



深高速

盈利确定性高增速，梅林关项目价值即将释放，H 股更具吸引力

观点聚焦

投资建议

重申对深圳高速 A/H 股的推荐评级，上调目标价至 11.91 元/10.18 港元，其中 H 股 2018 年分红收益率高达 5.2%，估值吸引力更强。

理由

2017~2018 年盈利增速达 36%/16%: 1) 主要路段车流量稳中有升，客车流量为主，结构稳定，路费收入内生增长约 10%; 2) 投资益常项目，增持武黄项目全年增厚盈利 1.2 亿元 (不考虑资金成本); 3) 投资德润项目全年预计盈利贡献 1.2 亿元。

2019 年起梅林关和外环将释放巨大价值:

梅林关项目分 3~5 年贡献盈利: 1) 公司将和房地产商合作开发，从 2019 年起分 3~5 年兑现盈利。我们假设项目公司和地产开发商按 50%:50% 分享地产开发收益，则梅林关项目归属于深高速总价值 25 亿元 (包括 15 亿元土地价值，5.3 亿元住宅开发价值，4.7 亿元办公开发价值)，对应每股 1.15 元; 2) 假设梅林关项目分 4 年开发，预计 2019 至 2022 年，分别为深高速贡献盈利 1.8 亿元/2.6 亿元/3.7 亿元/4.8 亿元;

外环项目长期盈利能力强: 1) 外环项目总价值 45 亿元，对应每股价值 2.08 元; 2) 2020 年外环高速车流量预计可达 3.5 万辆/日，收入达 4.4 亿元，息税前利润 2.2 亿元。预计外环高速 2021 年形成盈利，成熟期车流量可达 12 万辆/日，年净利润 7 亿元;

三重催化剂在前: 梅林关项目价值实现可能快于预期: 梅林关项目的土地增值部分可能通过出售股权更快实现，根据我们测算出售 50% 权益一次性利润贡献约为 7.7 亿元，按公司 40% 的分红政策将贡献每股分红 0.14 元。**拟推出长效激励机制:** 公司有望年内推出不限于股权形式的长效激励机制，将考核盈利，形成长期利好。**收费公路管理条例预计利好大于利空:** 收费公路管理条例可能年内或明年上半年出台，将保证收费公路公司的合理回报。

盈利预测与估值

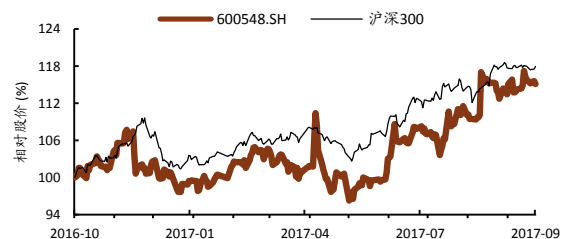
深高速 A/H 股目前股价对应 2017 年 13.2 倍/9.1 倍市盈率。H 股 2018 年股息率达到 5.2%，具有吸引力。重申 A/H 推荐评级，上调目标价至 11.91 元/10.18 港元。假设公司 2018 年完成出售 50% 梅林关权益，将分别提高 2018 年 A/H 股股息率至 5%/7.4%。

风险

车流量增速不及预期，梅林关项目开发进展慢于预期。

维持推荐

股票代码	600548.SH	00548.HK
评级	推荐	推荐
最新收盘价	人民币 9.64	港币 7.64
目标价	人民币 11.91	港币 10.18
52 周最高价/最低价	人民币 10.14~7.99	港币 8.06~6.26
总市值(亿)	人民币 186	港币 219
30 日日均成交额(百万)	人民币 33.44	港币 15.09
发行股数(百万)	2,181	2,181
其中: 自由流通股(%)	66	34
30 日日均成交量(百万股)	3.47	2.00
主营行业		公路



(人民币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	3,421	4,532	4,784	5,250
增速	-5.5%	32.5%	5.6%	9.7%
归属母公司净利润	1,553	1,169	1,589	1,848
增速	-29.0%	-24.7%	35.9%	16.2%
每股净利润	0.71	0.54	0.73	0.85
每股净资产	5.67	5.81	6.24	6.74
每股股利	0.34	0.22	0.30	0.35
每股经营现金流	0.81	0.98	0.79	1.20
市盈率	13.5	18.0	13.2	11.4
市净率	1.7	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.9	7.1	6.8	6.0
股息收益率	3.5%	2.3%	3.1%	3.6%
平均总资产收益率	5.5%	3.7%	4.9%	5.7%
平均净资产收益率	12.8%	9.3%	12.1%	13.1%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

丁泽

联系人

ze.ding@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080116100053

杨鑫, CFA

分析员

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

“慧博资讯”是中国领先的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
利润表					成长能力				
营业收入	3,421	4,532	4,784	5,250	营业收入	-5.5%	32.5%	5.6%	9.7%
营业成本	1,679	2,533	2,509	2,754	营业利润	8.1%	-12.5%	23.0%	10.6%
营业税金及附加	123	66	70	77	EBITDA	-31.8%	14.0%	15.5%	7.5%
营业费用	14	19	24	26	净利润	-29.0%	-24.7%	35.9%	16.2%
管理费用	754	139	134	115	盈利能力				
财务费用	371	639	585	630	毛利率	50.9%	44.1%	47.6%	47.5%
其他	903	75	28	0	营业利润率	40.5%	26.7%	31.1%	31.4%
营业利润	1,384	1,211	1,490	1,647	EBITDA 利润率	88.4%	76.0%	83.2%	81.5%
营业外收支	1,192	411	590	734	净利润率	45.4%	25.8%	33.2%	35.2%
利润总额	1,672	1,622	2,080	2,381	偿债能力				
所得税	177	306	392	449	流动比率	2.05	1.67	1.41	1.98
少数股东损益	-58	147	99	84	速动比率	1.89	1.53	1.22	1.75
归属母公司净利润	1,553	1,169	1,589	1,848	现金比率	1.56	1.18	0.81	1.24
EBITDA	3,023	3,447	3,980	4,279	资产负债率	52.8%	54.6%	51.4%	48.4%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	9.4%	净现金
货币资金	6,422	5,664	3,366	4,378	回报率分析				
应收账款及票据	783	644	940	1,031	总资产收益率	5.5%	3.7%	4.9%	5.7%
预付款项	242	246	260	285	净资产收益率	12.8%	9.3%	12.1%	13.1%
存货	649	663	768	782	每股指标				
其他流动资产	328	782	523	497	每股净利润 (元)	0.71	0.54	0.73	0.85
流动资产合计	8,424	8,000	5,856	6,973	每股净资产 (元)	5.67	5.81	6.24	6.74
固定资产及在建工程	1,186	1,041	1,085	1,208	每股股利 (元)	0.34	0.22	0.30	0.35
无形资产及其他长期资产	19,956	18,530	17,464	16,397	每股经营现金流 (元)	0.81	0.98	0.79	1.20
非流动资产合计	23,246	24,385	26,576	25,788	估值分析				
资产合计	31,671	32,385	32,432	32,761	市盈率	13.5	18.0	13.2	11.4
短期借款	1,836	1,582	900	0	市净率	1.7	1.7	1.5	1.4
应付账款及票据	2,016	3,046	3,017	3,312	EV/EBITDA	7.9	7.1	6.8	6.0
其他流动负债	258	156	248	216	股息收益率	3.5%	2.3%	3.1%	3.6%
流动负债合计	4,111	4,784	4,165	3,528					
长期借款和应付债券	4,892	5,526	6,356	6,906					
非流动负债合计	11,259	11,650	11,281	11,073					
负债合计	16,710	17,673	16,685	15,840					
股东权益合计	12,369	12,674	13,612	14,701					
少数股东权益	2,592	2,037	2,135	2,220					
负债及股东权益合计	31,671	32,385	32,432	32,761					
现金流量表									
净利润	1,553	1,169	1,589	1,848					
折旧和摊销	866	1,195	1,397	1,484					
营运资本变动	1,996	594	-92	158					
其他	-2,585	-979	-1,277	-947					
经营活动现金流	1,772	2,127	1,716	2,627					
投资活动现金流入	1,155	434	564	734					
投资活动现金流出	571	2,963	4,074	1,241					
投资活动现金流	584	-2,530	-3,510	-507					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-600	0	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	2,571	-1,529	-504	-1,108					
汇率变动对现金的影响	0	-5	0	0					
现金净增加额	4,926	-1,932	-2,298	1,012					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

深高速成立于 1996 年，主要从事收费公路和道路的投资、建设及经营管理。公司经营和投资的公路项目包括梅观高速、机荷东西段、盐排高速、盐坝高速、南光高速、清连高速、武黄高速、水官高速和延长段、阳茂高速、广梧高速、江中高速、广州西二环、长三环和南京三桥。公司所投资的高等级公路里程数按权益比例折算约 427 公里。2017 年收购德润环境 20% 股权切入环保行业，确立高速公路与环保双主业发展。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



目录

2017~2018 盈利增速可观, 长期增长稳健.....	4
收费公路主业消费属性强, 长期增长稳定	4
环保产业投资贡献稳定回报	6
2019~2020 梅林关和外环项目逐步兑现价值.....	8
梅林关项目每股价值 1.15 元, 2019 年起贡献盈利	8
外环高速每股价值 2.08 元, 长期盈利前景好	10
多重催化剂在前, 潜在风险有限.....	12
分红增厚、长效激励、政策面利好, 三重催化剂在前	12
下行风险有限	13
盈利增速快而稳定, H 股估值更具吸引力	14
盈利预测和关键假设	14
估值与建议	15

图表

图表 1: 深高速路产项目	4
图表 2: 深高速通行费收入结构	4
图表 3: 主要并表路段车流量及通行费收入增速	5
图表 4: 清连高速车流量结构已逐步企稳	5
图表 5: 其他主要项目小客车占比高	6
图表 6: 梅林关城市更新地块示意图	8
图表 7: 梅林关项目土地增值	9
图表 8: 梅林关项目住宅开发价值	9
图表 9: 梅林关项目办公部分价值测算	10
图表 10: 梅林关项目各年盈利贡献测算	10
图表 11: 外环高速路线图	11
图表 12: 外环高速 DCF 估值	11
图表 13: 梅林关项目出售一次性收益测算	12
图表 14: 分业务盈利预测	14
图表 15: 分路段盈利预测	15
图表 16: 现有路产 DCF 估值	15
图表 17: 可比公司估值表	16
图表 18: 历史估值表	17



2017~2018 盈利增速可观，长期增长稳健

收费公路主业消费属性强，长期增长稳定

车流量增长由城市发展驱动，区位优势不断增强

珠三角地区是中国经济活力最强的区域之一，深圳市更是中国南方沿海的经济中心。**2010~2016 年间，广东省 GDP 复合增速 8.3%，快于全国的 7.7%，私人汽车保有量仅次于山东列全国各省市第二，深圳市私人汽车保有量列全国第三，仅次于北京、成都。**公司路产多数位于广东省、尤其集中于深圳地区，并在湖北、湖南、江苏持有几个项目的权益。包括：

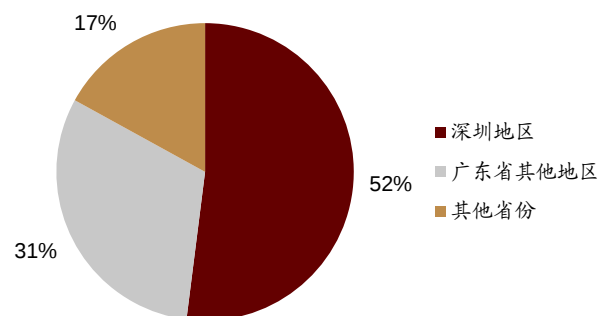
- **深圳地区：**梅观高速，机荷高速（东段和西段），水官高速（及其延长线），盐排高速、盐坝高速、南光高速（目前这三条路已实施免费通行，深圳政府向公司就免除的路费给予补偿，下文的公司总权益通行费收入口径均未计入这三个项目的收入）。深圳地区路产的通行费收入占公司总权益通行费收入的 52%。
- **广东省其他地区：**清连高速，阳茂高速，广梧项目，江中项目，广州西二环，其中清连高速是并表项目。广东省其他地区路产的通行费收入占公司总权益通行费收入的 31%。
- **其他省份：**益常高速（位于湖南，100%持股），武黄高速（位于湖北，100%持股），长沙环路（位于长沙市，持股 51%并表），南京三桥（位于南京市）。其他省份路产的通行费收入占公司总权益通行费收入的 17%。

图表 1：深高速路产项目

收费公路	权益占比	位置	收费公路	权益占比	位置
梅观高速	100%	深圳	清连高速	76%	广东
机荷东段	100%		阳茂高速	25%	
机荷西段	100%		广梧项目	30%	
水官高速	50%		江中项目	25%	
水官延长段	40%		广州西二环	25%	
可能被收回的项目			武黄高速	100%	湖北
盐坝高速	100%	深圳	益常高速	100%	湖南
盐排高速	100%		长沙环路	51%	
南光高速	100%		南京三桥	25%	江苏

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 2：深高速通行费收入结构



资料来源：公司资料，中金公司研究部

具有城市道路属性的高速公路：与多数收费公路公司的路段是城市间高速公路不同，深高速的大量路产位于深圳市区内。随着深圳市区范围的扩大，宝安、南山、龙岗等新城区在城市发展中地位逐渐提高，这也带来了深高速路产区位条件的提升。

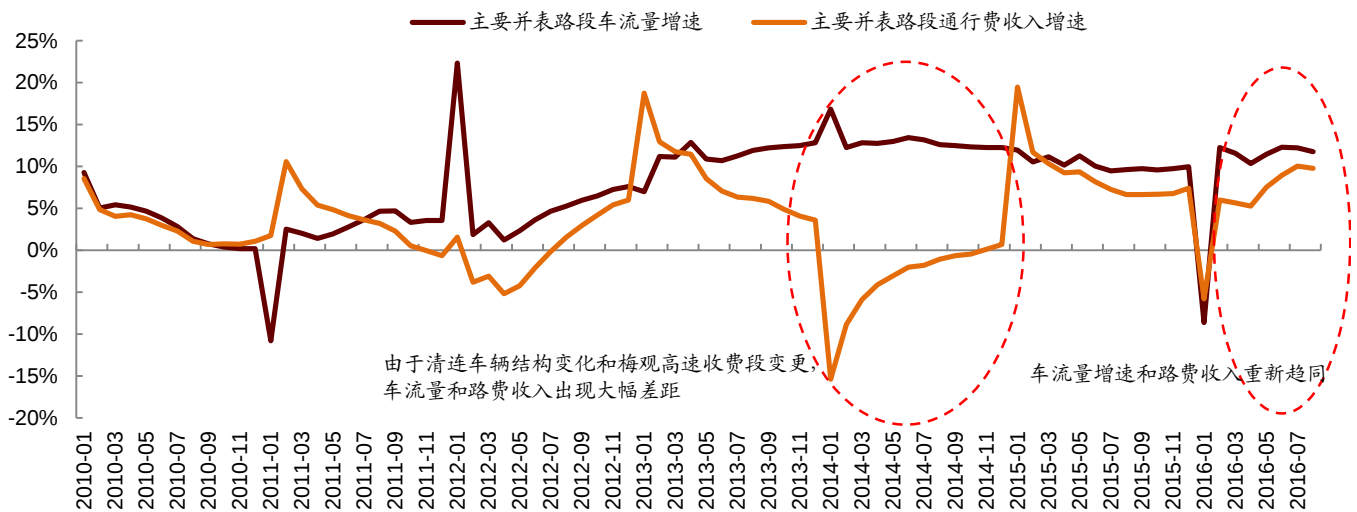
以机荷高速为例，机荷高速西连深圳机场，东连龙岗区，虽然位置偏北，远离市中心福田区，但随着宝安区和龙岗区的迅速发展，机荷高速已不仅仅是前往机场的专门高速路，目前机荷高速上车辆的平均行驶距离较 2010 年已缩短了 37%，成为了深圳市东西走向的重要日常通道。随着深圳城市圈的继续扩大，深圳地区路产的区位优势将持续加强。此外，公司的广州西二环、长沙环路、南京三桥三个项目也位于广州、长沙和南京市内。

因此，虽然广东省和深圳市的私人汽车保有量增速近几年逐年降低，广东省的增速从 2010 年的 21.7% 下滑至 2016 年的 14.9%，深圳市的增速则是从 2010 年的 21.3% 下滑至 2016 年的 8.9%。深高速的车流量增速仍能保持 10% 以上的增长（2014~2016 年分别为 12.8%/12.3%/10%）。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 3：主要并表路段车流量及通行费收入增速



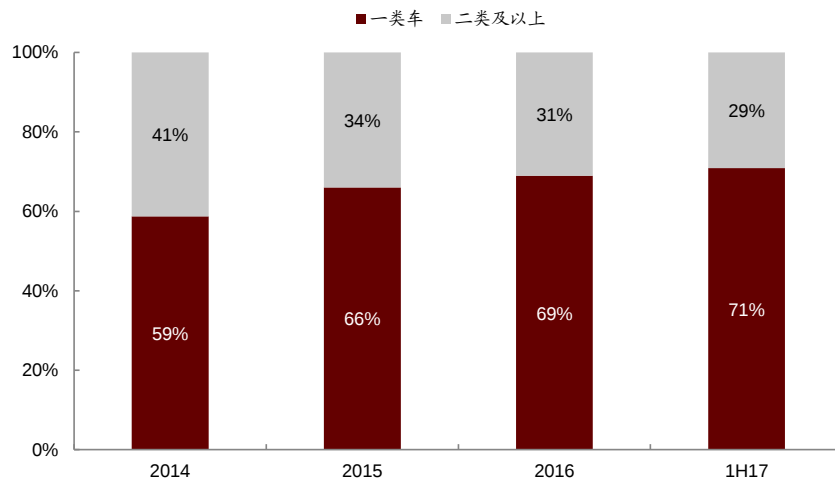
资料来源：万得资讯，公司资料，中金公司研究部

客车占比高，通行费收入增速与车流量将逐步趋同

1H17 公司主要并表路段通行费收入同比增长 9%，略低于车流量同比增速 12.3%。自 2013 年以来，除 1~2 月外（经常有春节错期影响），深高速主要并表路段通行费收入各月累计同比增速一直慢于车流量增速，但我们认为随着车型结构的企稳，未来通行费收入将更加接近车流量增速。

- **2015 年通行费收入增速大幅低于车流量（见图 3），主要是由于：**1）清连高速受到广乐高速和二广高速广东连州至怀集段新通车分流影响货车流量大幅下滑（2015 年清连高速二类及以上车辆占比较 2014 年同期的 34% 同比下滑 7.3ppt），导致收入路费增速和车流量增速的差距明显扩大；2）梅观高速部分路段 2014 年 4 月起免费通行，对 2015 年的路费收入增速造成基数影响。**如果除去清连高速和梅观高速的影响，2013 年以来深高速主要并表路段路费收入仅略低于车流量增速。**
- 随着分流边际影响的减弱，清连高速车型结构已重新企稳，从 1H17 的车流量占比结构看，清连高速二类及以上车辆占比已稳定在 71%，与去年同期同比持平。而梅观高速基数效应消除后，路费收入增速也已重新与车流量增速趋同。

图表 4：清连高速车流量结构已逐步企稳



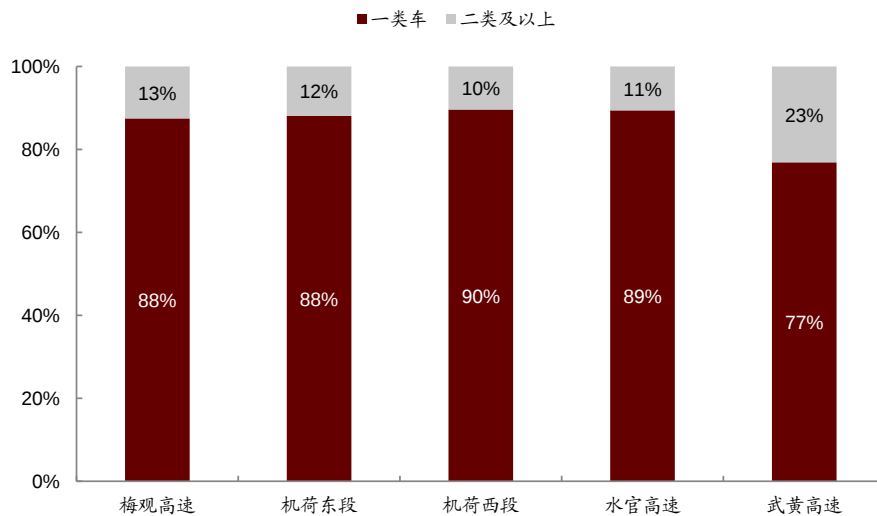
资料来源：公司资料，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



- **其他主要项目小客车流量占比高:** 梅观高速、机荷东段、机荷西段、水官高速车流量结构中小客车(一类车)占比均接近 90%, 武黄高速小客车占比也高达 75%以上, 车型结构稳定。

图表 5: 其他主要项目小客车占比高



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

- **1~8 月通行费收入增速已与车流量增速趋同:** 不计入益常高速, 1~8 月公司并表路段通行费收入增长 9.8%, 车流量增速 11.8%, 绝对差值 2%, 相比较之下, 1~6 月二者差值为 3.3%, 1~3 月二者差值为 5.9%, 已呈现明显的减小趋势(参见图 3)。

投资益常高速、增持武黄高速增厚 2H17 公路业务盈利

深高速上半年完成交易收购益常高速 100% 权益, 益常高速全程 73 公里, 为双向四车道, 连接湖南省益阳和常德, 为湖南省内主干道, 且是二广高速的联络线。下半年起益常高速将完全并表, 扣除用于投资该项目有息债务的资金成本后预计贡献 2017 年净利润 3,000 万元 (不考虑资金成本贡献净利润 7,300 万元)。

此外, 公司去年末增持武黄高速权益至 100%, 全年预计增厚盈利 4900 万元。

下半年我们预计各路段车流量内生增长将保持在 10~15%, 路费收入内生增速则略低于车流量, 保持在约 10%。进一步考虑益常高速下半年 6 个月并表 (上半年半个月) 和武黄高速的增持的贡献, 预计全年并表路段路费收入和净利润增速分别为 15%/23%。

环保产业投资贡献稳定回报

德润环境预计增厚全年盈利 1.2 亿元

2017 年 5 月深高速完成对德润环境 20% 股权的收购。德润环境成立于 2014 年 10 月, 主要资产分别为重庆水务集团 50% 股权 (主业为供水、污水处理及工程施工) 及三峰环境 57% 股权 (主业为垃圾焚烧发电项目投资、建设和运营, 以 30% 市占率居全国第一)。2016 年德润环境收入 71.6 亿元, 经常性净利润达到约 10 亿元。根据公司指引, 2017/18 年德润预计贡献盈利 1.2/2.2 亿元, 1H17 德润环境已贡献投资收益 1800 万元, 预计 2H17 贡献投资收益 1 亿元, 未来将持续贡献稳定回报。



水规院为平台，稳步推进大环保转型

2017 年 4 月 6 日公司公告拟增资深圳水规院，2017 年 7 月 13 日，公司与其签署了《企业增资扩股协议》，确定以人民币 6,189 万元增资，交易完成后持股 15%。水规院 2015 年净资产 1.38 亿元，净利润 2,072 万元。是中国最早开展水务一体化综合性勘测设计机构，业务范围包括涉水规划咨询、工程勘测、工程设计等，拥有水利行业、市政给排水、工程勘察综合等 7 项甲级资质，整体技术实力国内一流。

虽然增资水规院现阶段对公司盈利影响较小，但是为公司逐步转型环保行业提供了专业技术资源，公司已向水规院派驻一名董事，将进一步帮助积累环保行业管理经验及专业人才。

长期看，环保业务的投资和运营已经得到国资委和公司大股东在行业经营范围内的正式批复，未来将基于德润和水规院的平台继续尝试切入新环保产业领域。公司新设立产业基金的投向也将覆盖包括水环保行业、固废处理行业、废气处理等新兴环保行业及为环保行业提供设备及技术支持的子行业，且项目投资回报率要求不低于 8%。



2019~2020 梅林关和外环项目逐步兑现价值

梅林关项目每股价值 1.15 元，2019 年起贡献盈利

梅林关项目公司（联合置地公司）由公司与控股股东深圳国际共同出资成立，持股比例分别为 49%和 51%，项目根据城市规划对梅林关收费站西侧地块和华通源物流中心地块中 9.6 万平方米的开发建设用地按城市更新政策进行综合开发，综合容积率为 5.1，规划总建筑面积 48.6 万平方米。目前拆迁工作已基本结束，公司将与第三方房地产商共同开发，预计项目将于 2017 年年底开工，2018 年进行预售，2019 年完成部分楼房交付并确认收入，整个项目分 3-5 期滚动开发。

图表 6: 梅林关城市更新地块示意图



资料来源：百度地图，公司资料，中金公司研究部

梅林关项目总价值 **25 亿元**（每股 **1.15 元**），主要由三部分组成：

- ▶ **土地增值：**梅林关项目公司土地获取总成本 50~52 亿元，平均每平方米建筑面积土地成本 1.1 万元。目前梅林关附近区域土地招拍挂价格平均 2.5 万元/平方米建筑面积。则扣除土地增值税和所得税后，48.6 万平方米土地增值 31 亿元，归属于深高速土地增值价值 15 亿元。土地价值可能通过出售项目公司权益快速实现这部分价值。
- ▶ **住宅开发价值：**假设项目规划面积中 50%的 24.3 万平方米建筑面积将作为住宅开发，根据梅林关地区的楼面售价实际情况，我们保守假设项目平均售价为 5.7 万元/平方米，扣除土地成本（2.5 万元/平方米）、建筑成本（9,000 元/平方米）及增值税，税后净利润约为 25 亿元，折现后 NAV 为 21.5 亿元。假设梅林关项目公司和合作地产商按 50%:50%共享项目开发收益，则归属于深高速的地产开发价值为 5.3 亿元。
- ▶ **办公开发价值：**项目中另外 24.3 万平方米建筑面积将作为商业用地，我们按办公楼进行测算，并假设全部用于出租，目前深圳市写字楼平均租金约为每月 208 元/平方米。根据 DCF 测算，办公楼开发 NAV 为 19 亿元，仍假设梅林关项目公司和合作地产商按 50%:50%共享项目开发收益，归属于深高速的地产开发价值为 4.7 亿元。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



图表 7: 梅林关项目土地增值

百万元	土地增值
开发土地面积 (万平方米)	9.6
建筑面积 (万平方米)	48.6
容积率	5.1
土地市价 (元/平方米)	25,000
土地成本 (元/平方米)	10,700
毛利润 (百万元)	6,950
土地增值税 (百万元)	2,780
税后净利润 (百万元)	3,127
股权比例	49%
归属于深高速的增值价值 (百万元)	1,532
每股价值 (元/股)	0.70

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 8: 梅林关项目住宅开发价值

百万元	梅林关项目
总收入	13,851
住宅面积 (万平方米)	24.3
单位售价 (元/平方米)	57,000
土地及建安成本	-8,262
土地成本 (元/平方米)	25,000
建筑成本 (元/平方米)	9,000
土地增值税	-2,236
税前盈利	3,353
税后盈利	2,515
折现后价值 (假设三年折现时间)	2,148
股权比例	25%
归属于深高速的价值 (百万元)	526
每股价值 (元/股)	0.24

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



图表 9：梅林关项目办公部分价值测算

百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
面积	-	-	6.1	12.2	18.2	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3
收入	-	-	76	201	379	548	579	604	616	628	641
出租率	-	-	50%	65%	80%	85%	88%	90%	90%	90%	90%
租金	-	-	208	213	217	221	226	230	235	239	244
(+/-%)	-	-		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
付现成本	-	-	(11)	(30)	(57)	(82)	(87)	(91)	(92)	(94)	(96)
所得税	-	-	(16)	(43)	(81)	(116)	(123)	(128)	(131)	(134)	(136)
资本开支	(2,066)	(2,066)	(2,066)	(2,066)	-	-	-	-	-	-	-
自由现金流	(2,066)	(2,066)	(2,017)	(1,937)	242	349	369	385	393	401	409
折现率	1.0	1.1	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8
预测期合计现值	(5,418)										
终值	5,254										
净现金	2,066										
合计	1,902										
归属于深高速的价值	466										
每股价值（元/股）	0.21										

折现假设			
无风险利率	3.3%	目标负债率	50.0%
风险溢价	6.0%	税前债务成本	4.4%
Beta	1.0	税率	25.0%
股权成本	9.3%	税后债务成本	3.3%
WACC			6.3%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

梅林关项目 2019/2020 年预计贡献 10%/14%盈利增速

假设梅林关项目分四年开发，预计 2019 至 2022 年，年贡献盈利分别为 1.8 亿元/2.6 亿元/3.7 亿元/4.8 亿元，相当于 2018 年深高速盈利预测的 10%/14%/20%/26%。由于公司维持 40%~50%分红比例的分红政策，盈利增厚也将同等提高公司的分红收益率。

图表 10：梅林关项目各年盈利贡献测算

百万元	2019E	2020E	2021E	2022E
结算进度(万平方米)	12.2	12.2	12.2	12.2
土地价值实现	383	383	383	383
住宅部分盈利	132	132	132	132
商业部分盈利	48	128	242	349
盈利贡献	180	260	373	481
分红贡献	72	104	149	192
EPS 贡献（元）	0.08	0.12	0.17	0.22
DPS 贡献(元)	0.03	0.05	0.07	0.09

资料来源：公司资料，中金公司研究部

外环高速每股价值 2.08 元，长期盈利前景好

深高速 2016 年公告以不超过 65 亿元投资外环高速 A 段并获得 100%的特许经营权（至 2044 年）。深圳外环高速公路呈东西走向，总体位于深圳市北部部分位于东莞市，外环 A 段起于深圳市宝安区，至坪山新区，总长约 60 公里，为双向 6 车道，总建设成本 206 亿元。根据方案，公司将与特建发公司合作代建，剩余 141 亿元的建设成本由特建发承担，预计将于 2019 年底竣工，2020 年实现通车。



图表 11：外环高速路线图



资料来源：公司资料，中金公司研究部

根据公司公告指引的外环高速车流量,2020年车流量可达3.5万辆/日,收入达4.4亿元,息税前利润2.2亿元,预计2021年形成盈利,成熟期车流量可达12万辆/日,年净利润7亿元。项目加权资本成本假设为3.4%(外环项目投资主要来自于25年期银团贷款),按照我们测算,外环高速项目NAV约为45亿元,对应每股价值2.08元。

图表 12：外环高速 DCF 估值

折现假设		百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2025	2031	2036	2041	2043	2044
无风险利率	3.6%	车流量 (万辆/日)	-	-	-	34,900	40,048	64,679	94,752	111,792	119,440	121,211	122,109
风险溢价	5.2%	(+/-%)	-	-	-	-	15%	8%	5%	3%	1%	1%	1%
Beta	1.00	收入	-	-	-	436	499	803	1,165	1,371	1,461	1,481	1,492
股权成本	8.8%	(+/-%)	-	-	-	-	15%	8%	5%	3%	1%	1%	1%
税前债务成本	4.4%	成本	-	-	-	215	234	333	441	514	545	552	556
税率	25.0%	(+/-%)	-	-	-	-	9%	7%	-44%	-48%	1%	1%	1%
税后债务成本	3.3%	财务费用	143	281	269	258	247	201	132	75	17	-	-
目标负债率	98.5%	净利润	(143)	(281)	(269)	(37)	14	202	444	587	674	697	702
加权资本成本	3.4%	(+/-%)	-	-	-	-	-138%	23%	228%	213%	2%	1%	1%
		EBIT	-	-	-	221	265	470	724	857	916	929	936
		(+/-%)	-	-	-	-	20%	9%	124%	155%	1%	1%	1%
		所得税	-	-	-	(55)	(66)	(118)	(181)	(214)	(229)	(232)	(234)
		摊销	-	-	-	132	146	211	270	315	335	340	342
主要结论		资本开支	(831)	(1,649)	(1,944)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)
现值	5,553	自由现金流	(831)	(1,649)	(1,944)	253	300	519	769	914	977	992	999
净现金	4,547	折现率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.3	1.6	1.9	2.2	2.4	2.5
股东权益价值	4,547	现值	(831)	(1,594)	(1,818)	229	262	397	482	485	439	417	406
每股价值	2.08	现值	5,553										

资料来源：公司资料，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



多重催化剂在前，潜在风险有限

分红增厚、长效激励、政策面利好，三重催化剂在前

梅林关土地价值实现可能快于预期

根据大股东深圳国际半年报中披露，董事会曾通过决议出售梅林关项目不低于 50% 权益给合作开发的房地产商，根据我们测算一次性利润贡献约为 7.7 亿元，按公司 40% 的分红政策将贡献每股分红 0.14 元。项目股权出售时点尚有不不确定性，若公司 2017/18 年完成出售，则将分别提高 A 股股息率至 4.5%/5%，提高 H 股股息率至 6.7%/7.4%。

图表 13: 梅林关项目出售一次性收益测算

	梅林关项目
土地面积 (万平方米)	4.8
建筑面积 (万平方米)	24.3
土地售价 (元/平方米)	25,000
土地成本 (元/平方米)	10,700
毛利润 (百万元)	3,475
土地增值税 (百万元)	1,390
税后净利润 (百万元)	1564
股权比例	49%
归属于公司的出售获益 (百万元)	766
每股价值 (元)	0.35

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

年内有望推出长效激励机制

长效激励一直是公司战略的重要目标，2016 年 1 月公司曾推出股权激励计划，拟向 75 名中高层管理人员以每股 5.35 元增发 A 股股票，但由于 H 股投票建议机构对计划认知存在误差给出反对建议，导致两次股东大会 H 股股东赞成票均未超过三分之二而未通过（A 股股东会 99.59% 赞成票通过）。

其后公司已提出新的长效激励方案，并积极推动审批落实进程，年内有望推出新的激励计划。据我们了解，新的长效激励机制仍将侧重于与业绩挂钩的激励制度，虽然形式上不限于股权，但同样将考核业绩，有助于提升公司管理经营效率，形成长期利好。

收费公路管理条例利好大于利空

2015 年 7 月 21 日交通运输部召开新闻发布会，向社会公布《收费公路管理条例》修订稿，年内有望出台。我们认为这次修订稿在调整收费期限态度更加明确：1）政府收费高速公路偿债期拟按实际偿清债务所需时间确定（不再确定具体收费期限）；2）特许经营高速公路经营期限按照收回投资并有合理回报的原则确定；3）偿债期、经营期结束后实行养护管理收费。总体来看，新的管理条例将保证收费公路的合理回报，提供利好。



下行风险有限

三高速收回对公司业绩影响不会超预期

盐排、盐坝、南光高速具体收回方案尚未确定，采取完全收回给予现金补偿或维持现状（对市民免费通行，由政府和公司结算通行费收入）均有可能，我们目前的盈利预测是基于 2019 年后政府完全收回给予现金补偿，三条路不再贡献任何盈利的方案，是两种方案中盈利较低的一种，因此未来无论最终采取哪种方案，盈利都不会低于我们预期。

广东省货车通行收费优惠政策对公司影响有限

2017 年 6 月 24 日，广东省政府发布《广东省降低制造业企业成本支持实体经济发展的若干政策措施》，从 2017 年 7 月 1 日开始，在保持现行费率及计费规则不变的前提下，省交通集团有限公司和省南粤交通投资建设有限公司全资和控股的 43 条路段，对使用粤通卡的合法装载货运车辆试行通行费 8.5 折优惠。目前深高速的项目没有纳入实施该优惠政策的范围。

即使未来通行费优惠范围扩大，我们认为对深高速的负面影响有限，因为：1）深高速货车流量占比低；2）货车享受通行费优惠需满足几条条件（如使用国标粤通卡支付，未被列入广东高速公路偷逃费黑名单，按全计重收费等），并非所有货车收费都受影响；3）广东省对实施该政策已向经营企业征集意见，公司反馈了如分时段优惠，政府合理补偿等诉求，未来即使收费优惠实施范围扩大，也很可能不会“一刀切”。



盈利增速快而稳定，H 股估值更具吸引力

盈利预测和关键假设

我们预计 2017/18 年盈利增长 36%/16%，其中：

- **收费公路** 2017/18 年收入分别为 42.2/46.4 亿元，同比增长 15%/10%，毛利为 21.3/23.4 亿元，同比增长 18%/9%，毛利率为 50.7%/50.5%，盈利增长来自主要路段的内生增长、投资益常高速和增持武黄高速。
- **德润环境** 2017/2018 年预计分别贡献 1.2/2.2 亿元投资收益。
- **委托管理服务** 2017/18 年收入分别为 1.2/1.2 亿元，同比持平，毛利为 2800 万元/2800 万元，毛利率为 23.7%/23.7%；**广告及其他** 2017/18 年收入分别为 1.4/1.4 亿元，毛利为 0.6/0.6 亿元，毛利率为 16%/16%。

图表 14：分业务盈利预测

(人民币百万元)		收入					成本				
	2016	2017E	YoY	2018E	YoY	2016	2017E	YoY	2018E	YoY	
收费公路	3,680	4,221	15%	4,637	10%	1,863	2,079	12%	2,297	10%	
委托管理服务	121	120	-1%	120	0%	93	92	-1%	92	0%	
广告及其他	143	143	0%	143	0%	86	86	0%	86	0%	
房地产	254	300	18%	350	17%	213	252	18%	294	17%	
合计	4,532	4,784	6%	5,250	10%	2,533	2,509	-1%	2,768	10%	

(人民币百万元)		毛利					毛利率				
	2016	2017E	YoY	2018E	YoY	2016	2017E	YoY	2018E	YoY	
收费公路	1,817	2,141	18%	2,340	9%	49.4%	50.7%	1.4ppt	50.5%	-0.3ppt	
委托管理服务	29	28	-1%	28	0%	23.7%	23.7%	0ppt	23.7%	0ppt	
广告及其他	57	57	0%	57	0%	39.9%	39.9%	0ppt	39.9%	0ppt	
房地产	41	48	18%	56	17%	16.0%	16.0%	0ppt	16.0%	0ppt	
合计	1,999	2,275	14%	2,482	9%	44.1%	47.6%	3.4ppt	47.3%	-0.3ppt	

资料来源：公司资料，中金公司研究部



图表 15：分路段盈利预测

(人民币百万元)										
	收入					成本				
	2016	2017E	YoY	2018E	YoY	2016	2017E	YoY	2018E	YoY
清连高速	672	724	8%	788	9%	392	398	2%	434	9%
机荷东段	647	703	9%	738	5%	300	295	-2%	310	5%
机荷西段	601	666	11%	699	5%	111	123	11%	140	14%
武黄高速	344	360	5%	378	5%	199	223	12%	234	5%
南光高速	329	360	9%	378	5%	170	186	9%	195	5%
盐排高速	174	199	14%	211	6%	85	86	1%	91	6%
盐坝高速	180	199	10%	169	-15%	118	131	11%	113	-14%
梅观高速	114	122	7%	128	5%	70	75	7%	79	5%
水官高速	620	680	10%	720	6%	418	459	10%	490	7%
益常高速	-	208		426	105%	-	103		211	105%

(人民币百万元)										
	毛利					毛利率				
	2016E	2017E	YoY	2018E	YoY	2016	2017E	YoY	2018E	YoY
清连高速	280	326	16%	355	9%	41.7%	45.0%	3ppt	45.0%	0ppt
机荷东段	347	408	18%	428	5%	53.6%	58.0%	4ppt	58.0%	0ppt
机荷西段	490	543	11%	559	3%	81.5%	81.5%	0ppt	80.0%	-1ppt
武黄高速	144	137	-5%	144	5%	42.0%	38.0%	-4ppt	38.0%	0ppt
南光高速	159	174	9%	183	5%	48.4%	48.4%	0ppt	48.4%	0ppt
盐排高速	90	114	26%	120	6%	51.5%	57.0%	6ppt	57.0%	0ppt
盐坝高速	61	68	10%	56	-17%	34.2%	34.0%	0ppt	33.0%	-1ppt
梅观高速	44	47	7%	49	5%	38.5%	38.5%	0ppt	38.5%	0ppt
水官高速	201	221	10%	231	4%	32.5%	32.5%	0ppt	32.0%	0ppt
益常高速	-	105		215	105%		50.5%	51ppt	50.5%	0ppt

资料来源：公司资料，中金公司研究部

估值与建议

我们采取 SOTP 为公司估值，其中高速公路和德润的投资采用 DCF 估值，关键假设包括：1) A/H 股 WACC 分别为 7.5%/7.2%；2) 2017/18 年资本支出分别为 15 亿元/2 亿元；3) 2019 年开始南光、盐排和盐坝被政府收回后不再产生现金流。DCF 估值结果为 7.42 元/股 (A 股)，8.73 港元/股 (H 股)。

图表 16：现有路产 DCF 估值

(人民币百万元)	2017E	2018E	2019E	2020E	2025E	2030E	2034E
现有路产价值 (假设政府从 2019 年开始收回南光、盐排和盐坝高速)							
息税前利润	2,584	2,795	4,208	2,287	2,542	1,290	945
所得税	-665	-720	-1,083	-589	-655	-332	-243
折旧与摊销	1,397	1,484	1,552	1,615	1,428	476	521
运营资本变化	-92	158	-327	79	13	36	0
资本支出	-1,470	-200	-200	-200	-200	-200	-200
自由现金流	1,753	3,517	4,148	3,192	3,129	1,269	1,022
折现率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.8	2.6	3.4
现值	1,753	3,272	3,591	2,571	1,756	496	300
现值总额	25,883						
净负债	-7,564						
少数股东权益	-2,135						
股权价值	16,183						
A 股每股价值 (元/股)	7.42						
H 股每股价值 (港元/股)	8.73						

资料来源：公司资料，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



梅林关项目及外环高速项目尚未贡献盈利, 均采用 NAV 法估值, 分别对应 1.15 元/股和 2.08 元/股 (详见前文图 7、图 8、图 9 及图 12)。德润环境投资不同于公路资产, 存在永续增长期, 采用 NAV 法估值, 对应 1.26 元/股。

图表 16: 德润环境 NAV 估值

(人民币百万元)	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	...	2035E
德润环境							
投资收益	120	220	238	257	269		440
资本开支	-4,415						
预测期价值	3,045						
永续期价值	2,753						
永续增长率	3%			WACC			7.5%
每股价值 (元/股)	1.26						

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

考虑 A/H 股市场不同的估值风格, 我们 A 股目标价为 11.91 元 (高速公路 DCF 估值+德润环境 NAV+梅林关 NAV+外环项目 NAV), 与之前目标价持平。H 股目标价为 10.18 港元 (高速公路 DCF 估值和德润环境 NAV 估值), 较之前目标价上调 11.6%。

目前 A/H 对应 2017/18 年盈利预测 13.2/11.4 倍市盈率, 9.1/7.8 倍市盈率 (我们的盈利预测未计入梅林关项目及外环高速项目的收益), 重申对 A/H 股的推荐评级, 其中 H 股 2018 年股息率达到 5.2%, 更具吸引力。

此外, 如果公司 2018 年出售 50%梅林关权益获得一次性收益, 将分别提高 2018 年 A/H 股股息率至 5%/7.4%。

图表 17: 可比公司估值表

公司	股票代码	币种	股价	P/E (X)				P/B (X)				ROE (%)				分红收益率 (%)				CAGR	PEG
				2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E	2015	2016	2017E	2018E		
A股高速公路上市公司																					
深高速*	600548.SH	RMB	9.64	13.5	18.0	13.2	11.4	1.7	1.7	1.5	1.4	12.8	9.3	12.1	13.1	3.5	2.3	3.1	3.6	1%	11.2
皖通高速	600012.SH	RMB	13.12	23.2	23.3	21.2	19.1	2.7	2.5	2.3	2.2	11.6	10.8	11.0	11.4	1.8	1.8	1.9	2.1	5%	4.5
宁沪高速*	600377.SH	RMB	9.81	19.7	14.8	13.2	12.2	2.4	2.2	2.1	1.9	12.1	15.7	16.2	16.3	4.1	4.3	5.3	5.7	22%	0.6
四川成渝	601107.SH	RMB	4.60	14.1	13.5	19.2	16.4	1.1	1.1	1.0	1.0	8.2	8.1	5.4	6.1	1.7	2.4	1.7	2.0	-14%	n.m.
楚天高速	600035.SH	RMB	5.82	19.4	21.6	17.4	14.7	2.1	2.0	1.9	1.6	11	9.3	11.1	11.8	1.5	1.7	n.a.	n.a.	6%	3.1
五洲交通	600368.SH	RMB	6.07	-52.8	22.8	n.a.	n.a.	1.8	1.7	n.a.	n.a.	-3.3	7.6	n.a.	n.a.	0.0	1.3	n.a.	n.a.	n.m.	n.m.
山东高速*	600350.SH	RMB	6.07	10.8	9.5	9.0	8.8	1.3	1.2	1.1	1.0	12.2	12.9	12.4	11.5	2.9	3.2	3.6	3.6	10%	0.9
赣粤高速	600269.SH	RMB	5.32	17.7	12.1	13.6	13.3	1.0	0.9	0.9	0.9	5.6	7.6	6.5	6.6	2.8	2.8	2.9	3.0	14%	1.0
现代投资	000900.SZ	RMB	6.05	16.2	11.2	9.8	7.6	1.3	1.2	n.a.	n.a.	8.4	11.2	n.a.	n.a.	0.4	0.6	n.a.	n.a.	29%	0.3
粤高速	000429.SZ	RMB	8.57	23.2	16.5	12.1	12.9	1.8	2.2	2.1	2.0	8.6	12.1	17.6	15.7	1.8	3.9	5.7	5.2	39%	0.3
福建高速	600033.SH	RMB	3.86	19.2	15.8	14.3	14.3	1.3	1.3	n.a.	n.a.	7.0	8.2	8.8	n.a.	2.6	3.9	2.3	0.3	16%	0.9
东莞控股	000828.SZ	RMB	12.70	16.2	15.9	14.9	13.2	2.9	2.6	2.3	2.1	19.0	17.1	16.6	16.8	2.4	2.4	2.6	3.0	4%	3.5
中原高速	600020.SH	RMB	5.32	10.5	25.5	n.a.	n.a.	1.4	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	3.0	1.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				15.4	17.8	13.9	12.7	1.8	1.7	1.6	1.5	9.7	11.0	11.8	12.1	2.1	2.4	3.3	3.2	5%	2.6
中值				17.0	16.2	13.4	13.1	1.7	1.7	1.7	1.5	11.2	10.8	12.1	11.7	2.1	2.3	3.0	3.3	12%	1.1
H股高速公路上市公司																					
深高速*	548.HK	HKD	7.64	9.0	12.8	9.1	7.8	1.1	1.2	1.1	1.0	12.8	9.3	12.1	13.1	5.3	3.2	4.5	5.2	0%	n.m.
皖通高速*	995.HK	HKD	5.99	8.8	9.5	8.4	7.5	1.0	1.0	0.9	0.9	11.9	11.1	11.4	11.8	4.6	4.3	4.8	5.4	2%	3.9
宁沪高速*	177.HK	HKD	12.42	20.9	16.7	14.6	13.4	2.6	2.5	2.2	2.0	12.1	15.7	16.2	16.3	3.8	3.8	4.8	5.2	20%	0.7
四川成渝	107.HK	HKD	3.16	8.1	8.3	11.8	10.1	0.7	0.7	0.6	0.6	6.8	7.2	4.9	5.5	2.1	3.1	2.2	2.5	-17%	n.m.
越秀交通	1052.HK	HKD	5.88	15.4	9.6	9.7	9.2	1.0	1.0	1.0	0.9	5.2	9.3	8.8	9.0	3.3	4.4	4.7	5.2	26%	0.4
浙江沪杭甬*	576.HK	HKD	10.18	12.3	13.0	12.2	11.3	2.2	2.2	1.9	1.8	14.8	15.5	15.0	14.7	3.8	3.7	4.3	4.6	1%	24.2
会和公司	737.HK	HKD	4.89	24.1	26.4	22.4	22.4	1.7	1.9	2.0	2.5	6.0	6.6	8.9	10.1	2.9	3.0	3.3	3.2	4%	6.2
平均值				14.1	13.8	12.6	11.7	1.5	1.5	1.4	1.3	10.4	11.2	12.1	12.5	3.7	3.7	4.1	4.5	6%	2.2
中值				12.3	12.8	11.8	10.1	1.1	1.2	1.1	1.0	12.0	10.2	11.8	12.4	3.8	3.7	4.5	5.2	2%	5.2
国际高速公路上市公司																					
SIAS SpA	SIS IM	EUR	13.39	20.1	21.5	16.4	14.2	1.7	1.6	1.5	1.4	8.8	7.7	9.4	10.1	1.0	1.3	2.6	2.9	11%	1.5
Aberis Infraestructuras, S.A	ABE SM	EUR	17.27	-20.3	19.7	17.7	15.3	5.2	4.8	4.1	3.8	-26.3	25.4	24.8	25.7	3.8	4.2	4.5	4.8	n.m.	n.m.
CCR	CCRO3 BZ	BRL	17.52	35.4	35.1	21.3	17.1	8.2	7.9	4.6	4.3	24.1	22.9	27.2	25.8	3.1	2.4	3.1	4.4	29%	0.7
Autostrada To-Mi	AT IM	EUR	22.00	17.3	20.0	15.0	11.4	1.2	1.2	2.0	1.9	7.1	6.1	10.0	16.8	2.0	2.0	2.2	2.6	7%	2.0
Lingkar Trans	LTK MK	MYR	5.73	21.4	17.1	12.3	12.9	5.5	4.9	4.1	n.a.	26.6	30.4	36.3	31.6	3.5	4.4	4.4	4.5	32%	0.4
平均值	Average			9.6	19.6	15.4	13.5	3.4	3.1	2.9	2.4	4.1	17.4	20.1	21.1	2.6	3.0	3.4	3.7	-21%	n.m.
中值	Median			18.7	19.9	15.7	13.5	3.5	3.2	3.0	1.9	8.0	16.6	17.4	21.3	2.8	3.1	3.5	3.7	9%	1.7

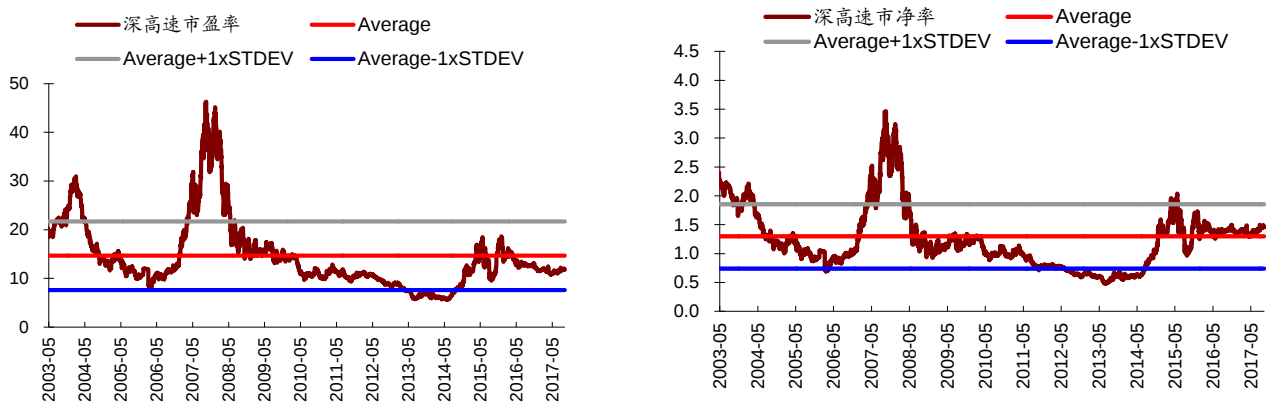
*数据为中金预测，其他均为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind

*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind

资料来源: 彭博资讯, 万得资讯, 中金公司研究部



图表 18: 历史估值表



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金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。中金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。

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

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

