

十倍 PE 的诱惑

报告要点

■ 公路收费：主要的利润来源，每年的经营现金流净额在 17 亿以上

公路收费业务贡献了总收入的 76% 和主营利润的 95%，且保持了 10 年的稳健增长，是公司最重要的来源，每年的经营现金流净额超过 17 亿。在保证业绩稳健增长的同时，也为公司开展投资业务提供了资金支持。

■ 投资业务：房地产、金融企业、新能源此起彼伏，具有极高的成长性

公司已经将投资业务上升到战略高度，一直在积极的寻找项目，领域涉及房地产、金融、新能源、高速公路等，09 年持有的信达地产、湘邮科技、国盛证券净资产已经达到 15 亿元。我们看好公司在投资领域的成长性，每一项新项目的投资都有可能成为公司股价的催化剂。

■ 业绩：09 年 1.06 元，已经保持 10 年的稳健增长

■ 估值：行业最低，市场最低

公司目前的市盈率为 11 倍，不仅低于行业的平均 18 倍，更加是远低于市场的估值 30-40 倍，是市场中估值最低的公司之一。

■ 投资建议：合理价值 18.2-21.4 元，重申“推荐”评级

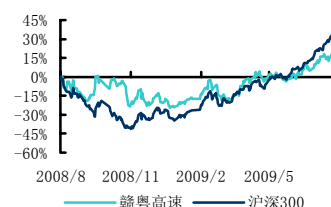
我们将公司三块业绩分开估值，合理价值在 18.2-21.4 之间，比目前股价有 70% 的上涨空间。我们重申“推荐”评级。

当前股价：11.73
工业行业评级：推荐

公司基本数据 2009.7.31

总股本(万股)	116767
流通 A 股/B 股(万股)	116767/0
资产负债率	36.64%
每股净资产(元)	6.60
市盈率(当前)	12.50
市净率(当前)	1.78
12 个月内最高/最低价	12.32/7.64

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

楚天高速	08A	09E	10E
PE	16.95	15.0	9.8
PB	2.06	1.8	1.6
EV/EBITDA	9.38	9.7	6.8

相关研究

《航空票价周报 20090727——航空票价维持高位》2009-7-27
《航空票价周报 20090720——航空票价格略有下调》2009-7-20
《航空票价周报 20090713——航空票价维持高位》2009-7-13

分析师：

吴云英

联系人：

杨志清

021-68751772

yangzq@cjsc.com.cn

主要财务指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	3086	3369	3516	3648
增长率(%)	25%	9%	4%	4%
归属母公司所有者净利润（百万元）	1096	1243	1335	1389
增长率(%)	0%	13%	7%	4%
每股收益(元)	0.94	1.06	1.14	1.19
市盈率	12.5	11.0	10.3	9.9
净资产收益率(%)	15.4%	14.9%	13.8%	12.6%
每股经营现金流(元)	1.50	1.73	1.42	2.56

正文目录

公司简介.....	4
公司背景——省交通厅控制下的优质高速公路公司	4
历史发展路径——不断扩张与成长.....	5
目前经营格局——公路收费为主的多元化经营	7
主营业务——稳定的现金来源	7
高速公路收费	7
其他业务	10
投资业务——最具成长的部分	11
信达地产	11
国盛证券	12
湘邮科技	12
新能源领域.....	12
高速公路领域	12
盈利预测与估值.....	13
盈利预测	13
估值.....	14
投资建议：重申“推荐”评级.....	15

图表目录

图 1 公司股权结构图	4
图 2 公司主要资产分布图	4
图 3 近 3 年公司项目扩张情况.....	5
图 4 公司上市以来总收入和净利润变化（亿）	5
图 5 公司上市以来总资产和净资产变化（亿）	6
图 6 公司净资产收益率与行业、市场和沪深 300 指数对比	6
图 7 公司总资产收益率与行业、市场和沪深 300 指数对比	6
图 8 主要业务对总收入的贡献比例	7
图 9 主要业务对营业利润的贡献比例	7
图 10 公司主要业务构成	7
图 11 公路收入构成	8
图 12 营业利润构成	8
图 13 昌九高速月度收入和同比增速	9
图 14 昌樟高速(含昌傅、温厚)月度收入和同比增速	9
图 15 九景高速月度收入和同比增速	9
图 16 昌泰高速月度收入和同比增速	10
图 17 银三角互通月度收入和同比增速	10
图 18 公司的经营现金基本全部用来投资	11
图 19 核电位置图	12
图 20 核电站效果图	12
图 21 拟于 2010 年开工高速公路分布图	13
表 1 近 3 年公司扩张时间表	5
表 2 公司收费高速公路状况	8
表 3 收费高速公路 08 年收入与成本	8
表 4 公司盈利预测	13
表 5 行业与市场估值比较	14
表 6 投资业务净资产测算	14
表 7 公司财务报表及指标预测	16

历史发展路径——不断扩张与成长

路产规模——持续收购与投资

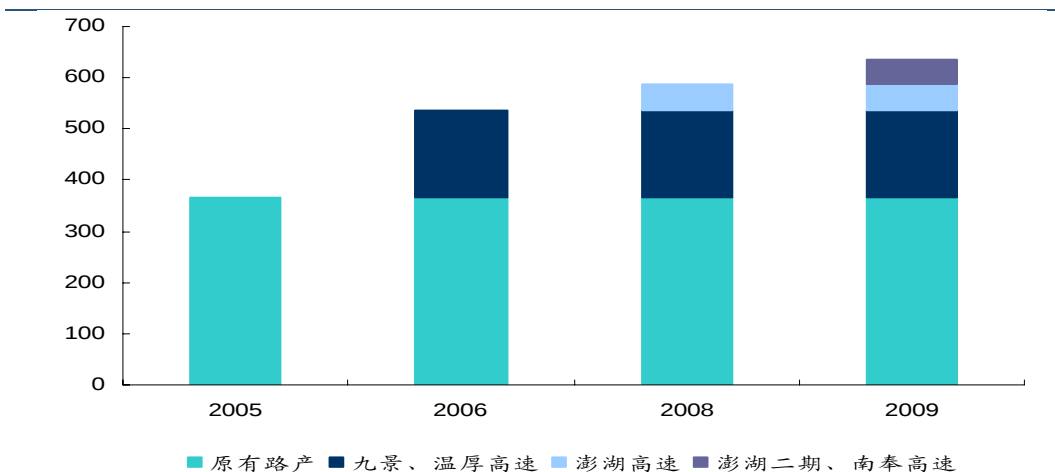
公司自上市以来，一直采取积极进取的态度，不断采取收购、新建等方式来扩大资产规模，仅仅在近3年中，权益里程就增长了60%，投资新建的两条高速竣工后，公司的权益里程将再增长8%。

表1 近3年公司扩张时间表

时间	投资项目
2006年	收购九景、温厚高速公路，权益里程增长169公里
2008年	投资新建彭湖高速公路，权益里程增长51公里
2009年	投资新建彭湖二期、南奉高速公路，权益里程增长48公里

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图3 近3年公司项目扩张情况

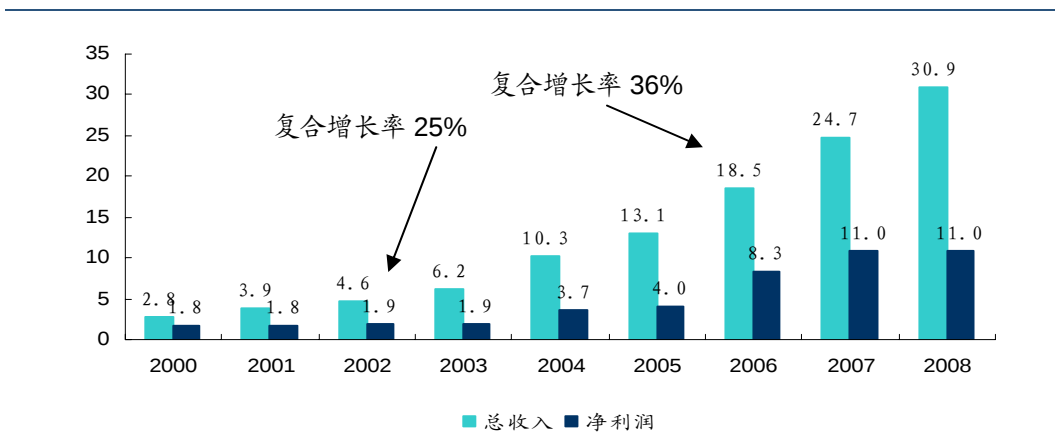


资料来源：长江证券研究部

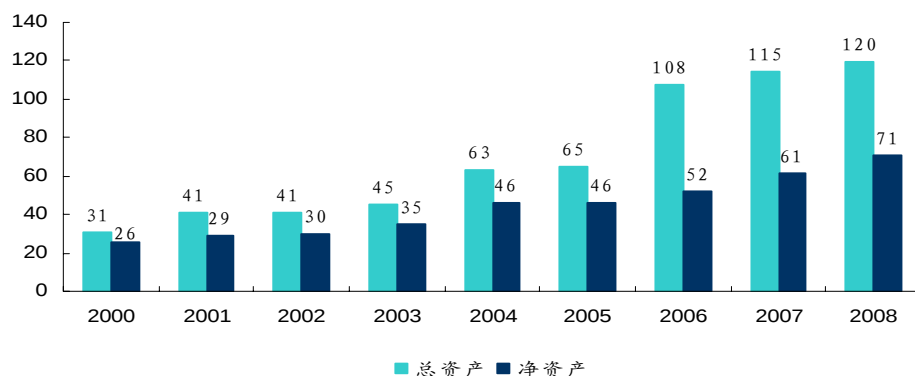
收入与资产——快速增长

公司在扩张过程中，始终坚持在现有路网基础上扩张，利于减少成本和产生协同作用，因此新项目都成为了公司良好的利润增长点。加上公司原有路产的快速增长，公司的总收入在8年内复合增长率为35%，净利润复合增长率为26%，总资产翻了4倍，净资产翻了3倍。

图4 公司上市以来总收入和净利润变化（亿）



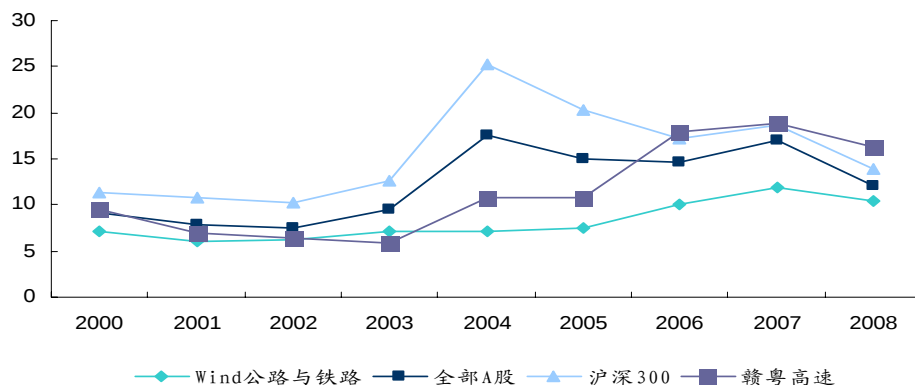
资料来源：长江证券研究部

图 5 公司上市以来总资产和净资产变化（亿）


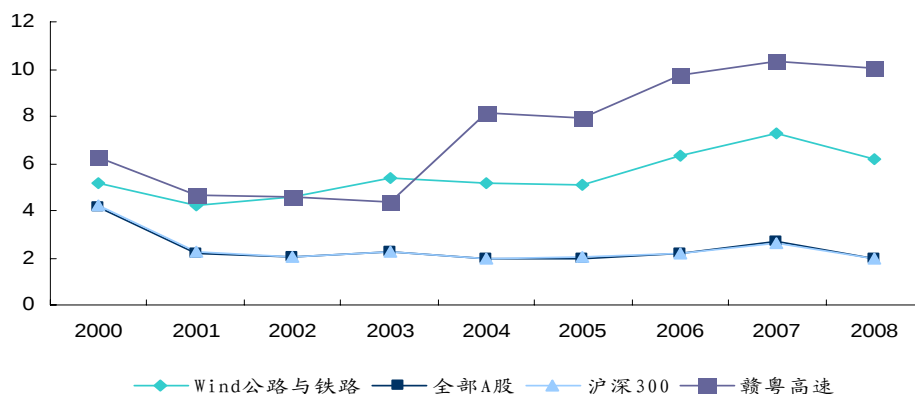
资料来源：长江证券研究部

盈利能力——远远领先市场，且还有很大提升空间

公司的盈利能力也在不断提高，2008 年净资产收益率达到 16%，总资产收益率达到 10%，不仅远远领先于行业和市场，甚至大幅领先于沪深 300 指数。净资产收益率高说明公司资产质量好，经营管理水平高；而总资产收益率高说明公司的财务杠杆偏小，经营比较谨慎，还有很大的扩张空间。因此，如果公司采取更积极的经营策略，盈利能力还有很大的提升空间。

图 6 公司净资产收益率与行业、市场和沪深 300 指数对比


资料来源：长江证券研究部

图 7 公司总资产收益率与行业、市场和沪深 300 指数对比


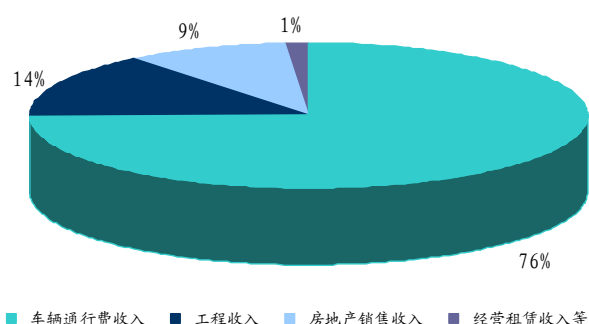
资料来源：长江证券研究部

目前经营格局——公路收费为主的多元化经营

公司的业务主要包括以下几个部分：高速公路收费、房地产开发销售、租赁、工程和投资。其中公路收费贡献了总收入的 76%，占绝大多数，工程收入和房地产收入分别占 14%和 9%。但是从营业利润来看，基本都是由公路收费所贡献，占比达到 95%，工程、房地产和租赁分别占 3%、1%和 1%。

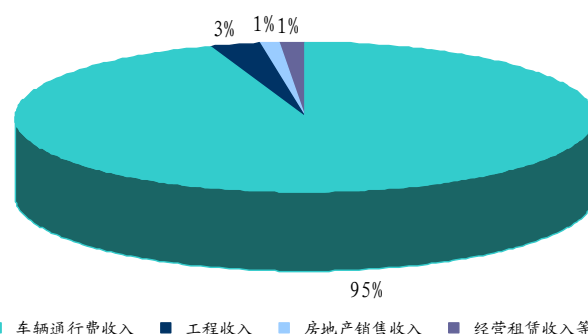
投资业务也是公司非常重要的组成部分。公路收费业务给公司带来了充足的现金流，公司以此为依托，在实体经济和资本市场投资了多个项目，目前持有湘邮科技和信达地产的股票，并参股国盛证券，公司还在积极的寻找新的项目投资，领域涉及高速公路、新能源、房地产、金融等。

图 8 主要业务对总收入的贡献比例



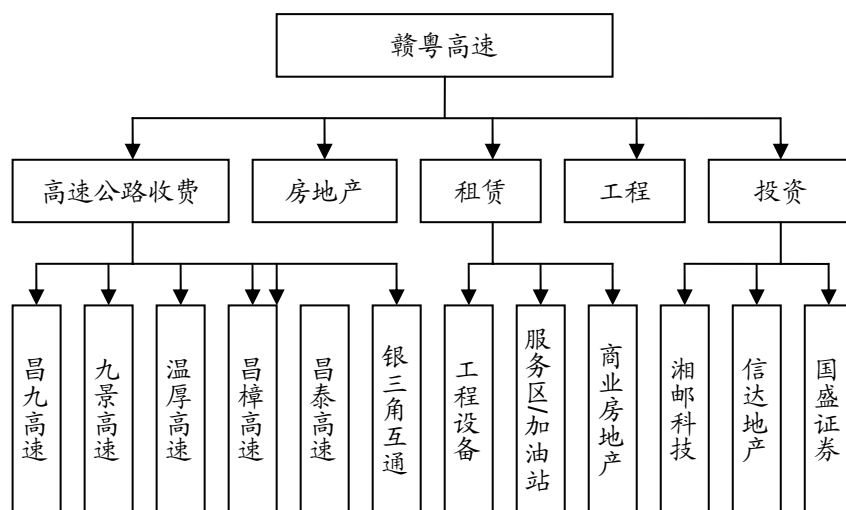
资料来源：长江证券研究部

图 9 主要业务对营业利润的贡献比例



资料来源：长江证券研究部

图 10 公司主要业务构成



资料来源：长江证券研究部

主营业务——稳定的现金来源

高速公路收费

高速公路是公司最主要也是最重要的业务，为公司提供绝大部分的利润。公司现在管理着六

条高速、一个立交，加上在建的彭湖高速和昌奉高速，权益里程为 636 公里，占全省总里程的 24%。

表 2 公司收费高速公路状况

经营路段	所属干道	里程(公里)	车道类型	路龄	剩余年限	持股比例
昌九高速	福银高速 (G70)	138	双向四车道	9	21	100%
银三角立交		12.1	双向四车道	9	21	100%
昌樟高速	沪昆高速 (G60)	70.4	双向四车道	10	20	100%
昌傅高速	沪昆高速 (G61)	33	双向四车道	7	23	100%
昌泰高速	大广高速 (G45)	147.7	双向四车道	5	25	77%
	沪昆高速 (G60)					
九景高速	杭瑞高速 (G56)	133.6	双向四车道	1	21	100%
温厚高速	沪昆高速 (G60)	35.5	双向四车道	1	23	100%
彭湖高速		63.5	双向四车道	在建	30	100%
昌奉高速		36	双向四车道	在建	30	100%

资料来源：长江证券研究部

昌九、昌樟、昌泰高速的年收入都在 6 亿左右，盈利能力也相近，毛利都在 70% 以上，对收入的贡献分别为 30%、25% 和 28%，对盈利的贡献分别为 31%、26% 和 31%。九景、温厚的盈利能力稍弱，但是也达到成熟路产的盈利水平，毛利率在 50% 左右。

图 11 公路收入构成

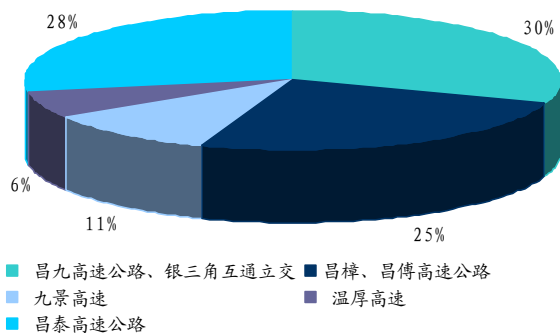
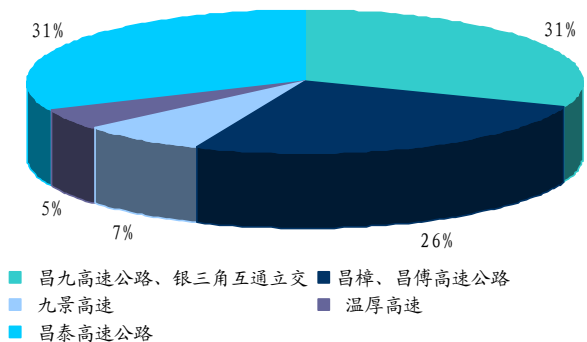


图 12 营业利润构成



资料来源：长江证券研究部

资料来源：长江证券研究部

表 3 收费高速公路 08 年收入与成本

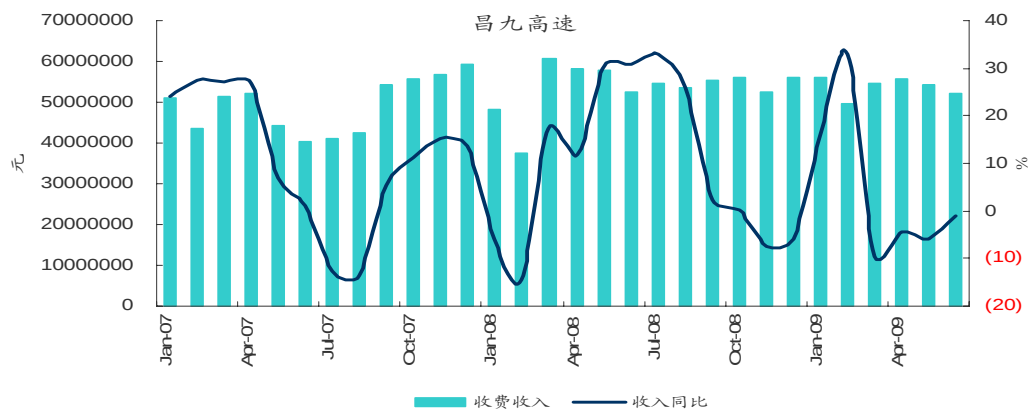
高速公路	收入 (亿)	成本 (亿)	利润 (亿)	毛利率
昌九高速公路、银三角互通立交	6.99	2.09	4.90	70.1%
昌樟、昌傅高速公路	5.74	1.67	4.07	71.0%
九景高速	2.41	1.26	1.15	47.7%
温厚高速	1.36	0.63	0.73	54.0%
昌泰高速公路	6.35	1.31	5.05	79.4%
合计	22.86	6.96	15.90	69.6%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

从增速来看，由于受经济危机的影响，各条高速 08 年下半年的收入增速都出现了下滑。但是从 09 年 1 月份开始，已经有了比较明显的恢复迹象，其中昌樟高速和九景高速恢复较快，同比增速已经分别达到 10% 和 20%，其余高速也都基本恢复到正增长，09 年上半年路费收

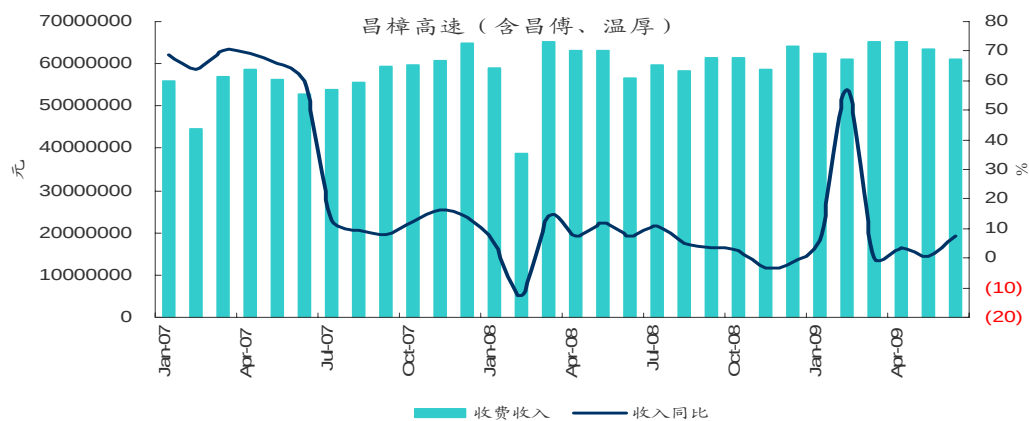
入整体同比增长 7%。考虑到 08 年下半年基数较低，如果经济能够持续恢复的话，09 年下半年同比增速将继续提高，我们预计全年收入增速大约在 10% 左右。

图 13 昌九高速月度收入和同比增速



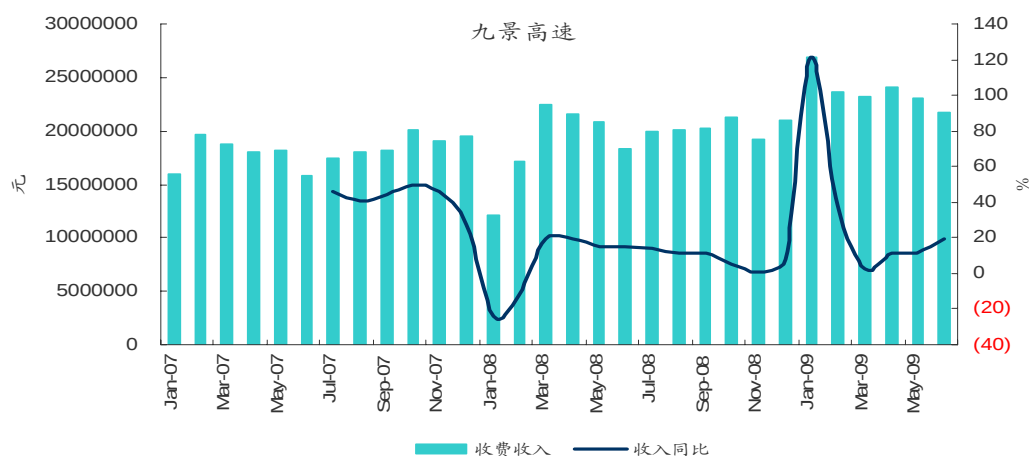
资料来源：长江证券研究部

图 14 昌樟高速(含昌傅、温厚)月度收入和同比增速

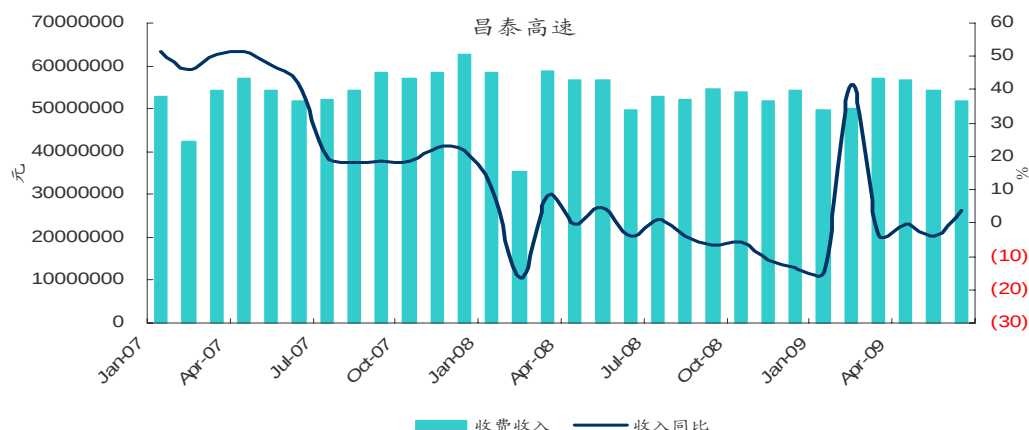


资料来源：长江证券研究部

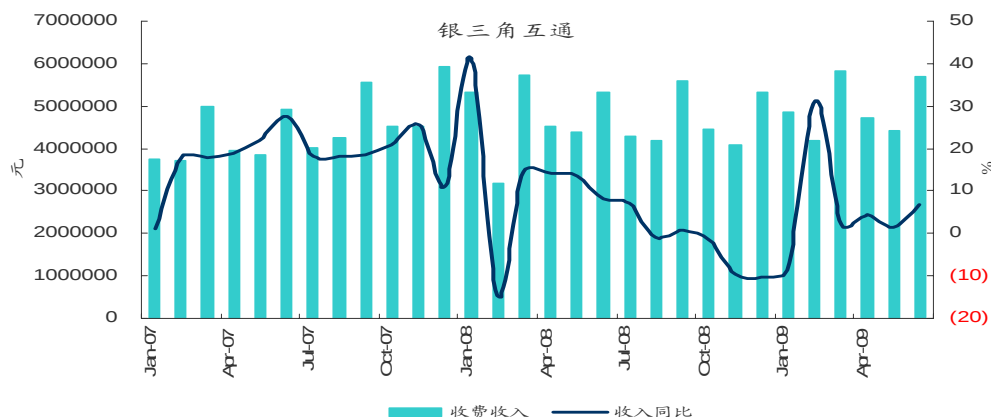
图 15 九景高速月度收入和同比增速



资料来源：长江证券研究部

图 16 昌泰高速月度收入和同比增速


资料来源：长江证券研究部

图 17 银三角互通月度收入和同比增速


资料来源：长江证券研究部

其他业务

（1）租赁：

- 公司出租昌泰高速公路峡江、吉安 2 对共 4 个服务区和 4 座加油站，租赁期间为 2003 年 11 月 1 日至 2018 年 11 月 1 日共壹拾伍年，加油站每年的租金为 420 万元。
- 公司出租位于北京西城区华远街的置地星座大厦 D 座房屋（面积 3289.92 平方米），2008-2010 年每年为 270 万元，2011-2017 年每年为 300 万元。
- 公司出租位于南昌市胜利路“胜利广场”A 区第一至第四层的商业用房（面积 9479.87 平方米），每年租金 585 万。
- 公司的子公司江西省赣粤高速设备租赁有限公司负责工程机械设备的租赁。

（2）房地产：

- 公司子公司江西嘉圆房地产开发有限责任公司专门负责房地产项目开发，已经开发了南昌市团结路 2 号朝阳嘉圆房产项目，给公司贡献了利润，未来公司还将继续寻找新的项目进行投资开发。

（3）工程收入：

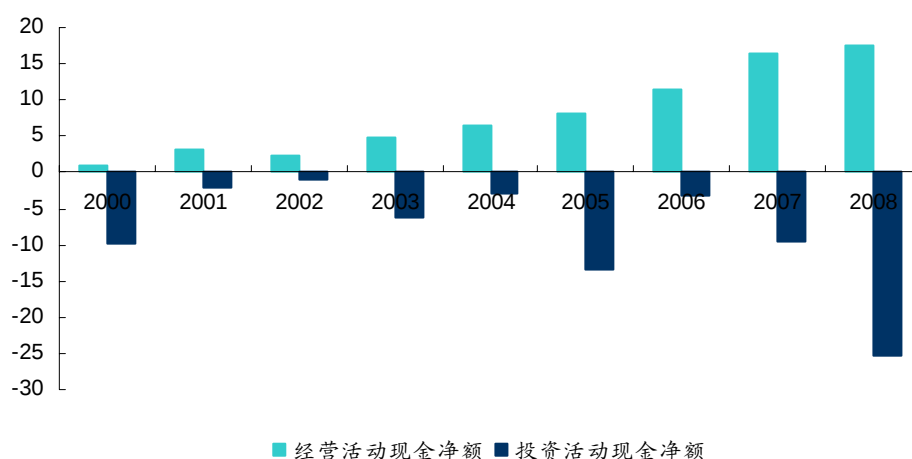
- 公司下辖三家工程类子公司，江西赣粤高速公路养护工程有限责任公司、江西赣粤高速公路工程有限责任公司、江西省嘉和工程咨询监理有限公司，负责工程咨询、监理、招投标代理、技术检测和公路、桥梁、隧道等交通基础设施的维修、养护。工程收入是公司主营收入中除公路收费外贡献最大的业务，随着江西省高速公路的不断增长，养护、维修的需求将不断加大，这部分业务对利润的贡献将会不断增大。

投资业务——最具成长的部分

由于高速公路的经营期限问题，公司已经将投资业务上升到公司战略的高度，正在积极拓展具备不受特许经营期限限制的长期可持续特征的战略性业务领域，对公司未来经营和盈利能力的连续性、稳定性实现平稳过渡有战略意义的资产进行积极的投资和收购。

从历史来看，公司每年都在不断向外投资，公司自上市以来经营现金流净额累计为 73 亿，而投资现金流净额累计为-73 亿，也就是说公司的所有现金收入基本都用来投资了，而筹资活动不过是在不同的年份中起调节作用，保持收支平衡。目前公司已经投资和可能会投资的项目主要有：

图 18 公司的经营现金基本全部用来投资



资料来源：长江证券研究部

信达地产

2007 年公司作为战略投资者以 6 亿元参与认购 ST 天桥定向增发的股份 1 亿股，占 ST 天桥总股本的 6.58%。截止 2008 年 12 月 31 日，ST 天桥重组成功，公司确认持有 ST 天桥股份为可供出售金融资产，以 2008 年 12 月 31 日收盘价格 4.05 元/股计算其公允价值为 4.06 亿元。

重组后的信达地产目前股价为 10.58 元，市盈率为 20 倍，远低于行业平均 30 倍。按照现价，公允价值增加了 6.53 亿元，且随着整体市场的上扬，公允价值还有进一步上涨的可能。

国盛证券

公司参股国盛证券 4000 万元，占国盛证券股权的 6.74%，并由公司董事长出任国盛证券董事，参与经营。市场传言国盛证券有借壳上市的可能，如果国盛证券上市，按照目前券商股 10 倍市净率水平，这部分投资公允价值将增加 3.6 亿。

湘邮科技

公司初始投资湘邮科技 800 万元，2008 年 12 月 31 日公允价值为 6150 万元，较初始投资增值 20 倍。目前湘邮科技股价 10.18 元，公允价值较 08 年年报又增值 837 万。

新能源领域

江西省最新制定的新能源发展规划中，大力推进全省新能源产业的发展，所聚焦的新能源产业有太阳能光伏、风电、核电和生物质能、新能源汽车等五大高新技术产业，而重中之重则是核电。

江西规划的核电站位于彭泽帽子山，彭泽核电站首期工程规划装机容量为 500 万千瓦，共建设 4 台 125 万千瓦机组；加上后期建设 2 台 150 万千瓦机组，总装机容量将达 800 万千瓦。按每年 7500 小时发电时间计算，彭泽核电站年发电能力将达 600 亿度。该核电站总投资约 1000 亿元，其中一期工程总投资 600 亿元。

公司作为江西省的重点企业，具有充沛的现金流，正在积极的寻找好的项目进行投资，而新能源也是公司重点关注的领域，因此我们认为，不排除公司有参股核电站的可能，我们将对此进行密切的跟踪。

图 19 核电位置图



资料来源：长江证券研究部

图 20 核电站效果图

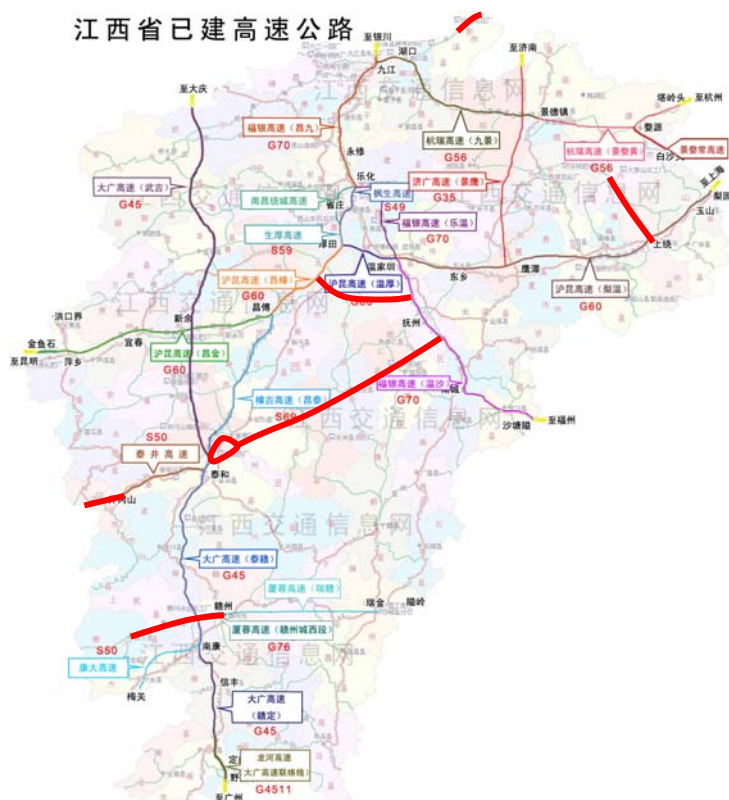


资料来源：长江证券研究部

高速公路领域

江西省规划 2012 年高速公路总里程突破 4000 公里，比 08 年增加 1700 公里。从规划和建设进度来看，计划 09 年开工的项目已经基本落实到位，而计划 10 年开工的赣州至崇义、上饶至德兴、吉安绕城、南昌南外环高速、彭湖高速牛矶山至彭泽段、抚州至吉安、井冈山（厦坪）至睦村高速共 436 公里有可能成为公司的投资目标。公司正在研究选择符合自身发展方向的项目进行投资，确保公司经营的持续发展。

图 21 拟于 2010 年开工高速公路分布图



资料来源：长江证券研究部

盈利预测与估值

盈利预测

根据我们前面假设的收费公路增长率，我们假设：

- 09-11 年年收入增长 9%、4.3%和 3.7%；
- 09-11 年毛利率都为 55.98%、56.12%和 56.21%；
- 政府补贴每年增长 5%，慢于收入的增速
- 不考虑新项目的投资。

我们测算，09-11 年 EPS 为 1.06 元、1.14 元和 1.19 元，对应的 PE 分别为 11 倍、10.3 倍和 9.9 倍。

表 4 公司盈利预测

项目	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	3086	3369	3516	3648
增长率（%）	25%	9%	4%	4%
归属母公司所有者净利润（百万元）	1096	1243	1335	1389
增长率（%）	0%	13%	7%	4%
每股收益(元)	0.94	1.06	1.14	1.19

市盈率	12.5	11.0	10.3	9.9
净资产收益率(%)	15.4%	14.9%	13.8%	12.6%
每股经营现金流(元)	1.50	1.73	1.42	2.56

资料来源：长江证券研究部

估值

我们将公司的业务拆开成公路收费和投资业务，分别进行估值。其他收入如房地产、租赁等由于对业绩贡献很小，因此我们将其并入公路收费。

- 公路行业的平均动态市盈率是 18 倍，已经是市场上估值最低的板块了，而公司又是行业中估值最低的企业。我们认为随着市场整体估值的上升，公路行业的估值有进一步上升的可能。按照最保守的，我们也应该给予公司行业的平均估值，因此我们认为对于公路收费业务，应该给予 18-20 倍 PE，对应的价值为 16.2-18 元。

表 5 行业与市场估值比较

证券代码	证券简称	预测市盈率
600269.SH	赣粤高速	12.6
000900.SZ	现代投资	12.6
600035.SH	楚天高速	13.8
600012.SH	皖通高速	14.8
600350.SH	山东高速	15.2
600033.SH	福建高速	15.8
600377.SH	宁沪高速	18.4
000429.SZ	粤高速 A	18.5
600020.SH	中原高速	20.9
600548.SH	深高速	21.2
601107.SH	四川成渝	33.3
行业平均值		17.9
行业中值		22.9
市场平均值		47.9
沪深 300 平均值		36.6

资料来源：WIND，长江证券研究部

- 公司的补贴部分，市场有两种看法，一种认为补贴存在不确定性，只能作为非经常性损益，而另一种看法认为，则认为补贴每年都有，可以近似等同于经常性损益。考虑到如果完全不给估值，存在低估，但是又不能按照主业一样给估值，因此我们取折中，取 0-5 倍 PE，对应的价值为 0-0.8 元。
- 投资业务部分，我们按照券商自营业务 PB 估值方法，给予 1.5-2 倍 PB 进行估值。那么公司投资业务对应的价值为 2-2.6 元。

表 6 投资业务净资产测算

投资种类	08 年年报帐面价值(亿)	增值(亿)	净资产(亿)
信达地产	4.06	6.53	10.59
国盛证券	0.4	3.6	4
湘邮科技	0.615	0.084	0.699
合计	5.075	10.214	15.29

资料来源：长江证券研究部

投资建议：重申“推荐”评级

公司以公路收费为资金来源，不断开拓新项目，投资业务将成为最具成长性的部分，如果能够继续投资或收购新能源、金融企业，那么将成为公司股价新一轮催化剂。在目前的时点，对尚未明朗的投资项目我们暂不考虑，仅将上述三部分价值相加，公司的合理价值为 18.2-21.4 元。而公司目前的股价仅为 11.73 元，还有 70%的空间，低估严重，因此我们重申“推荐”评级。

表 7 公司财务报表及指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3086	3369	3516	3648	货币资金	510	674	703	730
营业成本	1388	1483	1543	1597	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1697	1886	1973	2051	应收账款	161	175	183	190
%营业收入	55.01%	55.98%	56.12%	56.21%	存货	194	207	216	223
营业税金及附加	105	115	120	124	预付账款	200	214	223	231
%营业收入	3.40%	3.40%	3.40%	3.40%	其他流动资产	59	59	59	59
销售费用	6	7	7	8	流动资产合计	1124	1329	1383	1432
%营业收入	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%	可供出售金融资产	467	767	767	767
管理费用	148	161	113	117	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.78%	4.78%	3.20%	3.20%	长期股权投资	108	108	108	108
财务费用	209	177	197	207	投资性房地产	143	143	143	143
%营业收入	6.78%	5.24%	5.60%	5.66%	固定资产合计	9656	10367	11792	13980
资产减值损失	4	0	0	0	无形资产	130	124	117	111
公允价值变动收益	-2	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	20	0	0	0	递延所得税资产	37	37	37	37
营业利润	1243	1427	1537	1596	其他非流动资产	0	0	0	0
%营业收入	40.27%	42.35%	43.72%	43.75%	资产总计	12169	13967	15419	16737
营业外收支	220	235	248	261	短期贷款	462	1768	2569	2032
利润总额	1465	1662	1785	1857	应付款项	398	425	0	458
%营业收入	47.49%	49.32%	50.77%	50.90%	预收账款	120	120	120	120
所得税费用	275	311	334	348	应付职工薪酬	18	19	20	21
净利润	1191	1350	1451	1509	应交税费	99	108	113	117
归属于母公司所有者的净利润	1096	1243	1335	1389	其他流动负债	1125	429	186	193
少数股东损益	95	107	115	120	流动负债合计	2223	2870	3008	2941
EPS (元/股)	0.94	1.06	1.14	1.19	长期借款	200	200	200	200
现金流量表 (百万元)					应付债券	926	1000	1000	1000
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	8	0	0	0
经营活动现金流净额	1757	2015	1657	2987	其他非流动负债	1102	836	699	575
取得投资收益	27	-300	0	0	负债合计	4459	4906	4907	4716
收回现金					归属于母公司	7165	8408	9743	11132
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	546	653	769	889
固定资产投资	-1904	-1904	-2094	-2094	股东权益	7711	9061	10512	12021
其他	-652	0	0	0	负债及股东权益	12169	13967	15419	16736
投资活动现金流净额	-2529	-2204	-2094	-2094	基本指标				
债券融资	0	74	0	0		2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.94	1.06	1.14	1.19
银行贷款增加 (减少)	2532	1306	801	-537	BVPS	6.6	7.8	9.0	10.3
筹资成本	209	177	197	207	PE	12.5	11.0	10.3	9.9
其他	-2056	-1205	-531	-536	PEG	0.9	1.5	2.5	1.4
筹资活动现金流净额	686	352	467	-867	PB	1.8	1.5	1.3	1.1
现金净流量	-86	164	29	26	EV/EBITDA	8.8	6.5	6.3	5.6
					ROE	15.4%	14.9%	13.8%	12.6%

资料来源：长江证券研究所

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。