

仓储物流、公路、铁路运输

看改革，选成长：2017 年铁路公路物流投资策略

观点聚焦

投资建议

铁路：普客提价或将拉开序幕，**确信买入广深铁路 A/H**（从普客提价受益最多，业绩弹性巨大），**关注大秦铁路**（如果明年煤企盈利不错，运量表现较好，则有提价可能）。

公路：**确信买入宁沪高速 A/H**（业绩稳，分红高，绝对回报品种），**推荐深高速 A/H**（梅林关项目带来长期回报，转型进军大环保领域）和**安徽皖通高速 H**（国企改革预期）。

物流：建议关注电商相关物流企业和有整合能力的大型综合物流商：**1）快递**是交运板块中不多的成长行业，**推荐新海股份（韵达借壳）以及中通快递**。**2）确信买入中国外运和外运发展**（与招商物流的整合或快于市场预期）。

理由

铁路看改革：1）普客提价或将拉开帷幕：中国普客运价 20 年未动，横纵比较都最为便宜，具备提价条件。铁总内忧外患，有提价动力。近期普客成本监审方案的出台，或预示着普客提价已提上日程。2）铁总今年完成了新老换届，铁路改革有望得到实质性推进，包括土地开发，优质资产证券化等。

收费公路双重利好在前：1）**基本面持续改善：**重卡销量增速加快，有望推动高速公路货车车流量加速增长；货车收费高，回报更为丰厚，带来盈利弹性。客车车流量在乘用车保有量增速加快的带动下，将继续保持高增长。从价上看，收费费率整体下调的可能性不大。2）**政策利好即将释放：**收费公路管理条例将在 2017 年出台，带来长期利好。

物流：1）**电商仍是关键驱动因素**，流通加快和物流现代化是大势所趋。我们认为**快递行业值得投资：**增速快（2017 年快递业务量保持 40% 增速），格局稳（前八大市场份额接近 80%），盈利强（未来单价降幅将趋缓，同时受益于规模效应，2016 年单件盈利均比 15 年提升）。2）明年物流行业内表现将分化，公路运输尤其是大宗商品运输企业盈利面临压力。消费品货物为主的物流企业景气度有望提高。

盈利预测与估值

重点公司 2017 年估值：广深铁路 A/H 20.5/16.9x P/E，中国外运 8.4x P/E，外运发展 14.2x P/E，新海股份 32x P/E，中通快递 21.8x 非通用准则市盈率，宁沪高速 A/H 13.6/13.8x P/E，深高速 A/H 15.0/10.8x P/E，安徽皖通高速 8.9x P/E。

风险

宏观经济失速。

杨鑫，CFA

分析员

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

李若木

分析员

ruomu.li@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080516030001

丁泽

联系人

ze.ding@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116100053

赵欣悦

联系人

xinyue.zhao@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080116080019

股票名称	评级	目标 价格	P/E (x)	
			2016E	2017E
广深铁路-A	确信买入	5.65	24.9	20.5
外运发展-A	确信买入	26.00	15.0	14.2
宁沪高速-A	确信买入	10.99	14.9	13.6
深高速-A	推荐	9.81	16.6	15.0
怡亚通-A	推荐	15.00	29.8	20.1
新海股份-A	推荐	67.20	42.0	32.0
广深铁路-H	确信买入	5.63	19.9	16.9
中国外运-H	确信买入	4.80	8.6	8.4
江苏宁沪高速公路-H	确信买入	12.78	14.7	13.8
深圳高速公路-H	推荐	9.12	11.6	10.8
安徽皖通高速公路-H	推荐	7.90	9.2	8.9
深圳国际-H	推荐	15.24	14.2	13.3
嘉里物流-H	推荐	13.50	9.3	8.9
中通快递-US	推荐	20.00	32.3	21.8

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- 铁路运输 | 铁路普客提价或将拉开序幕 (2016.12.02)
- 铁路运输 | 铁总换届落地，带来铁路改革契机 (2016.10.10)
- 仓储物流 | 快递行业值得投资：十问十答话快递 (2016.08.18)
- 仓储物流 | 双十一物流成绩符合预期 (2016.11.14)
- 中通快递-US | “共建共享”模式助推中通起飞 (2016.11.22)
- 仓储物流 | 不一样的消费升级：冷链物流篇 (2016.10.27)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部



目录

铁路：货运基本面改善，客运将受益铁路改革巨大利好	4
2016 回顾：铁路货运量增速改善明显；客运量受高铁带动保持双位数增长	4
铁路客运提价帷幕或已拉开	6
铁总换届带来改革契机	9
2017 年选股策略：确信买入广深铁路，关注大秦铁路	10
收费公路：双重利好在前	13
货车车流量增速加快，客车车流量保持高增速	14
收费费率下调的可能性不大	17
收费公路管理条例有望在 2017 年出台，长期利好	19
选股策略：稳增长，看转型	19
物流：继续看好以快递为代表的电商相关物流公司	21
2016 行业纵览：景气度震荡回升，2017 年行业表现将分化	21
快递行业：增速快、格局稳、盈利强	24
选股策略：看好快递和电商相关物流，关注大型综合物流服务商	28

图表

图表 1：铁路货运量及增速	4
图表 2：大秦线煤炭运量及增速	4
图表 3：铁路货运结构	5
图表 4：秦皇岛港煤炭库存	5
图表 5：火电发电量增速	5
图表 6：天津港公路煤炭运量 9 月后明显下滑	5
图表 7：铁路客运量增速	5
图表 8：高铁占铁路客运量的比例	5
图表 9：中国主要客运列车类型（票价为硬座或二等座）	6
图表 10：铁路普快客车票价不及公路一半	6
图表 11：中国铁路客运票价远低于国际水平	7
图表 12：铁路客运基价长期未动	7
图表 13：铁路客运平均运价涨幅低于公路客运平均运价	8
图表 14：铁总利润总额结构	8
图表 15：铁总运输毛利与毛利率	8
图表 16：铁总每年有 7500 亿资金缺口	9
图表 17：京沪高铁收入，净利润和净利润率	10
图表 18：京沪高铁 ROE/ROA	10
图表 19：铁路客运周转强度对比	10
图表 20：广深铁路客运提价弹性测算	11
图表 21：铁路可比公司估值表	12
图表 22：A 股公路板块股价表现	13
图表 23：H 股公路板块股价表现	13
图表 24：交通基础设施各子板块扣非盈利增速	13
图表 25：1~10 月高速公路车流量增速	14
图表 26：1~10 月东中西部高速公路车流量增速	14
图表 27：公路货运量增速	14



图表 28: 公路货运周转量增速	14
图表 29: 今年以来货车车流量加速	15
图表 30: 重卡销量增速回升	15
图表 31: 中金汽车组预测重卡销量	15
图表 32: 2014 高速公路货车超限率-按 GB1589	16
图表 33: 2014 高速公路货车超限率-按旧治超标准	16
图表 34: 高速公路客车流量增速稳定	16
图表 35: 汽车保有量及增速	17
图表 36: 乘用车销量增速	17
图表 37: 客车车流量占比高	17
图表 38: 经营性高速通行费收支缺口逐年扩大	18
图表 39: 经营性高速主要支出为还本付息 (2015 年)	18
图表 40: 交投集团资产负债率	18
图表 41: 公路建设固定资产投资	18
图表 42: 新增高速公路里程	18
图表 43: 公路可比公司估值表	20
图表 44: 社会物流总额及增速	22
图表 45: 社会物流总费用及增速	22
图表 46: 社会物流费用率	22
图表 47: 物流行业景气指数 (业务总量指数)	22
图表 48: 中国公路物流运价指数: 9 月起运价明显升高	23
图表 49: 中国仓储指数: 景气度震荡上升	23
图表 50: 社会物流费用构成	23
图表 51: 保管费用降低背离整体费用上升趋势	23
图表 52: 9 月起物流服务价格、业务量, 设备使用率均在改善 (50 点为中性景气度)	24
图表 53: 物流主营业务利润景气指数指示四季度为缓慢复苏	24
图表 54: 电商 GMV 与快递业务量 2015 年出现背离	25
图表 55: 中通来自阿里巴巴电商平台的业务量占比	25
图表 56: 微商交易规模及增速	25
图表 57: 快递业务量预测	26
图表 58: 快递行业业务量集中度	26
图表 59: 快递行业收入集中度	26
图表 60: 2015 年快递公司市场份额	27
图表 61: 申诉率 (每百万单)	27
图表 62: 加盟商单件利润微薄	27
图表 63: “通达系”快递公司的每单成本	28
图表 64: 单件利润 (扣除股权激励和非经常性项目)	28
图表 65: 物流可比公司估值表	30



铁路：货运基本面改善，客运将受益铁路改革巨大利好

我们认为铁路行业明年的看点在于改革：1) 近期普客成本监审方案的出台，预示着铁路普客提价已经提上日程；2) 铁总完成新老换届，铁路改革有望得到实质性推进。未来看，组建区域公司，土地开发，优质资产证券化都是铁路改革要点。

选股策略：板块首推广深铁路 A/H（客运提价盈利弹性高，铁路运营服务受益高铁保持高速增长），建议关注大秦铁路（提价是潜在看点，前提是煤炭运量和价格保持高位）。

2016 回顾：铁路货运量增速改善明显；客运量受高铁带动保持双位数增长

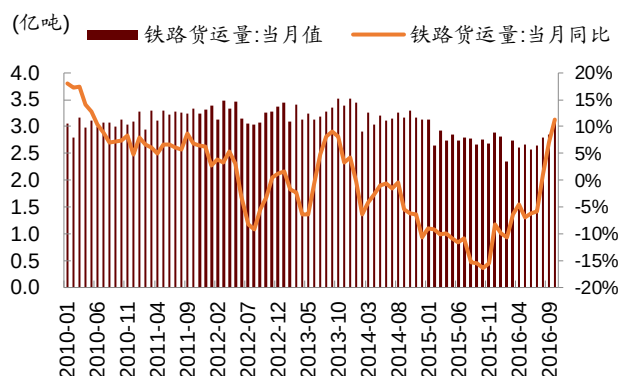
货运量持续改善，明年展望乐观

2016 年 1~10 月货运量累计同比下降 3.3%，较去年同期的-11.9%和全年的-11.9%大幅改善；单月看，铁路货运量自 8 月增速回正持续改善，10 月增速达到 11.2%为 2010 年 6 月以来最高。其中，大秦铁路运量在上半年一度下滑 23%，但 8 月以来，在下游补库存以及公路治超的驱动下，运量大幅改善。8 月至 11 月运量增速分别为-14%、-5%、+13%和+29%。11 月的月运量达 3759 万吨，接近历史高点。

铁路货运中，煤炭、金属矿石以及钢铁和有色金属占货运量约 83%，随着铁路货运产能释放和提价，铁路货运已经逐渐显露其周期性。今年下半年以来铁路货运量逐步回暖主要源于煤炭运量改善，包括：1) 四季度旺季，港口和电厂存在补库存需求；2) 煤炭价格处于高位，限产措施有所放松，产量增加；3) 火电发电量增速反弹；4) 今年寒冬，取暖需求旺盛；5) 公路治超部分运量回流。

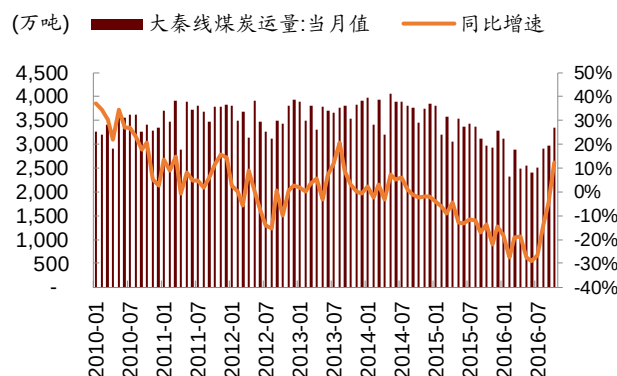
明年铁路货运量或将继续保持增长态势：1) 低基数：虽然降幅收窄，但经过连续 31 个月下滑后今年铁路货运量绝对量处于历史低点，1~10 月累计货运量为 2007 年以来底部，在内需恢复背景下明年货运量容易取得正增长；2) 煤炭产量增长：根据中金煤炭组预测 2017 年煤炭产量同比增速 6%，远高于 2016 年的-8.5%。煤炭占铁路货运量 60%，仅煤炭一个货种即可提供 3~4%的总货运量增长；3) 公路治超：今年 9 月以来的公路治超目前看标准仍无放松迹象，根据业内预计治超增加公路货运成本 1/3，相比铁路货运已无价格优势。未来若治超继续趋严，货源将继续回流铁路。

图表 1：铁路货运量及增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

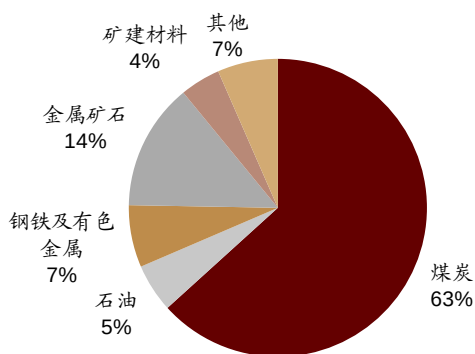
图表 2：大秦线煤炭运量及增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

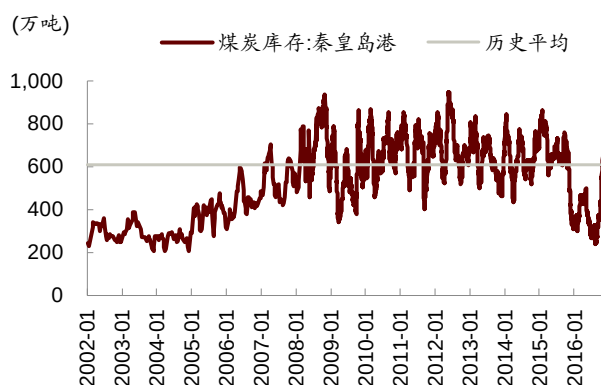


图表 3：铁路货运结构



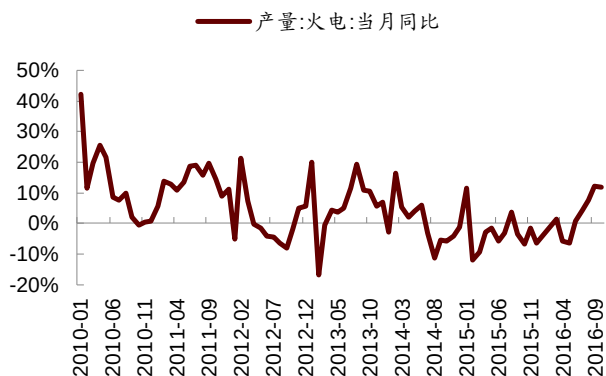
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 4：秦皇岛港煤炭库存



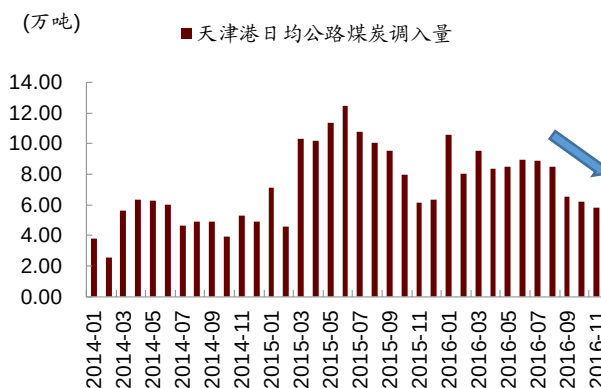
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 5：火电发电量增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 6：天津港公路煤炭运量 9 月后明显下滑

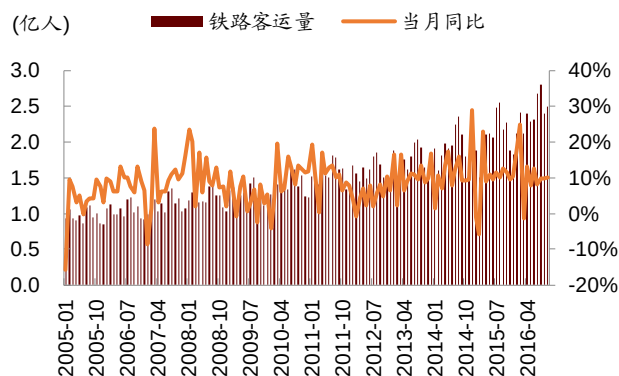


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

客运量增速稳健

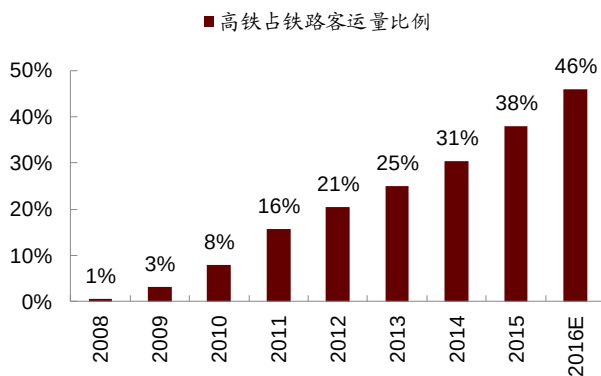
1~10 月，铁路客运量累计增速 11%，高于去年同期的 10% 和去年全年的 10%。高铁是拉动客运增长的主要因素，自 2008 年开通以来 7 年间高铁客运量年复合增长率 101%，占铁路客运量比例从 2008 年的不足 1% 提高到 2015 年的 38%，我们预计今年可能达到 46%。向前看，随着高铁提速和网络的完善，高铁客运量将继续保持高速增长，在铁路客运中也将占据更大的份额。

图表 7：铁路客运量增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 8：高铁占铁路客运量的比例



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



铁路客运提价帷幕或已拉开

今年 6 月，政府下发《关于加强政府定价成本监审工作的意见》。意见中提及，政府定价项目未经成本监审，不得制定或调整价格。铁路普客运价属于政府定价，提价需先进行监审。而在 11 月底，发改委公布了《铁路普通旅客列车运输定价成本监审办法(试行)》，并向社会公开征求意见。《办法》的提出或是为铁路普客提价铺路。

我们认为，中国铁路普客提价条件成熟：1) 横向看，铁路普客运价低于国际水平，也远低于其他交通方式；2) 纵向比，普客运价基数已经近 20 年未动；3) 铁总内忧外患，具有提价的动力。

横向看：中国铁路普客运价最为便宜

与国际相比，中国铁路的平均客运票价为 0.21 元/人公里，是日本票价的 15%，仅是美国和德国的 1/5。即使考虑票价大幅高于普客的中国高铁（0.4 元/人公里），票价也仅是日本的 1/3，美国和德国的 1/2。

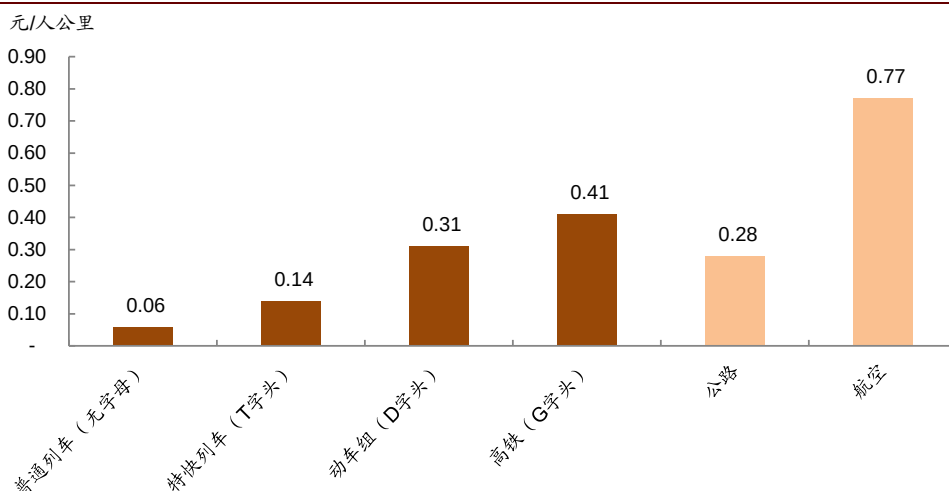
与国内其他出行方式相比，动车（0.31 元/人公里）和高铁（0.41 元/人公里）也才基本与公路（0.28 元/人公里）相当，而 T 字头列车（0.14 元/人公里）约为公路的 1/2，为民航（0.77 元/人公里）的 18%。

图表 9：中国主要客运列车类型（票价为硬座或二等座）

列车类型	名称	时速	票价（元/人公里）
高铁	G 字头列车	250~300 公里	0.41
动车	D 字头列车	200~250 公里	0.31
直达快速列车	Z 字头列车	160 公里	0.14
特快列车	T 字头列车	140~160 公里	0.14
快速列车	K 字头列车	120 公里	0.11
普通列车	没有字母	100~120 公里	0.06

资料来源：铁路总公司，中金公司研究部

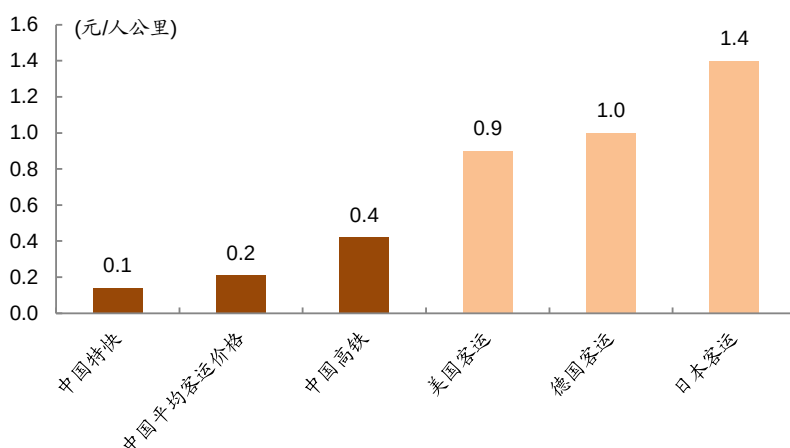
图表 10：铁路普快客车票价不及公路一半



资料来源：铁路总公司，中金公司研究部



图表 11：中国铁路客运票价远低于国际水平



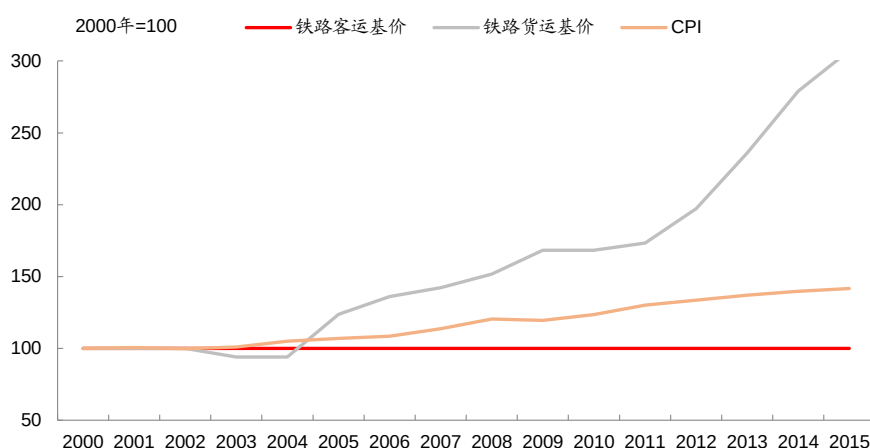
资料来源：铁路总公司，中金公司研究部

纵向看：铁路运价多年未动

落后物价上涨幅度：中国客运票价的定价公式为基价+附加票价。附加票价按照基价乘列车类型系数而得（普快、特快、动车、高铁系数依次升高），按座位类型不同（硬座、软座、硬卧、软卧等）票价也不同。纵向看，铁路客运基价过去 20 年从未做过调整，但货运基价较 2000 年已经上涨了 207%，通货膨胀同期达到 42%。

落后公路上涨幅度：虽然基价没有调整，但中国铁路客运经历了绿皮硬座—空调特快—直达特快—动车组—高铁的持续升级，在所有客运方式中变化最大，实际费率有一定结构性提升。即使如此，铁路客运实际平均费率涨幅也低于公路，2005 年以来复合增长率分别为 6%和 10%。

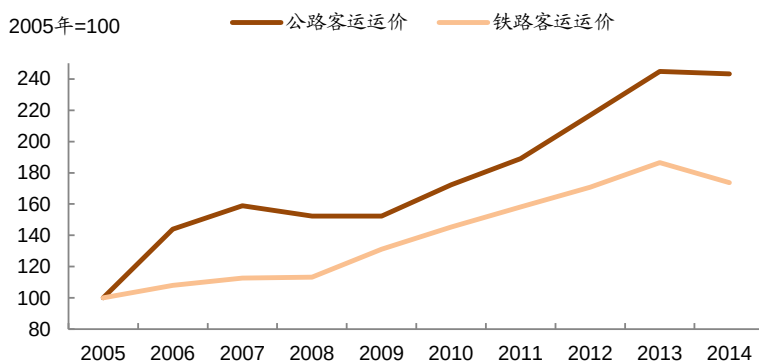
图表 12：铁路客运基价长期未动



资料来源：铁路总公司，万得资讯，中金公司研究部



图表 13：铁路客运平均运价涨幅低于公路客运平均运价



资料来源：铁路总公司，万得资讯，中金公司研究部

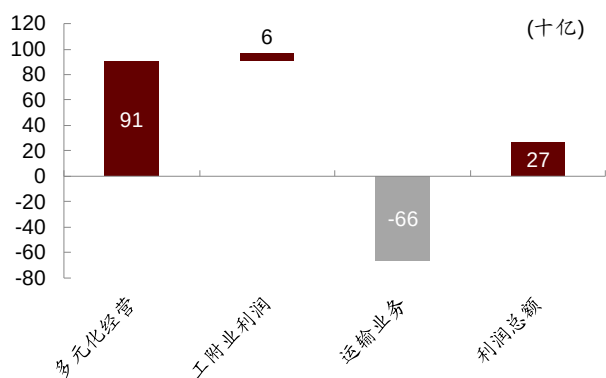
铁总内忧外患，提价动机强

运输业务蒙受亏损，盈利能力弱：自 2014 年以来铁总整体运输毛利始终处于亏损状态，且亏损呈扩大趋势。2014 年至 2016 年前三季度，运输业务亏损 612 亿、886 亿和 663 亿。

债务规模大，资产负债率高企：随着投资任务加重，铁总的负债规模飞速增长，我们分析了过去 15 年铁总的债务规模，发现有息负债的大量增加开始于 2008 年，每年以 3000~5000 亿不等的规模增长，2016 年三季度，铁总账面上有 3.7 万亿的有息负债规模（其中铁路建设债券 1.2 万亿，占比 32%，银行借款占比 63%）。2016 年三季度铁总资产负债率 56%，净负债率达到 150%。

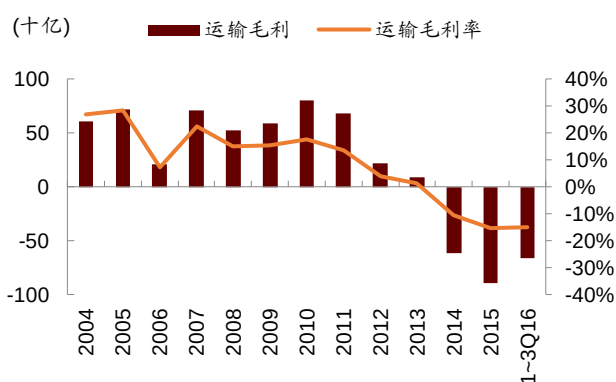
资金压力大，每年资金缺口 7500 亿：2016 前三季度铁总经营性现金流仅 680 亿，加上铁路建设基金的 300 亿和 1000 亿其他资金流入，现金流入约 1980 亿，但铁总每年面临巨额资本开支和还本付息压力，2016 前三季度总偿还本息合计 3550 亿（其中利息 450 亿，本金 3100 亿），基建投资 4000 亿，前三季度资金缺口 5700 亿，预计全年资金缺口达 7500 亿，目前基本靠新增债务解决（包括铁路债券 2000 亿，银行借款 3800 亿）。根据《铁路“十三五”发展规划征求意见稿》，铁路基建投资将达到约 3 万亿，平均每年 6000 亿，基本维持目前水平，未来铁路投资资金仍存在明显压力。

图表 14：铁总利润总额结构



资料来源：铁路总公司，中金公司研究部

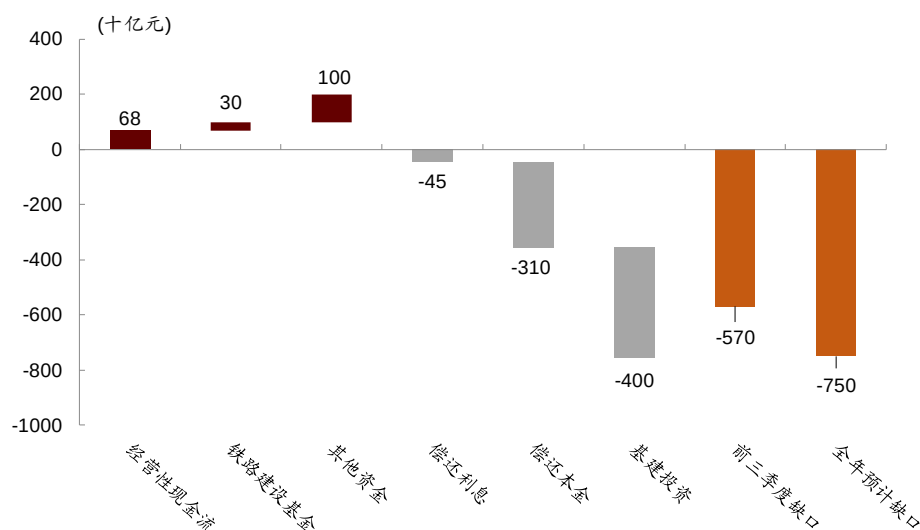
图表 15：铁总运输毛利与毛利率



资料来源：铁路总公司，中金公司研究部



图表 16：铁总每年有 7500 亿资金缺口



资料来源：铁路总公司，中金公司研究部

提价方案猜想：高铁不动、动车上调；最低端硬座不动，卧铺上调

我们认为高铁客运价格不动、动车将上调：1) 高铁价格相对较高：G 字头高铁平均运价为 K 字头普客的 7 倍，T 字头特快的 3 倍，D 字头动车的 1.3 倍；2) 目前票价下高铁具备盈利能力：京沪高铁 2015 年净利润率高达 28%，产能利用率约 56%。由于铁路较高的运营杠杆和财务杠杆，我们测算若利用率达到 80%，盈利将高达 146 亿，对应 ROE 为 11%；3) D 字头动车与高铁运输时间相差不大，但却便宜非常多，存在明显需求溢出（买不到票），或将有明显上调。

考虑民生问题，我们猜想普客提价要点：1) 不含字母头的普通列车满足民生基本需求，或将不进行提价；2) K 字头、T 字头和 Z 字头将提价，卧铺提价的可能性更大。其中，最低端硬座票满足民生需求，或将不上调，但其中卧铺将有较大幅度的上调。

铁总换届带来改革契机

随着铁总换届完成，将带来铁路改革契机。今年 10 月 9 日下午中铁总工作会议，原总经理盛光祖退休，交通运输部副部长、国家铁路局局长陆东福接任中国铁路总公司总经理一职。继 2014 年 8 月铁总领导层“大换血”，副总经理退二进三后，此次总经理陆东福履新标志着铁总基本完成新老交替。陆东福先生作为铁路体系内培养的管理干部，行事风格稳中有进，在体系内具有较高评价。

铁路土地开发先试先行

铁路土地开发具备巨额升值潜力，国务院办公厅 2014 年下发文件，支持铁路建设实施土地综合开发。但铁路土地开发仍存在待解决难点包括：可供开发的土地面积和实际价值，开发责任人和收益分配等。我们认为铁路土地开发仍需要拿出具体项目先试先行，理清产权、合作方式和利益分配问题。

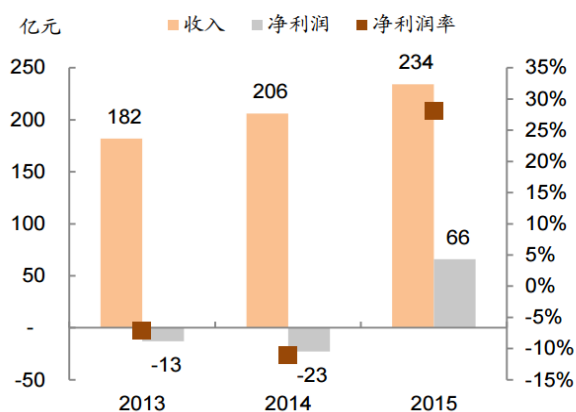
目前广铁集团和广深铁路已经开始土地测量工作，广深铁路公司拥有约 1200 万平方米土地，估算约 30% 可供开发，作为仓储用地/商住用地对应土地价值 23.4/360 亿。



优质资产证券化

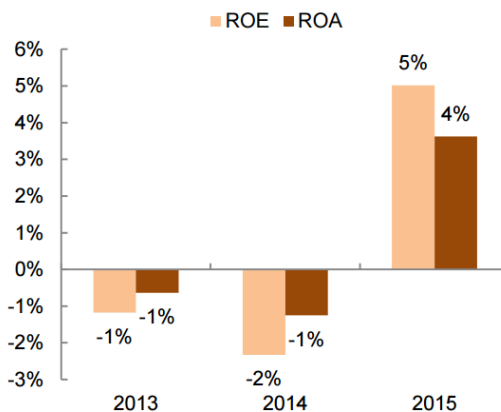
铁路运营盈利主要指标在于密度（单位里程上客运周转量），中国高铁密度是日本新干线一半，但从可居住面积人口看，中国人口面积与日本接近，随着高铁利用率提高，运输密度有较大上行空间。日本新干线均有良好的回报，我们认为京广线及其以东的高铁由于人口密度大，均具备盈利可能性。例如，京沪高铁过去三年运量复合增速 23%，2015 年已经实现盈利 66 亿元，ROA 达到 3.6%，测算其经营现金流高达 154 亿。如果铁总将优质的高铁资产进行证券化，将有利其降低杠杆，盘活资产，提升经营效率，改善业绩。

图表 17：京沪高铁收入，净利润和净利润率



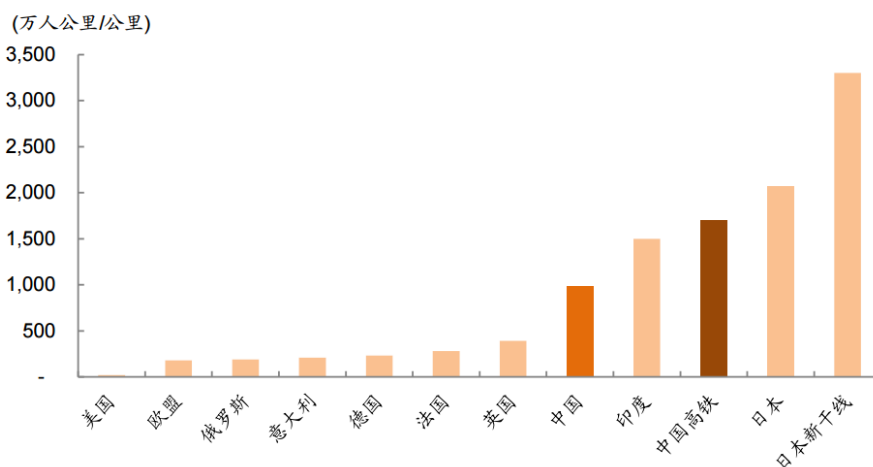
资料来源：铁路总公司，中金公司研究部

图表 18：京沪高铁 ROE/ROA



资料来源：铁路总公司，中金公司研究部

图表 19：铁路客运周转强度对比



资料来源：铁路总公司，中金公司研究部

2017 年选股策略：确信买入广深铁路，关注大秦铁路

广深铁路 (601333.SH/525.HK)：客运提价显著受益空间巨大，基本面增速稳健

客运提价受益第一标的：广深铁路是 A/H 市场最纯正的客运标的，公司长途车运输业务贡献公司收入的 25%。假设公司长途车平均运价提升 10%/20%/30%，盈利将增厚 23%/45%/68%。值得注意的是，公司长途车以 K/Z 字头为主，没有不带字母头的普通的列车，且卧铺占长途车收入比例超过 60%，因此其提价幅度应该高于整体铁总普客平均提价幅度。



铁路运营服务受益高铁增长保持高增速：铁路运营服务占公司总收入的 24%，是过去几年的主要收入驱动因素。向前看，高铁客运量和开行班次的增长将继续驱动该部分收入的快速增长。根据公司预测，2017~2019 年高铁服务收入年复合增速将达到 20%。

铁路货运恢复带来业绩弹性：尽管公司货运收入占比仅 10%，但考虑到公司较低的利润率，运营杠杆巨大。在 2017 年货运整体向好的环境中，或带来额外的盈利弹性。

铁路改革多重催化剂：1) **土地开发：**公司目前已与广铁集团开始土地丈量测算，可开发土地面积 1200 万平方米，假设 30% 可供开发，对应仓储用地价值 23.4 亿，商住用地价值 360 亿；2) **资产注入：**广铁集团运营里程是公司的 14 倍，广深铁路作为集团唯一上市平台存在资产注入可能。

盈利预测与估值：广深铁路目前股价对应 2017 年 A/H 股 20.5 倍/16.9 倍市盈率，未考虑普客提价，我们预计广深铁路对应 2016/17 年盈利增速达到 25%/22%，增长主要来自为高铁提供运营服务收入的快速增长。如果考虑 10%/20%/30% 的提价，A 股估值为 17 倍/15 倍/13 倍，H 股估值为 13 倍/11 倍/10 倍。维持 A/H 股确信买入评级，目标价 5.65 元/5.63 港元。

图表 20：广深铁路客运提价弹性测算

	长途车提价幅度				
	2016E	10%	20%	30%	50%
平均运价（元/人）	85	94	102	111	128
长途车客运量（千人次）	47303	47303	47303	47303	47303
收入（百万元）	16485	16889	17293	17697	18505
客运收入	6927	7331	7735	8139	8947
货运收入	1759	1759	1759	1759	1759
路网清算和运营服务	6641	6641	6641	6641	6641
其他收入	1158	1158	1158	1158	1158
净利润（百万元）	1343	1646	1949	2252	2858
净利润增额		303	606	909	1515
2017E 预测盈利弹性		23%	45%	68%	113%
2017E 每股盈利	0.19	0.23	0.28	0.32	0.40

资料来源：公司资料，中金公司研究部

大秦铁路（601006.SH）：煤运提价是潜在看点；长期仍面临分流影响

大秦线 2016 年运量有望做到 3.5 亿吨，2017 年预计运量将达 3.7 亿吨：8 月以来大秦线运量持续改善，四季度有望同比增长 18%。改善主要原因包括：下游补库存，煤企复产，火电增速反弹，寒冬取暖需求旺盛，公路治超运量回流等。向前看，根据中金煤炭组预测，明年煤炭产量同比增加 6%。预计 2017 年大秦线运量将同比增长 6% 至 3.7 亿吨。若经济回暖超预期，公路治超继续严格，则运量有可能超过预期。

关注煤炭运价上涨：目前跨局运输的煤炭运价不仅恢复了今年 2 月下调的 1 分钱，并上浮了 10%，但太原局管内运输的运价仍然未动。理论上而言，自 2015 年 8 月开始，大秦线是可以自主上浮 10% 的运价的。如果明年：1) 煤炭价格仍在高位，煤企盈利丰厚；2) 大秦煤炭运量仍然不错；大秦线是有可能上浮 10% 的运价的（0.01 元/吨公里）。运价上调 1 分，则大秦的盈利将增加 20 亿。

长期看，大秦线仍面临朔黄线的分流：1) 据我们了解，黄骅港目前产能还有一定的上升空间。而且，即使黄骅港产能饱和，神华正在建设的黄大铁路（黄骅至山东潍坊的大家洼港，根据新闻报道：http://news.ifeng.com/a/20160912/49959697_0.shtml，预计 2017 年 9 月建成通车，产能约 4000 万）也将缓解下水产能不足的问题；2) 神华可能继续开放铁路运能给第三方煤企。

盈利预测与估值：大秦铁路目前股价对应 2017 年 12.8 倍市盈率，维持盈利预测对应 2016/17 年盈利增速 -43%/16.6%，维持中性评级，建议关注一季度煤运需求持续旺盛可能带来的提价机会。



图表 21：铁路可比公司估值表

公司	评级	股票代码	币种	股价	市盈率 (X)			市净率 (X)			净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)			CAGR	PEG	
					2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2014	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E			15-17
A股铁路上市公司																				
大秦铁路*	中性	601006.SH	RMB	7.22	8.5	14.9	12.8	1.2	1.2	1.1	17.3	14.4	7.9	8.9	6.2	3.6	4.1	4%	0.3	
广深铁路*	确信买入	601333.SH	RMB	4.72	31.2	24.9	20.5	1.2	1.2	1.1	2.5	4.0	4.8	5.7	1.7	1.8	2.2	3%	0.4	
铁龙物流*	中性	600125.SH	RMB	7.14	33.2	35.1	32.7	1.9	1.8	1.8	7.6	5.9	5.3	5.5	1.0	1.0	1.0	3%	0.5	
平均值					24.3	24.9	22.0	1.4	1.4	1.3	9.1	8.1	6.0	6.7	3.0	2.1	2.4	4%	0.4	
中值					31.2	24.9	20.5	1.2	1.2	1.1	7.6	5.9	5.3	5.7	1.7	1.8	2.2	3%	0.4	
H股铁路上市公司																				
广深铁路*	确信买入	525.HK	HKD	4.4	24.1	19.9	16.9	0.9	0.9	0.9	2.5	4.0	4.8	5.7	2.2	2.2	2.7	1%	0.8	
亚洲																				
港铁公司		66.HK	HKD	38.1	20.4	n.a.	n.a.	1.5	n.a.	n.a.	6.4	6.4	n.a.	n.a.	2.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
Container Corp of India		CCRI.IN	INR	1,129	28.1	24.6	27.3	2.8	2.7	2.6	10.1	10.1	11.3	9.8	1.2	1.1	1.2	4%	0.7	
平均值					17.5	17.9	18.8	1.7	1.9	1.8	10.3	10.3	10.6	9.7	1.5	1.1	1.2	-2%	n.m.	
中值					16.0	15.4	14.6	1.5	1.6	1.5	10.1	10.1	10.9	9.8	1.2	1.1	1.2	1%	1.2	
美洲																				
Union Pacific		UNP.US	USD	104.99	19.1	21.0	18.8	4.3	4.3	4.2	20.6	20.6	20.2	22.3	2.1	2.1	2.2	1%	6.1	
Norfolk Southern		NSC.US	USD	110.6	20.9	19.9	18.2	2.6	2.7	2.5	13.1	13.1	13.5	13.9	2.1	2.1	2.2	2%	1.3	
CSX Corp		CSX.US	USD	37.27	18.6	20.8	18.8	3.0	3.0	2.8	14.8	14.8	14.3	15.3	1.9	1.9	2.0	4%	0.7	
Canadian National Railway		CNR.CN	CAD	91.64	20.6	20.4	18.6	4.7	4.7	4.3	24.1	24.1	22.8	23.5	1.4	1.6	1.8	4%	1.3	
Canadian Pacific Railway		CP.CN	CAD	205.68	20.4	19.7	17.0	6.4	5.9	5.2	35.4	35.4	32.9	33.7	0.7	0.9	1.0	12%	0.5	
平均值					19.9	20.4	18.3	4.2	4.1	3.8	21.6	21.6	20.7	21.7	1.6	1.7	1.8	5%	0.8	
中值					20.4	20.4	18.6	4.3	4.3	4.2	20.6	20.6	20.2	22.3	1.9	1.9	2.0	1%	6.1	
全球铁路平均值					20.1	20.8	19.2	2.4	2.6	2.4	13.1	13.0	13.2	13.6	1.9	1.7	1.9	0%	n.m.	
全球铁路中值					20.4	20.1	18.4	1.5	2.2	2.1	11.0	11.0	11.1	10.2	1.7	1.7	1.9	-15%	n.m.	
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，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，中金公司研究部

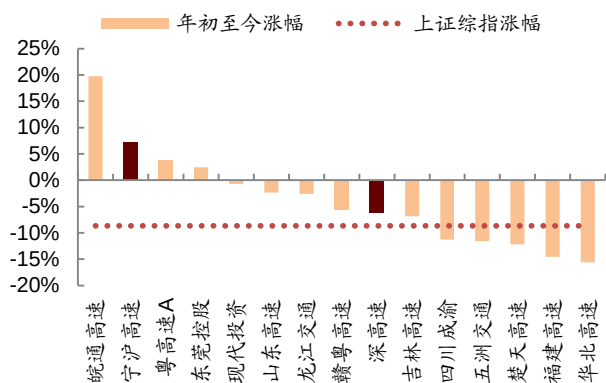


收费公路：双重利好在前

2017 年收费公路行业双重利好在前：1) 基本面持续改善：高速公路的货车车流量增速加快，货车收费高回报更为丰厚，带来盈利弹性；客车车流量受消费驱动，保持高增长。从价上看收费费率整体下调的可能性不大；2) 政策利好即将释放：收费公路管理条例有望在 2017 年出台，长期利好。个股方面：**确信买入宁沪高速 A/H（业绩稳，分红高，绝对回报品种），推荐深高速 A/H（梅林关项目开发方案将落地，转型进军大环保领域）和安徽皖通高速 H（国企改革预期）。**

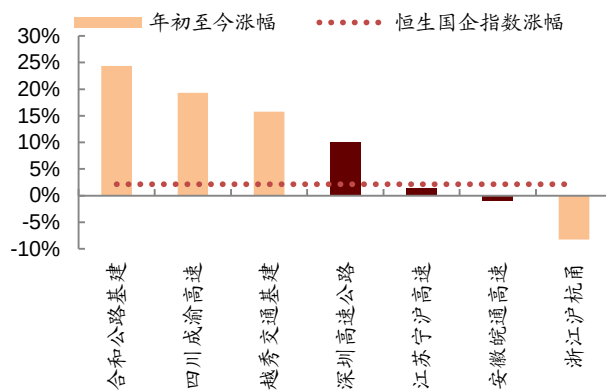
从股价来看，A 股高速公路板块年初至今（12 月 9 日收盘）下跌 5.12%，略好于上证综指的 -8.65%，我们推荐的宁沪高速和深高速分别跑赢市场 16 个百分点和 3 个百分点；H 股公路板块年初至今上涨 3.1%，略好于恒生国企指数 2.1% 的上涨，其中深高速 H 跑赢大盘 7 个百分点。从盈利来看，公路板块的盈利增速在交通基础设施子板块中最快。

图表 22：A 股公路板块股价表现



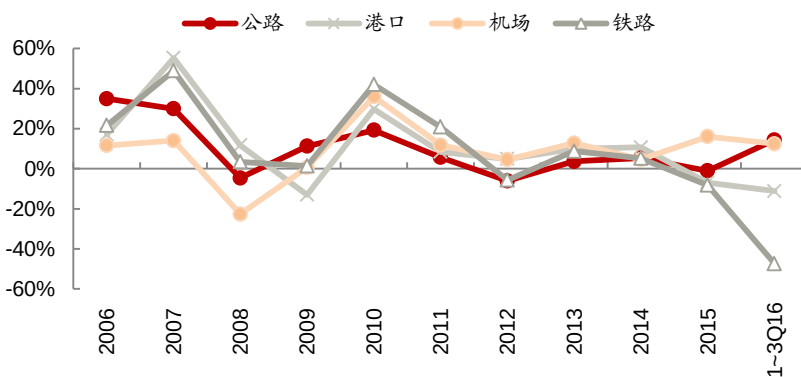
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 23：H 股公路板块股价表现



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 24：交通基础设施各子板块扣非盈利增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



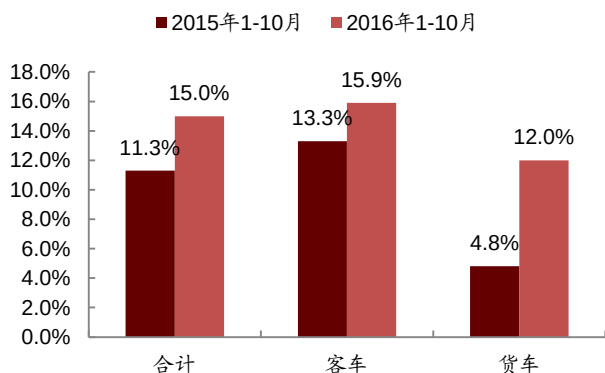
货车车流量增速加快，客车车流量保持高增速

2016 年回顾：客货车流量加速增长；东部、中部和西部表现各异

2016 年，高速公路总体车流量加快：2016 年 1~10 月高速公路车流量同比增长 15.0%，好于去年同期的 11.3% 的增长；其中货车、客车 1~10 月累计同比增速分别为 12.0%、15.9%，均快于去年同期的 4.8%、13.3% 的同比增速。

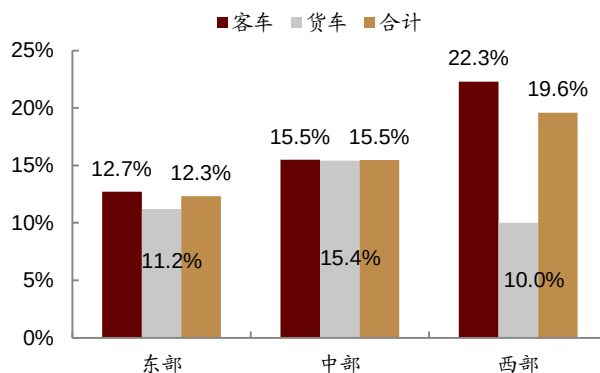
1~10 月东、中、西部车流量累计同比增速分别为 12.3%、15.5%、19.6%。西部客车增速最快，达 22.3%，货车相对较慢，为 10%；中部货车、客车增速均较快，分别为 15.5%、15.4%；东部增速相对最慢，但仍有双位数增长。

图表 25：1~10 月高速公路车流量增速



资料来源：交通运输部，中金公司研究部

图表 26：1~10 月东中西部高速公路车流量增速



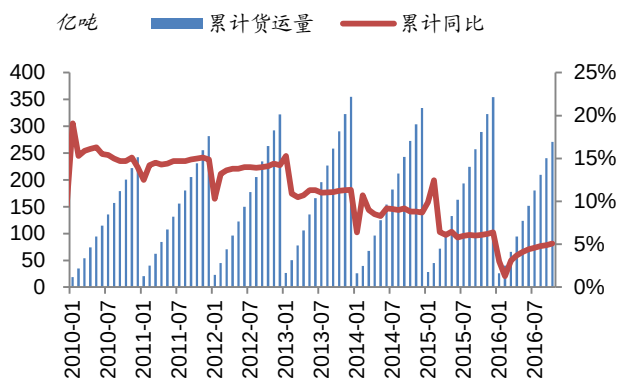
资料来源：交通运输部，中金公司研究部

公路货运呈恢复趋势，2017 年有望持续

从货运量来看，1~10 月公路货运量和货运周转量累计同比增长 5.1%/4.5%，低于去年全年的 6.4%/6%。但值得注意的是，下半年以来公路货运量呈加速趋势：7~11 月，公路货运量同比增速从 5.5% 逐步加快至 6.2%，货运周转量从 3.1% 加快至 7.3%。

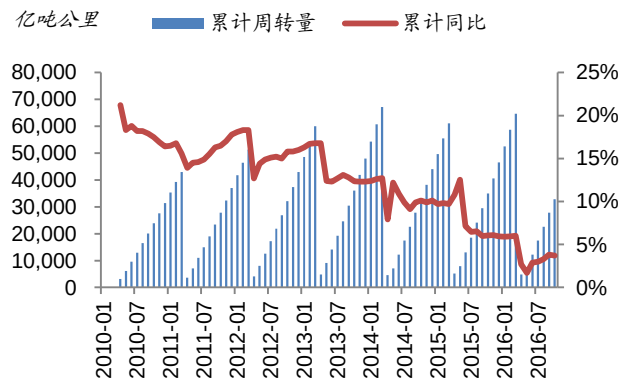
从货车车流量来看，1~10 月高速公路货车车流量累计同比增长 12%，高于去年同期的 5%，且单月增速均呈加快趋势。

图表 27：公路货运量增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

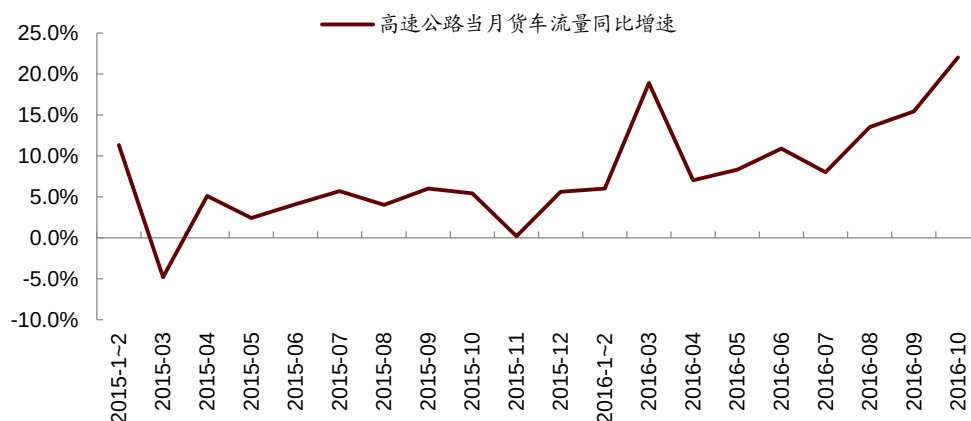
图表 28：公路货运周转量增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



图表 29：今年以来货车车流量加速



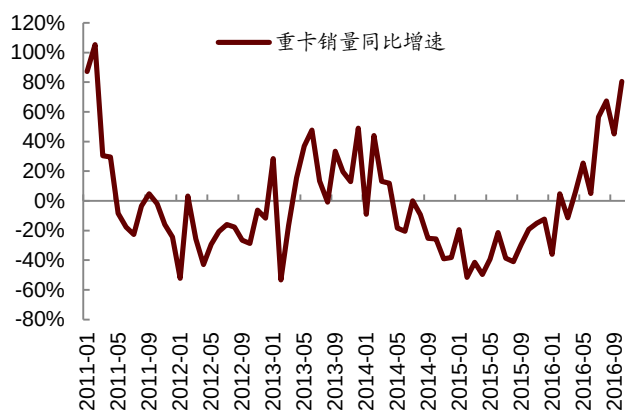
资料来源：交通运输部，中金公司研究部

预计 2017 年公路货车车流量加速趋势有望持续，因为：

- ▶ 卡车销量增速明显加快：下半年以来，重卡销量大幅回升，9~11 月重卡销量同比增速分别达到 26%/54%/88%。向前看，中金汽车组预测 2016/17 年重卡销量为 73 万台/80 万台，同比增速 33%/10%，显著好于 2015 年 26% 的同比下滑。重卡销量是公路货车车流量的先行指标（领先 3~6 个月），重卡销量的回升预示 2017 年货车车流量将保持较快增速；
- ▶ 治超长期利好收费公路货车车流量：1）高速公路货车实行计重收费，对于超载车辆会进行惩罚性的加倍收费（最多可到 6 倍），因此高速公路超载现象很少，治超不会减少现有货车车流量；2）地方公路严抓超载将使货车绕行的收益减少，或将促使货车司机走更为快捷的高速公路，增加货车车流量。

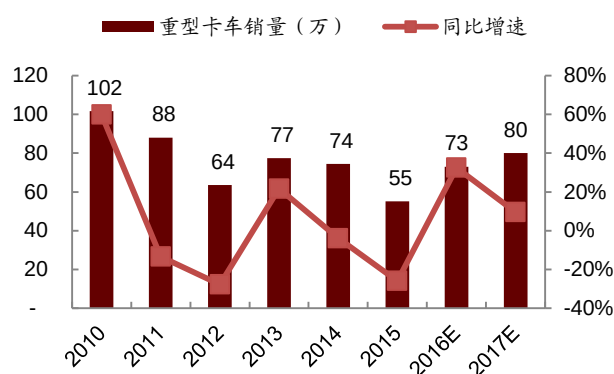
对于收费公路而言，货车的回报理应更为丰厚，因为：1）收费高：平均每辆货车的收费约为小客车的 2~3 倍；2）成本仅略高于小客车：其中单位货车的摊销更高（车型大，对路的损耗更大，计重收费设备更为复杂），但单位人工成本与小客车相差不大（人工成本占总成本的约 30%）；3）因此，货车车流量增速加快将使得收费公路盈利增速加快。

图表 30：重卡销量增速回升



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

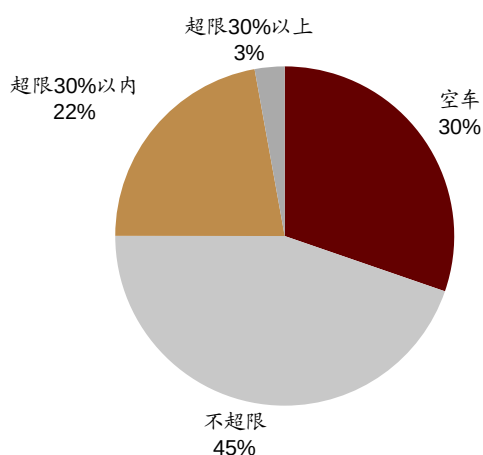
图表 31：中金汽车组预测重卡销量



资料来源：万得资讯，中金汽车组

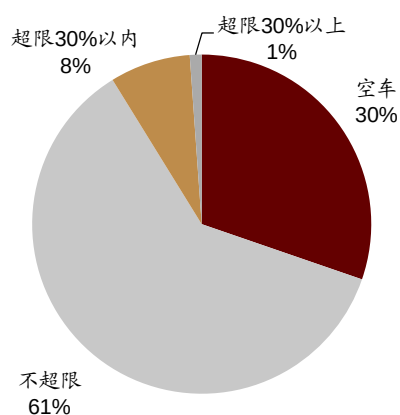


图表 32：2014 高速公路货车超限率-按 GB1589



资料来源：2014 中国高速公路运输量统计调查分析报告，中金公司研究部

图表 33：2014 高速公路货车超限率-按旧治超标准



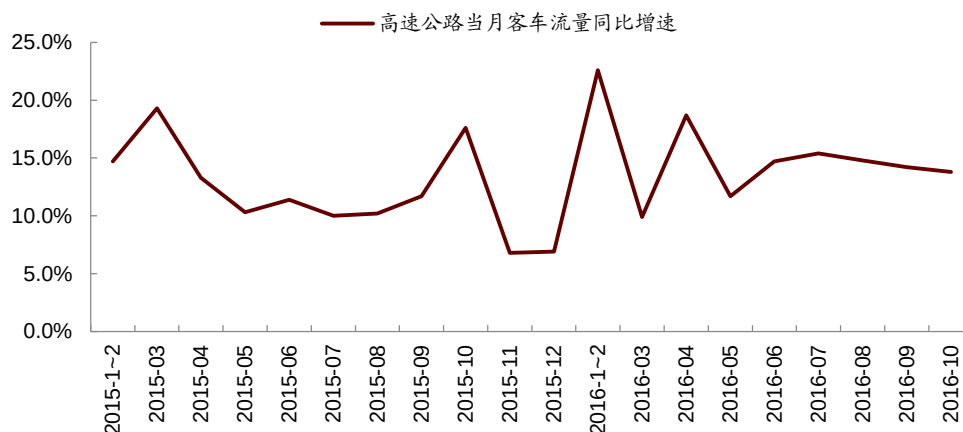
资料来源：2014 中国高速公路运输量统计调查分析报告，中金公司研究部

客车车流量保持高增速

今年 1~10 月，高速公路客车流量增速为 15.9%，7 座及以下小客车流量同比增长 17.1%，快于整体客车流量增速。

向前看，客车车流量将继续保持快速增长：1）今年 1~10 月乘用车销量增速为 15.4%，快于 2015 年同期的 3.9% 和全年的 7.3%；2）截止到 2016 年 6 月，汽车保有量同比增速 12.6%，也高于去年同期的 10.7%；3）随着收入水平进一步提高，旅游、出行需求将继续利好客车流量的增长。

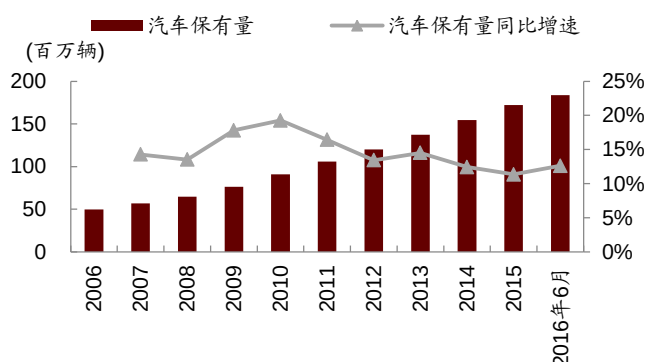
图表 34：高速公路客车流量增速稳定



资料来源：交通运输部，中金公司研究部

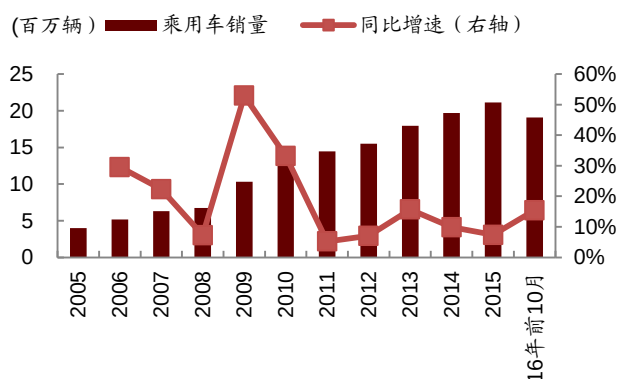


图表 35：汽车保有量及增速



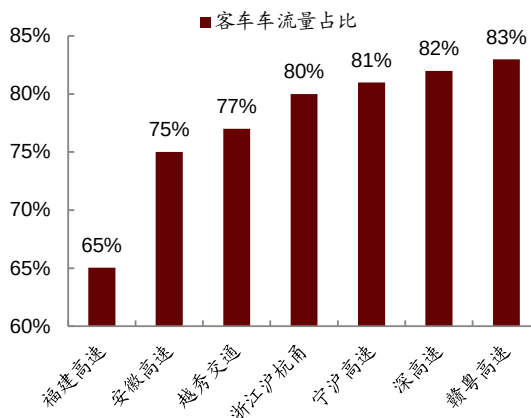
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 36：乘用车销量增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 37：客车车流量占比高



资料来源：公司资料，中金公司研究部

收费费率下调的可能性不大

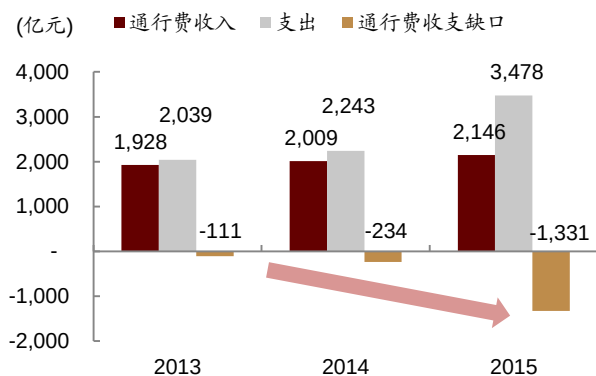
行业还本付息压力大，资金缺口扩大：虽然公路上市公司资产实现盈利，但收费公路整体还是面临亏损；并且经营性高速的支出缺口在逐年扩大，从 2013 年的 111 亿元增加至 2015 年已达到 1331 亿元。从支出结构来看，2015 年经营性高速仅偿还债务本金(1733 亿元)和利息(920 亿元)支出就高达 2652 亿元，远超过通行费收入 2146 亿元(图 40)。各省交投集团的负债率高企，普遍在 70%以上。

高速公路建设支出大，将依赖收费公路政策。交通运输部表示，未来 10 至 15 年，我国公路基础设施仍处于集中建设、加快成网的关键阶段，公路建设任务依然繁重，资金需求规模十分庞大。在国家专项税收和一般公共财政无力承担所有公路建设、养护、管理和偿债的资金需求的情况下，坚持和依靠收费公路政策，仍然是确保公路交通持续健康发展的重要保障。今年前十月，公路建设固定资产投资完成额 14478 亿元，同比增长 9%，较 2015 年同期 7%增速加快。

《收费公路管理条例》修订稿强调合理回报。修订稿提出国家实施免费通行政策给经营管理者合法收益造成影响的，可通过适当延长收费年限等方式予以补偿。

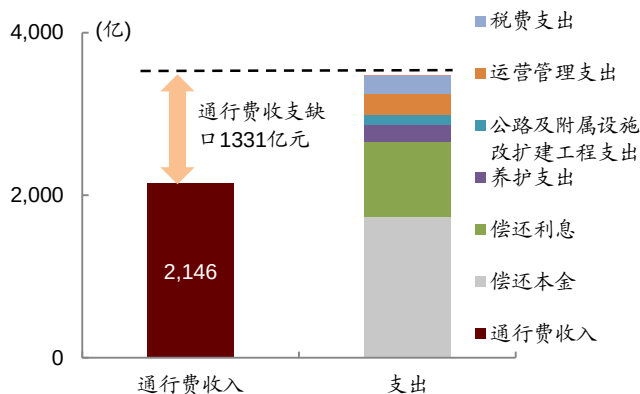


图表 38：经营性高速通行费收支缺口逐年扩大



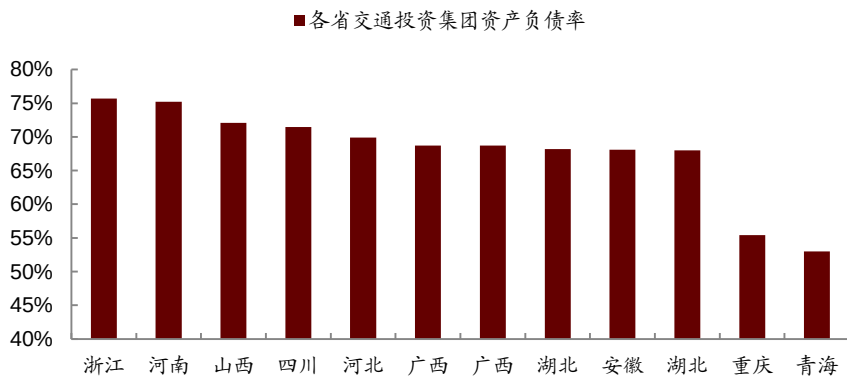
资料来源：2015 年全国收费公路统计公报，中金公司研究部

图表 39：经营性高速主要支出为还本付息（2015 年）



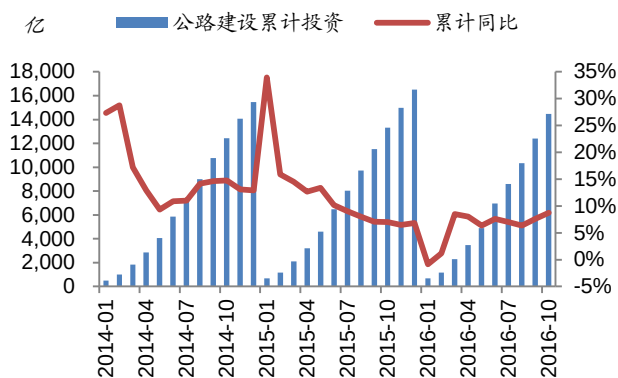
资料来源：2015 年全国收费公路统计公报，中金公司研究部

图表 40：交投集团资产负债率



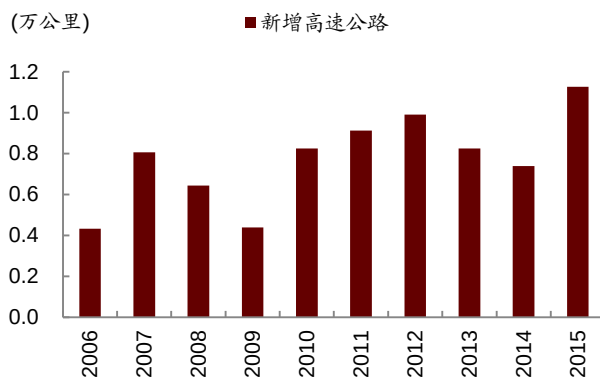
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 41：公路建设固定资产投资



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 42：新增高速公路里程



资料来源：万得资讯，中金公司研究部



收费公路管理条例有望在 2017 年出台，长期利好

《收费公路管理条例》自 2004 年颁布以来，在 2013 年和 2015 年分别发布了修订征求意见稿。根据两次修订稿的修改内容可以发现，收费公路期限政策呈放宽趋势。根据 2016 年 8 月 9 日交通运输部对人大建议的回复¹，目前《收费公路管理条例》已经形成修订方案，并按规定程序上报。发改委《物流业降本增效专项行动方案（2016—2018 年）》明确提出新的《条例》需在 2017 年年底前完成。

《条例》的出台将给板块带来长期利好：1) 上市公司收费公路经营期限灵活度更高：根据新的条例，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，经营期一般不超 30 年，对投资规模大的高速公路，可以约定超过 30 年。公路公司可能可以通过大修或改扩建的方式重新核定经营年限，这将打开公司 DCF 估值向上的空间，如果经营期限延长 5 年，则公司的 DCF 估值将提升约 20%；2) 收费期限调整或带来折旧成本摊薄，增强盈利能力：收费期限上调，无论是直线折旧法还是车流量折旧法，折旧成本均会摊薄。折旧占公路公司总成本的 60%。

选股策略：稳增长，看转型

我们从增长、转型两条思路出发选股，首选宁沪高速 A/H（业绩稳，分红高，绝对回报品种），推荐深高速 A/H（转型探索环保产业）、安徽皖通高速（国企改革）。

宁沪高速（600377.SH/177.HK，确信买入）

2016 全年盈利超预期可能性大：前三季度公司已经实现归母净利润 24.4 亿元，不考虑去年 3.3 亿的税费返还，同比增速达 14%。即使不考虑房地产业务，全年做到 30 亿的盈利不难（去年四季度经常性盈利 5.1 亿）。而前三季度公司房地产预售额达 10.7 亿元，但仅确认了 3500 万的收入，如果四季度结算加速，盈利将超过预期。

2017 年货车车流量带来盈利弹性：过去两年，公司最主要的沪宁高速车流量增速为 4~6%，但毛利润每年下滑约 2%，主要因为收费较高的货车车流量下滑。而今年 8~9 月，沪宁高速货车车流量已经实现了连续两个月的正增长，预计 2017 年这一趋势将延续。货车的回报高于小客车，将刺激盈利加速增长。

我们预测 2016/17 年盈利为人民币 29.8 亿/32.6 亿，对应经常性盈利增速为增速 12%/10%。值得注意的是，我们 2016 年的盈利预测不包含房地产业务，如果四季度确认 5 个亿收入，2016 年的经常性盈利增速将达 17%。目前公司股价对应 A/H 估值 13.6/13.8 倍 2017 年市盈率，2017 股息收益率 5.9%/5.8%，具有吸引力。维持确信买入评级不变和目标价 10.99 元人民币/12.78 港币。

深高速（600548.SH/548.HK，推荐）

1) 高速公路车流量增速稳定，投资外环高速带来长期回报。2) 梅林关开发项目近期有望出台，公司可能不会售股权，以获得长期回报。3) 公司或将投资带来稳定回报的环保项目。公司将积极探索以水环境治理、固废处理为主要内容的大环保新产业，并通过与行业领先者合作的方式以保证回报，达到近期稳定公司业绩增长、长期形成新的成长能力的目标。

我们预测 2016、2017 年盈利为人民币 11.29 亿、12.24 亿，对应经常性盈利增速为 8.7%、10.2%。目前，公司股价对应 A/H 股 2017 年 15.0 倍/10.8 倍市盈率，维持 A/H 推荐评级和目标价 9.81 元人民币/9.12 港元。

¹ http://zizhan.mot.gov.cn/zfxxgk/bnssj/glj/201608/t20160809_2073707.html



安徽皖通高速 (995.HK, 推荐): 基本面稳健, 期待国企改革

1) 主要成熟路段车流量增速稳定。2) 合宁高速四改八扩建带来长期利好: 有望延长合宁高速收费期 17 年, 提升公司 DCF 估值 23%。**3) 国企改革带来催化剂:** 公司前控股股东已完成与安徽交投集团合并, 作为唯一上市平台, 皖通高速可能收购新母公司资产。

我们预测 **2016/17 年盈利增速为 1.3%/6.1%**。目前, 公司股价对应 2016/2017 年 9.2/8.9 倍市盈率, 对应股息收益率 4.4%/4.6%, 维持推荐评级和目标价 **7.90 港元**。

图表 43: 公路可比公司估值表

公司	评级	币种	股价	市盈率 (X)			市净率 (X)			净资产收益率 (%)			现金分红收益率 (%)			CAGR	PEG
				2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	15~17	17E
A股高速公路上市公司																	
深高速*	推荐	RMB	8.58	12.1	16.6	15.0	1.5	1.4	1.4	12.8	8.9	9.4	4.0	2.7	3.0	-11%	n.m.
宁沪高速*	确信买入	RMB	8.81	17.7	14.9	13.6	2.2	2.1	1.9	12.1	14.2	14.7	4.5	5.4	5.9	14%	1.0
赣粤高速	n.a.	CNY	5.02	16.7	10.2	15.2	0.8	0.9	0.8	8.7	8.6	5.7	3.0	n.a.	n.a.	5%	3.1
现代投资	n.a.	CNY	7.86	14.0	11.7	10.2	1.1	1.1	1.0	11.0	9.0	9.5	0.5	n.a.	n.a.	17%	0.6
东莞控股	n.a.	CNY	12.18	15.5	17.8	16.2	2.6	2.6	2.1	18.3	14.0	12.9	2.5	2.4	2.6	-2%	n.m.
平均值				15.6	15.5	14.6	1.5	1.6	1.4	10.2	10.3	10.0	2.5	2.6	2.8	3%	4.3
中值				15.5	14.9	14.7	1.3	1.2	1.1	10.2	9.1	9.5	2.7	2.3	2.4	3%	5.7
H股高速公路上市公司																	
深高速*	推荐	HKD	6.90	8.1	11.6	10.8	1.1	1.1	1.0	12.8	8.9	9.4	5.9	3.7	4.0	-13%	n.m.
皖通高速*	推荐	HKD	6.06	9.0	9.2	8.9	1.1	1.1	1.0	9.6	10.1	9.9	4.5	4.5	4.6	0%	20.0
宁沪高速*	确信买入	HKD	9.97	16.8	14.7	13.8	2.1	2.0	2.0	12.1	14.2	14.7	4.6	5.3	5.6	10%	1.4
越秀交通	n.a.	HKD	5.29	13.9	9.7	9.9	0.9	0.9	0.9	6.1	5.6	7.8	3.6	4.4	5.1	18%	0.5
合和公路	n.a.	HKD	3.94	19.9	17.3	17.6	1.4	1.6	1.7	6.3	6.3	7.4	3.5	7.0	4.3	6%	2.8
平均值				12.9	12.1	11.8	1.4	1.4	1.4	9.8	10.1	10.6	4.5	5.0	4.8	5%	2.6
中值				11.9	11.0	10.4	1.3	1.3	1.3	10.8	9.5	9.6	4.6	4.7	4.8	7%	1.5
国际高速公路上市公司																	
SIAS SpA	n.a.	EUR	9.79	14.7	13.5	13.0	1.2	1.2	1.1	8.6	9.2	8.8	1.4	3.5	3.7	6%	2.1
Abertis Infraestructuras, S.A	n.a.	EUR	15.21	-17.9	19.1	17.5	2.3	3.6	3.5	19.7	12.4	23.0	4.3	4.7	5.0	n.m.	n.m.
CCR	n.a.	BRL	12.40	25.0	14.7	17.0	4.9	5.1	4.8	39.1	39.6	32.8	4.3	4.1	5.1	21%	0.8
Autostrada To-Mi	n.a.	EUR	11.87	9.3	8.7	7.9	0.6	1.2	1.1	6.6	6.9	5.2	3.8	4.1	4.0	9%	0.9
Lingkar Trans	n.a.	MYR	5.20	15.5	16.4	10.8	4.0	4.7	3.7	28.6	33.8	30.7	4.8	4.4	5.5	20%	0.5
平均值				5.4	14.4	12.3	2.0	2.7	2.4	15.8	15.6	16.9	3.6	4.2	4.5	-34%	n.m.
中值				12.0	14.9	11.9	1.8	2.4	2.3	14.1	10.8	15.9	4.1	4.3	4.5	0%	27.5
*数据为中金预测，其他为市场预测数据，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, 中金公司研究部



物流：继续看好以快递为代表的电商相关物流公司

今年以来物流行业业务量、库存周转次数、服务价格等指数从年初的低水平震荡回升，截止 11 月已经达到 2013 年以来历史高位，我们认为 2017 年在宏观经济和消费双重复苏的提振下，物流行业将延续今年末的景气度，但企业间表现将分化。

从今年趋势来看，物流行业整体处于物流效率提高，货物周转加快、现代化程度提高的大趋势中。需求端看，电商仍是带动物流行业增长的“火车头”。供给端看，具备整合能力的现代化综合物流企业将具有更多上升空间。

2017 年我们从电商相关优质第三方物流和有整合能力的现代化物流企业两个角度选股：

- **电商相关物流：**中国电商物流需求仍未见放缓趋势，我们认为网购人群数和人均网购件数均有继续提高空间，受益行业看：**最大看点仍是高速发展的快递行业**，有望在 2017 年保持 40% 的强势高增长，且行业竞争格局稳定，盈利能力强，具有高投资价值；**电商相关物流仓储自动化是另一值得长期关注的子行业。**

A 股推荐新海股份（韵达货运 002120.SZ，管理精细化、加盟管控强、业务多元化），**建议关注音飞储存**（603066.SH，电商仓储自动化设备提供商，仓储运营服务新业务潜在盈利空间大）。**美股推荐中通快递**（ZTO.US，“同建共享”文化带来高增长，卓越的成本控制、国际股东背景和强劲财务状况）。

- **现代化综合物流企业：**大型综合物流企业具备整合物流环节的能力，现代化的管理和技术能有效提高物流效率，在第三方物流中具备明显成本和服务方面竞争优势。适当的同业并购整合将进一步强化大型物流企业的综合能力，发挥协同效应。

A 股确信买入外运发展（600270.SH，电商业务带动内生增长，受益控股股东中国外运与招商物流整合）；**H 股确信买入中国外运**（598.HK，国资物流巨头，三重催化剂在前，低估值），推荐嘉里物流（636.HK，亚洲领先综合物流服务商，运营优秀，低估值），深圳国际（152.HK，打造中国城市综合港项目前景看好，持有土地价值高）。

2016 行业纵览：景气度震荡回升，2017 年行业表现将分化

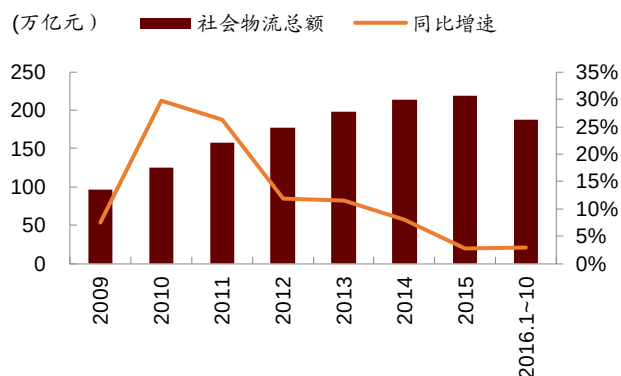
全年行业景气度与去年持平，物流效率持续提升，年内呈震荡回升趋势

2016 年 1~10 月全社会物流总额累计增长 2.9%，与去年同期的 2.9% 持平，略高于去年全年的 2.7%；全社会物流总费用累计增长 3.6%，略低于去年同期的 3.8%，高于去年全年的 1.9%；前三季度社会物流总费用占 GDP 比例为 14.5%，较去年同期的 15.3% 和去年全年的 16.5% 明显下降，1~10 月社会物流费用率为 4.6%，低于去年全年的 4.9%，物流效率持续提升。

1~11 月中国物流景气指数业务总量指数均值为 55.2（超过 50 属于行业景气，反之则为不景气），略高于去年同期和全年的 55.1，且年末景气指数呈现明显上升走势，11 月达到 59.3，为 2013 年以来最高值。物流行业业务量年中持续提高原因有两方面：1）三季度以来煤炭等大宗商品需求回暖，运量上升利好大宗相关物流企业；2）四季度为电商传统旺季，电商物流和快递的高增长提振行业整体景气度。

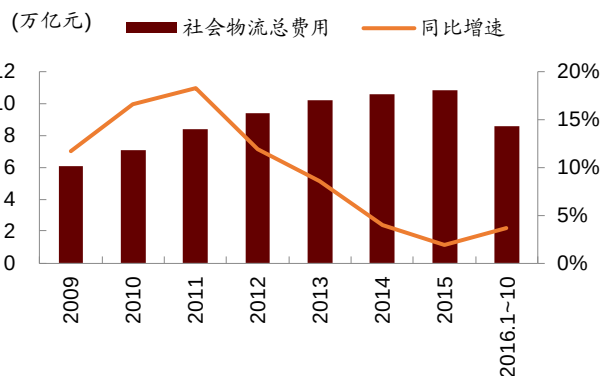


图表 44：社会物流总额及增速



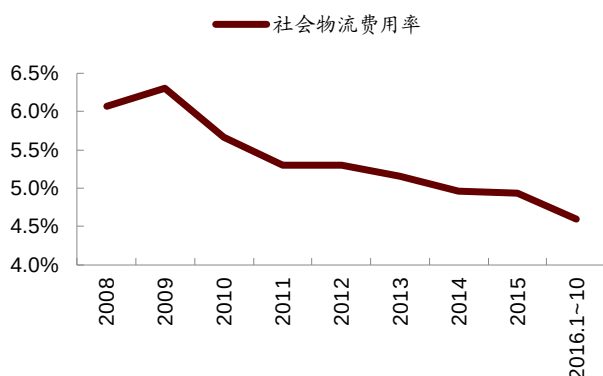
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 45：社会物流总费用及增速



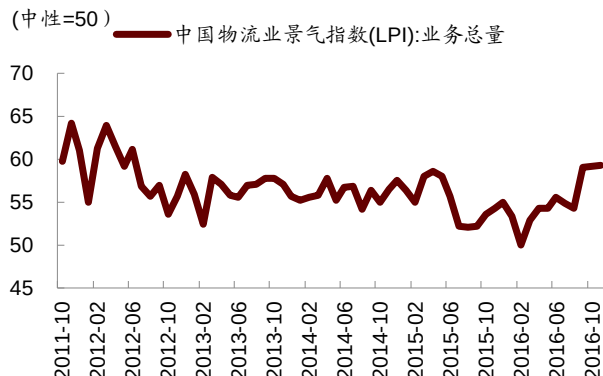
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 46：社会物流费用率



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 47：物流行业景气指数（业务总量指数）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

分行业：公路运价 8 月治超后持续攀升，仓储利用率年内震荡上升

运输方面，年初以来公路运价指数处于较平稳状态，前三季度均值 99.9 点，低于去年同期的均值 106.8 点。8 月末治超以来公路货运成本提高，运价持续上涨，9 月、10 月、11 月分别环比上涨 3%、9%、8%。11 月运价指数较去年同比高 11%。

仓储方面，仓储设施利用率年初以来保持震荡上升趋势，11 月仓储设施利用率指数较去年同期提高 12% 达到 56 点，远超景气标准 50 点，表明仓储利用率明显升高。同时仓储费率景气指数年内也持续提高，11 月达到 51 点，为今年以来最高值，表明仓储费率较年初有所提高。

从社会物流总费用构成看，1~10 月运输费用同比增速 7.1%，高于去年全年的 3.6%；保管费用同比增速 -3.3%，低于去年全年的持平；管理费用同比增速 9.1%，高于去年全年的 7.7%。保管费用主要是仓储费用和流通加工费用，此项费用的降低体现了物流周转流通的加快。



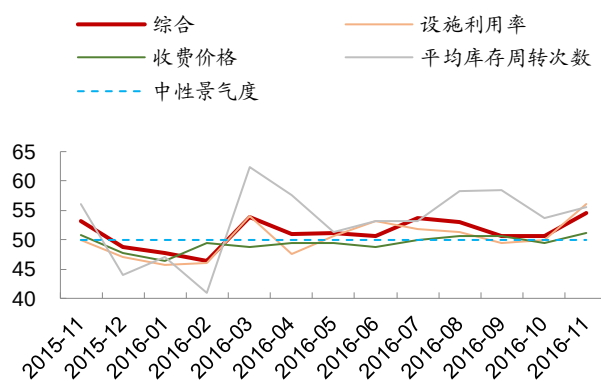
图表 48：中国公路物流运价指数：9 月起运价明显升高

(2012 年 12 月最后一周均价=100)



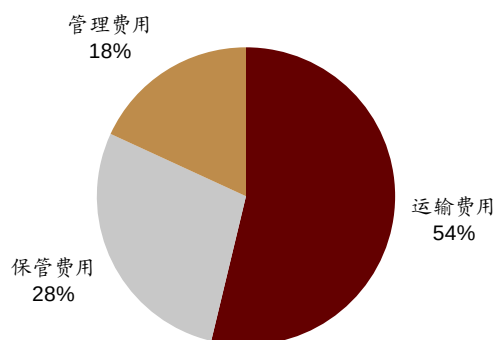
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 49：中国仓储指数：景气度震荡上升



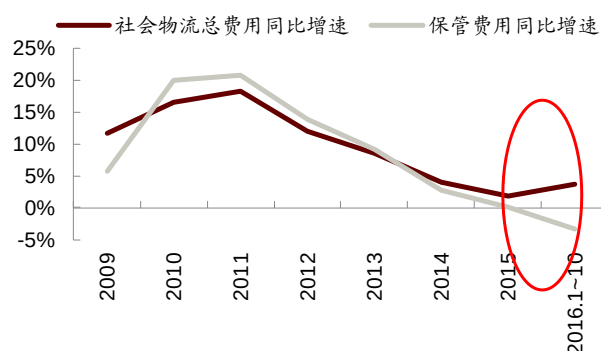
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 50：社会物流费用构成



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 51：保管费用降低背离整体费用上升趋势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

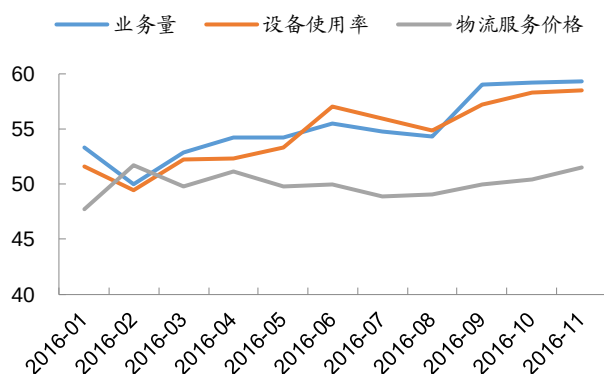
四季度盈利回升将趋缓，明年企业表现可能分化

前三季度行业盈利情况先升后降：前三季度物流主营业务利润景气指数均值分别为 47 点、51.8 点、49 点。根据国家统计局统计，今年上半年重点物流企业营业收入累计同比下滑 4.3%，主营业务利润累计同比下滑 4.1%，好于一季度的营业收入下滑 14.9% 和利润下滑 8.2%。根据行业景气度指数变化，可预期三季度行业整体盈利情况不佳。前三季度 A 股物流板块（除借壳上市快递公司）经常性盈利增速分别为 8%、26% 和 0%，也符合物流主营业务利润景气指数的边际变化指引。

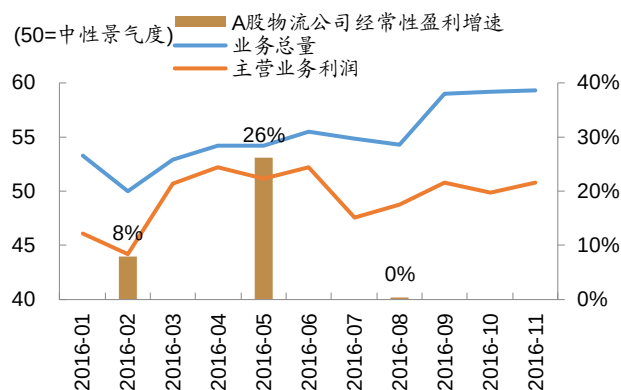
四季度行业整体盈利将缓慢回升：9 月起物流服务价格、业务量、设备使用率景气指数均出现明显提高，但公路治超导致运输行业成本整体上升，利润景气度指数与业务量景气度指数出现背离。考虑到 10~11 月主营业务利润景气指数均值为 50.3，业内对盈利表现态度中性偏乐观，预计四季度整体看物流企业盈利将缓慢回升，年内呈整体震荡上升。

明年看，受公路治超导致成本提高影响（约上升 1/3），公路运输为主的物流企业尤其是大宗货物和汽车运输商若无法向下游传递成本增量盈利将存压力。另一方面，根据中金宏观组预测，明年国内名义社会消费品零售总额增速将从今年的 10.5% 回升到 10.8%，以消费品货物为主的物流仓储企业将从经济回暖中受益。



图表 52：9 月起物流服务价格、业务量，设备使用率均在改善（50 点为中性景气度）


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 53：物流主营业务利润景气指数指示四季度为缓慢复苏


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

快递行业：增速快、格局稳、盈利强

我们认为快递行业值得投资：1）增速快（2017 快递业务量保持 40% 增速）；2）格局稳（前八大市场份额接近 80%）；3）盈利强（未来单价降幅将趋缓，同时受益于规模经济，2016 年单件盈利均比 15 年提升）。**投资策略上推荐中通快递（ZTO.US，“同建共享”文化带来高增长、卓越的成本控制、国际股东背景和强劲财务状况）、新海股份（韵达货运 002120.SZ，管理精细化、加盟管控强、业务多元化）。**

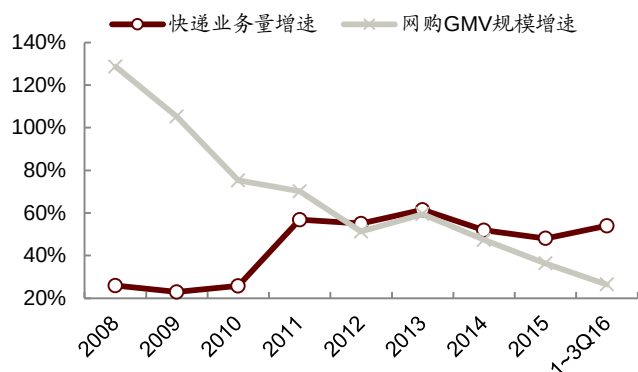
增速快：2017 仍将保持 40% 高增长

今年前三季度网络购物的 GMV 增速从 2015 年的 36% 降至 26%，但快递业务量的增速从 2015 年的 48% 加快至 54%。网购 GMV 与快递业务量增速背离有几个可能原因：

- ▶ 网购 GMV 为金额概念，由于快递的低价格，网购习惯从凑单到分单，单次购物金额可能降低；
- ▶ 微商并未统计在网购 GMV 中。根据中国互联网协会和艾瑞咨询的数据，微商交易规模预计在 2016 年达到 3600 亿，占电商 GMV 的比例达到 7%，且增速远快于整体网购（2014~16 年网购复合增速 33%，微商复合增速 95%）；
- ▶ 供给刺激需求，由于中国快递低廉的价格，刺激了非网购快递需求。例如，有的游客将旅游纪念品通过快递方式运送到家里。中通披露来自阿里巴巴电商平台的业务量占比从 2014 年的 80% 下滑至今年上半年的 75%。

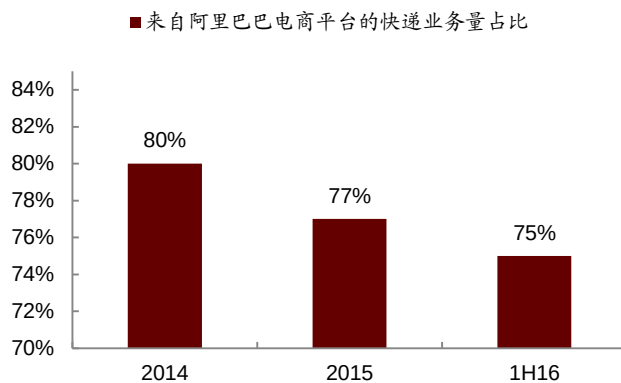


图表 54：电商 GMV 与快递业务量 2015 年出现背离



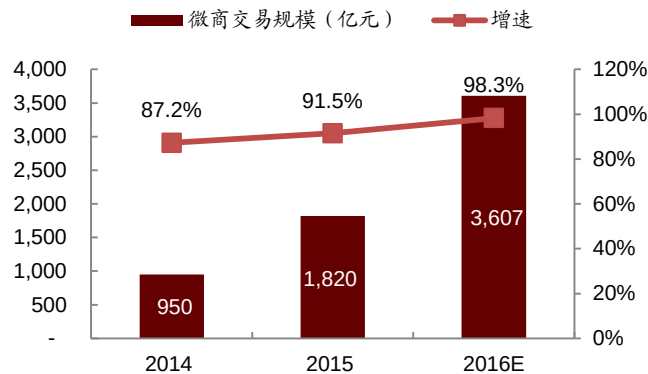
资料来源：万得资讯、艾瑞咨询、中金公司研究部

图表 55：中通来自阿里巴巴电商平台的业务量占比



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 56：微商交易规模及增速



资料来源：中国互联网协会、艾瑞咨询、中金公司研究部

向后看，根据国家邮政局预测，2020 年我国快递业务总量将达 500 亿件，实现业务收入 8000 亿元，对应业务量和收入复合增速分别为 19% 和 24%；根据艾瑞咨询预测，2020 年快递业务量将达 600 亿件（对应 2015~2020 年 CAGR 24%，超过其预测电商 GMV 约 19% 的增速）。我们预计快递行业 **2016 年全年业务量增速将达到 50%，2017 年也将实现 40% 的增速。业务量增长的主要推动因素包括：**

- **中国的快递量一二三四梯级明显。**2015 年，中部和西部快递业务量仅占全国的 16%，但 GDP 占比达 32%，近年业务量增速均快过全国平均，未来空间巨大。**中国的低廉快递价格会刺激网购需求：**随着快递渠道下沉到乡镇，过去几年农村电商发展迅速。2015 年农村的网购交易额为 3530 亿元，同比增速达 96%，但仅占中国网购总规模 9%。过去四年农村网络购物用户数年复合增长 31%，远超全国平均的 21%，但目前用户数仅为 9300 万，仅占农村人口的 14%。移动互联的发展和智能手机的普及对农村电商有很大的促进，未来随着电商渠道下沉，农村电商将继续保持快速增长，利好快递业务量的增长。
- **电商营销力度加强可以刺激人们的消费欲望。**每年的“双 11”购物节可见一斑：2012~2016 年，“双 11”购物节期间（11 月 11 日~11 月 16 日）的快递业务量的复合增速达 54%。从过去五年来看，**每年的高峰 11 月的月平均量会变成第二年的月平均常量。**原因在于消费习惯一旦养成，较难更改。“双 11”购物节的快递业务量可以作为当月及下一年的领先指标。**2016 年 11 月 11 日，来自阿里巴巴电商平台的快递业务量同比增长 41% 至 6.57 亿件。**
- **90 后消费能力的崛起将为未来贡献力量。**根据 AdMaster 在 2015 年年初的调查，“90 后”的网购消费意愿很强，每个月超过 4 次网购的 90 后占比达 30%（其中有 9% 的人每月网购次数超过了 10 次）；每个月 1~3 次达 36%。值得注意的是，90 后中有一半接触网购不到两年，就可达如此高频次的消费，未来随着收入水平的提高，网购次数还有大幅提升空间。



图表 57：快递业务量预测

	2015	2016	2017	2018	2019	2015年美国的情况
网购快递						
网购快递业务量（亿件）	145	228	333	408	483	63
(+/-%)		58%	46%	22%	18%	9%
网购人数（亿人）	4.1	5.2	6.4	7.4	8.3	1.8
(+/-%)		25%	24%	15%	12%	2%
渗透率	30%	37%	46%	53%	59%	58%
人均网购次数	35	44	52	55	58	34
(+/-%)		26%	18%	6%	5%	7%
非网购件						
非网购件（亿件）	62	88	108	123	135	68
(+/-%)		43%	22%	13%	10%	4%
总快递量						
	207	316	442	531	617	131
(+/-%)		53%	40%	20%	16%	6%

资料来源：万得资讯、中金公司研究部

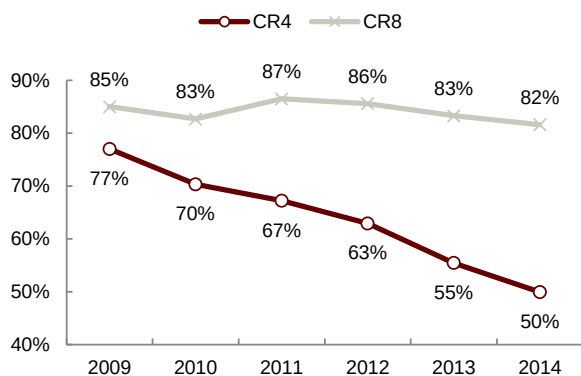
格局稳：巨头享有规模经济优势

2009 年以来，快递市场前四大占比逐年下降，但是前八大收入占比一直稳定在 75% 以上（2016 年 1~10 月 CR8 集中度为 76.8%），原因在于原来前四大中的申通、EMS 和顺丰增速远慢于中通和韵达等公司。由于快递的规模经济特征，以及先发优势（比如便捷的转运中心地点选择），这个行业已经形成一定护城河，新公司较难进入，小公司也很难超越。

2016 年，“通达系”快递公司市场份额有所扩张（中通：从 2015 年前三季度的 14.0% 上升至今年前三季度的 14.3%；韵达：从 2015 年上半年的 10.3% 上升至今年上半年的 10.6%）。

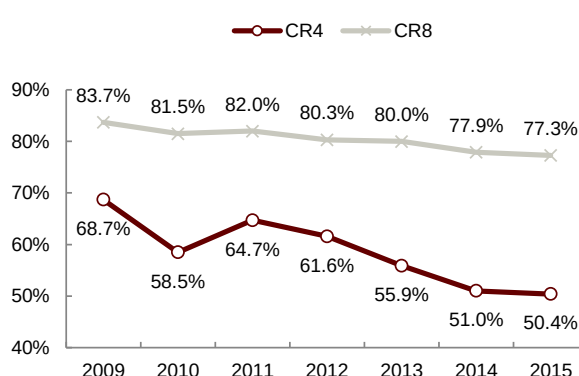
值得注意的是，“通达系”快递公司的服务质量也在快速改善。2016 年，圆通和中通的申诉率与 EMS 基本持平，“通达系”快递公司与顺丰之间的差距显著收窄。

图表 58：快递行业业务量集中度



资料来源：国家邮政局、中金公司研究部

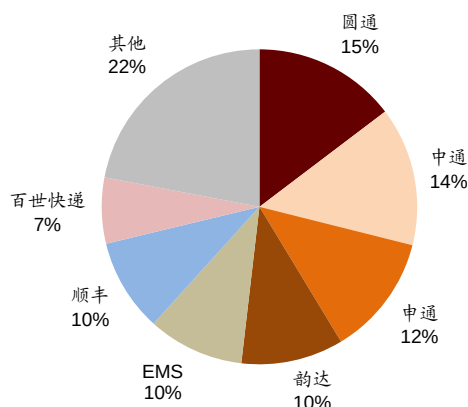
图表 59：快递行业收入集中度



资料来源：国家邮政局、中金公司研究部

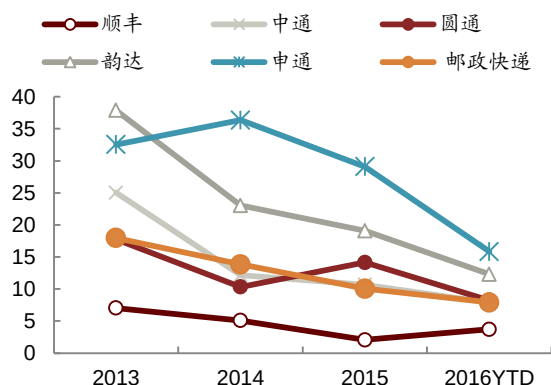


图表 60：2015 年快递公司市场份额



资料来源：国家邮政局、公司数据、中金公司研究部

图表 61：申诉率（每百万单）



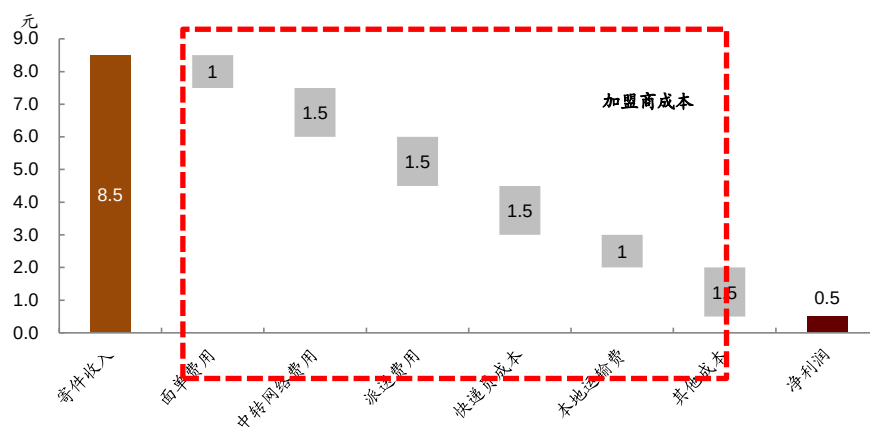
资料来源：国家邮政局、中金公司研究部

盈利强：由于单价降幅收窄，边际成本下降而提升利润率

- 首先，目前快递企业全网利润大概只有 7~9 毛钱/单，总部在 0.3~0.4 元/单，加盟商的利润约 0.5 元/单左右：以异地快递的收费约 8.5 元来计算，加盟商需要支付的成本约 8 元，包括：面单费用约 1 元，中转网络费用约 1.5 元，派送费约 1.5 元，快递员成本每件约为 1.5 元，本地运输费用约 1 元，办公室租金、管理和销售费用单件成本约 1.5 元（考虑收件方和派件方的成本）。如果目前的快递费用再下滑 10%，加盟商将亏损。
- 其次，客户对服务的重视程度现在已经明显提升，价格战不是各家公司抢夺市场份额的唯一手段。
- 最后，目前快递行业格局已经形成，前八大占据约 77% 市场份额（按照收入计算），三通一达一顺和 EMS 之后的第二梯队公司由于规模经济优势不足，盈利能力显著低于第一梯队，依靠价格战也较难获得市场份额，且杀敌一千，自损八百。

另外，即使每年价格仍在下降，不能忽略的是，大公司的规模效应显著，每年单票成本都会下降 1~2 毛钱/单，而目前通达系总部的净利润大概就是 3~4 毛/单，因此完全可以做到单件利润不降，2016 年公布的单件盈利提升即是例证。

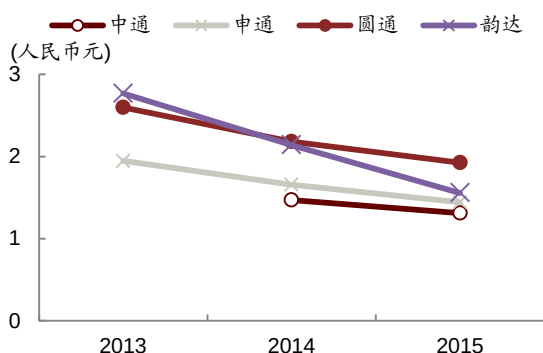
图表 62：加盟商单件利润微薄



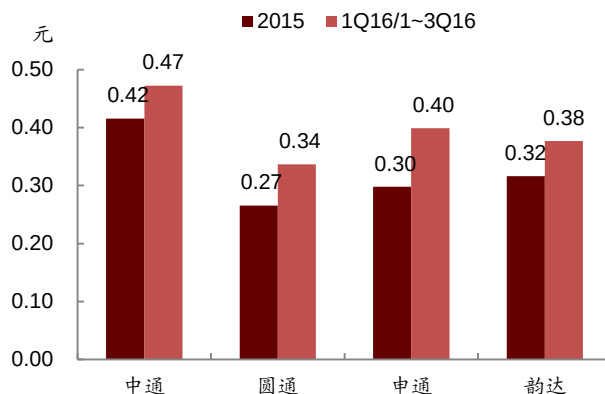
资料来源：万得资讯、中金公司研究部



图表 63：“通达系”快递公司的每单成本



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 64：单件利润²（扣除股权激励和非经常性项目）

资料来源：公司数据，中金公司研究部

选股策略：看好快递和电商相关物流，关注大型综合物流服务商

中通快递 (ZTO.US, 推荐)：独特的“同建共享”文化，卓越的成本控制，国际股东背景和强劲财务状况

1) “同建共享”文化使各方利益更加一致：中通快递是通达系中唯一在总部层面上采用加盟商持股模式的快递公司，2011~2015 年中通快递业务量取得 80% 的复合增速，主要快递公司中增速最快，消费者满意度排名通达系快递公司首位。**2) 卓越的成本控制带来最高利润率**：2015 年中通快递的单件干线运输成本比同行低 19%，单件利润比同行平均高 42%。**3) 国际知名股东背景和强劲财务状况**。

三季度业绩超预期：2016 年第三季度中通实现非通用准则净利润 5.47 亿，同比增长 107.9%，单件盈利达到 0.50 元。中通凭借运力扩张和服务质量持续扩大市场份额：前三季度业务量 30.15 亿件，同比增长 57.3%，市场份额从去年同期的 14% 扩大到 14.3%。值得注意的是，双十一期间中通的业务量市场份额达 16.5%。

我们预测 2016、2017 年非通用准则下盈利为人民币 21.70 亿、33.07 亿，对应增速为 77%、52%。目前，公司股价对应 2016/2017 年 32.3/21.8 倍非通用准则市盈率，维持推荐评级和目标价 20.0 美元。

新海股份 (002120.SZ, 韵达货运, 推荐)：管理精细化、加盟管控强、业务多元化

1) 管理精细化：通过优化路由、提高轻货比例、搭建智能设备、人力外包等精细化管理手段，韵达单件成本下降速度为行业内最快，即使单件收入下滑，净利润不降反升，从 2013 年的 4% 扩张至 1~3Q16 的 16.9%（扣非）。**2) 加盟管控强**：韵达旗下单个加盟商体量小，更易管理；加盟商在总部有预存款，增强对加盟商控制；**3) 业务多元化**：韵达是三通一达中唯一一家名叫货运的，除了快递，韵达已经扩展了仓配一体化、跨境物流、云便利等多元服务。

16 年前三季度实现业务量 21.8 亿件，同比增长 62%；实现收入 48.7 亿元，同比增长 46%；扣非净利润 8.22 亿元，平均单件盈利 0.38 元，远好于 2015 年的 0.32 元。四季度为快递传统旺季（2015 年四季度业务量占全年的 37%），如果四季度业务量达 13 亿件（全年 35 亿件，对应同比增速 65%），单件盈利与第三季度 0.39 元保持不变，那么全年盈利有望达 13 亿。

我们预测 2016/17 年盈利为人民币 12.32 亿/16.16 亿，对应增速 131%/31%。目前股价对应 42x/32x 2016e/17e P/E。维持推荐评级和目标价人民币 67.2 元。

² 圆通和申通采用 2016 年 1 季度的数据；中通、韵达采用 2016 年前三季度的数据。



中国外运 (00598.HK, 确信买入): 三重催化剂在前

1) 基本面看, 集运市场将迎来两年向上周期, 公司船代货代业务将受益于市场复苏; 专业物流快速发展, 比例不断提高; 控股外运发展, 空运代理业务未来有望受益跨境电商, 与 DHL 合营公司中外运敦豪占有中国国际快递市场份额的 30% 以上; 2) **三重催化剂在前**: 第一, 与招商物流整合进度可能快于市场预期, 释放协同效应; 其次, 母公司资产注入增厚盈利; 第三, 股权激励方案有望出台。

我们预测 2016/17 年盈利为人民币 16.32 亿/17.3 亿, 对应增速 9.3%/6%。目前股价对应 8.4x 2017e P/E。维持确信买入评级和目标价 4.8 港元。

外运发展 (600270.SH, 确信买入): 业务结构调整带动内生增长, 或将受益招商物流整合

电商物流业务发展迅速。公司 2016 年进行业务结构调整, 将电商物流单列, 彰显对电商物流未来发展的信心。上半年, 电商物流营业收入同比增长超过 40%, 远高于公司整体营收同比 6.8% 的增速。未来随着跨境电商市场的进一步发展, 电商物流有望继续维持高速增长。未来公司或受益控股股东中国外运与招商物流的整合。

维持确信买入, 维持 2017 年盈利预测 10.91 亿元不变, 维持目标价 26 元不变, 对应 21.5x 2017e P/E。

嘉里物流 (00636.HK, 推荐): 深耕亚洲市场, 管理出众, 目前股价仅为上市发行价

嘉里物流是亚洲区域领先的物流服务商, 拥有广泛和成熟的物流网络, 管理能力优秀, 过往五年各业务线利润率均保持增长, 且善于进行并购和提高并购资产的盈利能力。

我们预测 2016/17 年盈利为 18.36 亿/19.07 亿港元, 对应增速 1.7%/3.9%。目前股价对应 8.9x 2017e P/E, 远低于 2013 年 IPO 的 19.1 倍市盈率, 维持推荐评级和目标价 13.5 港元。

深圳国际 (00152.HK, 推荐): 转型中的物流国企

我们对于深国际“中国城市综合物流港”项目持积极看法, 未来四年内深国际物流园运营面积将增加至现有三倍, 提供现代仓储设施和多种增值服务, 需求充足且有望提高利润率。公司持有总价 91 亿元前海土地 (每股 5.53 港币), 开发中的梅林关项目价值 30 亿元 (每股 1.86 港币)。

我们预测 2016/17 年盈利为 15.41 亿/16.86 亿港元, 对应增速 -29.9%/9.4%。以分部加总法为公司估值, 目标价 15.24 港元, 其中高速公路业务价值 4.77 港元, 物流业务 1.77 港元, 土地价值 7.39 港元, 深圳航空投资 1.58 港元, 总部成本 0.3 港元。维持推荐评级。

怡亚通 (002183.SZ, 推荐): 员工持股强化激励机制

380 平台计划稳步推进, 线下零售渠道不可替代, 深度 380 模式获得验证, 正在颠覆行业传统模式, 已经进入快速成长期, 后续的线上平台、O2O 外延等都值得期待。公司近期推出员工持股计划草案, 强化激励机制。

维持推荐评级和 2017 年盈利预测 11.7 亿不变, 维持目标价 15 元不变, 对应 26.8x 2017e P/E。



图表 65：物流可比公司估值表

公司	股票代码	币种	股价	市盈率 (X)			市净率 (X)			净资产收益率 (%)			CAGR	PEG
			2016/12/12	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	2015	2016E	2017E	14~16	16E
A股上市公司														
建发股份	600153.SH	RMB	10.98	11.9	10.6	8.7	1.7	1.5	1.3	14.7	14.9	15.8	5%	2.0
中储股份	600787.SH	RMB	8.42	23.4	27.7	27.7	2.1	2.0	1.8	9.0	7.6	6.9	2%	16.4
外运发展*	600270.SH	RMB	17.15	15.6	15.0	14.2	2.2	2.0	1.8	14.5	15.5	16.7	29%	0.5
怡亚通*	002183.SZ	RMB	11.21	24.9	29.8	20.1	3.2	2.7	2.1	17.6	17.4	21.4	9%	3.3
保税科技	600794.SH	RMB	6.16	308.0	99.4	60.4	3.9	3.8	3.7	1.3	2.9	4.1	-25%	n.m.
澳洋顺昌*	002245.SZ	RMB	8.98	34.8	32.4	20.3	5.4	4.7	3.9	10.6	15.5	20.9	26%	1.3
飞力达	300240.SZ	RMB	11.26	93.8	53.6	52.4	4.2	n.a.	n.a.	4.5	n.a.	n.a.	54%	1.0
华贸物流	603218.SH	RMB	10.47	58.2	34.6	27.1	5.6	4.0	3.2	9.9	13.2	13.3	45%	0.8
厦门国贸	600755.SH	RMB	8.35	21.4	9.8	8.2	1.7	1.5	1.3	8.5	14.5	15.7	22%	0.4
象屿股份	600057.SH	RMB	12.17	43.5	35.0	28.8	2.4	2.2	2.0	5.9	6.0	6.9	4%	n.m.
瑞茂通	600180.SH	RMB	13.59	30.1	24.1	19.5	3.4	3.0	2.7	13.6	12.9	14.1	-1%	n.m.
音飞储存*	603066.SH	RMB	53.67	79.6	63.9	58.5	7.4	6.7	6.2	12.1	10.4	10.7	1%	49.0
长久物流*	603569.SH	RMB	43.88	51.6	52.9	42.7	17.7	10.2	8.5	36.9	26.9	21.7	-29%	n.m.
新海股份*	002120.SZ	RMB	51.09	97.2	42.0	32.0	30.2	17.6	11.3	38.8	52.9	43.0	70%	0.6
艾迪西	002468.SZ	RMB	29.06	58.2	38.0	31.8	13.2	3.1	2.9	0.5	15.3	13.4	41%	0.9
鼎泰新材	002352.SZ	RMB	46.64	207.9	104.8	81.3	15.4	5.0	4.6	3.5	4.9	6.4	114%	0.9
平均值				72.5	42.1	33.4	7.5	4.7	3.8	12.6	15.4	15.4	0.2	6.4
中值				47.5	34.8	28.3	4.1	3.1	2.9	10.3	14.5	14.1	16%	1.0
H股上市公司														
利丰	494.HK	HKD	3.54	9.1	13.0	12.3	1.5	1.3	1.3	16.5	10.8	11.2	-20%	n.m.
中国外运*	598.HK	HKD	3.52	9.1	8.6	8.4	0.9	0.9	0.8	10.5	10.2	10.2	9%	1.0
深圳国际*	152.HK	HKD	11.42	9.9	14.2	13.3	1.2	1.2	1.1	12.2	8.4	8.8	-21%	n.m.
嘉里物流*	636.HK	HKD	10.04	9.4	9.3	8.9	1.1	1.0	0.9	12.0	11.3	10.7	5%	1.8
平均值				2.0	11.3	10.7	1.2	1.1	1.1	12.8	10.2	10.2	-7%	1.4
中值				9.1	11.1	10.6	1.1	1.1	1.0	12.1	10.5	10.5	-7%	1.4
国际上市公司														
普洛斯	GLP.SP	USD	2.24	53.3	42.3	41.5	1.2	1.2	1.1	5.6	4.9	3.9	-4%	n.m.
UPS	UPS.US	USD	119.6	22.0	20.5	19.4	42.9	30.0	25.0	210.1	162.1	183.1	11%	1.9
FedEx	FDX.US	USD	196.6	22.0	18.3	16.2	3.7	3.5	3.3	6.9	19.2	20.7	26%	0.7
CH Robinson	CHRW.US	USD	77.0	21.8	21.5	20.9	9.6	8.5	8.0	46.4	42.2	39.6	8%	2.6
大和控股	9064.JP	JPY	2,362	26.1	24.1	23.1	1.7	1.7	1.7	6.7	7.0	7.5	9%	2.6
三菱仓库	9301.JP	JPY	1,620	31.1	31.5	29.7	1.1	1.1	1.1	3.7	3.4	3.7	3%	11.3
Glovis	086280.KS	KRW	153,500	15.3	9.8	9.4	1.9	1.6	1.4	12.8	17.7	16.1	5%	2.1
平均值				27.4	24.0	22.9	8.9	6.8	6.0	41.7	36.6	39.2	8%	3.5
中值				22.0	21.5	20.9	1.9	1.7	1.7	6.9	17.7	16.1	8%	2.3
中概股上市公司														
中通快递	ZTO.US	RMB	14.13	51.5	32.3	21.8	11.5	7.2	5.6	22.0	20.0	24.0	121%	0.3
阿里巴巴	BABA.US	RMB	93.28	36.1	28.2	22.1	6.9	5.8	4.9	30.2	17.1	12.5	25%	1.1
唯品会	VIPS.US	RMB	11.97	29.7	17.6	14.7	12.8	7.8	5.2	52.2	48.3	39.6	50%	0.3
聚美优品	JMEI.US	UDS	4.66	35.8	11.4	7.6	7.8	7.9	7.1	3.4	9.3	12.8	-9%	n.m.
平均值				38.3	22.4	16.5	9.7	7.2	5.7	26.9	23.7	22.2	47%	0.6
中值				36.0	22.9	18.3	9.6	7.5	5.4	26.1	18.6	18.4	38%	0.3
*数据为中金预测，其他为市场预期数据，来自彭博资讯和Wind；艾迪西与鼎泰新材根据业绩承诺估算。														

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯和Wind；艾迪西与鼎泰新材根据业绩承诺估算。

资料来源：彭博资讯，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问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 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：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；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”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

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：杨梦雪



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

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

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A座6层
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

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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

