



公司研究 | 深度报告 | 皖通高速 (600012.SH)

江淮黄金通道，成长更具势能

报告要点

安徽皖通高速公路股份有限公司于 1996 年 8 月 15 日成立，是中国第一家在香港上市的公路公司，亦为安徽省内唯一的公路类上市公司。公司拥有合宁高速公路、205 国道天长段新线、高界高速公路、宣广高速公路等位于安徽省境内的收费公路全部或部分权益。获益于增量资产收购以及存量路产改扩建，皖通高速的车流量以及通行费收入在长周期中保持快速增长。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



张银晗

SAC: S0490520080027

皖通高速 (600012.SH)

2025-12-31

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

江淮黄金通道，成长更具势能

皖通高速：扎根安徽省，垄断省内路产

安徽皖通高速公路股份有限公司于 1996 年 8 月 15 日成立，是中国第一家在香港上市的公路公司，亦为安徽省内唯一的公路类上市公司。公司拥有合宁高速公路、205 国道天长段新线、高界高速公路、宣广高速公路等位于安徽省境内的收费公路全部或部分权益。**受益于增量资产收购以及存量路产改扩建，皖通高速的车流量以及通行费收入在长周期中保持快速增长，2000-2024 年皖通高速日均车流量以及通行费收入复合增速接近 10%。2021 年随着合宁高速“四改八”后通行费增长超预期、收购岳武高速安徽段及安庆大桥、以及宣广高速阶段性完工，公司资产回报率进一步抬升，盈利实现加速增长。**

立足当下：区位优势，集团利，时点好

安徽省地处华东腹地，承东启西、连南接北，是长三角与京津冀两大经济圈的重要交通纽带。近年来安徽省经济发展迅速，2014-2024 年 GDP 复合增速达 8.3%，位列全国第六；**皖通高速作为省内核心路网运营商，区位优势突出。**2024 年末，大股东安徽省交通控股集团运营总里程占全省约 88%，**省内高速路网高度集中化，使得集团资源调配能力具有显著优势**，2012 年至今，集团向皖通高速注入广祠高速、安庆长江公路大桥、岳武高速、阜周高速以及泗许高速等优质路产，为上市公司贡献显著利润增厚。皖通在保持较低改扩建成本的同时，仍能实现较高的投资回报率，形成“低成本、高回报”的良性循环模式，路产改扩建 IRR 领先行业均值。**随着成熟路产改扩建逐步落幕以及新增路产的收购，皖通高速的路产布局展现出显著的长久期优势，夯实资产质地优越性。**

展望未来：并购推升利润，股东回报领先

短期盈利有望加速上行：2025 年初，皖通高速收购安徽省交通控股集团有限公司持有的阜周高速和泗许高速 100% 股权，**阜周高速、泗许高速近年均保持较好的利润水平，2025 年开始有望为皖通高速的持续盈利提供助力。****中期分红比例稳定：**皖通高速在分红政策上呈现出“高支付率+稳定增长”的双重特征，且于 2025 年 4 月发布最新股东回报规划（2025-2027 年），承诺未来三年公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 60%，公司高分红政策延续性得到确认，强化了市场对稳定分红的预期。**长期并购持续落地：**集团旗下优质路产储备为皖通高速未来发展提供了坚实支撑。作为集团核心上市平台，皖通高速在资产注入方面具有明显优势：1) 首先，集团目前持有包括无岳高速、阜淮高速等在内的优质路产，具有良好的财务表现；2) 更重要的是，从历史经验看，集团多次向上市公司注入优质资产，成功经验丰富。**展望未来，随着集团资产不断注入，皖通高速可以持续巩固在长三角地区高速公路运营商的领先地位。预计 25-27 年公司实现归属净利润 19.3 亿元、19.9 亿元和 20.0 亿元，对应 PE 估值分别为 13.0X、12.6X 和 12.5X，首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示

- 1、车流量增长不及预期；
- 2、路产收购后运营不及预期；
- 3、高速公路收费政策变动；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	14.69
总股本(万股)	170,859
流通A股/B股(万股)	116,560/0
每股净资产(元)	7.28
近12月最高/最低价(元)	18.58/12.73

注：股价为 2025 年 12 月 30 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

更多研报请访问
长江研究小程序

目录

皖通高速：扎根安徽省，垄断省内路产	6
背靠安徽国资委，省内唯一上市公路平台	6
并购与扩建有序，车流量快速增长	8
聚焦通行费业务，资产回报率稳步抬升	10
立足当下：区位优，集团利，时点好	13
区位优：中部重镇，承东启西、连南接北	13
集团利：大力扶持上市公司，持续注入优质资产	15
时点好：改扩建后周期，剩余收费期限长	17
展望未来：并购推升利润，股东回报领先	18
短期盈利加速上行：资产并购推升利润	19
中期分红比例稳定：股东回报领先行业	19
长期并购持续落地：集团资产注入预期升温	20
风险提示	24

图表目录

图 1：根据 2025 年三季报披露，皖通高速第一大股东为安徽交控，实控人为安徽省国资委	6
图 2：安徽省高速公路路线示意图	7
图 3：皖通高速日均车流量以及同比增速，2000-2024 年日均车流量 CAGR=9%	9
图 4：2020 年以来皖通高速营业收入保持较快增长	10
图 5：2024 年通行费收入占营业收入的比重为 54%	10
图 6：皖通高速历史通行费收入以及营业收入占比情况	10
图 7：皖通高速营业成本历史变动情况	11
图 8：2024 年通行费业务成本占营业成本的比重为 31.5%	11
图 9：剔除掉建造成本，皖通高速的营业成本整体保持稳定	11
图 10：皖通高速盈利保持快速增长	12
图 11：皖通高速盈利能力稳步提升	12
图 12：随着资本开支的增加，皖通高速的资产负债率有所提升	12
图 13：安徽省在长江经济带中的地位突出，衔接多个城市群	13
图 14：安徽省近年来 GDP 增速保持稳健增长	14
图 15：2014-2024 安徽省 GDP 复合增速位列全国第六	14
图 16：安徽省近年来人均可支配收入增速保持稳健增长	14
图 17：安徽省民用汽车拥有量保持稳步增长	14
图 18：安徽省交通运输、仓储和邮政业增加值（2019-2024）	15
图 19：安徽省年末常住人口及城镇化率（2014-2024）	15
图 20：安徽省净流入人口（2014-2024）	15
图 21：安徽、浙江、江苏各集团运营总里程占全省高速总里程比例	16
图 22：安徽省交控集团资产负债率（2014-2024）	16

图 23: 安徽省交控集团营业收入 (2014-2024)	16
图 24: 安徽省交控集团归母净利润 (2014-2024)	16
图 25: 皖通高速历史并购项目 ROE、PE、收购金额	17
图 26: 集团注入路产收购后毛利润情况	17
图 27: 集团注入路产收购后日均车流量同比变动	17
图 28: 高速公路改扩建项目内部收益率对比	18
图 29: 高速公路近年改扩建项目单公里成本对比	18
图 30: 皖通高速路产价值分析: 剩余年限 vs 单位收入 (2024)	18
图 31: 2025 皖通高速新注入资产剩余收费年限 (年)	18
图 32: 2023-2025 年阜周公司、泗许公司净利润情况	19
图 33: 皖通高速 2024、2025 第一季度归属净利润对比	19
图 34: 皖通高速分红总额及股利支付率 (2014-2024)	20
图 35: 皖通高速每股股利及股息率 (2014-2024)	20
图 36: 国内核心上市公司 2024 年股利支付率以及股息率对比	20
表 1: 截止 2025 年中报, 皖通高速路产情况	7
表 2: 皖通高速改扩建及并购历史	8
表 3: 截止 2024 年底, 皖通高速控股路产车流量及通行费收入情况	9
表 4: 安徽省交控集团路产情况	21
表 5: 公司收入与利润敏感性分析	24

皖通高速：扎根安徽省，垄断省内路产

安徽皖通高速公路股份有限公司于 1996 年 8 月 15 日成立，是中国第一家在香港上市的公路公司，亦为安徽省内唯一的公路类上市公司。公司拥有合宁高速公路、205 国道天长段新线、高界高速公路、宣广高速公路等位于安徽省境内的收费公路全部或部分权益。获益于增量资产收购以及存量路产改扩建，皖通高速的车流量以及通行费收入在长周期中保持快速增长，2000-2024 年皖通高速日均车流量复合增速为 8.6%，通行费收入的复合增速为 9.5%。2021 年随着合宁高速“四改八”后通行费增长超预期、收购岳武高速安徽段及安庆大桥、以及宣广高速阶段性完工，公司资产回报率进一步抬升，盈利实现加速增长。

背靠安徽国资委，省内唯一上市公路平台

安徽皖通高速公路股份有限公司于 1996 年 8 月 15 日成立，是中国第一家在香港上市的公路公司，亦为安徽省内唯一的公路类上市公司。1996 年 11 月 13 日公司发行的 4.9301 亿股 H 股在香港联合交易所有限公司上市。2003 年 1 月 7 日公司发行的 2.5 亿股 A 股在上海证券交易所上市。截至 2025 年 12 月 30 日，公司总股本为 17.09 亿股。

图 1：根据 2025 年三季报披露，皖通高速第一大股东为安徽交控，实控人为安徽省国资委



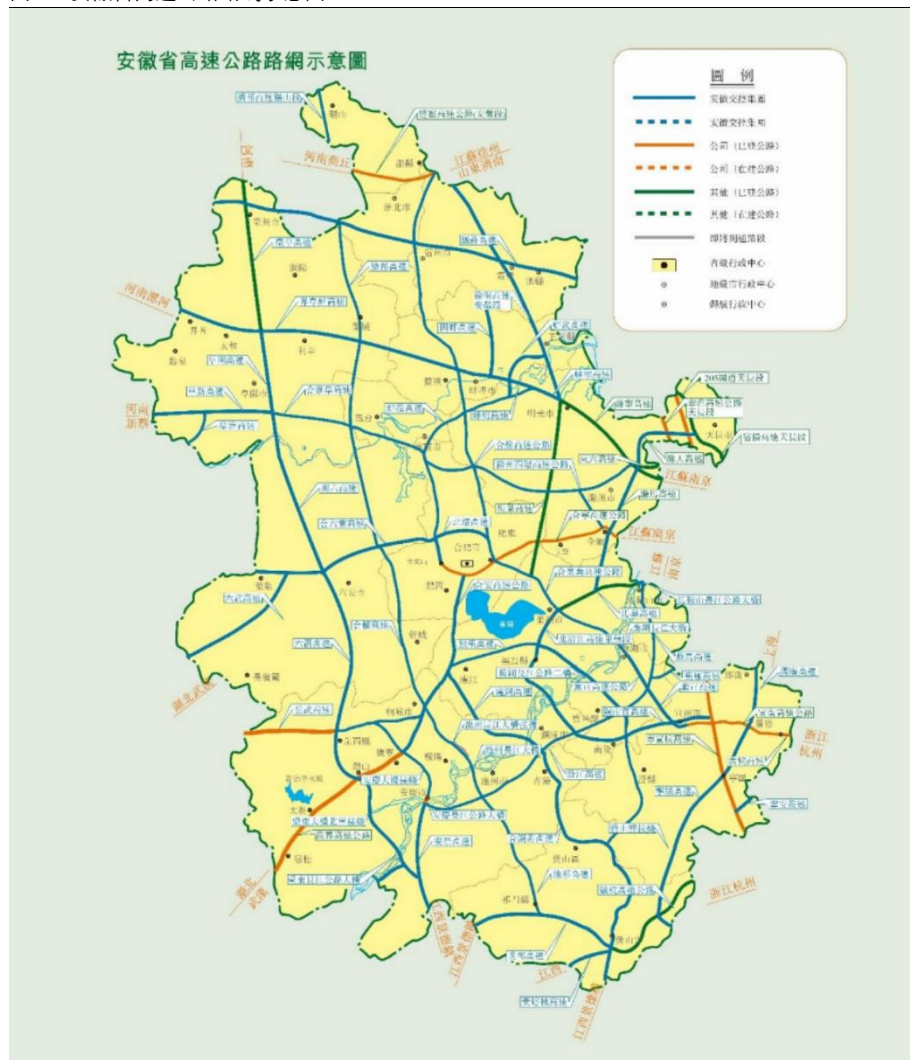
资料来源：皖通高速公司公告，Wind，长江证券研究所

公司主营业务为投资、建设、运营及管理安徽省境内的部分收费公路。公司通过投资建设、收购或合作经营等多种方式获得经营性公路资产，为过往车辆提供通行服务，按照收费标准收取车辆通行费，并对运营公路进行养护维修和安全维护。收费公路是周期长、规模大的交通基础设施，具有资金密集型特点，投资回收期长，收益相对比较稳定。

公司拥有合宁高速公路、205 国道天长段新线、高界高速公路、宣广高速公路等位于安徽省境内的收费公路全部或部分权益。截至 2025 年 6 月 30 日，公司拥有的营运公路里程约 745 公里，总资产人民币 301.4 亿元。此外集团还为安徽交控集团及省内其他高

速公路产权主体提供委托代管服务,截至 2025 年中公司管理的高速公路总里程达 5,397 公里。

图 2: 安徽省高速公路路线示意图



资料来源: 皖通高速公司公告, 长江证券研究

表 1: 截止 2025 年中报, 皖通高速路产情况

项目名称	持股比例	里程 (公里)	车道数目	收费期限	并购历史
合宁高速公路	100%	134	8	1996 年 8 月 16 日至 2026 年 8 月 15 日	
205 国道天长段新线	100%	30	4	1997 年 1 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日	
高界高速公路	100%	110	4	1999 年 10 月 1 日至 2029 年 9 月 30 日	2005/3/10 收购 49% 的股权
宣广高速公路	55.47%	84	4	1999 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日; 南环段自 2003 年 9 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日	
连霍公路安徽段	100%	54	4	2003 年 1 月 1 日至 2032 年 6 月 30 日	2003/1/1 收购 100% 股权
广祠高速公路	55.47%	14	4	2004 年 7 月 20 日至 2029 年 7 月 20 日	2012/8/27 收购 55.47% 股权
宁淮高速公路天长段	100%	14	6	2006 年 12 月 18 日至 2032 年 6 月 17 日	

宁宣杭高速公路安徽段之宣城至宁国段					
宁宣杭高速公路安徽段	51%	117	4	自 2013 年 9 月 8 日至 2043 年 9 月 7 日；宁国至千秋关段高速公路自 2015 年 12 月 19 日至 2045 年 12 月 18 日；狸桥至宣城段自 2017 年 12 月 30 日至 2047 年 12 月 29 日	
安庆长江公路大桥	100%	6	4	2004 年 12 月 26 日至 2033 年 12 月 25 日	2021/12/24 收购 100% 股权
岳武高速公路安徽段	100%	46	4	2015 年 12 月 31 日至 2045 年 12 月 30 日	2021/12/24 收购 100% 股权
阜周高速	100%	83.57	4	2009 年 12 月 27 日至 2039 年 12 月 26 日	2025/3/27 收购 100% 股权
泗许高速淮北段	100%	52.2	4	2012 年 12 月 24 日至 2042 年 12 月 23 日	2025/3/27 收购 100% 股权

资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究所

并购与扩建有序，车流量快速增长

皖通高速积极推进增量资产并购以及存量路产改扩建，车流量保持快速增长：1) 收并购：截止 2024 年，皖通高速完成对连霍高速、广祠高速、安庆长江公路大桥、岳武高速、阜周高速以及泗许高速等路产的收并购，拉动公司整体车流量以及通行费收入持续增长；2) 改扩建：截止 2024 年，公司完成了对合宁高速、宁宣杭高速以及宣广高速的改扩建，且高界高速改扩建项目开始动工，一方面延长了公司控股路产的剩余收费年限，另一方面也通过对现有路产进行扩容，拉动车流量的快速增长。

表 2：皖通高速改扩建及并购历史

改扩建	开始时间	结束时间	主要内容		资本开支 (亿元)	单公里改扩建成本 (亿元)
合宁高速大蜀山至陇西立交段	2006	2009	4 车道扩建 8 车道		19.78	0.46
宁宣杭高速公路狸桥至宣城段	2015	2017	建设项目		13.31	0.43
合宁高速公路周庄至陇西立交段	2016	2019	4 车道扩建 8 车道		36.49	0.42
宣广高速改扩建	2022	2025	G50 沪渝高速公路广德至宣城段改扩建项目		131.07	1.43
高界高速公路改扩建	2024	2027	4 车道扩建 8 车道		123.03	1.12
并购	并购时间	并购金额 (亿元)	估值金额 (亿元)	收购当年收入 (亿元)	收购后第二年收入 (亿元)	收购后第三年收入 (亿元)
连霍公路安徽段	2003	11.80	/	0.69	1.47	2.11
广祠高速公路	2012	2.34	/	0.67	0.66	0.65
安庆长江公路大桥	2021	41.81	22.10	3.51	3.37	3.51
岳武高速				1.32	1.33	1.50
阜周高速	2025	47.71	47.61	/	/	/
泗许高速				/	/	/

资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究所

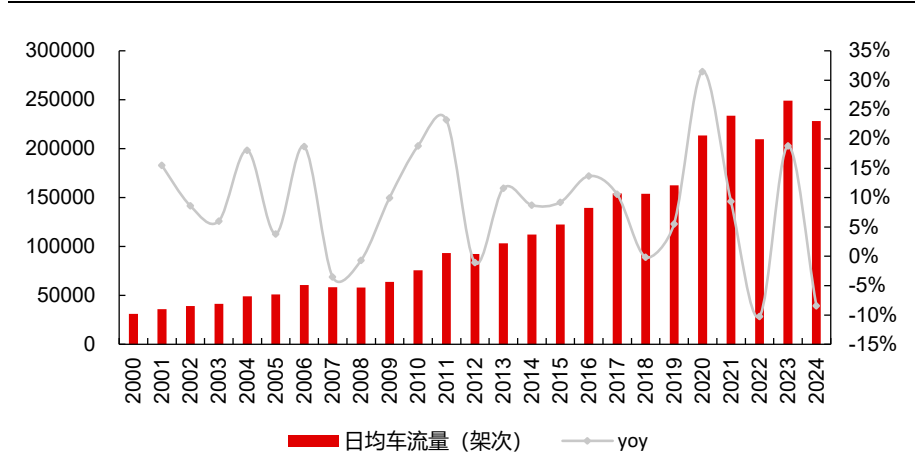
表 3：截止 2024 年底，皖通高速控股路产车流量及通行费收入情况

项目名称	客货车比例	日均车流量 (万架次)					通行费收入 (亿元)				
		2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
合宁高速公路	74:26	3.2	3.6	3.3	4.6	4.6	8.5	12.0	12.0	14.3	14.1
yoy		32%	13%	-10%	41%	0%	1%	41%	0%	19%	-1%
205 国道天长段新线	26:74	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7	0.9	0.8
yoy		1%	-8%	-10%	21%	-5%	-16%	-13%	11%	22%	-3%
高界高速公路	60:40	2.0	2.4	2.5	2.8	2.5	6.0	8.9	9.3	9.3	8.2
yoy		13%	17%	4%	11%	-11%	-16%	49%	4%	0%	-12%
宣广高速公路	75:25	2.8	3.0	2.4	2.1	1.0	4.7	6.8	5.4	4.3	1.9
yoy		6%	9%	-21%	-12%	-52%	-15%	45%	-20%	-22%	-55%
连霍公路安徽段	75:25	1.8	1.8	1.6	2.2	2.2	2.1	2.6	2.5	2.8	2.7
yoy		10%	-2%	-12%	40%	0%	-29%	25%	-2%	12%	-4%
广祠高速公路	74:26	3.3	3.8	3.1	2.9	1.5	1.0	1.4	1.2	1.0	0.5
yoy		11%	17%	-19%	-7%	-47%	-13%	47%	-17%	-15%	-50%
宁淮高速公路天长段	85:15	4.1	4.1	3.5	4.5	4.2	0.9	1.1	1.1	1.3	1.1
yoy		16%	-1%	-14%	29%	-8%	-16%	28%	-1%	12%	-12%
宁宣杭高速公路安徽段	74:26	0.5	0.5	0.4	1.0	1.7	1.0	1.1	0.9	2.8	4.5
yoy		-2%	-8%	-10%	156%	60%	-23%	11%	-18%	203%	57%
安庆长江公路大桥	67:33	2.3	2.8	2.9	3.2	3.0	2.4	3.5	3.4	3.5	3.2
yoy			19%	3%	11%	-5%		48%	-4%	4%	-9%
岳武高速公路安徽段	65:35	0.6	0.8	0.8	0.9	1.6	0.8	1.3	1.3	1.5	2.5
yoy			31%	3%	19%	65%		61%	1%	12%	66%

资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究所

最终，2000-2024 年皖通高速日均车流量复合增速为 8.6%，通行费收入的复合增速为 9.5%，获益于增量资产收购以及存量路产改扩建，皖通高速的车流量以及通行费收入在长周期中保持快速增长。

图 3：皖通高速日均车流量以及同比增速，2000-2024 年日均车流量 CAGR=9%



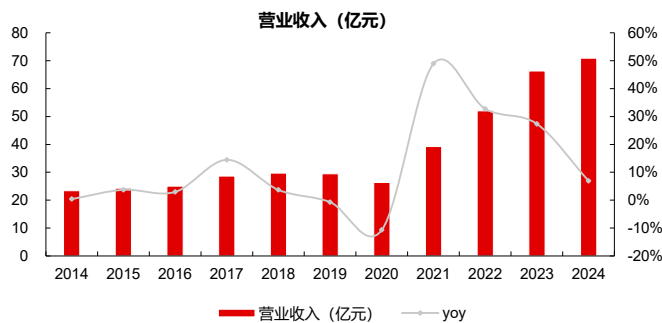
资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究

聚焦通行费业务，资产回报率稳步抬升

收入端：聚焦通行费业务，营收快速增长

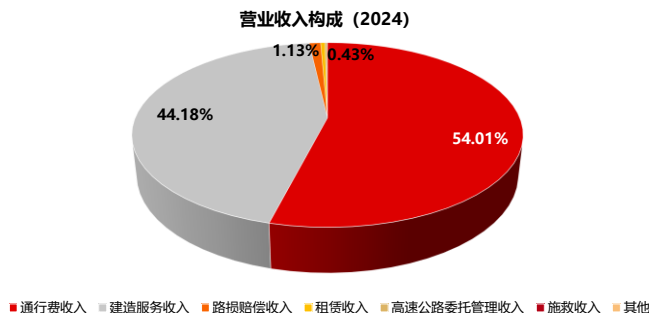
2024 年公司实现营业收入 70.92 亿元，其中通行费收入占比 54.01%，建造服务收入占比 44.18%，两者合计贡献超过 98% 的收入。从历史数据来看，长周期中公司营收呈现稳健增长的特征，21 年后进入高速增长期：1) 2014-2019 年间，公司营收保持平稳增长，复合增速为 5%；2) 2020 年受通行费免费政策以及影响，公司营收出现下降，但随后在 2021 年实现爆发式增长，这主要得益于合宁高速改扩建完成后的通行能力提升，及公司收购岳武高速安徽段及安庆大桥的叠加效应。2022-2024 年，随着 PPP 项目的推进，建造服务收入占比快速提升，推动公司营收规模突破 70 亿元。21 年后公司营收进入高速增长期，2021-2024 年公司营业收入复合增速为 22%。

图 4：2020 年以来皖通高速营业收入保持较快增长



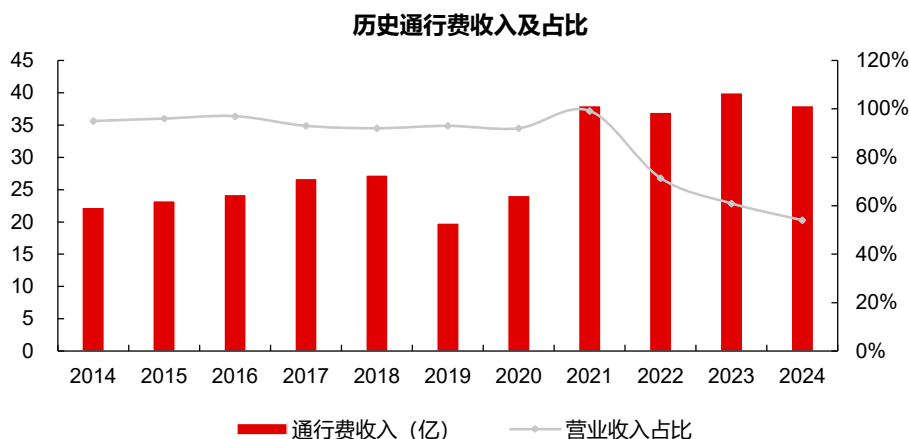
资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究所

图 5：2024 年通行费收入占营业收入的比重为 54%



资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究所

图 6：皖通高速历史通行费收入以及营业收入占比情况



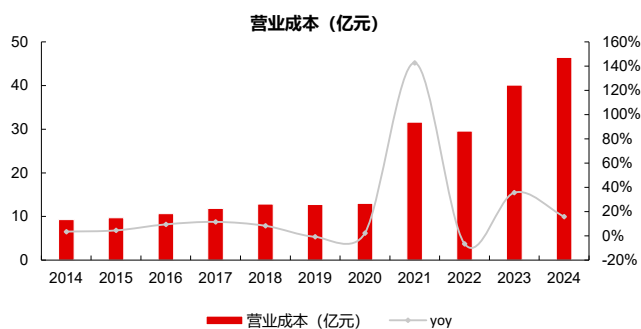
资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究

成本端：相对刚性，保持稳定

剔除建造成本对营业成本的影响，2014-2024 年公司的主业成本保持稳定增长，复合增

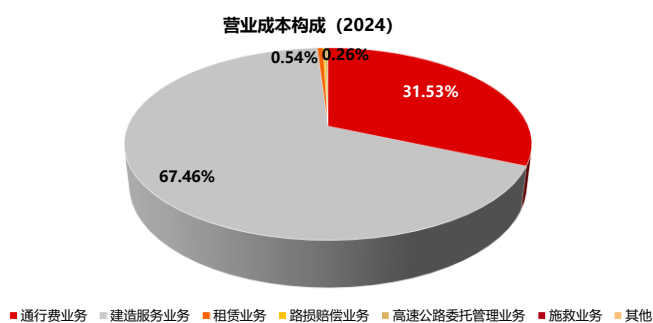
速为 5%，低于营收增速。公司营业成本变动主要受资产并购以及改扩建项目影响，投产当年营业成本出现一次性跳升，而后保持稳定，具备显著规模效应。受改扩建项目的影响，公司 2024 年营业成本中，建造成本占比达到 67%，通行费业务成本占比为 32%，其他业务占比为 1%。

图 7：皖通高速营业成本历史变动情况



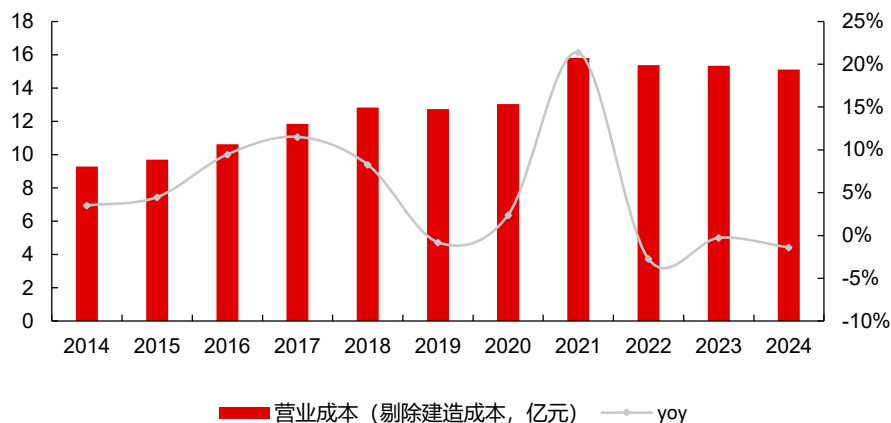
资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究所

图 8：2024 年通行费业务成本占营业成本的比重为 31.5%



资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究所

图 9：剔除掉建造成本，皖通高速的营业成本整体保持稳定

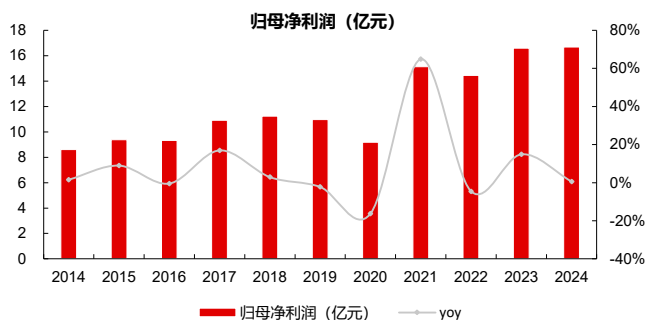


资料来源：皖通高速公司公告，长江证券研究

盈利情况：杠杆支出加大，资产回报率稳步抬升

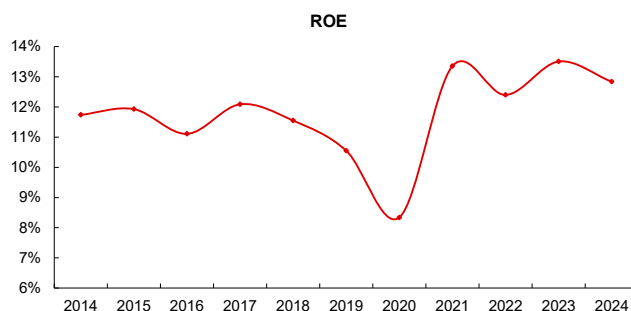
2014-2016 年公司盈利维持在 9 亿元，2017-2019 年随着安徽省经济迎来蓬勃发展，公司流量增长迅速，盈利逐步攀升至 11 亿元水平。2020 年公共卫生事件冲击下净利润有所下跌，2021 年成为关键转折点，65% 的净利润增速背后是三重驱动：1) 合宁高速“四改八”后通行费增长超预期；2) 收购岳武高速安徽段及安庆大桥；3) 区域内流量稳健复苏；2023-2024 年公司净利润达到 17 亿元高位。2020 年前公司的 ROE 稳定在 12% 的水平，21 年开始公司资产回报率进一步抬升，主要由于公司资产并购以及改扩建事项的逐步落地。

图 10: 皖通高速盈利保持快速增长



资料来源: Wind, 长江证券研究

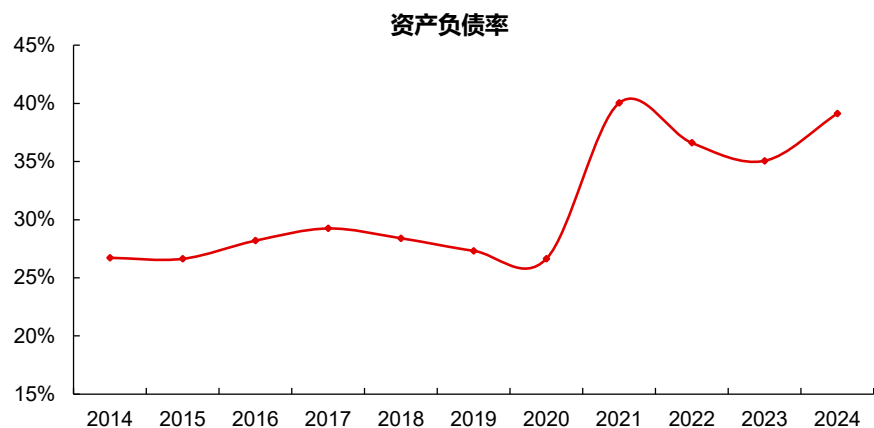
图 11: 皖通高速盈利能力稳步提升



资料来源: Wind, 长江证券研究

2014-2020 年公司资产负债率保持 27%-29% 的低位。2021 年骤升至 40%，主要是由于收购安庆大桥公司, 公司银行借款增加所致。21 年后公司资产负债率维持在 35%-40% 左右, 行业横向对比公司的资产负债率整体维持在较低水平。

图 12: 随着资本开支的增加, 皖通高速的资产负债率有所提升



资料来源: Wind, 长江证券研究

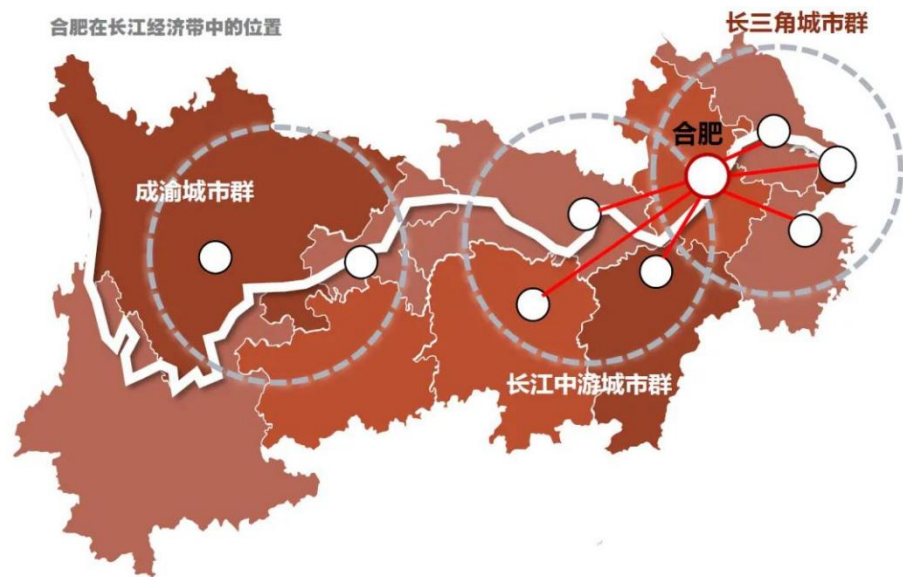
立足当下：区位优，集团利，时点好

安徽省地处华东腹地，承东启西、连南接北，是长三角与京津冀两大经济圈的重要交通纽带。近年来安徽省经济发展迅速，2014-2024 年 GDP 复合增速达 8.3%，位列全国第六；**皖通高速作为省内核心路网运营商，区位优势突出。**2024 年末，大股东安徽省交通控股集团运营总里程占全省约 88%，**省内高速路网高度集中化，使得集团资源调配能力具有显著优势**，2012 年至今，集团向皖通高速注入广祠高速、安庆长江公路大桥、岳武高速、阜周高速以及泗许高速等优质路产，为上市公司贡献显著利润增厚。皖通在保持较低改扩建成本的同时，仍能实现较高的投资回报率，形成“低成本、高回报”的良性循环模式，路产改扩建 IRR 领先行业均值。**随着成熟路产改扩建逐步落幕以及新增路产的收并购，皖通高速的路产布局展现出显著的长久期优势，夯实资产质地优越性。**

区位优：中部重镇，承东启西、连南接北

安徽省地处华东腹地，承东启西、连南接北，是长三角与京津冀两大经济圈的重要交通纽带。安徽省位于我国中部地区，与苏、浙、豫、鄂、赣、鲁六省相邻，是长三角经济区的重要组成部分，也是长三角一体化、长江经济带、中部地区高质量发展等国家战略的枢纽链接，优越的区位条件有利于其承接发达地区经济辐射和产业转移。皖通高速作为省内核心路网运营商，区位优势突出。

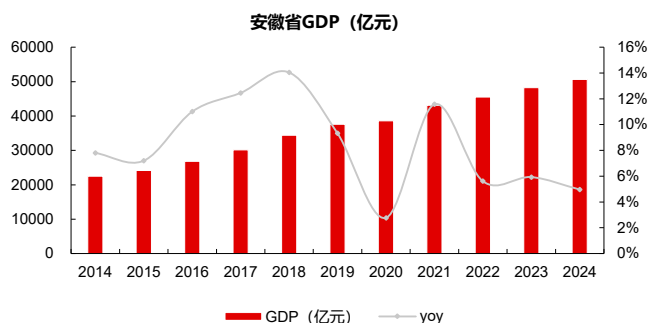
图 13：安徽省在长江经济带中的地位突出，衔接多个城市群



资料来源：智谷趋势，长江证券研究所

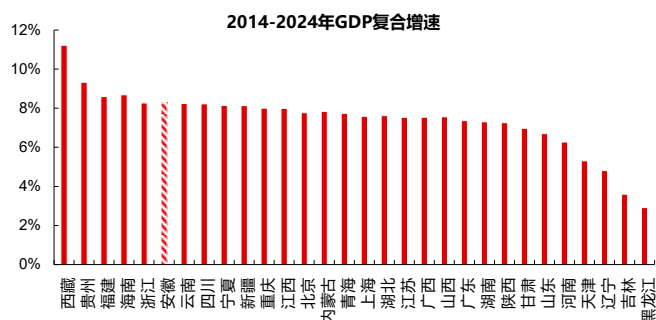
近年来安徽省经济发展迅速，2014-2024 年 GDP 复合增速达 8.3%，位列全国第六，显著高于全国平均水平。经济的快速增长直接带动了交通运输需求的提升，为皖通高速的核心路段提供了稳定的车流量支撑，从而推动通行费收入增长。

图 14：安徽省近年来 GDP 增速保持稳健增长



资料来源：Wind，长江证券研究所

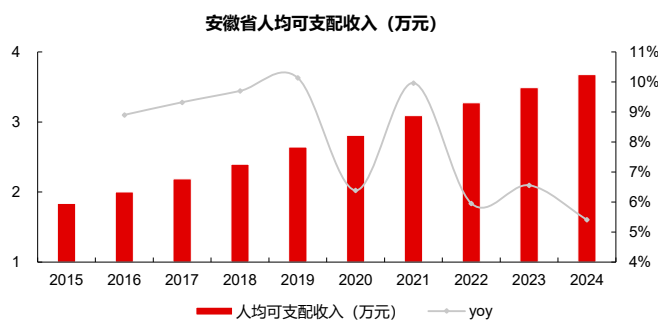
图 15：2014-2024 安徽省 GDP 复合增速位列全国第六



资料来源：Wind，长江证券研究所

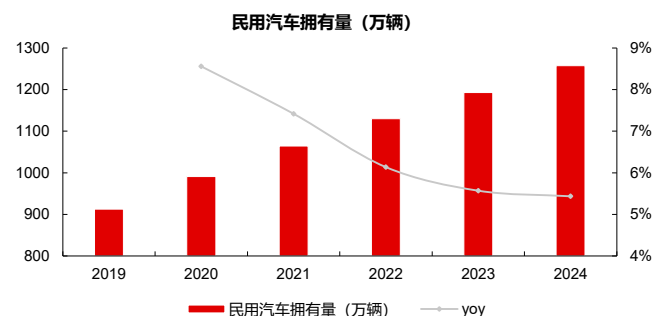
与此同时，安徽省居民收入水平持续提高。收入的增长促进了民用汽车拥有量的快速上升，2024 年同比增速达到 5.43%。民用汽车普及率的提高进一步增加了高速公路的客流量，为皖通高速的通行费收入提供了长期增长动力。

图 16：安徽省近年来人均可支配收入增速保持稳健增长



资料来源：安徽省统计局，长江证券研究所

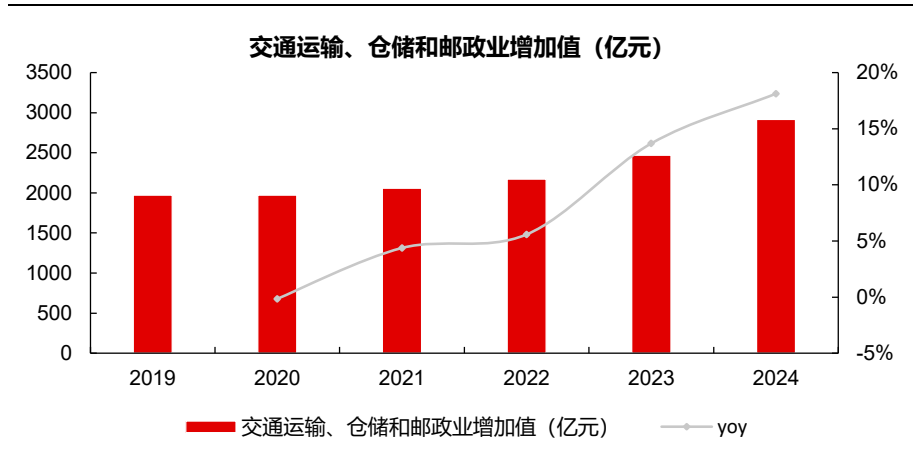
图 17：安徽省民用汽车拥有量保持稳步增长



资料来源：安徽省统计局，长江证券研究所

此外，安徽省交通运输、仓储和邮政业增加值保持稳定增长，反映出区域物流需求的持续扩张。这一趋势进一步验证了皖通高速所面临的交通需求增长具备可持续性，为公司业绩的稳健提升奠定了坚实基础。

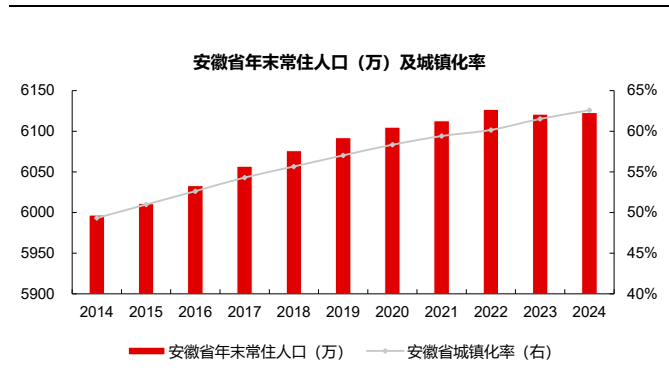
图 18: 安徽省交通运输、仓储和邮政业增加值 (2019-2024)



资料来源: 安徽省统计局, 长江证券研究所

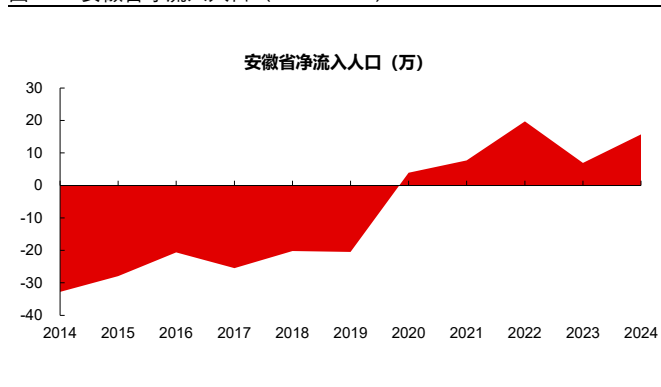
安徽省年末常住人口持续增长, 直接扩大了潜在交通需求基数, 为皖通高速的车流量增长提供长期支撑。城镇化率稳步提升, 从 2014 年 49% 增至 2024 年 63%, 推动人口向城市群集中, 显著增加城际通勤和短途物流需求, 有利于皖通高速核心路段的客车与货车流量。此外, 安徽省人口流动趋势在近十年内得到逆转, 2020 年起净流入由负转正, 2022 年达峰值净流入 20 万人, 反映省内经济吸引力增强, 伴随产业升级带来的就业机会, 进一步刺激高速通行需求, 巩固皖通高速的盈利前景。

图 19: 安徽省年末常住人口及城镇化率 (2014-2024)



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 20: 安徽省净流入人口 (2014-2024)

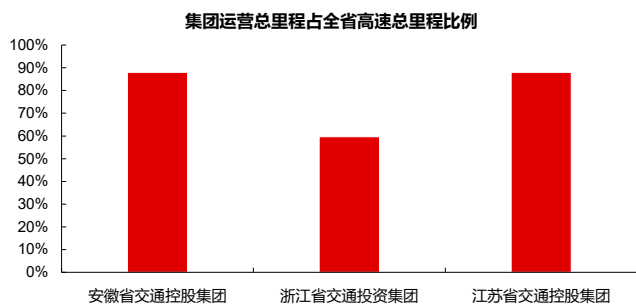


资料来源: iFinD, 安徽省统计局, 长江证券研究所

集团利：大力扶持上市公司，持续注入优质资产

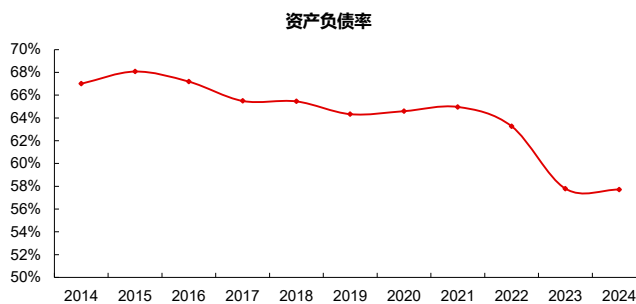
截至 2024 年末, 安徽省交通控股集团全资及控股高速公路营运路段 79 条, 全部为经营性路产, 运营总里程 5266.79 公里, 占全省约 88%。此外, 集团参股 2 条公路里程 122 公里, 在建高速公路 946.61 公里, 总投资规模 1225.62 亿元。安徽省高速路网高度集中化, 与长三角其它二省相比, 集团资源调配能力具有显著优势。

图 21: 安徽、浙江、江苏各集团运营总里程占全省高速总里程比例



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 22: 安徽省交控集团资产负债率 (2014-2024)

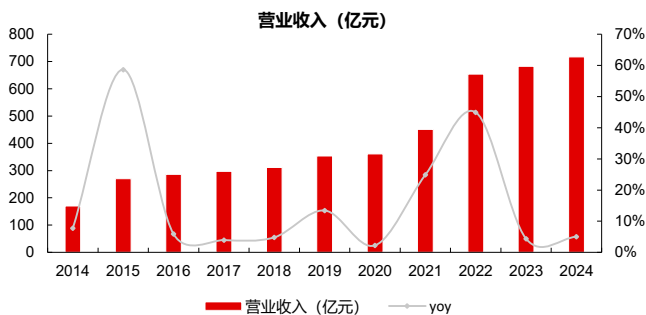


资料来源: iFinD, 长江证券研究所

备注: 安徽省交通控股集团数据截至 2024 年末; 浙江省交通投资集团数据截至 2022 年底; 江苏省交通控股集团数据截至 2021 年 9 月。

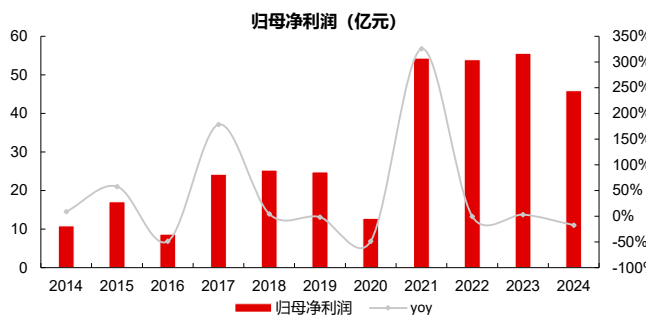
历史来看集团营业收入保持快速增长, 从 2014 年的 170.26 亿元增长至 2024 年的 716.75 亿元, 年均复合增长率达 15.46%。2024 年集团实现 45.90 亿元的盈利水平, 展现出较强的经营韧性。尤为重要的是, 集团资产负债率从 2014 年的 67%持续优化至 2024 年的 58%, 体现了审慎的财务政策, 也为后续发展预留了充足空间。**稳定的营收增长、良好的盈利能力和健康的资本结构, 共同构成了集团持续支持皖通高速发展的坚实基础。**

图 23: 安徽省交控集团营业收入 (2014-2024)



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

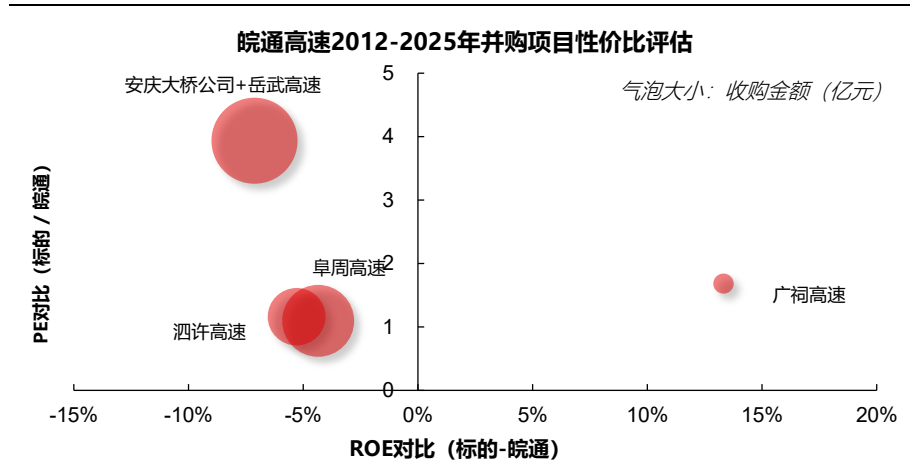
图 24: 安徽省交控集团归母净利润 (2014-2024)



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

基于集团战略布局与增长动能, 集团近年来通过优质资产注入持续赋能皖通高速发展。2012 年至今, 集团向皖通高速注入广祠高速、安庆长江公路大桥、岳武高速、阜周高速以及泗许高速等优质路产, 为公司贡献利润增厚。

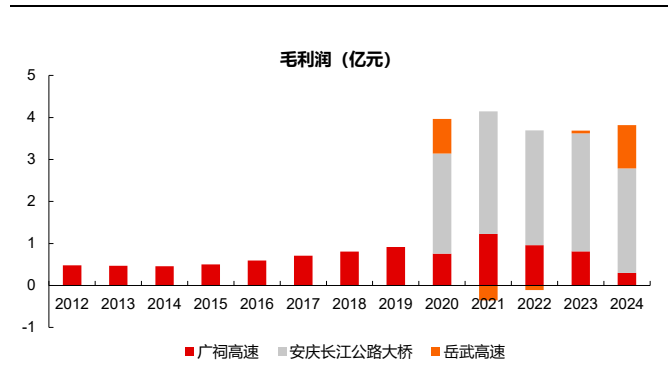
图 25：皖通高速历史并购项目 ROE、PE、收购金额



资料来源：iFinD，长江证券研究所

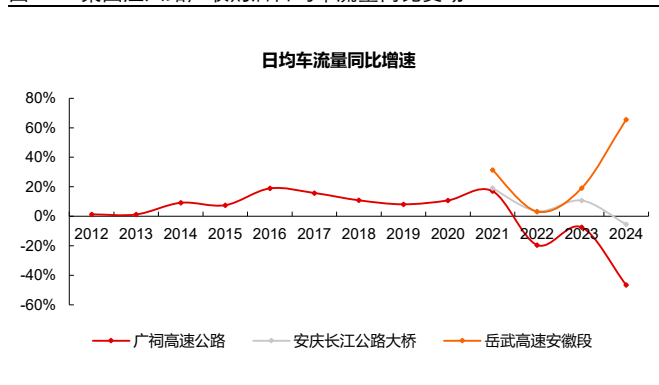
备注：2021 年收购安庆长江大桥公司，使用其 2021 年 1-7 月的净利润，来得到年化净利润；2025 年收购阜周高速、泗许高速，使用其 2024 年 1-10 月的净利润，来得到年化净利润，皖通当期 ROE,PE 使用 2024 年年末数据。

图 26：集团注入路产收购后毛利润情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 27：集团注入路产收购后日均车流量同比变动



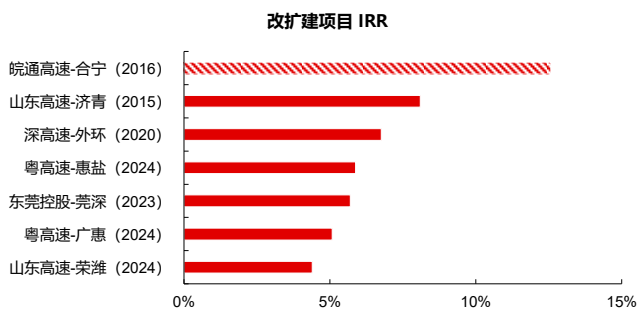
资料来源：公司公告，长江证券研究所

时点好：改扩建后周期，剩余收费期限长

在改扩建的实施方面，皖通高速展现出显著的成本优势和投资回报能力。皖通高速近年各改扩建项目成本水平均较低，处于行业领先地位，较同类项目具有明显优势。即便是成本较高的高界高速改扩建项目，也低于同处长三角地区的宁沪高速的多个项目的成本水平。

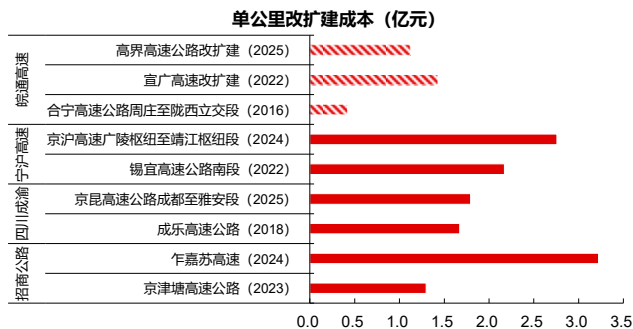
皖通在保持较低改扩建成本的同时，仍能实现较高的投资回报率，形成“低成本、高回报”的良性循环模式。从投资回报率来看，皖通合宁高速改扩建项目的 IRR 表现尤为突出，不仅大幅高于行业平均水平，也显著优于同期其他项目。通过对长三角、京津冀及中西部主要高速公路公司的对比分析可以看出，皖通在改扩建项目的综合效益方面确实处于行业领先地位。

图 28: 高速公路改扩建项目内部收益率对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

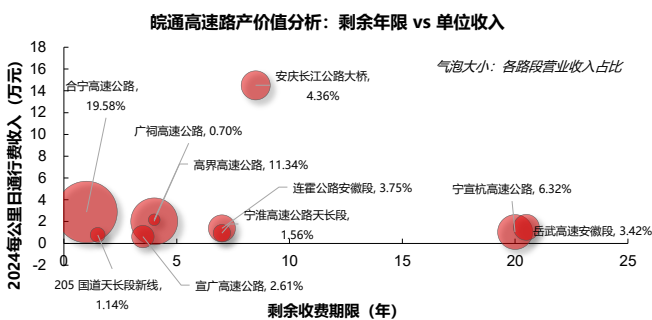
图 29: 高速公路近年改扩建项目单公里成本对比



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

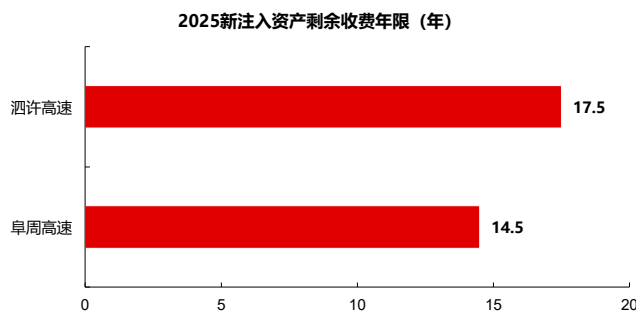
随着成熟路产改扩建逐步落幕以及新增路产的收并购, 皖通高速的路产布局展现出显著的长久期优势, 夯实资产质地优越性。其中, 营业收入占比较高的宁宣杭高速公路、岳武高速安徽段, 剩余收费期限达 20 余年, 2025 年新注入的阜周高速、泗许高速, 剩余收费期限达 14.5、17.5 年。这类长线路产, 保障了皖通高速未来可持续稳定获取通行费收入, 赋予公司更持久的现金流保障, 为企业价值提供穿越周期的支撑。此外, 合宁高速作为皖通高速收入占比最高的路产, 已于 2019 年底完成改扩建并通车运营。虽然目前收费期暂定延长至 2026 年 8 月, 但预计合宁高速收费期限未来有望进一步延长, 再度拓展公司持续运营的久期。合宁高速改扩建后, 由原来的 4 车道拓展为 8 车道, 通行能力大幅提升, 车流量也随之显著增长, 为收费期限延长提供了坚实的业绩支撑。

图 30: 皖通高速路产价值分析: 剩余年限 vs 单位收入 (2024)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 31: 2025 皖通高速新注入资产剩余收费年限 (年)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

展望未来: 并购推升利润, 股东回报领先

短期看, 盈利有望加速上行: 2025 年年初, 皖通高速收购安徽省交通控股集团有限公司持有的阜周高速和泗许高速 100% 股权, 阜周高速、泗许高速近年均保持较好的利润水平, 2025 年开始有望为皖通高速的持续盈利提供助力。

中期看, 分红比例稳定: 皖通高速在分红政策上呈现出“高支付率+稳定增长”的双重

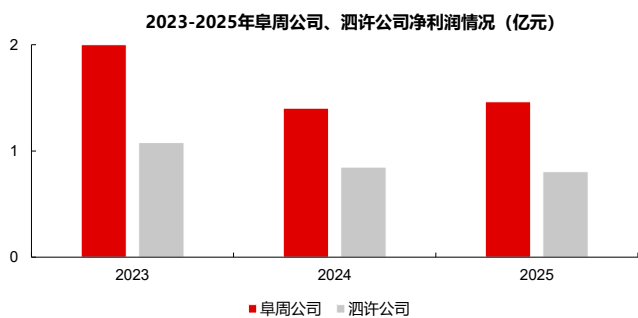
特征，且于 2025 年 4 月发布最新股东回报规划（2025-2027 年），承诺未来三年公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 60%，公司高分红政策延续性得到确认，强化了市场对稳定分红的预期。

长期看，并购持续落地：集团旗下优质路产储备为皖通高速未来发展提供了坚实支撑。作为集团核心上市平台，皖通高速在资产注入方面具有明显优势：1) 首先，集团目前持有包括无岳高速、阜淮高速等在内的优质路产，具有良好的财务表现；2) 更重要的是，从历史经验看，集团多次向上市公司注入优质资产，成功经验丰富。**展望未来，随着集团资产不断注入，皖通高速可以持续巩固在长三角地区高速公路运营商的领先地位。**

短期盈利加速上行：资产并购推升利润

2025 年年初，皖通高速收购安徽省交通控股集团有限公司持有的安徽省阜周高速公路有限公司 100% 股权和安徽省泗许高速公路有限公司 100% 股权。本次资产注入为皖通高速带来利润增厚，2025 年第一季度，皖通高速实现归属于上市公司股东的净利润 5.51 亿元，较 2024 年同期（调整前口径）的 4.60 亿元增长约为 20%。**核心增长动力来源于新收购的阜周高速与泗许高速并表贡献。从标的资产盈利表现看，阜周高速、泗许高速近年均保持较好的利润水平，2025 年开始有望为皖通高速的持续盈利提供助力。**

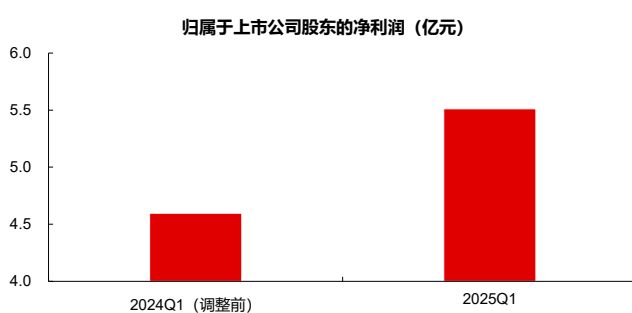
图 32：2023-2025 年阜周公司、泗许公司净利润情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

备注：2024 年净利润由 1 月至 10 月实际值与 11 月至 12 月预测值相加所得；2025 年净利润为预测值

图 33：皖通高速 2024、2025 第一季度归属净利润对比



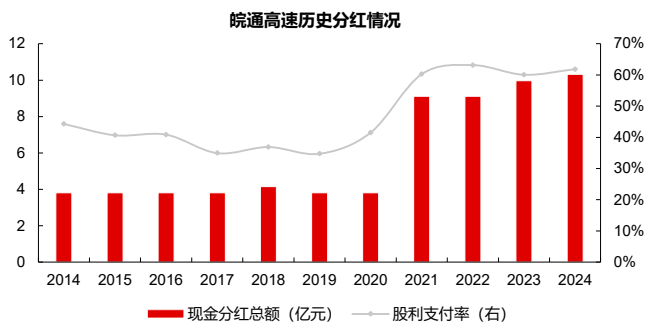
资料来源：公司公告，长江证券研究所

备注：为直观体现资产注入影响，此处对比 2024Q1 调整前（未含新资产）与 2025Q1（已并表）数据。

中期分红比例稳定：股东回报领先行业

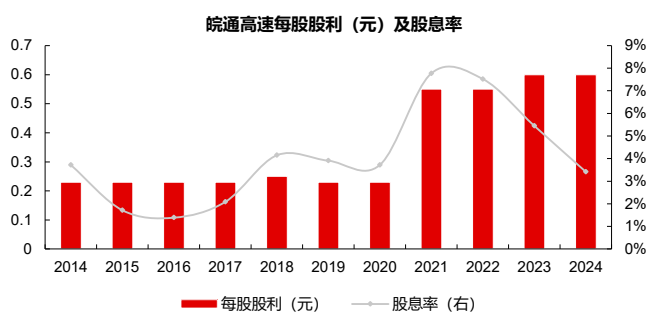
自上市以来，皖通高速股东回报领先行业，实现连续 28 年不间断派发现金股利，截止 2024 年年报披露，公司已累计派发现金股利约 94.12 亿元，累计每股派息 5.71 元，使公司股东从企业发展中得到良好回报。2020 年后公司显著提升分红比例，股利支付率自 2021 年起稳定维持在 60% 以上，显著高于 2014-2020 年间 35%-43% 的水平，使得公司股息率维持高位，体现了公司对股东回报承诺的坚定执行。

图 34：皖通高速分红总额及股利支付率（2014-2024）



资料来源：Wind，长江证券研究所

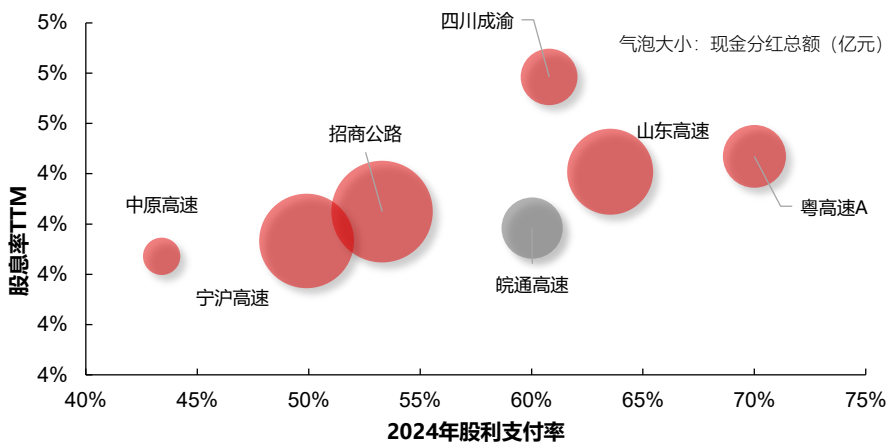
图 35：皖通高速每股股利及股息率（2014-2024）



资料来源：Wind，长江证券研究所

与同业相比，皖通高速在分红政策上呈现出“高支付率+稳定增长”的双重特征，这种稳健的分红表现，将进一步增强其投资吸引力。此外，公司于 2025 年 4 月发布最新股东回报规划（2025-202 年），宣布公司原则上每年进行现金分红。在符合现金分红条件的情况下，未来三年公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的 60%。高分红政策延续性得到确认，强化了市场对稳定分红的预期。

图 36：国内核心上市公司 2024 年股利支付率以及股息率对比



资料来源：Wind，长江证券研究所

长期并购持续落地：集团资产注入预期升温

2024 年末，安徽省交通控股集团全资及控股高速公路营运路段 79 条，全部为经营性路产，运营总里程 5,266.79 公里，占全省约 88%，形成覆盖全省的骨干路网体系。

集团旗下优质路产储备为皖通高速未来发展提供了坚实支撑。作为集团核心上市平台，皖通高速在资产注入方面具有明显优势：1) 首先，集团目前持有包括无岳高速、阜淮高速等在内的优质路产，具有良好的财务表现；2) 更重要的是，从历史经验看，集团多次向上市公司注入优质资产，成功经验丰富。**展望未来，随着集团资产不断注入，皖通高**

速可以持续巩固在长三角地区高速公路运营商的领先地位。

表 4：安徽省交控集团路产情况

序号	路桥名称	起讫点	收费里程（公里）	总投资额（亿元）	通车时间	运营期限	持股比例	性质
全资或控股路产								
1	合巢芜高速	芜湖-合肥	99.8	56.87	2005 年	28 年	100%	经营性
2	界阜蚌高速	怀远-界首	187.24	44.13	2004 年	30 年	100%	经营性
3	合安高速	合肥-安庆	164.91	59.59	2002 年	30 年	100%	经营性
4	芜宣高速	芜湖-宣城	56.62	16.52	2003 年	25 年	100%	经营性
5	合徐北高速	蚌埠-徐州	164.93	33.3	2003 年	29 年	100%	经营性
6	大桥接线	--	6	11.96	2004 年	29 年	100%	经营性
7	庐铜高速	庐江-铜陵	73.21	22.34	2005 年	30 年	100%	经营性
8	马芜高速	马鞍山-芜湖	53.3	30.05	2005 年	30 年	100%	经营性
9	沿江高速	池州-安庆	46.2		2006 年	30 年	100%	经营性
		芜湖-铜陵	60.6	56.27	2007 年	30 年	100%	经营性
		铜陵-池州	57.95		2008 年	30 年	100%	经营性
10	铜黄铜汤段	铜陵-汤口			2007 年	30 年	100%	经营性
	铜黄汤屯段	汤口-屯溪	178.7	76.53	2008 年	30 年	100%	经营性
11	合六叶高速	肥西-叶集	122.9	33.6	2007 年	30 年	100%	经营性
12	合淮阜高速	合肥-阜阳	190.58	61.01	2007 年	30 年	100%	经营性
13	安景高速	安庆-景德镇	79.58	26.87	2008 年	30 年	100%	经营性
14	黄塔桃高速	洪里-桃林	51.12	28.8	2008 年	30 年	100%	经营性
15	阜周高速	阜阳-周集	83.57	34.84	2009 年	30 年	100%	经营性
16	六武安徽段	霍邱-金寨	92.7	45.95	2009 年	30 年	100%	经营性
17	六潜高速	六安-潜山	150.13	78.19	2009 年	30 年	100%	经营性
18	泗宿宿州段	张店-牛集	91.46	32.02	2010 年	30 年	100%	经营性
19	泗许亳州段	郑楼-郭楼	39.46	16.57	2011 年	30 年	100%	经营性
20	绩黄高速	绩溪-旌德	24.61	13.85	2011 年	30 年	100%	经营性
21	周六高速	周集-六安	91.45	27.2	2011 年	30 年	100%	经营性
22	泗许淮北段	谷饶-滩溪	50.52	19.65	2012 年	30 年	100%	经营性
23	东环高速	葛羊-雨山路	13.49	6.63	2012 年	23 年	100%	经营性
24	蚌淮高速	蚌埠-淮南	41.37	19.67	2012 年	30 年	100%	经营性
25	新桥机场高速	高刘-南广	17.6	15.2	2012 年	30 年	100%	经营性
26	阜新高速	阜阳-临泉	68.05	24.31	2013 年	30 年	100%	经营性
27	马鞍山大桥	--	36.27	64.77	2013 年	30 年	100%	经营性
28	徐明高速	灵璧-明光	139.06	56.32	2014 年	30 年	100%	经营性
29	济祁砀山段	单县-永城	39.51	18.19	2015 年	30 年	100%	经营性
30	济祁永利段	永城-利辛	71.7	39.56	2015 年	30 年	100%	经营性
31	东九安徽段	东至庞村-鹰山尖	10.8	4.69	2015 年	暂定 10 年	100%	经营性
32	铜南宣高速	铜陵-南陵-宣城	81.12	45.1	2015 年	30 年	100%	经营性
33	滁马高速	滁州-马鞍山	82.22	38.36	2015 年	暂定 10 年	100%	经营性

34	望东长江大桥	--	38.03	39.98	2016年	30年	100%	经营性
35	济祁利淮段	利辛-淮南	77.1	41.79	2016年	30年	100%	经营性
36	济祁淮合段	淮南-合肥	82.75	42.44	2016年	30年	100%	经营性
37	泗洪泗县段	小梁乡-北大彭庄	23.26	10.52	2017年	暂定5年	100%	经营性
38	巢无高速	林头-赫店	41.71	30.9	2017年	暂定5年	100%	经营性
39	芜湖二桥	石涧-峨山	55.51	67.93	2017年	暂定5年	100%	经营性
40	滁淮高速滁定段	黄泥岗-仓镇	62	27.15	2018年	暂定5年	100%	经营性
41	滁淮高速定长段	仓镇-罗塘	63.07	26.76	2018年	暂定5年	100%	经营性
42	广宁高速	誓节-河沥溪	37.28	18.34	2018年	暂定5年	100%	经营性
43	池州长江大桥	会宫镇-殷家汇镇	41.03	59.47	2019年	暂定5年	100%	经营性
44	滁州西环高速	滁州市南谯区-滁州市 全椒县	27.49	13.73	2020年	暂定5年	100%	经营性
45	固蚌高速	固镇县石湖乡-淮上区 洪集	35.79	26.7	2021年	暂定5年	100%	经营性
46	池祁高速	贵池区涓桥镇-石台县	38	66.49	2021年	暂定5年	100%	经营性
47	芜黄高速	繁昌县峨山镇-黄山区 谭家桥镇	116.12	87.39	2021年	暂定5年	100%	经营性
48	池祁高速	石台--祁门县	53.66	79.1	2022年	暂定5年	100%	经营性
49	滁天高速	滁州--天长	67.14	41.49	2022年	暂定5年	100%	经营性
50	合宁高速	合肥-南京	133.03	78.66	1991年	30年	31.63%	经营性
51	205国道	泥沛湾-汉涧	29.91	5.48	1997年	30年	31.63%	经营性
52	宣广高速	宣城-广德	78.71	26.8	1997年	30年	31.63%	经营性
53	高界高速	高河-界子墩	110.77	34.21	1999年	30年	31.63%	经营性
54	连霍安徽段	老山口-朱查场	53.97	12.41	2002年	30年	31.63%	经营性
55	广祠高速	广德-祠山岗	13.49	4.26	2004年	25年	31.63%	经营性
56	宁淮安徽段	汉涧镇-釜山镇	13.99	4.72	2006年	25年	31.63%	经营性
57	宣宁高速	宣城-宁国	45.96	22.3	2013年	30年	31.63%	经营性
58	宁千高速	宁国-千秋关	38.86	21.33	2015年	30年	31.63%	经营性
59	狸宣高速	狸桥-沈村	30.62	11.77	2017年	暂定5年	31.63%	经营性
60	合徐南高速	合肥-蚌埠	106.27	29.21	2001年	25年	98.86%	经营性
61	黄祁高速	黄山-沂蒙	102.16	47	2013年	30年	98.86%	经营性
62	安庆大桥	--	5.99	11.96	2004年	29年	100%	经营性
63	岳武高速	莲云乡-大枫树岭	46.24	34.65	2015年	30年	100%	经营性
64	芜雁高速	芜湖-雁翅	16.93	13.92	2012年	30年	70%	经营性
65	马巢高速	和县-含山	35.77	23.58	2013年	30年	51%	经营性
66	宁绩高速	宁国-绩溪	76.3	32.05	2014年	30年	90%	经营性
67	望东桥北岸接线	--	49.96	18.49	2015年	暂定10年	60%	经营性
68	溧广高速安徽段	溧阳-广德	39.7	16.49	2016年	暂定10年	80%	经营性
69	合枞高速	合肥--吕亭南	97.73	75.98	2022年	26年	51%	经营性
70	安庆支线	无为-岳西	2.85	1.39	2022年	暂定5年	100%	经营性

71	黄千高速	黄山-千岛湖	25.54	36.42	2022年	30年	100%	经营性
72	合枞高速	吕亭南枢纽-枞阳北段	36.43	28.61	2022年	26年	51%	经营性
73	G42S 上海至武汉高速 无为至岳西段	无为至岳西	151.12	148.13	2023年	30年	100%	经营性
74	阜淮高速	阜阳至淮滨	35	28.74	2023年	暂定5年	100%	经营性
75	宁国至安吉高速安徽段	宁国至安吉	11.02	9.84	2023年	暂定5年	100%	经营性
76	G3031 商丘至固始高速 公路临泉枢纽至皖豫省 界段	临泉枢纽至皖豫省界	34.7	24.6	2024年	暂定5年	85%	经营性
77	合周高速寿颖段	寿县至颍上	94.48	80.02	2024年	暂定5年	100%	经营性
78	涡蒙高速标里枢纽至涡 阳南互通段	涡阳至蒙城	30.62	19.6	2024年	暂定5年	85%	经营性
79	宣城至泾县高速公路 (一期)	宣城至泾县	40	27.38	2024年	30年	60%	经营性
小计	--	--	5,266.79	2,769.09	--	--	--	--
参股路产								
1	蚌明高速	蚌埠-明光	80.9	26.4	2005年	25年	40%	经营性
2	北环高速	路口-长岗	41.1	16	2007年	28年	30%	经营性
小计	--	--	122	42.4	--	--	--	--
合计	--	--	5,388.79	2,811.49	--	--	--	--

资料来源：安徽省交通控股集团有限公司 2025 年度跟踪评级报告，长江证券研究所

风险提示

1、车流量增长不及预期。公司的主营业务是通行费收入，收费定价由政策决定，车流量决定路产的盈利水平。若因路产分流等原因导致车流量增长不及预期，将导致路产的盈利水平低预期。

2、路产收购后运营不及预期。公司的近年来通过外延并购新路产实现快速增长，若路产收购后运营效果不及预期，则导致路产的投资回报率低预期，拉低公司的 ROE 以及利润增速。

3、高速公路收费政策变动。高速公路定价是由中央或者地方政府决定，收费期限同时也受到政策管控。若收费政策出现免费期限调整或收费水平下调，将对高速公路公司的盈利造成负面影响。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为公司路产车流量稳步增长，持续外延并购快速成长。基于以上假设，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 78.8 亿元、80.0 亿元、80.7 亿元，对应增速分别为 11.1%、1.5%、0.8%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 19.3 亿元、19.9 亿元、20.0 亿元，对应增速分别为 15.5%、3.4%、0.5%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，极端悲观假设下，若车流量增长低于预期，收购路产运营不及预期，则公司未来收入/业绩增速或受影响，假设极端悲观情况下，我们预测 2025-2027 年公司营收分别为 77.3 亿元、77.7 亿元、77.8 亿元，对应增速分别为 9%、0.5%、0.1%；预计 2025-2027 年归母净利润分别为 18.4 亿元、18.51 亿元、18.52 亿元，对应增速分别为 10%、0.8%、0.1%。

表 5：公司收入与利润敏感性分析

单位：亿元	基准情形			悲观情形		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
营业收入	78.81	79.97	80.65	77.30	77.69	77.77
—yoy	11.1%	1.5%	0.8%	9.0%	0.5%	0.1%
毛利率	37.42%	37.82%	37.83%	36.42%	36.82%	36.83%
归属净利润	19.28	19.94	20.03	18.36	18.51	18.52
—yoy	15.5%	3.4%	0.5%	10.0%	0.8%	0.1%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。