



皖通高速 (600012.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

核心公路红利标的 外延内生提高盈利

投资逻辑

公路资产优质，公路主业为利润来源。公司是公路板块核心标的，主营收费公路业务，截至2024年底拥有运营里程609公里。公司毛利98%来自于主业，核心路产为合宁高速、高界高速、宣广高速。公司主业公路单公里通行费收入629万元，排名行业领先。与同行相比，公司的货车占比更重，通行费收入与宏观经济连接更加紧密；同时公司ROE较高且负债率低，通过收购及改扩建发展主业的广阔空间。2024年公司归母净利润16.7亿元，同比增长1%。

联通路产通车带来车流量提升，差异化收费通行费收入可提升。

1) 公司核心路产合宁路受益于联通路产合六叶高速改扩建通车，2023年后毛利明显提升34%，后续仍能受益合六叶高速的车流量增长。同时受益于断头路打通，公司宁宣杭路、岳武高速在2023年实现毛利转正，并在2024年毛利率均由0%左右提升至40%左右。2) 2025年4月1日起安徽高速公路差异化收费政策调整，对公司旗下路产货车ETC折扣由八五折变为九五折，车流量不变下预计公司可节省减免金额1.1亿元。

改扩建提升车流量，收购路产扩充利润来源。1) 公司核心路产宣广高速在2022年开启改扩建，2024年改扩建完工通车，预计在2025年车流量有明显修复。高界高速在2025年开启改扩建，有望受益于新版《收费公路管理条例》的出台，延长的收费年限超过当前的25年标准。公司地处安徽，改扩建成本相比同行具备显著优势，改扩建完成后折旧更低，路产回报更高。2) 公司计划向大股东收购阜周高速以及泗许高速100%股权，交易对价合计为47.7亿元。预计收购可以增加2025-2026年归母净利润1.82亿元、1.97亿元，占2024年归母净利润的11%、12%。

分红比例处于行业前列，股息率具有性价比。公司承诺2025-2027年分红比例不少于60%，分红预期稳定，承诺60%分红比例处于行业第二位置。公司2024年拟派发每股股利0.6元，分红比例为60.02%，股息率3.5%，处于可比公司中档位置。

盈利预测、估值和评级

预计公司2025-2027年归母净利润分别为18.9亿元、19.9亿元、21.0亿元，对应PE分别为15.2倍、14.4倍、13.6倍。考虑到公司和粤高速均只有公路主业，估值应相近。且公司路产质量优质，未来主业发展空间广阔，给予公司2025年18倍PE估值，目标价格为20.46元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

路产分流风险；路产收购计划取消风险；公路政策风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业S1130521040001)

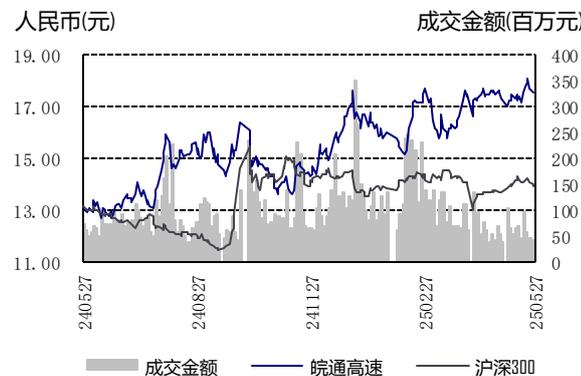
zhengshuming@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.55元

目标价 (人民币)：20.46元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,631	7,092	8,061	8,298	8,453
营业收入增长率	27.37%	6.94%	13.67%	2.94%	1.87%
归母净利润(百万元)	1,660	1,669	1,885	1,988	2,104
归母净利润增长率	14.87%	0.55%	12.95%	5.47%	5.80%
摊薄每股收益(元)	1.001	1.006	1.137	1.199	1.268
每股经营性现金流净额	1.60	1.58	1.86	1.74	1.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.11%	12.52%	13.08%	12.74%	12.47%
P/E	11.01	17.54	15.22	14.43	13.64
P/B	1.44	2.20	1.99	1.84	1.70

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、公路资产优质，公路主业为利润来源.....	4
1.1 公路资产质量优质，单公里通行费收入行业领先.....	4
1.2 公路业务贡献主要利润，主业成本相对稳定.....	6
1.3 ROE 较高而负债率低，公司发展空间广阔.....	8
二、改扩建收购并举提升车流量，差异化收费提高通行费收入.....	9
2.1 联通路产通车，合宁&宁宣杭&岳武高速车流量受益.....	9
2.2 改扩建持续推进，具备建造成本优势.....	12
2.3 收并购扩展利润来源，预计增厚 2025 年利润.....	14
2.4 安徽省实施差异化收费，ETC 优惠金额可减少.....	14
三、公司加强股东回报，分红比例处于行业前列.....	16
四、盈利预测与投资建议.....	17
4.1 盈利预测.....	17
4.2 投资建议及估值.....	18
五、风险提示.....	19

图表目录

图表 1：公司拥有运营里程约 609 公里.....	4
图表 2：公司控股股东为安徽交控（截至 2024 年末）.....	4
图表 3：公司路产区位优势显著.....	5
图表 4：公司控股路产单公里通行费收入排名第三.....	6
图表 5：公司货车比例较高.....	6
图表 6：2024 年公司营业收入中通行费收入占比 55%.....	7
图表 7：公司毛利基本由公路主业贡献.....	7
图表 8：公司各路产营业收入（亿元）.....	7
图表 9：公司各路产车流量（辆）.....	7
图表 10：公司利润主要来源是合宁高速、高界高速以及宣广高速.....	8
图表 11：公司主业成本维持稳定.....	8
图表 12：2024 年公司折旧摊销成本占比为 58%.....	8
图表 13：2024 年公司营收同比增长 7%.....	9
图表 14：2024 年公司归母净利润同比增长 1%.....	9
图表 15：公司 ROE 在可比公司中排名较高.....	9
图表 16：公司资产负债率在可比公司中最低.....	9
图表 17：合宁路车流量在改扩建完工之后大幅增长.....	10



图表 18:	合宁路通行费收入在改扩建完工后增长	10
图表 19:	合宁路成本增长主要来自于折旧的增加	10
图表 20:	2021 年合宁路毛利有明显提升	10
图表 21:	合六叶高速通车后对合宁高速车流量存在正向影响	11
图表 22:	预计宁洛高速改扩建施工完成后对合宁高速影响有限	11
图表 23:	2023 年宁宣杭高速通行费收入同比增长 190%	12
图表 24:	2023 年宁宣杭高速毛利同比转正	12
图表 25:	2024 年岳武高速通行费收入同比增长 66%	12
图表 26:	2024 年岳武高速毛利同比大幅增长	12
图表 27:	公司宣广及高界高速均开启改扩建	12
图表 28:	改扩建期间宣广高速通行费收入下滑	13
图表 29:	改扩建期间宣广高速利润下降	13
图表 30:	高界通行费收入稳定增长	13
图表 31:	高界高速毛利率最高达 80%	13
图表 32:	公司单公里改扩建成本具备优势	13
图表 33:	公司拟收购阜周高速以及泗许高速 100% 股权	14
图表 34:	预计收购阜周高速 2025 年带来净利润 1.46 亿元	14
图表 35:	预计收购泗许高速 2025 年带来净利润 0.81 亿元	14
图表 36:	1 类客车实施收费标准为 0.45 元/车公里	15
图表 37:	货车最高费率高于客车	15
图表 38:	差异化收费政策下货车减免金额可减少	16
图表 39:	2024 年公司派发每股股利 0.6 元	16
图表 40:	2024 年公司分红比例维持 60%	16
图表 41:	公司分红比例处于市场前列	17
图表 42:	公司股息率可比公司中处于中档位置	17
图表 43:	公司营业收入及业务拆分	18
图表 44:	公司各费用率预测	18
图表 45:	公司核心指标预测	18
图表 46:	可比公司估值比较 (市盈率法)	19



一、公路资产优质，公路主业为利润来源

1.1 公路资产质量优质，单公里通行费收入行业领先

主营收费公路业务，拥有运营里程 609 公里。安徽皖通高速公路股份有限公司主要经营的业务是高速公路业务，即为过往车辆提供通行服务，并对运营公路进行养护维修和安全维护。公司收入的主要来源是通行费收入。截至 2024 年末，公司拥有运营里程 609 公里，核心路产是合宁高速、高界高速以及宣广高速等。

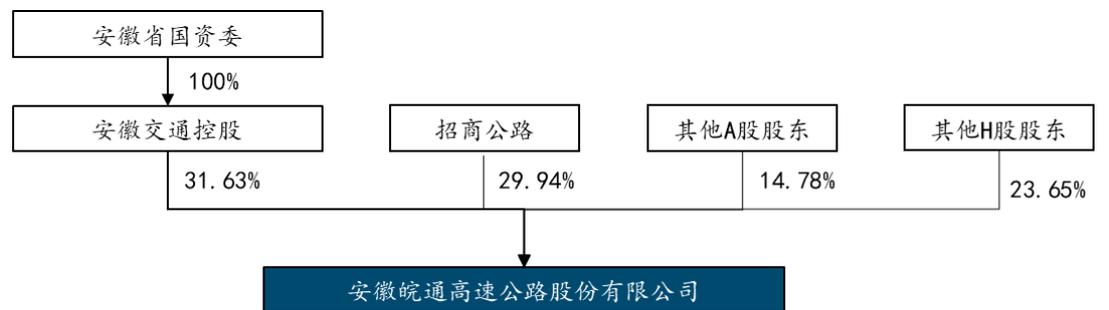
图表1：公司拥有运营里程约 609 公里

序号	路桥名称	起止点	公司拥有权益比例	里程 (km)	车道数目	收费经营起止日期
1	合宁高速	大蜀山至周庄	100%	134	8	1996.8-2031.8
2	205 天长段	205 国道天长段新线	100%	30	4	1997.1-2026.12
3	高界高速	高河至界子墩	100%	110	4	1999.10-2029.9
4	宣广高速	宣州至广德	55.47%	84	4	其他路段：1998.7-2028.7 南环段：2002.3-2028.12
5	连霍高速安徽段	连云港至霍尔果斯公路(安徽段)	100%	54	4	2003.1-2032.6
6	宁淮高速天长段	汭涧镇至釜山镇	100%	14	6	2006.12-2032.6
7	广祠高速	广德至祠山岗	55.47%	14	4	2004.7-2029.7
8	宁宣杭高速	南京至杭州高速公路(安徽段)	51%	117	4	宣宁段：2013.9-2043.9 宁千段：2015.12-2045.12 狸宣段：2017.12-2047.12
9	岳武高速安徽段	岳西至武汉高速公路(安徽段)	100%	46	4	2015.12-2045.12
10	安庆长江公路大桥	大渡口立交至龙眠山南路	100%	6	4	2004.12-2033.12

来源：公司公告，国金证券研究所

控股股东为安徽交控，股东资产优质助力发展。皖通高速是安徽省唯一公路上市公司，大股东是安徽交控，实控人为安徽省国资委。截至 2024 年末，公司大股东安徽交控集团持股比例为 31.6%，二股东招商公路持股比例为 24.4%。公司大股东安徽交控集团是安徽省统一的高速公路投资运营管理平台，集团营运高速公路里程 5386 公里，在建高速公路约 800 公里。大股东公路资产丰厚，公司可以通过更多向大股东购买资产的方式发展自身资产体量，未来空间广阔。

图表2：公司控股股东为安徽交控（截至 2024 年末）



来源：公司公告，国金证券研究所

公司路产区位优势显著，单公里通行费收入行业领先。公司控股路产位于安徽省境内，安徽省紧邻长三角地区，是连接长三角地区以及中部省份的中间通道。公司核心路产为合宁高速，合宁高速位于合肥向南京通道方向，是连接大蜀山和周庄的双向八车道收费公路。公路行业中衡量资产质量重要的指标是单公里通行费收入，2024 年公司单公里通行费收入为 629 万/公里，排名行业前列。



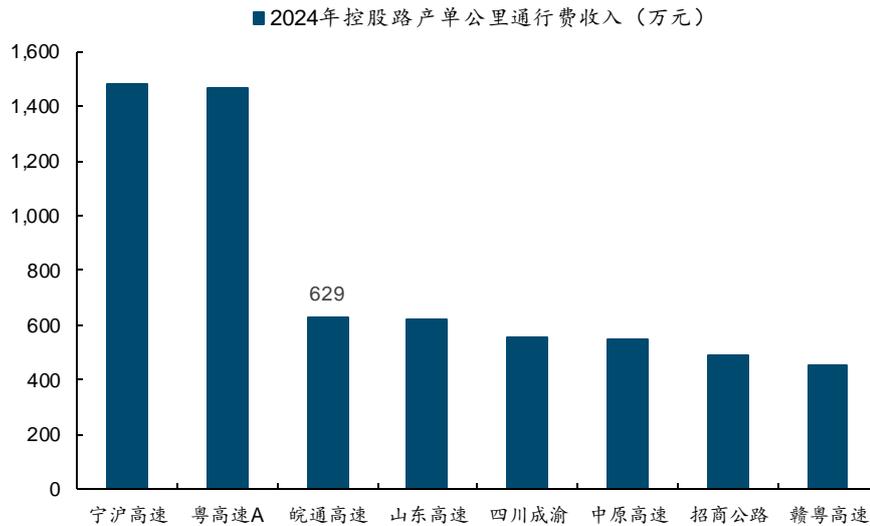
图表3: 公司路产区位优势显著



来源：公司公告，国金证券研究所



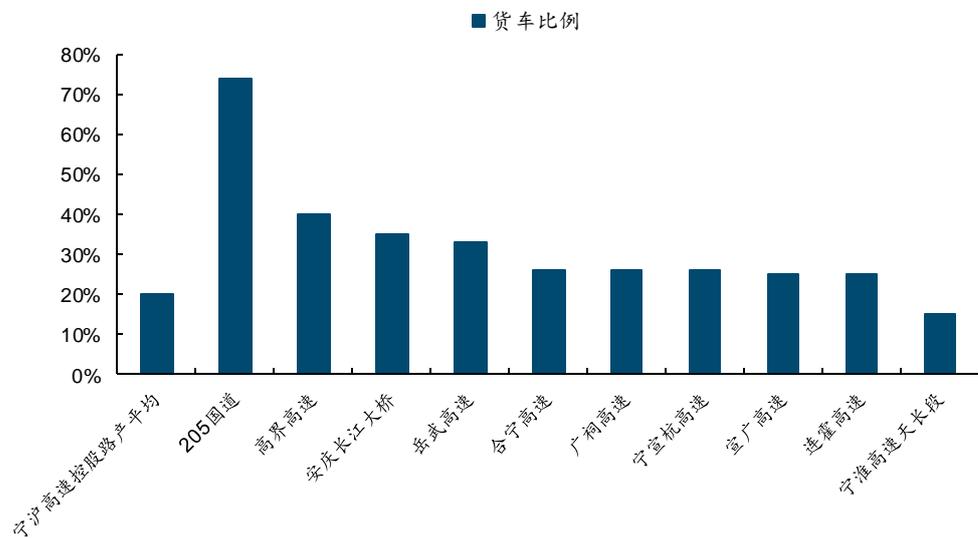
图表4：公司控股路产单公里通行费收入排名第三



来源：各公司公告，国金证券研究所

货车占比高，通行费收入与宏观经济连接更紧密。由于安徽省连接长三角和中部省份，高速公路中有较多车辆为过境车，过境车多为货车。安徽省金属、能源等传统重工业发达，同时集成电路、新能源汽车等新兴制造业快速增长，有较好的货运需求，公司货车比例相较同行更高。公司主要路产合宁高速货车占比为 26%，高界高速货车占比为 40%，宣广高速货车占比为 25%，均高于宁沪高速控股路产的平均水平 20%。更高的货车比例意味着和宏观经济连接更加紧密，当宏观环境修复时，公司通行费有更高的向上弹性。

图表5：公司货车比例较高



来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 公路业务贡献主要利润，主业成本相对稳定

公司主业为公路业务，2022 年之前公司营收基本由通行费收入贡献，2021 年通行费收入占营收比例为 99%。2022 年起，由于会计准则的变化，公司新增加建造期收入及成本项目。对于 PPP 形式参与的公共设施建设，年末未完工的建造服务，公司根据累计发生的成本确认收入。简言之，建造期收入代表当年公司对 PPP 建造项目投入的建造金额，且建造期收入和成本相等，该业务无毛利。2024 年公司营业收入中通行费收入占比为 55%。

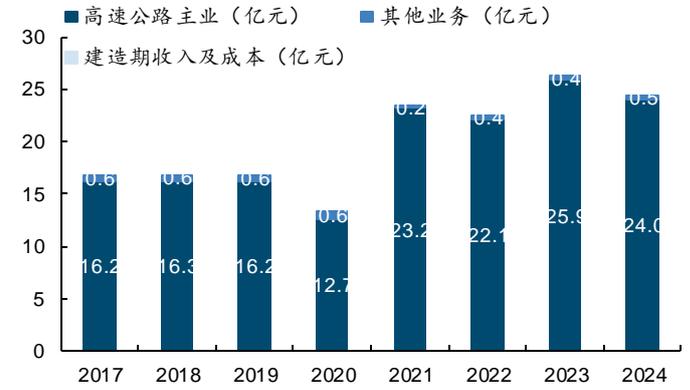
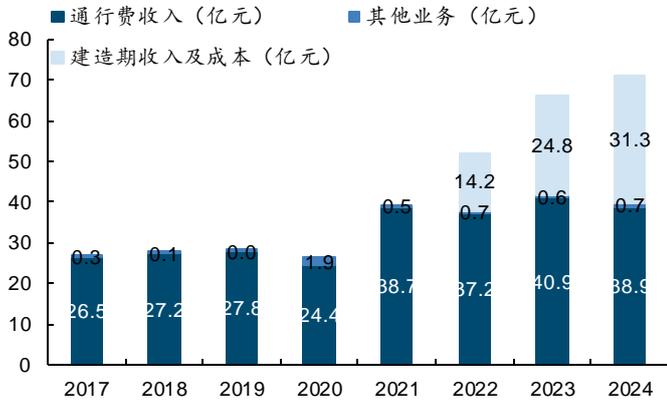
从公司毛利结构看，2024 年公司 98% 的毛利来源于高速公路主业，公路业务是公司的主要利润来源。从过往毛利变动来看，我们可以发现：1) 主业成本相对稳定，通行费收入的变动往往对利润具备弹性。2020 年公共卫生事件期间，公路业务的毛利下滑幅度（22%）



要高于收入下滑幅度（12%）。2）收购公路可以短时间内快速提高利润。2021 年公司收购安庆长江大桥以及岳武高速安徽段，其中安庆长江大桥在 2021 年贡献毛利 2.81 亿元，扩充了公司的利润来源。3）合宁高速改扩建对公司利润拥有正向影响。公司合宁高速从 2016 年 11 月开始改扩建，2015 年毛利为 6.1 亿元，在改扩建完成后的 2021 年，毛利为 7.21 亿元，相较改扩建之前提升 18%。

图表6: 2024 年公司营业收入中通行费收入占比 55%

图表7: 公司毛利基本由公路主业贡献



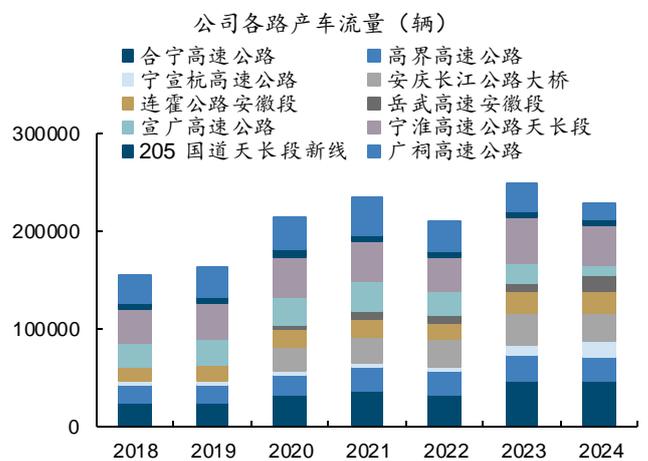
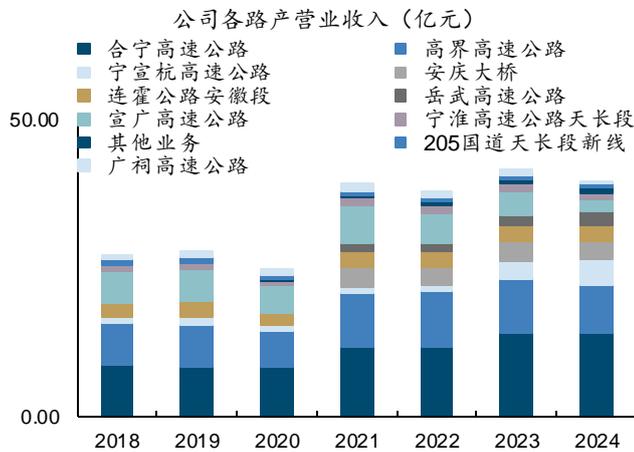
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

公司公路主业收入主要取决于车流量。单条公路的通行费收入=车流量*行驶公里数*费率。路产费率由省政府决定，适用于安徽省内所有路段，且通常在路产 25 年收费期内不会发生变动。而行驶里程数上限取决于路产的长度。因此公路主业的收入主要取决于车流量。公司合宁、高界高速里程数长，且路产车流量高，对应的通行费收入多，2024 年二者通行费收入占比分别为 36%、21%。

图表8: 公司各路产营业收入 (亿元)

图表9: 公司各路产车流量 (辆)



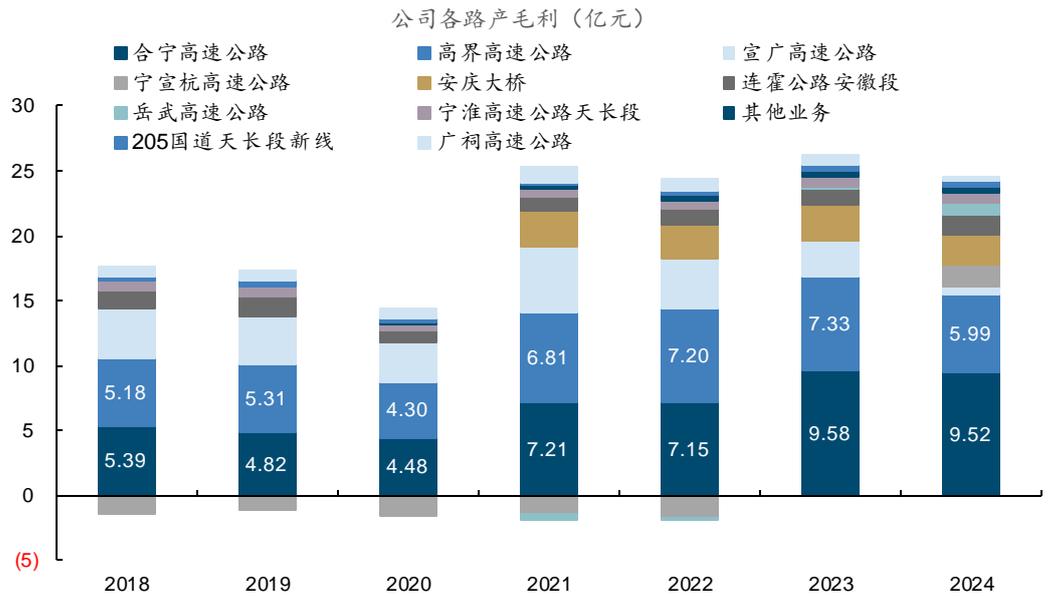
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

从公司毛利结构看，公司利润由公路业务贡献，其中合宁高速、高界高速以及宣广高速是公司利润的主要来源。2024 年合宁高速实现毛利 7.52 亿元，占公司毛利的 39%；高界高速实现毛利 5.99 亿元，占公司毛利的 25%。宣广高速 2022 年开始改扩建，改扩建影响车流量水平，在改扩建之前的 2021 年宣广高速毛利占比为 22%。



图表10：公司利润主要来源是合宁高速、高界高速以及宣广高速



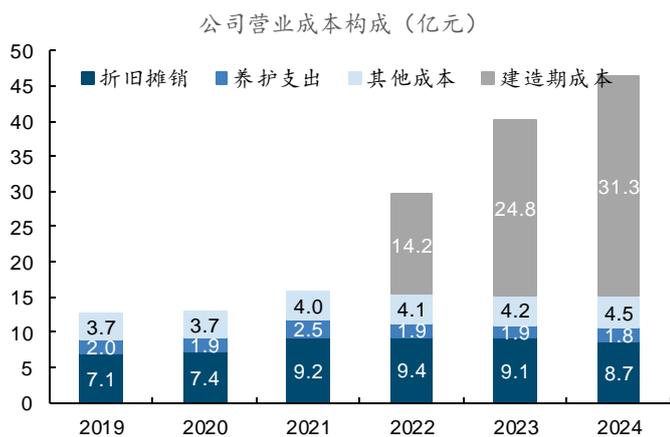
来源：ifind，国金证券研究所

公司主业成本维持稳定，折旧摊销占比最高。公司主业成本包括折旧摊销、养护成本和其他成本三部分，其中折旧摊销占比最多，2024年占比为58%。养护成本占比12%，每年有波动，是相对容易管控的成本。其他成本主要包括人员工资以及其他运营成本，2019年开始每年小幅上涨，2024年占比30%。2022年以来公司主业成本相对未定，成本的增长主要由建造期成本造成。

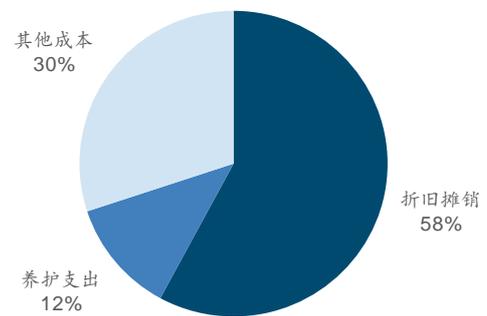
公司折旧摊销采用直线折旧法，与大部分公路企业采用的车流量法不同。车流量法折旧一般每年折旧额前低后高，而直线折旧法则是25年平均。车流量法在公路建成前期对利润由较大的优势，随着车流量不断增多，后期对应折旧成本也增多。直线折旧法的优势在于后期折旧成本更少。2024年12月宣广和广祠高速改扩建完工通车，预期2025年公司折旧增加。

图表11：公司主业成本维持稳定

图表12：2024年公司折旧摊销成本占比为58%



2024年公司收费公路业务成本占比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 ROE 较高而负债率低，公司发展空间广阔

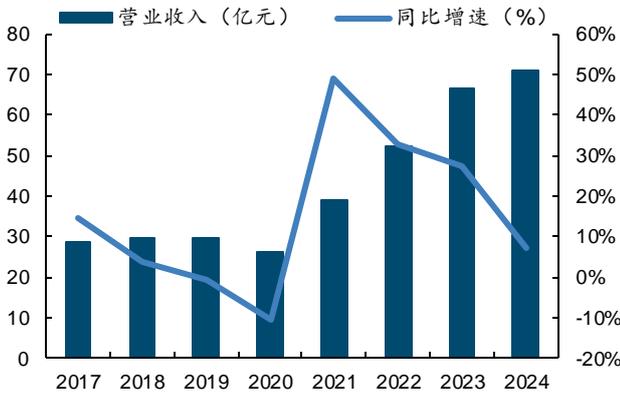
2024年营业收入同比增长7%。从过往营收数据看，2020年之前收入相对稳定，2021年公司营收同比增长49%，主要由于公司并表安庆长江大桥以及岳武高速安徽段。2022年往后公司营收持续增长，主要由于公司加大公路建设投入，建造期收入与成本持续增加。2024年公司营业收入为70.9亿元，同比增长7%，主要由于建造期收入成本增加，公司通行费收入同比下滑5.2%，主要由于宏观经济下行、恶劣天气频发以及节假日免通行费天数增



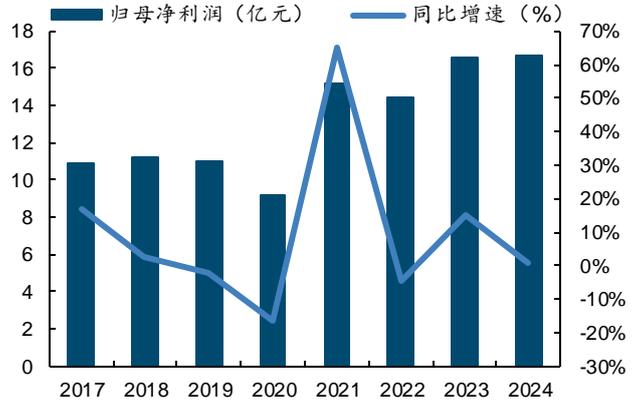
加所致。

从过往归母净利润看，公司在 2017-2019 年归母净利润维持稳定，2020 年由于公共卫生事件影响以及当年免通行费天数增多，公司主业收入受到影响。2021 年合并路产导致公司归母净利润同比增长 65%。2024 年公司归母净利润 16.7 亿元，同比增长 1%，公司主业毛利有所下滑，归母净利润实现增长由于公司财务费用有所节降、公允价值变动损失减少以及所得税略有下降。

图表13: 2024 年公司营收同比增长 7%



图表14: 2024 年公司归母净利润同比增长 1%

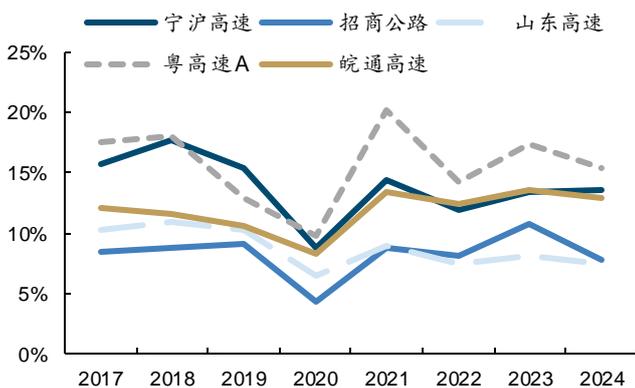


来源: ifind, 国金证券研究所

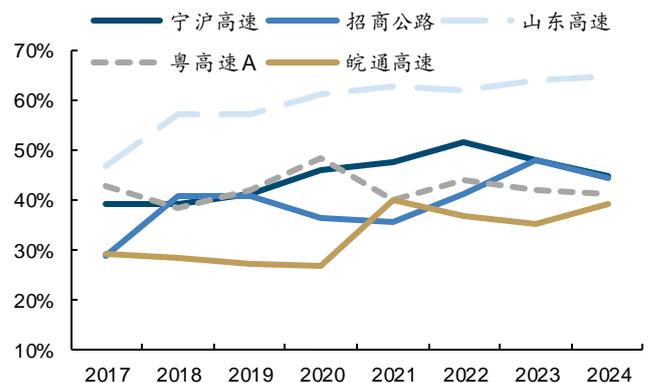
来源: ifind, 国金证券研究所

公司财务亮点主要在于 ROE 较高同时资产负债率低。2024 年公司 ROE 水平为 13%，在可比公司中排名中游水平，同时公司资产负债率为 39%，可比公司中最低。公司较高的 ROE 水平是由较高的利润率支撑，主要由于公司专注于公路主业，而公路主业的利润率一般高于其他上下游业务。同时公司低负债率水平意味着公司可以通过提升负债率来提升 ROE 水平，通过收购路产以及新建改扩建路产均可以提高负债水平，从而获得更多的利润来源。同时控股股东安徽交控集团旗下路产资源丰富，公司未来主业发展有充足空间。

图表15: 公司 ROE 在可比公司中排名较高



图表16: 公司资产负债率在可比公司中最低



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

二、改扩建收购并举提升车流量，差异化收费提高通行费收入

2.1 联通路产通车，合宁&宁宣杭&岳武高速车流量受益

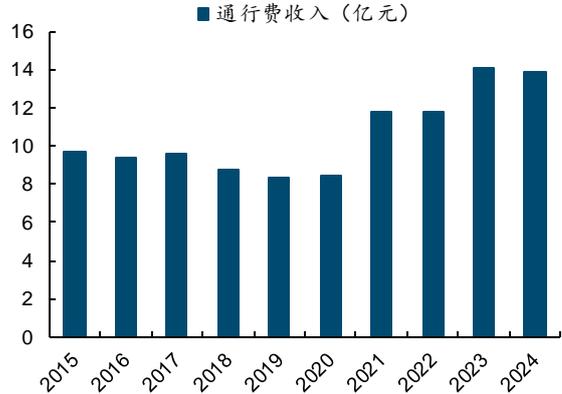
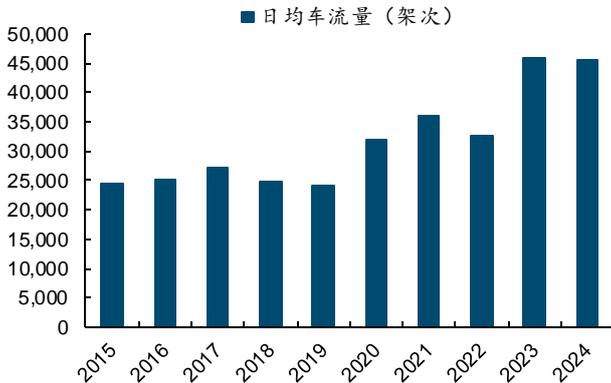
合宁路在改扩建之后收入及车流量增加。公司合宁路在 2016 年 11 月起开始改扩建工程，2019 年 12 月正式完工。2017-2018 年，受到改扩建施工的影响，合宁路日均车流量出现下滑，2020 年改扩建完工后，路产车流量有明显增长，相比 2016 年增长 27%，主要由于四车道改八车道拓宽了原有的道路，车辆通行速度以及能够承载的车流量提升。由于 2020 年存在公共卫生时期的通行费政策减免，因此改扩建完成对于通行费收入的增幅不



明显，2021 年通行费收入同比增长 3.4 亿元。

图表17: 合宁路车流量在改扩建完工之后大幅增长

图表18: 合宁路通行费收入在改扩建完工后增长



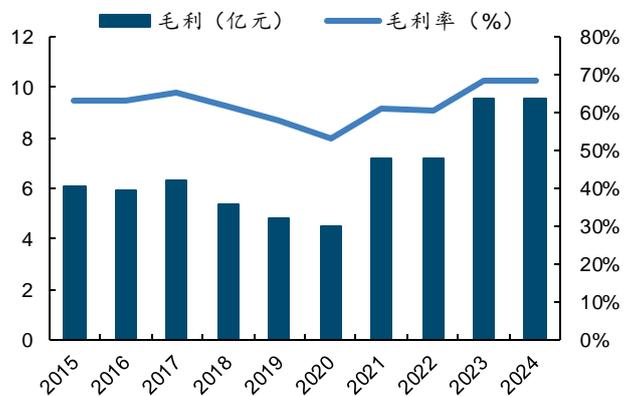
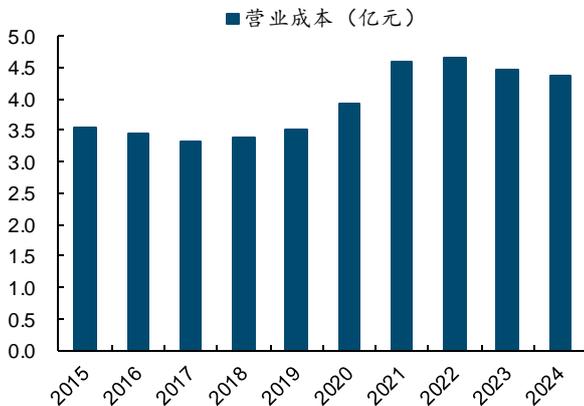
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

低改扩建成本下公司毛利表现出色。改扩建完成后通常路产成本会有所提升，主要由于改扩建施工后出现新的折旧。2016 年开启的合宁路改扩建的全长是 89.35 公里，剩余的 42.1 公里在 2009 年已完成改扩建工作。改扩建概算为 64.46 亿元，但实际改扩建金额为 36.49 亿元，单公里造价仅为 0.41 亿元。按照公司 25 年的折旧期限，合宁路改扩建新折旧成本 1.46 亿元。同时合宁路原有折旧预计在 2026 年 8 月到期，届时合宁路营业成本将再有下降。低折旧成本下公司毛利表现出色，2021 年毛利 7.21 亿元，相较 2015 年提升 1.1 亿元。2024 年公司毛利为 9.52 亿元，相较 2015 年提升 3.4 亿元，同时毛利率水平已经超过改扩建之前的水平。

图表19: 合宁路成本增长主要来自于折旧的增加

图表20: 2021 年合宁路毛利有明显提升



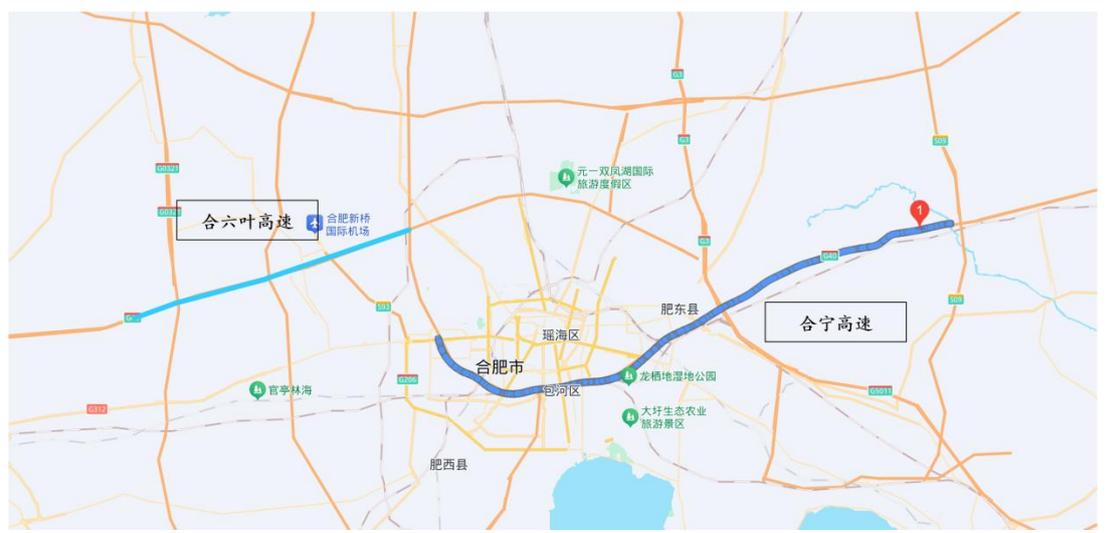
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

联通路产通车，合宁高速车流量再上新台阶。2023 年，合宁高速车流量同比增长 41%，通行费收入也同比增长 19%，合宁高速车流量大幅增长的原因是与之相连的合六叶高速改扩建工程与 2022 年底完工，联通路产的通车使得路产通车能力增强，对合宁高速车流量产生利好影响。除此之外，与之平行的 G36 宁洛高速改扩建施工，车辆选择合宁高速通行。联通路产通车对车流量通常为一次性影响，但其影响会持续，随着联通路产车流量增长合宁高速车流量也有望持续增长。部分投资者担心宁洛高速改扩建完成之后分流会对合宁高速有较大影响，我们认为合宁高速与宁洛高速距离较远，分流影响有限。



图表21: 合六叶高速通车后对合宁高速车流量存在正向影响



来源: 百度地图, 国金证券研究所

图表22: 预计宁洛高速改扩建施工完成后对合宁高速影响有限

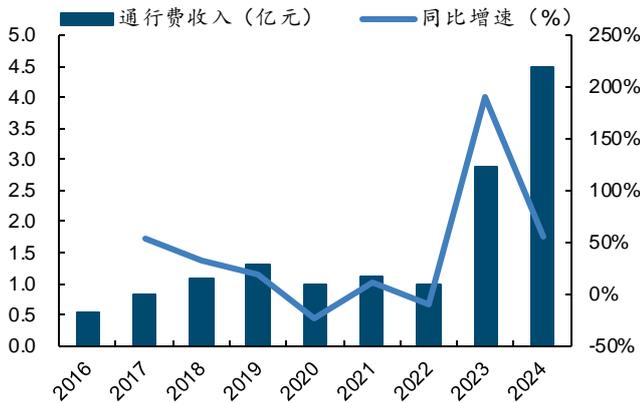


来源: 百度地图, 国金证券研究所

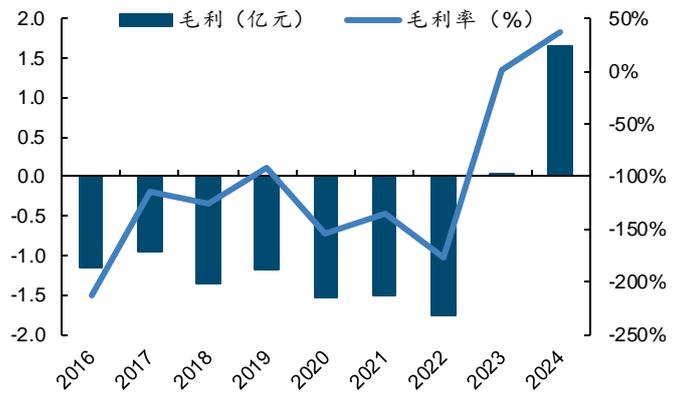
断头路打通, 2023年起宁宣杭高速毛利转正。2022年9月宁宣杭高速江苏段开通运营, 同年12月宁宣杭高速浙江段开通运营。2023年宁宣杭通行费收入同比增长170%, 实现毛利0.03亿元, 实现毛利转正, 毛利率也由-176%提升至1.1%。2023年底安徽宁国至浙江安吉高速公路开通, 安徽和浙江之间的断头路打通, 连通合肥与杭州。宁宣杭断头路开通后, 2024年路产通行费收入同比增长55%, 实现毛利1.66亿元, 毛利率上升至37.1%。



图表23：2023年宁宣杭高速通行费收入同比增长190%



图表24：2023年宁宣杭高速毛利同比转正



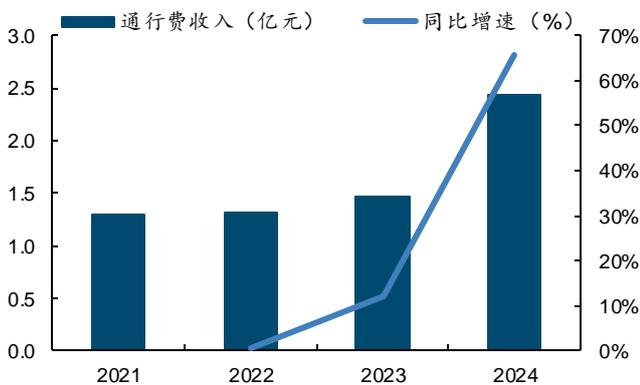
来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

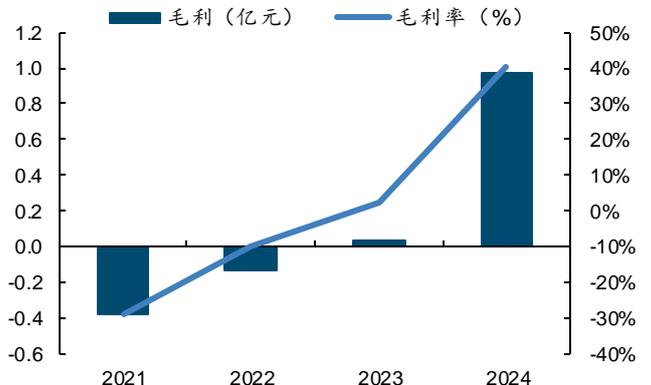
岳武东延线贯通，毛利大幅增长。2023年10月无岳高速通车，该线路是岳武高速安徽东段延线。无岳高速通车意味着沪武高速在安徽境内实现全线贯通，全段通车后路产可以承接安徽至武汉的车流量。岳武高速的联通路产通车，2024年岳武高速实现通行费收入2.4亿元，同比增长66%；岳武高速毛利增长至0.98亿元，毛利率由2.3%提升至40.2%。

考虑到联通路产通车带来的车流量，我们认为合宁高速、宁宣杭高速、岳武高速的车流量增速在未来几年会显著高于公司拥有的其他路产。

图表25：2024年岳武高速通行费收入同比增长66%



图表26：2024年岳武高速毛利同比大幅增长



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

2.2 改扩建持续推进，具备建造成本优势

由于宣广高速以及高界高速部分路段高峰时段拥堵问题凸显，难以满足日益增长的交通需求。同时宣广和高界均为公司核心公路资产，收费年限即将不足，公司决定开启宣广及高界高速改扩建项目。宣广项目预算投资137.78亿元，于2022年开启改扩建。高界项目预算投资123亿元，于2025年开启改扩建。预计改扩建完成后可以扩大道路通行能力，可以提升公司通行费收入，公司也可以再次核定剩余年限。

图表27：公司宣广及高界高速均开启改扩建

序号	路产名称	改扩建全长 (km)	类型	投资总额 (亿元)	资本金占比	改扩建开始时间	预计通车时间
1	宣广高速	91.22	四改八	137.78	20%	2022年	2025年
2	高界高速	109.76	四改八	123.03	20%	2025年	2027年底

来源：公司公告，国金证券研究所

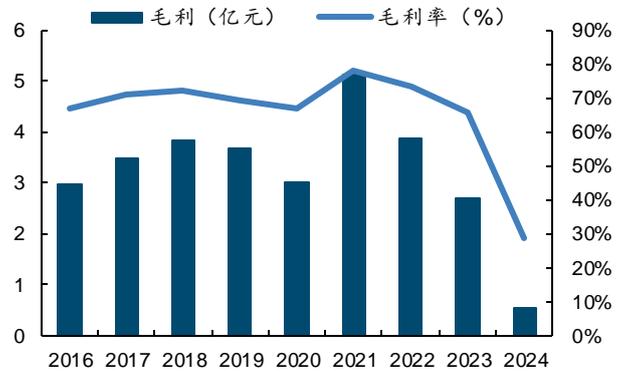
宣广高速改扩建期间收入下滑，预计2025年出现修复。宣广高速自2022年开始改扩建后



通行费收入出现下滑,2024年通行费收入1.85亿元,同比下滑55%,仅为2021年的28%。根据公司2024年年报,宣广高速已经通车,预计2025年车流量水平出现明显修复。同时,公司的安庆长江大桥、广祠高速均受到改扩建影响车流量下滑,在宣广高速通车后,该两段路产或出现利润修复。目前宣广高速改扩建项目尚未完全结算,新增折旧未落地,车流量修复下利润或实现更好增长。

图表28: 改扩建期间宣广高速通行费收入下滑

图表29: 改扩建期间宣广高速利润下降



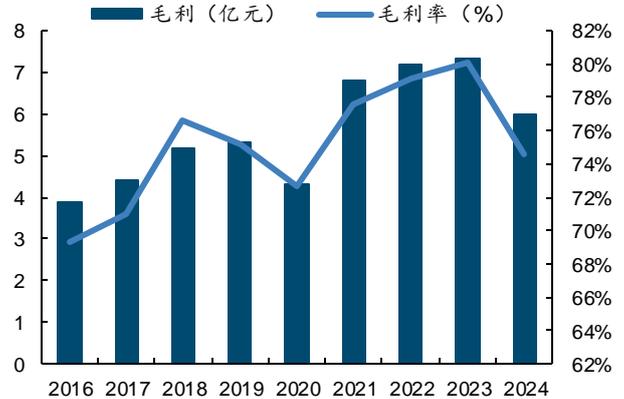
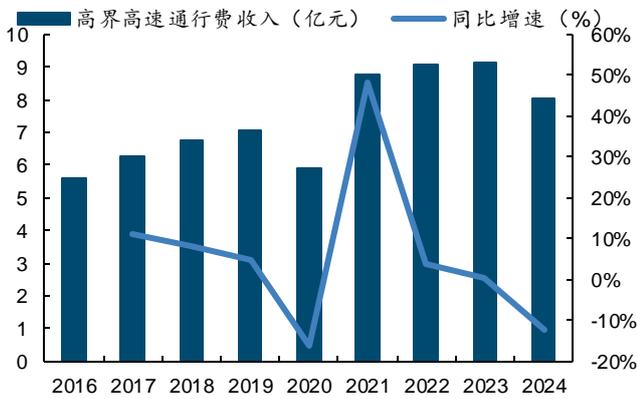
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

高界改扩建开始前期工作,收费年限或可突破。高界高速也是公司核心利润来源之一,2016-2023年通行费收入维持稳定增长,期间毛利率在2023年打到80%。2024年由于岳武高速的全线贯通对高界高速产生一定分流,由于岳武高速也在公司旗下,因此对公司利润影响不大。2025年高界高速开始改扩建前期工作,预计于2027年底建成。目前新版《收费公路管理条例》呼之欲出,东部地区公路25年的收费期限有望延长,高界高速可以受益于年限延长。年限延长后收入年限增加,每年折旧减少,单条路产的价值可以实现较大提升。

图表30: 高界通行费收入稳定增长

图表31: 高界高速毛利率最高达80%



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

公司改扩建单公里成本低,折旧具备优势。由于安徽省土地拆迁成本相对东部沿海地区更低,同时安徽地区地处平原,桥隧比相对中西部地区低,因此安徽省公路建设成本具备优势。对比来看,公司合宁高速单公里建造成本仅为0.41亿元,和其他地区上市公司相比优势明显。受益于公司改扩建成本更低,在计算折旧时所需的折旧成本更少,公司路产改扩建所带来的回报率更高。

图表32: 公司单公里改扩建成本具备优势

项目名称	开工时间	通车时间	项目长度 (km)	投资		预算单公里	实际单公里
				投资预算 (亿元)	实际投资 (亿元)	造价 (亿元)	造价 (亿元)
合宁高速	2016/11	2019年底	89.4	64.5	36.5	-	0.41



宣广高速	2022/2	2025	91.2	137.8	-	1.51	-
济青高速	2015/10	2019/12	309.2	308.0	248.4	-	0.80
佛开高速	2017/6	2019/11	33.3	34.3	29.7	-	0.89
锡宜高速	2023/1	2026/6	35.7	77.5	-	2.17	-

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 收并购扩展利润来源，预计增厚 2025 年利润

公司通过收并购扩展利润来源。公司于 2025 年 1 月发布公告，计划向大股东安徽交控收购阜周高速以及泗许高速 100% 股权，交易对价合计为 47.7 亿元。阜周高速为国家重点干线 G35 安徽境内段，全长 83.57 公里；泗许高速为国家重点干线 G1516 组成部分，全长 52.2 公里，二者均为安徽省内重要的货运通道。公司账面资金相对充裕，通过扩大主业投资可有效实现资金资本化。市场上优质高速公路路产较为稀缺，此次通过向控股股东收购相关路产，可有效突破资产规模对业绩增长和价值提升潜力的限制。同时收购后公司路产管理里程以及归母净利润均可提高。

图表33：公司拟收购阜周高速以及泗许高速 100% 股权

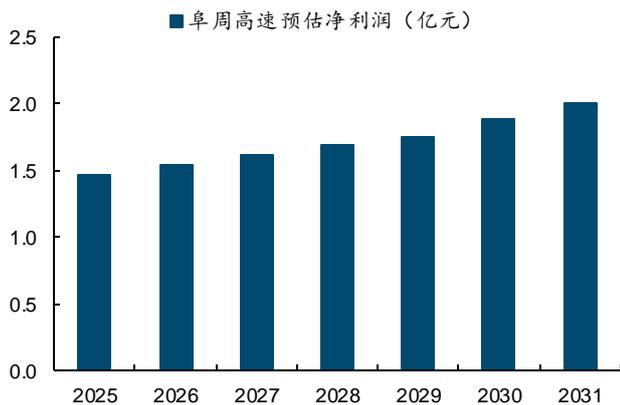
序号	路产名称	起止点	收购权益	里程 (km)	车道 数目	收费经营起止日期	收购对价 (亿元)
1	阜周高速	亳州市利辛县至六安市霍邱县	100%	83.57	4	2009.12-2039.12	29.03
2	泗许高速	淮北市烈山区至皖豫省界接河南永城段	100%	52.2	4	2012.12-2042.12	18.68
合计							47.71

来源：公司公告，国金证券研究所

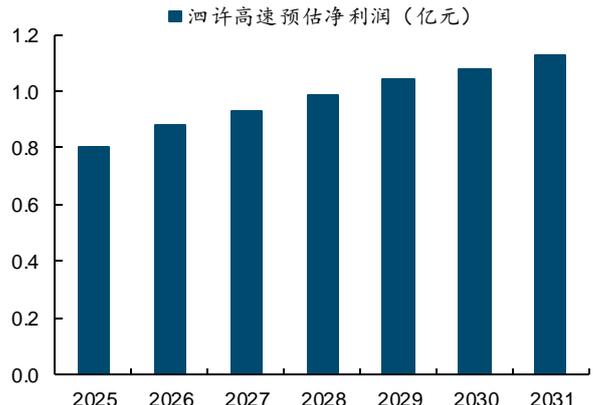
预计收购增厚 2025 年公司归母净利润 1.82 亿元。2023 年，阜周高速及泗许高速实现净利润 2.0 亿元、1.1 亿元，根据中联合国信出具的资产评估报告，预计 2025-2026 年，阜周高速以及泗许高速带来的净利润共计 2.27 亿元、2.42 亿元。若按照 50% 的资本金比例、2.5% 的贷款利息计算，我们预计财务费用将增加 0.45 亿元（税后），预计收购全年可以增加 2025-2026 年归母净利润 1.82 亿元、1.97 亿元，占 2024 年归母净利润的 11%、12%。

图表34：预计收购阜周高速 2025 年带来净利润 1.46 亿元

图表35：预计收购泗许高速 2025 年带来净利润 0.81 亿元



来源：公司公告，国金证券研究所



来源：公司公告，国金证券研究所

2.4 安徽省实施差异化收费，ETC 优惠金额可减少

2020 年起，安徽省更改通行费收入计费模式，由原先的按重量收费更改为按轴收费。当前收费标准为 1 类客车（载人数小于等于 9 人）收费标准为 0.45 元/车公里，车辆类型越大收费标准越高，最高为 1.3 元/车公里。货车的基础收费标准同样为 0.45 元/车公里，货车按轴收费，6 轴货车收费标准为 2.2 元/车公里，六轴以上的货车，在第 6 类货车收费标准的基础上，每增加一轴，按 1.1 倍系数确定收费标准。尽管客货车基础费率相同，但常见的家用汽车为 1 类客车，而货运汽车轴数更多样化，在计算客货车费率时往往货车的整体费率相对客车更高。


图表36：1类客车实施收费标准为0.45元/车公里

类别	车辆类型	核定载人数	收费标准（元/车公里）
1类客车	微型、小型	≤9	0.45
2类客车	中型	10-19	0.8
2类客车	乘用车列车	-	
3类客车	大型	≤39	1.1
4类客车		≥40	1.3

来源：安徽省交通运输厅，国金证券研究所

图表37：货车最高费率高于客车

车型分类	JT/T489—2019 分类标准	收费标准（元/车公里）
第1类	2轴，车长小于6000mm且最大允许总质量小于4500kg	0.45
第2类	2轴，车长不小于6000mm或最大允许总质量不小于4500kg	0.9
第3类	3轴	1.35
第4类	4轴	1.7
第5类	5轴	1.85
第6类	6轴	2.2
六轴以上的货车，在第6类货车收费标准的基础上，每增加一轴，按1.1倍系数确定收费标准；10轴及以上货车收费标准按10轴货车标准执行。		

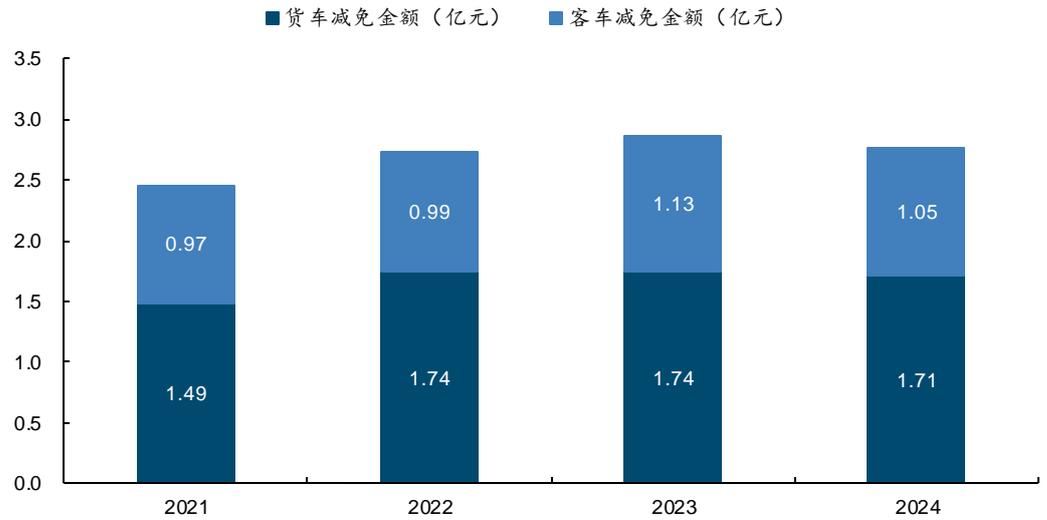
来源：安徽省交通运输厅，国金证券研究所

自2025年4月1日起，安徽省高速公路差异化收费政策调整，将“安徽交通卡ETC套装货车及每月通行30次以上的安徽交通卡ETC套装省内客运班线客车实施高速公路通行费八五折优惠政策”调整为“对所有安装ETC套装货车及9座（不含9座）以上客车实行统一的通行费优惠政策，即选取省内部分高速公路路段按照分路段差异化收费原则，实行通行费八五折优惠；对其余省内高速公路，实行通行费九五折优惠。”

差异化政策下公司货车减免金额可减少。安徽省实施差异化收费的路段为“两纵四横”六条路段，不包括公司路段。即公司对货车通行费减免由原先的八五折变为九五折，货车减免金额将减少。2022-2024年，公司货车减免金额约1.7亿元，若从八五折变为九五折，车流量不变情况下预计公司可以节省减免金额1.1亿元。



图表38: 差异化收费政策下货车减免金额可减少

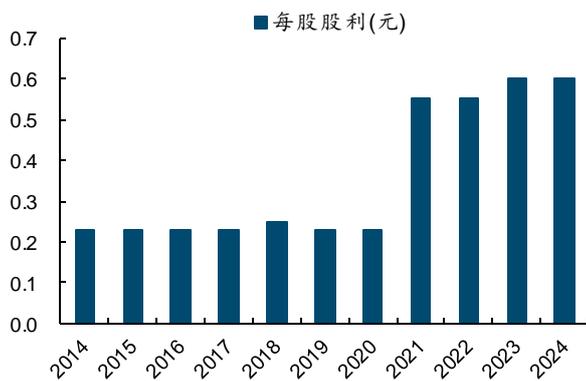


来源: 公司公告, 国金证券研究所

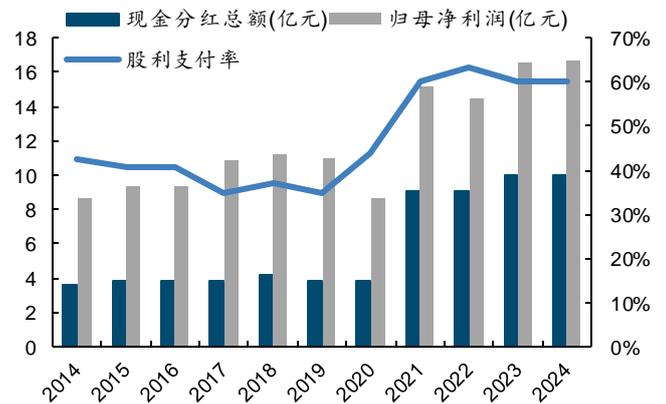
三、公司加强股东回报, 分红比例处于行业前列

公司2021年开始加强股东回报力度, 2021年开始公司分红比例提升至60.3%, 后续维持60%以上的分红水平, 相较过往35-40%的分红比例有明显提升。2021-2022年公司每股股利为0.55元, 2024年公司拟派发每股股利0.6元, 与2023年持平。根据公司《皖通高速关于股东回报规划(2025-2027年)》, 公司承诺2025-2027年分红比例不低于60%, 公司后续分红预期稳定。

图表39: 2024年公司派发每股股利0.6元



图表40: 2024年公司分红比例维持60%



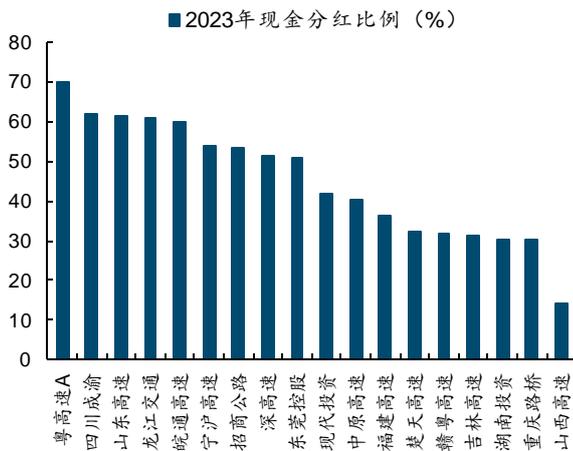
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

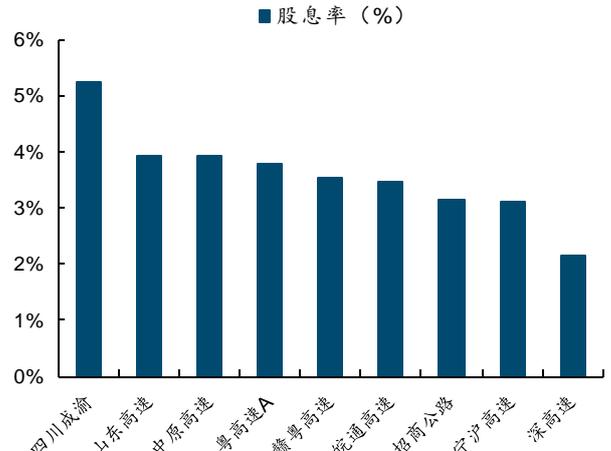
公司分红比例处于市场前列。公司60%的分红比例处于高速公路行业上市公司的前列, 仅粤高速分红比例为70%高于公司, 四川成渝、山东高速、龙江交通和皖通高速分红比例均在60%左右, 处于第二的位置。以2025年4月9日股价为基准, 公司股息率为3.5%, 对于市场关注度高的公路上市公司而言, 公司的股息率处于中档位置。



图表41：公司分红比例处于市场前列



图表42：公司股息率可比公司中处于中档位置



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

以2025年4月9日股价为基准

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

(1) 收入预测

货运收入预测：预计2025-2027年公司收费公路业务营收分别为48.6亿元、51.0亿元、52.5元，同比增速分别为25%、5%、3%。

- 合宁高速：2023年联通路产合六叶高速改扩建通车，当年车流量大幅增长。预计25年合六叶高速车流量继续增长对合宁高速仍有拉动作用，预计2025-2027年车流量同比增速为5%、5%、4%。
- 高界高速：高界高速在2025年开启改扩建，改扩建期间预计车流量下滑，一般最后一年下滑最多。同时24年受到无岳高速分流影响。预计2025-2027年车流量增速分别为-5%、-17%、-26%。
- 宣广高速：宣广高速在2024年底改扩建通车，预计快速恢复至改扩建之前水平，预计2025-2027年车流量增速分别为84%、40%、20%。同时改扩建后计入新折旧，养护成本可以下降，预计宣广高速营业成本增长。
- 宁宣杭高速及岳武高速：受到断头路打通影响，车流量可以快速增长。预计2025-2027年车流量增速分别为20%、10%、10%。
- 考虑到公司收购阜周高速以及泗许高速。预计2025-2027年新增营业收入6.25亿元、6.51亿元、6.76亿元，新增营业成本3.23亿元、3.28亿元、3.37亿元。

(2) 成本及费用预测

主营业务成本预测：预计2024-2026年公司收费公路业务成本分别为20.1亿元、20.9亿元、21.1亿元，同比增速分别为35%、4%、1%。

- 折旧摊销：由于预计公司宣广高速改扩建完成后折旧开始计入、拟收购的阜周高速以及泗许高速增加营业成本，预计2025-2027年折旧摊销增速分别为52%、5%、1%。
- 养护支出：由于公司持续推进降费管理，宣广路改扩建完成后养护费用少，预计2025-2027年养护支出同比增速为-4%、7%、4%。


图表43：公司营业收入及业务拆分

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5206	6631	7019	8061	8298	8453
YOY (%)	33%	27%	6%	15%	3%	2%
营业成本	2955	4008	4619	5206	5294	5314
YOY (%)	87%	36%	15%	13%	2%	0%
毛利率	43%	40%	34%	35%	36%	37%
公路业务						
营业收入	3720.0	4094	3885	4861	5098	5253
YOY (%)	-4%	10%	-5%	25%	5%	3%
营业成本	1513	1507	1486	2006	2094	2114
YOY (%)	-2%	0%	-1%	35%	4%	1%
毛利率	59%	63%	62%	60%	60%	61%
建造期收入成本						
营业收入	1418	2475	3134	3200	3200	3200
营业成本	1418	2475	3134	3200	3200	3200

来源：ifind，国金证券研究所

由于公司建造期收入及成本增加，公司费用率在 2022-2024 年下降。预计公司 2025-2027 年管理费用率均为 2.6%。预计公司 2025-2027 年财务费用率分别为 2.3%、2.3%、2.1%，主要考虑到公司后续收并购以及改扩建或带来负债率提高。

图表44：公司各费用率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
管理费用率 (%)	3.2%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
财务费用率 (%)	2.8%	1.6%	0.9%	2.3%	2.3%	2.1%

来源：ifind，国金证券研究所

(3) 利润预测

综合以上假设，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.9 亿元、19.9 亿元、21.0 亿元，同比增速分别为 13.0%、5.5%、5.8%。

图表45：公司核心指标预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润 (百万元)	1,445	1,660	1,669	1,885	1,988	2,104
归母净利润增长率	-4.57%	14.87%	0.55%	12.95%	5.47%	5.80%
摊薄每股盈利 (元)	0.871	1.001	1.006	1.137	1.199	1.268

来源：ifind，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.9 亿元、19.9 亿元、21.0 亿元，同比增速分别为 13.0%、5.5%、5.8%。公司对应 PE 分别为 15.2 倍、14.4 倍、13.6 倍。聚焦公路主业的公司可以有更高的估值，主要由于公路业务的利润率会高于其他业务，同时公路业务稳定性更好。考虑到公司和粤高速均只有公路主业，估值应相近。且公司路产质量优质，未来主业发展空间广阔，给予公司 2025 年 18 倍 PE 估值，目标价格为 20.46 元，首次覆盖给予“买入”评级。



图表46：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
600350	山东高速	11.04	0.68	0.66	0.72	0.75	0.80	10.2	15.6	15.4	14.7	13.8
600377	宁沪高速	15.78	0.88	0.98	1.08	1.15	1.24	11.7	15.6	14.7	13.7	12.7
001965	招商公路	12.15	1.08	0.78	0.84	0.92	0.99	9.0	17.9	14.5	13.2	12.3
000429	粤高速 A	14.12	0.78	0.75	0.81	0.77	0.76	10.8	19.6	17.4	18.3	18.6
平均数									15.5	15.0	14.3	
600012	皖通高速	17.30	1.00	1.01	1.14	1.20	1.27	11.0	17.5	15.2	14.4	13.6

来源：wind，国金证券研究所

注：PE 对应股价日期为 2025 年 5 月 27 日，山东高速、宁沪高速、招商公路为国金覆盖，并用外发报告预测

五、风险提示

路产分流风险。若公司核心路产合宁路被平行路段分流明显，则车流量下滑，对公司利润产生明显影响。

路产收购计划取消风险。预计收购阜周高速和泗许高速能够增厚公司归母净利润，若路产收购计划延期或取消，则对公司利润造成明显影响。

公路政策风险。若收费费率下调或《收费公路管理条例》未能如期出台，则会对公司造成影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
主营业务收入	5,206	6,631	7,092	8,061	8,298	8,453	货币资金	4,731	3,948	4,778	4,884	4,944	5,402	
增长率	27.4%	6.9%	13.7%	2.9%	1.9%		应收款项	472	125	148	331	341	347	
主营业务成本	-2,955	-4,008	-4,645	-5,206	-5,294	-5,314	存货	5	4	4	7	7	7	
%销售收入	56.8%	60.4%	65.5%	64.6%	63.8%	62.9%	其他流动资产	6	190	433	190	195	205	
毛利	2,251	2,623	2,447	2,855	3,004	3,139	流动资产	5,214	4,267	5,363	5,412	5,487	5,962	
%销售收入	43.2%	39.6%	34.5%	35.4%	36.2%	37.1%	%总资产	24.5%	19.6%	22.0%	20.5%	20.1%	21.4%	
营业税金及附加	-30	-26	-32	-24	-25	-25	长期投资	1,326	1,136	1,244	1,244	1,244	1,244	
%销售收入	0.6%	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	1,214	1,207	1,279	1,737	2,159	2,545	
销售费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	5.7%	5.6%	5.2%	6.6%	7.9%	9.2%	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	13,452	15,027	16,427	17,956	18,458	18,058	
管理费用	-164	-183	-188	-206	-216	-220	非流动资产	16,089	17,472	19,051	20,937	21,861	21,847	
%销售收入	3.2%	2.8%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	75.5%	80.4%	78.0%	79.5%	79.9%	78.6%	
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	21,303	21,739	24,414	26,349	27,348	27,809	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	496	552	292	1,072	831	0	
息税前利润 (EBIT)	2,057	2,414	2,227	2,626	2,763	2,894	应付款项	698	723	944	1,269	1,291	1,296	
%销售收入	39.5%	36.4%	31.4%	32.6%	33.3%	34.2%	其他流动负债	184	186	253	169	174	178	
财务费用	-144	-105	-64	-181	-192	-173	流动负债	1,378	1,461	1,488	2,509	2,295	1,474	
%销售收入	2.8%	1.6%	0.9%	2.3%	2.3%	2.0%	长期贷款	6,202	5,960	6,382	6,382	6,382	6,382	
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	219	204	1,683	1,499	1,499	1,499	
公允价值变动收益	1	-109	-32	0	0	0	负债	7,799	7,624	9,553	10,390	10,176	9,355	
投资收益	38	58	69	69	71	73	普通股股东权益	11,925	12,657	13,335	14,408	15,601	16,863	
%税前利润	1.9%	2.6%	3.1%	2.7%	2.7%	2.6%	其中：股本	1,659	1,659	1,659	1,659	1,659	1,659	
营业利润	1,976	2,274	2,221	2,513	2,642	2,794	未分配利润	9,875	10,529	11,201	12,332	13,525	14,787	
营业利润率	38.0%	34.3%	31.3%	31.2%	31.8%	33.1%	少数股东权益	1,580	1,458	1,526	1,551	1,571	1,591	
营业外收支	1	-7	4	0	0	0	负债股东权益合计	21,303	21,739	24,414	26,349	27,348	27,809	
税前利润	1,977	2,267	2,225	2,513	2,642	2,794	比率分析		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	38.0%	34.2%	31.4%	31.2%	31.8%	33.1%	每股指标							
所得税	-563	-588	-534	-603	-634	-671	每股收益	0.871	1.001	1.006	1.137	1.199	1.268	
所得税率	28.5%	26.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	每股净资产	7.190	7.631	8.040	8.687	9.406	10.167	
净利润	1,414	1,678	1,691	1,910	2,008	2,124	每股经营现金净流	1.166	1.600	1.582	1.860	1.742	1.812	
少数股东损益	-31	18	22	25	20	20	每股股利	0.550	0.601	0.000	0.455	0.479	0.507	
归属于母公司的净利润	1,445	1,660	1,669	1,885	1,988	2,104	回报率							
净利率	27.8%	25.0%	23.5%	23.4%	24.0%	24.9%	净资产收益率	12.12%	13.11%	12.52%	13.08%	12.74%	12.47%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.78%	7.64%	6.84%	7.15%	7.27%	7.56%	
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	7.27%	8.66%	7.34%	8.01%	8.11%	8.35%	
净利润	1,414	1,678	1,691	1,910	2,008	2,124	增长率							
少数股东损益	-31	18	22	25	20	20	主营业务收入增长率	32.78%	27.37%	6.94%	13.67%	2.94%	1.87%	
非现金支出	943	922	883	613	676	714	EBIT 增长率	-5.33%	17.35%	-7.75%	17.90%	5.23%	4.73%	
非经营收益	143	148	32	265	192	175	净利润增长率	-4.57%	14.87%	0.55%	12.95%	5.47%	5.80%	
营运资金变动	-566	-95	18	297	12	-7	总资产增长率	6.94%	2.04%	12.31%	7.93%	3.79%	1.68%	
经营活动现金净流	1,934	2,653	2,624	3,086	2,889	3,005	资产管理能力							
资本开支	-1,303	-2,113	-2,334	-2,600	-1,600	-700	应收账款周转天数	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
投资	-413	13	-99	0	0	0	存货周转天数	0.6	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	
其他	-761	-1,018	473	69	71	73	应付账款周转天数	83.3	56.3	58.9	70.0	70.0	70.0	
投资活动现金净流	-2,477	-3,118	-1,960	-2,531	-1,529	-627	固定资产周转天数	66.9	59.4	53.2	54.0	57.8	60.4	
股权募资	1,051	10	72	0	0	0	偿债能力							
债权募资	1,508	-192	1,655	615	-241	-831	净负债/股东权益	14.56%	18.17%	22.84%	25.50%	21.94%	13.43%	
其他	-2,476	-1,296	-1,243	-1,064	-1,058	-1,089	EBIT 利息保障倍数	14.3	22.9	34.6	14.5	14.4	16.7	
筹资活动现金净流	83	-1,477	484	-449	-1,300	-1,920	资产负债率	36.61%	35.07%	39.13%	39.43%	37.21%	33.64%	
现金净流量	-460	-1,942	1,148	106	60	458								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	11	12	19
增持	0	2	5	7	1
中性	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.41	1.45	1.14

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究