



公路行业

行业研究 研究报告

维持“中性”

2012-2-15

分析师： 韩轶超 (8621)68751781 hanyc@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490512020001

联系人： 张明洪 (8621) 68751781 zhangmq@cjsc.com.cn

没有免费午餐，收费高速公路依然是现阶段必需品

报告要点

今日福建省政府印发了《鼓励国内外经济组织投资高速公路项目暂行规定》，即日起实施。《规定》中明确表达国内外各类经济组织，可采取独资、合资、合作、特许经营权转让、信托投资等方式，投资我省高速公路项目，并享有无差别政策待遇。《暂行规定》给出的具体鼓励政策如下：

- 1) 经营性高速公路建设项目投资人招标应向社会公告，按照公平、公正、公开、公众利益优先和诚实守信原则，采取公开招标择优确定。地方政府要依法保护投资者在建设、运营中的合法权益。
- 2) 各高速公路路段车辆通行费采取全省联网统一结算分配，主线不得设置收费站（除省界和路网终端外），各路段结算分配按照《福建省联网高速公路通行费结算分配暂行办法》执行。（依然可收费）
- 3) 高速公路车辆通行费收费标准须经省人民政府交通运输、物价主管部门审核后，报省人民政府批准。经批准后的高速公路经营权可以向银行质押贷款，贷款应用于本项目建设，不得挪作他用。
- 4) 收费期限是择优确定社会投资者的主要因素之一，但协议确定的收费期限最长不超过国家规定的年限。收费期从经批准开始收取车辆通行费之日起计算。
- 5) 由于不可抗力等因素导致项目公司受到重大影响，经核实确不能在政府特许经营期限内收回投资的，经省人民政府批准可以依法延长收费年限，但不得超过国家规定的最长年限。（政府保障收益）
- 6) 特许经营的高速公路项目按有关法规经省人民政府批准可以转让其特许经营权，但在项目竣工验收前不得转让。
- 7) 国内外经济组织投资建设的经营性高速公路项目，政府帮助积极争取中央投资补助。
- 8) 特许经营的高速公路，项目所在设区市、县级政府可根据项目投资及交通量预测情况，从征迁费用补助、建安税返还、营业税分成奖励等方面给予相关优惠政策。
- 9) 国内外经济组织投资建设的经营性高速公路项目，除按国家规定设立服务区外，可与项目所在地政府协商，依据国家有关法规，另行征地建设相关配套服务设施，开展服务性项目经营。
- 10) 鼓励高速公路特许经营企业以收益再投资其他高速公路项目，支持其依法向社会融资，实行规模化经营。

我们认为，收费公路尤其是高速公路将依然存在，费率的下调也不会是单方面的，在下调至一个合理收费水平后，继续单边下调只会影响当下公路投资的回报率，在重资产性行业，回报率下降既是将资本遣散，但建设是需要资本聚集的，未来或许有补充性政策以完善目前的政策体系。目前公路行业所面临的收费下调风险正在逐步减小，以我们年度策略所分析判断，公路板块表现历史上均与经济成正相关关系，在强制性的政策外力压力消失后，我们认为公路板块或将从回正轨。

第一，公路基础设施水平低于沿海发达地区水平，建设需求拉动投资

福建省目前共有高速公路里程 91052.67 公里，收费公路里程为 2388.085 公里，收费公路占通车公路的总里程比例为 2.62%，此比例在全国范围内属相对较低水平。而收费公路中，经营性公路有 640.39 公里，1706.45 公里的收费公路为政府还贷性公路。

从总的建设里程来看，福建省现有高速公路里程是沿海发达省市之中最短的，除北京、上海和天津这三个小型发达省市，浙江，广东，江苏，山东 4 省的平均高速公路里程也在 4000 公里以上，是福建省的 1.7 倍。4 省份中公路里程最少的浙江省，其现有高速公路里程也达 3383，是福建省现有水平的 1.4 倍。而已福建省自己的计划，到去年底要基本建成“两纵三横”主骨架。十二五期间要大力发展支线建设，尽快完善海西高速公路网，促进地区间及省内经济发展。

高速公路建设对于地区经济发展带来的正面作用在江苏，广东等地已经被证实，也造就了广东省全国最庞大的高速公路网。我们认为，过去基础设施明显不足直接导致福建省未来建设需求扩大，从分省市十二五公路建设规划数据来看，福建省是沿海省市中未来里程计划增速最快的省市。在这样的计划需求基础下，资金需求自然显现。

表 1：福建省收费公路一览（投资于债务）

	收费公路 里程	主线收费站	投资情况			债务情况		
			累计投资总 额	银行贷款总 额	其他债务总 额	累计债务余 额	银行贷款余 额	其他债务余 额
	公里	个	亿	亿	亿	亿	亿	亿
总计	2388.085	12	1482	1002	26	962	846	116
还贷性	1728.416	8	1037	746	23	776	660	116
经营性	659.669	4	444	256	3	186	186	0
高速 小计	2346.834	6	1359	917	16	885	776	108
还贷性	1706.446	5	947	680	15	703	594	108
经营性	640.388	1	411	237	1	181	181	0
独立 小计	33.251	5	82	60	1	45	45	0
桥梁 还贷性	13.970	2	49	41	0	40	40	0
经营性	19.281	3	33	19	1	5	4	0
独立 小计	8.000	1	40	25	8	33	24	8
隧道 还贷性	8.000	1	40	25	8	32	24	8
经营性	0	0	0	0	0	0	0	0

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2：福建省高速公路里程低于沿海省市，未来建设计划需求较强

省份	2010 已有	2015 规划	预计增速
浙江	3383	4200	4.42%
广东	4722	6000	4.91%
北京	903	1000	2.06%
上海	775	976	4.72%
天津	989	1300	5.62%
江苏	4059	5200	5.08%
山东	4244	6000	7.17%
福建	2347	5000	16.33%
河南	5016	6640	5.77%

海南	660	850	5.20%
陕西	3403	5000	8.00%
辽宁	3044	4500	8.13%
宁夏	1160	1800	9.19%

资料来源：Wind，长江证券研究部

表 3：125 全国各省市高速公路建设计划

省份	已有里程	2015 规划里程	年复合增速	省份	已有里程	2015 年规划里程	年复合增速
甘肃	2000	4000	14.87%	广西	2462	6000	19.50%
湖北	3536	7069	14.86%	湖南	2666	4887	12.88%
安徽	2911	5310	12.78%	江苏	4059	5200	5.08%
广东	4722	6000	4.91%	福建	2347	5000	16.33%
北京	903	1000	2.06%	天津	989	1300	5.62%
内蒙	2365	6000	20.47%	江西	3051	5000	10.39%
海南	660	850	5.20%	浙江	3383	4200	4.42%
陕西	3403	5000	8.00%	宁夏	1160	1800	9.19%
吉林	1850	4500	19.46%	云南	2505	4500	12.43%
上海	775	976	4.72%	河北	4300	7000	10.24%
贵州	1579	4500	23.30%	河南	5016	6640	5.77%
青海	618	3000	37.17%	山西	3003	6300	15.97%
辽宁	3044	4500	8.13%	四川	2702	6350	18.64%
山东	4244	6000	7.17%	重庆	1861	3000	10.02%
黑龙江	1357	5000	29.80%	新疆	843	5000	42.77%

资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，债务压力全国最高，吸引社会资金是必然出路

目前，福建省收费公路的累计投资总额达 1498.3233 亿元，累计债务余额达 962.9997 亿元。2010 年度经营中，收费额共计 76.亿元，还贷额 35 亿元。去年 30 多亿元的还贷总额中绝大部分用于支付利息，贷款本金相对较少，刨去利息因素，每年还贷的比例可能会更高。而扣除养护，运营，税金，折旧等支出后，福建省公路共剩余盈利 14 亿，占总收入的 18.4%。单以高速公路而言，福建省高速公路 2010 年共收入 72 亿，29 亿用于还贷，扣除养护，运营，税金，折旧等支出后，福建省高速公路共剩余盈利 18 亿，占总收入的 25%。考虑到福建省未来的公路建设再投入需求，盈利必须有部分保留。

我们认为，福建省目前已经债台高筑，且盈余相对再投资需求并管宽裕，社会资金是福建省高速公路再建设的必然出路，因此，政府出台本鼓励性政策也是情理之中。



图 1: 福建省资产负债率最高，利息覆盖率最低



资料来源：长江证券研究部

表 4: 福建省收费公路

		收费公路里程	主线收费站	2010 年度经营情况						
				收费额	还贷额	养护	运营管	税费	折旧或	其他
						支出	理支出	支出	摊销	支出
		公里	个	亿	亿	亿	亿	亿	亿	亿
总计		2388.085	12	76	35	12	6	3	4	2
高速	还贷性	1728.416	8	50	28	9	4	0	0	0
	经营性	659.669	4	25	7	2	2	3	4	2
	小计	2346.834	6	72	29	11	6	3	3	2
	还贷性	1706.446	5	48	23	9	4	0	0	0
	经营性	640.388	1	22	5	2	2	3	3	2
独立桥梁	小计	33.251	5	4	4	0	0	0	1	0
	还贷性	13.970	2	1	2	0	0	0	0	0
	经营性	19.281	3	3	1	0	0	0	1	0
独立隧道	小计	8.000	1	0	1	0	0	0	0	0
	还贷性	8.000	1	0	1	0	0	0	0	0
	经营性	0	0	0	0	0	0	0	0	0

资料来源：长江证券研究部

表 5: 各省市资产负债率

	资产负债率(左轴)	利息覆盖率(右轴)
福建	64.97%	0.74
吉林	74.09%	0.88
湖北	65.26%	0.89
黑龙江	61.88%	0.89
北京	58.11%	0.94
广西	61.97%	0.99
重庆	54.72%	1.35
四川	61.55%	1.44
河南	71.40%	1.46
湖南	64.34%	1.56

广东	58.92%	1.62
江西	56.30%	1.62
安徽	62.12%	1.72
海南	54.85%	1.92
江苏	57.73%	2.55
辽宁	54.29%	2.58
山东	66.47%	2.87

资料来源：长江证券研究部

第三，天下无免费午餐，收费高速公路是目前经济发展必需品，政策不会动摇收费高速的根本

目前我国收费公路一直被媒体所质疑，国外的免费公路一直是大家所推崇的模式。我们对比国外发现：

- 1) 目前，根据不完全统计，阿根廷、法国、意大利、印度尼西亚、日本、韩国、马来西亚、墨西哥、南非、西班牙、葡萄牙、希腊、芬兰、奥地利、荷兰、瑞典、英国等均存在收费公路；
- 2) 美国没有免费的公路。美国全境，除了收费高速之外，所有的汽车都会征收燃油税，而燃油税的一部分会划拨至专门性基金——高速公路建设基金，各州政府需要新建公路或者公路养护之时申请 P12 或 P14 议案使用，所以美国全境都没有一条公路是免费让公众行驶的；
- 3) 美国高速公路的费率比我国低，但是我国 50 年后，所有公路的收费年限都将到期，而 100 年后，美国高速公路依然在间接收费；
- 4) 国外其他收费公路与美国高速公路类似，费率低，但是收费年限极长，目前我们所统计的法国收费高速收费期要至 2032 年（即使从现在算起依然有 20 年收费权），加拿大的收费公路最长收费年限至 2098 年，从今算起依然有 85 年；爱尔兰的收费公路存在期至 2052 年；美国目前最长收费期的高速公路收费期至 2104 年，从今算起，依然有 91 年；
- 5) 收费公路运营公司在过去享受高估值，这说明国外公路发展建设期，收费公司是良好的投资标的；目前国外依然有收费公路公司享受较高的估值水平（15-25）倍，这说明即使在发达国家，高速公路企业依然有未来成长前景

注：以上数据见表 6 之后（包括表 6）的图表数据

本次福建省在中央治理高速公路时出台鼓励各类资本参与高速公路建设，并且享有无差别待遇，我们认为：

1. 建设需求存在，如果真实行免费公路，将引起供需矛盾是必然；
2. 既是在发达国家，公路收费依然长期存在，只是费率低，但是收费年限也是我国现有规定的几倍，正所谓天下没有免费的午餐，收费公路将在长时间存在，不过存在形式或许会发生改变；

所以我们认为，收费公路尤其是高速公路将依然存在，费率的下调也不会是单方面的，在下调至一个合理收费水平后，继续单边下调只会影响当下公路投资的回报率，在重资产性行业，回报率下降既是将资本遣散，但建设是需要资本聚集的，未来或许有补充性政策以完善目前的政策体系。目前公路行业所面临的收费下调风险正在逐步减小，以我们年度策略所分析判断，公路板块表现历史上均与经济成正相关关系，在强制性的政策外力压力消失后，我们认为公路板块或将从回正轨。



表 6: 99 年世界银行统计世界收费公路（不完全统计）

Country	Total Road Network	Total Expressway Network	Tolled Road	Tolled Roads as % of Total	Toll Roads as % of Expressway
Argentina	216,000	10,400	9,800	4.54%	94%
France	966,000	14,886	6,305	0.65%	42%
Hungary	158,600	435	57	0.04%	13%
Indonesia	260,000	530	530	0.20%	100%
Italy	314,360	6,444	5,550	1.77%	86%
Japan	1,144,360	15,079	9,219	0.81%	61%
Korea, Rep. Of	77,000	1,880	1,880	2.44%	100%
Malaysia	94,000	1,702	1,127	1.20%	66%
Mexico	303,262	5,683	5,683	1.87%	100%
South Africa	525,000	1,440	825	0.16%	57%
Spain	343,200	7,194	2,255	0.66%	31%

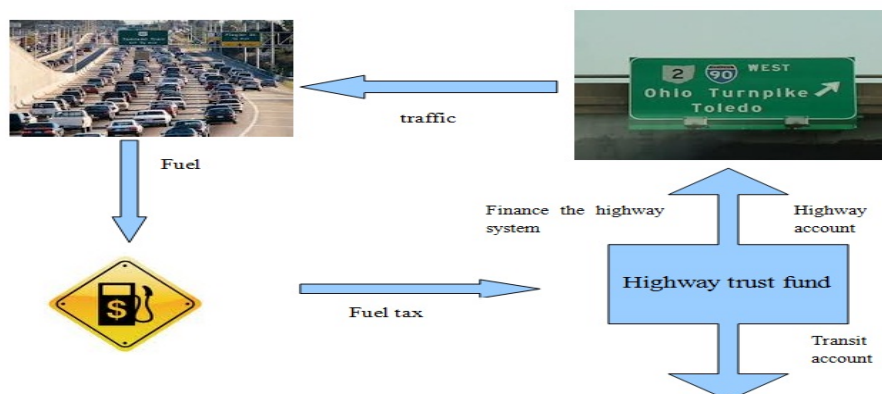
资料来源: World Bank, 长江证券研究部

表 7: 2004 年统计世界收费公路（不完全统计）

	Motorway Network	Toll Motorways	%
Greece	569	569	100%
Italy	4,250	3,476	82%
Portugal	1,411	1,100	78%
France	6,452	4,872	76%
Spain	6,524	1,622	25%
Finland	375	43	11%
Austria	1,243	87	7%
Denmark	605	21	3%
Sweden	901	10	1%
UK	2,160	27	1%
Belgium	1,074	1	0%
Germany	7,456	2	0%
Ireland	176	0	0%
Luxembourg	81	0	0%
Netherlands	1,429	0	0%
Total	34,706	11,830	34%

资料来源: ASE, 长江证券研究部

图 2: 美国免费公路间接收费形式



资料来源: DOT, 长江证券研究部

表 8: 美国免费公路基金收入 (未包括收费公路)

Highway Account			Transit Account		Total Trust Fund	
Receipts (Billions of dollars)	Share of GDP (Percent)		Receipts (Billions of dollars)	Share of GDP (Percent)	Receipts (Billions of dollars)	Share of GDP (Percent)
1998	23.1	0.26	3.5	0.04	26.6	0.3
1999	33.8	0.36	5.5	0.06	39.3	0.42
2000	30.3	0.31	4.6	0.05	35	0.36
2001	26.9	0.27	4.6	0.04	31.5	0.31
2002	28	0.27	4.6	0.04	32.6	0.31
2003	29	0.26	4.8	0.04	33.7	0.31
2004	29.8	0.25	4.9	0.04	34.7	0.3
2005	32.9	0.26	5	0.04	37.9	0.3
2006	33.7	0.26	4.9	0.04	38.5	0.29
2007	34.3	0.25	5.1	0.04	39.4	0.28
2008	34.1	0.24	5	0.03	39.1	0.27
2009	34.5	0.23	5	0.03	39.6	0.26
2010	35.4	0.22	5.2	0.03	40.6	0.26
2011	36.4	0.22	5.3	0.03	41.6	0.25

资料来源: DOT, 长江证券研究部

表 9: 法国公路运营公司收费公路统计 (不完全)

收费公路	里程	到期日
APRR NETWORK	1850km	2032
A5 Paris (Francilienne) – Langres (of which A105 – ex-A5b: 10 km)	248km	2032
A6 Paris (Saint-Germain/École) – Lyon (Limonest)	401km	2032
A19 Sens – Courtenay	28km	2032
A26 Troyes-Nord – Troyes-Est	22km	2032
A26 Troyes-Nord – Troyes-Est	22km	2032
A31 Beaune – Toul (of which A311: 4 km)	232km	2032
A36 Beaune – Mulhouse	217km	2032
A39 Dijon – Bourg-en-Bresse (of which A391: 5 km)	150km	2032



A40 Mâcon – Bellegarde (Châtillon-en-Michaille)	104km	2032
A40 Mâcon – Bellegarde (Châtillon-en-Michaille)	104km	2032
A404 Oyonnax link road	21km	2032
A406 Mâcon south bypass	9km	2032
A42 Lyon – Pont-d'Ain	49km	2032
A432 Les Échets – Saint-Laurent-de-Mure	31km	2032
A46 Anse – Neyron	26km	2032
A71 Bourges – Clermont-Ferrand (of which A710: 2 km)	181km	2032
A714 Montluçon link road	9km	2032
A719 Gannat link road	10km	2032
A77 Dordives – Cosne-sur-Loire	101km	2032
Maurice-Lemaire tunnel (of which 4 km of access road)	11km	2042
Area Network	413 km	
A41 Chambéry-Sud – Grenoble	51 km	2032
A41/A410 Chambéry-Nord – Annecy – A40	77 km	2032
A41 (Liane) Villy-le-Pelloux – Genève	19 km	2032
A43/A430 Lyon – Chambéry – Albertville	124 km	2032
A432 Saint-Laurent-de-Mure – A43	4 km	2032
A48 Coiranne – Grenoble	50 km	2032
A49 Grenoble – Valence	62 km	2032
A51 Grenoble – col du Fau	26 km	2032
Extensions Planned up To 2015		
A719 Gannat – Vichy	14 km	2032
A466 Liaison A6-A46	4 km	2032
A466 Liaison A6-A46	4 km	2032

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

表 10: 加拿大收费公路

407-ETR Toll Road
108km
33679billion investment
43.2%equity interest
2098 end of concession period

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

表 11: 美国收费公路 (Citra)

Segments 5&6 SH-130 figures	Chicago Skyway figures	NTE Toll road figures	LBJ Express Toll road figures
64km	12.5km	21.4km	27.4km
1022billion investment	1440.8billion Investment	1572billion investment	1981billion investment
managed	managed	managed	managed
65%stake	55%stake	56.67%stake	51%stake
2062 end of concession period	2104end of concession period	2061end of concession period	2061end of concession period

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

表 12: 西班牙收费公路 (Citra)

Alcalá-O'Donnell (M203) figures	Autema figures	Ausol I figures	Ausol II figures	Madrid Sur (R4) figures	Madrid-Lev ante figures	Trados 45 (M45) figures
---------------------------------	----------------	-----------------	------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------

12.3km	48.3km	82.7km	22.5km	97.2km	182.8km	14.5km
69.5Mn. Investment managed	233.1Mn. Investment managed	540.8Mn. investment managed	€220,6Mn. Investment managed	1118.5billion investment managed	540.8Mn. Investment managed	221.3Mn. investment managed
100%stake	76.%3stake	80%stake	80%stake	55%stake	51.84%stake	50%stake
2035 end of concession period	2036end of concession period	2046end of concession period	2054end of concession period	2065end of concession period	2040end of concession period	2029end of concession period

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 13: 智利收费高速公路 (Citra)

Temuco-Río Bueno figures	Santiago-Talca figures	Talca-Chillán figures	Ruta del Bosque figures	Collipulli-Temuco figures
171km	265km	193km	160km	144km
162.2Mn. Investment managed	747.6Mn. Investment managed *	200.1Mn. Investment managed *	267.6Mn. Investment managed *	203.9Mn. Investment managed *
30%stake	40%stake	27.04%stake	40%stake	40%stake
2023 end of concession period	2024end of concession period	2015end of concession period	2021end of concession period	2024end of concession period

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 14: 葡萄牙收费公路 (Citra)

Euroscut Azores figures	Euroscut Algarve figures	Euroscut North Coast figures	Vialivre figures
93.7km	129.8km	119km	47.4km
405.3Mn. Investment managed	274.2Mn. Investment managed	358.9Mn. Investment managed	
89%stake	77%stake	75.53%stake	84.04%stake
2036 end of concession period	2030end of concession period	2031end of concession period	2012end of concession period (extendible to 2031)

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 15: 希腊收费公路 (Citra)

Ionian Roads figures	Central Greece figures
379.5km	231km
1100billion investment managed	1450Mn. Investment managed
33.34%stake	33.34%stake
2037end of concession period	2038end of concession period

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

表 16: 爱尔兰收费公路 (Citra)

M3 figures	Eurolink (M4-M5) figures
50km	36km
544.1Mn. Investment managed	336.4Mn. Investment managed
95%stake	66%stake
2052end of concession period	2033end of concession period

资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

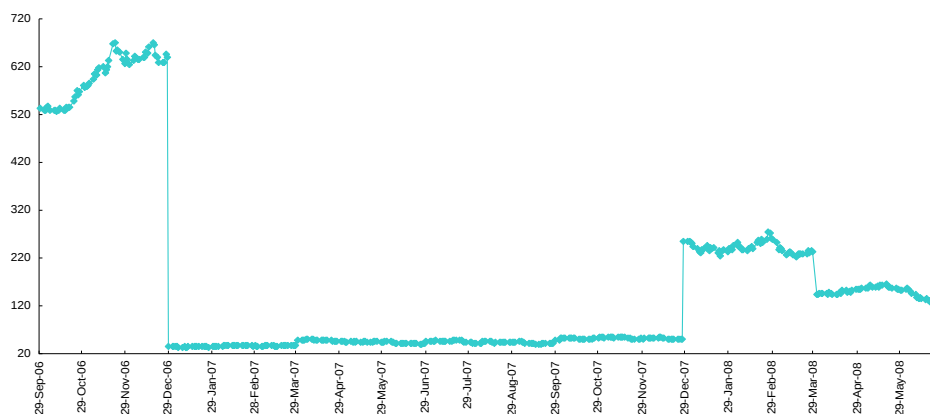


表 17: MIG 收费公路资产

France	APRR JV		
	2246km		
	276.3million		
	19.44%		
UK	M6 TOLL		
	42KM		
	100%		
	2054		
GERMANY	Warnow Tunnel		
	2km		
	70%		
	2003-2053		
US	Chicago Skyway Indiana Toll Roads Dulles Greenway		
	12.5km	253km	22KM
			533m
	22.50%	25%	50%
	2005-2104	2006-2081	2005-2056

资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 3: 西班牙 FERROVIAL 历史 PE 估值水平在 50-500 之间



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 4: 法国 Autoroutes du Sud de la France 历史 PE 估值水平在 15-26



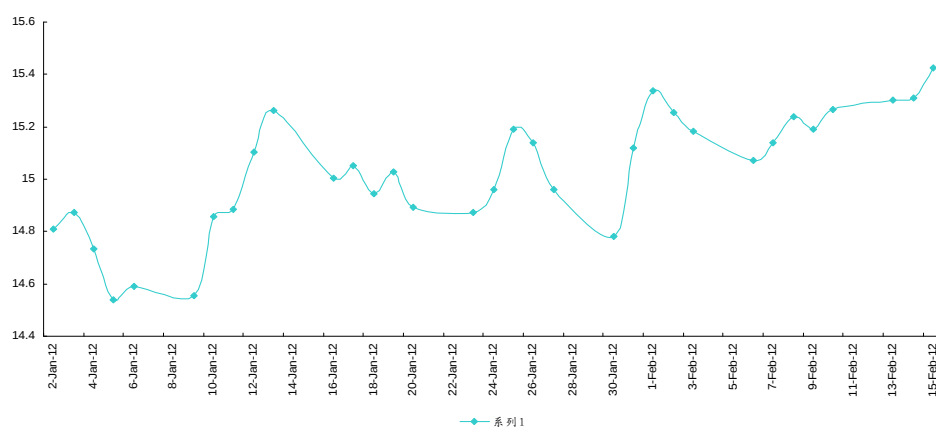
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 5: 澳洲 Transurban 目前 PE 估值还有 67 倍



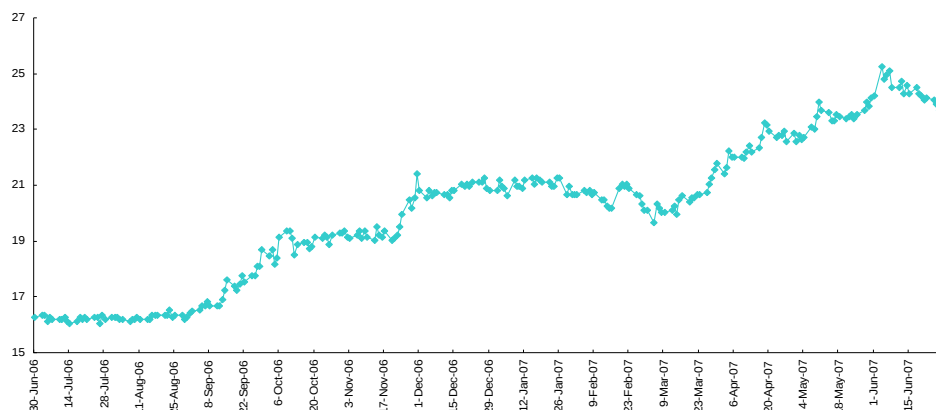
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 6: 西班牙 Abertis 目前估值为 16 倍



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 7：澳洲 CONNECTEAST GROUP



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

附：海西公路网规划

海峡西岸经济区高速公路网规划总里程为 4820 公里，可归纳为“三纵、八横、三环、二十联”。其中：

“二十联”包括：8 条一般联络线：政和至古田线，全长 85 公里；泰顺至福安线，全长 62 公里；厦门至金门线，全长 22 公里；福清至平潭线，全长 13 公里；永泰至德化线，全长 15 公里；莆田至永定线，全长 292 公里；浦城至龙泉线，全长 35 公里；武夷山至建宁线，全长 210 公里。

6 条港口连接线：溪南疏港路，全长 19 公里；可门疏港路，全长 27 公里；江阴疏港路，全长 15 公里；招银疏港路，全长 10 公里；斗尾疏港路，全长 23 公里；湄洲湾疏港路，全长 25 公里。

3 条机场连接线：福州长乐机场连接线，全长 50 公里；泉州晋江机场连接线，全长 6 公里；厦门市崎机场连接线，全长 38 公里。

3 条城市连接线：福州连接线，全长 11 公里；南平连接线，全长 40 公里；漳州连接线，全长 9 公里。

图 8：海西公路网建设计划图



资料来源：长江证券研究所

分析师介绍

韩轶超，上海交通大学经济学硕士、经济学学士毕业，从事航运港口行业研究。

张明洪，英国阿斯顿商学院管理会计学士、投资分析硕士，研究公路、铁路及物流行业。

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
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。