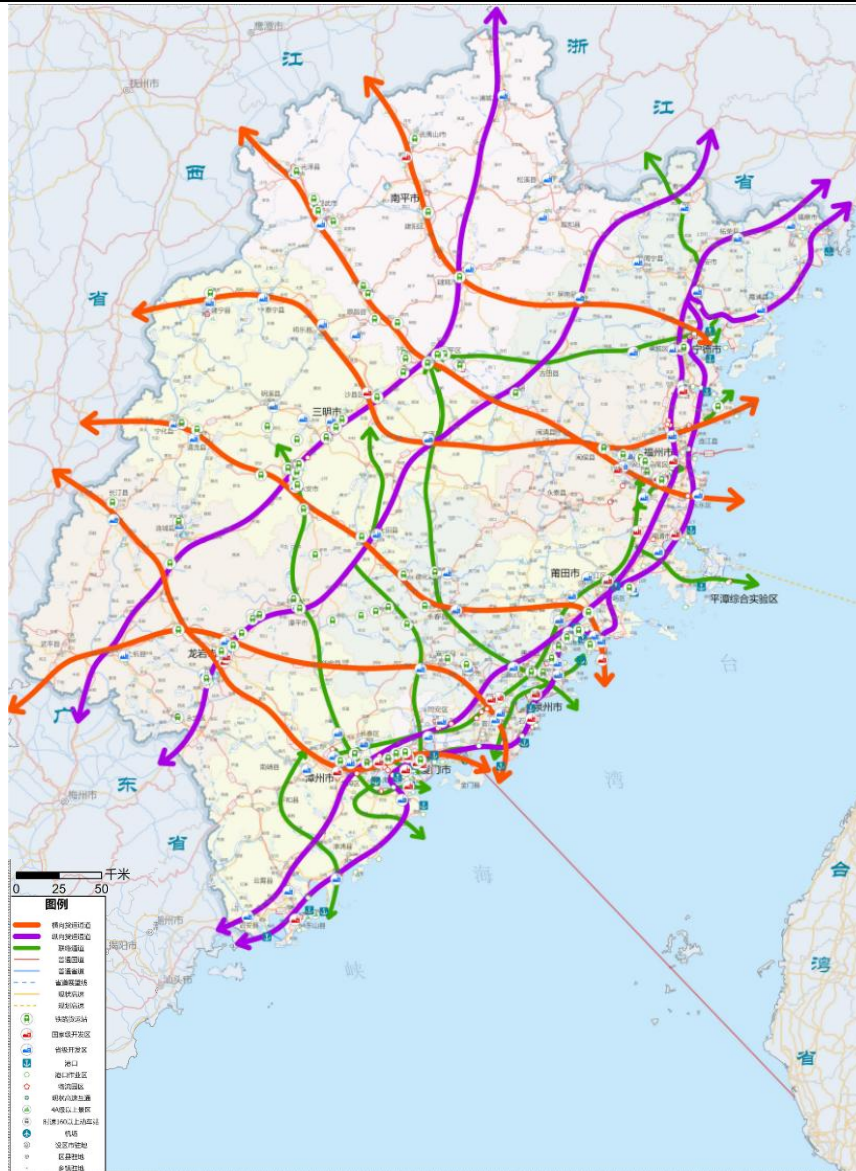
数据来源：中国政府网，福建省政府网，广发证券发展研究中心

根据《福建省省道公路规划2024-2035》，福建省国省道公路网规划2035年总规模将达到25,660公里，未来年均增速或将保持在3%左右的低速增长。未来里程上的增长相对有限，现阶段省内路网规划更注重以国家主通道为中心，通过提升内外联通度优化局部：

1. 加强沿海国家主通道与省内各县之间的连接，强化节点衔接，形成干支衔接顺畅的普通国省道公路网：福建省沿海区域高速建设已较为成熟，而内陆山区各县间以及其与国家主干道的联通度则不足。进一步强化高速公路对相邻县以及乡镇、景区、枢纽节点的连接，实现市际多通道、市县直接连、乡镇便捷通，可加快补齐内陆山区路网短板，着力提升路网韧性和效率，进一步提升境内高速公路主通道能效，以“备”路赋能“主”路；

2. 继续打通省际通道，加强沿海都市辐射，优化完善普通国省道布局：福建省毗邻沿海经济强省浙江和广东，隔海相望台湾省，地理位置优越。以“优化国家主通道、完善省级通道、加强都市区辐射”为思路，完善主通道对台和毗邻省份的多路联通，优化都市圈高速公路衔接，将进一步扩大区域经济的辐射影响。

图23：福建省国省道干线公路布局规划图



数据来源：福建省交通运输厅、广发证券发展研究中心

三、福建高速：产能高位运行，拓流正在规划

福建高速的两大核心收入支柱为泉厦高速和福泉高速，2023年合计贡献公司95%的通行费收入。

表 7：福泉高速和泉厦高速路费收入占公司通行费收入比重 95%（2023 年年报）

单位：亿元	2023 年	细分项结构占比（%）
+营业收入	30.50	
其中：路费收入	30.12	泉厦高速 41% 福泉高速 54%
-营业成本	13.45	
路产折旧	8.32	62%
养护支出	1.79	13%
征收业务成本	1.94	14%
其他成本	1.40	10%
-费用	1.64	
管理费用	1.07	65%
财务费用	0.41	25%
+投资收益	0.45	
归母净利润	9.02	

数据来源：公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

表 8：公司各公路收入毛利占比（2023 年年报）

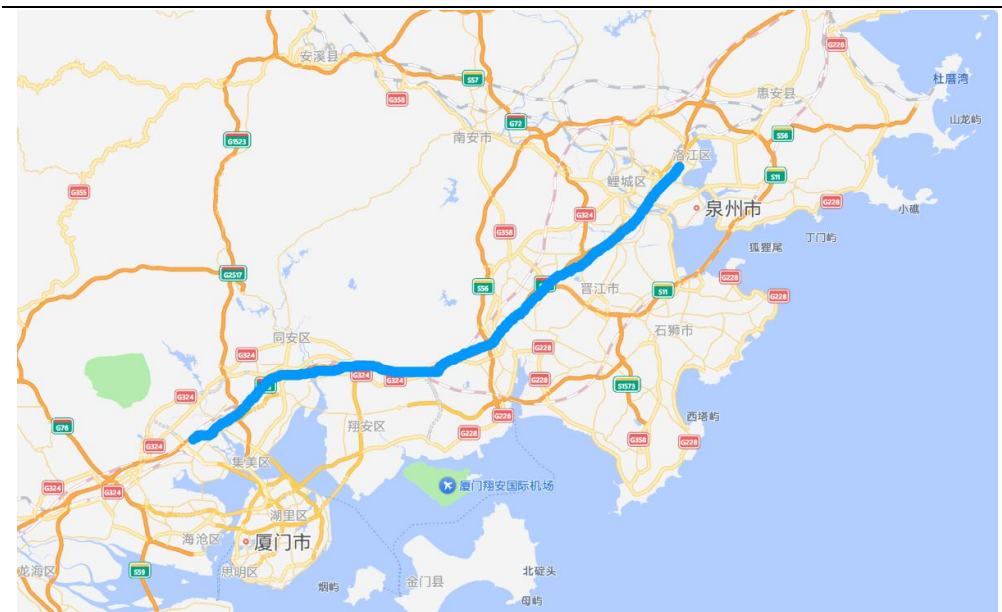
	路费收入（亿元）	占合计路费收入比例	毛利贡献（亿元）	占合计毛利比例	毛利率（%）
福泉高速	16.25	53.95%	9.68	56.65%	59.57%
泉厦高速	12.48	41.44%	7.50	43.90%	60.09%
罗宁高速	1.39	4.61%	-0.09	-0.54%	-6.67%

数据来源：公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

（一）泉厦高速：福建省第一条高速公路，扩容建设提上议程

泉厦高速（泉州-厦门）是福建省第一条高速公路。公路全长81.9公里，起于泉州市西福，止于厦门市官林头，是福建沿海贯通的重要通道。2007年底，泉厦高速进行扩建，2010年9月主体建成通车，泉厦高速由原来的4车道拓宽到8车道，成为福建省第一条双向八车道高速公路。

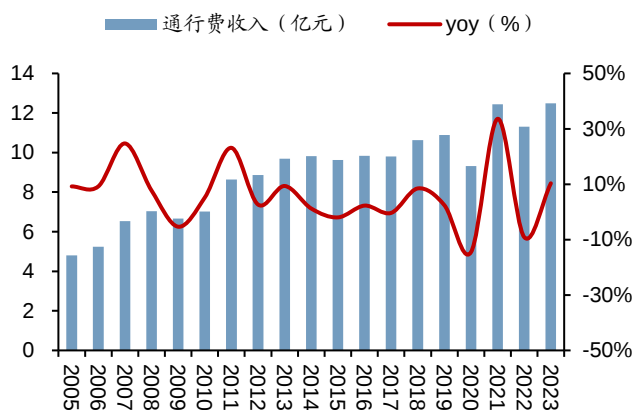
图24: 泉厦高速连接闽南两大经济重心泉州和厦门



数据来源: 高德地图, 公司 2023 年年报, 广发证券发展研究中心

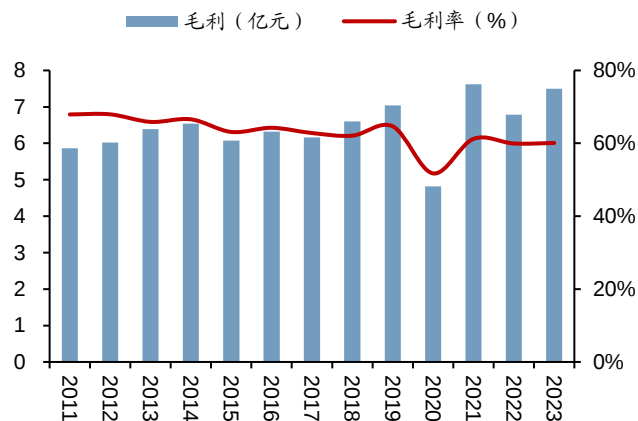
泉厦高速自改扩建后营业收入、利润持续增长, 但当前阶段产能已经接近饱和, 除 2021 年、2023 年低基数影响导致同比增速波动外, 2015 年至今其年份通行费 同比增速均小于 10%。根据公司 2022 年第九届董事会第十二次会议决议的授权, 董事会批准了公司开展 G15 沈海高速泉厦段扩容工程前期工作, 目前仍在可行性论证阶段。

图25: 泉厦高速产能接近饱和



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 泉厦高速毛利率基本保持在 60%以上

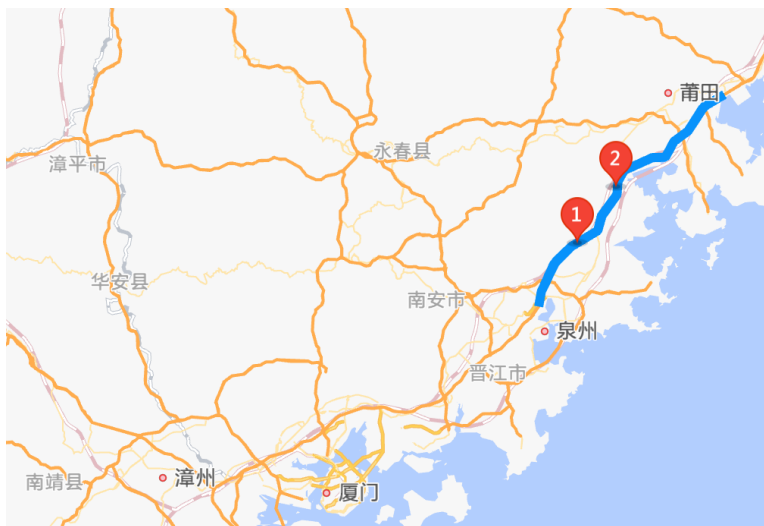


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 福泉高速: 与泉厦高速联通, 省会至厦漳泉都市圈快速通达

福泉高速公路从1999年9月26日起正式开通运营, 北起福州长乐市营前, 与罗长高速公路相接, 南至泉州市西福, 与泉厦高速公路相连, 收费里程167公里, 于2007年底开始四改八扩建, 2011年1月通车。

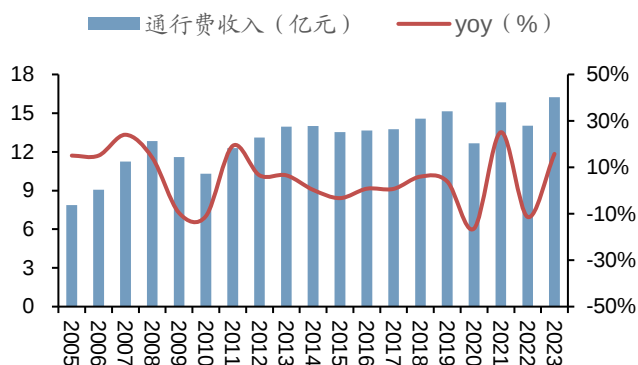
图27：福泉高速连接省会福州和厦漳泉都市圈



数据来源：高德地图，公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

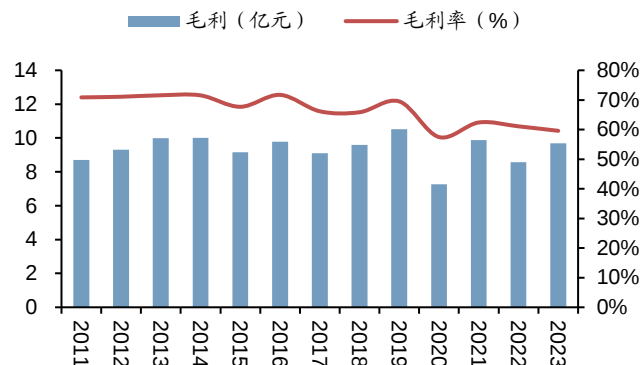
福泉高速改扩建后营业收入曾快速回升，当前已进入低速增长阶段。同时受路面维护、设施升级等在内的养护支出增加影响，路产毛利率边际缓慢下滑，但目前仍能够达到60%左右水平。

图28：福泉高速车流量稳定，通行费收入增长放缓



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 29：福泉高速毛利率常年保持在 60%左右

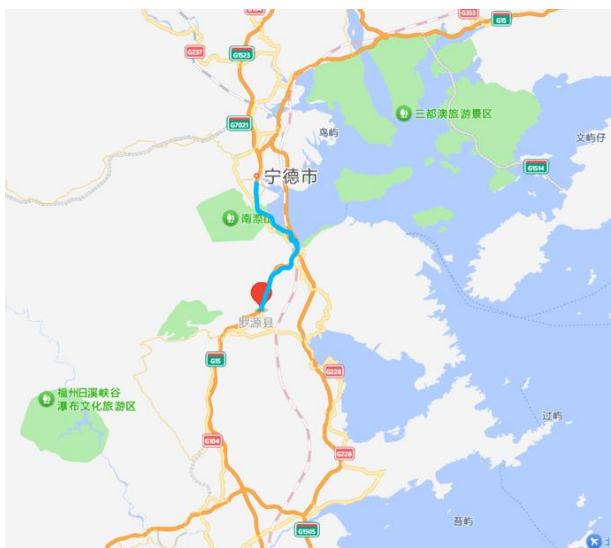


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）罗宁高速：分流影响尾声，等待需求再度爬坡

罗宁高速公路于1998年5月开工建设，主线于2000年2月通过交工验收，于2006年1月24日竣工验收。罗宁高速公路南起福州市罗源县上楼，北至宁德市蕉城区城关，全长33千米。

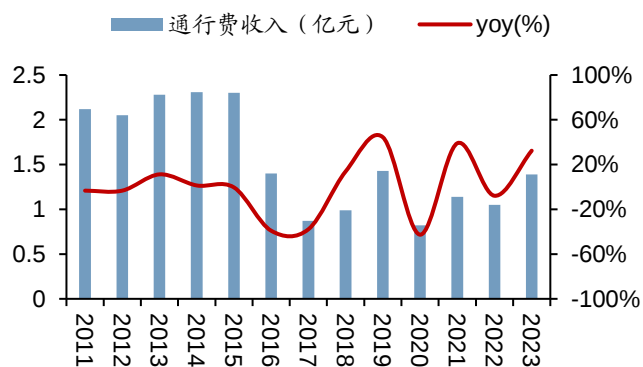
图30：罗宁高速连接宁德与福州市罗源县，里程较短



数据来源：高德地图，公司 2023 年年报，广发证券发展研究中心

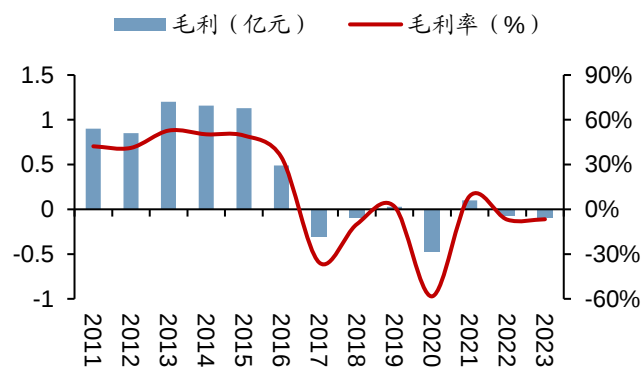
2015年以前罗宁高速通行费收入、利润相对稳定。2016年，因平行线路宁连高速主体路段建成通车的分流影响，车流量出现明显下降。据公司2016年财报，罗宁高速客车日均车流量当年同比下降33.55%，货车日均车流量同比下降44.90%。2023年，得益于区域经济恢复及车流结构优化，车流量有所回升，实现通行费收入1.39亿元，同比增长32%。

图31：罗宁高速多年受平行线分流影响



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：罗宁高速毛利在分流后长期处于盈亏线上下



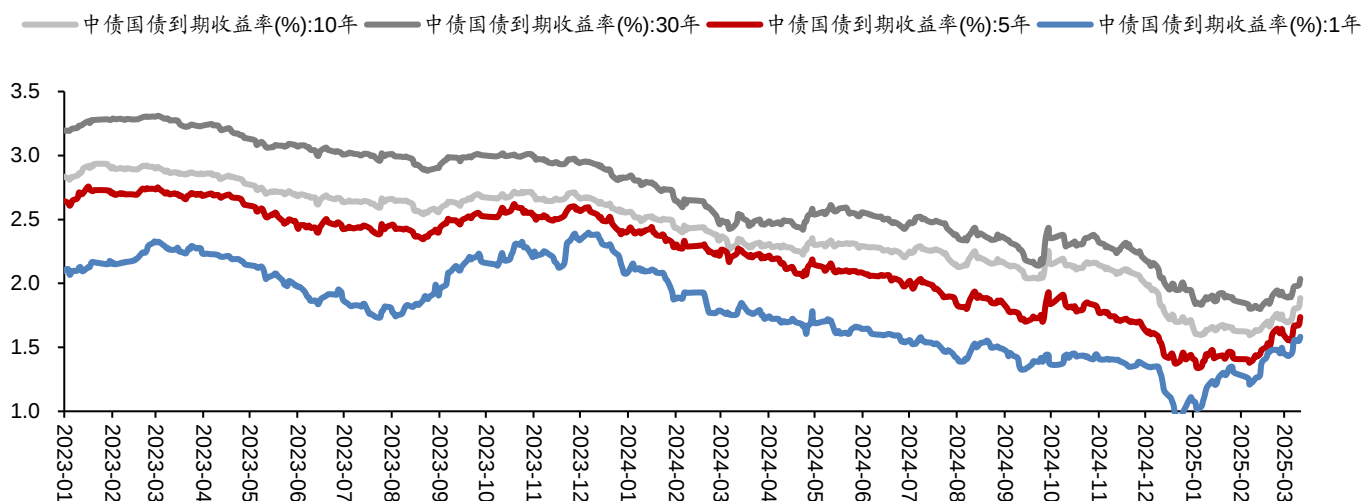
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、投资逻辑：估值存在修复空间，期待分红潜能释放

（一）无风险收益率持续下行，红利资产配置性价比显现

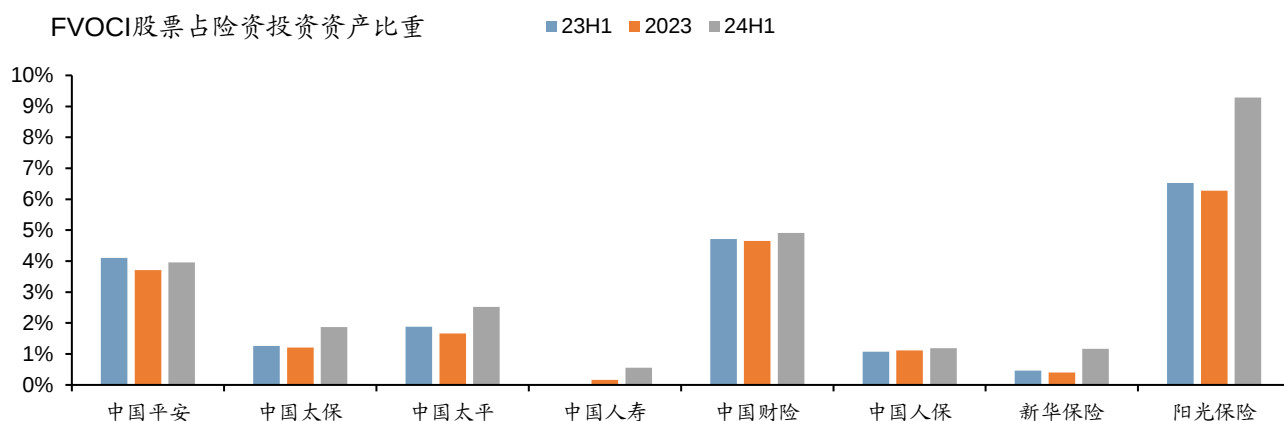
在基本面拐点兑现之前，作为基础设施定价基础之一的无风险收益率仍将大概率在底部区间徘徊。而风险溢价端的波动，则更多取决于对宏观刺激政策出台节奏和落地效果的预期。在此背景下，低风险、高分红类的收息资产成为资金配置的高性价比之选。伴随新保险合同准则的全面实施，险资可通过加大高股息资产配置比重来提升自身收益获取能力，有望成为交运高股息板块重要长期定价力量。

图33：无风险收益率持续下行，红利资产显示出配置性价比



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图34：险资对于FVOCI配置的侧重或将成为交运基础设施板块定价基石之一

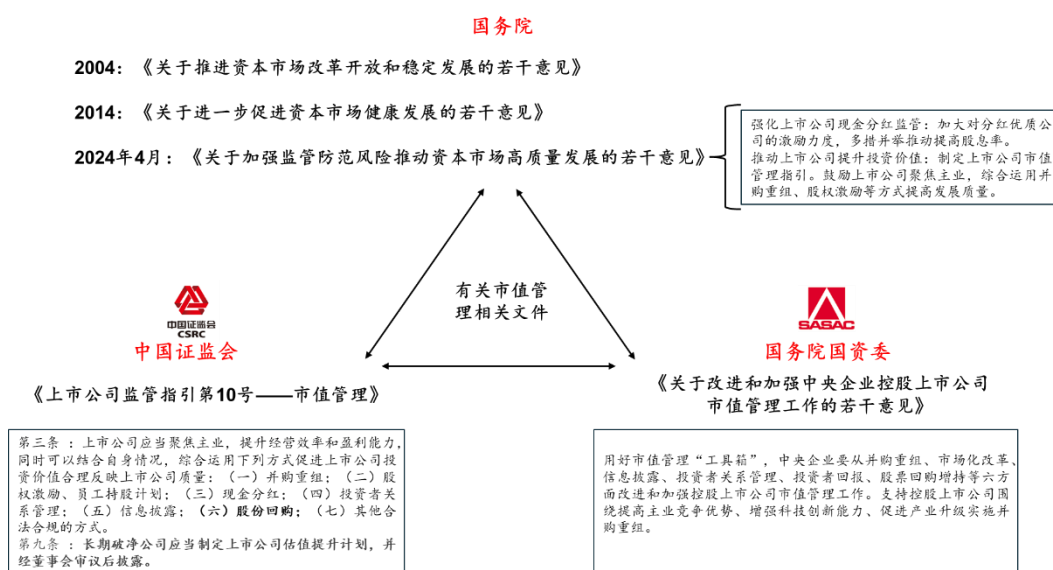


数据来源：中国平安、中国太保、中国太平、中国人寿、中国财险、中国人保、新华保险、阳光保险 2023 年报&2024 年中报，广发证券发展研究中心

（二）估值修复具备空间，分红提升潜力可期

2024年是国企改革深化提升的攻坚之年，也是国务院国资委提出全面推开央企控股上市公司市值管理考核的首年。继2004、2014年两个“国九条”之后，2024年4月资本市场新“国九条”出台，其中第三条提出要通过制定上市公司市值管理指引等方式，来推动上市公司提升投资价值。随后证监会与国务院国资委于2024年11月6日和12月17日分别发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》、《关于改进和加强中央企业控股上市公司市值管理工作的若干意见》，以国央企为主体的上市公司市值管理新周期启动，中央直属企业已经开始积极响应，地方国企也正在陆续跟进。

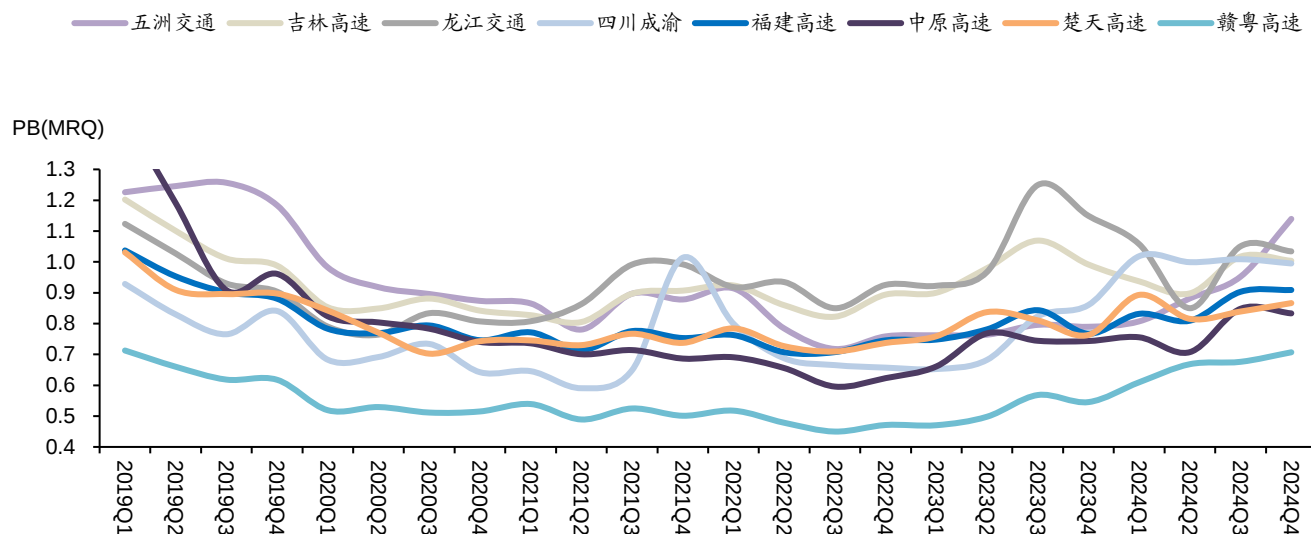
图35：2024年国企市值管理大幕拉开



数据来源：国务院，国务院国资委，中国证监会，广发证券发展研究中心

在此背景下，大股东福建高速集团已在积极增持上市公司。根据公司2025年1月15日《关于控股股东以专项贷款和自有资金增持公司股份计划的公告》，基于对公司未来发展前景的信心及中长期投资价值的认可，同时为提振投资者信心，公司大股东福建省高速公路集团拟使用自有资金及银行回购增持专项贷款资金增持公司股份。2025年3月19日，公司控股股东福建省高速集团增持完成，通过集中竞价方式增持了2%的公司总股本（持股比例达到38.16%）。但当前公司PB(MRQ)仍处于1以下，同时考虑到公司较高的股息价值，不排除后续仍有相关计划发布的可能。

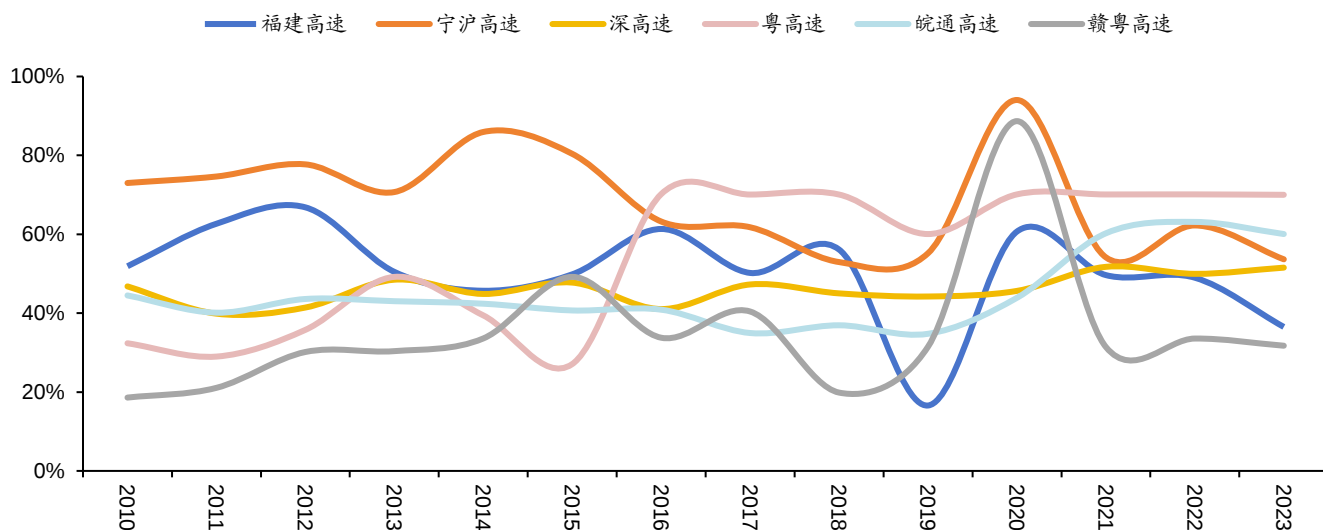
图36：福建高速当前仍处于破净状态



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

分红提升可以期待。根据福建高速2024-2026年股东回报规划，公司未来三年最低分红比例为35%，相比2021-2023年的30%上调了5个百分点。另外，2024年12月起，公司尝试实施中期分红方案，当期派发现金红利1.37亿元，占2024年Q1-Q3归母净利润17.3%。但整体来看，公司对比同业超过50%的分红比例仍有较大提升潜力。

图37：公司分红比例对比同业和历史情况来看存在提升空间



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

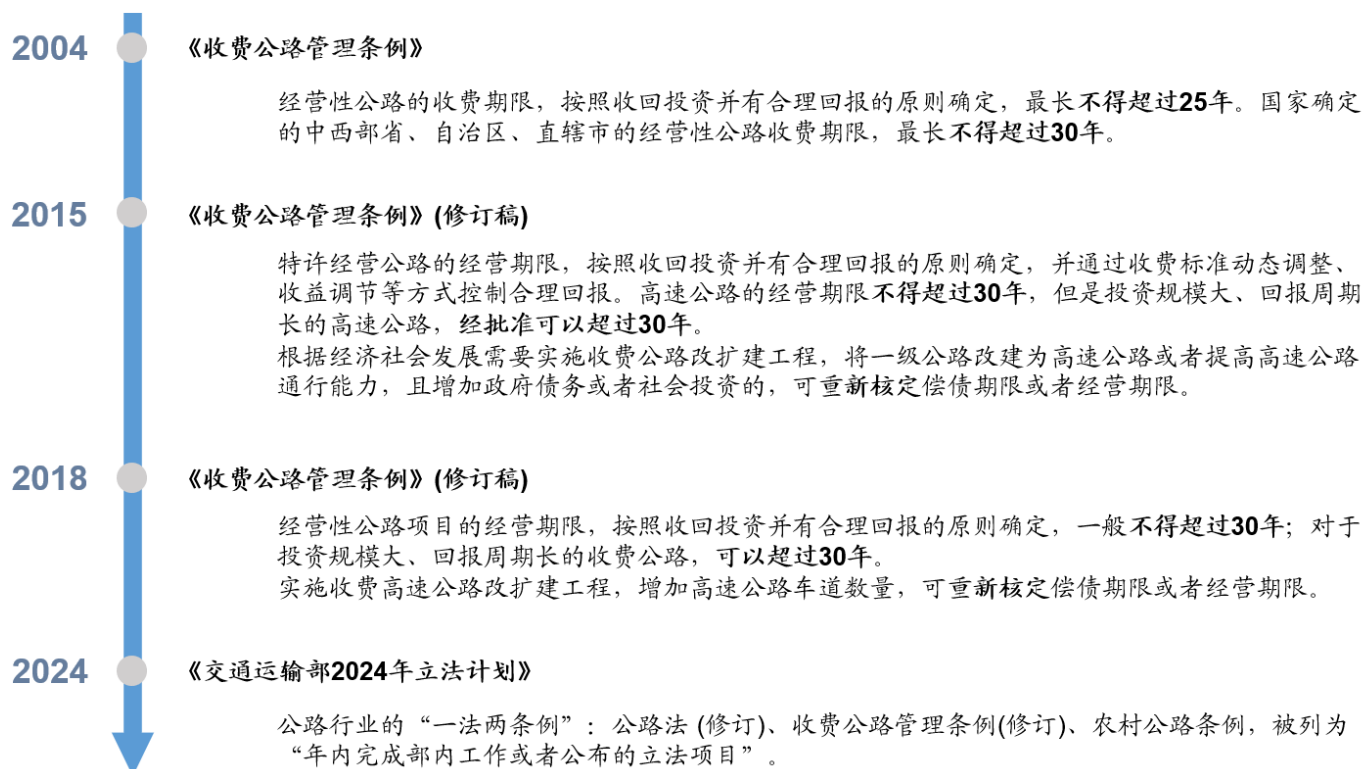
（三）集团路产规模可观，期待资产协同

收费公路管理条例迎来修订落地关键期。现行公路行业法律遵循由《中华人民共和国公路法》、《收费公路管理条例》、《农村公路条例》所组成的“一法两例”体系。其中高速上市公司路产均为经营性收费公路，政府还贷性收费公路资产则多在省内交投集团等旗下管理。现行的《收费公路管理条例》于2004年8月18日在国务院第六

十一次常务会议中通过，自2004年11月1日起施行，在2015年、2018年分别有修订稿及征求意见稿，但截至目前，两份征求意见稿暂未审议通过并实施，2024年5月29日，《交通运输部 2024年立法工作计划》印发实施，其中，公路行业的“一法两条例”——公路法(修订)、收费公路管理条例(修订)、农村公路条例，被列为“年内完成部内工作或者公布的立法项目”，尽管节奏并未能够如期实现，但其代表着收费公路相关法律法规的修订进入关键时期。

而在现行《收费公路管理条例》下，政府还贷公路、经营性公路主要区别之一在于收费期限，前者可以实行“统借统还”，但后者还未被纳入“统借统还”体系内。但在2018年修订稿公开版《条例》中曾提出，政府对本行政区域内偿债期届满的政府收费高速公路、经营期届满由政府收回的高速公路以及处于偿债期的政府收费高速公路实行统一管理，统一举借债务，统一收费机制，统筹偿债来源，统一支出安排。若条例内容最终能够实现，不仅有利于缓解区域内债务负担，也能够成为上市公路公司进一步拓展其产生命周期的可选路径。

图38: 《收费公路管理条例（修订）》进入修订落地的关键时期



数据来源：中国政府网，交通运输部，广发证券发展研究中心

集团资源可观，资产协同可以期待。据福建省高速公路集团官网，截至目前，全省高速公路通车里程达6168公里，综合密度位居全国各省第3，高于台湾地区，达到美英等发达国家水平，测算福建高速上市公司路产规模仅占集团4.57%。伴随路网规模持续扩大和集团在公路建设管理等方面持续发力，双方路产协同效应值得期待。

表 9：同行业上市公司路产规模占集团路产比重对比

	公司控股路产规模（公里）	集团层面收费公路里程（公里）	测算上市公司占集团收费里程比重
山东高速	1314	8072	16.28%
宁沪高速	643	4456	14.44%
赣粤高速	785	5787	13.57%
皖通高速	609	5088	11.97%
四川成渝	836	7149	11.69%
楚天高速	619	6159	10.05%
福建高速	282	6168	4.57%
粤高速	307	8019	3.83%

数据来源：各公司 2023 年年报及 2024 年度跟踪评级报告，广发证券发展研究中心

注：上表股东公司收费公路里程不包括参股路产，除楚天高速参股公司——湖北交通投资集团有限公司为 2024 年 3 月末数据，其余均截止到 2023 年年末。

五、盈利预测和投资建议

公司专注于收费公路业务，结合24年上半年及过往的经营表现和全国公路出行需求恢复情况，对3条核心路产未来3年的收入变化趋势进行以下假设：

1. 泉厦高速：于2010年完成四改八扩建，后续由于疫情影响，2020-2023年收入波动较大，且逐渐呈现产能饱和的态势。虽有扩容议案，但距离完工通车节点尚远，暂不考虑未来改扩建通车后的引流影响，预测2024-2026年通行费收入同比增速分别为4.5%、2.8%、2.6%，保持中低速增长。

2. 福泉高速：目前流量饱和的现状，预测2024-2026年通行费收入同比增速为5%、3.8%、2.7%。

3. 罗宁高速：2016年以后受到的区域平行路产分流影响接近尾声，收费权即将到期，预计2024-2026年通行费收入同比增速为10%、2%、1%。

表10：福建高速核心路产收入预测（亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
路费收入合计	26.79	30.12	31.63	32.67	33.52
其中：					
1. 福泉高速路费收入	14.03	16.25	17.06	17.71	18.19
增长率	-11.38%	15.78%	5.00%	3.80%	2.70%
2. 泉厦高速路费收入	11.31	12.48	13.04	13.41	13.76
增长率	-9.10%	10.34%	4.50%	2.80%	2.60%
3. 罗宁高速路费收入	1.05	1.39	1.53	1.56	1.57
增长率	-8.27%	32.57%	10.00%	2.00%	1.00%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

基于上述假设以及公司业务恢复进度和全国公路出行需求恢复情况，我们对公司业绩做出以下预测：

表11：福建高速主要财务指标预测（亿元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	26.72	30.50	32.01	33.06	33.91
增长率	-10.26%	14.14%	4.97%	3.27%	2.56%
营业成本	11.50	13.45	13.39	13.77	14.17
其中：折旧与摊销	8.10	9.60	9.96	10.04	10.20
营业利润	14.01	15.90	17.17	18.19	18.79
利润总额	14.07	15.52	16.83	17.97	18.48
减：所得税	3.48	4.06	4.21	4.49	4.62
净利润	10.59	11.46	12.63	13.47	13.86
归母净利润	8.40	9.02	10.10	10.78	11.09
股利分配率	48.98%	36.50%	45.00%	45.00%	45.00%
现金分红总额	4.12	3.29	4.55	4.85	4.99

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

基于以上假设，预计公司24-26年归母净利润分别为10.10、10.78、11.09亿元。当前公司业务已进入成熟期，暂不将其路产未来改扩建完成后的影响因素纳入估值考量。以永续增长率为0、永续期分红率保持70%作为假设进行DDM估值，测算出公司

合理价值为4.26元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

表12: DDM估值假设

指标	数值	说明
无风险收益率 Rf	1.5%	以 10 年期国债到期收益率为参考
市场预期收益率 Rm	11.78%	参考彭博预测的中国市场未来预期收益率
Beta 系数	0.57	根据公司股价和沪深 300 指数过去 2 年周度收益率相关性数据统计计算
永续增长率	0.00%	
股权资本成本 Ke	7.36%	

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

表13: DDM估值结果

指标	数值
股利预测期现值（百万元）	4,581.91
股利永续价值现值（百万元）	7,113.77
股权价值（百万元）	11,695.68
总股本（百万股）	2,744.40
每股价值（元/股）	4.26

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

六、风险提示

（一）宏观经济波动风险

需求拐点趋势仍需观察。宏观压力导致对未来需求的预测的难度上升。

（二）行业政策性风险

部分省份已经出现高速公路到期后停止收费的情形。《收费公路管理条例》的修订工作持续数年，至今未能出台，收费公路到期后收费、运营、养护等方面规定都面临诸多不确定性。

（三）路网分流风险

持续加密的高速公路网络或将会对原有路段产生分流溢出效应，客观上存在被分流的风险。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,528	1,994	4,080	5,293	7,231
货币资金	788	1,149	2,032	2,031	2,043
应收及预付	628	732	740	763	777
存货	13	12	14	14	14
其他流动资产	99	102	1,294	2,486	4,396
非流动资产	15,071	14,759	14,118	13,114	12,094
长期股权投资	121	97	91	91	91
固定资产	12,228	12,030	11,044	10,069	9,078
在建工程	118	134	382	382	382
无形资产	1	1	1	1	1
其他长期资产	2,603	2,498	2,600	2,571	2,543
资产总计	16,599	16,754	18,198	18,407	19,325
流动负债	1,376	1,095	1,628	1,674	1,705
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	578	707	654	695	716
其他流动负债	798	388	974	980	989
非流动负债	2,047	2,075	2,061	1,361	1,361
长期借款	10	0	0	0	0
应付债券	996	997	997	297	297
其他非流动负债	1,041	1,078	1,064	1,064	1,064
负债合计	3,423	3,171	3,689	3,035	3,066
股本	2,744	2,744	2,744	2,744	2,744
资本公积	1,660	1,660	1,660	1,660	1,660
留存收益	6,404	6,895	7,451	8,043	8,653
归属母公司股东权益	10,786	11,134	11,808	12,400	13,010
少数股东权益	2,390	2,449	2,702	2,971	3,249
负债和股东权益	16,599	16,754	18,198	18,407	19,325

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2672	3050	3201	3306	3391
营业成本	1150	1345	1339	1377	1417
营业税金及附加	16	15	13	12	10
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	96	107	96	99	102
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	75	41	23	-1	-12
资产减值损失	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	57	45	-21	-11	-4
营业利润	1401	1590	1717	1819	1879
营业外收支	6	-38	-34	-22	-31
利润总额	1407	1552	1683	1797	1848
所得税	348	406	421	449	462
净利润	1059	1146	1263	1347	1386
少数股东损益	218	244	253	269	277
归属母公司净利润	840	902	1010	1078	1109
EBITDA	2229	2547	2703	2800	2856
EPS (元)	0.31	0.33	0.37	0.39	0.40

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,762	2,100	2,288	2,437	2,475
净利润	1,059	1,146	1,263	1,347	1,386
折旧摊销	810	960	996	1,004	1,020
营运资金变动	-152	-55	-99	23	16
其他	46	50	128	62	53
投资活动现金流	-233	-639	-1,624	-1,224	-1,946
资本支出	-328	-709	-256	-22	-31
投资变动	0	0	-177	0	0
其他	94	70	-1,191	-1,202	-1,914
筹资活动现金流	-1,108	-1,100	220	-1,214	-517
银行借款	-1,042	-10	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-66	-1,090	220	-1,214	-517
现金净增加额	421	361	883	-2	13
期初现金余额	367	788	1,149	2,032	2,031
期末现金余额	788	1,149	2,032	2,031	2,043

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-10.3%	14.1%	5.0%	3.3%	2.6%
营业利润	-7.7%	13.5%	8.0%	5.9%	3.3%
归母净利润	1.3%	7.4%	11.9%	6.7%	2.9%
获利能力					
毛利率	57.0%	55.9%	58.2%	58.4%	58.2%
净利率	39.6%	37.6%	39.4%	40.8%	40.9%
ROE	7.8%	8.1%	8.6%	8.7%	8.5%
ROIC	7.1%	7.8%	7.7%	8.0%	7.8%
偿债能力					
资产负债率	20.6%	18.9%	20.3%	16.5%	15.9%
净负债比率	26.0%	23.3%	25.4%	19.7%	18.9%
流动比率	1.11	1.82	2.51	3.16	4.24
速动比率	1.10	1.80	1.77	1.73	1.72
营运能力					
总资产周转率	0.16	0.18	0.18	0.18	0.18
应收账款周转率	4.64	4.50	4.36	4.41	4.41
存货周转率	87.66	108.43	103.92	99.06	101.89
每股指标 (元)					
每股收益	0.31	0.33	0.37	0.39	0.40
每股经营现金流	0.64	0.77	0.83	0.89	0.90
每股净资产	3.93	4.06	4.30	4.52	4.74
估值比率					
P/E	9.47	9.43	10.43	9.78	9.50
P/B	0.74	0.76	0.89	0.85	0.81
EV/EBITDA	4.09	3.47	3.91	3.53	3.45

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7 年证券从业经验，2 年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5 年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 陈宇：资深分析师，南开大学本硕，7 年交运行业研究经验，1 年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5 年交运行业研究经验，深耕海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3 年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。
- 王航：交通运输行业分析师，香港中文大学 (深圳) 硕士，2 年交运行业研究经验，深度价值导向，主攻交运基础设施方向。

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	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 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	上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

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，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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。