

## 赣粤高速（600269）深度研究报告

# 中特估视角看赣粤：路产优质、潜力具备，市值修复可期

❖ **江西唯一公路上市公司，主控路产优质。**1) 公司主营业务包括高速公路、智慧交通、实业投资和金融投资。2022 年公司收入 67.58 亿元，其中车辆通行费收入占比 50%，实业投资中成品油、地产业务分别占比 24%、7%，智慧交通占比 18%。毛利结构看：车辆通行服务占比 75%，成品油业务占比 11%。23H1 公司收入 34.71 亿元，归母净利润 7.32 亿元，扣非净利润 6 亿元，同比+9.9%。2) 公司主控路产优质，连南接北、承东启西，毛利率位于行业相对领先。三条主要路产昌九、昌樟、昌泰高速合计占通行费收入比例超 7 成。23H1 公司通行费业务毛利率 59.6%，其中昌泰 73.6%，昌九 71%，昌樟 58%，并不弱于行业头部公司水平（如粤高速 68.6%、宁沪高速 64.5%、皖通高速 64%、四川成渝 61.7%、山东高速 57.7%、招商公路 47.8%）。

❖ **我们看好公司具备核心竞争优势、业绩存在持续提升空间。**1) 公司主业核心优势：剩余收费年限长，改扩建释放全新增长潜力。a) 昌九高速、昌樟高速剩余收费年限分别达 26 年、20 年 6 个月；昌泰高速樟吉段改扩建项目于 2022 年正式开工。b) 改扩建释放新潜力：昌九高速在改扩建后实现收入扩张。昌九 2019 年改扩建完成，2021 年通行费收入较改扩建前的 2013 年增长 66%，较 2019 年增长 46%。当前昌泰高速已启动改扩建，完成后江西省南北通道昌九高速、昌樟高速、昌泰高速均为八车道，通行效率提升，并且我们预计将进一步发挥路网联通效应。2) 我们认为公司毛利率及财务费用均有明确的改善空间。a) 会计估计变更致折旧减少从而增厚利润。公司采用工作量法计提折旧，自 23 年 1 月开始按新确定的单位车流量折旧额核算，该会计估计变更增厚公司 23 年上半年净利润 0.73 亿元。b) 财务费用有望持续降低。随着公司过去几笔高利率债的到期，财务费用将明显优化。2024 年规模为 23 亿元的 14 赣粤 02（利率为 6.09%）将到期，而公司近期发行的超短期融资券利率不断降低，如 23 赣粤 SCP004（发行利率 1.81%，期限 90 天）。简单测算，我们预计将节省年化约 0.8 亿的财务费用。

❖ **投资建议：1) 盈利预测：**我们预计公司 2023-25 年实现归母净利分别为 11.5、12.9 及 13.9 亿，对应 EPS 分别为 0.49、0.55 及 0.6 元，对应 PE 分别为 8.0、7.1、6.6 倍。2) 围绕华创交运|中特估五要素分析框架来看赣粤，我们认为其具备几个特点：a) 区域经济潜能看：江西省 GDP 增速高于全国平均水平，处于具有战略意义的中部位置。b) 可持续发展角度看：公司核心路产改扩建获得成功，收费剩余年限行业领先。c) 公司现代化治理体系：实控人变为江西省国资委后将有望深化改革和体系建设。特别的，目前公司分红比例较低，我们认为未来具备一定的提升空间。3) 目标价：公司当前 PB 仅 0.5 倍，明显低于行业平均 1.1 倍（百亿市值以上公司平均 1.3 倍），但我们认为公司路产优质、潜力具备，在中特估视角下，具有市值修复空间，基于核心路产毛利率水平并不弱于头部企业，我们给予公司 2023 年预期净利润 11 倍 PE，对应目标市值 126 亿，目标价 5.4 元，预期较现价 37%空间，首次覆盖给予“强推”评级。

❖ **风险提示：**改扩建进度和效果不及预期；车流量增长幅度不及预期。

### 主要财务指标

|           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万) | 6,758 | 7,189 | 7,617 | 8,063 |

|           |        |
|-----------|--------|
| 同比增速(%)   | 5.1%   |
| 归母净利润(百万) | 696    |
| 同比增速(%)   | -22.0% |
| 每股盈利(元)   | 0.30   |
| 市盈率(倍)    | 13     |
| 市净率(倍)    | 0.5    |

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为2023 年9 月15 日收盘价

## 证券研究报告

公路 2023 年 09 月 18 日

## 赣粤高速（600269）深度研究报告

# 中特估视角看赣粤：路产优质、潜力具备，市值修复可期

❖ **江西唯一公路上市公司，主控路产优质。**1) 公司主营业务包括高速公路、智慧交通、实业投资和金融投资。2022 年公司收入 67.58 亿元，其中车辆通行费收入占比 50%，实业投资中成品油、地产业务分别占比 24%、7%，智慧交通占比 18%。**毛利结构看：车辆通行服务占比 75%，成品油业务占比 11%。**23H1 公司收入 34.71 亿元，归母净利润 7.32 亿元，扣非净利润 6 亿元，同比+9.9%。2) 公司主控路产优质，连南接北、承东启西，毛利率位于行业相对领先。三条主要路产昌九、昌樟、昌泰高速合计占通行费收入比例超 7 成。23H1 公司通行费业务毛利率 59.6%，其中昌泰 73.6%，昌九 71%，昌樟 58%，并不弱于行业头部公司水平（如粤高速 68.6%、宁沪高速 64.5%、皖通高速 64%、四川成渝 61.7%、山东高速 57.7%、招商公路 47.8%）。

❖ **我们看好公司具备核心竞争优势、业绩存在持续提升空间。**1) 公司主业核心优势：剩余收费年限长，改扩建释放全新增长潜力。a) 昌九高速、昌樟高速剩余收费年限分别达 26 年、20 年 6 个月；昌泰高速樟吉段改扩建项目于 2022 年正式开工。b) 改扩建释放新潜力：昌九高速在改扩建后实现收入扩张。昌九 2019 年改扩建完成，2021 年通行费收入较改扩建前的 2013 年增长 66%，较 2019 年增长 46%。当前昌泰高速已启动改扩建，完成后江西省南北通道昌九高速、昌樟高速、昌泰高速均为八车道，通行效率提升，并且我们预计将进一步发挥路网联通效应。2) 我们认为公司毛利率及财务费用均有明确的改善空间。a) 会计估计变更致折旧减少从而增厚利润。公司采用工作量法计提折旧，自 23 年 1 月开始按新确定的单位车流量折旧额核算，该会计估计变更增厚公司 23 年上半年净利润 0.73 亿元。b) 财务费用有望持续降低。随着公司过去几笔高利率债的到期，财务费用将明显优化。2024 年规模为 23 亿元的 14 赣粤 02（利率为 6.09%）将到期，而公司近期发行的超短期融资券利率不断降低，如 23 赣粤 SCP004（发行利率 1.81%，期限 90 天）。简单测算，我们预计将节省年化约 0.8 亿的财务费用。

❖ **投资建议：1) 盈利预测：**我们预计公司 2023-25 年实现归母净利分别为 11.5、12.9 及 13.9 亿，对应 EPS 分别为 0.49、0.55 及 0.6 元，对应 PE 分别为 8.0、7.1、6.6 倍。2) 围绕华创交运|中特估五要素分析框架来看赣粤，我们认为其具备几个特点：a) 区域经济潜能看：江西省 GDP 增速高于全国平均水平，处于具有战略意义的中部位置。b) 可持续发展角度看：公司核心路产改扩建获得成功，收费剩余年限行业领先。c) 公司现代化治理体系：实控人变为江西省国资委后将有望深化改革和体系建设。特别的，目前公司分红比例较低，我们认为未来具备一定的提升空间。3) 目标价：公司当前 PB 仅 0.5 倍，明显低于行业平均 1.1 倍（百亿市值以上公司平均 1.3 倍），但我们认为公司路产优质、潜力具备，在中特估视角下，具有市值修复空间，基于核心路产毛利率水平并不弱于头部企业，我们给予公司 2023 年预期净利润 11 倍 PE，对应目标市值 126 亿，目标价 5.4 元，预期较现价 37%空间，首次覆盖给予“强推”评级。

❖ **风险提示：改扩建进度和效果不及预期；车流量增长幅度不及预期。**

## 主要财务指标

|           | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万) | 6,758 | 7,189 | 7,617 | 8,063 |
| 同比增速(%)   | 5.1%  | 6.4%  | 5.9%  | 5.9%  |

|           |        |
|-----------|--------|
| 归母净利润(百万) | 696    |
| 同比增速(%)   | -22.0% |
| 每股盈利(元)   | 0.30   |
| 市盈率(倍)    | 13     |
| 市净率(倍)    | 0.5    |

资料来源：公司公告，华创证券预测 注：股价为2023 年9 月15 日收盘价

证券研究报告

公路 2023 年 09 月 18 日

## 强推 (首次)

目标价: 5.4 元

当前价: 3.93 元

华创证券研究所

证券分析师: 吴一凡

电话: 021-20572539

邮箱: wuyifan@hcyjs.com

执业编号: S0360516090002

证券分析师: 吴莹莹

邮箱: wuyingying@hcyjs.com

执业编号: S0360522100002

证券分析师: 吴晨玥

邮箱: wuchenyue@hcyjs.com

执业编号: S0360523070001

证券分析师: 黄文鹤

电话: 010-63214633

邮箱: huangwenhe@hcyjs.com

执业编号: S0360523070004

证券分析师: 梁婉怡

邮箱: liangwany@hcyjs.com

执业编号: S0360523080001

233,540.70

233,540.70

91.78

91.78

46.38

### 公司基本数据

7.39

总股本(万股)

已上市流通股(万股)

总市值(亿元)

流通市值(亿元)

资产负债率(%)

每股净资产(元)

4,067.14

## 投资主题

### 报告亮点

华创交运团队围绕中国特色估值体系如何看交运，已经发布了 7 篇系列研究，沉淀出了华创交运|中特估五要素分析框架。

第七篇报告中，我们聚焦收费公路行业，从五要素产业发展阶段、机制体制特色、区域经济潜能、可持续发展能力以及公司治理体系现代化等，提出公路行业作为稳健型资产，重视股东回报受青睐，头部公司估值应当得以提升。

在高速公路 2023 年中报综述中，我们提出建议关注赣粤高速，经过进一步深入研究后，我们认为从中特估视角看公司，路产优质、潜力具备，市值修复可期。

### 投资逻辑

我们看好公司具备核心竞争优势、业绩存在持续提升空间。

**1、公司主业核心优势： 剩余收费年限长，改扩建释放全新增长潜力。**

1) 昌九高速、昌樟高速剩余收费年限分别达 26 年、20 年 6 个月；昌泰高速于 2022 年启动改扩建项目。

2) 改扩建释放新潜力：昌九高速在改扩建后实现收入扩张。昌九 2019 年改扩建完成，2021 年通行费收入较改扩建前的 2013 年增长 66%，较 2019 年增长 46%。当前昌泰高速樟吉段已在改扩建，完成后江西省南北通道昌九高速、昌樟高速、昌泰高速均为八车道，通行效率提升，并且我们预计将进一步发挥路网联通效应。

**2、我们认为公司毛利率及财务费用均有明确的改善空间。**

1) 会计估计变更致折旧减少从而增厚利润。公司采用工作量法计提折旧，自 23 年 1 月开始按新确定的单位车流量折旧额核算，该会计估计变更增厚公司 23 年上半年净利润 0.73 亿元。

2) 财务费用有望持续降低。随着公司过去几笔高利率债的到期，财务费用将明显优化。2024 年规模为 23 亿元的 14 赣粤 02（利率为 6.09%）将到期，而公司近期发行的超短期融资券利率不断降低，如 23 赣粤 SCP004（发行利率 1.81%，期限 90 天）。简单测算，我们预计将节省年化约 0.8 亿的财务费用。

### 关键假设、估值与盈利预测

**盈利预测：** 我们预计公司 2023-25 年实现归母净利润分别为 11.5、12.9 及 13.9 亿，对应 EPS 分别为 0.49、0.55 及 0.59 元，对应 PE 分别为 8.0、7.1、6.6 倍。

围绕华创交运|中特估五要素分析框架来看赣粤，我们认为其具备几个特点：

1) 区域经济潜能看：江西省 GDP 增速高于全国平均水平，处于具有战略意义的中部位置。 2) 可持续发展角度看：公司核心路产改扩建获得成功，收费剩余年限行业领先。 3) 公司现代化治理体系：实控人变为江西省国资委，后将有望深化改革和体系建设。特别的，目前公司分红比例较低，我们认为未来具备一定的提升空间。

**目标价：** 公司当前 PB 仅 0.5 倍，明显低于行业平均 1.1 倍（百亿市值以上公司平均 1.3 倍），但我们认为公司路产优质、潜力具备，在中特估视角下，具有市值修复空间，基于核心路产毛利率水平并不弱于头部企业，我们给予公司 2023 年预期净利润 11 倍 PE，对应目标市值 126 亿，目标价 5.4 元，预期较现价 37%空间，首次覆盖给予“强推”评级。

# 目 录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 一、 赣粤高速：江西唯一公路上市公司，主控路产优质 .....          | 6  |
| （一） 江西唯一公路上市公司， 实控人将变更为江西省国资委 .....      | 6  |
| （二） 通行费收入是核心，公司主控路产优质 .....              | 9  |
| 1、 车辆通行服务： 核心收入来源， 23H1 收入超 19 年同期 ..... | 9  |
| 2、 公司主控路产连南接北、承东启西， 毛利率位于行业相对领先 .....    | 10 |
| （三） 实业投资及智慧交通：围绕公司主业的延伸赋能 .....          | 11 |
| 二、 看好公司具备核心优势，业绩存在持续提升空间 .....           | 13 |
| （一） 公司主业核心优势：剩余收费年限长， 改扩建释放全新增长潜力 .....  | 13 |
| 1、 主控路产改扩建后剩余收费期限长 .....                 | 13 |
| 2、 改扩建释放新潜力： 昌九高速改扩建后收入扩张 .....          | 13 |
| （二） 我们认为公司毛利率及财务费用均有明确的改善空间 .....        | 15 |
| 1、 毛利率的提升： 会计估计变更致折旧减少从而增厚利润 .....       | 15 |
| 2、 财务费用有望持续降低 .....                      | 16 |
| 三、 投资建议：我们认为市值明显低估，中特估视角下预期或迎来修复 .....   | 17 |
| （一） 华创交运 中特估五要素框架看赣粤 .....               | 17 |
| （二） 投资建议 .....                           | 19 |
| 四、 风险提示 .....                            | 19 |



## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图表 1 公司股权结构（截至 2023H1）      | 6  |
| 图表 2 公司业务结构                 | 6  |
| 图表 3 2023H1 公司证券投资情况（亿元）    | 7  |
| 图表 4 公司历年收入及同比增速            | 7  |
| 图表 5 公司历年归母净利润及同比增速         | 7  |
| 图表 6 公司历年扣非净利润及同比增速         | 7  |
| 图表 7 2022 公司收入结构            | 8  |
| 图表 8 2022 公司毛利润结构           | 8  |
| 图表 9 2023H1 业务毛利率           | 8  |
| 图表 10 2022 分部净利润占比          | 8  |
| 图表 11 公司历年营业收入（亿元）结构        | 9  |
| 图表 12 公司历年毛利润（亿元）结构         | 9  |
| 图表 13 通行费业务历年收入             | 9  |
| 图表 14 通行费业务历年毛利率            | 9  |
| 图表 15 公司通行费收入及毛利占比          | 10 |
| 图表 16 江西省高速公路网现状示意图         | 10 |
| 图表 17 公司 2021 年主控路产营业收入（亿元） | 11 |
| 图表 18 公司 2021 年各路产通行费收入占比   | 11 |
| 图表 19 公司 2023H1 主控路产毛利率     | 11 |
| 图表 20 主要公司 2023H1 通行费业务毛利率  | 11 |
| 图表 21 成品油业务历年收入             | 12 |
| 图表 22 成品油业务历年毛利率            | 12 |
| 图表 23 智慧交通业务历年收入            | 12 |
| 图表 24 智慧交通业务历年毛利率           | 12 |
| 图表 25 公司主要路产收费终止日和剩余年限      | 13 |
| 图表 26 昌九高速改扩建后通行费收入增幅大      | 14 |
| 图表 27 昌九高速历年毛利率             | 14 |
| 图表 28 昌樟高速通行费收入超越 2019 年    | 14 |
| 图表 29 昌樟高速历年毛利率（%）          | 14 |
| 图表 30 昌泰高速历年通行费收入           | 15 |
| 图表 31 昌泰高速历年毛利率             | 15 |

|                                              |    |
|----------------------------------------------|----|
| 图表 32 会计估计变更对 2023 年半年度合并财务报表项目及影响金额预计 ..... | 16 |
| 图表 33 2022 年公司通行费业务成本结构 .....                | 16 |



|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 34 公司财务费用率 .....               | 17 |
| 图表 35 公路公司现金分红比例 .....            | 18 |
| 图表 36 公路公司估值、ROE、现金分红比例、股息率 ..... | 19 |

## 一、赣粤高速：江西唯一公路上市公司，主控路产优质

### （一）江西唯一公路上市公司，实控人将变更为江西省国资委

赣粤高速成立于 1998 年 3 月 31 日，2000 年 5 月 18 日在上交所上市，是江西省唯一一家公路类上市公司。大股东为江西省交通投资集团有限责任公司，截至 2023H1 持股比例为 47.52%。

2022 年 3 月 26 日公司发布《江西赣粤高速公路股份有限公司关于重大事项的提示性公告》，江西省人民政府拟将江西省交通运输厅持有的省交通投资集团 90% 股权无偿划转至江西省国资委下属省级国有资本运营平台。该事项完成后，公司直接控股股东仍为省交通投资集团，间接控股股东将变更为江西国控，实际控制人将变更为江西省国资委。

我们认为，公司控股股东省交通投资集团移交国资委后，江西省国资委将对江西省交投集团产权、人员、财务、资料、档案、党组织关系等工作进行监管和衔接，将有望进一步完善、提升公司现代化治理能力。

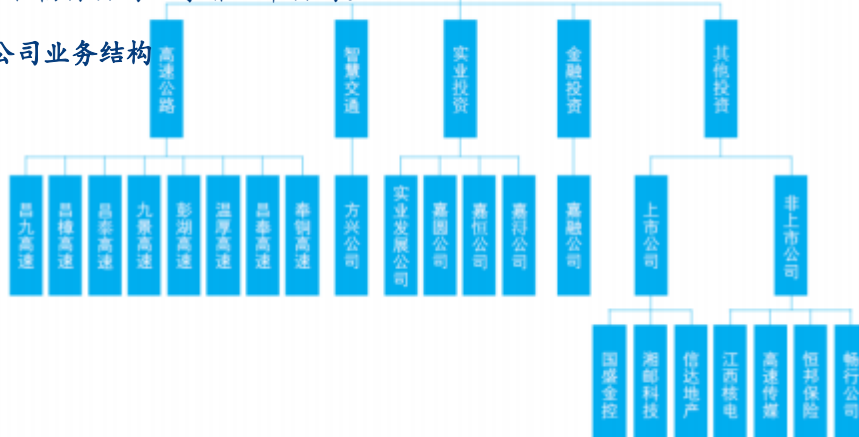
图表 1 公司股权结构（截至 2023H1）



资料来源：Wind，华创证券

公司主营业务包括高速公路运营、智慧交通、实业投资和金融投资，拥有昌泰公司、昌铜公司、方兴公司、实业发展公司、嘉融公司、嘉圆公司、嘉恒公司、嘉浔公司等 8 家子公司，参股国盛金控、湘邮科技、信达地产 3 家上市公司以及江西核电、高速传媒、恒邦保险和畅行公司 4 家非上市公司。

图表 2 公司业务结构



---

资料来源：公司官网，华创证券

图表 3 2023H1 公司证券投资情况（亿元）

| 证券简称 | 期末账面价值（亿元） | 会计核算科目   |
|------|------------|----------|
| 湘邮科技 | 0.79       | 交易性金融资产  |
| 国盛金控 | 7.51       | 交易性金融资产  |
| 信达地产 | 4.27       | 其他权益工具投资 |
| 其他新股 | 0.00       | 交易性金融资产  |
|      | 12.58      |          |

资料来源：公司公告，华创证券

### 财务数据看：

公司 2022 年实现收入 67.58 亿元， 同比+5.1%，归母净利润 6.96 亿元， 同比-22%；

2023H1 实现收入 34.71 亿元，同比+12.61%，归母净利润 7.32 亿元，同比+33.09%，扣非净利润为 6 亿元，同比+9.9%，上半年非经常性收益增加主要来自参股企业国盛金控股价上涨。

图表 4 公司历年收入及同比增速



资料来源：Wind，华创证券

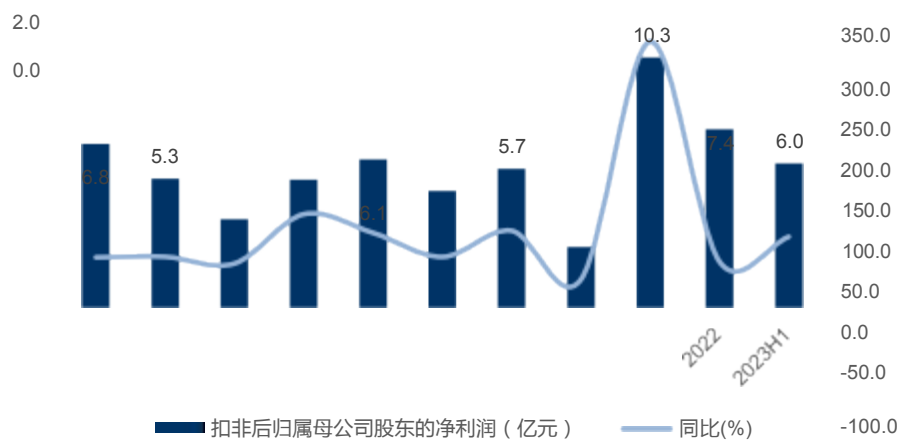
图表 5 公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 6 公司历年扣非净利润及同比增速





资料来源: Wind, 华创证券

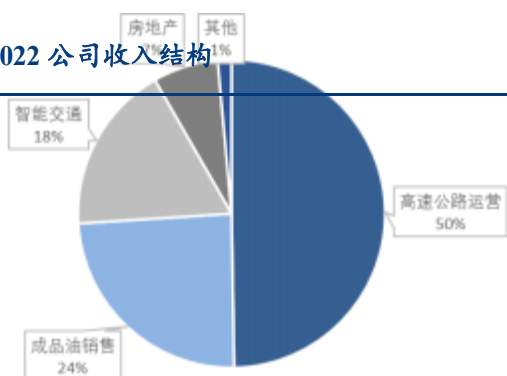
### 2022 年盈利结构看：

**营业收入结构：**车辆通行服务收入占比 50%，成品油业务占比 24%，智慧交通业务占比 18%，房地产业务占比 7%。

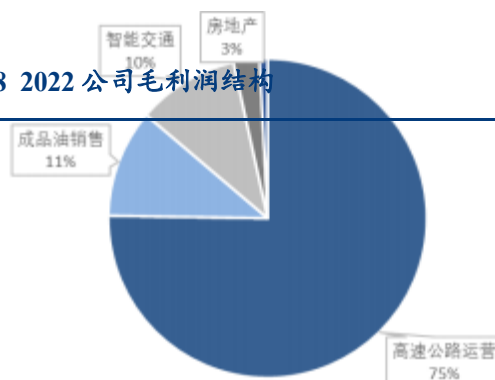
**毛利结构：**车辆通行服务收入占比 75%，成品油业务占比 11%，智慧交通业务占比 10%，房地产业务占比 3%。

**净利润分部结构：**高速公路通行服务分部占比 74.1%，成品油销售分部占比 11.5%，工程施工分部占比 10%，其他分部占比 8.14%。

图表 7 2022 年公司收入结构



图表 8 2022 年公司毛利润结构



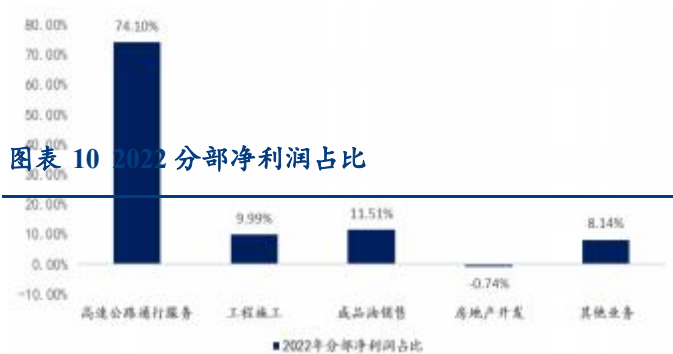
资料来源：Wind，华创证券

资料来源：Wind，华创证券

图表 9 2023H1 业务毛利率



图表 10 2022 年分部净利润占比



资料来源：公司公告，华创证券

资料来源：公司公告，华创证券

图表 11 公司历年营业收入（亿元） 结构



资料来源：Wind，华创证券

图表 12 公司历年毛利润（亿元） 结构



资料来源：Wind，华创证券

## （二）通行费收入是核心， 公司主控路产优质

### 1、车辆通行服务： 核心收入来源， 23H1 收入超 19 年同期

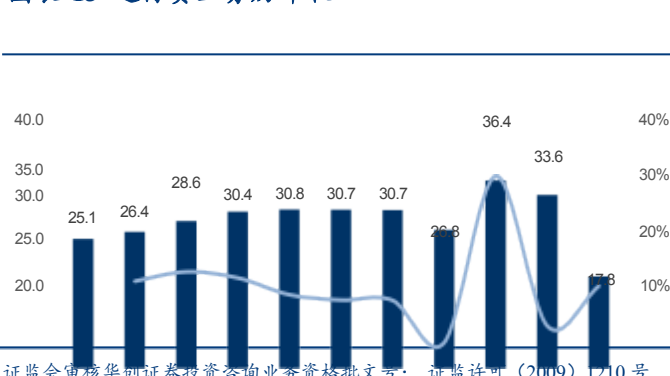
公司下辖昌九高速、昌樟高速、昌泰高速、九景高速、温厚高速、彭湖高速、昌奉高速、奉铜高速 8 条高速公路， 均为经营性高速公路， 主线里程近 800 公里。其中，昌九高速、昌樟高速已完成“四改八”扩容建设，均顺利获批重新核定收费年限。

近十年公司车辆通行费收入占总收入比在 50%-70%区间，除 2020 年外，通行费毛利占比在 70%-90%范围内。因此，通行费是公司核心收入及利润来源。2022 年通行费收入占比 49.7%，毛利占比 76.5%。

从金额看，2015 年-2019 年间，公司通行费收入大体保持在 30 亿元附近，2019 年昌九高速改扩建完成后，其通行费收入增长较快，带动公司通行费整体表现，2021 年通行费收入最高为 36.42 亿元。

2023H1：公司实现通行服务收入 17.81 亿元， 同比+3.87%，较 2019 年同期增长 18.62%；通行费业务毛利率为 59.6%，同比+2pct。

图表 13 通行费业务历年收入

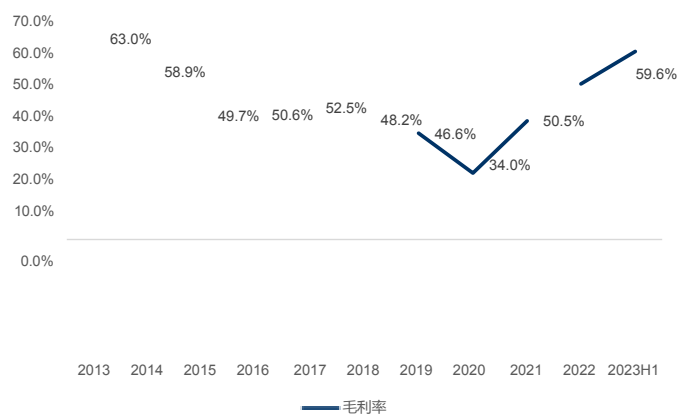


资料来源：Wind，华创证券

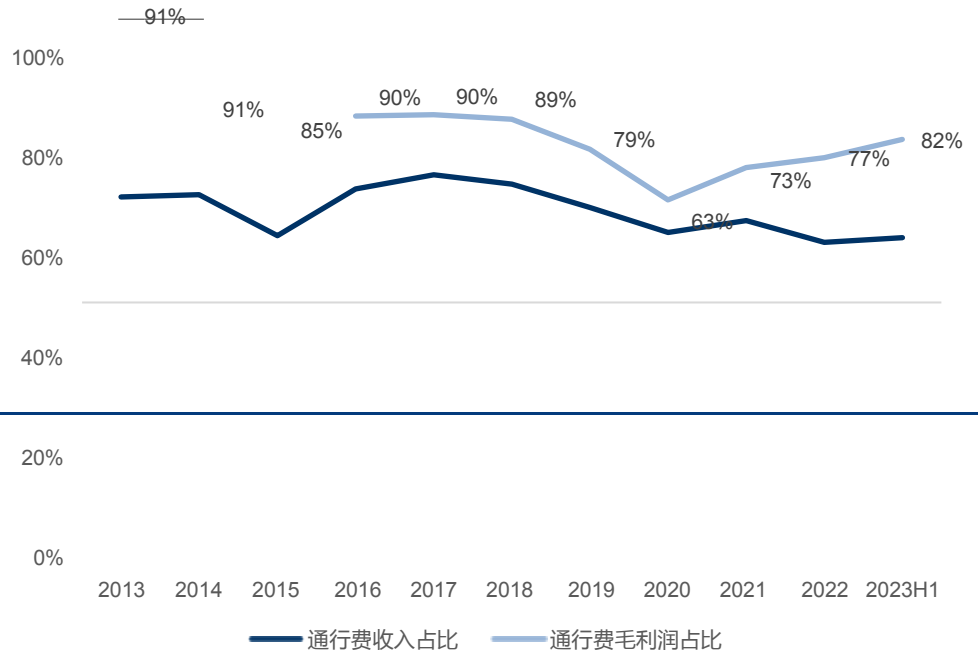




图表 14 通行费业务历年毛利率



资料来源：Wind，华创证券

**图表 15 公司通行费收入及毛利占比**


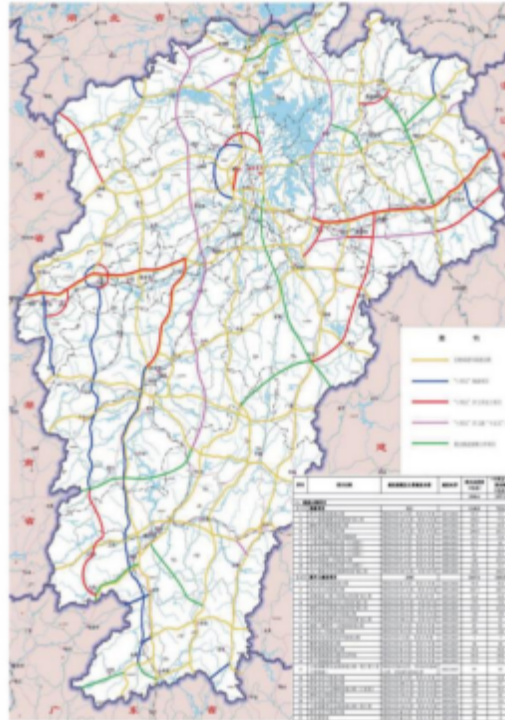
资料来源：Wind，华创证券

## 2、公司主控路产连南接北、承东启西，毛利率位于行业相对领先

江西是我国一个地理位置优越的省份，毗邻长三角经济区、粤港澳大湾区和海西经济区，具有连南接北、承东启西、通江达海的区位优势。这使得公司核心路产都位于国家路网承接南北、贯通中西的中间位置，以及江西省高速公路网的主骨架上。公司路产还拥有多条连接省会南昌和省内主要城市的重要通道，主要分布在省内经济较发达地区和旅游热点地区。

**图表 16 江西省高速公路网现状示意图**

江西省“十四五”高速公路规划建设示意图



资料来源：江西省人民政府官网，华创证券

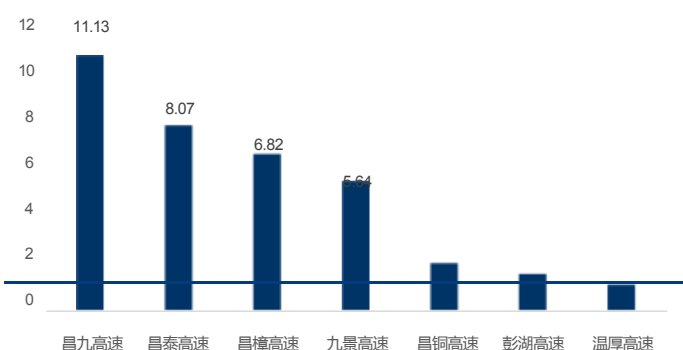
2021 年公司通行费收入达到最高值，我们以当年数据作分析观察， 2021 年各主要路产

通行费收入：

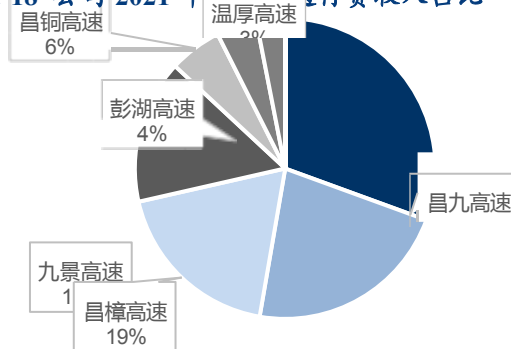
昌九高速（11.13 亿）>昌泰高速（8.07 亿）>昌樟高速（6.82 亿）>九景高速（5.64 亿）>昌铜高速（2.06 亿）>彭湖高速（1.58 亿）>温厚高速（1.12 亿）。

三条主要路产昌九高速、昌樟高速、昌泰高速合计占通行费收入比例为 72%。

图表 17 公司 2021 年主控路产营业收入（亿元）



图表 18 公司 2021 年通行费收入占比



资料来源：公司公告，华创证券

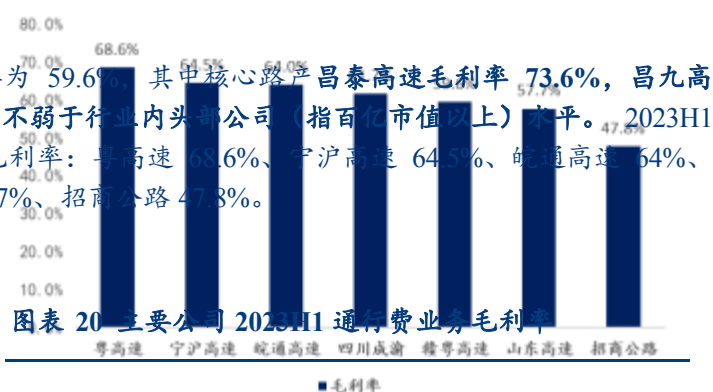
资料来源：公司公告，华创证券



图表 19 公司 2023H1 主控路产毛利率

2023H1 公司通行费业务毛利率为 59.6%，其中核心路产昌泰高速毛利率 73.6%，昌九高速 71%，昌樟高速 58%，并不弱于行业内头部公司（指百亿市值以上）水平。2023H1 市值百亿以上公路公司通行费毛利率：粤高速 68.6%、宁沪高速 64.5%、皖通高速 64%、四川成渝 61.7%、山东高速 57.7%、招商公路 47.8%。

图表 20 主要公司 2023H1 通行费业务毛利率



资料来源：公司公告，华创证券

资料来源：公司公告，华创证券

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/098051020000006063>