



从安徽新兴产业集群的崛起，解析“合肥创投”模式成功的原因

——安徽省区域经济分析与投资机会挖掘

核心观点

安徽省经济增长表现突出，工业和服务业是主要的增长动力。2008年安徽省GDP为8852亿元，全国排名第14位，2021年GDP增长至42959亿元，位于全国各省市第11位。08-21年期间GDP年化增速12.92%，排名全国第3。安徽省产业结构由第二产业单极发展，逐渐向第二、第三产业双轮推动演变。

从第二产业来看，安徽省实现由新兴产业主导发展动能的切换，而合肥市是安徽省新兴产业发展的主导力量。全省战新产业产值增速多年维持在15%以上，2021年达到28.8%，占规模以上工业(全省战新)的比重2021年达41%。从战新产业来看，合肥市战略性新兴产业是安徽省的主要组成部分：(1)从产值占全省比重看，2013-2021年合肥战新产业平均占比为29.02%；(2)从产值占规上工业(全省战新)产值的比重看，合肥战新产业比重快速上升，由2017年的32.6%上升至2021年的54.9%。

“合肥模式”的成功与政府引导基金主导，多层次政策错位扶持密不可分。产业结构影响城市的兴衰，单方面的资金支持或者单方面的土地、财政补贴支持都不足以培育一个可持续发展的产业集群，需要精密的顶层设计。市场化的投资基金仅关注单个项目的回报率，并不关注项目的溢出效应。而政府引导基金结合政府对企业的扶持政策，能够从更高层次统筹基金回报率、税收、就业、城市长期增长等多维度发展目标，从而实现多赢。

集群效应显现，城市发展动力十足。以汽车产业为例，我们利用区位熵 $LQ = (\text{新能源汽车产量} / \text{汽车产量}) / (\text{全国新能源汽车产量} / \text{全国汽车产量})$ 衡量新能源汽车集聚水平，2021年合肥新能源汽车产业LQ为1.64，高于汽车大省广东、北京、上海。汽车产值增速较快，2021年产值为1412亿元，年化复合增速59.3%。汽车产业集群效应凸显，并成为安徽增长的新动能。除此之外，安徽省在新型显示、人工智能、新材料、医药、新能源等领域也已逐渐形成产业集群。高新技术产业既通过较高成长性带动整体经济的增长，其乘数效应还带动服务业及消费行业的发展，最终带来人口聚集和土地价格良性上涨，政府的财政收入同步增加。

投资建议

安徽省经济发展得益于“合肥模式”的成功，“合肥模式”的成功是政府多层次政策扶持的结果。安徽省重点培育新型显示、集成电路、新能源汽车、人工智能、新材料、光伏新能源和生物医药产业等产业。此外，安徽省经济高质量发展对旅游和白酒等消费产业的投资机会形成支撑。从产业投资角度建议关注：1) 新型显示行业的京东方和维信诺；2) 集成电路行业的芯基微装、江丰电子；3) 汽车行业的江淮汽车、瑞鹄模具、科威尔；4) 新材料行业的皖维高新、中钢天源；5) 旅游业的同庆楼、黄山旅游；6) 白酒行业的古井贡酒、迎驾贡酒；7) 光伏新能源行业的晶澳科技、隆基绿能；8) 生物医药行业的立方制药、欧普康视；9) 证券行业中新兴项目储备丰富的国元证券。从城投公司投资角度建议关注顺应城市发展方向的战略性新兴产业发展较快的城市：合肥、芜湖、滁州、蚌埠、铜陵、马鞍山。

风险提示

疫情超预期反复；宏观经济超预期下行；地产风险超预期蔓延。

报告作者

作者姓名	倪华
资格证书	S1710522020001
电子邮箱	nih835@easec.com.cn
联系人	杨逸飞
电子邮箱	yangyf729@easec.com.cn

相关研究

《如何看待美国债务上限？》2021.10.28
《北交所专题报告系列六：转型迫在眉睫，中国版“纳斯达克”呼之欲出》2021.09.30
《北交所专题报告系列五：发行制度改革助力资本市场扩张》2021.09.28
《新周期拉开序幕，绿色经济起飞在即》2021.09.18
《北交所专题报告系列四：交易量放大，开户数倍增，掘金券商板块“黄金期”》2021.09.17

正文目录

1. 安徽省经济实现高质量发展	5
1.1. 安徽省经济增速居全国前列	5
1.2. 安徽省产业结构由单极向两极演变	7
1.2.1. 第二产业以工业为主	8
1.2.2. 第三产业主要由其他行业、批发零售、房地产和金融业构成	9
1.3. 省会合肥市为全省经济主要贡献端	11
2. “合肥模式”是安徽省实现经济跨越的关键	14
2.1. “合肥模式”发展的东风——政府引导基金逐渐引领中国特色股权投资	14
2.2. “合肥模式”：政府与多方资本有机结合，带动产业发展	19
2.3. “合肥模式”的成效	26
2.3.1. 从主导平台的投资收益来看“合肥模式”成效	26
2.3.2. 从投资基金收益的角度，看“合肥模式”成效	29
2.3.3. 从社会效益角度看“合肥模式”成效	35
3. “合肥模式”成功原因分析	42
3.1. 区位优势形成产业转移便利	42
3.2. 交通优势支持融入长三角	44
3.3. 科教名城，科教兴市	46
3.4. “链长制”赋能产业链管理	49
3.5. 各地发展模式皆因地制宜，合肥模式独受广泛关注	50
4. 产业集群凸显集聚效应，挖掘安徽省产业投资机会	51
4.1. 新能源汽车产业	52
4.2. 集成电路产业	57
4.3. 旅游产业	60
4.3.1. 安徽省政策明确提出：把旅游业打造成为战略性支柱产业	60
4.3.2. 安徽省旅游业快速发展，产业集聚度高于全国平均水平	61
4.3.3. 安徽省旅游业自然文化条件优渥，旅游业持续发展动力充足	63
4.4. 白酒产业	64
4.4.1. 政策加码白酒行业，徽酒营收有望破 500 亿元	64
4.4.2. 产业集聚助力安徽次高端白酒发展	65
5. 顺应城市发展方向，安徽城投机会挖掘	68
5.1. 合肥市三大平台：新兴产业投资带动营收增长，偿债能力较强	68
5.2. 顺应城市发展方向，新兴产业较强的地级市值得关注	71
6. 投资建议	73
7. 风险提示	74

图表目录

图表 1. 安徽省 GDP 稳中有升，同比增速维持在 8% 左右	5
图表 2. 安徽省 GDP 和人均 GDP 排位分别上升 3 个和 14 个位次，增速分别排名第 3 和第 2	6
图表 3. 全国 31 个省份 2008 年-2021 年 GDP 增速图	7
图表 4. 第二和第三产业同为支柱产业	8
图表 5. 2015 年 GDP 主要拉动项转移至第三产业	8
图表 6. 工业是第二产业的主导部分	8
图表 7. 工业对全省 GDP 增长贡献率近似第二产业	8

图表 8.	安徽省工业增速总体领先于全国水平.....	9
图表 9.	安徽省战新产业增速和占比同步提升.....	9
图表 10.	其他行业同比增速波动较大.....	10
图表 11.	其他行业占比较高.....	10
图表 12.	服务型行业增速突出(%).....	11
图表 13.	合肥是安徽 GDP 增长的主要贡献端.....	12
图表 14.	合肥与安徽 GDP 增速基本同步.....	12
图表 15.	合肥对安徽 GDP 的贡献率维持高位.....	12
图表 16.	合肥市战新产业产值占比全省最高(%).....	13
图表 17.	合肥市战新产业增长率平稳, 占比上升.....	13
图表 18.	政府引导基金的特点.....	14
图表 19.	政府引导基金发展逐渐规范.....	15
图表 20.	每年新增政府引导基金增速放缓.....	16
图表 21.	从规模来看, 新增政府引导基金以产业基金为主.....	16
图表 22.	从基金数量来看, 新增政府引导基金以产业基金为主.....	17
图表 23.	2022 年 H1 我国新增中国股权投资 LP 分布中, 从出资额角度看国资加政府引导基金占比最高.....	17
图表 24.	从 2020 年政府引导基金存量上来看, 安徽基金数量处于全国第五.....	18
图表 25.	2021 年新增政府引导基金, 从设立数量上来看, 安徽处于全国第二.....	18
图表 26.	扶持政策重点以引导三类基金为发力点, 弥补市场机制在产业发展中的不足.....	20
图表 27.	结合产业特点、企业成长生命周期, 形成错位配套、协同发力的产业扶持政策体系.....	21
图表 28.	“合肥模式”运作机制.....	22
图表 29.	合肥典型案例投资时间线.....	23
图表 30.	三大平台业务使命不同.....	24
图表 31.	合肥建投通过自主建投、产业投资基金等方式促进合肥战新产业发展.....	24
图表 32.	合肥兴泰股权投资平台通过兴泰资本、兴泰股权两个公司进行运作.....	25
图表 33.	合肥产投产业支持方式.....	26
图表 34.	合肥建投投资收益波动较大.....	27
图表 35.	合肥建投产业投资收益.....	28
图表 36.	合肥兴泰各项财务指标较为稳健.....	28
图表 37.	合肥产投受股权投资项目影响, 投资收益波动较大.....	29
图表 38.	从合肥方与京东方合作模式, 看合肥投资收益.....	30
图表 39.	2014 年合肥建投通过结构化产品参与京东方定增.....	31
图表 40.	合肥建投结构化产品投资、退出京东方时间线及股票价格.....	32
图表 41.	合肥建翔自 2017 年限售解禁后多次退出京东方股票获益 46 亿元.....	33
图表 42.	合肥方与蔚来合作股权结构.....	34
图表 43.	合肥建投通过“合肥建恒新能源汽车投资基金合伙企业”持股蔚来控股集团.....	34
图表 44.	蔚来项目为合肥建投带来了丰厚的投资收益.....	35
图表 45.	合肥建投从蔚来项目获得的投资收益远超 500 亿元.....	35
图表 46.	政府引导基金成本收益对比图.....	36
图表 47.	安徽社融增量逐年增加.....	36
图表 48.	安徽上市公司数量及 A 股筹资呈上升趋势.....	36
图表 49.	安徽省科创板上市公司数量位居中部地区首位(单位: 家).....	37
图表 50.	安徽省 18 家科创公司中 17 家存在安徽国资投资.....	38
图表 51.	合肥市第三产业就业人数受乘数效应强.....	39
图表 52.	合肥市就业人数与常住人口呈上升趋势.....	39
图表 53.	合肥市职工平均工资呈指数上升趋势.....	39
图表 54.	合肥市 2020 年劳动力配置情况.....	40
图表 55.	合肥市服务行业就业人数受制造业带动提升.....	40
图表 56.	合肥市住房价格指数.....	41
图表 57.	合肥市成交土地出让金呈增长趋势.....	41
图表 58.	合肥市两区第二产业 GDP2019 年提升明显.....	41
图表 59.	合肥市两区常住人口 2020 年提升明显.....	41
图表 60.	安徽省融入长三角一体化.....	42

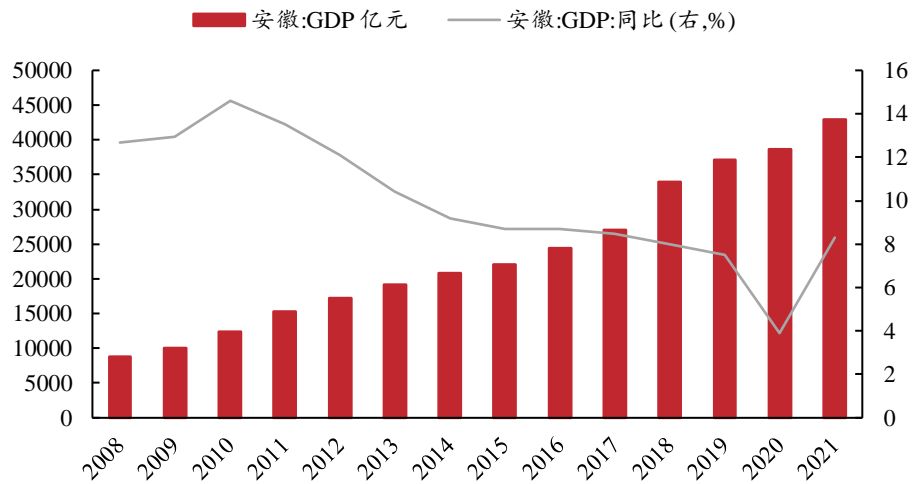
图表 61.	试验区空间布局及产业方向.....	43
图表 62.	安徽省交通基建投资稳定增长.....	44
图表 63.	安徽省公路货运量较为稳定.....	45
图表 64.	疫情之下芜湖港集装箱吞吐量仍上升.....	45
图表 65.	合肥港集装箱吞吐量增长迅速.....	45
图表 66.	合肥新桥机场旅客和货运吞吐量均持续增长(除 2020 年疫情外).....	46
图表 67.	合肥“科教兴市”战略成绩斐然.....	47
图表 68.	重点实验室数量增长迅速.....	47
图表 69.	安徽省专业技术人才储备强大.....	48
图表 70.	技术合同成交额呈超高速增长态势.....	48
图表 71.	发明专利数量增长迅速.....	49
图表 72.	高新技术企业聚集.....	49
图表 73.	链长制是“强链、补链、固链、延链”的重要举措.....	50
图表 74.	各地政府发散创新思维，发展模式皆有难以复制性.....	51
图表 75.	产业集群发展水平评价指标.....	52
图表 76.	新能源汽车产量稳步提升，占全国比重已近目标 10%.....	53
图表 77.	新能源汽车产业企业数量增加迅速.....	53
图表 78.	新能源汽车产业总产值保持高速增长.....	53
图表 79.	合肥新能源汽车集聚程度较高.....	54
图表 80.	安徽省新能源汽车产业集群龙头企业.....	55
图表 81.	安徽省新能源汽车产业链梳理.....	56
图表 82.	合肥及安徽省计算机通信和其他电子设备制造业加快集聚.....	57
图表 83.	合肥集成电路产业集群龙头企业.....	58
图表 84.	合肥集成电路产业链梳理.....	59
图表 85.	安徽省旅游发展政策.....	61
图表 86.	安徽省国内旅游人次占全国的比重快速上升.....	62
图表 87.	安徽省国内旅游收入占全国的比重快速上升.....	62
图表 88.	安徽省国际旅游收入占全国的比重快速上升.....	62
图表 89.	国内旅游集聚程度.....	63
图表 90.	安徽“十三五”时期安徽旅游业发展成效.....	63
图表 91.	安徽省白酒上市公司数量领先.....	64
图表 92.	安徽省以八大重点工作推动本省白酒行业高质量发展.....	65
图表 93.	聚会和商务应酬是白酒主要的消费场景.....	66
图表 94.	安徽住宿和餐饮业规模快速增长.....	67
图表 95.	安徽高新技术企业数量快速增长.....	67
图表 96.	安徽人均 GDP 快速增长.....	67
图表 97.	安徽省白酒产业发展成效显著.....	68
图表 98.	合肥建投主营构成中新增集成电路相关产品营收项目，主要来自于子公司晶合集成.....	69
图表 99.	近几年来，合肥建投盈利能力及偿债能力保持在较高水平.....	69
图表 100.	合肥兴泰房地产开发业务营收增速较快.....	70
图表 101.	合肥兴泰盈利能力较强、资产负债率降低、现金流量利息保障倍数较为紧张.....	70
图表 102.	合肥产投制造加工、供应链业务、运输业务占营业收入主体.....	71
图表 103.	合肥产投盈利能力及偿债能力.....	71
图表 104.	安徽省战略性新兴产业快速增长.....	72

1. 安徽省经济实现高质量发展

1.1. 安徽省经济增速居全国前列

安徽省经济增长表现突出。2008-2021年期间，安徽省GDP由8852亿元、全国排名第14位，增长至42959亿元、全国第11位，排名上升3个位次；期间安徽省GDP年化增长率达12.92%，增速排名全国第3。安徽省不仅在经济总量上迈上“工业强省”、“制造强省”的队列，人均经济指标亦有较大改善，2008年人均GDP为14448元，排名第27位，2021年人均GDP增长至70321元，排名上升14个位次到达13名，排名提升幅度大幅领先全国各省；2008-2021年期间人均GDP年化增长率达12.95%，增速排名全国第2，安徽省经济发展不仅仅是总量的堆砌，更是效率的提升。

图表1. 安徽省GDP稳中有升，同比增速维持在8%左右



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表2. 安徽省 GDP 和人均 GDP 排位分别上升 3 个和 14 个位次，增速分别排名第 3 和第 2

	GDP(亿元)	2021GDP排名	GDP(亿元)	2021GDP排名	排名变化	年化增长率(%)	增长率排名	2021人均GDP(万元)	人均GDP排名	2008人均GDP(万元)	人均GDP排名	人均GDP排名变化	人均GDP年化增长率(%)	人均GDP年化增长率排名
广东	124369.67	1	36796.71	1	-	9.82	19	98285	7	37638	6	-1	7.66	23
江苏	116364.20	2	30981.98	2	-	10.72	15	137039	3	40014	5	2	9.93	13
山东	83095.90	3	30933.28	3	-	7.90	25	81727	11	32936	8	-3	7.24	25
浙江	73516.00	4	21462.69	4	-	9.93	18	113032	6	41405	4	-2	8.03	22
河南	58887.41	5	18018.53	5	-	9.54	21	59410	22	19181	20	-2	9.09	18
四川	53850.80	6	12601.23	9	3	11.82	9	64326	18	15495	25	7	11.57	7
湖北	50012.94	7	11328.92	11	4	12.10	7	86416	9	19858	16	7	11.98	4
福建	48810.36	8	10823.01	13	5	12.28	6	116939	4	29755	10	6	11.10	9
湖南	46063.10	9	11555.00	10	1	11.22	12	69440	14	18147	22	8	10.87	10
上海	43214.85	10	14069.86	7	-3	9.02	24	173630	2	66932	1	-1	7.61	24
安徽	42959.20	11	8851.66	14	3	12.92	3	70321	13	14448	27	14	12.95	2
河北	40391.30	12	16011.97	6	-6	7.38	26	54172	27	22986	12	-15	6.82	28
北京	40269.60	13	11115.00	12	-1	10.41	16	183980	1	64491	2	1	8.40	21
陕西	29800.98	14	7314.58	18	4	11.41	11	75360	12	19700	18	6	10.87	11
江西	29619.70	15	6971.05	20	5	11.77	10	65560	15	15900	24	9	11.51	8
重庆	27894.02	16	5793.66	23	7	12.85	4	86879	8	20490	15	7	11.75	5
辽宁	27584.10	17	13668.58	8	-9	5.55	30	65026	16	31739	9	-7	5.67	30
云南	27146.76	18	5692.12	24	6	12.77	5	57686	23	12570	29	6	12.44	3
广西	24740.86	19	7021.00	19	-	10.17	17	49206	29	14652	26	-3	9.77	14
山西	22590.16	20	7315.40	17	-3	9.06	23	64821	17	21506	14	-3	8.86	20
内蒙古	20514.20	21	8496.20	15	-6	7.02	27	85422	10	34869	7	-3	7.14	26
贵州	19586.42	22	3561.56	26	4	14.01	1	50808	28	9855	31	3	13.45	1
新疆	15983.65	23	4183.21	25	2	10.86	13	61725	21	19797	17	-4	9.14	17
天津	15695.05	24	6719.01	21	-3	6.74	28	113732	5	58656	3	-2	5.23	31
黑龙江	14879.20	25	8314.37	16	-9	4.58	31	47266	30	21740	13	-17	6.16	29
吉林	13235.52	26	6426.10	22	-4	5.72	29	55450	26	23521	11	-15	6.82	27
甘肃	10243.30	27	3166.82	27	-	9.45	22	41046	31	12421	30	-1	9.63	15
海南	6475.20	28	1503.06	28	-	11.89	8	63707	19	17691	23	4	10.36	12
宁夏	4522.31	29	1203.92	29	-	10.72	14	62549	20	19609	19	-1	9.33	16
青海	3346.63	30	1018.62	30	-	9.58	20	56398	25	18421	21	-4	8.99	19
西藏	2080.17	31	394.85	31	-	13.64	2	56831	24	13588	28	4	11.64	6

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表3. 全国31个省份2008年-2021年GDP增速图

同比增速: %	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008
湖北	12.85	-5.00	7.50	7.80	7.80	8.10	8.85	9.70	10.10	11.30	13.80	14.80	13.50	13.40
海南	11.20	3.50	5.80	5.80	7.00	7.50	7.80	8.50	9.90	9.10	12.00	16.00	11.68	10.30
山西	9.10	3.60	6.20	6.60	7.10	4.50	3.10	4.90	8.90	10.10	13.00	13.90	5.40	8.50
江西	8.80	3.80	8.00	8.70	8.80	9.00	9.10	9.70	10.10	11.00	12.50	14.00	13.12	13.24
江苏	8.60	3.70	6.10	6.70	7.15	7.80	8.53	8.70	9.60	10.10	11.00	12.70	12.45	12.70
浙江	8.50	3.60	6.80	7.10	7.76	7.55	7.96	7.60	8.20	8.00	9.00	11.90	8.94	10.05
北京	8.50	1.20	6.10	6.70	6.74	6.79	6.90	7.30	7.70	7.70	8.10	10.30	10.19	9.10
安徽	8.30	3.90	7.50	8.00	8.46	8.69	8.71	9.20	10.40	12.10	13.50	14.60	12.95	12.67
重庆	8.30	3.90	6.30	6.00	9.30	10.70	11.00	10.90	12.30	13.60	16.40	17.10	14.95	14.50
山东	8.30	3.60	5.50	6.40	7.36	7.60	7.95	8.70	9.60	9.80	10.90	12.30	12.18	12.02
四川	8.20	3.80	7.50	8.00	8.10	7.80	7.90	8.50	10.00	12.60	15.00	15.10	14.45	11.00
贵州	8.10	4.46	8.30	9.10	10.20	10.53	10.70	10.80	12.50	13.60	15.00	12.80	11.44	11.30
上海	8.10	1.70	6.00	6.80	6.90	6.90	6.94	7.00	7.70	7.50	8.20	10.30	8.25	9.70
广东	8.00	2.30	6.20	6.80	7.54	7.50	8.00	7.80	8.50	8.20	10.00	12.40	9.65	10.40
福建	8.00	3.30	7.60	8.30	8.10	8.40	9.00	9.90	11.00	11.40	12.30	13.90	12.31	13.00
湖南	7.70	3.80	7.60	7.80	8.00	8.00	8.50	9.50	10.10	11.30	12.80	14.60	13.90	14.10
广西	7.50	3.70	6.00	6.80	7.10	7.30	8.10	8.50	10.20	11.30	12.30	14.20	13.94	12.81
云南	7.30	4.00	8.10	8.90	9.50	8.70	8.70	8.10	12.10	13.00	13.70	12.30	12.07	10.60
新疆	7.00	3.40	6.20	6.10	7.60	7.60	8.80	10.00	11.00	12.00	12.00	10.60	8.07	10.97
甘肃	6.90	3.90	6.15	6.10	3.56	7.60	8.08	8.90	10.80	12.60	12.52	11.80	10.29	10.14
宁夏	6.70	3.90	6.50	6.80	7.80	8.10	8.00	8.00	9.80	11.50	12.10	13.50	11.92	12.58
西藏	6.70	7.80	8.10	8.90	10.04	10.10	11.01	10.80	12.10	11.80	12.70	12.30	12.38	10.15
天津	6.60	1.50	4.80	3.60	3.64	9.10	9.30	10.00	12.50	13.80	16.40	17.40	16.55	16.49
吉林	6.60	2.40	3.00	4.40	5.30	6.90	6.30	6.50	8.30	12.00	13.80	13.80	13.63	16.00
陕西	6.50	2.20	6.00	8.30	8.00	7.60	7.85	9.70	11.00	12.90	13.90	14.60	13.62	16.40
河北	6.50	3.90	6.80	6.50	6.60	6.80	6.80	6.50	8.20	9.60	11.30	12.20	10.03	10.10
内蒙古	6.30	0.20	5.20	5.20	4.00	7.20	7.70	7.80	9.00	11.50	14.30	15.00	16.90	17.82
河南	6.30	1.30	7.00	7.60	7.80	8.14	8.30	8.90	9.00	10.10	11.90	12.50	10.92	12.11
黑龙江	6.10	1.00	4.20	4.50	6.36	6.10	5.70	5.60	8.00	10.00	12.30	12.70	11.40	11.76
辽宁	5.80	0.60	5.50	5.60	4.20	-2.50	3.00	5.80	8.70	9.50	12.20	14.20	13.11	13.40
青海	5.70	1.50	6.30	7.20	7.30	8.00	8.20	9.20	10.80	12.30	13.50	15.30	10.14	13.50

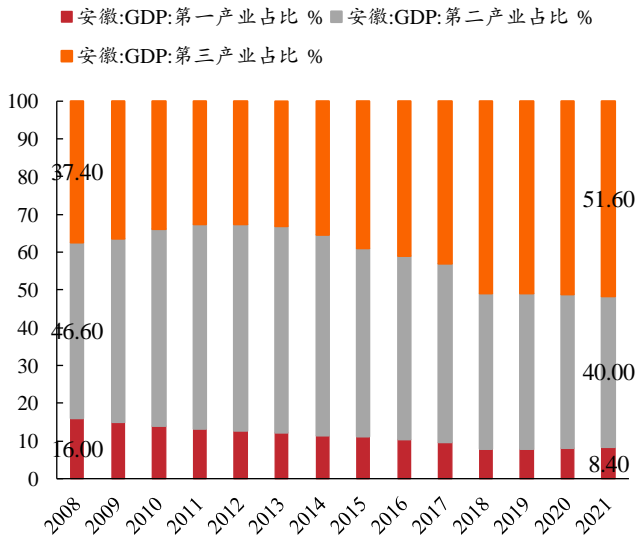
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.2. 安徽省产业结构由单极向两极演变

安徽省产业结构由第二产业单极发展, 逐渐向第二、第三产业双轮驱动演变。安徽省第二产业占比从2008年的46.6%逐渐下降至2021年的40%, 而第三产业占比从2008年的37.4%上升至2021年的51.6%, 第一产业占比从2008年的16%下降至8.4%。

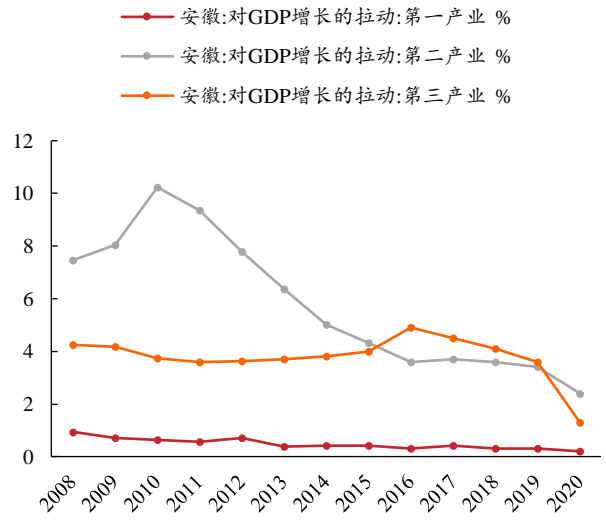
总体上看，第二产业一直是安徽省拉动 GDP 增长的主要力量，随着第二产业对 GDP 拉动的减少和第三产业对 GDP 拉动的增长，2015 年后第二产业和第三产业逐渐呈现双轮驱动 GDP 的态势。2020 年第二、三产业受到疫情影响拉动效果下降，对第三产业的影响尤为明显。

图表4. 第二和第三产业同为支柱产业



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表5. 2015 年 GDP 主要拉动项转移至第三产业

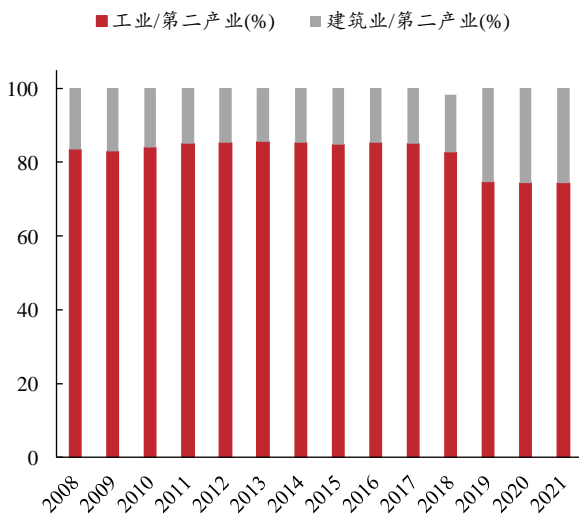


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.2.1. 第二产业以工业为主

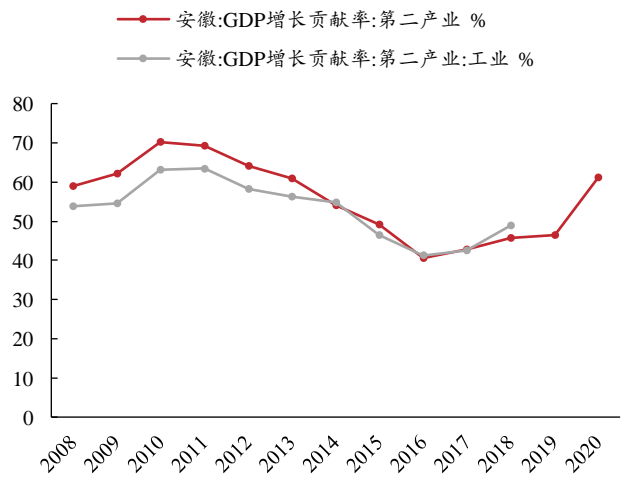
工业是第二产业的主导部分，但比重在近年有所下降。工业占第二产业比重从 2008 年的 83.49% 下降至 2021 年的 74.27%，建筑业从 16.51% 上升至 25.89%。工业对全省 GDP 的贡献率和第二产业贡献率基本保持同步，工业对全省经济增长贡献率始终保持在 40%-70% 之间，凸显其优势地位。

图表6. 工业是第二产业的主导部分



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表7. 工业对全省 GDP 增长贡献率近似第二产业

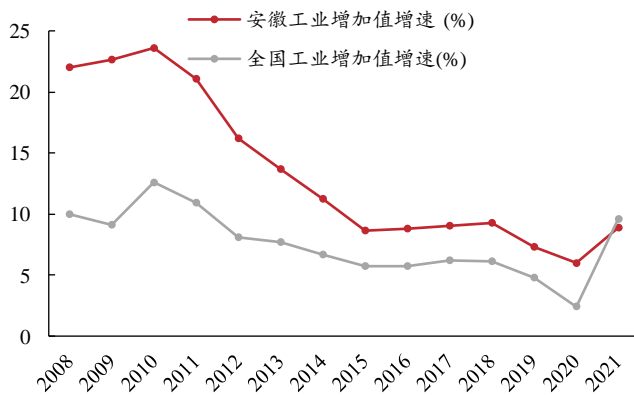


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

安徽省工业增加值增速总体领先于全国水平，安徽完成了从传统农业大省到新兴工业大省的跨越。从历年工业增加值增速来看，除了2021年外，安徽省工业增加值增速始终高于全国水平且2008至2015年显著高于全国水平，2015-2020年两者的差距较为稳定，整体发展走势基本同步，这主要是由于国内经济发展阶段的变化所引起的。自2001年加入WTO后，我国通过劳动密集型制造业不断发展，工业增加值保持高速增长，之后随着经济发展由劳动密集型向科技创新型发展，工业增加值逐渐低位企稳，产业升级是工业发展的主要方向。

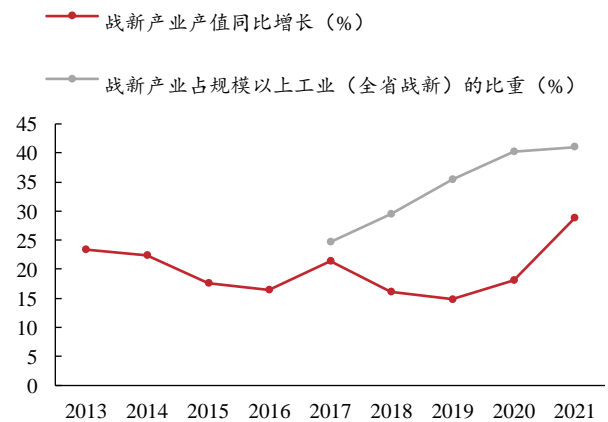
安徽省逐渐实现由新兴产业主导发展动能的切换。安徽省战略性新兴产业保持快速发展势头，全省战新产业产值增速多年维持15%以上增速，2021年达到28.8%，占规模以上工业(全省战新)的比重从2017年的24.7%上升至2021年的41%，战略性新兴产业对工业的贡献率大幅提高符合工业发展趋势和国家高质量发展的要求，是安徽省工业增速总体高于全国水平的关键。

图表8. 安徽省工业增速总体领先于全国水平



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表9. 安徽省战新产业增速和占比同步提升

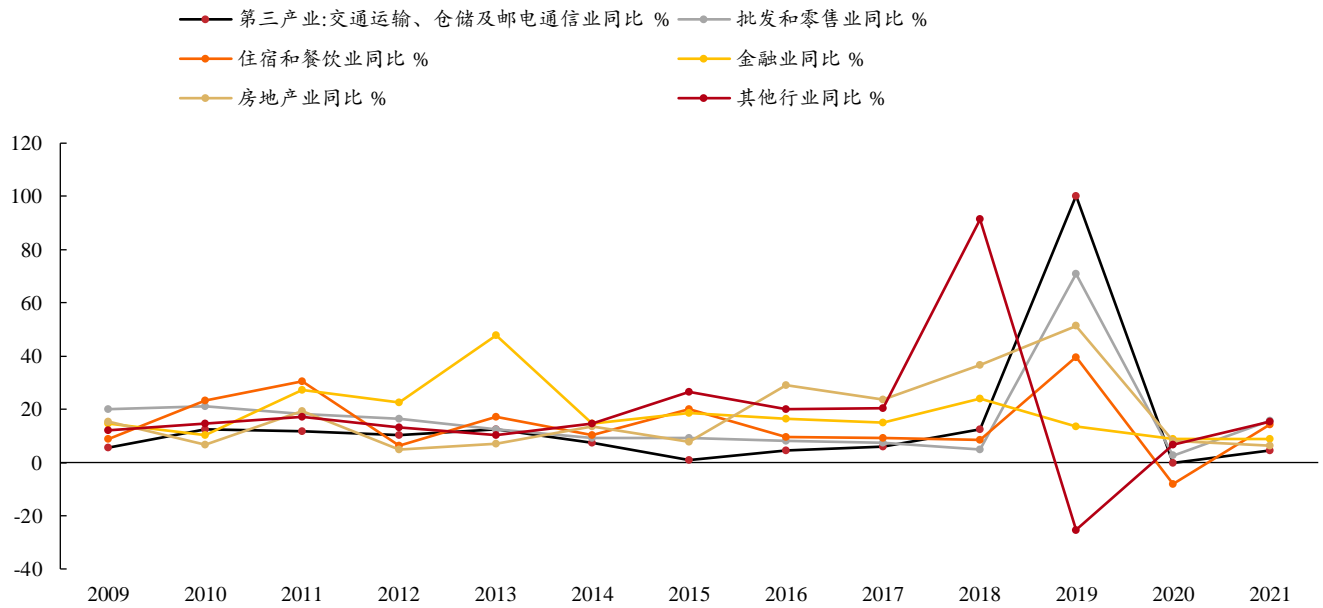


资料来源：安徽省发改委，东亚前海证券研究所

1.2.2. 第三产业主要由其他行业、批发零售、房地产和金融业构成

2018年安徽省第三产业占GDP比重超过第二产业，达50.8%，成为经济发展的另一极。拆分第三产业，其中其他行业占比始终最高，2018年占比达到56.6%的峰值；占比第二、第三和第四分别为批发零售业、房地产业和金融业，前四行业占第三产业的比重均超10%。从增速来看，2018年其他行业、房地产业和金融业的高速增长是第三产业超越第二产业主要拉动力，其他行业2018年增速为91.36%，是当年推动第三产业的主力，其次

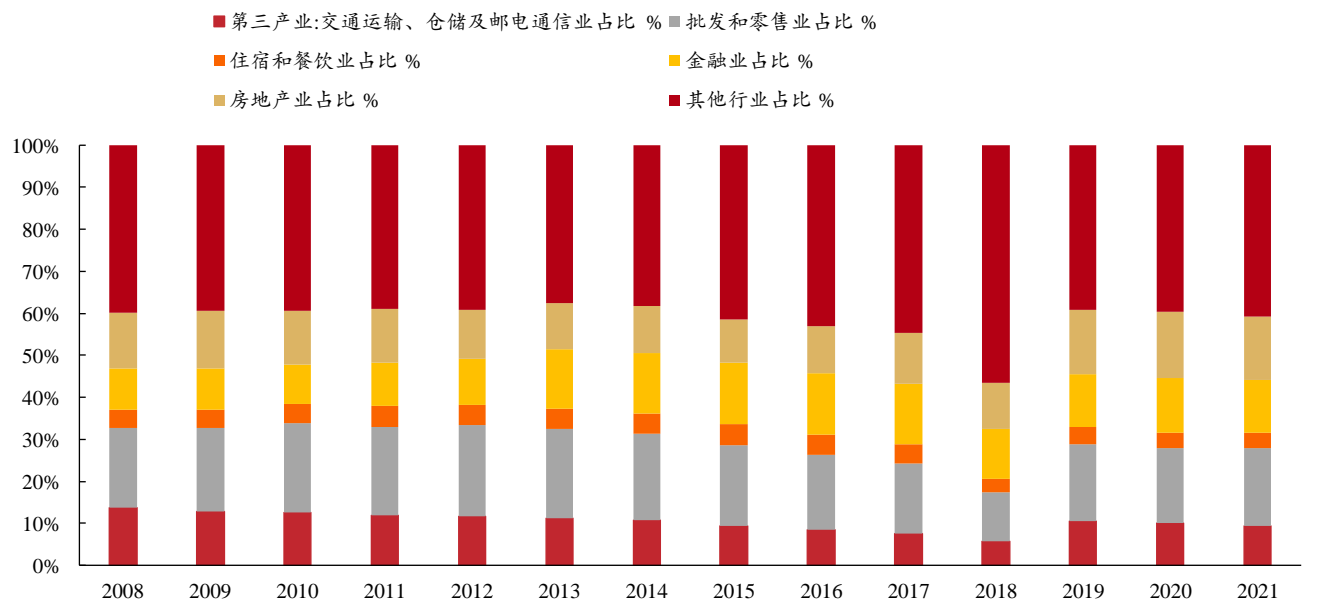
图表10. 其他行业同比增速波动较大



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

为房地产业, 增速达到 36.47%, 之后是金融业增速为 24.10%。

图表11. 其他行业占比较高



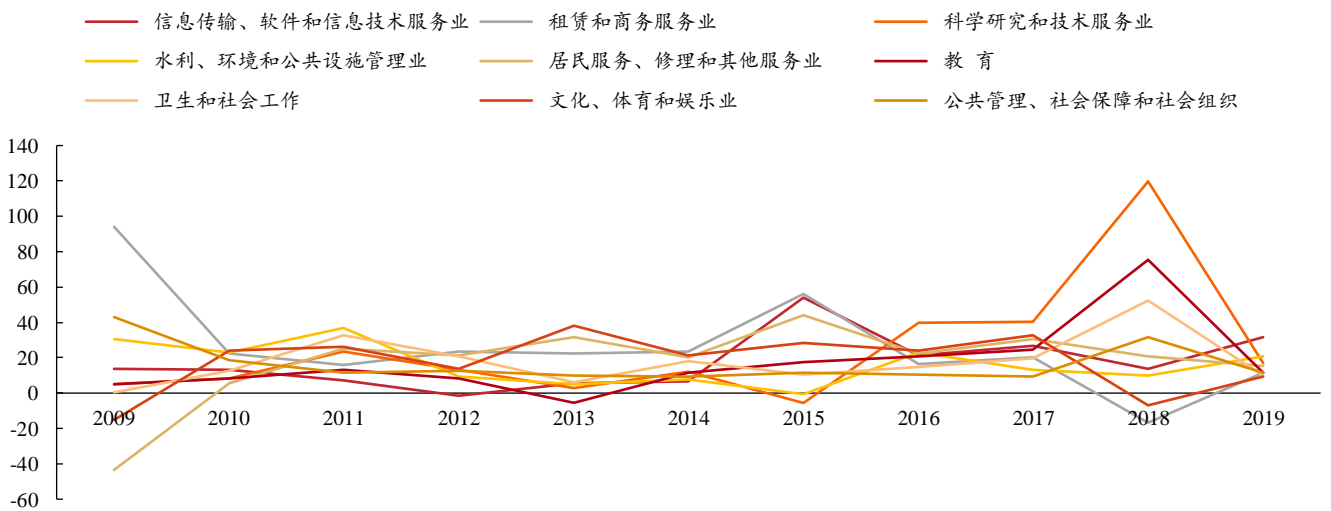
资料来源: 安徽省统计年鉴, 东亚前海证券研究所

服务型行业增长突出。拆分其他行业, 2018 年增速表现突出的行业有: 科学研究和技术服务业增长 119.7%, 教育增长 75%, 卫生和社会工作增长 52.3%、城管社保和社会组织增长 31.8%。安徽省第三产业行业结构优化,

新型生产性服务业增势强劲，科研技术服务和教育行业承载工业崛起的下层基础，与人民群众生活密切相关的卫生和社会服务、公共管理和社会保障行业蓬勃发展。

金融业方面，2018年初合肥市第十六届人民代表大会召开，会议提出将在合肥打造长三角西翼区域性金融中心，同年安徽省首个金融小镇落户合肥，旨在吸引知名金融企业入驻，各类金融机构总部基地、云谷金融城等产业链重点项目加速推进，推动金融业对GDP的拉动作用。

图表12. 服务型行业增速突出(%)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

1.3. 省会合肥市为全省经济主要贡献端

安徽省下辖16个地级市，其中省会合肥市为全省GDP增长的主要贡献端。合肥市GDP从2008年的1665亿元上升至2021年的11413亿元，期间年均复合增速达15.96%，排名全省第一。人均GDP方面，2021年合肥市人均GDP为12.12万元，位于全省第一。2008-2021年期间人均GDP年均复合增速为10.15%，仅次于滁州市的15.72%。

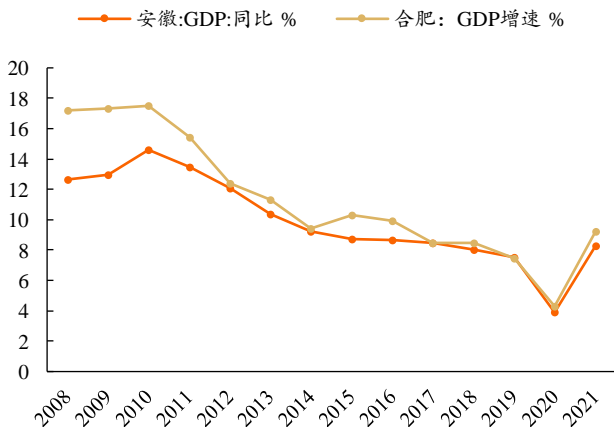
图表13. 合肥是安徽 GDP 增长的主要贡献端

	2021年 GDP(亿元)	GDP 排名	2008年 GDP(亿元)	GDP 排名	排名 变化	复合年 均增长 率(%)	增长 率 排名	2021年 人均 GDP(万元)	人均 GDP排 名	2008年 人均 GDP(万元)	人均 GDP排 名	人均 GDP排 名变化	人均 GDP年 化增长 率(%)	人均 GDP年 化增长 率排名
合肥	11412.8	1	1664.84	1	0	15.96	1	12.12	1	3.45	3	-2	10.15	11
芜湖	4302.63	2	751.43	2	0	14.37	3	4.87	10	3.30	4	6	3.03	16
蚌埠	1988.97	8	472.42	9	-1	11.69	9	6.01	9	1.36	10	-1	12.09	8
淮南	1457.1	12	455.45	10	2	9.36	16	4.80	11	1.89	5	6	7.44	12
马鞍山	2439.33	6	606.18	4	2	11.30	10	11.30	2	4.98	1	1	6.50	13
淮北	1223	13	349.1	13	0	10.12	15	3.07	15	1.70	6	9	4.64	15
铜陵	1165.6	14	315.41	14	0	10.58	13	8.91	3	4.49	2	1	5.42	14
安庆	2656.88	5	666.42	3	2	11.22	11	6.37	8	1.26	12	-4	13.28	3
黄山	957.4	16	241.46	15	1	11.18	12	7.19	7	1.69	7	0	11.80	9
滁州	3362.1	3	502.84	7	-4	15.74	2	8.43	4	1.26	11	-7	15.72	1
阜阳	3071.5	4	548.93	5	-1	14.16	4	2.44	16	0.65	16	0	10.74	10
宿州	2167.67	7	483.28	8	-1	12.24	8	4.07	13	0.90	13	0	12.32	7
六安	1923.5	10	523.15	6	4	10.53	14	4.37	12	0.88	14	-2	13.15	5
亳州	1972.7	9	386.88	12	-3	13.35	5	3.95	14	0.79	15	-1	13.20	4
池州	1004.2	15	213.72	16	-1	12.64	6	7.52	5	1.41	9	-4	13.71	2
宣城	1833.9	11	392.37	11	0	12.59	7	7.35	6	1.60	8	-2	12.47	6

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

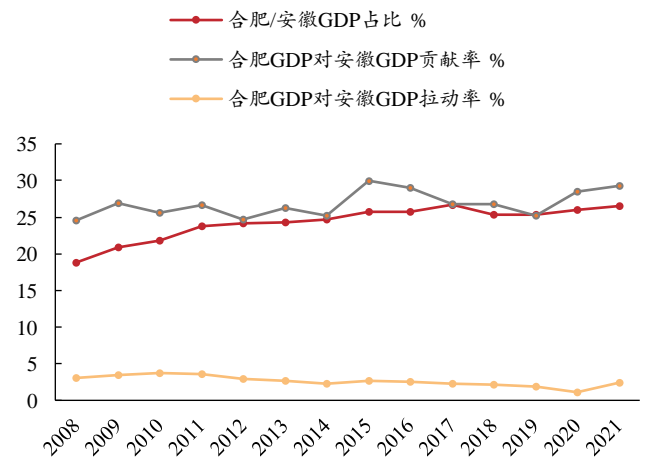
合肥是安徽省经济发展的最主要拉动力。历年来合肥市 GDP 增速与全省基本保持同步，合肥 GDP 占全省比重从 2008 年的 18.81% 上升至 2021 年的 26.57%，呈逐年上升趋势，同时合肥 GDP 对安徽的贡献率持续维持 25% 以上。

图表14. 合肥与安徽 GDP 增速基本同步



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

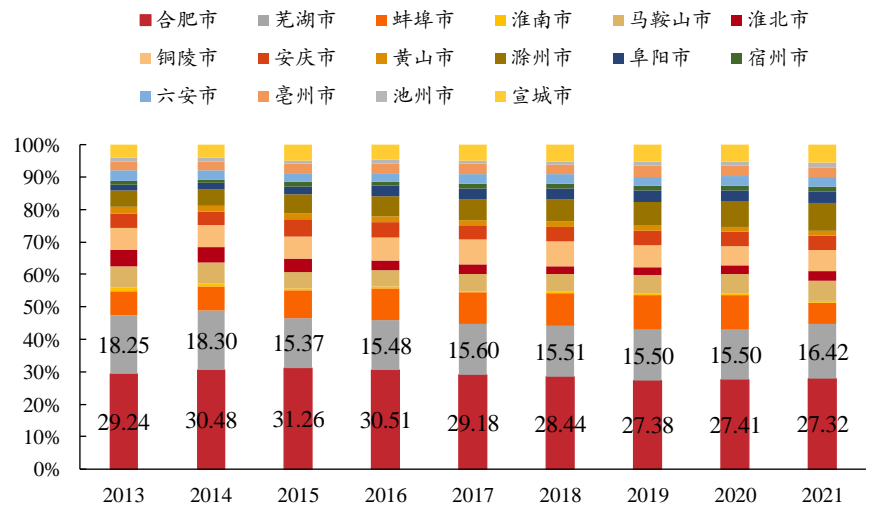
图表15. 合肥对安徽 GDP 的贡献率维持高位



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

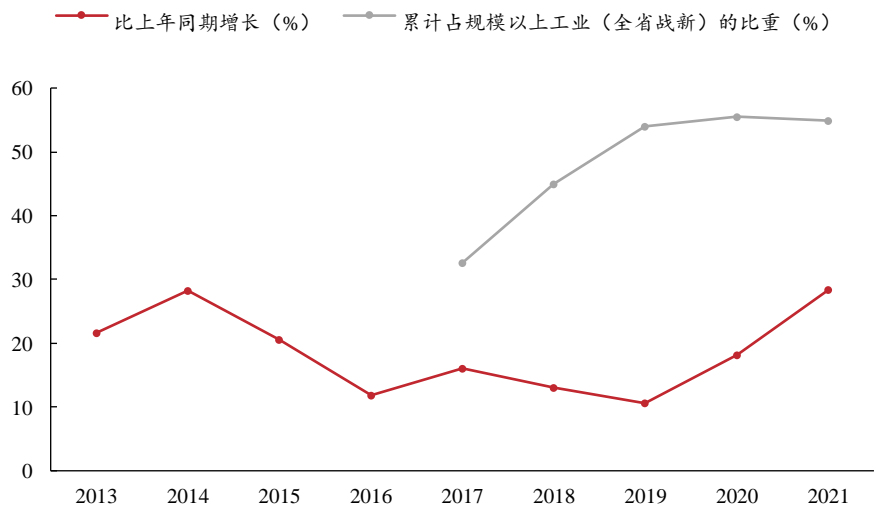
合肥市战略性新兴产业是安徽省的主要组成部分。从全省战新产值各城市比重看，2013年-2021年合肥战新产业平均占比为29.02%，其次为芜湖市，平均占比为16.21%。从增长率看，合肥市战新产业13-21年平均增长率为20%，增长态势平稳。从战新产业产值占规上工业(全省战新)产值的比重看，合肥战新产业比重从2017年的32.6%上升至2021年的54.9%，呈快速上升趋势，由此可见，合肥是安徽省战略性新兴产业的主要组成部分。

图表16. 合肥市战新产业产值占比全省最高(%)



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表17. 合肥市战新产业增长率平稳，占比上升



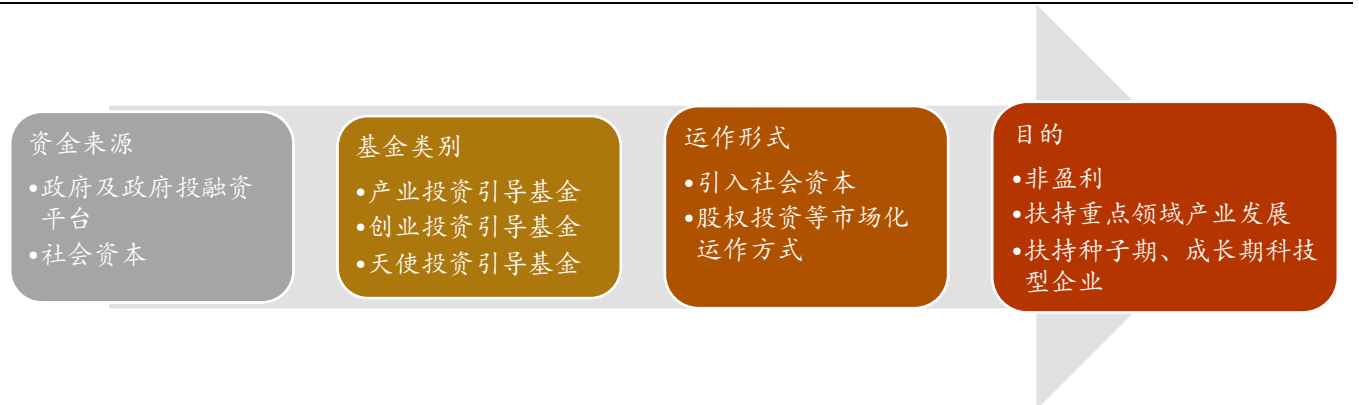
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. “合肥模式”是安徽省实现经济跨越的关键

2.1. “合肥模式”发展的东风——政府引导基金逐渐引领中国特色股权投资

关于政府引导基金，当前尚无官方文件对其进行定义，官方文件中提出过政府投资基金，二者本质相同。2015年，财政部发布《政府投资基金暂行管理办法（财预〔2015〕210号）》，明确政府投资基金是指由各级政府通过预算安排，以单独出资或与社会资本共同出资设立，采用股权投资等市场化方式，引导社会各类资本投资经济社会发展的重点领域和薄弱环节，支持相关产业和领域发展的资金。文件强调了政府投资基金的作用在于“引导”，方向为社会发展重点领域及薄弱环节，即当前我国大力发展的战略性新兴产业、处于种子期的科技型创业企业。

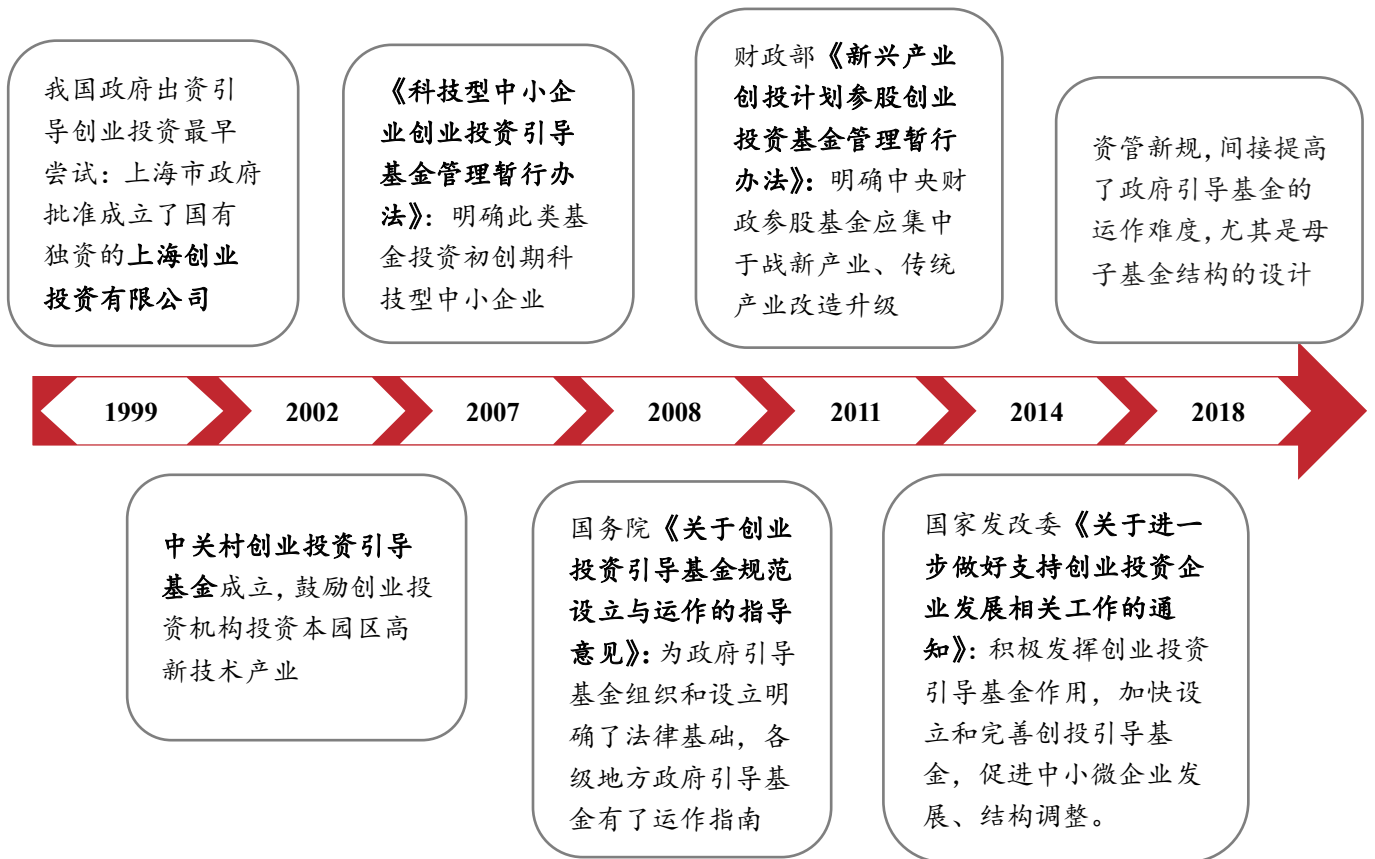
图表18. 政府引导基金的特点



资料来源：清科研究中心，东亚前海证券研究所

政府引导基金在我国经历了20多年漫长的摸索发展，从2007年以后，随着多项管理办法的颁布，我国政府引导基金管理逐渐规范。目前，我国政府引导基金主要呈现出三大特点：（1）总量上，进入增速放缓、存量优化的新阶段；（2）基金类别上，产业基金为主，创投基金、PPP基金较少；（3）股权投资市场基金LP构成方面，政府引导基金、国资已成绝对主力。

图表 19. 政府引导基金发展逐渐规范



资料来源：清科研究中心，东亚前海证券研究所

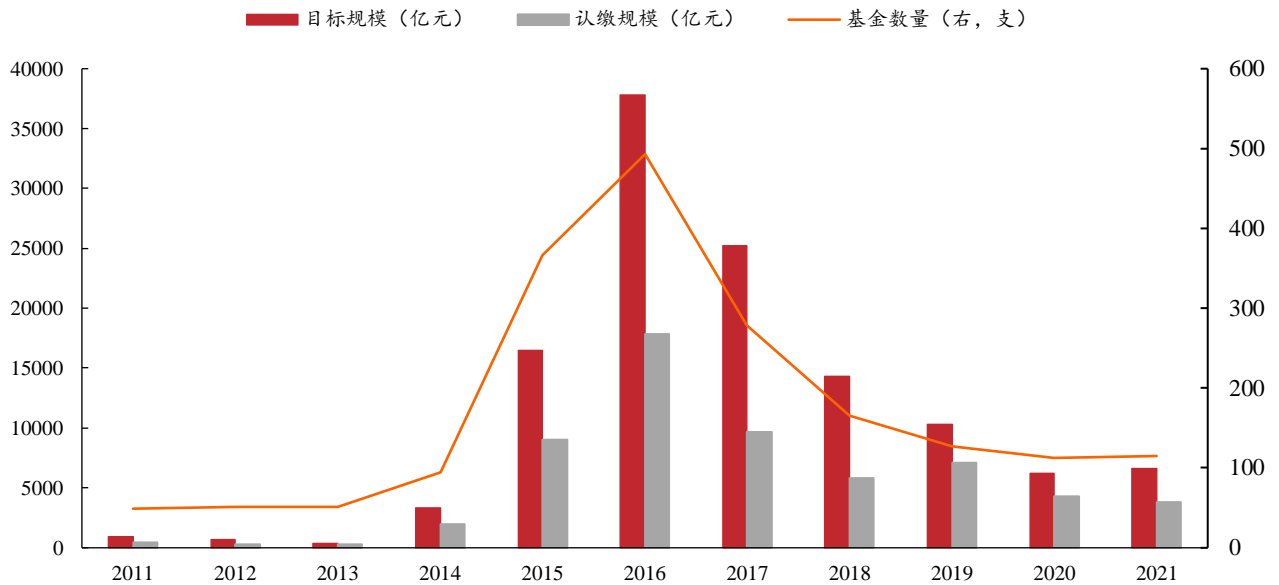
(1) 总量上，进入增速放缓、存量优化的新阶段。

我国新增政府引导基金在经历了 2014 年以来的快速增长之后，逐渐进入增量放缓、存量优化、精耕细作的新阶段。根据清科研究中心数据，2011 年至 2021 年，我国政府引导基金快速增长、快速回落：

2011 年-2016 年，每年新增政府引导基金数量由 49 支增加至 493 支，认缴规模由 416.14 亿元增长至 17885.68 亿元；2017 年-2019 年，受资管新规等监管政策影响，政府引导基金重要资金来源受阻碍、结构化方式撬动银行资金受限制，政府引导基金规模和数量快速回落。与 2016 年相比，2019 年新增政府引导基金认缴规模下降了 10783.68 亿元，数量减少了 366 支。

2020 年以来，我国新增政府引导基金规模、数量较为稳定，监管趋严叠加早期设立的政府引导基金问题逐渐凸显，如基金的投资布局和定位不合理、基金政策目标交叉重叠、政府资金投资效率不佳等，多地政府引导基金开始进入存量优化整合、精耕细作的新阶段。

图表20. 每年新增政府引导基金增速放缓

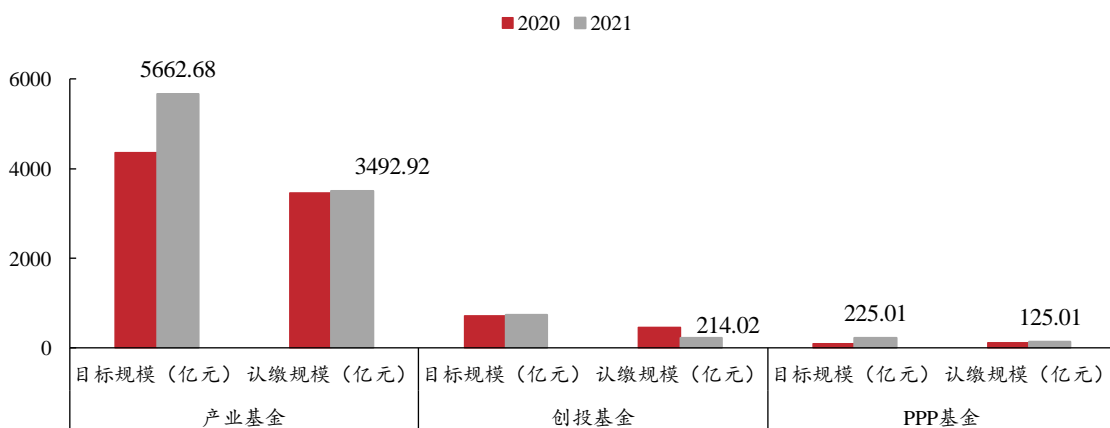


资料来源：清科研究中心，东亚前海证券研究所

(2) 基金类别上，产业基金为主，创投基金、PPP基金较少。

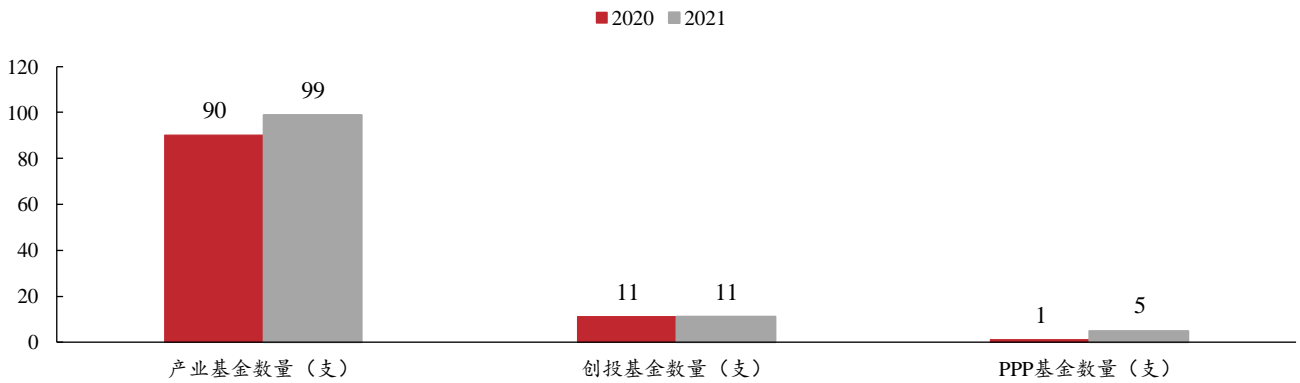
从基金类型来看，新增产业基金在规模、数量上均占据主体地位：2020年新增产业基金目标规模占比为84.32%、认缴规模占比为85.88%，到2021年，占比持续扩大，目标规模、认缴规模占比分别为85.62%、91.15%。2021年，新增产业基金数量为99支，是新增创投基金数量的9倍。

图表21. 从规模来看，新增政府引导基金以产业基金为主



资料来源：清科研究中心，东亚前海证券研究所

图表22. 从基金数量来看，新增政府引导基金以产业基金为主

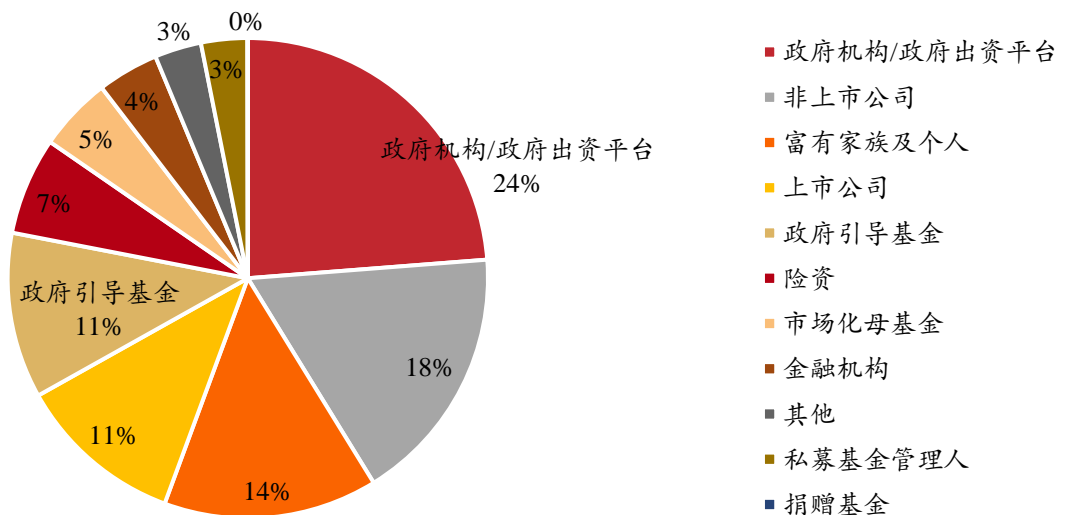


资料来源：清科研究中心，东亚前海证券研究所

(3) 股权投资基金 LP 构成方面以政府引导基金、国资为主

如今在中国股权投资市场基金 LP 构成方面，政府引导基金、国资已成绝对主力。在 2022 年上半年我国新增股权投资基金 LP 分布中，从出资额角度，政府引导基金出资额为 626.25 亿元、政府机构/政府出资平台出资额为 1334.47 亿元，二者合计占比约为 35%；从出资次数来看，政府引导基金出资 332 次、政府机构/政府出资平台 847 次，去除富有家族及个人，政府引导基金加上政府机构/政府出资平台占比约为 20.95%。

图表23. 2022年H1我国新增中国股权投资LP分布中，从出资额角度看国资加政府引导基金占比最高

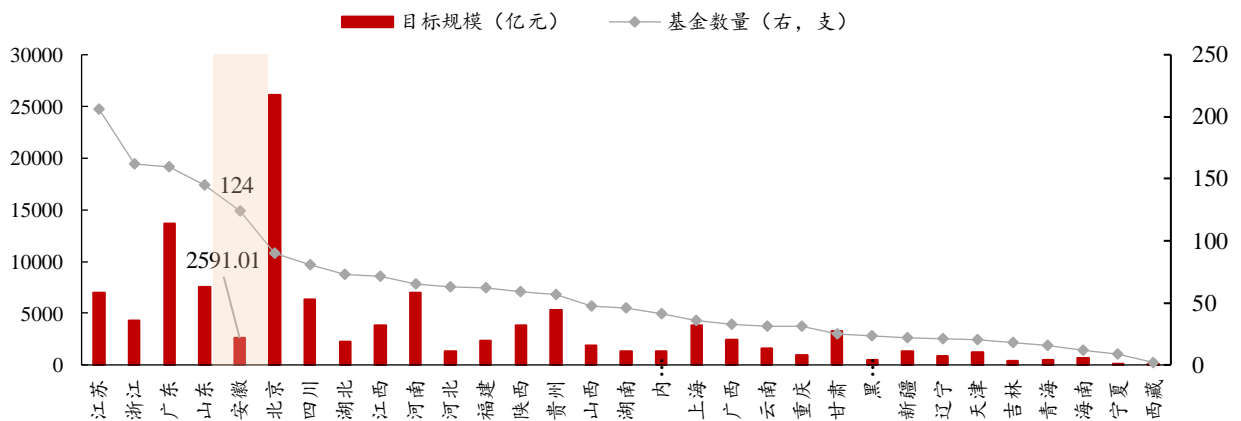


资料来源：清科研究中心，东亚前海证券研究所

政府引导基金在股权投资市场 LP 中占据主体水平，本质是通过政府之手弥补市场不足、更好地发挥金融服务实体的本职职能。政府引导基金由于其特殊性，并不是为了追求短期的投资收益，而是为了弥补市场机制在产业升级、中小微科创企业发展生命初期融资不足等问题，重点协助和发展需要升级的优势主导产业、国家战略性新兴产业、处于种子期、成长期的科创企业，为社会资本与国家产业升级转型建立沟通桥梁。当前政府引导基金在股权投资市场 LP 中，基本处于绝对主力，有利于引导社会资本脱虚向实，促进科技创新、产业转型。

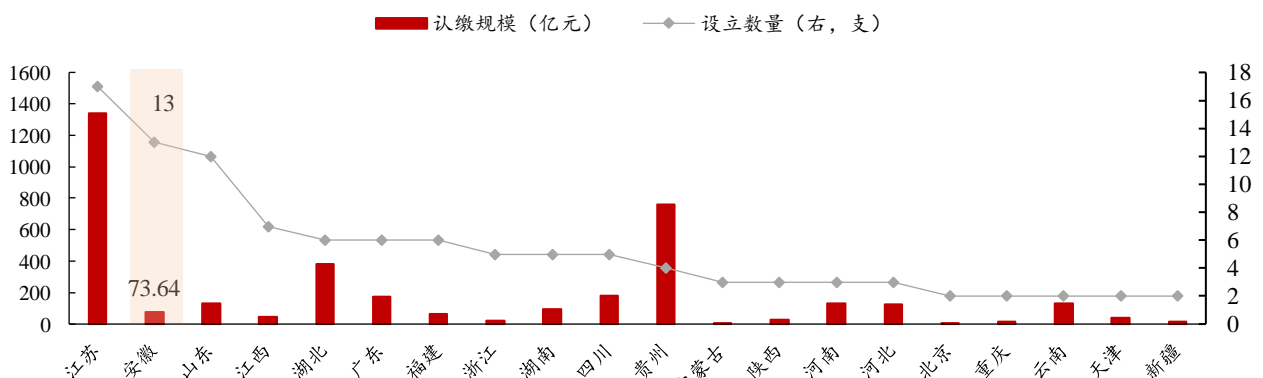
安徽政府引导基金数量在全国处于领先水平。截至 2020 年，安徽省累计设立政府引导基金数量为 124 支，数量排名全国第五；政府引导基金目标规模为 2591.01 亿元，排名全国 13。2021 年，安徽省政府引导基金持续发力，新增政府引导基金数量为 13 支，全国第二，仅次于江苏省。

图表 24. 从 2020 年政府引导基金存量上来看，安徽基金数量处于全国第五



资料来源：清科研究中心，东亚前海证券研究所

图表 25. 2021 年新增政府引导基金，从设立数量上来看，安徽处于全国第二



资料来源：清科研究中心，东亚前海证券研究所

从政府引导基金数量上，可以看出安徽省在此方面大胆探索的脚步，而安徽省整体的跨越式发展也是得益于政府引导基金发展的“东风”。由于合肥在此方面创造了比较典型的成功案例，市场将合肥的政府引导基金投

资称为“合肥模式”。结合我国政府引导基金发展历程和“合肥模式”关键成功案例的轨迹，可以发现合肥政府的成功，离不开对政府引导基金工具的机敏反应和精准把控。

2.2. “合肥模式”：政府与多方资本有机结合，带动产业发展

(1) “合肥模式”：以政府引导基金为主，多种政策扶持

合肥通过多层次政策的扶持实现经济上的大发展，其中政府引导基金对区域主导产业和新兴初创产业的发展提供了关键性的资金支持。

合肥形成了“1+3+5”产业扶持政策体系。自2014年起，合肥市人民政府发布《合肥市人民政府关于印发合肥市扶持产业发展“1+3+5”政策体系的通知（合政〔2014〕62号）》，通过1个规定，产业基金、创业基金、天使基金等“三个”基金管理办法，工业、自主创新、农业、服务业和文化等“五大”产业扶持政策，明确了合肥市扶持产业发展的方式。并且，合肥市政府在2015年、2016年、2017年不断更新完善了“1+3+5”产业扶持政策体系。根据2017年最新“1+3+5”政策，合肥市产业扶持体系主要是以引导基金为主，结合产业特点、企业生命周期提供多种辅助政策，错位扶持、协同发力。

“三个”基金管理办法：合肥市三大类政府引导基金根据投资方向不同主要分为产业投资引导基金、创业投资引导基金、天使投资基金。

投资方向上：产业投资引导基金主要服务于合肥市先进制造业、现代服务业等优势主导产业发展；创业投资引导基金服务于合肥市集成电路、新能源汽车、机器人等重点发展的战略性新兴产业，支持创新创业和战略性新兴产业发展；天使投资基金服务于种子期、初创期科技型企业。

运作原则上，三类基金均坚持“国有资本引导、市场化运作、科学决策、防范风险”，其中天使投资基金对风险容忍度略高，提出“风险容忍”原则。

资金来源上，产业投资引导基金、创业投资引导基金均是来自于市属有关国有控股平台公司资本金投入、引导基金自身投资收益，并适当引入其他出资平台。天使投资引导基金，资金来源于基金公司初始注册资本金、滚存收益。

基金组织形式，三大类基金均为公司制。

运作模式上，产业投资引导基金和创业投资引导基金基本一致，主要采取阶段参股模式，经批准可采取跟进投资、直接投资、设立增信类产品和其他方式。天使投资引导基金，运作模式包括直接股权、债权投资，参股投资天使投资基金，其中以直接股权投资为主要运作模式。

退出机制上，三大类基金均可通过上市、股权转让、回购及清算等方式退出，在有受让方的情况下，可以随时退出。天使投资基金，在股权投资、债权投资期限上有严格规定：股权投资，持股期限原则上不超过5年，最长不超过7年；债权投资，期限原则上不超过3年，最长不超过5年，3年期满评估确定是否展期为5年或转为股权投资。

“五大”产业扶持政策：合肥市通过将产业划分为**新型工业、自主创新产业、农业、服务业、文化产业**，根据每类产业特点，设立扶持政策。主要扶持政策有**引导基金、金融创新产品、借转补、事后奖补等**，从产业发展全周期考虑企业所需帮助，同时也考虑到了产业特殊性，对自主创新领域的企业提供天使投资基金、科技金融产品帮助。

图表26. 扶持政策重点以引导三类基金为发力点，弥补市场机制在产业发展中的不足

	产业投资引导基金	创业投资引导基金	天使投资基金
投资方向 / 范围	先进制造业、现代服务业等 优势主导产业 发展的重点领域和薄弱环节	集成电路、新能源汽车、机器人等重点发展的 战略性新兴产业 ，支持 创新创业和战略性新兴产业 发展	省级以上科技企业孵化器内孵化的 种子期、初创期科技型企业 ；大学生创办种子期科技型企业；以我市创新创业竞赛中优秀项目为载体而创办的种子期科技型企业
运作原则	“国有资本引导、市场化运作、科学决策、 防范风险 ”	“国有资本引导、市场化运作、科学决策、 防范风险 ”	“国有资本引导、科学决策、市场化运作、 风险容忍 ”
资金来源	市属有关国有控股平台公司资本金投入、引导基金自身投资收益，还可适当引入其他出资平台	市属有关国有控股平台公司资本金投入、引导基金自身投资收益，还可适当引入其他出资平台	基金公司初始注册资本金、滚存收益
运作平台	合肥市兴泰集团	合肥市产投集团	合肥市创新科技风险投资有限公司
基金组织形式	公司制	公司制	公司制
运作模式	主要采取阶段参股、经批准可采取跟进投资、直接投资、设立增信类产品和其他投资方式	主要采取阶段参股、经批准可采取跟进投资、直接投资、设立增信类产品和其他投资方式	直接股权、债权投资；参股投资天使投资基金
退出机制	上市、股权转让、回购及清算	股权上市转让、股权协议转让、回购及清算	股权上市转让、股权协议转让、回购及清算

资料来源：合肥市人民政府网站，东亚前海证券研究所

图表27. 结合产业特点、企业成长生命周期，形成错位配套、协同发力的产业扶持政策体系

扶持政策	引导基金(产业、创业)	金融创新类产品	借转补	事后奖补	天使投资基金	科技金融产品
促进新型工业化发展政策	√	√	√	√	-	-
促进自主创新政策	√	-	√	√	√	√
促进农业发展政策	√	√	√	√	-	-
促进服务业发展政策	√	√	√	√	-	-
促进文化产业发展政策	√	√	√	√	-	-

资料来源：合肥市人民政府官网，东亚前海证券研究所

新华社报道对“合肥模式”的解读为：以尊重市场规则和产业发展规律为前提，以资本纽带、股权纽带作为突破口和切入点，政府通过财政资金增资或国企战略重组整合打造国资平台，再推动国资平台探索以“管资本”为主的改革，通过直接投资或组建参与各类投资基金，带动社会资本服务于地方招商引资，形成产业培育合力。

具体来说，合肥模式下的政府引导基金投资，大致分为四个阶段，即前期研究、合作洽谈、投资、退出：

1) 前期研究阶段，政府选择目标赛道及企业，利用省内科研资源对所选赛道、目标企业进行多方面的分析研判。“芯屏汽合”、“集终生智”是合肥市政府提出的打造现代战略性新兴产业集聚蓝图的目标。

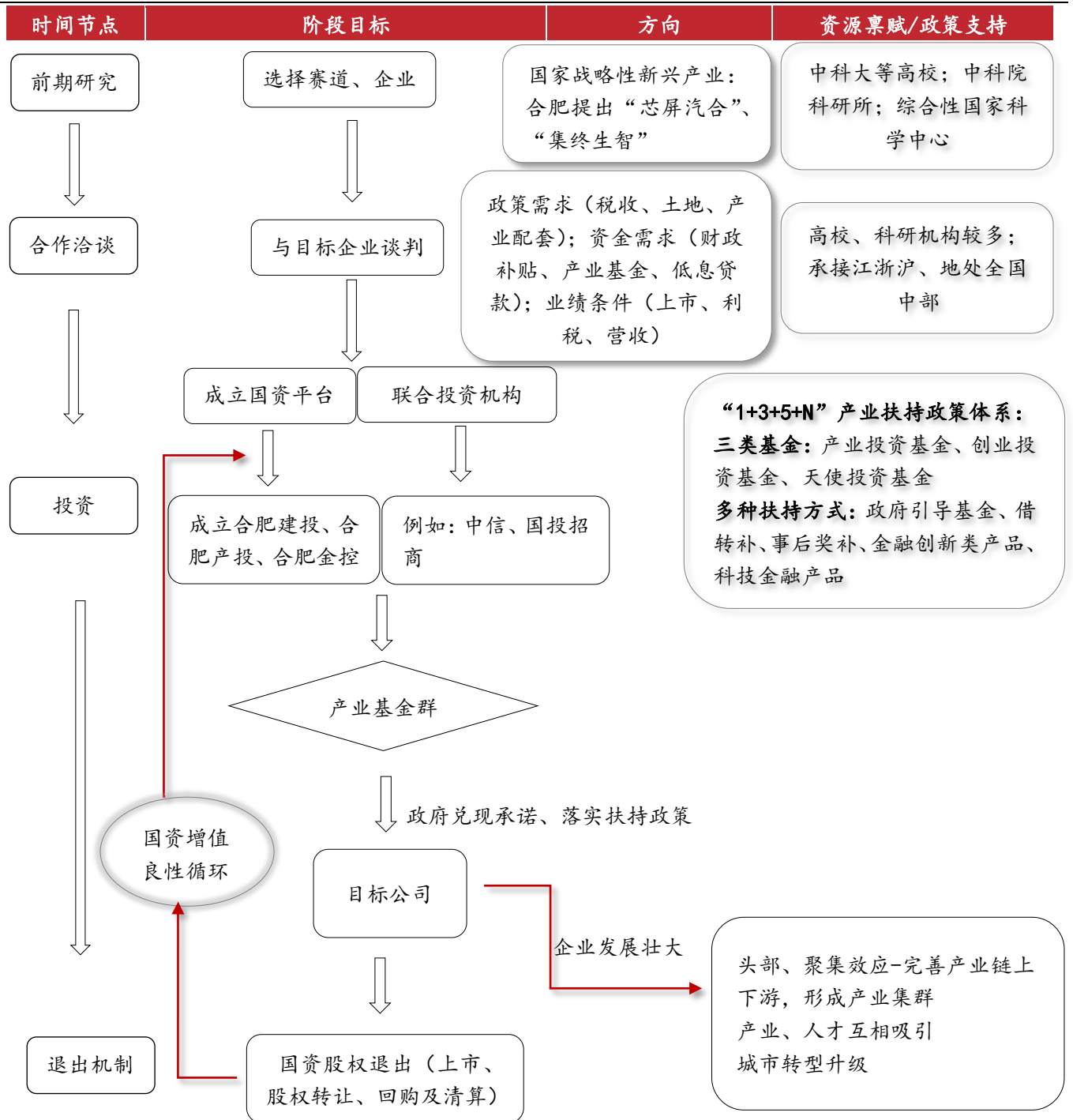
2) 合作洽谈阶段，与目标企业就合作方案进行洽谈，一般包括合肥市政府对目标企业的政策支持，包括税收优惠、土地优惠、奖补政策等；资金方面，主要为合肥方对目标企业的投资金额、投资方式，以及在银行贷款等方面的支持。同时，合肥方也会对目标企业提出业绩要求，比如几年内上市、营业收入达到目标规模等。

3) 投资阶段，合肥方通过国资组建投融资平台，成立政府引导基金，引入社会资本、发挥国资的撬动作用，政府引导基金以公司制的形式对目标企业形成股权投资，规定目标企业获得的融资必须用于在合肥的某个项目建设。

4) 退出阶段，待目标企业成长稳定后，政府引导基金在资本市场通过股权转让、回购及清算等方式实现退出。投资成功的情况下，国资获得增值，开始进行新一轮的企业寻找与投资，实现良性循环。

在这个过程中，**短期来看**，目标企业实现发展壮大、政府短期获得投资收益；**长期来说**，政府方面逐渐吸引产业链上下游更多的企业入驻，逐渐形成产业集群效应，实现地方产业升级转型。同时，新兴产业需要高科技人次，产业升级转型吸引更多优质人才，城市发展带来良性互动，城市成功升级转型。

图表28. “合肥模式”运作机制



资料来源：合肥市人民政府网站，东亚前海证券研究所

图表29. 合肥典型案例投资时间线






资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

（2）合肥模式运作平台

“合肥模式”下的合肥政府引导基金主要是通过三大平台进行运作：合肥市建设投资控股（集团）有限公司（合肥建投）、合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（合肥兴泰）、合肥市产业投资控股（集团）有限公司（合肥产投），三大平台在进行产业投资时，业务存在交叉重合、也有不同的侧重点。

图表30. 三大平台业务使命不同

三大平台 (AAA)	成立时间	集团使命	主要的产业投资方式	成果
	2006	以服务城市建设发展为己任； 勇担战略性新兴产业投资引领重任	产业项目投资、产业投资基金（股权投资、参与定向增发等）	与 维诺信、蔚来、欧菲光、清华控股 等达成合作，通过旗下基金参与投资了芯片、半导体、新能源汽车等领域 10 余个重大产业
	2002	区域金融体系的建设者、普惠金融服务的供给者、金融改革的倡导者、地方经济发展的推动者	股权投资平台：合肥市产业投资引导基金、引导参股基金子基金、自主管理基金等	参股基金累计投资项目 264 个项目、投资项目中已有 27 个项目 IPO 已通过审批或成功上市
	2015	成为专业化、市场化、价值化的 产业赋能型投资平台	创业引导基金、天使基金等	参股 建长鑫 项目，重点自主研发 DRAM 制造，该项目产品将填补国内 DRAM 市场空白

资料来源：合肥市人民政府官网，东亚前海证券研究所

合肥建投，三大平台种资金最为雄厚、成立时间较早。合肥建投主要职责是服务城市建设，同时助力地方产业升级。合肥建投的投资方式主要有产业项目投资、产业投资基金，其中产业投资基金以股权投资、参与定向增发等形式。

图表31. 合肥建投通过自主建投、产业投资基金等方式促进合肥战新产业发展

支持战新产业方式	成果
产业项目投资	先后主导和参与投资京东方、晶合、蔚来等新型显示、集成电路、新能源等多领域战新项目 20 个，项目总投资超过 3193 亿元，形成了“筹资-投入-管理-退出”有序结合的产业投资良性循环，引领战新产业成功打造“合肥模式”。
产业投资基金	聚焦战新产业，撬动社会资本，通过股权投资、参与定向增发等形式，投资新型显示、集成电路、新能源汽车等领域，管理基金资产 360 亿元，累计对外投资超过 420 亿元，所投资项目包括京东方 10.5 代 TFT-LCD 生产线、晶合 12 寸晶圆制造项目、维信诺 6 代 AMOLED 生产线、欣中封测以及安世半导体海外并购项目、蔚来新能源汽车项目等。
产业园区和工业厂房投建	-
光伏发电	-

资料来源：合肥建投官网，东亚前海证券研究所

合肥兴泰，业务重点在于为地区经济发展建设提供金融支持。合肥兴泰为产业提供支持的方式多样化，通过建立债权投资平台、股权投资平台、海外投融资平台等方式为企业发展提供支持，其中股权投资平台主要进行基金进行投资，包括合肥市产业投资引导基金、引导基金参股子基金、自

主管理基金。合肥兴泰自成立以来累计为地方中小微企业及全市经济社会发展提供资金逾 7000 亿元。

图表 32. 合肥兴泰股权投资平台通过兴泰资本、兴泰股权两个公司进行运作

兴泰资本	合肥市产业投资引导基金	受托管理合肥市产业投资引导基金，充分发挥国有资本投资引领带动作用，引导资源向新兴产业集聚，与海通证券、中投中财、同创伟业等多家知名机构合作，放大政府资金效用，助力合肥市产业转型升级。2017 年 10 月末，引导基金共获批 11 支参股子基金，获批基金认缴总规模达 181.16 亿元，其中产业引导基金认缴规模 35.13 亿元，资金撬动比例达 1:5.16。
	引导基金参股子基金	安徽省壹号基金：总规模不低于 35.36 亿元，用于支持安徽省高成长性、创新型产业发展。目前壹号基金已设立 2 期，基金规模超 14 亿元。
		海通兴泰(安徽)新兴产业投资基金(有限合伙)：总规模 50 亿元，基金以股权和债权形式投资于电子信息、医疗健康、文化体育、环保新能源和智能制造等行业。
		合肥启兴股权投资合伙企业(有限合伙)：基金规模 2 亿元，重点投向领域包括机器人、平板显示相关产业中处于发展起步阶段及成长阶段的企业和项目。
		安徽同创安元股权投资合伙企业(有限合伙)：基金规模 2 亿元，主要投资于新能源、新材料、节能环保、医疗健康、互联网通讯电子、高端装备制造等领域。
	自主管理基金	中合母基金：总规模为 50 亿元，基金重点投向新兴产业领域，以合肥市为重点投资区域，将形成总规模不低于 150 亿元的基金集群，旨在引进优质的战略性新兴产业项目落地合肥。
合肥市大湖名城系列基金：全国首例支持中小企业发展结构化债权类私募投资基金。大湖名城基金总规模不超过 30 亿元，分期募集，通过银行向符合条件的中小微企业发放贷款，用以扶持合肥市中小微企业的发展。		
兴泰股权	合肥兴泰光电智能产业投资基金：重点投资新型显示、机器人、集成电路等光电智能领域相关产业项目，基金规模 1 亿元，以合肥为核心投资区域，积极辐射安徽及全国其他区域的产业化项目。	
	合肥国嘉产业资本：主要投资方向为国内成长性比较好、符合国家政策鼓励发展方向、具有市场前景的行业；重点关注合肥市及其所辖区域优质企业。基金主要投资方式为股权投资。	
	庐江兴泰创投基金：主要投资符合国家产业发展战略、产业带动效应显著、在细分行业具有比较优势或发展潜力的企业。基金旨在通过规范化、专业化的基金运营模式，吸引更多的社会资本，通过投资庐江县重点产业、基础设施建设及优质的未上市企业，分享县域经济快速发展成果。	
	合肥兴泰新型城镇化发展基金：主要投资方向：合肥地区新型城镇化基础设施建设的投资项目，包括城市公用、城市通讯、环境治理、物流仓储、教育医疗、文化体育、基础设施、住宅和公共事业、商业服务、金融服务等现代服务业等。	

资料来源：合肥兴泰官网，东亚前海证券研究所

合肥产投，致力于产业投融资和创新推进。当前，合肥产投建立四大平台推进地方产业发展，包括产业平台、资本平台、创新平台、开放平台。其中，资本平台通过创立和运营合肥市产业投资引导基金、天使投资基金、科创企业成长基金、参与设立国家级政府产业引导基金、“四位一体”金融服务体系，为不同阶段、不同类型的优势主导产业、战略性新兴产业提供资金支持。

图表33. 合肥产投产业支持方式

四大平台	<p>产业平台：构筑“以战略性新兴产业为引领、先进制造业为支撑、现代服务业为主体”的现代产业体系。投资建设长鑫12吋存储器晶圆制造基地项目、中国声谷项目、中科离子装备公司、庐江矾矿文旅项目、资源循环利用和生态处置项目、幸福庄园·北城健康养生园项目等。控股国风塑业（000859），参股江淮汽车（600418）、国机通用（600444）、长虹美菱（000521）、安利股份（300218）等10家上市公司；打造以梅山饭店、电影公司、教授公司为主的文化、教育和服务产业。</p>
	<p>创新平台：围绕打造具有重要影响力的科技创新策源地，以国有资本驱动科技创新的“产投路径”强化科技成果转化应用。牵头成立合肥科创集团、合肥人才集团，围绕合肥综合性国家科学中心建设，打造“科创+产业+资本+人才”的产业生态闭环，推进校（院）地合作模式进阶升级，与在肥科研院所加深合作。参与投建离子医学中心，合力打造以中科院合肥创新院、安大绿色研究院、中科院微电子研究院为代表的产学研协同创新平台，推动“创新链”“产业链”“资本链”“人才链”“服务链”多链融合。</p>
	<p>资本平台：管理运营市种子基金、市创投引导基金、市天使投资基金、市场化基金等“产投系”基金群，重点投资于合肥市优势主导产业和战略性新兴产业，努力建成覆盖全生命周期的投资体系。构筑以融资担保、供应链金融、助贷过桥、资产管理为主的“四位一体”金融服务体系，持续优化业务结构，切实为中小微企业发展保驾护航。</p>
	<p>开放平台：立足合肥建成“长三角世界级城市群副中心”和“全国内陆开放新高地”总体目标，聚焦现代物流和枢纽经济主业，以合肥中欧班列、合肥航投公司、地方铁路专用线为依托，围绕国际国内铁路运输及航空货运，加快打造合肥国际开放大通道，打造合肥对外开放新名片，做安徽对外开放的开拓者。</p>

资料来源：合肥产投官网，东亚前海证券研究所

2.3. “合肥模式”的成效

政府引导基金的投资考量与一般基金投资有很大不同，相比于短期可度量的投资收益，哺育中小企业、强链补链、促进地区产业升级转型才是政府引导基金根本目的追求。本文对合肥模式的成效分析，从短期投资效益和社会效益两个方面分析，其中短期效益上，分别从主导平台、典型成功项目角度进行分析，社会效益分析主要从安徽产业升级、人口数量、就业人数、土地价格上涨等方面。

2.3.1. 从主导平台的投资收益来看“合肥模式”成效

1) 合肥建投：较早布局产业投资，引领战略性新兴产业成功打造“合肥模式”，投资收益丰厚。

合肥建投产业投资集中于新型显示、集成电路、新能源汽车等战略性新兴产业领域。截至当前，累计参与战略性新兴产业项目约20个，项目总投资超过3193亿元；管理基金资产360亿元，累计对外投资420亿元。

引进战略性新兴产业头部企业的同时，合肥建投也获得了丰厚的投资收益，有利于产业投资引导基金模式进行良性循环，为合肥吸引新的项目提供资金支持。

从合肥建投财务指标来看，2015年、2016年、2019年、2020年、2021年，合肥建投净利润、投资收益以及投资收益占营业收入的比例实现较大增长。根据合肥建投公司年报及合肥建投相关债券评级报告可知，在以上年份，合肥建投均实现了较高的投资收益，而投资收益主要与合肥建投以前的产业投资有关：

1) 2015年投资收益为65.25亿元，主要系京东方科技集团股份有限公司结构化产品实现了较高投资收益。

2) 2016年，公司投资收益为73.59亿元，主要是自公司出售京东方科技集团股份有限公司股票获得63.75亿元收入所致。

3) 2019年投资收益为61.88亿元，主要系转让其所持有的安世半导体份额及处置合肥裕芯控股有限公司股权确认的投资收益所致。

4) 2020年，合肥晶合集成电路有限公司收入大幅增长，对公司营业收入形成重要补充。投资收益为54.28亿元，投资收益变动，主要系转让安世半导体份额及处置合肥裕芯控股有限公司股权致投资收益规模大幅增长。

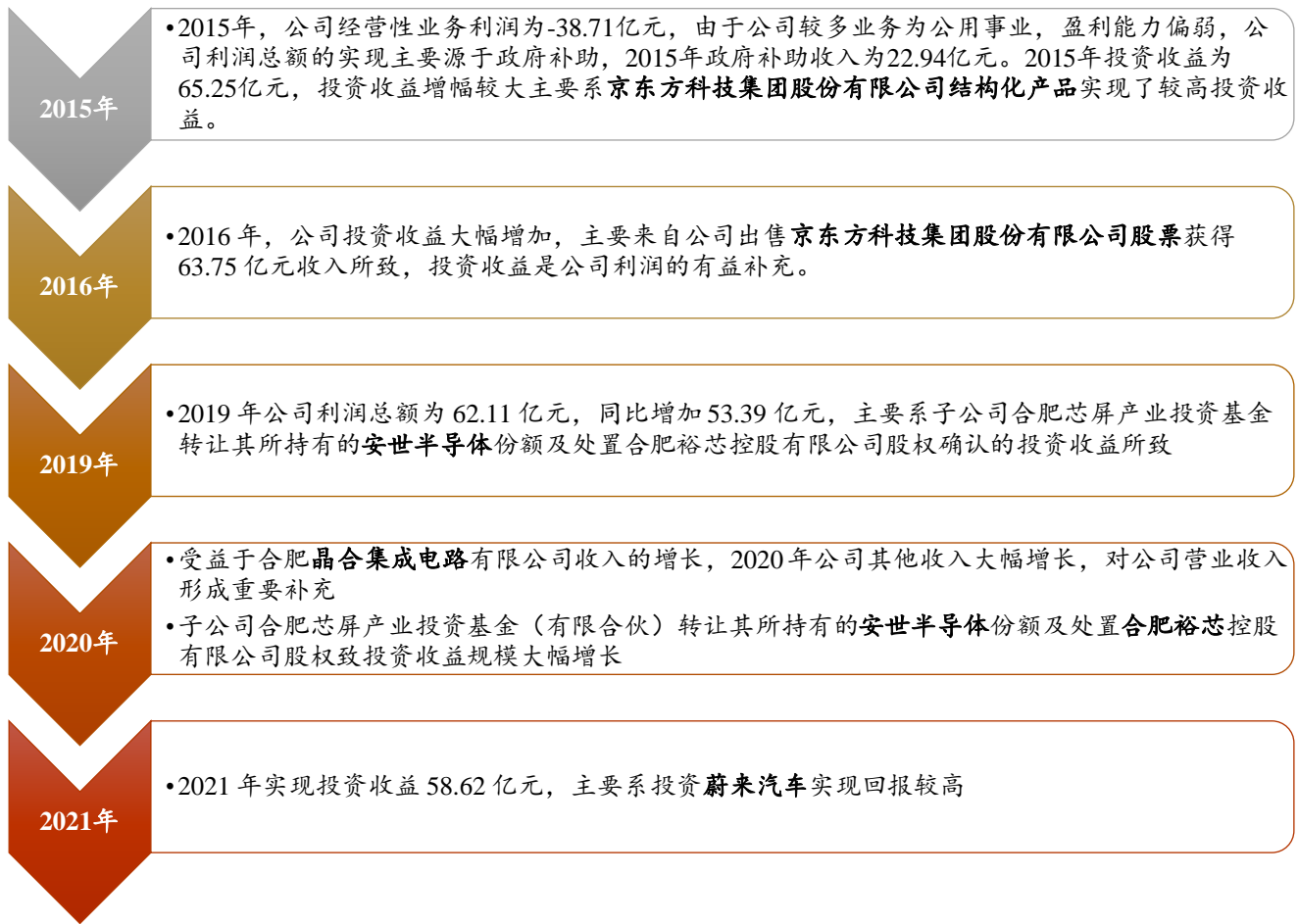
5) 2021年实现投资收益58.62亿元，主要系投资蔚来汽车实现回报较高。

图表34. 合肥建投投资收益波动较大

单位：亿元	总资产	净资产	营业收入	净利润	投资收益	投资收益/营业收入
2015	2527.88	1188.51	195.44	42.66	65.25	33.39%
2016	3252.23	1367.17	186.1	30.25	73.59	39.54%
2017	3919.87	1531.55	204.34	3.02	15.97	7.82%
2018	4084.7	1647.81	218.63	1.9	15.04	6.88%
2019	4422.93	1874.84	235.66	56.51	61.88	26.26%
2020	4801.5	1900.17	212.73	33.82	54.28	25.52%
2021	5502.87	2020.7	274.38	80.86	58.62	21.36%

资料来源：合肥建投官网，东亚前海证券研究所

图表35. 合肥建投产业投资收益



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2) 合肥兴泰：作为地方国有金融服务平台，经营较为稳健。

从财务指标来看，合肥兴泰经营较为稳健，各项财务指标基本呈现稳增长趋势。

2019-2021，公司投资收益分别为 9.60 亿元、11.70 亿元和 11.89 亿元，主要来自于以权益法核算的长期股权投资的建信信托损益调整、参股企业的分红收益以及购买理财产品获取的收益，呈现上升趋势。

图表36. 合肥兴泰各项财务指标较为稳健

单位：亿元	总资产	净资产	营业收入	净利润	投资收益	投资收益/营业收入
2016	389.78	117.44	40.86	8.25	5.06	12.38%
2017	452.83	156.1	44.35	10.65	6.34	14.30%
2018	486.79	175.43	37.75	13.02	8.96	23.74%
2019	498.49	202.02	47.71	16.16	9.6	20.12%
2020	552.78	259.85	73.81	21.3	11.7	15.85%
2021	631.05	292.06	97.93	23.52	11.89	12.14%

资料来源：合肥兴泰官网，东亚前海证券研究所

3) 合肥产投：奋力成为产业赋能型投资平台，投资收益较为不稳定。

合肥产投作为合肥市国有资产控股平台，公司参股上市和非上市公司促进产业升级的同时，实现国资增值。从历年投资收益来看，波动较大，但是也要考虑到合肥产投成立历史较为短暂这个因素，相较于其他两大平台，合肥产投成立于2015年，时间相对较晚。

2016年至2021年，公司累计实现投资收益33.24亿元，占营业收入比重为14.09%。其中，2018年、2020年，公司实现较大规模投资收益，分别为7.64亿元、19.37亿元，分别占当年营收的23.96%、39.49%。2018年投资收益主要来自转让恩智浦项目股权获得投资收益1.18亿元以及向长鑫项目相关借款产生的资金使用费增加5.24亿元。2020年，公司投资收益主要来自与原合并范围内子公司睿力集成股权稀释后转为权益法核算并确认收益9.36亿元，持有华登集电、合肥城建等股权获得分配收益5.97亿元。综上，战略性新兴产业项目投资的成功是公司实现较大规模投资收益的主要驱动因素。

图表37. 合肥产投受股权投资项目影响，投资收益波动较大

单位：亿元	总资产	净资产	营业收入	净利润	投资收益	投资收益/营业收入
2016	305.38	146.92	26.3	4.47	2.05	7.79%
2017	450.23	185.83	33.1	5.31	0.82	2.48%
2018	532.61	186.85	31.89	6.75	7.64	23.96%
2019	760.84	233.51	39.65	6.82	0.78	1.97%
2020	616	247.2	49.05	4.04	19.37	39.49%
2021	688.3	319.5	56	21.5	2.58	4.61%

资料来源：合肥产投官网，东亚前海证券研究所

2.3.2. 从投资基金收益的角度，看“合肥模式”成效

“合肥模式”下，合肥与京东方、蔚来的合作是典型案例：入驻企业作为不同新兴产业领域的龙头企业，带动合肥新型显示、新能源汽车产业转型升级、逐渐形成产业集群。

(1) 京东方：合肥新型显示领域的领军者

2008年，合肥通过与京东方合作，迎来显示屏领域的快速发展。京东方在合肥相继投建了第6代、第8.5代、第10.5代TFT-LCD生产线，让合肥成为了全球唯一拥有以上三条高世代线的城市。合肥也成为了世界最大的显示屏基地之一。

从合肥方引入京东方的合作模式来看合肥方的投资收益，主要分为两个方面：

一是合肥方通过出资与京东方共建项目公司，待项目发展成熟时，京东方受让合肥方所持有的项目公司股权。当前京东方在合肥建设6代、8.5代、10.5代生产线的项目公司股权已经全部转让归京东方所有。京东方披露的股权变动文件间接说明，在合肥方与京东方合作中，项目公司股权受

让基本上以原价或者略高于期初投资资本金的价格进行。

图表 38. 从合肥方与京东方合作模式，看合肥投资收益

2008年，第6代 TFT-LCD 生产线

•项目公司：

合肥京东方光电科技有限公司

项目总投资175亿元

•项目公司成立方案：

京东方、合肥建投、合肥鑫城以现金出资，分别以950、2550、1500万元获取项目公司19%、51%、30%股权

•合肥方面对母公司扶持：

1.土地优惠、政府补贴等

2.定增：京东方通过定增融资120亿元，其中从合肥方（合肥鑫城6.25亿元股、合肥蓝科6.25亿元股，股价2.4元/股）融资30亿元。

•合肥方投资收益：

1.项目公司股权退出：2009年，京东方股权受让以原价获取了合肥建投、合肥鑫城的股权，100%持股项目公司；

2.投资收益主要来源于出让母公司京东方股票

2012年，第8.5代（TFT-LCD）全工序生产线

•项目公司：

合肥鑫晟光电科技有限公司

项目总投资285亿元

•项目公司成立方案：

注册资本170亿元人民币，100亿元由合肥方负责筹集，其余70亿元首先由京东方自筹解决。若京东方未能实现，最终由甲方负责落实解决。期间，合肥方增资43.55亿元

•合肥方面对母公司的支持：

1.土地优惠、政府补贴等

2.定增：2013年，合肥健翔以现金及对京东方的债权合计60亿元，参与京东方的定增。定增融资用于合肥8.5代线生产。

•合肥方投资收益：

1.项目公司股权退出，通常以低于市场价格转让给京东方：根据京东方受让合肥建翔所持股权，受让价格不超过股权价值的105%。

2.二级市场转让京东方股票

2018年，第10.5代TFT-LCD生产线

•项目公司：

合肥京东方显示技术有限公司

项目总投资400亿元

•项目公司成立方案：

项目公司注册资本220亿元，合肥方负责筹集180亿元，京东方自筹40亿元。

总投资400亿元与注册资本220亿元差额，由合肥方与公司共同负责落实银团向项目公司提供贷款解决

•合肥方面对母公司的支持：

1.政府补贴、人才引进、能源供应等

2.定增：2020年京东方定增，合肥融科以3.03元/股价格认购6.6亿元股

•合肥方投资收益：

1.项目公司股权退出：2022年，京东方公司拟以727,809.65万元的价格受让合肥兴融出资68亿元的股权，合肥兴融投资收益约4.78亿元。

2.二级市场转让京东方股票

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

二是合肥方通过参与京东方非公开发行股票，对京东方注资，并且通过定增协议规定京东方所融资金必须用于在合肥相关项目的生产建设。合肥方通过参与定增获得的股票在限售期结束后，可以在二级市场卖出。从合肥方参与定增、退出京东方股票投资时间线来看，合肥方初始投资股票价格均低于退出时期二级市场上京东方股票价格，合肥方实现了较大规模的投资收益。

以京东方2014年4月8日的定增为例，合肥建投和合肥建翔均参与其中，并且取得高额投资收益。

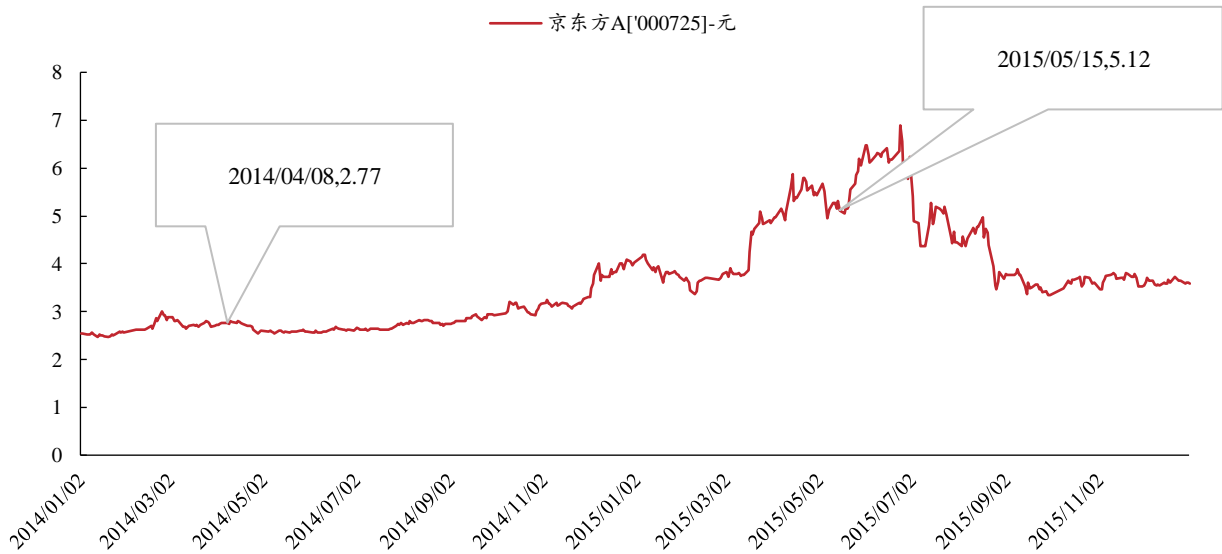
1) 根据合肥建投官网大事记，“2015年4月15日合肥建投集团通过两个结构化产品持有的京东方股票解除限售后，抢抓股市稳定上涨的有利窗口期，顺利完成了所持52.38亿元京东方股票的全部退出工作，实现投资净收益120亿元，投资回报率约343%”。根据京东方2014年4月定增公告以及合肥建投公司年报，可以看出合肥建投是通过平安大华基金管理有限公司（平安大华）、华安基金管理有限公司（华安基金）结构化产品参与京东方投资，结构化产品中合肥建投累计共出资35亿元，产品共获得配股约52.38亿元股，以上配股限售期均为1年，2015年4月15日解除限售。根据京东方权益变动披露公告，合肥建投参与的平安大华及华安基金结构化产品，于2015年4月15日开始通过证券交易所集中交易减持股票，后续产品陆续退出京东方股票后，合肥建投实现投资净收益120亿元。

图表39. 2014年合肥建投通过结构化产品参与京东方定增

	平安大华-平安金橙财富 31 号资产管理计划	平安大华-平安金橙财富 34 号资产管理计划	平安财富-汇泰 72 号集合资金信托
合肥建投出资	7.5 亿元	7.5 亿元	20 亿元
管理公司	平安大华基金管理有限公司		华安基金管理有限公司
参与定增时间	2014.4.8		
价格	2.10 元/股		
参与京东方定增情况	配股约为 14.28 亿元股，限售期 12 个月	配股约为 14.28 亿元股，限售期 12 个月	配股约为 23.80 亿元股，限售期 12 个月
解除限售日	2015.4.15		
2015 年大额持股变动	2015 年 4 月 15-17 日，减持股份约 10.94 亿元股，均价为 4.539 元/股		2015 年 4 月 15-16 日，减持股份约 6.18 亿元股，均价为 4.5333 元/股

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表40. 合肥建投结构化产品投资、退出京东方时间线及股票价格



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2) 合肥建翔通过直接参与定增，获得 28.57 亿元股，配售金额约为 60 亿元，限售期 36 个月。在 2017 年解除限售后，合肥建翔分别在 2017 末、2018 年初、2020 年上半年、2020 年下半年以及 2021 年上半年减持京东方的股票。截至 2021 年末，合肥建翔已减持 13.91 亿元股，净投资收益约为 46.11 亿元，实现了高额的投资收益。

图表41. 合肥建翔自2017年限售解禁后多次退出京东方股票获益46亿元

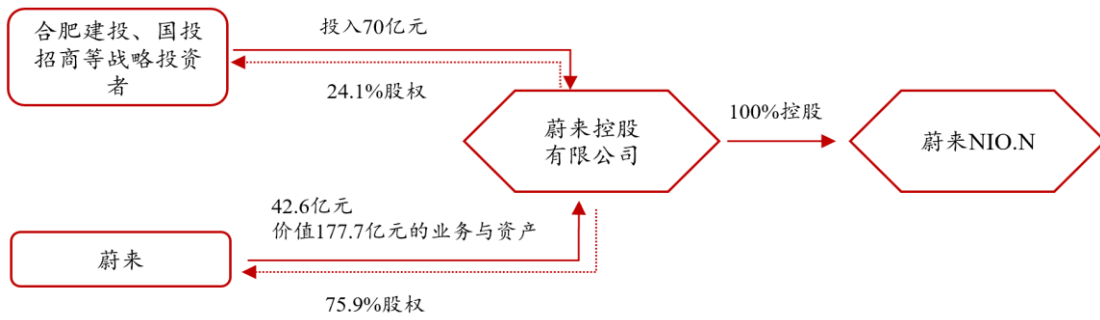
减持日期	减持数量 (亿元股)	减持期间均价 (元/股)	减持收益 (亿元)
2017/12/21	0.50	5.67	1.78
2017/12/22	0.52	5.92	1.99
2017/12/25	0.16	5.93	0.60
2017/12/26	0.56	5.82	2.08
2018/1/9	0.50	6.01	1.95
2018/1/10	0.36	6.10	1.44
2018/1/11	0.03	6.10	0.11
2018/1/12	0.73	6.11	2.91
2018/1/15	0.12	6.15	0.50
2020 年上半年	3.48	4.90	9.74
2020 年下半年	6.31	5.28	20.07
2021 年上半年	0.65	6.64	2.94
合计	13.91		46.11

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

(2) 蔚来汽车：新能源汽车龙头企业

2020年合肥市通过与蔚来达成合作，拓宽安徽汽车产业版图。在该项目中，合肥建投、国投招商等战略投资者通过出资70亿元，持有蔚来（安徽）控股有限公司（以下简称蔚来控股（安徽））24.1%的股权。而蔚来以42.6亿元人民币叠加公司价值177.7亿元的核心业务持有蔚来控股（安徽）75.9%的股权。蔚来作为新能源汽车领域的龙头企业，为合肥传统汽车产业带来新鲜血液，同时也吸引了大批汽车零部件企业入驻合肥。

图表42. 合肥方与蔚来合作股权结构



资料来源：企查查，蔚来公众号，东亚前海证券研究所

以合肥建投为主体，估算其投资收益。

1) 从合肥建投持股来看，合肥建投通过 100%持股“合肥建恒新能源汽车投资基金合伙企业”持股蔚来控股（安徽），而蔚来控股（安徽）100%持股蔚来上市公司蔚来 NIO.N。

2) 从合肥建投减持来看，合肥建投于 2021 年 6 月 21 日、2021 年 9 月 29 日两次减持，两次减持比例分别为 12.9923%、0.1735%。

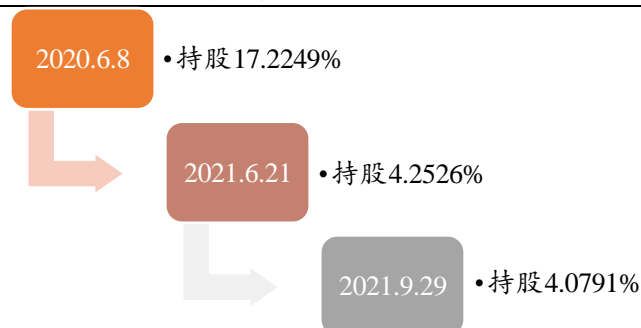
3) 合肥建投投资收入假设及其计算：

假设以蔚来 NIO.N 当前 16.92 亿元股本、以两次减持当日股票均价来估算，合肥建投两次减持股份所获得的收入分别为 102.24 亿元美元、1.03 亿元美元。2021 年 6 月 21 日、9 月 29 日美元兑人民币汇率均约为 6.47，两次减持收入折合人民币约为 668 亿元。

成本上，根据最初合作协议，合肥方等战略投资者共同出资为 70 亿元，获得持股比例为 24.1%，根据合肥建投持股比例为 17.2249%，大概估算其初始出资为 50 亿元。

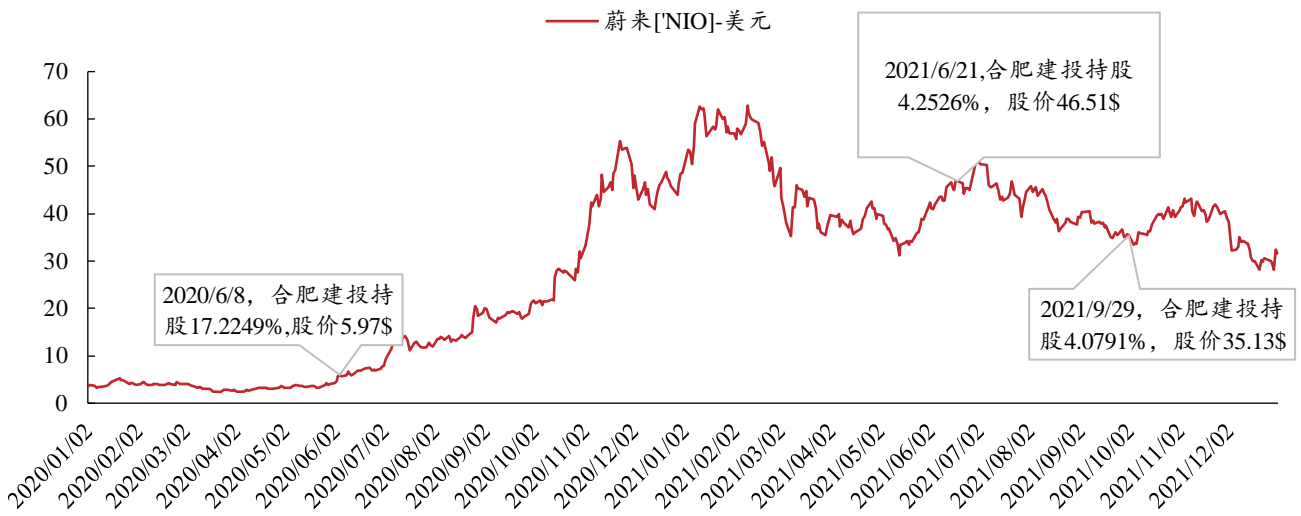
根据以上计算过程，合肥建投投资收益粗略估算来看大于 600 亿元。

图表43. 合肥建投通过“合肥建恒新能源汽车投资基金合伙企业”持股蔚来控股集团



资料来源：企查查，东亚前海证券研究所

图表44. 蔚来项目为合肥建投带来了丰厚的投资收益



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表45. 合肥建投从蔚来项目获得的投资收益远超 500 亿元

	蔚来 NIO.N 总股本：亿 元	合肥建投 持股比例	减持比例	股票价格： 美元	减持收入：亿元 美元	认缴资本： 亿元
2020.06.08	16.92	17.2249%	-	-	-	8.74
2021.06.21	16.92	4.2526%	12.9923%	46.51	102.24	2.62
2021.09.29	16.92	4.0791%	0.1735%	35.13	1.03	2.62

资料来源：企查查，Wind，东亚前海证券研究所
注：蔚来 NIO.N 总股本为 2022.9.6 数值

2.3.3. 从社会效益角度看“合肥模式”成效

除了带动相关产业产值、和实现短期股权增值，政府设立产业基金更着重考虑社会综合效益。

效益包括：

- 1) 引导产业发展撬动民间资本投入实现杠杆效应；
- 2) 弥补社会融资不足的领域，优化融资结构，实现战略性产业集群效应，从而优化经济结构；
- 3) 最终实现城市升级带来城镇化率提高、人才吸引，人口流入提升土地价值，通过土地出让以及税收等方式增加财政收入。

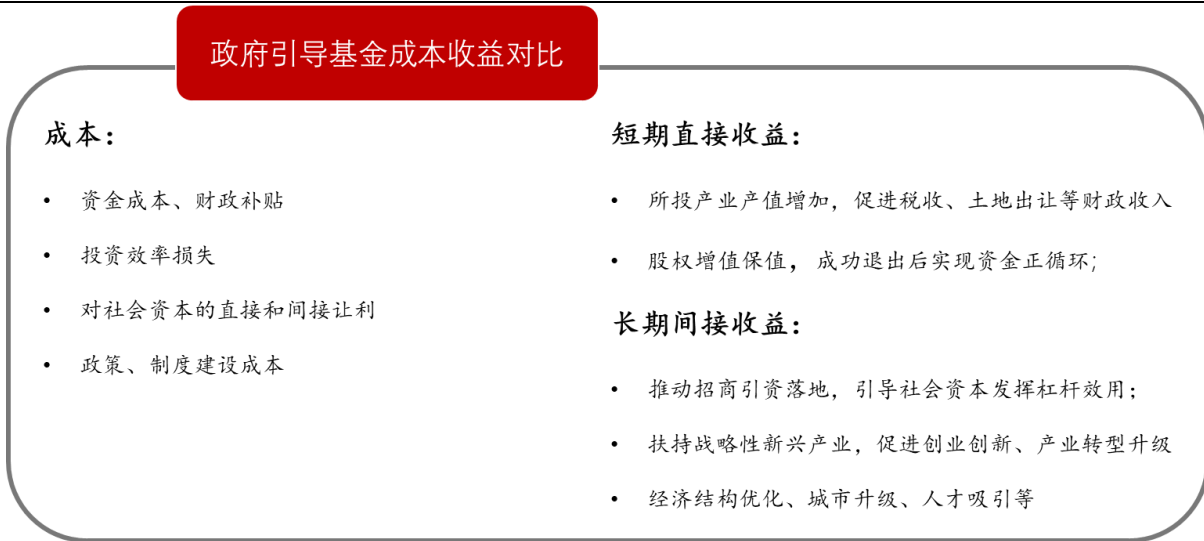
成本包括：

- 1) 政府参与项目投资的直接资金成本以及相关产业的财政补贴等；
- 2) 政府引导和市场化的投资决策之间所平衡带来的隐形成本：包括市场化程度低和地区间竞争等因素可能导致的投资效率损失；
- 3) 为了吸引社会资本参与的政府让利部分：包括收益分配的直接让利

和达到引导目的提前退出的间接让利；

4) 政策和制度建设和完善的成本。

图表46. 政府引导基金成本收益对比图



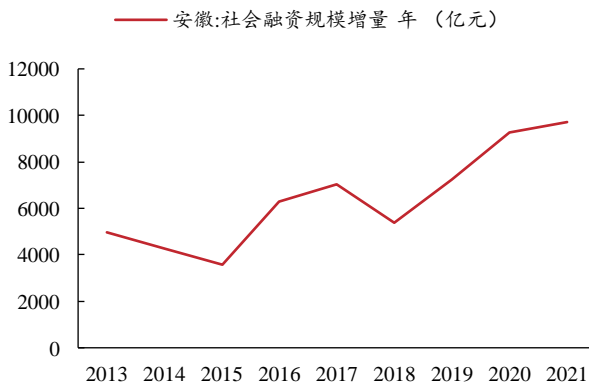
资料来源：东亚前海证券研究所

安徽省政府基金长期收益在招商引资和培育上市公司方面有所体现：

1) 政府投资基金将政府引导和市场运作结合发挥财政资金的杠杆作用，推动安徽招商引资带来总量层面的资本流入，社融增量逐年增加，2021年安徽省社融规模增量达9712亿元，比上年增长461亿元。

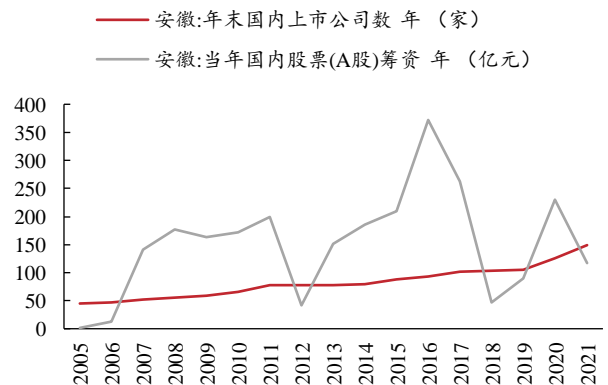
2) 通过设立政府基金拓宽了企业融资渠道，资本注入及增值服务培育和推动了更多企业接轨资本市场，安徽省上市公司数量和上市公司筹资额表现优异且总体呈上升趋势，2021年年末全省有A股上市公司149家，比上年增长23家。

图表47. 安徽社融增量逐年增加



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

图表48. 安徽上市公司数量及A股筹资呈上升趋势



资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

安徽省上市公司产业布局多元化，科创板上市公司数量处于全国领先地位。2018年11月，我国科创板宣布成立。截至2022年9月7日，安徽省在科创板上市公司共有18家，数量排名第七，前6名除北京、上海均为东部沿海城市，安徽省在中西部省份中表现优异。安徽省科创板上市公司覆盖了高端装备制造产业、节能环保产业、生物产业、新能源汽车产业、新一代信息技术产业。

安徽省科创上市公司走在全国前列，是安徽省政府有为谋划的结果。从科创板上市公司的股权背景来看，18家上市公司中有17家存在安徽国资投资的身影。

图表49. 安徽省科创板上市公司数量位居中部地区首位（单位：家）

省份	2022	2021	2020	2019	合计
江苏省	18	29	30	12	89
广东省	14	28	21	10	73
上海	13	22	24	13	72
北京	10	17	22	12	61
浙江省	7	15	9	8	39
山东省	2	8	5	4	19
安徽省	3	7	8	0	18
四川省	4	9	4	0	17
湖南省	0	6	6	0	12
陕西省	3	4	1	3	11
湖北省	1	4	3	1	9
福建省	0	3	3	2	8
辽宁省	2	2	2	1	7
天津	3	0	2	2	7
河南省	1	2	1	1	5
江西省	1	1	3	0	5
贵州省	1	2	0	0	3
吉林省	0	1	1	0	2
海南省	0	1	0	0	1
黑龙江省	0	0	0	1	1
新疆维吾尔自治区	0	1	0	0	1

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表50. 安徽省 18 家科创公司中 17 家存在安徽国资投资

战略新兴产业	证券简称	上市日期	A 股市值: 亿元	申万一级行业	是否有安徽国资
高端装备制造产业	江航装备	2020/7/31	93.63	国防军工	否, 中国航空工业集团下属央企
	皖仪科技	2020/7/3	23.81	环保	是
	巨一科技	2021/11/10	75.77	机械设备	是
	容知日新	2021/7/26	56.40	机械设备	是
	工大高科	2021/6/28	15.09	机械设备	是
	埃夫特-U	2020/7/15	44.09	机械设备	是
	井松智能	2022/6/6	23.93	计算机	是
节能环保产业	通源环境	2020/12/25	16.65	环保	是
	元琛科技	2021/3/31	21.44	基础化工	是
生物产业	华恒生物	2021/4/22	148.07	基础化工	是
新材料产业	壹石通	2021/8/17	124.20	电力设备	是
	会通股份	2020/11/18	44.05	基础化工	是
	大地熊	2020/7/22	56.71	有色金属	是
新能源汽车产业	科威尔	2020/9/10	34.38	电力设备	是
新一代信息技术产业	恒烁股份	2022/8/29	40.20	电子	是
	汇成股份	2022/8/18	112.79	电子	是
	芯碁微装	2021/4/1	100.60	机械设备	是
	国盾量子	2020/7/9	81.11	通信	是

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

注: 上市公司所属战略性新兴产业分类来自于 Wind 科创板主题行业一级行业分类

注: 市值截至 9 月 7 日

对于城市而言, 产业升级带来的城市升级有利于人才吸引, 高科技岗位的增加导致乘数效应出现。根据 MORETTI.E 和 THULIN P. 在 2013 年发表的论文《Local multipliers and human capital in the united states and Sweden》研究, 美国和瑞典高技术制造业对不可贸易部门服务业具有较大的就业乘数¹, 此后张川川在 2015 年的论文《地区就业乘数: 制造业就业对服务业就业的影响》也证明我国制造业对服务业就业具有乘数效应且高端制造业的乘数大于低端制造业²。

1) 聚焦合肥市, 其城镇化率由 2010 年 68.17% 提升至 82.28%。通过政府基金引导的产业升级, 合肥市第二产业就业人数快速突破后趋于平稳, 带动第三产业就业人数加速提升, 制造业对服务业的乘数效应明显。

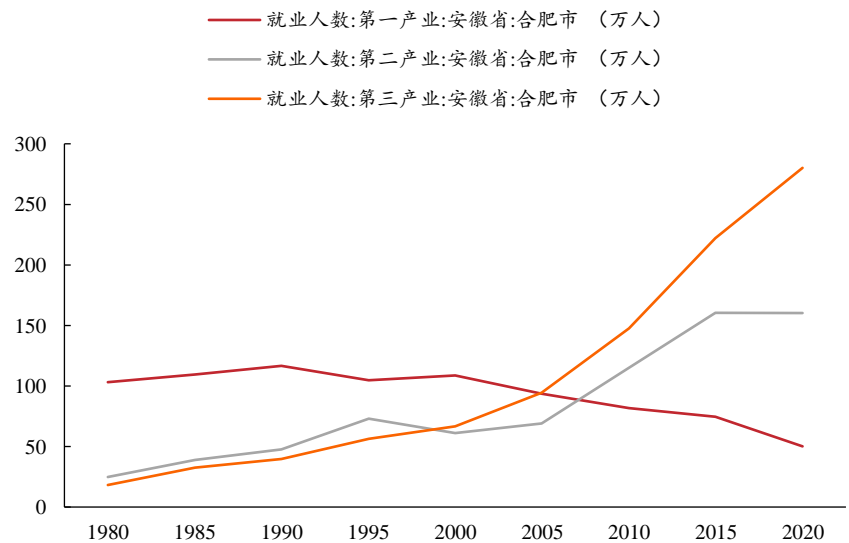
2) 从就业总量上, 随着基金引导的创新领域增加就业机会, 就业人数由 2009 年的 307 万人提升至 2020 年的 490.1 万人, 带动常住人口稳步提升。

¹ MORETTI.E, THULIN P. Local multipliers and human capital in the united states and Sweden[J]. Industrial & corporate change, 2013, 22(1): 339-362.

² 张川川. 地区就业乘数: 制造业就业对服务业就业的影响[J]. 世界经济, 2015(6): 70-87

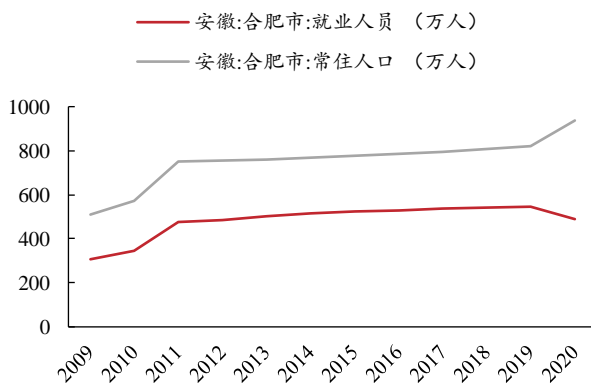
3) 从工资水平上, 就业结构和城市升级同时也带动整体工资水平实现增长, 合肥市职工平均工资由 2000 年的 8881.1 元提升至 104818 元。

图表51. 合肥市第三产业就业人数受乘数效应强



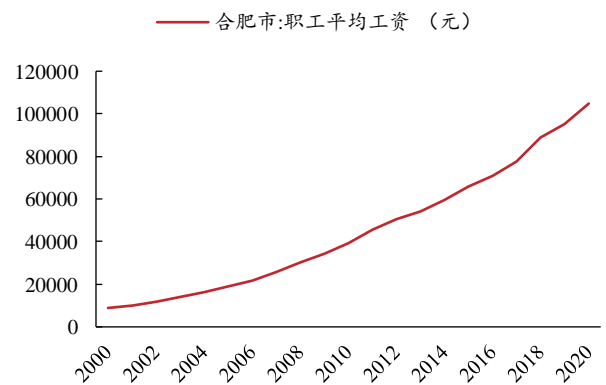
资料来源: 合肥市统计局, 东亚前海证券研究所

图表52. 合肥市就业人数与常住人口呈上升趋势



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

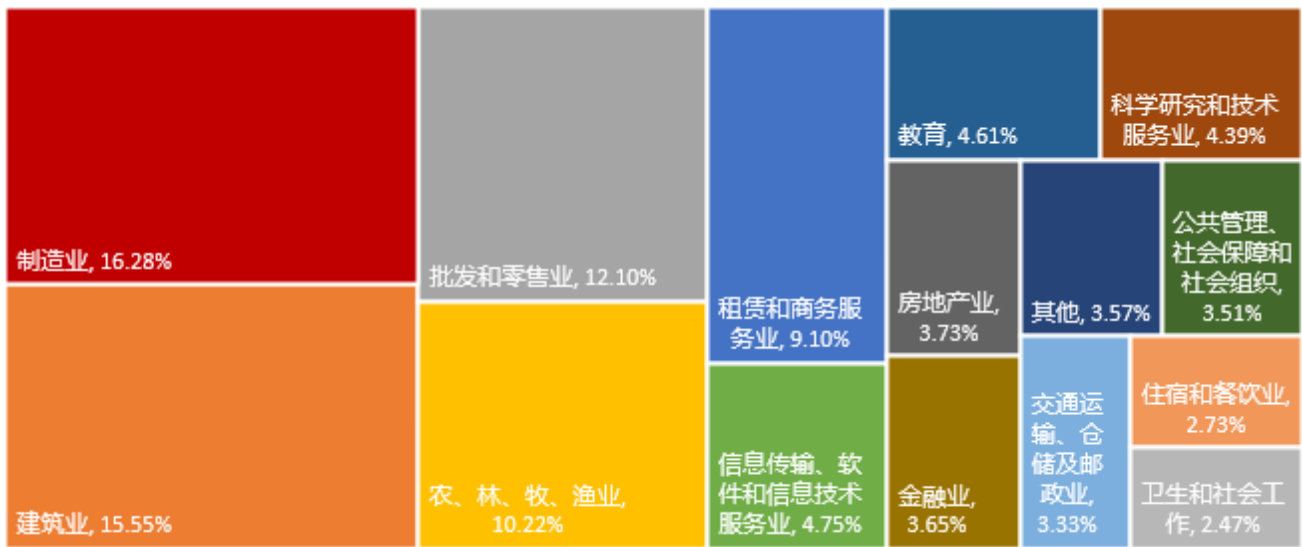
图表53. 合肥市职工平均工资呈指数上升趋势



资料来源: iFind, 东亚前海证券研究所

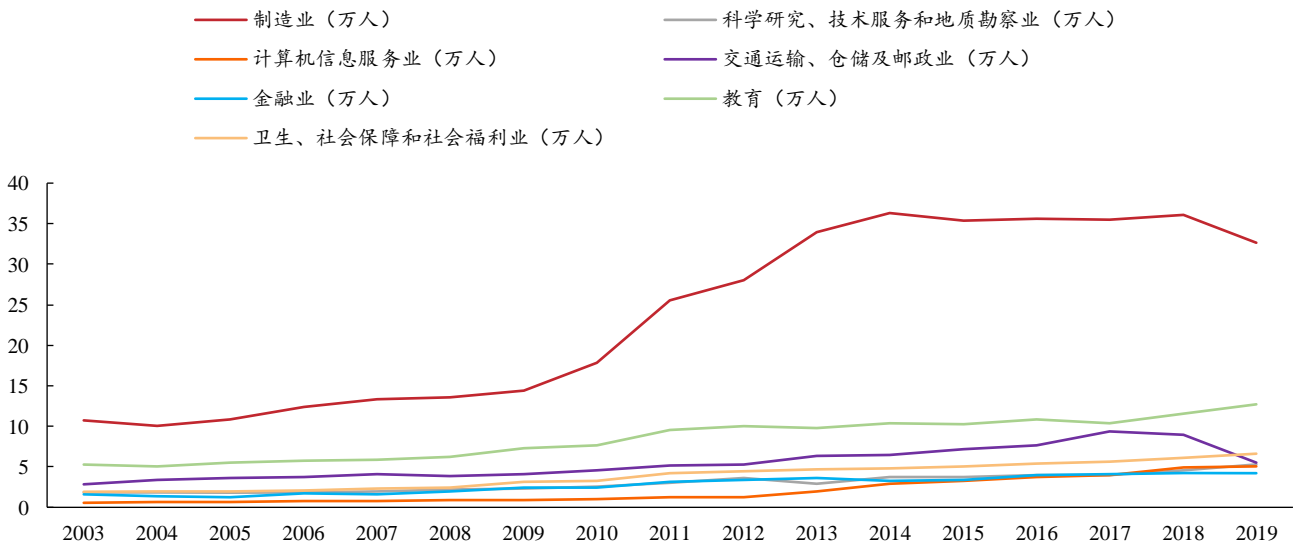
分行业来看, 2020 年制造业劳动力配置排名第一, 占比 16.28%。从分行业就业人数数据来看, 合肥市制造业就业人数加速突破后趋于平稳, 带动计算机信息服务、科学研究等高精尖产业就业人数增长以及例如金融业等其他相关支持行业就业人数增加。

图表54. 合肥市 2020 年劳动力配置情况



资料来源：合肥市统计局，东亚前海证券研究所

图表55. 合肥市服务行业就业人数受制造业带动提升



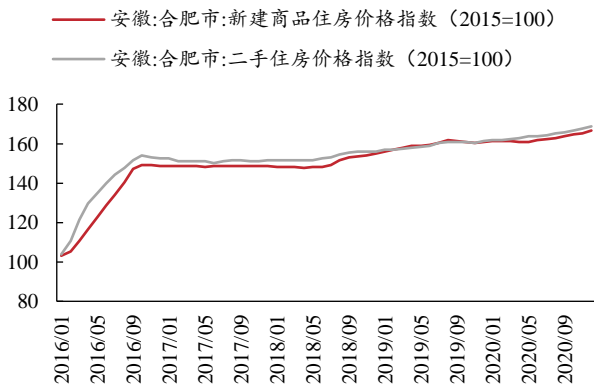
资料来源：iFind，东亚前海证券研究所

除了引入重大项目对经济产出的直接促进，城市升级后的土地价值增长导致政府土地出让收入增加。

随着 2015 年合肥市制造业人数趋稳、产业集群初步建立带来城市升级效应后，2016 年合肥市房价飙升，新建商品房及二手住房价格指数大幅上升，分别由当年 1 月的 103.1 和 103.8 上升至当年 12 月的 148.8 和 152.6。

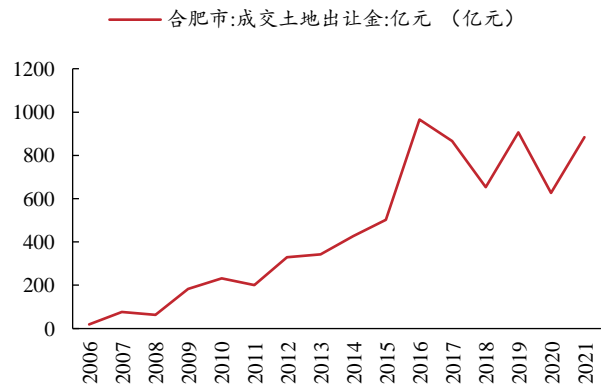
同时，大量经济开发区和工业园区的建立也有助于合肥市政府通过拍卖土地或者抵押土地融资再投资的形式实现成交土地出让金大幅增长，2016 年合肥市土地出让金达 965.29 亿元，同比增长 91.74%。

图表56. 合肥市住房价格指数



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表57. 合肥市成交土地出让金呈增长趋势



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

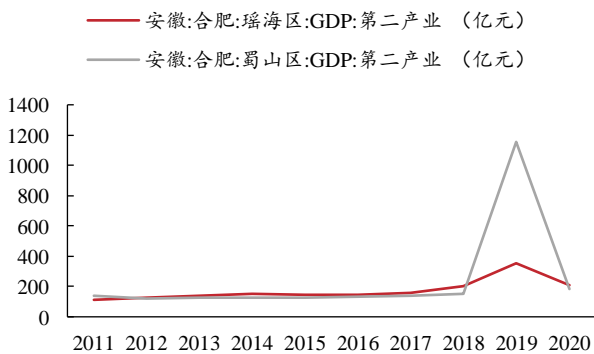
合肥产业基金引导的重点投资项目对合肥市区级经济和人口提振效果显著。

合肥市蜀山区下辖合肥经济技术开发区、合肥高新技术产业开发区，是合肥市产业核心城区和重要的科创基地，2019年总投资2200亿元的合肥长鑫集成电路制造基地项目落户合肥经济技术开发区，系安徽省最大的单体工业投资项目，预计产值规模超2000亿元。随着2020年总投资超100亿元的蔚来入驻以及合肥长鑫的高科技产值预计将进一步释放，蜀山区有望再度实现高速增长。

受惠于重点投资项目的还有京东方项目所在地瑶海区，自2009年京东方合肥京东方项目开始投产，至今总投资额已超千亿元，其中京东方10.5代线项目于2019年3月实现满产。虽然引入京东方的财政投入巨大，但带来的丰厚的回报开始显现，瑶海区第二产业GDP于2019年迎来明显增长。

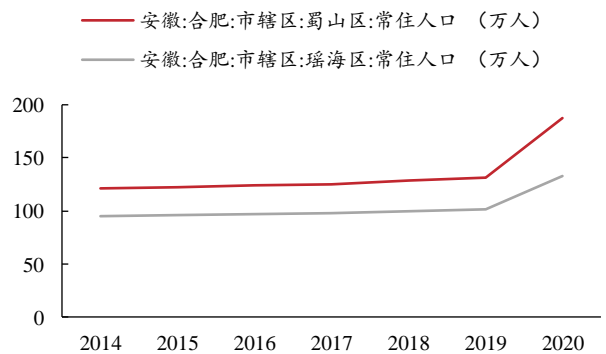
从人口聚焦效应看，2019年-2020年期间，合肥蜀山区和瑶海区均实现人口的显著提升。蜀山区2019年常住人口131万人，2020年实现43%的人口增长达到187万人；瑶海区2019年常驻人口102万人，2020年实现31%人口增长达到133万人。

图表58. 合肥市两区第二产业GDP2019年提升明显



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表59. 合肥市两区常住人口2020年提升明显

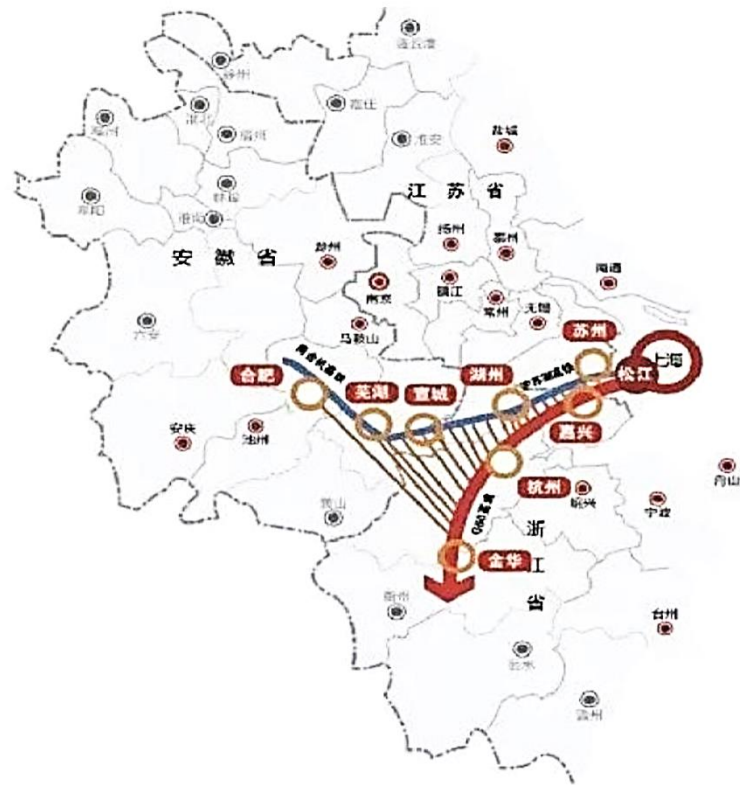


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

3. “合肥模式”成功原因分析

安徽省简称“皖”，省会合肥市，地处长江三角洲边缘地带，地跨淮河、长江和新安江三大水系，向东承接长三角地区的发展红利，向西联络长江中游城市群，内拥长江水道，外承沿海资源。2016年，国家发改委印发《长江三角洲城市群发展规划》，安徽作为“三省一市”之一被纳入长三角经济板块。上文所探讨的合肥模式，其成功原因应与安徽的区位优势、科创基因、投资模式等因素相关。

图表60. 安徽省融入长三角一体化



资料来源：中国日报，东亚前海证券研究所

3.1. 区位优势形成产业转移便利

安徽在地理位置上比邻江浙沪，在承接江浙沪产业转移方面拥有天然地理优势，安徽省对于承接江浙沪产业转移提出过多项战略，其中最重要的是皖江示范区和皖北集聚区的规划。

2010年国务院批复《皖江城市带承接产业转移示范区规划》，皖江城市带承接产业转移示范区包括合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、池州、滁州、宣城8市和六安市金安区、舒城县。

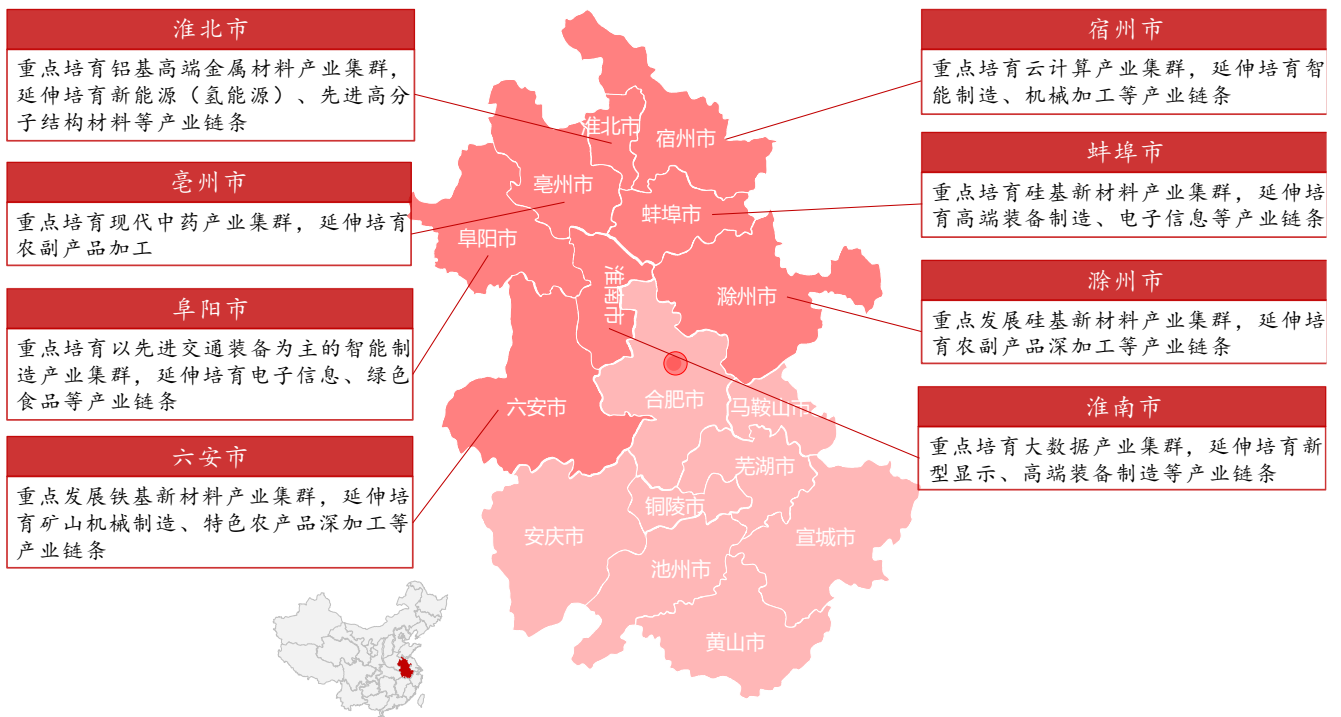
示范区通过承接产业转移与引导资源优化配资，引进京东方、长鑫电

子、维信诺、联宝、蔚来、大众等一批国内外领军企业，带动上下游企业快速集聚，培育形成一批具有重要影响力的产业集群。

2020 年国家发改委出台的《促进皖北承接产业转移集聚区建设的若干政策措施》提出通过“6+2+N”产业平台承接江浙沪产业转移，“6+2+N”产业承接平台指皖北 6 市、2 个经开区和 N 个其他符合条件的园区共同构成的产业转移集聚区。皖北地处苏鲁豫皖四省交界，具备承接产业转移的空间和潜力。产业承接的发展重点包括：发展战略性新兴产业；加快传统化工工业向可持续发展工艺发展；提升汽车、通用设备和特种设备零部件制造业水平；升级农产品加工、白酒产业和化纤产业等消费品工业；发展现代服务业以支持新兴产业；提升生态农业效益。

皖北承接产业转移集聚区资金聚集能力强。2020 年全年，皖北承接产业转移集聚区亿元以上在建省外投资项目 1077 个，增长 15.93%，实际到位资金 2637.99 亿元，增长 11.02%，均实现两位数增长。2021 年 1-11 月，集聚区在建的省外投资亿元以上的项目 1361 个，实际到位资金达到 3340 亿元，同比增长 32%。2022 年上半年，皖北承接产业转移集聚区引进沪苏浙在建亿元以上项目 562 个，实际到位资金 1091.1 亿元、同比增长 29.9%。皖北承接产业转移项目和资金的能力强且增长稳定。

图表 61. 试验区空间布局及产业方向

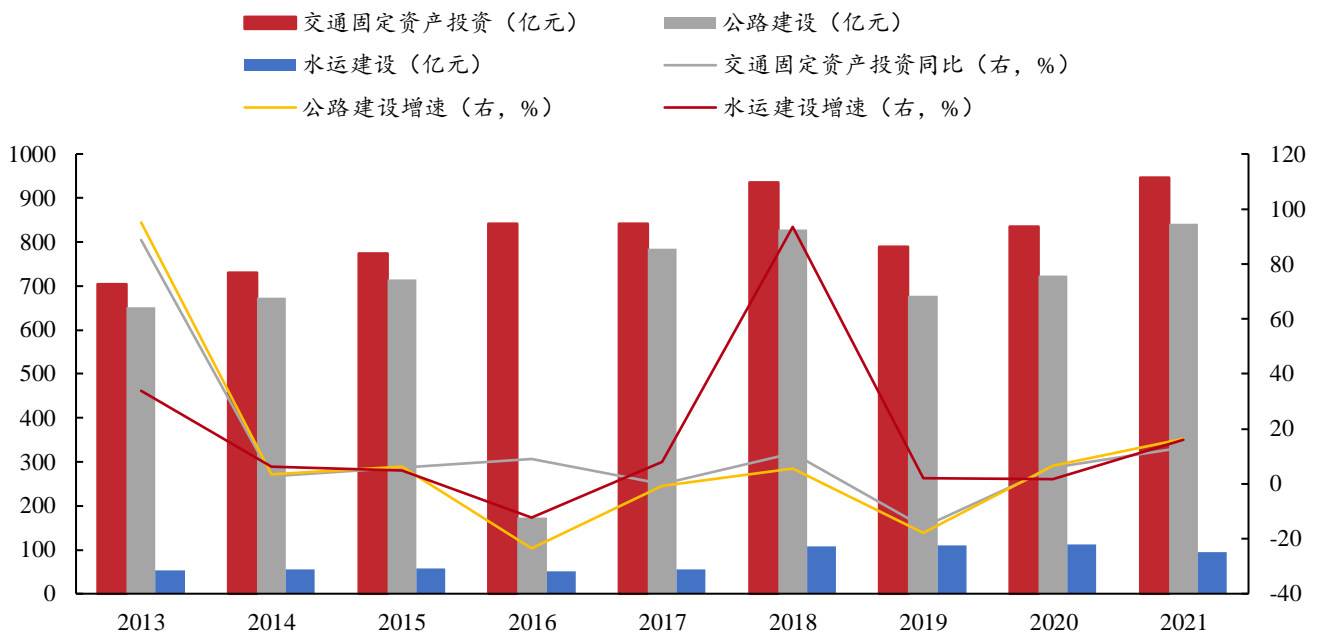


资料来源：安徽省政府，东亚前海证券研究所

3.2. 交通优势支持融入长三角

交通基础设施建设是拉动经济的重要抓手，2022年安徽计划投资千亿元加码交通基建。安徽2022年上半年共完成交通固定资产投资558.4亿元，同比增长35%，完成年度计划任务的51%，其中公路投资496.2亿元(+34%)，水运投资37.9亿元(-4.5%)，机场建设投资24.3亿元。从历年数据可见安徽省交通投资总体呈高速增长趋势，全省将扩大交通运输有效投资作为工作的重要着力点，力求“经济发展，交通先行”。

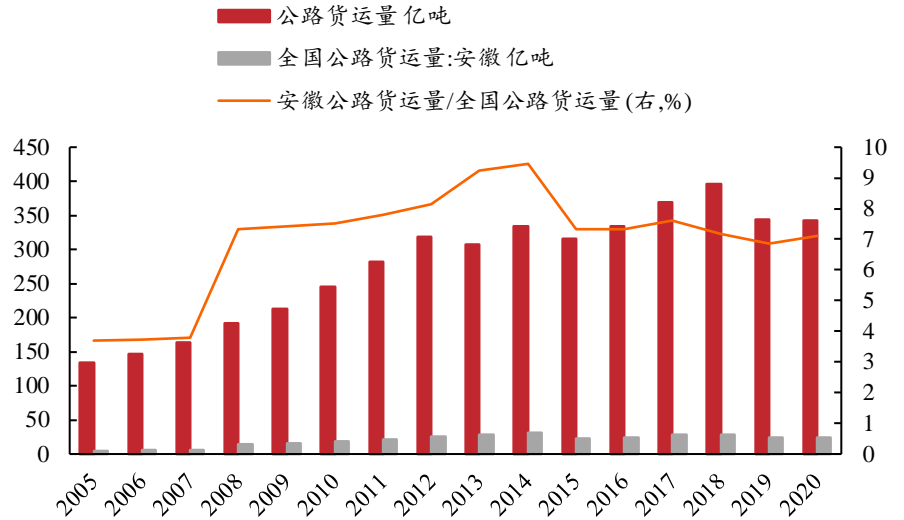
图表62. 安徽省交通基建投资稳定增长



资料来源：安徽省交通运输厅，东亚前海证券研究所

交通的便利是安徽省能实现产业转移，形成产业集聚的关键因素。由于安徽省承接产业以及主导产业以工业、制造业为主，上游原材料和下游出货均离不开便利的交通。从公路货运量来看，2011-2020年十年间安徽省公路货运量年平均为25.97亿元吨，占全国货运量的比重约在7.8%，公路货运量的稳定是安徽省产业发展的基础。

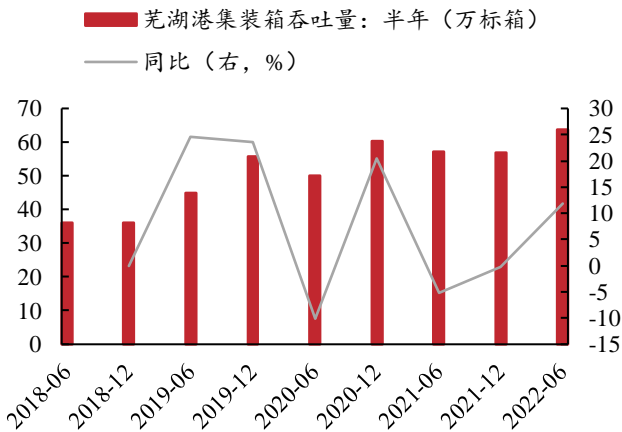
图表63. 安徽省公路货运量较为稳定



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

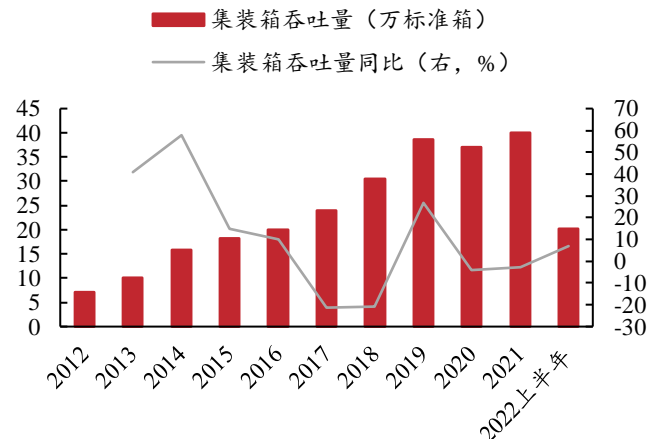
航运方面, 安徽境内内河水运条件优越, 长江、淮河和新安江三大水系横贯全境, 坐拥铜陵港、芜湖港和马鞍山港三座万吨级天然良港, 拥有内河航道超过六千公里, 其中长江黄金水道 400 多公里。作为安徽省最大的集装箱港口, 芜湖港承接了芜湖及省内外贸货物的出口, 2022 年上半年芜湖港集装箱吞吐量在疫情影响下仍保持坚挺, 总量达 63.79 万标箱 (+11.64%)。合肥集装箱吞吐量从 2012 年的 7.1 万标箱增长至 2021 年的 39.95 万标箱, 年化增长率达 24.1%。安徽省的交通优势, 为其尽快融入长三角提供支持。

图表64. 疫情之下芜湖港集装箱吞吐量仍上升



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所整理

图表65. 合肥港集装箱吞吐量增长迅速

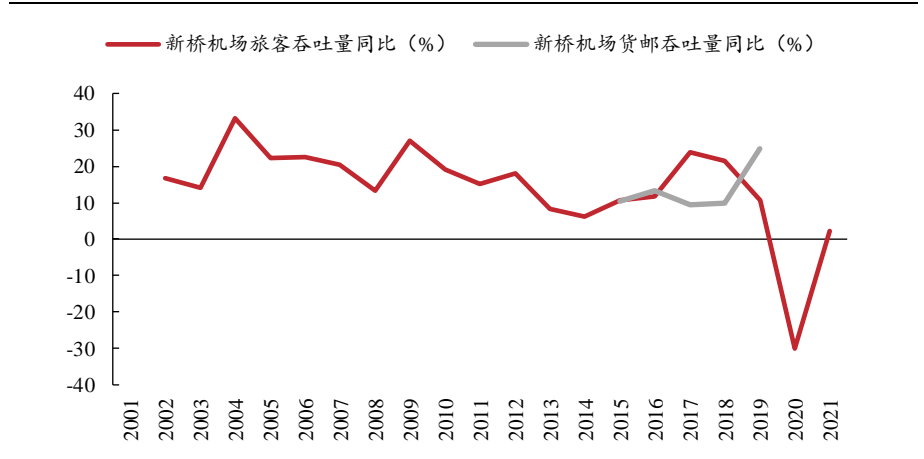


资料来源: 合肥市交通运输局, 东亚前海证券研究所

空运方面, 省内计划将合肥新桥机场打造成国家区域航空枢纽、国际

航空货运集散中心。近十年，新桥机场旅客吞吐量从2012年的519.42万人次增长至2019年的1228.24万人次，年化增长率为13.1%；货运吞吐量方面，从2012年的4.26万吨增长至2019年的8.71万吨，年化增长率达10.76%，目前新桥机场已开通6条定期货运航线，同时执行阿姆斯特丹和哈利法克斯等国际货运航线。

图表66. 合肥新桥机场旅客和货运吞吐量均持续增长(除2020年疫情外)



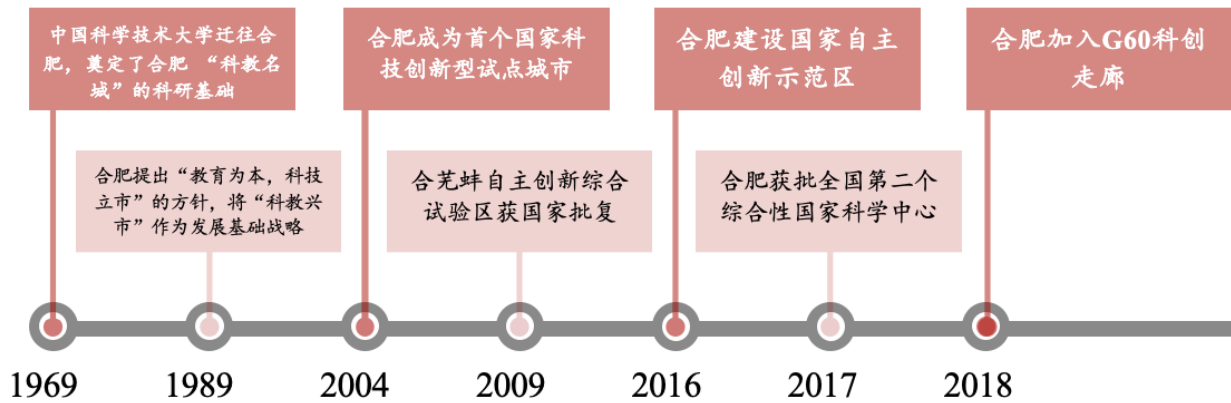
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.3. 科教名城，科教兴市

教育人才资源以及科研实力是合肥发展高端工业和新兴产业的重要依仗。科技创新型企业对技术和研发的需求是所有类型企业中最高的，当地区域的人才资源和科研实力强，能最大程度地为这类企业注入高尖端人才，实现技术的突破并维持其技术壁垒。

凭借50年前布局的中科大，安徽省科创基因一脉相承。1969年中国科学技术大学由北京迁往合肥，奠定了合肥此后被称为“科教名城”的科研基础；1989年，合肥提出“教育为本，科技立市”的方针，将“科教兴市”作为全市发展的基础战略。

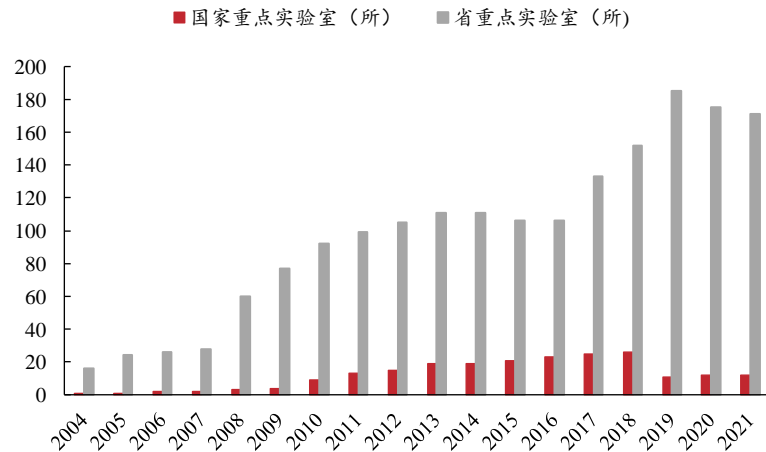
图表67. 合肥“科教兴市”战略成绩斐然



资料来源：东亚前海证券研究所

此外，合肥大力引入人才，积极搭建人才施展才华的舞台。安徽省现有双一流大学3所：中科大、合肥工业大学、安徽大学；拥有省级重点实验室171所，较2005年增长了9.69倍；国家重点实验室12所，2005年时仅1所；在皖服务院士人数达36人，柔性引进院士数量355人次，国家大科学装置共7件，包括世界一流、国内唯一的稳态强磁场装置，国际首个、国内唯一的全超导托卡马克核聚变实验装置。

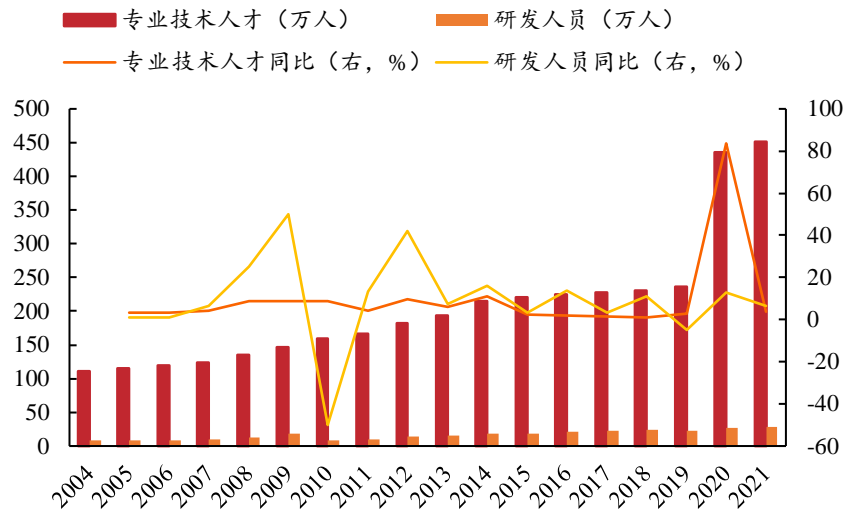
图表68. 重点实验室数量增长迅速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

安徽省专业技术人才储备强大。2021年，全省拥有专业技术人才451.4万人，较2005年的115.2万人增长近3倍，年化增长率为8.91%；其中有相当部分从事研发工作的高端人才，2021年研发人员人数为27.9万人，较2005年的8.9万人增长超2倍，年化增长率为7.4%。

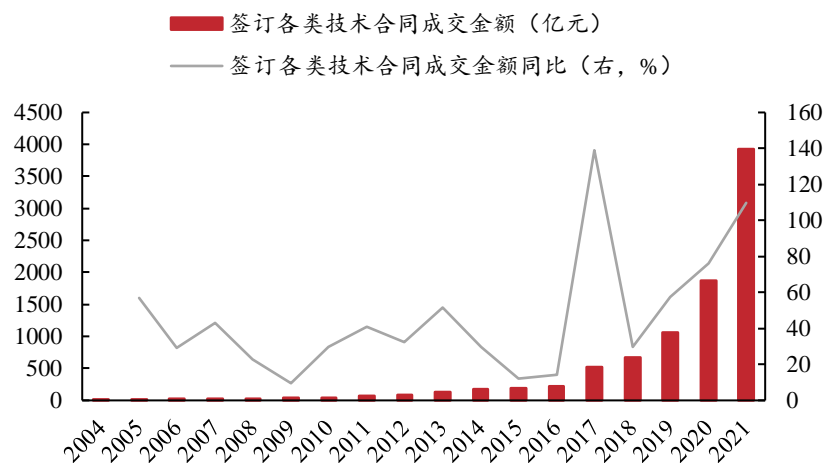
图表69. 安徽省专业技术人员储备强大



资料来源：安徽省国民经济和社会发展统计公报，东亚前海证券研究所

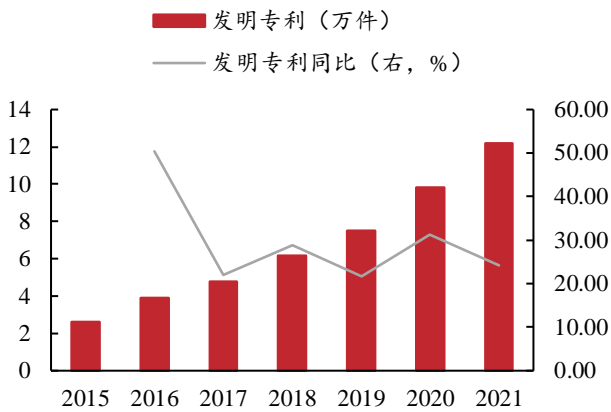
安徽省在技术销售和专利数量方面亦表现卓越。2021年签订各类技术合同成交额为3930.2亿元，同比增长109.77%，自2005年起以年化增长率42.05%的高速增长；2021年发明专利数量为12.2万件，同比增长24.24%，近年来亦呈高速增长态势，年化增长率为29.39%。全省现有高新技术企业11368家，同比增长32.82%，近十年来增长势头高涨，年化增长率为24.12%。

图表70. 技术合同成交额呈超高速增长态势



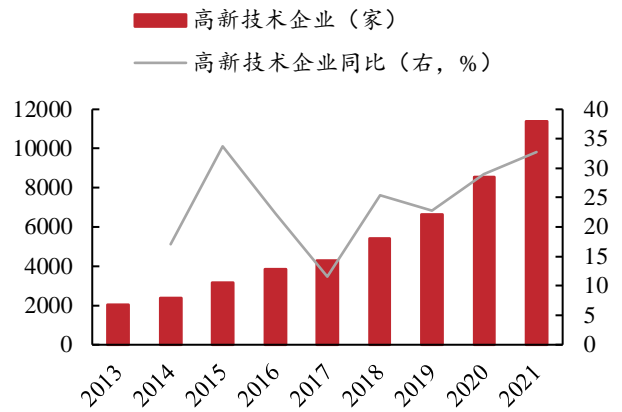
资料来源：安徽省国民经济和社会发展统计公报，东亚前海证券研究所

图表71. 发明专利数量增长迅速



资料来源：安徽省国民经济和社会发展统计公报，东亚前海证券研究所

图表72. 高新技术企业聚集



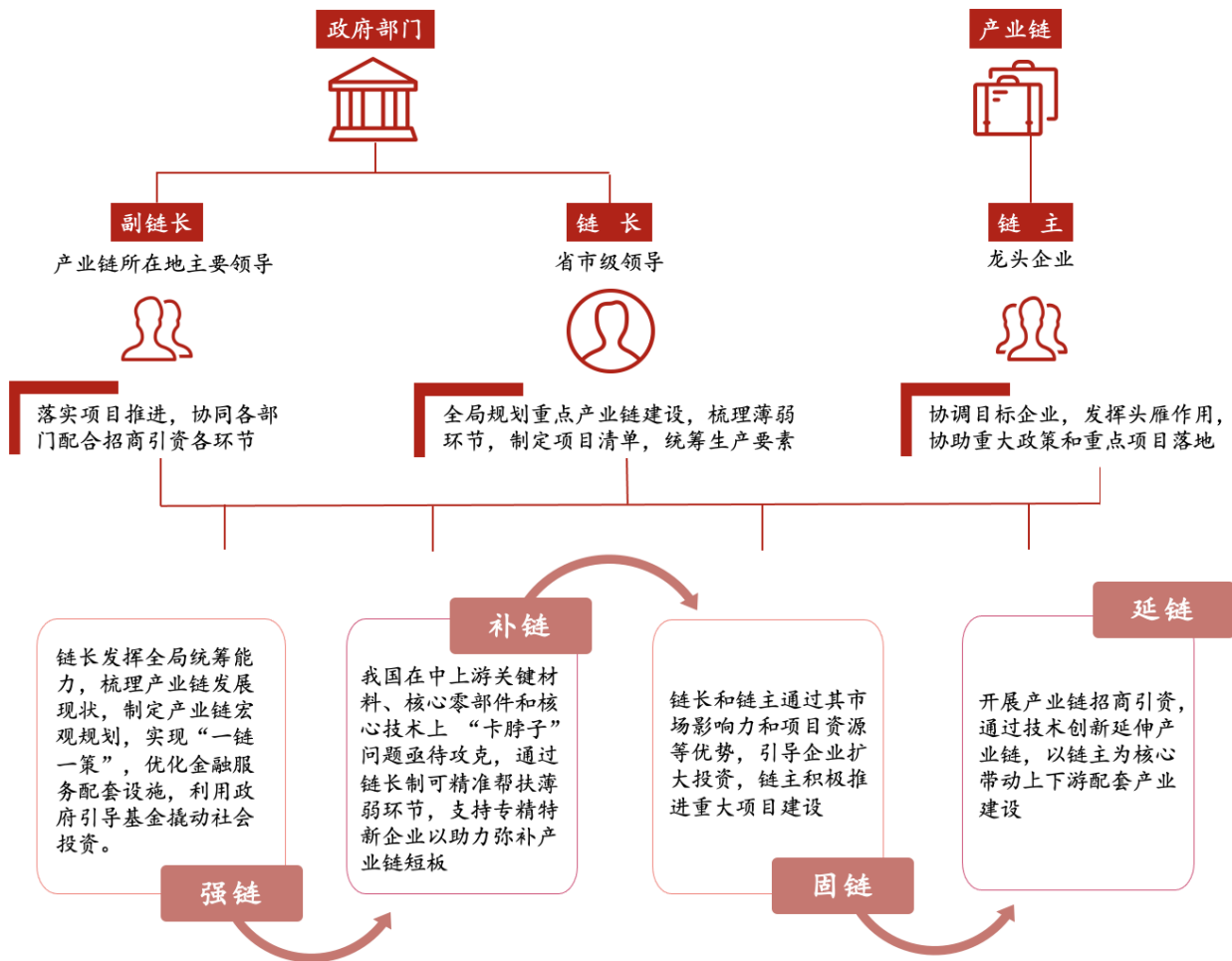
资料来源：安徽省国民经济和社会发展统计公报，东亚前海证券研究所

3.4. “链长制”赋能产业链管理

“链长制”是一项强调产业链建设责任划分的创新制度，由各地政府领导亲自挂帅，亲自监督、统筹重点产业链建设，把责任落实到个人以驱动产业链建设高质量发展。具体来说，“链长制”是指在一条产业链上以龙头企业作为“链主”，以地方政府领导班子担任“链长”，协同促进产业链上下游发展。

2020年，合肥市启动“链长制”，为12条重点产业链（集成电路、新型显示、创意文化、网络与信息安全、生物医药、节能环保、智能家电、新能源汽车、光伏及新能源、高端装备及新材料、人工智能、量子产业）配备链长。安徽省委常委、合肥市委书记虞爱华担任集成电路产业链链长，合肥市委副书记、市长凌云担任新型显示产业链链长，在“链长制”的全流程管理模式，产业链发展战略一脉相承，贯彻始终，管理模式高效亦是合肥模式能够成功的原因之一。

图表73. 链长制是“强链、补链、固链、延链”的重要举措



资料来源：东亚前海证券研究所整理

3.5. 各地发展模式皆因地制宜，合肥模式独受广泛关注

各地政府的招商模式各有特点。合肥模式的核心逻辑是，由国资委牵头，通过多元化立体化投融资体系，以投带引，以三大平台为资本纽带打造产业集群。

“苏州模式”与“合肥模式”有较大相似性，早在2006年苏州就成立了中国第一只市场化运作的股权投资母基金元禾辰坤，以母基金串联起产业链，进而培养产业集群。

“深圳模式”以抄底纾困为核心，在大型企业陷入危机或经营不善的时点选择介入，通过议价实现抄底纾困，精准导入产业项目，有助于补足产业链薄弱环节；此外，深圳招商引资以科技园区为载体，通过租金、资金和技术入股的方式为新兴产业提供支持，全面性地引入科创企业，与合肥相比则并无打造产业集群的倾向性。

“重庆模式”是通过整治国有企业，剥离不良资产，恢复国资活力，

以此驱动新兴产业发展。

“温州模式”的核心是民营经济，是以劳动密集型的专业化市场为基础，将小商品做成大市场的发展模式，但在追求经济高质量发展的要求下，温州模式存在明显短板，亟待解决新旧动能切换。

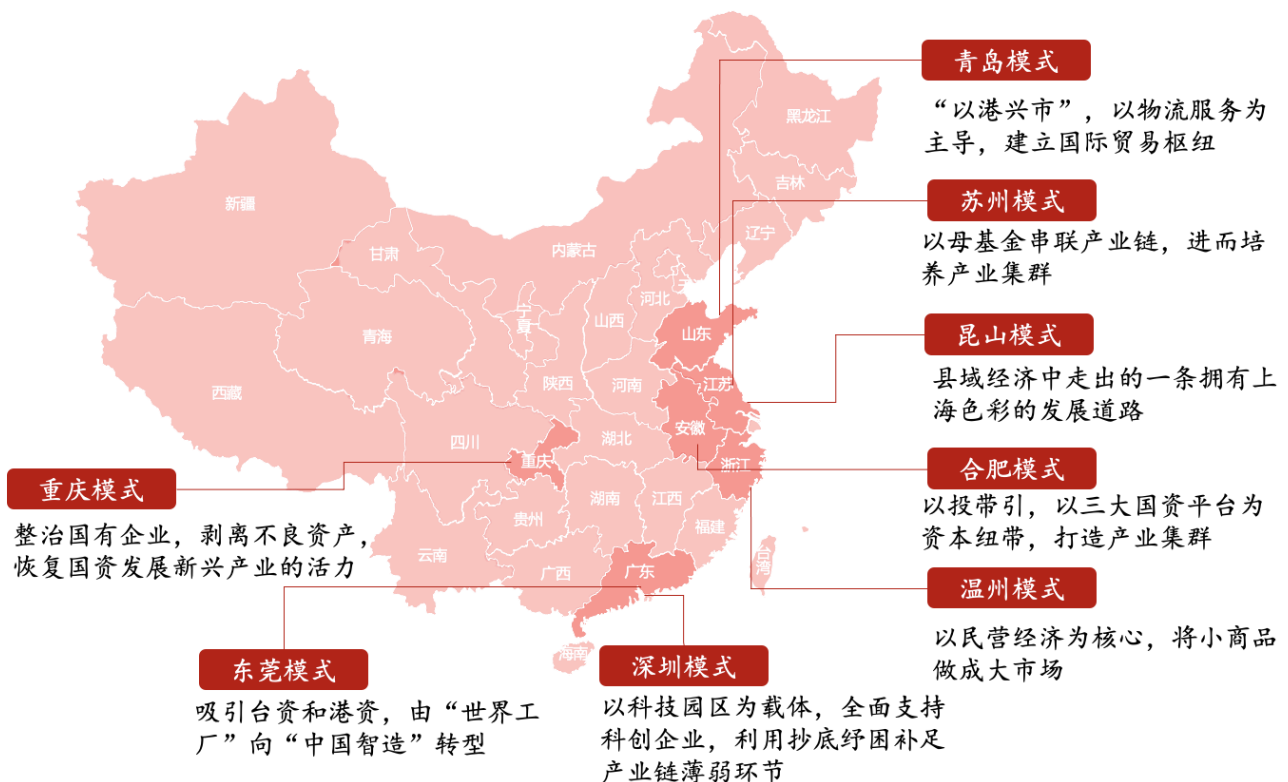
“东莞模式”是基于地理优势和劳动力成本优势，吸引来台商和港商的投资，早期以工业制造业出口为主，后逐渐由“世界工厂”向“中国智造”转型。

“昆山模式”在县域经济中走出了一条拥有上海色彩的发展道路，面向上海寻求发展是其核心逻辑。

“青岛模式”是在保税港区打下的物流基础上，提出“以港兴市”，以物流服务为主导，建立国际贸易枢纽。

总结而言，“合肥模式”以其敢闯敢干的风投精神受到广泛关注，各地的发展战略亦因地制宜，难以复制，但创新思维值得借鉴。

图表74. 各地政府发散创新思维，发展模式皆有难以复制性



资料来源：东亚前海证券研究所整理

4. 产业集群凸显集聚效应，挖掘安徽省产业投资机会

安徽省印发《安徽省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》，提出构筑战略性新兴产业集群化发展的政策方向，重点培育新型显示、集成电路、新能源汽车、人工智能和智能家电 5 个世界级战略性新兴产业集群，同时新材料、光伏新能源和生物医药产业作为十大新兴产业亦得到大力支持，此外，我们认为安徽省经济高质量发展的优势，亦对旅游和白酒产业的投资机会形成支撑。

为评价安徽省产业集群发展水平，以下将从集群规模、集群结构、集群效应三大方向进行分析讨论并且以汽车、集成电路、旅游和白酒行业为例。

集群规模：企业数量和集群产值反映产业集群的规模效应；

集群结构：配套产业情况衡量产业链发展的全面性，专业分工是否精细反映产业集群差异化竞争能力，创新能力指标衡量集群科技水平；

集群效应：产出效率体现集群投入产出情况，市场效率衡量集群市场占有率，品牌效应反映集群知名度，此外还引用区位分析指标区位熵以衡量安徽地区产业空间集聚程度。

图表 75. 产业集群发展水平评价指标

一级指标	二级指标	三级指标
集群规模	企业数量	同业企业数量
	集群总产出	年总产值或增加值
集群结构	配套产业	龙头企业带动下，产业链各部门企业发展情况；基建配套情况
	专业化分工	产品分化及覆盖程度、地区差异化发展情况
	创新能力	专利数、研发投入
集群效应	产出效率	项目资本投入及可带动总产值数额
	市场效率	集群主导产品产量/销售额占全国比重
	品牌效应	集群知名度、头部企业知名度
	区位熵 (LQ)	区位熵衡量产业的空间集聚程度，LQ>1 时，该区域集聚效应在全国具有比较优势

资料来源：东亚前海证券研究所整理

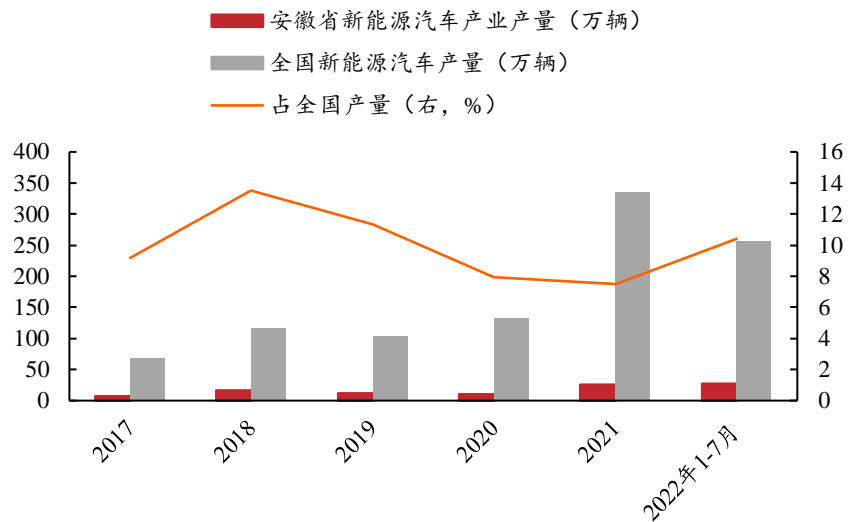
4.1. 新能源汽车产业

安徽省政府近年来高度重视新能源汽车产业发展，《安徽省“十四五”汽车产业高质量发展规划》要求通过新一轮科技革命和产业变革推动汽车产业向电动化、智能化、网联化方向转型，打造世界级汽车产业集群。在“合肥模式”的引导框架下，安徽省政府从企业补助、消费刺激和招商引资等方面多管齐下，通过安徽本土企业江淮汽车与造车新势力龙头企业蔚来深度融合作为切入口，带动全产业链日益完善。

新能源汽车集群规模扩张势头迅速。2022 年 1-7 月，安徽全省新能源汽车产量达 26.7 万辆，同比增长 87.8%，已超过 2021 年全年水平 25.2 万辆，

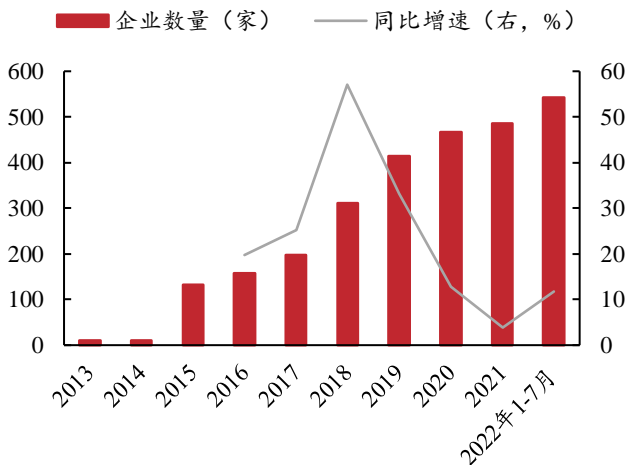
占全国产量比例稳步提升，已接近安徽省“十四五”汽车产业规划目标 10% 的占比。企业数量亦在十年间由 10 家增长至 542 家，同比增速在近年趋于稳定。总产值方面仍然保持两位数的高速增长，产值由 2013 年的 34 亿元增长至 2021 年的 1412 亿元，年化复合增长率达 59.3%。新能源汽车产业已成为安徽省重要的支柱产业之一。

图表 76. 新能源汽车产量稳步提升，占全国比重已近目标 10%



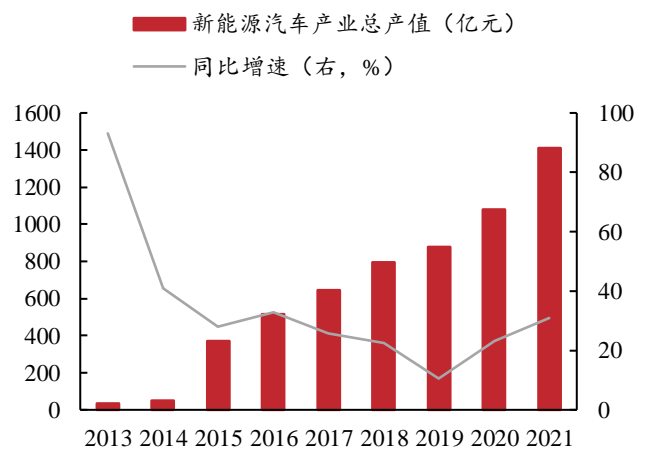
资料来源：安徽省经信厅，东亚前海证券研究所

图表 77. 新能源汽车产业企业数量增加迅速



资料来源：安徽省发改委，东亚前海证券研究所

图表 78. 新能源汽车产业总产值保持高速增长



资料来源：安徽省发改委，东亚前海证券研究所

科研实力和研发投入赋能产业集群发展。安徽省依托中科大、合肥工业大学、中科院合肥物质科学研究所、中电科 38 所等在汽车领域创新能力

突出的高校院所，推动新能源汽车技术变革。截至2022年6月，安徽省财政厅已累计下达中央和省各类资金60.66亿元，用于支持新能源汽车产业发展。

龙头企业带动产业集聚。2016年江淮蔚来基地开工，而后在2020年蔚来中国总部在合肥成立；2020年，产业集群的聚集效应吸引来大众集团落户合肥，同时投资了国轩高科、江淮大众和中航锂电；2020年比亚迪在蚌埠成立了动力电池基地，次年又在合肥成立了整车制造及配套设备项目。头部车企纷纷落户安徽，新能源汽车产业集群在完成整车和电池初步布局后，通过引入零部件供应商就近建厂，实现完整产业链联动。

整车厂带动下游厂商活力及配套设施建设。截至2020年，全省汽车零部件规上企业超过800家，2020年营收达1500亿元，同时通过多点支撑布局，在省内各市推进建设细分产业集群：马鞍山巩固重型卡车、新能源商用车等专用车领先优势；安庆布局智能汽车零部件；滁州推进整车企业并购重组；阜阳、淮南推动载货汽车和专用车节能化发展；宣城错位发展汽车零部件市场；六安聚焦氢燃料电池。**配套设施方面**，截至目前全省已建成充电桩8.4万个，拥有各类充换电站1800座，车桩比达1.6:1。在合肥、芜湖等城市主城区基本实现2公里充电服务圈。

此外，我们利用区位熵衡量新能源汽车集聚水平，2018年-2021年合肥新能源汽车集聚程度均远高于全国水平，2021年合肥新能源汽车产业LQ为1.64，高于汽车大省广东、北京、上海。

图表79. 合肥新能源汽车集聚程度较高

新能源汽车 -LQ	合肥/全国	广东 /全国	上海/全国	北京/全国
2018	3.40	-	0.64	0.22
2019	2.85	1.05	0.69	0.29
2020	1.61	1.15	1.68	0.19
2021	1.64	1.10	1.62	0.08

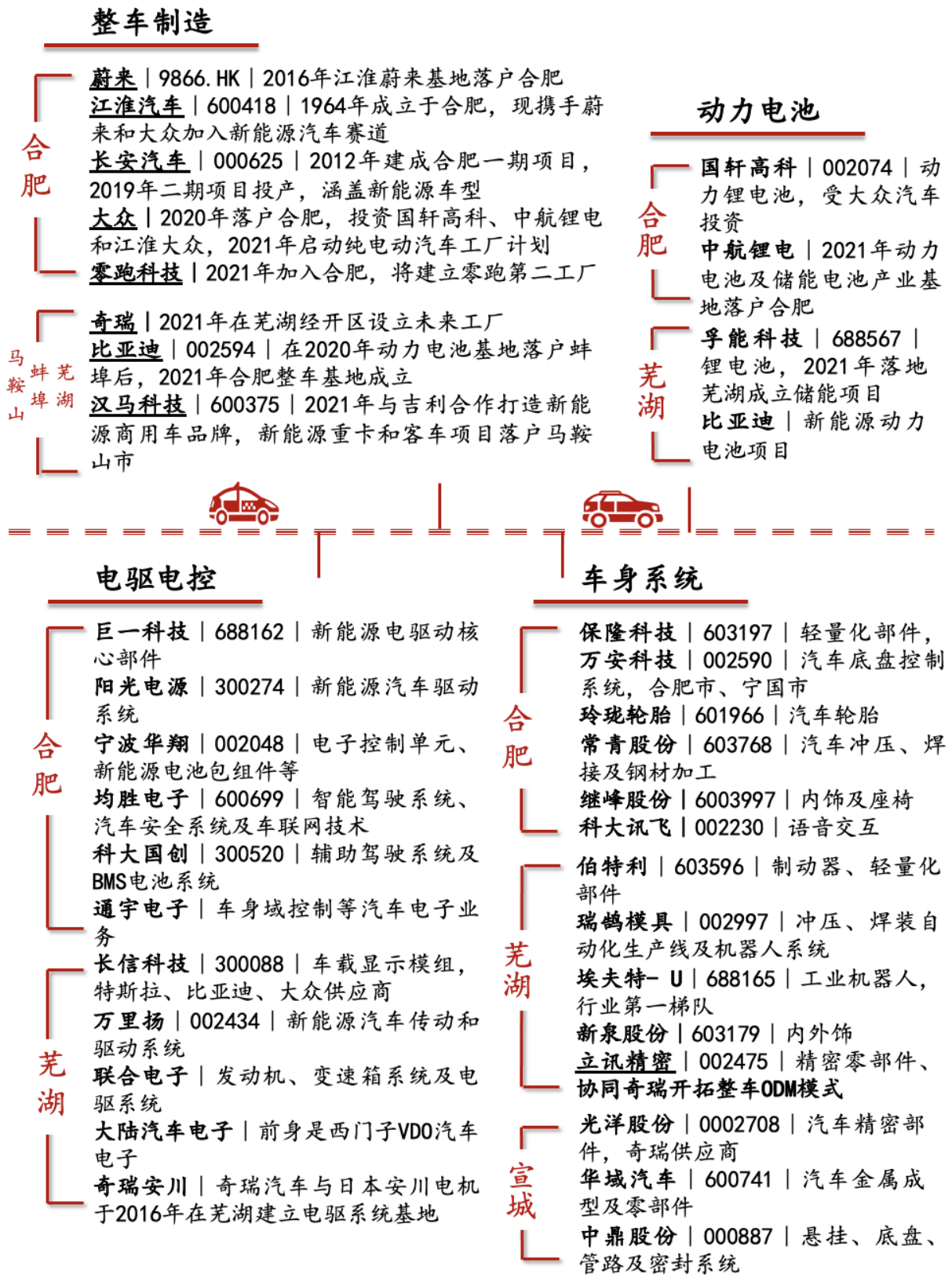
资料来源：各省统计局统计年鉴，东亚前海证券研究所
LQ=(新能源汽车产量/汽车产量)/(全国新能源汽车产量/全国汽车产量)

图表 80. 安徽省新能源汽车产业集群龙头企业

公司名称	落户安徽时间	项目所在地	项目情况
长安汽车	2012	合肥	2012 年合肥长安一期项目建成投产； 2019 年 7 月二期项目投产，目前产能达到 50 万-60 万辆/年，涵盖长安汽车 P2-P4 平台乘用车及新能源车型
蔚来	2016.1	合肥	2016 年 10 月江淮蔚来合肥先进制造基地动工，于 2017 年下半年正式投产，项目总投资约 23 亿元，计划年产能可达到 10 万辆； 2020 年 4 月蔚来中国总部落户安徽合肥，同时落地合肥新桥智能汽车产业园区的蔚来第二生产基地开工，计划于 2022 年第三季度投产，设计整车产能为 100 万辆/年，电池产能 100GWh/年，前期投资 500 亿元，预计年产值达 5000 亿元
吉利	2020.09.11	合肥	2020 年 9 月吉利控股与安徽省政府签订战略合作协议； 2021 年 2 月，吉利新电动汽车公司落户合肥
大众	2020.12.08	合肥	2020 年大众（安徽）落地合肥，在此之前的 5 月份以 11 亿欧元收购合肥企业国轩高科 26.47% 股份；以 10 亿欧元收购江汽控股 50% 股份；增持江淮大众股份至 75%；投资中航锂电，后者在 2021 年落户合肥； 2021 年，二期纯电动汽车工厂扩建工程启动，计划于 2023 年投产； 2022 年 2 月，MEB 工厂开工，计划在合肥开发基于 MEB 平台的车型和全新纯电动车型
比亚迪	2020.12.21	蚌埠	2020 年 12 月比亚迪新能源动力电池生产基地落户安徽蚌埠，总投资为 60 亿元，主要业务为 20Gwh 刀片电池电芯、模组及相关配套产业核心产品制造，着力打造比亚迪华东汽车动力电池战略基地； 2021.07.09，比亚迪合肥基地一期签约，业务方向为整车及配套动力总成项目，总投资 150 亿元，项目达产后可实现整车年产值约 500 亿元，可带动上下游产业链总产值 1000 亿元； 2021 年 08 月比亚迪新能源动力电池及配件项目落地安徽芜湖，总投资 200 亿元； 2022 年 5 月，比亚迪合肥基地二期项目签约，总投资 150 亿元，预计 2023 年 3 月底建成投产，按照规划，比亚迪合肥基地一、二、三期项目全部建成达产后，可实现年产整车 132 万辆，年产值近 2000 亿元，带动上下游产业链总产值不少于 3000 亿元。
零跑科技	2021.01.08	合肥	2021 年 1 月零跑科技与合肥市政府正式签订战略合作协议，将建立零跑汽车第二工厂
奇瑞汽车	2021.2.3	芜湖	2021 年 2 月芜湖本地品牌奇瑞汽车在经开区设立智能网联“未来工厂”，计划整车年产能达 50 万辆，后续将新增建设 3 个智慧工厂； 2022 年 2 月，与立讯精密达成战略合作，旨在合作造车，发展新能源汽车整车制造业务
汉马科技	2021.06.19	马鞍山	汉马科技与吉利商用车集团深度融合，打造新能源商用车品牌，新能源重型卡车项目落地马鞍山，新能源客车同期下线

资料来源：东亚前海证券研究所整理

图表81. 安徽省新能源汽车产业链梳理



资料来源：东亚前海证券研究所整理

4.2. 集成电路产业

2013年，合肥在全国率先出台《合肥市集成电路产业发展规划（2013～2020年）》，首次提及“合肥芯”，合肥的中国“硅谷”之梦落下集成电路开局之棋。当年合肥全市集成电路相关企业仅13家，此后半导体产业作为战略性新兴产业新一代信息技术产业的核心迅速崛起，形成存储、显示驱动、智能家电、汽车电子4个特色芯片板块。

集成电路产业集群规模实现迅速扩张。据市发改委统计，合肥市目前汇聚集成电路企业超300家，聚集从业人员超过2.5万人，2021年合肥市集成电路产业实现产值近400亿元，同比增长约30%。

龙头品牌放大集群效应，创新型专利促进产业结构发展。在制造、设计、封装测试以及设备材料领域的龙头企业带领下，现阶段合肥已经成为全国少数几个拥有集成电路全产业链的城市之一。

制造领域拥有长鑫储存等领军企业，晶合集成实现液晶面板驱动芯片代工领域市场占有率全球第一；设计领域集聚了联发科技等顶尖半导体设计公司，杰发科技汽车电子芯片实现国产突破；封装测试领域集聚了奕斯伟等企业，通富微电高端封测产能全面提升；设备材料领域集聚了江丰电子等，芯碁微装双台面激光直接成像设备打破国外垄断实现国产化。龙头企业带动蓬勃化发展的背后，大批创新成果加速涌现。2021年合肥集成电路企业新增授权专利279件，总数达5556件；新增省企业技术中心等省级以上创新平台10家，共拥有省级以上创新平台37家。

此外，区位熵数据显示合肥市近五年间计算机通信和其他电子设备制造业区位熵位于1.62-1.85区间，电子信息产业集聚程度高于安徽全省水平，在全国范围内仅次于广东省。

图表82. 合肥及安徽省计算机通信和其他电子设备制造业加快集聚

计算机通信和其他电子设备制造业-LQ	2020	2019	2018	2017	2016
合肥	1.85	1.68	1.64	1.67	1.62
安徽	0.74	0.67	0.66	0.68	0.64
江苏	1.47	1.47	0.73	1.69	1.83
浙江	0.78	0.71	0.65	0.55	0.51
广东	3.25	3.34	3.31	3.14	3.02

资料来源：各省统计局统计年鉴，东亚前海证券研究所

LQ=（各省计算机通信和其他电子设备制造业营业收入/各省GDP）/（全国计算机通信和其他电子设备制造业营业收入/全国GDP）

统计口径：各省规模以上工业、全国规模以上工业

图表 83. 合肥集成电路产业集群龙头企业

公司名称	落户合肥时间	项目情况
杰发科技	2013	成立于 2013 年底，北京四维图新全资子公司，其前身为世界知名芯片设计公司联发科技和合肥高新科技创业投资合办的控股公司，为国内汽车电子芯片领军企业
晶合集成电路	2015	2015 年 5 月，合肥政府与力晶科技合资成立，是安徽省第一家 12 英寸晶圆代工企业，12 英寸晶圆制造基地项目总投资 128.1 亿元，是安徽省首个超百亿元级集成电路项目
通富微电子	2015	2015 年开工富士通先进封装测试产业化基地项目，总投资 60 亿元，主营传统集成电路模组封装、内存芯片模组封装、微电机传感器、晶圆片级芯片规模封装模组生产
长鑫储存	2017	2017 年 6 月，合肥长鑫集成电路公司成立，由合肥政府和存储芯片第一股兆易创新（603986）合作成立，同年 12 英寸存储器晶圆制造基地开工，为国内三大存储器项目之一 2019 年 9 月，合肥长鑫集成电路制造基地项目签约，总投资超 2200 亿元
先导薄膜	2017	2017 年，集生产、研发、销售为一体的全球顶尖高性能薄膜材料企业——先导薄膜材料有限公司落户合肥，主要向京东方、晶合等芯片半导体公司提供材料，为合肥市加快产业转型升级、打造新材料产业基地和合肥“芯”提供了材料保障
康佳集团	2019	2019 年，合肥与康佳半导体签署项目投资协议，项目第一阶段设立一家存储控制芯片设计公司（康芯威），第二阶段建立康佳半导体产业园基地；康芯威全面布局 eMMC、UFS、SSD 三大存储控制器领域，并具备一定的自主芯片研发、设计能力。
寒武纪	2019	2019 年中科寒武纪设立合肥研产中心，依托自身先进的技术水平及完整的 AI 芯片产业布局，已经成为国内“AI 芯片独角兽”
沛顿存储	2020	2020 年 10 月，深科技全资子公司沛顿科技与合肥产投、中电聚芯共同投资成立合肥沛顿存储，总投资约 100 亿元，计划年产能 144 万片晶圆

资料来源：东亚前海证券研究所整理

图表84. 合肥集成电路产业链梳理

上游 — 设备及材料

大华半导体 | 002236 | 集成电路高端封装智能装备
易芯半导体 | 12英寸芯片级单晶硅材料生产项目
芯基微电子 | 688630 | 无掩膜光刻设备、检测设备、高端PCB专用激光直接成像设备
江丰电子 | 300666 | 新型平板显示和集成电路产业用各类靶材
上海凯世通半导体 | 光伏、OLED、集成电路用离子注入设备
尚弘半导体 | 半导体专用设备制造
三越半导体 | 半导体设备
知常光电 | 高端光机电一体化仪器

中游 — 集成电路设计

联发科技 | 835970 | 世界顶尖集成电路设计公司，全球第二大研发中心落户合肥
敦泰科技 | 3545.TW | 电容屏触控芯片、显示驱动芯片等
寒武纪 | 688256 | 全球智能芯片先行者
君正科技 | 601216 | 国内极少数创新CPU核心技术公司之一，主营高性能SoC芯片
晶晨半导体 | 688099 | 半导体集成电路芯片
杰发科技 | 四维图新子公司，国内汽车电子芯片领军企业
集创微电子 | 平面显示技术和节能技术半导体芯片设计
兆芯电子 | 全球知名芯片设计厂商台湾群联电子在中国大陆设立的唯一研发基地，专业从事存储器主控芯片开发
中感微电子 | 2016年落户合肥，多传感器传感网芯片研发
恒烁半导体 | 完全中国自主知识产权的2D NOR Flash和3D立体NAND闪存
龙迅半导体 | 自主知识产权的高清多媒体接口和显示芯片
格易集成电路 | 兆易创新子公司，主营32位微控制器产品设计、闪存存储器产品设计
宏晶微电子 | 新型平板显示设备相关芯片研发
炬芯科技 | 中国领先的低功耗消费类系统级芯片设计厂商
睿科微电子 | 兆易创新与美国Rambus半导体合办，主攻电阻式随机存取存储器技术
擎发通讯科技 | 网络交换机芯片设计
伟凌创芯 | 储存、显示驱动、接口转换芯片设计
涌现智能科技 | 集成电路芯片设计
梦科技术 | 集成电路芯片及产品销售
博焱视芯 | AI视觉芯片
昇显微电子 | AMOLED显示屏幕驱动芯片设计
安聚仪电 | 集成电路设计
合肥芯投微电子 | 建立芯投微SAW滤波器研发设计及生产制造基地
申威睿思 | 数据中心加速领域高阶处理器SoC芯片
奎芯集成电路 | 集成电路设计

中游 — 制造

长鑫存储 | 兆易创新603986 | 12英寸DRAM存储器晶圆制造
合肥晶合集成电路 | 科创板通过注册申请 | 平板显示用驱动芯片代工生产
合肥至微半导体 | 12英寸晶圆再生项目
康佳半导体 | 家电巨头康佳集团拓展芯片业务，已建成Micro LED全制程研发生产线

中游 — 封装测试

通富微电 | 002156 | LCD和DRAM封装
新汇成微电子 | 晶圆凸块封装
矽迈微电子 | 2016年开工新型特种集成电路封装基地项目
国晶微电子 | 2014年开工合肥封装项目
中山讯芯电子 | 高端芯片晶圆级测试、半导体测试技术
奕斯伟科技 | 与台湾欣邦合办，主营COF封装
新汇成微电子 | 显示面板驱动芯片金凸块制作及封装测试
捷敏电子 | 美国捷敏电子子公司，世界领先电源管理半导体封装

资料来源：东亚前海证券研究所整理

4.3. 旅游产业

4.3.1. 安徽省政策明确提出：把旅游业打造成为战略性支柱产业

作为旅游大省，安徽省政府对当地旅游业制定了大量的发展政策，较早地明确了旅游业在安徽省产业发展中的地位：**将旅游业打造成为安徽省战略性支柱产业、安徽省成为旅游强省**。2014年的《安徽省人民政府关于促进旅游业改革发展的实施意见》、2017年的《安徽省人民政府关于将旅游业培育成为重要支柱产业的意见》、2021年的《安徽省“十四五”旅游业发展规划》以及《安徽省智慧旅游“十四五”行动计划》等文件均针对旅游业提出明确发展要求，将把旅游业打造成为战略性支柱产业。

图表 85. 安徽省旅游发展政策



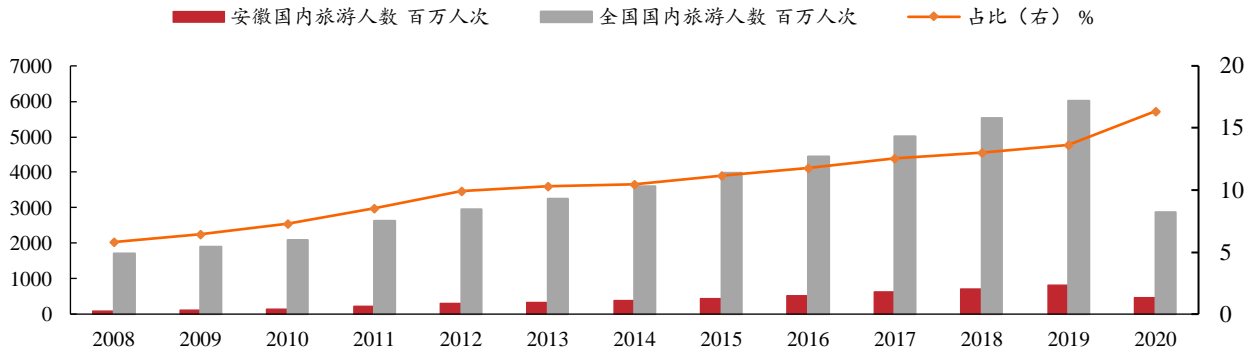
资料来源：安徽省政府官网、公开资料整理、东亚前海证券研究所

4.3.2. 安徽省旅游业快速发展，产业集聚度高于全国平均水平

从旅游收入和旅游人次上来看，安徽省旅游业呈现快速发展趋势。2008年至2019年，安徽省国内旅游人数由99.38百万人次增长至819.55百万人次，占全国的比重由5.81%增长至13.65%；2020年，受国内疫情影响，安徽省国内旅游人数降至470.47百万人次，但是全国占比上升至16.34%。2008

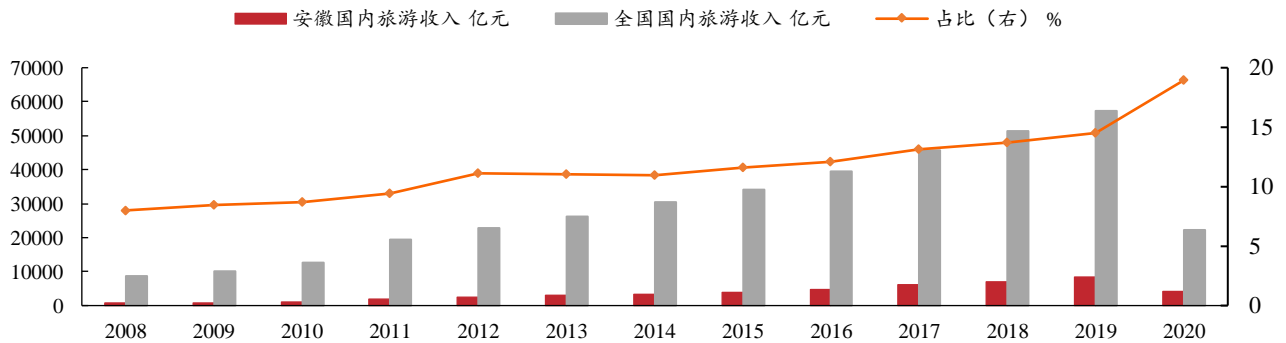
年至 2019 年安徽国内旅游收入由 700.24 亿元增长至 4221.5 亿元，占全国国内旅游收入的比重由 8% 增长至 18.94%。国际旅游方面，2008 年至 2019 年，安徽省国际旅游总收入由 4.54 亿元万美元增长至 33.88 亿元万美元，占比由 1.11% 增长至 2.58%。

图 86. 安徽省国内旅游人次占全国的比重快速上升



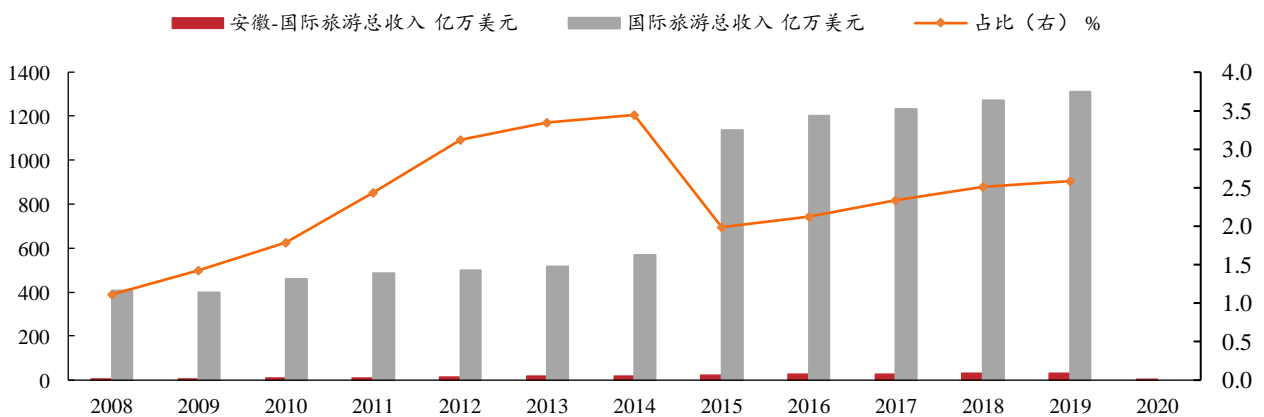
资料来源：安徽省统计局，国家统计局，东亚前海证券研究所

图 87. 安徽省国内旅游收入占全国的比重快速上升



资料来源：安徽省统计局，国家统计局，东亚前海证券研究所

图 88. 安徽省国际旅游收入占全国的比重快速上升



资料来源：安徽省统计局，国家统计局，东亚前海证券研究所
2020 年全国国际旅游总收入缺失

从产业集聚程度来看，2017 年至 2020 年，安徽省旅游业区位熵处于全

国领先水平，四年均值为 4.14，高于江苏、广东、北京。区位熵大于 1，表明产业集聚程度高于全国平均水平，安徽省区位熵四年均值大于 4，表明安徽省旅游业水平发达，远远高于全国平均水平。

图表 89. 国内旅游集聚程度

	安徽 LQ	北京 LQ	广东 LQ	江苏 LQ
2017	4.05	3.33	2.17	2.40
2018	3.71	3.01	2.20	2.47
2019	3.85	2.86	2.20	2.40
2020	4.96	3.63	1.86	3.60
四年均值	4.14	3.21	2.11	2.72

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

LQ=（安徽省国内旅游收入/安徽省 GDP）/（全国国内旅游收入/全国 GDP）

图表 90. 安徽“十三五”时期安徽旅游业发展成效

产业集群评价 指标	“十三五”时期安徽旅游业发展成效
企业数量	旅游生产经营单位达 3.3 万个，其中全国旅游集团 20 强 3 家。新增旅行社 414 家，总数达 1519 家。星级饭店发展至 302 家。
旅游景区	新增 A 级旅游景区 65 家，总数达 625 家，其中 5A 景区由 9 家增至 12 家。半汤温泉旅游区获评国家级旅游度假区。合肥、芜湖、铜陵入选首批国家文化和旅游消费试点城市。
就业人数	旅游业从业人员占全省就业总人数的 10% 以上，已成为扩大内需、增加就业、推动经济增长的重要引擎。
对经济贡献	文化产业、旅游产业增加值占 GDP 比重进一步提高，对民宿、民航、铁路客运业等贡献率超过 80%，对餐饮、商业等贡献率超过 40%。
服务网络	基础设施不断完善，持续发展动力得到巩固。全省 64 个县(区)中的 44 个实现市到县一级公路连接。我省成为全国第二个“市市通高铁”的省份，安徽 16 个市全部迈入高铁时代。截至 2020 年底，安徽高铁通车里程 2329 公里，位居全国第一。

资料来源：安徽省人民政府官网，东亚前海证券研究所

4.3.3. 安徽省旅游业自然文化条件优渥，旅游业持续发展动力充足

自然文化资源得天独厚。安徽省旅游资源丰富，根据《安徽省“十四五”乡村旅游发展规划》的数据，得益于安徽省独特的地理位置和气候条件，辖区范围内各类旅游资源丰富。截至 2021 年年底，安徽省拥有 2 处世界地质公园，3 处世界遗产，1 处国家级旅游度假区，2 处国家生态旅游示范区，5 座国家历史文化名城，6 个国家自然保护区，10 处国家级重点风景名胜区，13 处国家地质公园，29 个国家森林公园，179 处全国重点文物保护单位，11 家 5A 级景区。

新发展格局加快构建，为安徽省旅游业发展开拓新局面。安徽在区位

交通、自然文化资源、市场腹地、人力资源等方面具有优势，安徽省旅游业通过深度融入生产、流通、消费大循环，能够加快释放内需潜力，逐渐成为安徽省战略性支柱产业。

4.4. 白酒产业

4.4.1. 政策加码白酒行业，徽酒营收有望破 500 亿元

安徽省政策助力白酒行业，2025 年安徽省白酒企业有望实现营业收入 500 亿元。安徽省于 2020 年 4 月 21 日发布了《关于促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，文件提出八大重点工作，包括优化白酒产业布局、培育一批龙头企业、促进企业转型升级、推动实施绿色制造、持续提升产品质量、重塑安徽白酒品牌、不断优化营销模式和加强人才培养。在政策的大力支持下，安徽省白酒行业有望迎来一个高速发展期。目前，安徽白酒上市公司数量已与白酒大省四川并列全国第一，达到 4 家，分别为古井贡酒、迎驾贡酒、口子窖和金种子酒。

图表91. 安徽省白酒上市公司数量领先

省份	上市股票数量	上市公司			
安徽省	4	古井贡酒	金种子酒	口子窖	迎驾贡酒
四川省	4	水井坊	泸州老窖	舍得酒业	五粮液
甘肃省	2	金徽酒	*ST 皇台	-	-
江苏省	2	今世缘	洋河股份	-	-
北京	1	顺鑫农业	-	-	-
贵州省	1	贵州茅台	-	-	-
海南省	1	海南椰岛	-	-	-
河北省	1	老白干酒	-	-	-
湖南省	1	酒鬼酒	-	-	-
青海省	1	天佑德酒	-	-	-
上海	1	岩石股份	-	-	-
山西省	1	山西汾酒	-	-	-
新疆维吾尔自治区	1	伊力特	-	-	-

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表92. 安徽省以八大重点工作推动本省白酒行业高质量发展

重点工作	主要内容
围绕“产区+基地”，优化白酒产业布局	结合我省地处黄淮名酒带、长江名酒带的地理特点，优化产业布局，培育优势产业。按照规模化、集约化原则，引导市场要素资源向优势产区集中，培育核心竞争力产业，将产区优势转化为产业优势。以重点白酒骨干企业为支撑，基于本地资源禀赋和比较优势，建立专业化、标准化和规模化的优质原料基地，引导中小企业以产业链为纽带，向龙头企业集中集聚，构建协作配套、协同发展的产业体系。
围绕“扶优+扶强”，培育一批龙头企业	支持发展混合所有制经济，鼓励非国有资本投资主体积极参与国企改革重组，参与国有控股上市公司增资扩股及企业经营管理。支持白酒企业跨省合作，加快全国战略布局，通过资本、品牌和技术输出，整合国内白酒资源，实现优势互补，扩大产业规模，培育一批综合实力较强的行业龙头企业。
围绕“数字+智能”，促进企业转型升级	支持企业淘汰落后生产设备，加大技术改造和智能设备投入，搭建车间级工业互联网，使车间设备互联互通，完成生产线数字化、网络化改造，建设数字化车间。加强示范引导，支持企业、行业和区域开展“两化”融合管理标准体系的对标贯标工作，提高企业工艺流程、生产装备、过程控制等环节的信息技术集成应用水平。
围绕“低碳+循环”，推动实施绿色制造	落实能耗、水耗、物耗、污染控制、资源综合利用及绿色制造管理体系等标准规范，按照用地集约化、生产洁净化、废物资源化、能源低碳化原则，开发绿色产品，创建绿色工厂。
围绕“质量+安全”，持续提升产品质量	支持行业协会、企业参与国家、行业标准制定，支持白酒企业建立企业标准体系。大力推广纯粮固态发酵，引导企业传承和创新传统酿酒工艺，保护酒厂窖池资源。加强白酒企业生产区域及周边环境的保护和治理，保障酿造所需的水质和生态要求。
围绕“精品+名品”，重塑安徽白酒品牌	支持企业争创“中国驰名商标”、“中华老字号”，加强品牌梯度培育，打造一批知名品牌企业。深入挖掘地域文化，讲好品牌故事，创建特色小镇，促进酒旅文化融合，推进安徽白酒品牌向中国品牌、世界品牌转变。
围绕“创新+创意”，不断优化营销模式	支持企业通过直配、分销、联营、体验店等多种模式，深耕省内市场，巩固和提高市场占有率，织密线下营销网络，加快开拓省外市场，推进营销网络全国化布局。支持企业运用大数据分析，根据消费者不同需求，开发适销对路的商品，实现个性化订制，推进白酒销售从B2B、B2C向C2M（定制）转变，细分目标市场，实现精准营销。
围绕“领军+工匠”，加强人才队伍培养	大力弘扬新时代企业家精神、发挥企业家才能，提高企业家社会地位，支持创新创造，打造一批行业领军人才。开展技能培训、组织技能竞赛，推行关键岗位从业人员持证上岗，开展人才和技术交流活动，加强在职人员继续教育培训，提高白酒行业人员整体素质。

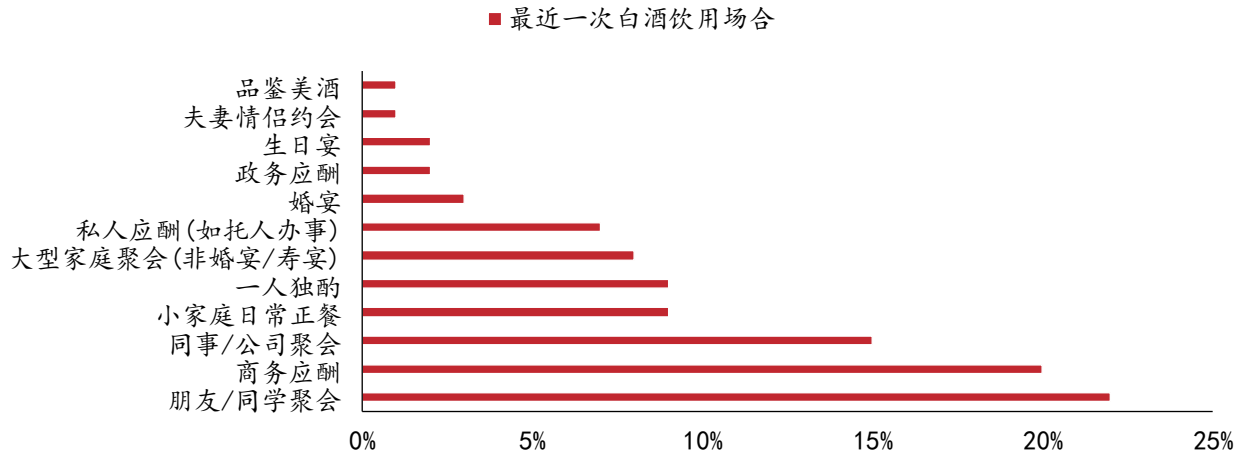
资料来源：安徽省人民政府网，东亚前海证券研究所

4.4.2. 产业集聚助力安徽次高端白酒发展

白酒消费场景分化，次高端白酒以宴席需求为主。白酒消费目的主要分为宴请、送礼、收藏、自饮等四类，根据胡润研究院的《2019 中国酒类消费行为白皮书》，宴请和送礼是白酒最为重要的消费目的。而根据《2021 中国白酒消费洞察报告》，白酒消费场景中，聚会和商务应酬是白酒主要的

消费场景。白酒行业中高端白酒具有最强的奢侈品属性和社交属性，因此高端白酒的送礼需求是最高的，而区域次高端白酒在当地宴请、宴席需求较高。

图表93. 聚会和商务应酬是白酒主要的消费场景



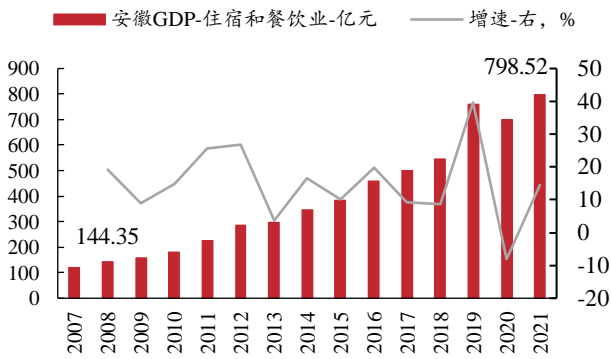
资料来源：《2021 中国白酒消费洞察报告》，东亚前海证券研究所

安徽产业升级、集聚为当地创造了商务宴请的需求，同时，人均收入提高带动整个白酒行业消费上移，安徽次高端白酒市场需求提升。随着安徽“合肥模式”不断地落地成功，安徽吸引了京东方、兆易创新、蔚来等高新技术领域的合作项目落户，逐渐形成了新型显示、集成电路、新能源汽车等领域的产业集群。

从安徽高新技术企业数量来看，自2008年以来，安徽高新技术企业数量快速增长：2008年-2020年，高新技术企业数量从1126家增长至8444家。高新技术企业在带来产业升级发展的同时，也创造了大量商务宴会需求。

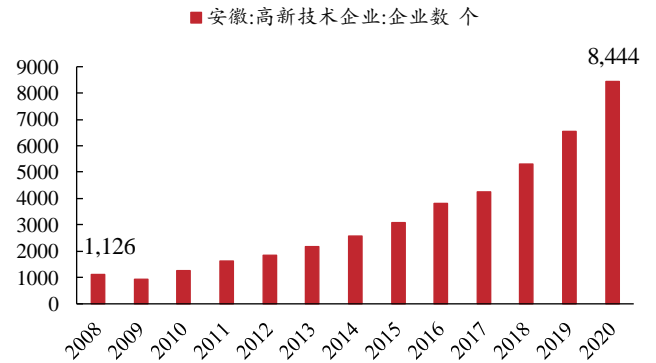
从安徽住宿和餐饮业规模来看，2008年-2021年，住宿和餐饮GDP由144.35亿元增长至798.52亿元。从安徽人均GDP来看，2008年至-2021年，人均GDP由1.44万元增长至7.03亿元。收入水平的提高带动白酒消费档位提升、当地产业集聚带来商务聚会需求增加、安徽次高端白酒较强的本土品牌认可，安徽次高端白酒有望迎来较大的发展机遇。

图表94. 安徽住宿和餐饮业规模快速增长



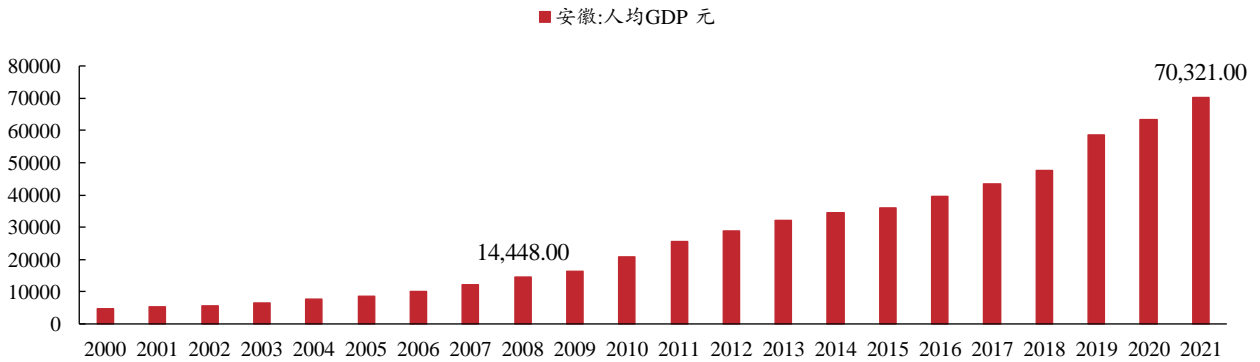
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表95. 安徽高新技术企业数量快速增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表96. 安徽人均 GDP 快速增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

安徽省白酒产业集聚效果显著。从企业数量上来看,截至2019年末,安徽省规模以上工业白酒企业101家,居全国位次由2015年的第5位升至第3位。

从白酒产业营收来看,2019年,全年实现营业收入260.3亿元,居全国位次由第5位升至第4位,实现利润64.6亿元,居全国位次由5位升至第4位。

从白酒产业集中度来看,安徽省白酒产业集中度由2015年的55.1%升至2019年的74.5%。截至2019年末,白酒企业产值超亿元企业有20户、超10亿元有4户,安徽古井贡酒股份有限公司产值近百亿元。2019年,亳州、淮北、六安3市白酒产业分别实现营业收入112、52.4和36.8亿元,合计占全省白酒产业的89.5%,比2015年提高12.4个百分点。

从产出效率来看,2019年,全省规模以上白酒产业增加值率由2015年的38.2%升至2019年的52%,营业收入利润率由13.5%升至24.8%,居全国位次由6位升至第3位。101家企业中有92家盈利9家亏损,亏损面8.9%、比全国低2.2个百分点。

图表97. 安徽省白酒产业发展成效显著

产业集群评价指标	安徽白酒产业发展成效
企业数量	截至 2019 年末，安徽省规模以上工业白酒企业 101 家，居全国位次由 2015 年的第 5 位升至第 3 位。
集群总产出	2019 年，全年实现营业收入 260.3 亿元，居全国位次由第 5 位升至第 4 位，实现利润 64.6 亿元，居全国位次由 5 位升至第 4 位。
产业集中度	产业集中度由 2015 年的 55.1% 升至 2019 年的 74.5%。截至 2019 年末，白酒企业产值超亿元企业有 20 户、超 10 亿元有 4 户，安徽古井贡酒股份有限公司产值近百亿元。2019 年，亳州、淮北、六安 3 市白酒产业分别实现营业收入 112、52.4 和 36.8 亿元，合计占全省白酒产业的 89.5%，比 2015 年提高 12.4 个百分点。
产出效率	2019 年，全省规模以上白酒产业增加值率由 2015 年的 38.2% 升至 2019 年的 52%，营业收入利润率由 13.5% 升至 24.8%，居全国位次由 6 位升至第 3 位。101 家企业中有 92 家盈利 9 家亏损，亏损面 8.9%、比全国低 2.2 个百分点。

资料来源：安徽省统计局官网，东亚前海证券研究所

5. 顺应城市发展方向，安徽城投机会挖掘

5.1. 合肥市三大平台：新兴产业投资带动营收增长，偿债能力较强

城投公司是城市发展的重要投融资平台，城投公司产生之初便带有履行政府决策部署、为城市发展服务的使命。当前政策背景下，城投公司存在市场化转型的压力，自负盈亏成为未来经营方向。因此，我们分析城投公司，关注区域经济的同时，城投公司的业务构成及其收益也是关注的重点。

合肥模式下的产业投资，支持地方产业升级的同时，也拓展了城投公司营收业务，实现了城投公司与产业升级的良性互动。

合肥建投：

1) 从投资收益角度来看：合肥建投总资产收益率变动与产业投资带来的投资收益变动趋势基本一致，在投资收益较高的年份，总资产收益率也较高。

2) 从主营构成角度来看：产业投资扩大了合肥建投业务范围，拓宽收入来源。合肥晶合集成电路股份有限公司（晶合集成）是合肥建投的子公司，在 2020 年、2021 年分别为合肥建投营业收入贡献了 15.12、54.29 亿元，占合肥建投营业总收入的 7.11%、19.79%。

3) 从偿债能力角度来看，合肥建投偿债能力较强。近五年来，合肥建

投资资产负债率稳定，基本维持在 60%上下；流动比率、速动比率呈现下降趋势，2021 年合肥建投流动比率为 1.79 倍、速动比率为 1.51 倍；现金流量利息保障倍数在 2021 年创新高，为 4.19 倍。

图表 98. 合肥建投主营构成中新增集成电路相关产品营收项目，主要来自于子公司晶合集成

营业收入项目名称 (单位: 亿元)	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	274.38	212.73	241.01	220.84	204.41	186.10	195.44
百货、超市类	63.38	58.68	104.64	102.83	100.59	94.16	94.56
集成电路相关产品	54.29	15.12	-	-	-	-	-
天然气、煤气及其安装	42.06	25.85	24.21	20.09	17.20	17.87	7.65
自来水及其安装	28.75	24.86	18.25	13.42	10.42	10.31	8.32
种子、农化类	26.17	24.57	24.04	19.27	14.69	12.18	12.61
公共交通运输	25.89	12.22	9.27	6.30	5.14	6.11	13.05
集成电路相关产品/营业收入	19.79%	7.11%	-	-	-	-	-
晶合集成-营业总收入	54.29	15.12	5.34	2.18	-	-	-

资料来源：企业预警通，Wind，东亚前海证券研究所

图表 99. 近几年来，合肥建投盈利能力及偿债能力保持在较高水平

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
投资收益：亿元	58.62	54.28	61.88	15.04	15.97	73.59	65.25
总资产：亿元	5502.87	4801.5	4422.93	4084.7	3919.87	3252.23	2527.88
总资产收益率	1.57%	0.73%	1.23%	-0.09%	-0.03%	1.05%	1.83%
资产负债率	62.92%	60.43%	57.64%	59.76%	57.64%	60.43%	62.92%
流动比率	1.79 倍	2.09 倍	2.80 倍	2.90 倍	3.38 倍	4.48 倍	4.45 倍
速动比率	1.51 倍	1.71 倍	2.39 倍	2.61 倍	3.16 倍	2.89 倍	2.65 倍
现金流量利息保障倍数	4.19 倍	1.39 倍	2.21 倍	4.06 倍	4.35 倍	2.05 倍	2.38 倍

资料来源：企业预警通，东亚前海证券研究所

合肥兴泰：

1) 从营收来看，房地产开发业务带动营收快速增长。受益于合肥地方产业升级，正如上文“合肥模式”社会效益中所说，地方产业升级促进城市化加快、就业人口的乘数效应等，从而推动地方土地价格、房价的升值。合肥兴泰房地产开发营收的快速增长，离不开合肥产业升级、产业集聚带来的房地产需求。

2) 从盈利能力来看，合肥兴泰盈利能力增强。投资收益和总资产收益率均呈现增长趋势。2021 年，投资收益为 11.89 亿元，总资产收益率为 3.97%。

3) 从偿债能力来看，合肥兴泰流动性略显不足。近年来，合肥兴泰资

产负债率不断下降，2021 年为 53.72%；流动比率、速动比率呈下降趋势，2021 年流动比率为 1.51 倍，速动比率为 0.84 倍。

图表 100.合肥兴泰房地产开发业务营收增速较快

营业收入项目 名称(单位:亿元)	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	97.93	73.81	43.90	37.75	44.35	40.83	5.54
房地产开发	74.04	52.59	27.72	19.70	27.40	26.59	0.15
金融服务	9.24	8.58	4.51	7.56	8.24	7.83	-
保安服务	6.85	5.87	5.40	4.72	3.99	2.95	-
招投标服务	4.88	4.48	5.05	4.12	3.49	2.64	-
其他主营收入	2.20	1.90	0.77	1.29	1.11	0.78	0.10
其他业务收入	0.72	0.40	0.46	0.36	0.13	0.05	0.00

资料来源：企业预警通，东亚前海证券研究所

图表 101.合肥兴泰盈利能力较强、资产负债率降低、现金流量利息保障倍数较为紧张

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
投资收益：亿元	11.89	11.7	9.6	8.96	6.34	5.06	-
总资产：亿元	631.05	552.78	498.49	486.79	452.83	389.78	220.12
总资产收益率	3.97%	4.05%	3.28%	2.77%	2.53%	2.61%	2.45%
资产负债率	53.72%	52.99%	59.47%	63.96%	65.53%	69.57%	55.23%
流动比率	1.51 倍	1.96 倍	1.68 倍	1.35 倍	1.43 倍	1.45 倍	1.53 倍
速动比率	0.84 倍	1.18 倍	1.03 倍	0.93 倍	1.08 倍	1.21 倍	1.53 倍
现金流量利息保障倍数	-2.69 倍	-0.24 倍	1.71 倍	2.76 倍	0.90 倍	5.44 倍	0.19 倍

资料来源：企业预警通，东亚前海证券研究所

合肥产投：

1) 从营业收入来看，合肥产投营收稳步快速增长。由 2016 年为 26.30 亿元增长至 2021 年为 56.06 亿元。

2) 从主营构成来看，合肥产投新兴产业布局丰富，并且对公司营收有重要拉动作用。合肥产投子公司包括合肥长鑫集成电路有限责任公司（长鑫集成）、安徽国风新材料股份有限公司（国风新材料）、合肥离子医学中心有限公司（离子医学）等，其中长鑫集成、国风新材料已经发展成为国内集成电路、新材料领域较为领先的企业。合肥产投营收第一大业务为制造加工，而制造加工收入主要来自于子公司国风新材料。

3) 从偿债能力来看，合肥产投偿债能力较强。合肥产投资产负债率不断降低，2021 年为 53.58%。流动比率、速动比率呈现下降趋势，但是 2021 年速动比率仍然高达 1.68 倍，流动性较好。

图表102.合肥产投制造加工、供应链业务、运输业务占营业收入主体

营业收入项目名称 (单位: 亿元)	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年	2016年
营业收入	56.06	49.06	39.65	31.89	33.10	26.30
制造加工	19.11	14.92	13.66	12.38	-	-
供应链业务	15.35	9.30	-	-	-	-
运输	12.14	7.92	4.17	1.43	-	-
金融服务	2.85	2.84	3.24	3.37	-	-
固体废物处置	1.91	1.20	1.07	1.07	-	-
文教餐饮服务	1.58	2.21	2.37	2.16	-	-
租赁	1.00	0.57	0.68	2.65	-	-
国风新材料-营业收入	19.10	14.81	13.61	12.34	11.73	11.45

资料来源: 企业预警通, 东亚前海证券研究所

图表103.合肥产投盈利能力及偿债能力

	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
投资收益: 亿元	2.58	19.37	0.78	7.64	0.82	2.05	-
总资产: 亿元	688.26	615.91	760.84	532.61	450.24	305.38	353.35
总资产收益率	3.30%	0.59%	1.06%	1.37%	1.41%	1.34%	1.40%
资产负债率	53.58%	59.87%	69.31%	64.92%	58.73%	51.89%	56.31%
流动比率	1.76 倍	1.65 倍	1.63 倍	1.63 倍	3.49 倍	1.64 倍	2.30 倍
速动比率	1.68 倍	1.59 倍	1.47 倍	1.45 倍	2.93 倍	1.12 倍	0.77 倍
现金流量利息保障倍数	-0.54 倍	0.88 倍	2.10 倍	1.52 倍	7.97 倍	-0.34 倍	1.20 倍

资料来源: 企业预警通, 东亚前海证券研究所

5.2. 顺应城市发展方向, 新兴产业较强的地级市值得关注

近年来, 安徽省大力发展战略性新兴产业, 并取得较好的发展成就。2021年安徽省战略性新兴产业产值突破2万亿元大关, 产值约为2.5万亿元。从2021年地级市战略性新兴产业产值来看, 合肥、芜湖、滁州、蚌埠、铜陵、马鞍山为前六大地级市, 战略性新兴产业产值分别为6828.56亿元、4104.83亿元、2095.80亿元、1588.64亿元、1580.17亿元、1501.81亿元。战略性新兴产业的发展为城市转型升级以及未来发展空间注入了源动力, 建议重点关注合肥、芜湖、滁州、蚌埠、铜陵、马鞍山。

图表 104. 安徽省战略性新兴产业快速增长

战略性新兴产业产 值：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
全省	6863.43	8378.87	8921.52	10161.29	12337.84	14320.53	16448.56	19415.88	24997.95
合肥市	2006.81	2553.94	2788.76	3100.05	3599.77	4072.06	4503.30	5321.10	6828.56
芜湖市	1252.91	1533.44	1371.15	1572.66	1924.30	2220.45	2548.86	3009.18	4104.83
滁州市	360.25	421.94	521.63	638.49	816.18	960.97	1183.82	1537.07	2095.80
蚌埠市	497.23	616.70	768.07	1000.67	1184.10	1448.98	1764.57	2087.84	1588.64
铜陵市	482.65	583.55	625.21	729.17	948.43	1110.99	1133.54	1170.50	1580.17
马鞍山市	455.67	543.63	438.34	510.81	650.16	775.26	907.28	1111.87	1501.81
宣城市	277.25	342.91	446.81	485.15	606.53	734.14	884.72	1002.74	1359.21
安庆市	297.17	343.13	477.88	499.18	543.40	648.17	718.82	836.06	1112.05
阜阳市	121.98	158.77	228.57	309.81	399.66	484.42	578.98	651.93	832.39
六安市	228.31	255.87	248.46	278.60	370.90	408.47	454.14	548.01	731.15
淮北市	334.39	404.74	358.42	282.46	341.27	330.11	404.69	529.01	723.73
亳州市	187.50	223.45	250.05	296.57	376.97	432.79	542.51	658.77	715.29
宿州市	65.33	79.60	117.69	135.22	174.16	209.24	242.88	278.22	400.17
黄山市	134.62	145.29	143.26	170.22	206.68	241.05	279.09	298.63	366.92
池州市	81.75	95.33	85.86	101.48	123.22	144.46	191.45	229.77	340.50
淮南市	79.60	76.59	51.34	50.76	60.08	71.83	80.52	105.00	127.92

资料来源：Wind, 东亚前海证券研究所

1) **合肥**：合肥作为安徽省省会城市，战略性新兴产业产值位居全省首位，约占全省 27.32%。合肥已经形成完整的新能源汽车产业链，汇集新能源汽车产业链上下游企业 120 余家；合肥新型显示产业基地，目前已集聚了超过 120 家企业，整体规模已居全国前列；合肥人工智能集群集聚企业达 846 家，是国内四大人工智能产业集群之一。

2) **芜湖**：2021 年，芜湖战略性新兴产业产值 4104.83 亿元，全省第二。芜湖毗邻合肥，具有天然的地理位置优势，承接合肥新能源汽车产业集群转移，芜湖已经具有奇瑞未来工厂、比亚迪动力电池项目、孚能科技以及电驱电控、车身系统等领域的公司。

3) **滁州**：2021 年，滁州战略性新兴产业产值 2095.80 亿元，全省第三。安徽省政府对滁州产业发展定位之一为重点培育硅基新材料产业集群，滁州为新型功能纺织材料产业集聚发展基地。滁州在光伏及新能源领域具备较多龙头企业，2016 年引进光伏玻璃龙头福莱特，此后隆基股份、晶科、东方日升、亚玛顿、南玻集团等光伏产业上中下游龙头企业相继落子滁州。

4) **蚌埠**：2021 年，蚌埠战略性新兴产业产值 1588.64 亿元，全省第四。蚌埠形成了以凯盛科技集团为龙头的硅基新材料基地；在前沿新材料领域，

蚌埠正在建设以丰原集团为核心的固镇生物制造基地，大力发展新型生物材料；在医药领域，蚌埠为安徽省化学原料药基地。

5) **铜陵**：2021年，铜陵战略性新兴产业产值1580.17亿元，全省第五。铜陵拥有先进结构材料产业集群，其铜基新材料产业集群入列第一批国家级战略性新兴产业集群。

6) **马鞍山**：2021年，马鞍山战略性新兴产业产值1501.81亿元，全省第六。目前马鞍山已经初步形成新能源商用车整车制造，汽车零部件配套，动力电池材料、配件生产的产业布局。涌现了以汉马科技为代表的整车制造龙头企业，以泉峰汽车、南实科技、华孚精密科技、科达新材料等为代表的汽车零部件骨干企业。除此之外，马鞍山还具有高性能铁基新材料产业集群。

6. 投资建议

安徽省经济发展得益于“合肥模式”的成功，“合肥模式”的成功是合肥政府综合性、系统性政策规划，多层次政策扶持的结果。产业结构直接影响城市的兴衰，单方面的资金支持或者单方面的土地、财政补贴支持都不足以培育一个可持续发展的产业集群，需要精密的顶层设计。市场化的投资基金仅关注单个项目的回报率，并不关注项目的溢出效应。而政府引导基金结合政府对企业的财政补贴、土地补贴，能够从更高层次统筹基金回报率、财政税收、就业、城市长期增长等多维度发展目标，从而实现多赢。

以汽车产业为例，2018年-2021年合肥新能源汽车集聚程度均远高于全国水平，2021年合肥新能源汽车产业LQ为1.64，高于汽车大省广东、北京、上海。汽车产值由2013年的34亿元增长至2021年的1412亿元，年均复合增速达59.3%。汽车产业集群效应凸显，并成为安徽增长的新动能，这是“合肥模式”成功的直接成果。除此之外，安徽省在新型显示、人工智能、新材料、医药、新能源等领域也已逐渐形成产业集群。高新技术产业不仅有较高的成长性能带动整体经济的增长，其乘数效应还能带动服务业及消费行业的发展，最终带来人口聚集和土地价格良性上涨，政府的财政收入同步增加。

安徽省十四五规划中提出重点培育新型显示、集成电路、新能源汽车、人工智能和智能家电5个世界级战略性新兴产业集群，同时新材料、光伏新能源和生物医药产业作为十大新兴产业亦得到大力支持。此外，安徽省经济高质量发展，亦会对旅游业和白酒产业等消费行业形成支撑。

从产业投资角度，建议关注：

- 1) 新型显示行业的龙头京东方和维信诺；
- 2) 集成电路行业的芯碁微装、江丰电子；
- 3) 汽车行业的江淮汽车、瑞鹄模具、科威尔；
- 4) 新材料行业的皖维高新、中钢天源；
- 5) 旅游业的同庆楼、黄山旅游；
- 6) 白酒行业的古井贡酒、迎驾贡酒；
- 7) 光伏新能源行业的阳光电源、隆基绿能；
- 8) 生物医药行业的立方制药、欧普康视；
- 9) 证券行业中新项目储备丰富的国元证券。

从城投公司投资角度，建议关注战略性新兴产业发展规模较好的区域，地方产业转型升级与城市经济发展密切相关，城投公司实力与地方产业形成良性互动：

- 1) 合肥：省会城市，拥有新能源汽车、新型显示、集成电路多领域产业集群；
- 2) 芜湖：毗邻合肥，承接合肥新能源汽车产业；
- 3) 滁州：光伏及新能源领域具备较多龙头企业，安徽省新型功能纺织材料产业集聚发展基地；
- 4) 蚌埠：形成了以凯盛科技集团为龙头的硅基新材料基地；蚌埠为安徽省化学原料药基地；
- 5) 铜陵：铜基新材料产业集群列入第一批国家级战略性新兴产业集群；
- 6) 马鞍山：承接合肥新能源汽车产业；高性能铁基新材料产业集群。

7. 风险提示

疫情超预期反复：近期新冠肺炎疫情出现新毒株，各地疫情有所反复，疫情超预期可能导致生产生活再次受到影响。

宏观经济超预期下行：海外高通胀下加息节奏加快，全球经济或将进入实质衰退阶段，叠加国内需求不足，宏观经济或将超预期下行。

地产风险超预期蔓延：尽管保地产政策频发，地产风险有望得到控制，但地产目前仍在筑底阶段，后续蔓延风险依然存在。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014 年-2016 年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017 年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017 年金翼奖，商业贸易行业第三；2019 年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>