

评级: 买入 (首次)

市场价格: 5.94 元

分析师: 杜冲

执业证书编号: S0740522040001

电话:

Email: duchong@zts.com.cn

联系人: 邵美玲

电话:

Email: shaoml@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	4,827
流通股本(百万股)	4,827
市价(元)	5.94
市值(百万元)	28,674
流通市值(百万元)	28,674

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11,365	16,204	16,935	18,090	19,012
增长率 yoy%	53%	43%	5%	7%	5%
净利润 (百万元)	2,039	3,052	3,091	3,346	3,539
增长率 yoy%	-33%	50%	1%	8%	6%
每股收益 (元)	0.42	0.63	0.64	0.69	0.73
每股现金流量	0.89	2.03	2.63	3.30	3.40
净资产收益率	6%	7%	6%	6%	6%
P/E	14.1	9.4	9.3	8.6	8.1
P/B	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6

备注: 股价为 2023 年 2 月 24 日收盘价

报告摘要

- 山东高速龙头，路产资源丰富。**山东高速主要从事交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链与价值链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资。公司背靠全国交通发展大省之一的山东省，并且核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，同时也是全国高速公路网的重要组成部分，路产质量优良，经营稳定，区域垄断性较强。截至 2022 年 6 月 30 日，公司运营管理的路桥资产总里程达到 2828 公里，其中公司所辖自有路桥资产里程 1555 公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程 1273 公里。
- 聚焦主业：核心路产改扩建，优质路产再注入。**1) 公司核心路产京台高速德州至齐河段 2019 年开始改扩建，已于 2021 年 7 月 16 日建成通车；济南至泰安段 2020 年底开始改扩建，已于 2022 年 10 月 12 日建成通车；2023 年 1 月 16 日，公司收到齐河至济南段改扩建项目《中标通知书》。预计京台高速相关路段全线完工后，公司车流量及通行费收入将迎来大幅提升。叠加前期另一核心路产济青高速改扩建后带来的影响，公司路桥运营主业营收增长确定性较强。2) 公司 2021 年新增并表路桥里程 314 公里，其中沪渝公司运营的沪渝高速 73 公里、齐鲁高速运营的济菏高速 154 公里、德上高速 69 公里、莘南高速 18 公里，路产规模进一步扩张。3) 控股股东山东高速集团实力强劲，后续优质路产注入空间大。截至 2022 年 3 月底，山东高速集团管辖的收费公路（含桥梁、一级公路和高速公路）实际收费里程共计 7281.45 公里。
- 多元发展：收购轨道交通集团，投资经营稳中求进。**1) 公司聚焦大交通产业链，收购轨道交通集团，实现向货运铁路业务扩展，增加铁路运输、产品制造等营收来源。截至 2022 年 3 月底，轨道交通集团拥有铁路营业里程 553.50 公里。2) 公司在大力发展路桥运营主业的同时，积极盘活存量资产，并寻找好的投资机会，促进公司长期可持续发展。2022 年前三季度，公司投资经营稳中求进，实现投资收益 8.93 亿元，同比增长 13.76%（未重述）。
- 对外分红、对内激励，彰显投资价值。**1) 公司 2020 年发布《山东高速股份有限公司未来五年（2020-2024 年）股东回报规划》，在符合条件的情况下，每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 60%。目前公司已经连续两年兑现分红承诺，2021 年现金分红比例为 63%，位于高速公路行业主要上市公司前列。2) 2020 年 3 月，公司首次发布股票期权激励草案；2022 年 8 月 2 日，公司股权激励计划首次授予第一个行权期行权股份上市流通，本次行权的激励对象涵盖公司董事、中高层管理人员以及其他骨干人员，合计 195 人。公司治理体系日趋完善，对内进行股权激励彰显了公司对未来发展的信心。
- 盈利预测、估值及投资评级：**预计山东高速 2022-2024 年营业收入分别为 169.35、180.90、190.12 亿元，实现归母净利润分别为 30.91、33.46、35.39 亿元，每股收益分别为 0.64、0.69、0.73 元，当前股价 5.94 元，对应 PE 分别为 9.3X/8.6X/8.1X。考虑到公司核心路产改扩建后有望迎来量价双升，优质路产再注入空间大，交通主业成长性较强，高分红承诺彰显投资价值，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济环境恶化风险、改扩建工程建设进度不及预期风险、投资收益不及预期风险、财务预算超支风险、信息滞后或更新不及时风险。

投资主题

报告亮点

一方面，从核心路产改扩建以及集团资产注入视角，论证了山东高速强主业成长可期；另一方面，从高现金分红承诺及超额兑现视角，论证了公司现金属性。综合来看，成长与分红成为公司最突出的投资价值，比市场预期的确定性更强。

投资逻辑

山东高速龙头，路产资源丰富。公司核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，同时也是全国高速公路网的重要组成部分，路产质量优良，经营稳定，区域垄断性较强。**聚焦主业：核心路产改扩建，优质路产再注入。**1) 公司核心路产济青高速改扩建已经完成，另一核心路产京台高速相关路段改扩建项目正在分批进行中，部分路段已通车。核心路产改扩建完成后有望迎来量价双升，公司路桥运营主业营收增长确定性较强。2) 公司 2021 年新增并表路桥里程 314 公里，路产规模进一步扩张。3) 公司控股股东山东高速集团实力强劲，后续优质路产注入空间大。**多元发展：收购轨道交通集团，投资经营稳中求进。**1) 公司聚焦大交通产业链，收购轨道交通集团，实现向货运铁路业务扩展。2) 公司在大力发展路桥运营主业的同时，投资经营稳中求进，促进公司长期可持续发展。**对外分红、对内激励，彰显投资价值。**1) 公司承诺 2020-2024 年，每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 60%，目前已经连续两年兑现分红承诺。2) 公司治理体系日趋完善，对内进行股权激励彰显了公司对未来发展的信心。

关键假设、估值与盈利预测

假设 2022-2024 年通行费收入增速分别为 3.9%、7.2%、4.9%。预计山东高速 2022-2024 年营业收入分别为 169.35、180.90、190.12 亿元，实现归母净利润分别为 30.91、33.46、35.39 亿元，每股收益分别为 0.64、0.69、0.73 元。

内容目录

山东高速龙头，路产资源丰富.....	- 5 -
历史沿革与股权结构.....	- 5 -
山东高速龙头，资源优势显著.....	- 6 -
盈利能力稳健，主营路桥运营.....	- 7 -
核心路产改扩建，优质路产再注入.....	- 9 -
核心路产改扩建，未来发展可期.....	- 9 -
优质路产再注入，成长能力增强.....	- 14 -
布局大交通产业链，投资运营提质增效.....	- 17 -
收购轨道交通集团，增加新的营收来源.....	- 17 -
投资运营提质增效，收益贡献再上台阶.....	- 18 -
高分红强激励，彰显投资价值.....	- 19 -
对外承诺高比例分红，稳定投资回报.....	- 19 -
对内进行股权激励，彰显发展信心.....	- 20 -
核心假设与盈利预测.....	- 21 -
估值与投资建议.....	- 22 -
风险提示.....	- 22 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）.....	- 6 -
图表 3: 山东省 2021 年综合运输情况分布.....	- 6 -
图表 4: 山东省高速公路通车里程保持增长趋势.....	- 7 -
图表 5: 山东省民用汽车保有量保持增长趋势.....	- 7 -
图表 6: 山东省高速公路网中长期规划图.....	- 7 -
图表 7: 公司 2015-2021 年营业收入及同比变化.....	- 8 -
图表 8: 公司 2015-2021 年归母净利润及同比变化.....	- 8 -
图表 9: 公司 2021 年主营业务营收结构.....	- 8 -
图表 10: 公司 2021 年主营业务毛利结构.....	- 8 -
图表 11: 公司收费公路信息一览（截至 2022 年 6 月 30 日）.....	- 9 -
图表 12: 济青高速地理位置示意图.....	- 10 -
图表 13: 公司 2015 年通行费收入结构.....	- 10 -
图表 14: 公司 2015 年通行量结构.....	- 10 -
图表 15: 济青高速改扩建后车流量提升效果初显.....	- 11 -
图表 16: 京台高速山东段地理位置示意图.....	- 11 -
图表 17: 京台高速相关路段改扩建项目安排及进展.....	- 12 -
图表 18: 京台高速相关路段改扩建过程中车流量短期承压.....	- 12 -

图表 19: 沪宁高速改扩建前后车流量变化.....	- 13 -
图表 20: 京港澳高速郑漯段改扩建前后车流量变化.....	- 13 -
图表 21: 山东省高速公路客车通行费标准变化.....	- 13 -
图表 22: 山东省高速公路货车通行费标准变化.....	- 13 -
图表 23: 2019-2021 年济青高速通行车辆结构.....	- 14 -
图表 24: 公司路产注入历程.....	- 15 -
图表 25: 公司 2021 年自有路桥资产里程结构.....	- 15 -
图表 26: 公司 2016-2021 年通行费收入及同比变化.....	- 16 -
图表 27: 公司 2016-2021 年车辆通行量及同比变化.....	- 16 -
图表 28: 公司 2021 年自有路桥资产通行费收入结构.....	- 16 -
图表 29: 公司 2021 年自有路桥资产通行量结构.....	- 16 -
图表 30: 济菏高速 2015-2021 年通行费收入变化.....	- 17 -
图表 31: 济菏高速 2015-2021 年车辆通行量变化.....	- 17 -
图表 32: 轨道交通集团运营铁路概览 (单位: 公里、万吨、亿元).....	- 17 -
图表 33: 轨道交通集团营收结构 (2022 年上半年).....	- 18 -
图表 34: 公司 2022 年前三季度投资收益及同比情况.....	- 18 -
图表 35: 公司 2020-2021 年连续两年兑现分红承诺.....	- 19 -
图表 36: 公司 2021 年现金分红比例处于行业前列.....	- 19 -
图表 37: 公司 2020 年股权激励计划具体安排.....	- 20 -
图表 38: 公司 2022-2024 年营业收入预测表 (百万元).....	- 21 -
图表 39: 公司及可比公司盈利预测与估值表.....	- 22 -

山东高速龙头，路产资源丰富

历史沿革与股权结构

- 山东高速股份有限公司前身为山东基建股份有限公司，由山东高速集团有限公司和招商局华建公路投资有限公司(原“华建交通经济开发中心”)于1999年11月16日共同发起设立；2002年，公司在上海证券交易所上市交易；2006年，公司名称变更为“山东高速公路股份有限公司”；2012年，公司更名为“山东高速股份有限公司”。公司主要从事交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链上、价值链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资。

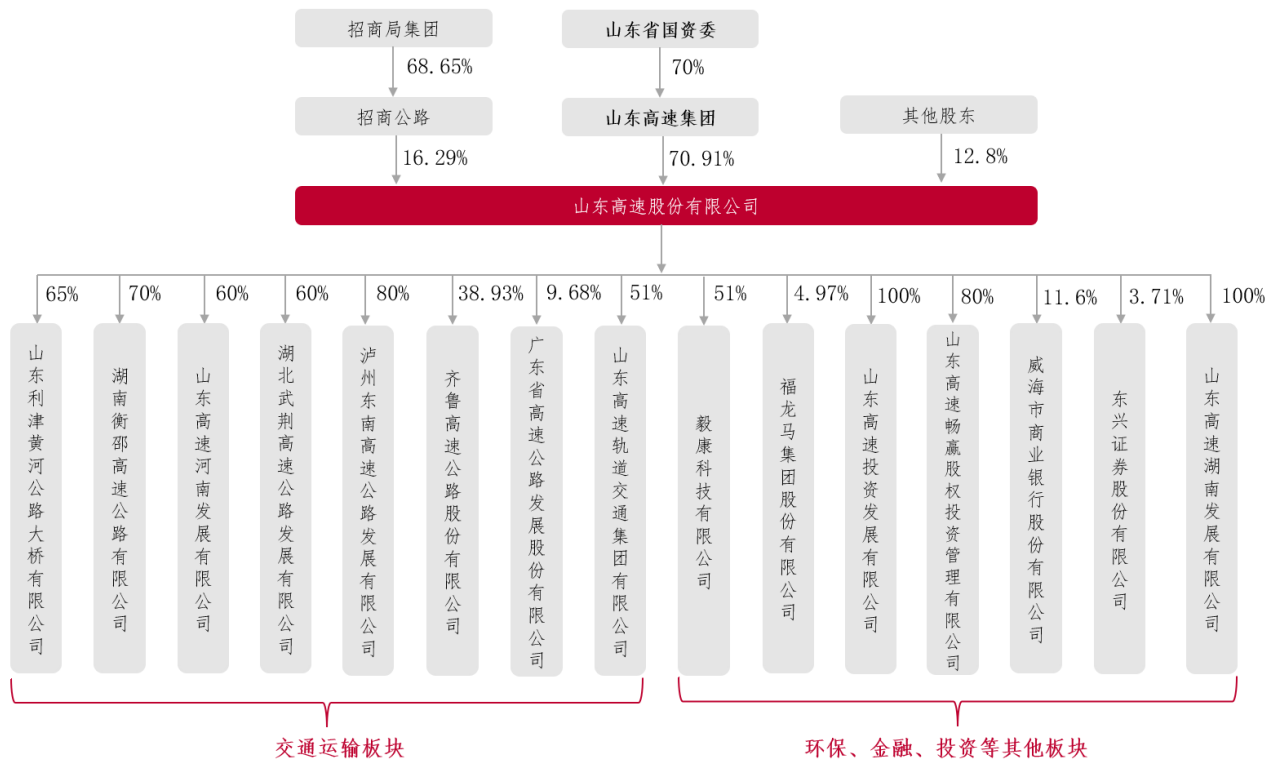
图表 1: 公司发展历程



来源：公司官网、公司公告、《山东高速股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书》、中泰证券研究所

- 背靠山东高速集团，实际控制人为山东省国资委。截至 2022 年半年报，公司控股股东为山东高速集团，持股比例为 70.91%；实际控制人为山东省国资委。山东高速集团是山东省最重要的交通建设和运营主体，业务涵盖省内外高速公路、桥梁、铁路等多个交通基础设施领域的投资、建设、经营和管理，业务地位显著，资本实力及综合竞争力强劲。背靠山东高速集团，使得公司在路产资源整合和业务规模扩张方面具备强有力支撑。

图表 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 6 月 30 日)

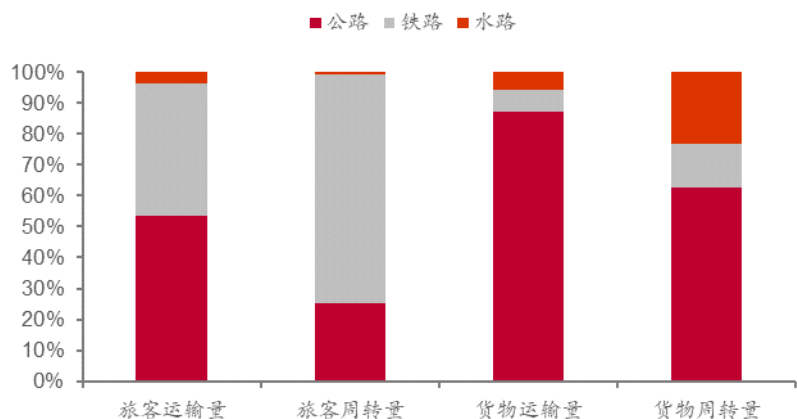


来源: 公司公告、Wind、中泰证券研究所

山东高速龙头，资源优势显著

- **背靠交通发展大省，外部发展环境良好。**山东省地处中国东部、黄河下游，位于丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路东端交汇点、东北亚和环渤海经济圈交汇点，在全国经济格局中占有重要地位。山东省目前已成为全国重要的交通大省之一，其中公路运输在山东省综合交通运输体系中基本占主导地位。旅客运输方面，2021 年公路旅客运输量占比 53.57%，公路旅客周转量占比 25.20%；货物运输方面，2021 年公路货物运输量占比 87.39%，公路货物周转量占比 62.64%。

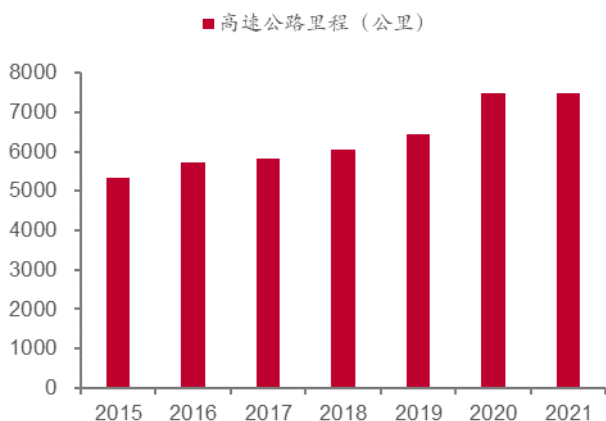
图表 3: 山东省 2021 年综合运输情况分布



来源: 《2021 年山东省国民经济和社会发展统计公报》、中泰证券研究所

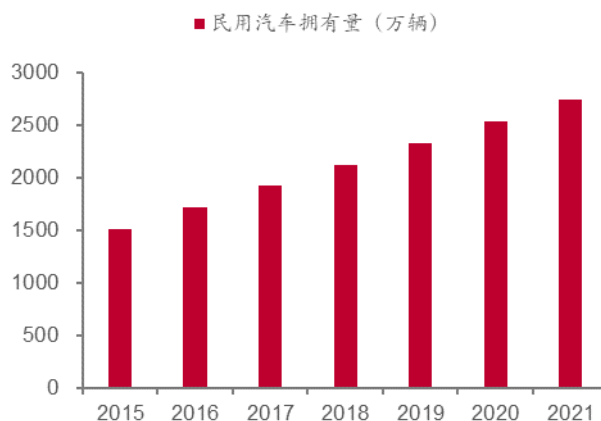
■ **路产资源优势显著，后续发展空间较大。**截至 2021 年末，山东省高速公路通车里程达到 7477 公里，位居全国前列，其中公司核心路桥资产济青高速、京台高速相关路段为山东省高速公路网的中枢干线，同时也是全国高速公路网的重要组成部分，区域龙头地位显著。根据《山东省人民政府关于印发山东省“十四五”综合交通运输发展规划的通知》，到 2025 年，高速公路通车及在建里程达到 10000 公里，省际出口超过 30 个，双向六车道及以上占比达到 36%，基本实现县（区、市）有两条以上高速通达。山东省高速公路建设仍有较大的发展空间，公司后续扩张省内路产规模具备先天优势。

图表 4：山东省高速公路通车里程保持增长趋势



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 5：山东省民用汽车保有量保持增长趋势



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 6：山东省高速公路网中长期规划图



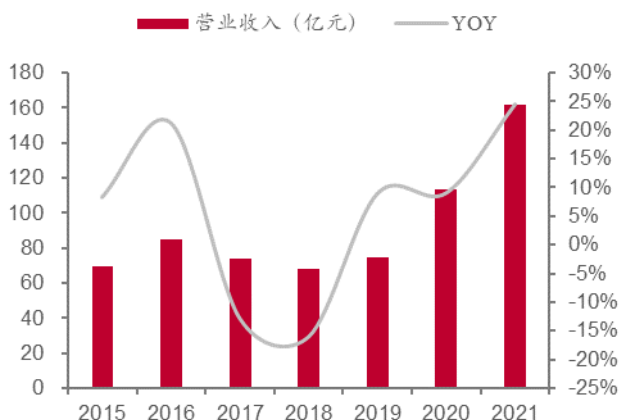
来源：公司公告、中泰证券研究所

盈利能力稳健，主营路桥运营

■ **公司 2021 年业绩同比上涨。**公司主要从事交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链上、价值链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资。2020 年新冠疫情防控期间，受高速公路通行费免费政策影响，公

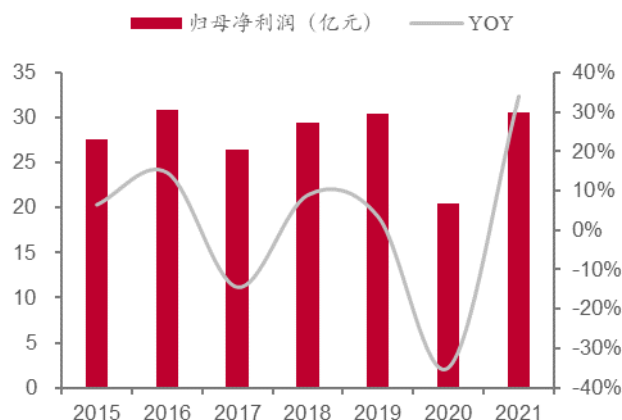
司通行费收入较低；2021年，公司整体业绩同比上涨，一方面路桥运营业务盈利能力有所恢复，另一方面收购的沪渝公司和毅康科技公司贡献部分业绩增量。公司2021年实现营业收入162.04亿元，同比增长24.61%；实现归母净利润30.52亿元，同比增长33.84%。

图表 7: 公司 2015-2021 年营业收入及同比变化



来源: Wind、中泰证券研究所

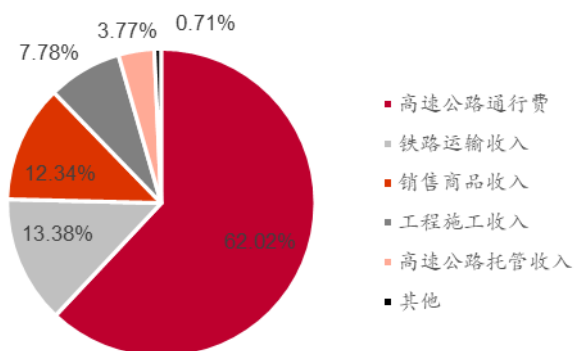
图表 8: 公司 2015-2021 年归母净利润及同比变化



来源: Wind、中泰证券研究所

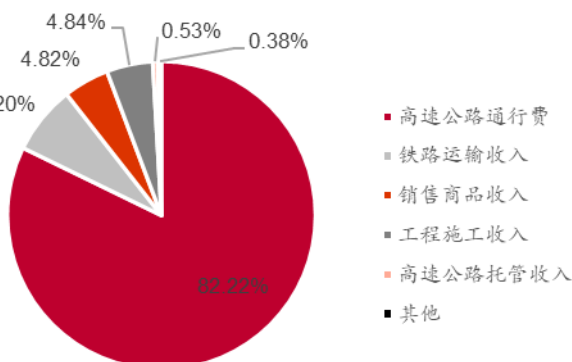
- **路桥运营贡献公司主要业绩。**公司收入和盈利来源于路桥运营、铁路运输和投资运营等板块，其中收费路桥运营作为核心业务，贡献主要业绩。公司通过为过往车辆提供通行服务并按照政府收费标准收取车辆通行费的方式获取经营收益，2021年实现高速公路通行费收入97.76亿元，占主营业务营收的62.02%；实现高速公路通行费毛利55.41亿元，占主营业务毛利的82.22%。2022年前三季度，公司实现通行费收入（含税）74.94亿元，同比基本持平。

图表 9: 公司 2021 年主营业务营收结构



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 10: 公司 2021 年主营业务毛利结构



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **公司现有路桥资产丰富，运营稳中提质。**截至2022年6月30日，公司运营管理的路桥资产总里程达到2828公里，其中公司所辖自有路桥资产里程1555公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程1273公里。公司立足“全天候通行”，启用山东省首个双天线E/M混合车道，

车道平均通行速度提高 2 倍，并成功打造山东省首个“无接触”收费站；同时立足“数字化运营”，重点研发“先行后付”功能、“畅和通”平台、“指尖路赔”等，路桥运营水平稳步提升。

图表 11: 公司收费公路信息一览 (截至 2022 年 6 月 30 日)

路段名称	细分路段	公司权益	批准收费结束时间	收费里程 (公里)	车道数	状况
济青高速	济南-青岛高速公路 (青银高速公路山东段)	100%	2044.12	318.5	8	营运
京台高速相关路段	北京-福州高速公路德州至齐河段	100%	2046.07.15	91.284	8	营运
	济南第二黄河公路大桥	100%	2032.04.16	5.75	6	营运
	北京-福州高速公路齐河至济南段	100%	2024.10.31	21.971	6	营运
	北京-福州高速公路济青连接线	100%	2024.10.31	16.376	4	营运
	北京-福州高速公路济南至泰安段	100%	2024.10.31	59.546	6	改扩建
济莱高速	北京至上海公路 (辅线) 济南至莱芜高速公路	100%	2034.10.21	76.048	4	营运
潍莱高速	潍坊-莱阳高速公路	100%	2024.07.31	140.637	4	营运
威海高速	威海-乳山高速公路	100%	2032.12.19	70.55	4	营运
泰西路	G104 国道泰安-曲阜一级公路	100%	2025.11.15	64.166	4	营运
利津黄河公路大桥	利津黄河公路大桥	65%	2029.09.25	1.35	4	营运
许禹高速	河南许昌至禹州高速公路	60%	2036.08.28	39.07	4	营运
济晋高速	二广高速济源至晋城 (省界) 段	54%	2038.09.09	20.555	4	营运
衡邵高速	湖南衡阳至邵阳高速公路	70%	2040.12.29	132.059	4	营运
武荆高速	湖北武汉至荆门高速公路	60%	2040.05	183.214	4	营运
沪渝高速	四川成渝环线合江 (渝川界) 至纳溪段	80%	2043.06.27	73.15	4	营运
济荷高速	济南-广州高速公路殷家林至王官屯段	38.93%	2034.09.22	153.601	4	营运
德上高速	德州-上饶高速公路聊城至范县 (鲁豫界) 段	38.93%	2040.11.15	68.942	4	营运
莘南高速	莘县至南乐 (鲁豫界) 高速林屯村至省界段	38.93%	2043.09.27	18.267	4	营运
合计				1555.036		

来源: 公司公告、中泰证券研究所

注: 2022 年 10 月 12 日, 京台高速济泰段改扩建项目正式建成通车。

核心路产改扩建, 优质路产再注入

核心路产改扩建, 未来发展可期

- 改扩建大潮来袭, 高速公路企业再迎发展机遇期。**根据 2021 年 3 月发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》, 快速建设交通强国, 实施京沪、京港澳、长深、沪昆、连霍等国家高速公路主线拥挤路段扩容改造, 加快建设国家高速公路主线并行线、联络线, 推进京雄等雄安新区高速公路建设。新改建高速公路里程 2.5 万公里。未来几年将进入高速公路改扩建的集中期, 相较于新建路产, 改扩建在建设工期、车流量培育期等方面具有一定优势, 高速公路企业迎来二次发展机遇。
- 济青高速地理位置优势显著, 为公司的核心路产之一。**济青高速东起青岛, 西至济南, 途径潍坊、淄博和滨州等市, 是山东省东西联系的主要通道, 是国家高速公路网“横五”青岛至银川线和山东省高速公路网“八纵四横一环八连”之“横二”青岛至夏津线的重要组成部分, 地理位置

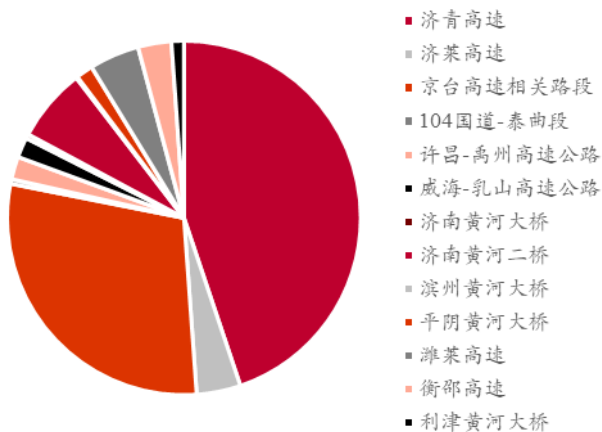
优越，周边地区经济活跃，区位优势明显。2016年改扩建之前，济青高速通行费收入占公司总通行费收入的40%以上，通行量占公司总通行量的30%以上，为公司的核心路产之一。

图表 12: 济青高速地理位置示意图



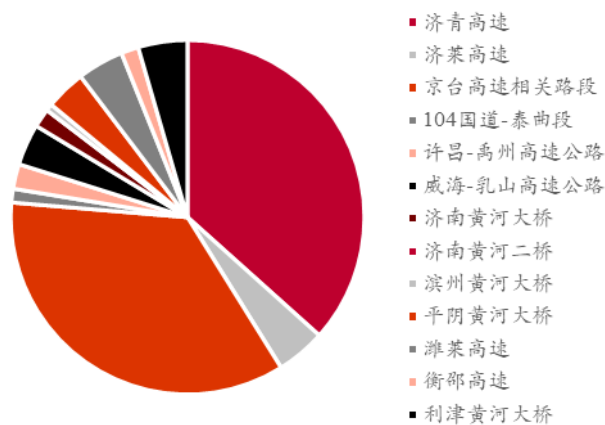
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 13: 公司 2015 年通行费收入结构



来源：《山东高速股份有限公司 2018 年信用评级报告》、中泰证券研究所

图表 14: 公司 2015 年通行量结构

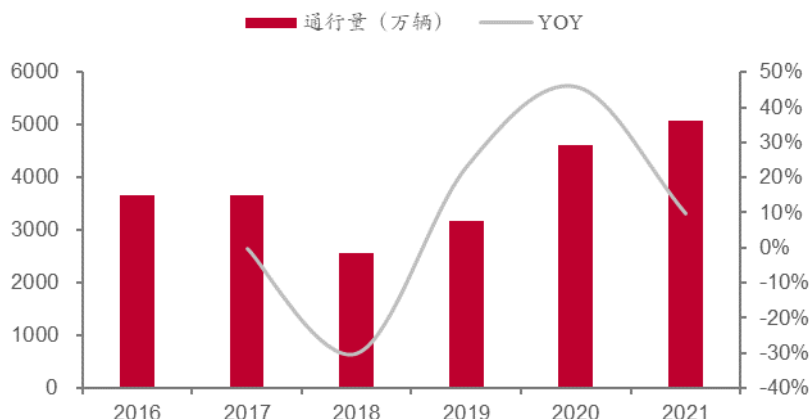


来源：《山东高速股份有限公司 2018 年信用评级报告》、中泰证券研究所

- **济青高速改扩建后效果初显，预计车流量仍有增长空间。**济青高速改扩建项目于2016年6月开工建设，由四车道拓宽至八车道，2019年年底全线建成通车，批准收费结束时间由2029年11月延长至2044年12月。2020年，济青高速车辆通行量约为4613万辆，相较于2016年增长25.69%，改扩建对车流量的提升效果初步显现。2022年上半年，济青高速车辆通行量约为1816万辆，同比下降25.70%，车流量受疫情影响短期有所下降。但考虑到改扩建之前，济青高速局部路段交通量已接近饱和，道路服务能力受限，待疫情及偶发因素影响消除后，预计车流

量仍有继续增长空间。

图表 15: 济青高速改扩建后车流量提升效果初显



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **京台高速相关路段同样地理位置优越，意义重大。**京台高速公路是国家高速公路网中的放射线之一，连接了北京、天津、济南、合肥、福州、台北等城市，构成了北京向南辐射的快速主干通道，为扩大首都辐射作用、促进沿线经济发展作出了重要贡献，取得了显著的社会效益和经济效益。京台高速山东段位于山东中西部，纵贯山东省南北，是《山东省综合交通网中长期规划（2018-2035年）》中“九纵五横一环七射多连”高速公路网布局的“纵七”线，沿线连接了德州、济南、泰安、济宁、枣庄等5个大中城市和17个县市区，意义重大。

图表 16: 京台高速山东段地理位置示意图



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **京台高速相关路段改扩建分批进行中，部分路段已通车。**德州至齐河段改扩建项目于2019年7月1日开工建设，2021年7月16日正式通车，提前18个月通车运营，是山东省“十四五”期间第一个通车的重点项目；济南至泰安段改扩建项目于2020年底开工建设，2022年10月12日正式建成通车，目前山东省政府已批准改扩建段设置收费站5处，收

费期限 25 年，项目提前建成将助力公司通行费增收；齐河至济南段改扩建项目采用政府和社会资本合作（PPP）模式建设，实施单位为山东省交通运输厅，公司作为社会资本方参与项目投标，公司已于 2023 年 1 月 16 日收到《中标通知书》。

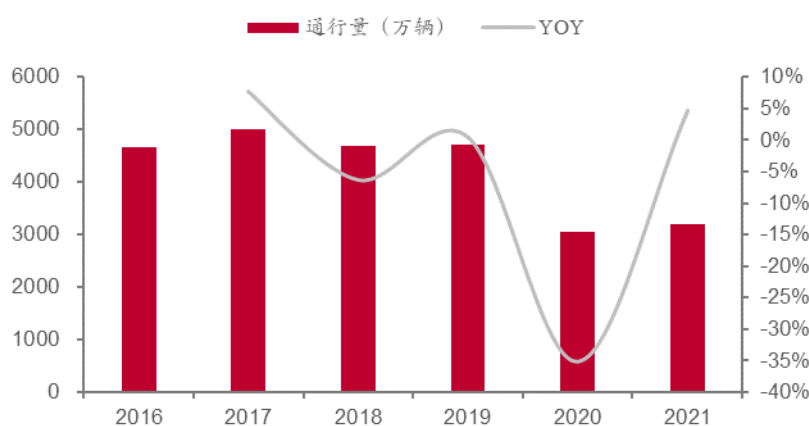
图表 17: 京台高速相关路段改扩建项目安排及进展

扩建方案	德州至齐河段	齐河至济南段	济南至泰安段
项目起点	鲁冀两省交界的德州市德城区梁庄村北的省际收费站	京台高速和济聊高速交叉的晏城枢纽	京台高速与济广高速、济南绕城高速公路南段相交叉设置的殷家林枢纽
项目终点	京台高速公路与济聊高速交叉设置的晏城枢纽	京台高速与济广高速、济南绕城高速公路南段相交叉的殷家林枢纽	京台高速与青兰高速相交叉设置的泰山枢纽
路线长度	93.143 公里	23.999 公里	54.071 公里
车道数	四车道改八车道	六车道改十二车道	六车道改八车道
设计时速	120 公里/小时	120 公里/小时	120 公里/小时
投资估算总金额	1195479.6 万元	860725.63 万元	662184.5 万元
资本金财务内部收益率	7.1%	6.6%	9.5%
计划建设工期	42 个月	48 个月	36 个月
开工建设时间	2019 年 7 月 1 日	/	2020 年底
实际通车时间	2021 年 7 月 16 日	/	2022 年 10 月 12 日

来源：公司公告、中泰证券研究所

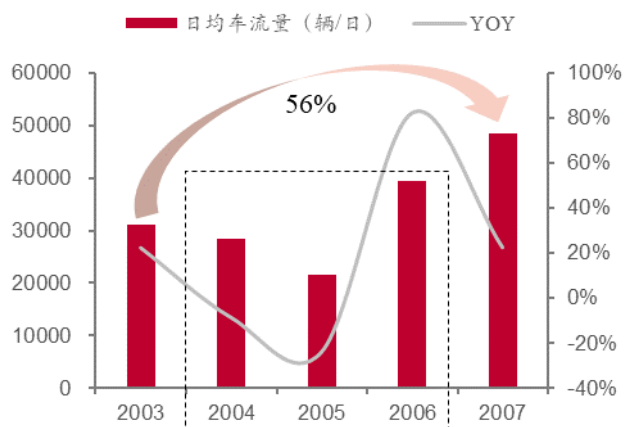
- 京台高速相关路段改扩建完成后，公司通行量将再登上新台阶。京台高速相关路段作为公司另一核心路产，与济青高速一样，未来盈利能力不容小觑。近两年受部分路段改扩建以及疫情防控影响，公司京台高速相关路段车辆通行量有所下滑，2022 年上半年通行量约为 1097 万辆，同比下降 31.37%。但回顾过往沪宁高速、京港澳高速郑漯段改扩建前后车流量的变化可以发现，改扩建对于提升高速公路车流量效果显著。预计京台高速相关路段改扩建全部完成后，公司车流量将迎来大幅增长。

图表 18: 京台高速相关路段改扩建过程中车流量短期承压



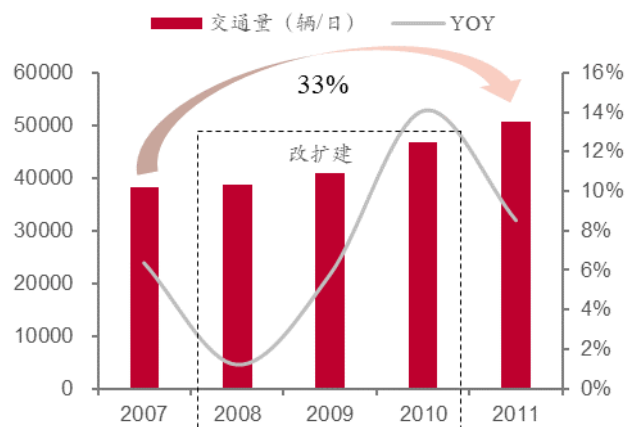
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 19: 沪宁高速改扩建前后车流量变化



来源: 宁沪高速公司公告、中泰证券研究所

图表 20: 京港澳高速郑漯段改扩建前后车流量变化

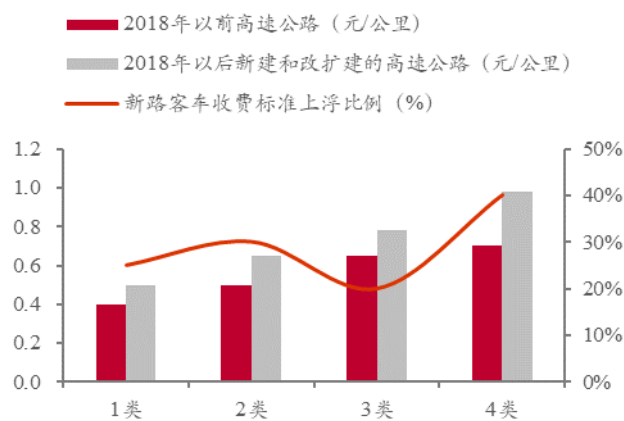


来源: 中原高速公司公告、中泰证券研究所

注: 图中数值为公告披露的折算数交通量, 折算数为按收费标准折算为收费标准最低车型的交通量。

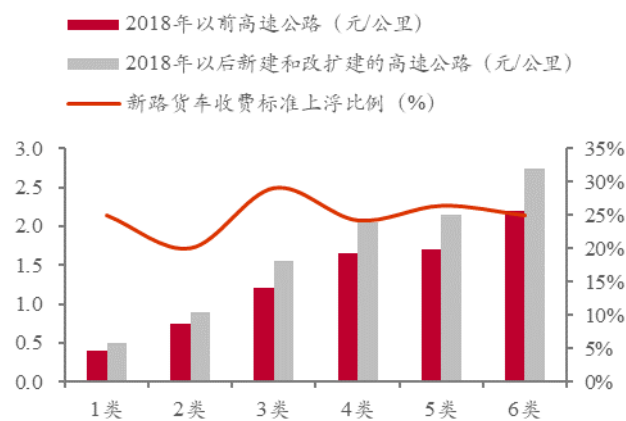
- 收费标准上调, 改扩建路产迎来量价双升。**根据 2020 年发布的《山东省交通运输厅山东省发展和改革委员会山东省财政厅关于高速公路车辆通行费有关事项的通知》及《山东高速公路车辆通行费收费标准信息公开表》, 相比于 2018 年以前的高速公路, 2018 年以后新建和改扩建的高速公路, 收费标准有一定上浮, 其中 1 类车提升约 25%。作为公司目前通行费收入主要来源之一的济青高速的车辆结构基本反映了公司路产的通行结构, 2019-2021 年济青高速的一型车通行占比在 70%左右, 因此预计公司核心路产改扩建后的收费标准将迎来一定幅度的上调。

图表 21: 山东省高速公路客车通行费标准变化

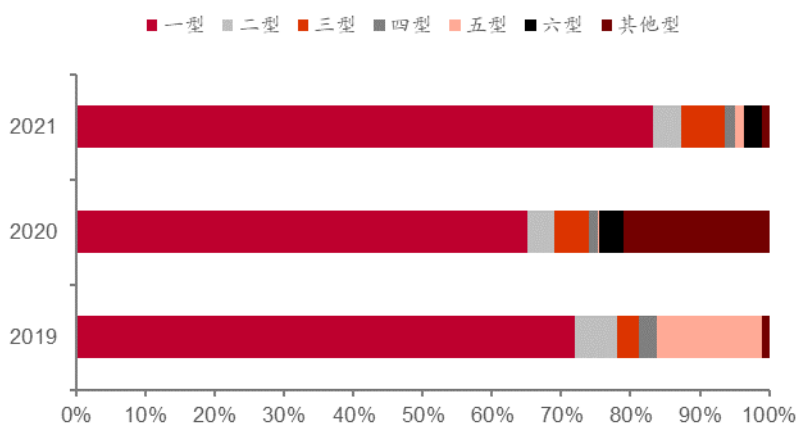


来源: 《山东高速股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书》、中泰证券研究所

图表 22: 山东省高速公路货车通行费标准变化



来源: 《山东高速股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书》、中泰证券研究所

图表 23: 2019-2021 年济青高速通行车辆结构


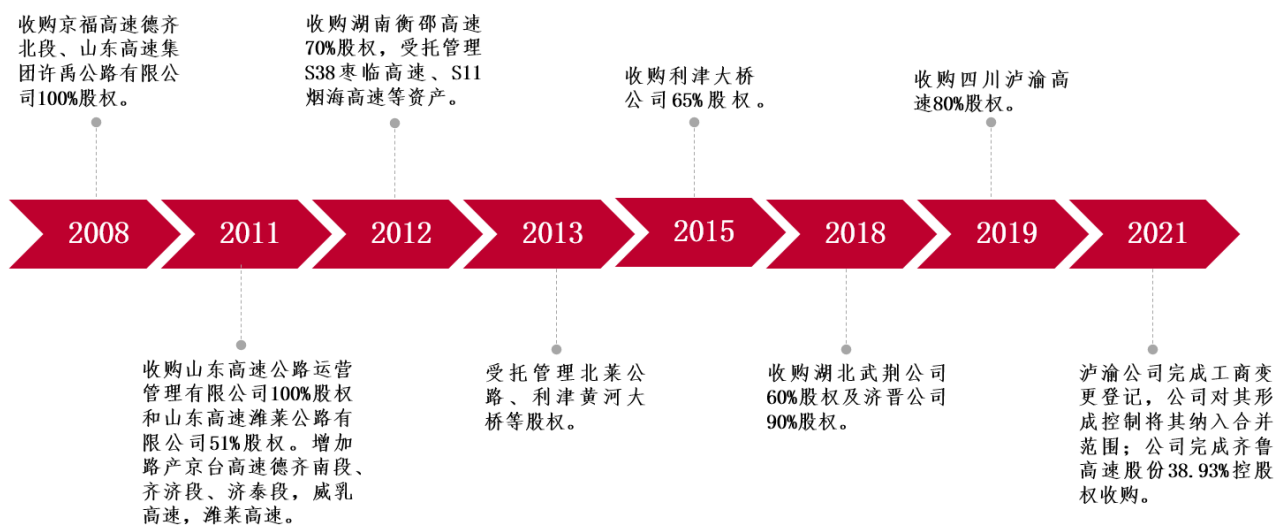
来源:《山东高速股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书》、中泰证券研究所

注: 一型为小于 7 座客车或小于 2 吨货车、二型为 8-19 座客车或 2-5 吨货车、三型为 20-39 座客车或 5-10 吨货车、四型为大于 40 座客车、10-15 吨货车或 20 英尺集装箱车, 五型为载重量大于 15 吨货车或 40 英尺集装箱车。

优质路产再注入, 成长能力增强

- **收购泸渝公司 80% 股权, 新增路产泸渝高速。**公司 2019 年审议通过了《关于收购泸州东南高速公路发展有限公司 80% 股权的议案》(以下简称“泸渝公司”); 2020 年 12 月 15 日, 泸渝公司取得四川省人民政府关于泸渝高速公路收费期限的批复文件, 收费期为 2013 年 6 月 28 日至 2043 年 6 月 27 日, 期限 30 年; 2021 年 1 月 13 日, 泸渝公司完成工商变更登记。公司自 2021 年 1 月起对泸渝公司形成控制, 将其纳入合并范围。
- **收购齐鲁高速 38.93% 股权, 新增路产济菏高速、德上高速及莘南高速。**2021 年 10 月 13 日, 公司发布公告拟以非公开协议方式受让山东高速集团持有的齐鲁高速公路股份有限公司(以下简称“齐鲁高速”)38.93% 股权, 受让价格为 15.54 亿元; 2021 年 11 月 10 日, 公司与山东高速集团签订《股份转让协议》, 协议生效条件已具备, 并按照《股份转让协议》支付全部转让款, 公司正式对齐鲁高速形成控制, 将其纳入合并范围。齐鲁高速目前主营济菏高速、德上高速及莘南高速路产业务。

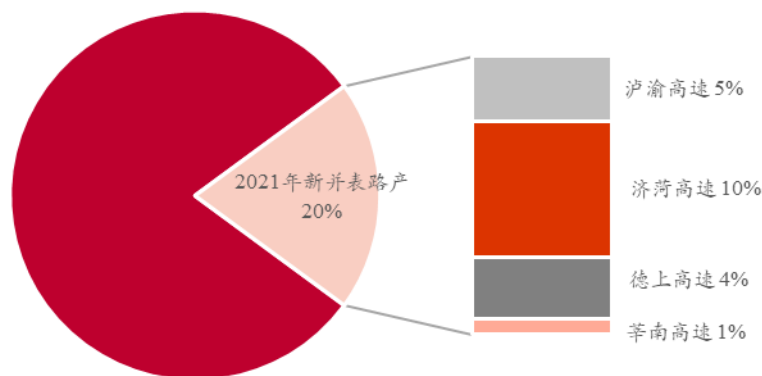
图表 24: 公司路产注入历程



来源：公司官网、公司公告、中泰证券研究所

- **公司路桥运营里程因新增路产再延长。**截至2021年12月31日，公司自有路桥资产里程增加至1557.473公里，其中2021年新纳入合并范围的高速公路占20%，包括泸渝公司运营的泸渝高速73.15公里（占5%）、齐鲁高速运营的济荷高速153.601公里（占10%）、德上高速68.942公里（占4%）、莘南高速18.267公里（占1%）。

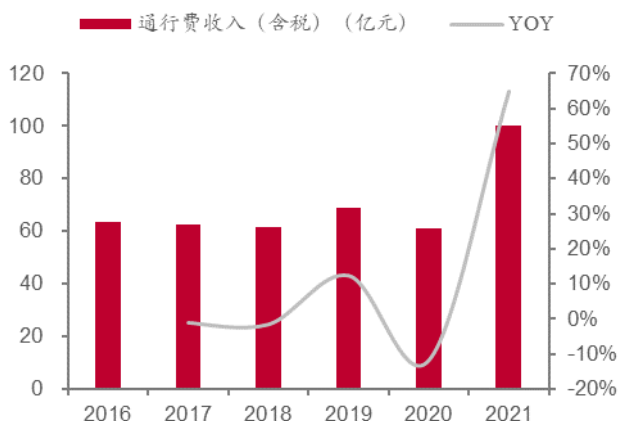
图表 25: 公司2021年自有路桥资产里程结构



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **公司路桥运营能力因新增路产再增强。**2021年公司实现通行费收入100.32亿元（含税），同比增长64.67%，其中新增高速公路实现通行费收入21.58亿元（含税），占公司总通行费收入的21.51%。2021年公司实现车辆通行量19059万辆，同比增长47.76%，其中新增高速公路实现车辆通行量5482万辆，占公司总车辆通行量的28.76%。优质路产的注入使公司收费路桥业务的运营能力增强，预计疫情影响消除后将进一步增厚公司业绩。

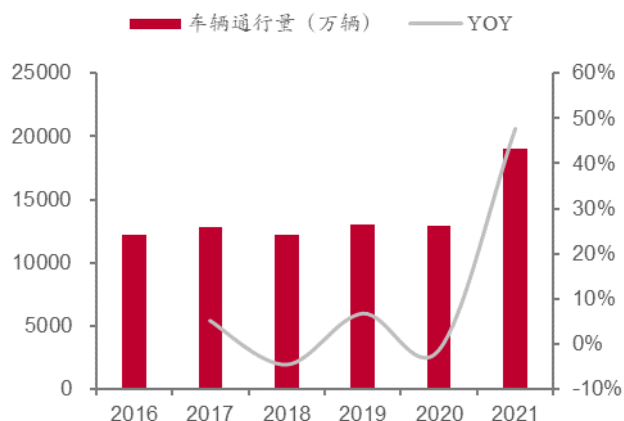
图表 26: 公司 2016-2021 年通行费收入及同比变化



来源: 公司公告、中泰证券研究所

注: 根据交通运输部的通知, 从 2020 年 2 月 17 日零时起至 5 月 6 日零时, 全国收费公路免费通行, 免费政策共实施 79 天, 下同。

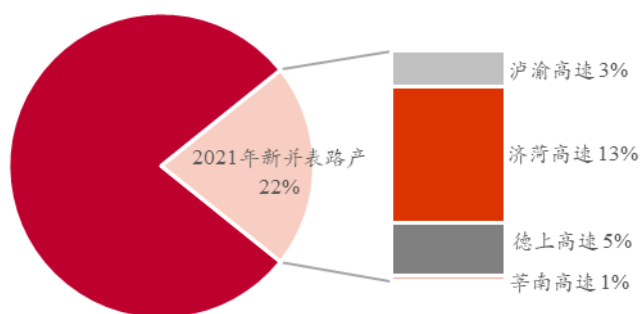
图表 27: 公司 2016-2021 年车辆通行量及同比变化



来源: 公司公告、中泰证券研究所

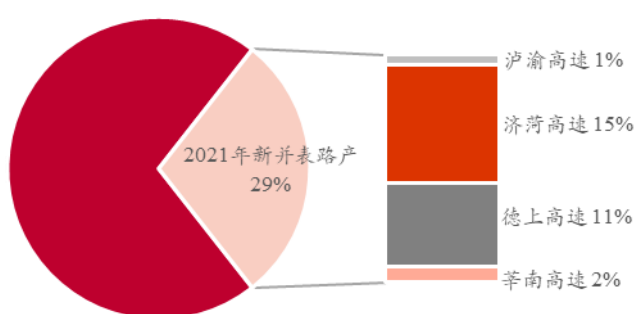
注: 图中 2020 年通行量含 79 天免费通行的通行量。

图表 28: 公司 2021 年自有路桥资产通行费收入结构



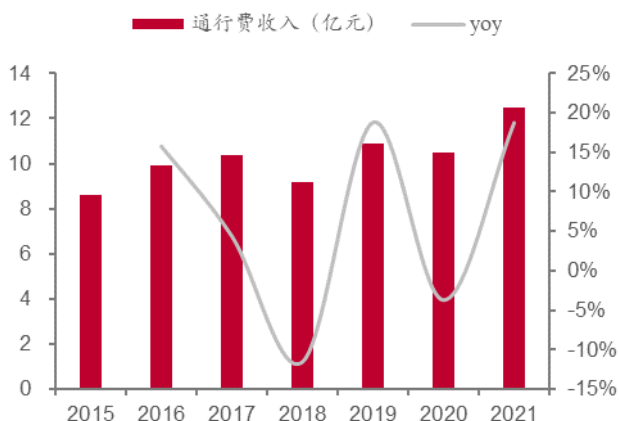
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 29: 公司 2021 年自有路桥资产通行量结构

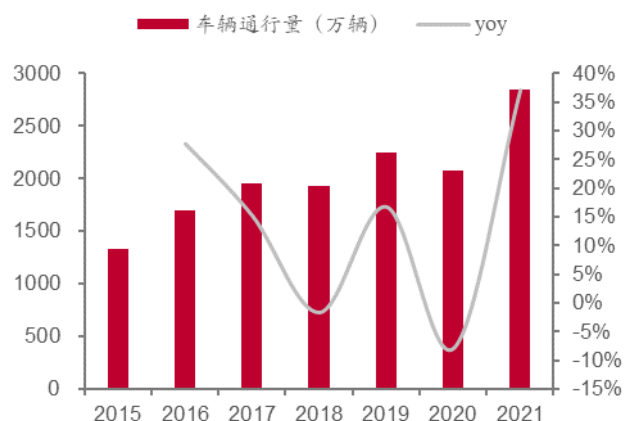


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 值得注意的是, 济菏高速改扩建项目已被列为山东省十四五规划实施项目。2023 年 2 月 7 日, 齐鲁高速发布公告, 济菏高速改扩建项目主体工程正有序展开, 改扩建项目采用“半幅封闭施工, 半幅单向通行”模式, 半幅封闭施工共分三个阶段, 涉及左、右幅交替封闭, 将于 2023 年 2 月 16 日起至 2023 年 12 月 31 日期间, 实施第一、二阶段封闭施工的相关交通管制措施, 预计 2023 年车流量及通行费收入将因此出现明显程度的下降。济菏高速是国家高速 G35 济南—广州高速公路的重要组成部分, 虽然短期营收贡献能力因改扩建承压, 但改扩建完成后预计将增强公司主业成长能力。

图表 30: 济菏高速 2015-2021 年通行费收入变化


来源: 齐鲁高速公告、中泰证券研究所

图表 31: 济菏高速 2015-2021 年车辆通行量变化


来源: 齐鲁高速公告、中泰证券研究所

注: 图中车流量数值不包括免收通行费的车辆。

- **集团路桥资产注入空间大。**截至 2022 年 3 月底, 山东高速集团管辖的收费公路(含桥梁、一级公路和高速公路)实际收费里程共计 7281.45 公里, 主要分布于山东省内; 省外主要分布于云南省、湖南省、湖北省、山西省等。“十四五”期间, 公司计划择机选取山东高速集团优质路桥资产注入公司, 扩大公司主业资产规模, 提升公司盈利能力。

布局大交通产业链, 投资运营提质增效

收购轨道交通集团, 增加新的营收来源

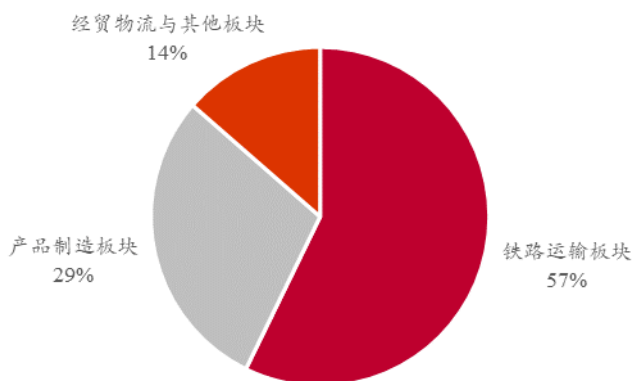
- 2020 年上半年, 公司收购了轨道交通集团 51% 股权, 实现向货运铁路业务扩展, 增加铁路运输、产品制造等营收来源。截至 2022 年 3 月底, 轨道交通集团经营管理大莱龙铁路、青大铁路、宅羊铁路、坪岚铁路等地方铁路, 营业里程 553.50 公里。为支持铁路板块持续健康经营发展, 做大、做强“大交通”产业战略布局, 公司 2022 年会同山东高速集团按照持股比例以现金形式向轨道交通集团增资。高速公路与铁路优势互补, 收购轨道交通集团将提升公司持续盈利能力与抗风险能力。

图表 32: 轨道交通集团运营铁路概览 (单位: 公里、万吨、亿元)

线路	起讫地点	营业里程	2019 年运量	2020 年运量	2021 年运量	2019 年收入	2020 年收入	2021 年收入
大莱龙铁路	大家洼- 龙口北	175.00	1,583.40	1,458.09	1269.22	2.79	3.30	2.93
龙口港进港铁路	龙口北- 龙口港	12.00						
青大铁路	青州-大家洼	76.00	2,309.70	2,581.34	2975.55	6.35	7.36	6.87
宅羊铁路	宅科-羊角狗	22.10						
坪岚铁路	铁牛庙- 岚山抖	35.00	2,200.40	2,431.64	2278.43	9.99	10.99	9.86
寿平铁路	曹王-寿光西	59.00	486.30	375.78	608.56	0.48	0.8	0.79
桃威铁路	桃村-威海	138.00						
青临铁路	青州-冶源	36.40						
合计		553.50	6,579.80	6,846.85	7131.76	14.07	22.45	20.44

来源: 《山东高速股份有限公司 2023 年度第一期超短期融资券募集说明书》、中泰证券研究所

注: 上述铁路均包含管内运输、直通运输。同时, 合并数据与上述单体数据有所差别。

图表 33: 轨道交通集团营收结构 (2022 年上半年)


来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 轨道交通集团运营质效提升。** 1) 铁路运输板块持续向好: 2022 年前三季度完成运量 6688.4 万吨, 同比增长 24.2%, 占省内铁路货运总量的 14.2%。黄大铁路正式引入大家洼站, 区间年运输能力由 2000 万吨提升至 5500 万吨。2) 产品制造板块连创佳绩: 成功中标济滨高铁轨道板项目、高强钢筋产品首次成功出口海外。3) 资源开发和建设施工板块稳步发展: 以矿山周边高速项目为突破口, 中标骨料 90 余万吨, 2022 年三季度生产销售骨料 26 万吨。

投资运营提质增效, 收益贡献再上台阶

- 公司在大力发展路桥运营主业的同时, 积极转型升级, 盘活存量资产, 并寻找好的投资机会, 促进公司长期可持续发展。1) 公司参股威海商行、东兴证券、粤高速 A、龙马环卫 4 家上市公司, 设立畅赢基金管理公司, 打造多元化投融资平台。2022 年前三季度, 公司投资经营稳中求进, 实现投资收益 8.93 亿元, 同比增长 13.76% (未重述)。2) 2022 年 12 月 19 日, 公司完成对烟台合盛房地产开发有限公司工商变更登记, 不再持有其股权, 初步测算本次交易预计增加投资收益 6.60 亿元。

图表 34: 公司 2022 年前三季度投资收益及同比情况

项目	2022 年前三季度 (万元)	2021 年前三季度 (万元)	同比
权益法核算的长期股权投资收益	59850.41	43052.37	39.02%
威海商行 (9677.HK)	16022.34	14418.58	11.12%
东兴证券 (601198.SH)	1521.74	4767.21	-68.08%
粤高速 A (000429.SZ)	10995.13	11108.48	-1.02%
龙马环卫 (603686.SH)	1073.66	1573.92	-31.78%
交易性金融资产在持有期间的投资收益	4720.11	3561.55	32.53%
债权投资在持有期间取得的利息收入	24710.16	31868.03	-22.46%
投资收益合计	89280.67	78481.95	13.76%

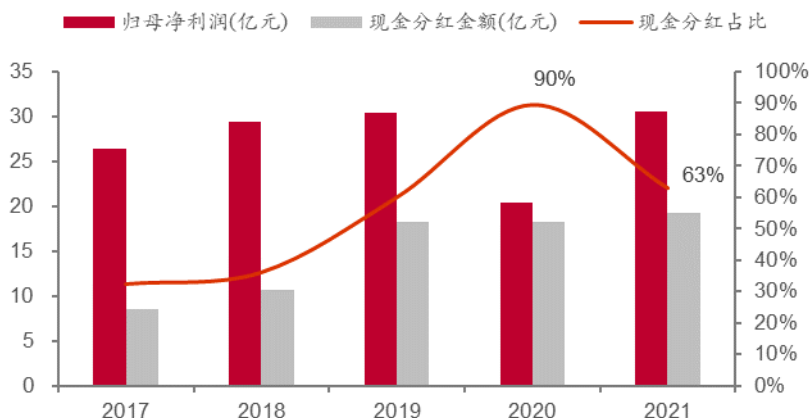
来源: 公司公告、中泰证券研究所

高分红强激励，彰显投资价值

对外承诺高比例分红，稳定投资回报

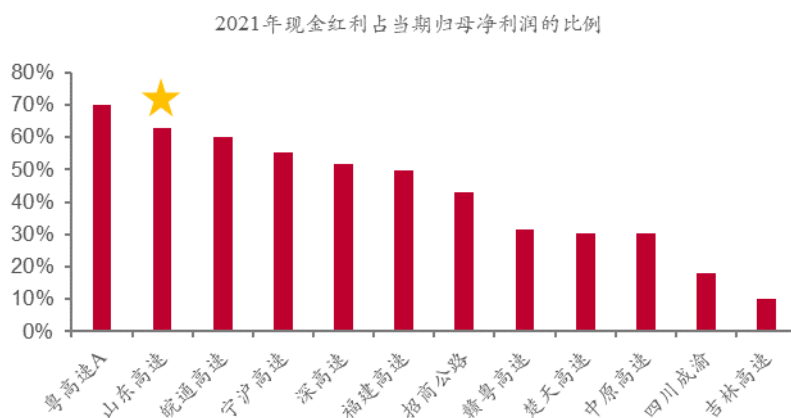
- 5 年高比例分红承诺，彰显长期投资价值。**公司 2020 年 7 月 30 日发布《山东高速股份有限公司未来五年（2020-2024 年）股东回报规划》，在符合现金分红条件的情况下，未来五年（2020-2024 年），公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 60%。
- 连续两年兑现高分红承诺。**2020 年，公司现金分红比例约 90%，实现超预期分红；2021 年，公司向全体股东每股派发现金红利 0.4 元（含税），合计派发现金红利 19.24 亿元，现金分红比例约 63%，再次成功兑现分红承诺。在高速公路行业主要上市公司中，公司 2021 年现金分红比例仅低于粤高速 A，处于行业前列。

图表 35：公司 2020-2021 年连续两年兑现分红承诺



来源：Wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 36：公司 2021 年现金分红比例处于行业前列



来源：各公司公告、中泰证券研究所

对内进行股权激励，彰显发展信心

- 2020年3月，公司首次发布股票期权激励草案，5月发布股票期权激励草案修订稿，拟向激励对象授予4800万份股票期权，约占计划公告时公司总股本的1%。其中首次授予4320万份，约占计划公告时公司总股本0.9%；预留480万份，约占计划公告时公司总股本的0.1%。本次激励计划以2018年业绩作为考核基数，设置了2021-2023年的业绩考核条件，彰显了公司对未来发展的信心。
- 2022年8月2日，公司股票期权激励计划首次授予第一个行权期行权股份上市流通。公告显示，本次行权的激励对象为公司董事、中高层管理人员和其他骨干人员，合计195人；可行权数量为1604.6576万份，占授予股票期权总数的33.43%，占授予时股本总额的0.33%；行权价格为3.18元/份。截至2022年7月14日止，公司已收到195位激励对象缴纳的行权认购款金额合计人民币5102.81万元，将全部用于补充流动资金。

图表 37：公司 2020 年股权激励计划具体安排

2020年股票期权激励计划		具体安排
首次授予	授予日期	2020年6月29日
	授予登记完成日期	2020年8月10日
	授予时行权价格	3.96元/份
	授予数量	4320万份
	授予人数	206人
预留授予	授予日期	2021年3月30日
	授予登记完成日期	2021年5月31日
	授予时行权价格	6.64元/份
	授予数量	466.37万份
	授予人数	34人
第一个行权期	行权时间	自授予日起24个月后的首个交易日起至授予日起36个月内的最后一个交易日当日止
	行权比例	40%
	激励计划考核年度	2021年
	业绩考核基数	2018年营业收入
	营业收入增长率要求	不低于25%，且不低于同行业平均水平
	税前每股分红要求	不低于0.155元/股，且不低于同行业平均水平
第二个行权期	行权时间	自授予日起36个月后的首个交易日起至授予日起48个月内的最后一个交易日当日止
	行权比例	30%
	激励计划考核年度	2022年
	业绩考核基数	2018年营业收入
	营业收入增长率要求	不低于30%，且不低于同行业平均水平
	税前每股分红要求	不低于0.16元/股，且不低于同行业平均水平
第三个行权期	行权时间	自授予日起48个月后的首个交易日起至授予日起60个月内的最后一个交易日当日止
	行权比例	30%
	激励计划考核年度	2023年
	业绩考核基数	2018年营业收入

营业收入增长率要求

不低于 35%，且不低于同行业平均水平

税前每股分红要求

不低于 0.165 元/股，且不低于同行业平均水平

来源：公司公告、中泰证券研究所

注：业绩考核指标为剔除京台齐河至德州路段、京台济南至泰安路段及黄河二桥路段产生的影响。根据上述口径计算得出公司 2018 年营业收入为 44.67 亿元，税前每股分红为 0.13 元。

核心假设与盈利预测

■ 核心假设：

1) 路桥运营业务：公司核心路产济青高速已于 2019 年改扩建完成；另一核心路产京台高速德州至齐河段改扩建项目于 2021 年 7 月 16 日建成通车；济南至泰安段改扩建项目于 2022 年 10 月 12 日建成通车。预计核心路产改扩建后将迎来量价双升，同时考虑到 2022 年受疫情影响车流量有所下降，营收增速承压，假设 2022-2024 年公司通行费收入的增速为 3.9%、7.2%、4.9%。

2) 其他业务：公司收购轨道交通集团后，主营业务增加铁路运输收入、销售商品收入等内容。预计疫情影响消除后，伴随经济修复加快，公司除路桥运营之外的其他业务也将迎来进一步发展，营收呈现向好趋势。

- **盈利预测：**基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 169.35、180.90、190.12 亿元，同比增速分别为 5%、7%、5%，实现归母净利润分别为 30.91、33.46、35.39 亿元，每股收益分别为 0.64、0.69、0.73 元。

图表 38：公司 2022-2024 年营业收入预测表（百万元）

营业收入	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
高速公路通行费收入	5955.76	9775.84	10154.87	10890.82	11423.30
yoy		64.1%	3.9%	7.2%	4.9%
高速公路托管收入	605.71	593.57	656.74	689.58	724.06
yoy		-2.0%	10.6%	5.0%	5.0%
铁路运输收入	2494.57	2108.74	2111.79	2217.38	2328.25
yoy		-15.5%	0.1%	5.0%	5.0%
销售商品收入	1791.58	1944.41	1934.24	2030.95	2132.50
yoy		8.5%	-0.5%	5.0%	5.0%
工程施工收入	224.35	1226.94	1178.54	1272.83	1336.47
yoy		446.9%	-3.9%	8.0%	5.0%
其他业务收入	293.18	554.07	898.85	988.74	1067.84
yoy		89.0%	62.2%	10.0%	8.0%
合计	11365.16	16203.58	16935.04	18090.30	19012.42
Yoy		42.6%	4.5%	6.8%	5.1%

来源：Wind、中泰证券研究所

估值与投资建议

- 按照 2023 年 2 月 24 日的收盘价，可比公司宁沪高速、招商公路以及深高速的平均 PB 为 1.1，山东高速 PB 为 1.0；可比公司宁沪高速、招商公路以及深高速 2023 年平均 PE 为 8.5 倍，山东高速 2023 年 PE 为 8.6 倍。考虑到公司核心路产改扩建后有望迎来量价双升，优质路产再注入空间大，交通主业成长性较强，高分红承诺彰显投资价值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 39：公司及可比公司盈利预测与估值表

代码	名称	收盘价	PB	每股收益			市盈率 PE		
		2023/2/24		21A	22E	23E	21A	22E	23E
600377.SH	宁沪高速	8.25	1.3	0.83	0.71	0.91	9.9	11.6	9.1
001965.SZ	招商公路	8.16	0.9	0.80	0.78	0.89	10.2	10.5	9.2
600548.SH	深高速	9.09	1.1	1.20	1.24	1.26	7.6	7.3	7.2
	平均值	/	1.1				9.2	9.8	8.5
600350.SH	山东高速	5.94	1.0	0.63	0.64	0.69	9.4	9.3	8.6

来源：Wind、中泰证券研究所

注：山东高速 EPS 为中泰交运预测值，其余公司 EPS 来自 Wind 一致预期。

风险提示

- 宏观经济环境恶化风险：**高速公路在我国交通运输体系中占有重要地位，与国民经济发展水平密切相关。若未来宏观经济走势恶化，公路客货运需求降低，将对公司发展产生不利影响。
- 改扩建工程建设进度不及预期风险：**若公司改扩建工程不能按期完成，将会影响到后续车流量以及通行费收入的增长幅度，降低收费路桥业务的盈利能力。
- 投资收益不及预期风险：**公司投资收益具有不确定性，若后期投资收益出现较大波动，将影响公司整体盈利能力。
- 财务预算超支风险：**公司目前仍有部分在建工程未完工，实际资本支出可能高于预算数，具有一定的财务预算超支风险。
- 研报使用信息数据更新不及时风险：**研究报告使用的公开资料可能存在信息数据滞后或更新不及时的风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,734	4,947	5,285	5,554	营业收入	16,204	16,935	18,090	19,012
应收票据	313	327	350	368	营业成本	9,184	9,717	10,289	10,796
应收账款	1,495	1,562	1,669	1,754	税金及附加	108	113	121	127
预付账款	213	225	239	250	销售费用	19	20	21	22
存货	1,456	1,540	1,631	1,711	管理费用	736	769	821	863
合同资产	709	741	791	832	研发费用	136	142	151	159
其他流动资产	8,178	8,578	9,138	9,608	财务费用	1,946	2,176	2,344	2,421
流动资产合计	16,388	17,180	18,311	19,245	信用减值损失	-78	-58	-68	-63
其他长期投资	781	760	776	774	资产减值损失	91	11	51	31
长期股权投资	13,737	14,628	14,182	14,405	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	9,864	16,521	17,287	17,949	投资收益	975	1,180	1,239	1,301
在建工程	15,089	8,389	6,689	4,989	其他收益	77	69	73	71
无形资产	63,267	81,941	83,747	95,372	营业利润	5,152	5,207	5,646	5,971
其他非流动资产	6,780	7,505	7,187	7,382	营业外收入	93	102	98	100
非流动资产合计	109,518	129,743	129,868	140,870	营业外支出	60	58	59	58
资产合计	125,906	146,924	148,179	160,116	利润总额	5,185	5,251	5,685	6,013
短期借款	3,449	15,840	12,151	18,468	所得税	1,267	1,283	1,390	1,470
应付票据	522	553	585	614	净利润	3,918	3,968	4,295	4,543
应付账款	9,998	10,578	11,201	11,753	少数股东损益	866	877	949	1,004
预收款项	65	68	73	77	归属母公司净利润	3,052	3,091	3,346	3,539
合同负债	152	159	169	178	NOPLAT	5,389	5,612	6,067	6,372
其他应付款	4,210	4,215	4,212	4,214	EPS (按最新股本摊薄)	0.63	0.64	0.69	0.73
一年内到期的非流动负债	2,657	3,444	3,050	3,247					
其他流动负债	2,998	3,054	3,231	3,337	主要财务比率				
流动负债合计	24,050	37,911	34,673	41,887	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	50,011	51,159	52,306	53,454	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	42.6%	4.5%	6.8%	5.1%
其他非流动负债	5,041	5,017	5,029	5,023	EBIT增长率	55.2%	4.2%	8.1%	5.0%
非流动负债合计	55,052	56,176	57,335	58,477	归母公司净利润增长率	49.7%	1.3%	8.2%	5.8%
负债合计	79,102	94,086	92,008	100,364	获利能力				
归属母公司所有者权益	37,198	42,355	44,738	47,316	毛利率	43.3%	42.6%	43.1%	43.2%
少数股东权益	9,606	10,483	11,432	12,436	净利率	24.2%	23.4%	23.7%	23.9%
所有者权益合计	46,804	52,837	56,170	59,752	ROE	6.5%	5.9%	6.0%	5.9%
负债和股东权益	125,906	146,924	148,179	160,116	ROIC	8.2%	7.0%	7.5%	7.1%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	62.8%	64.0%	62.1%	62.7%
					债务权益比	130.7%	142.8%	129.1%	134.2%
单位:百万元					流动比率	0.7	0.5	0.5	0.5
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	速动比率	0.6	0.4	0.5	0.4
经营活动现金流	9,794	12,717	15,918	16,417	营运能力				
现金收益	8,928	13,812	17,082	17,696	总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
存货影响	-65	-84	-91	-80	应收账款周转天数	22	32	32	32
经营性应收影响	-1,368	-105	-193	-146	应付账款周转天数	287	381	381	383
经营性应付影响	6,359	619	658	586	存货周转天数	56	56	55	56
其他影响	-4,059	-1,525	-1,538	-1,639	每股指标(元)				
投资活动现金流	-6,802	-23,728	-9,321	-20,436	每股收益	0.63	0.64	0.69	0.73
资本支出	-30,879	-26,298	-11,314	-21,319	每股经营现金流	2.03	2.63	3.30	3.40
股权投资	-804	-892	446	-223	每股净资产	7.71	8.77	9.27	9.80
其他长期资产变化	24,881	3,462	1,547	1,106	估值比率				
融资活动现金流	-831	11,225	-6,260	4,288	P/E	9	9	9	8
借款增加	14,584	14,326	-2,935	7,661	P/B	1	1	1	1
股利及利息支付	-4,932	-3,564	-3,843	-4,007	EV/EBITDA	8	5	4	4
股东融资	6,230	0	0	0					
其他影响	-16,713	463	518	634					

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。