

## 皖通高速

600012

审慎增持 (首次)

## 核心路段潜力释放，分红提升彰显信心

2022年12月21日

## 市场数据

市场数据日期	2022-12-19
收盘价(元)	7.21
总股本(百万股)	1659
流通股本(百万股)	1166
总市值(百万元)	11961
流通市值(百万元)	8407
净资产(百万元)	13005
总资产(百万元)	21588
每股净资产(元)	7.02

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3921	3791	3995	4114
同比增长	33.6%	-3.3%	5.4%	3.0%
归母净利润(百万元)	1514	1459	1565	1624
同比增长	74.2%	-3.6%	7.3%	3.7%
毛利率	59.7%	57.1%	58.4%	58.7%
净利率	39.4%	39.3%	40.0%	40.3%
净资产收益率	13.3%	12.1%	11.5%	10.7%
每股收益(元)	0.91	0.88	0.94	0.98
每股经营现金流(元)	1.26	0.59	1.12	1.19

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- **持有安徽省优质高速公路资产，核心路产改扩建后效益显著提升：**公司运营高速公路里程 609 公里，均位于安徽省。受益于 2019 年底核心路产合宁高速改扩建完成通车，2020 年、2021 年公司整体通行费收入分别同比增长 14.28%、21.81%，其中合宁高速同比增长 31.24%、8.32%（均扣除 20 年免费政策影响），增速显著高于行业平均。此外，公司核心路产毛利率水平高于同业核心路产，盈利能力较高。
- **未来改扩建项目 IRR 约为 7.5% 以上，投资回报较高：**1) 2021 年 12 月宣广改扩建工程 PPP 项目顺利中标；2) 宁宣杭高速浙江段预计今年年底开通，将实现全线贯通，有望增厚利润；3) 岳武高速安徽段受益于 2023 年东延线贯通，车流量有望大幅增长。综上，未来公司路产车流量增量看点颇多。
- **大股东支持力度大，同时重视中小股东回报、承诺提升分红：**2021 年公司向大股东收购优质资产安庆大桥公司，该项目收购价格合理、资产盈利能力较强；2022 年 11 月，公司认购安徽交控沿江高速公募 REITs 3890 万份（4.23 亿元），未来有望增厚投资收益。公司于 2021 年提升分红率至 60%，体现了公司积极回报中小股东的态度。
- **盈利预测及投资建议：**皖通高速坐拥安徽省内多条跨省干线，核心路产盈利能力强，通过改扩建及收购不断做强做大路产主业。安徽省受益于长三角地区一体化和新兴产业发展，GDP 增速快，产业发展过程中将催生车流量、尤其是货车车流，有望为公司业绩提供支撑。公司于 2021 年提升分红率至 60%，分红率和股息率在高速板块中名列前茅。我们预计公司 2022 年-2024 年可实现归母净利润 14.59 亿元、15.65 亿元、16.24 亿元，EPS 为 0.88 元、0.94 元、0.98 元，12 月 19 日收盘价 7.21 元，PE 估值为 8.2X、7.6X、7.4X。假设公司分红率维持 60%，2022 年-2024 年 A 股息率分别为 7.32%、7.85%、8.15%，H 股息率分别为 9.79%、10.50%、10.89%。

**风险提示：**局部地区疫情扰动、经济下行导致车流量下降、收费政策变化、再投资风险等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 相关报告

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

## 目 录

1、皖通高速：持有安徽省优质高速公路资产.....	- 4 -
2、历史经营业绩表现：核心路段改扩建后车流量快速增长.....	- 7 -
3、核心看点：现有路产盈利水平高，断头路打通带来增量车流.....	- 10 -
3.1、现有路产盈利水平高，改扩建释放潜力.....	- 10 -
3.2、多条断头路打通，增量车流开辟新的利润增长曲线.....	- 13 -
4、未来展望：安徽省产业发展拉动货运流量增长，高分红保障股东回报.....	- 15 -
4.1、安徽省积极承接产业转移，打造新兴产业聚集地，助力省内货运流量增长.....	- 15 -
4.2、高分红凸显长线价值.....	- 16 -
5、盈利预测及估值.....	- 17 -
6、投资策略：业绩稳健高增长、公司治理优秀.....	- 20 -
风险提示.....	- 20 -

## 图 目 录

图 1、公司股权结构.....	- 4 -
图 2、皖通高速控股路产示意图.....	- 5 -
图 3、2016-2022 年 H1 营业收入（亿元）.....	- 8 -
图 4、2021 年公司各业务营收占比（%）.....	- 8 -
图 5、2016-2022 年 H1 营业成本（亿元）.....	- 8 -
图 6、2021 年营业成本组成.....	- 8 -
图 7、2016-2022 年 H1 公司各业务毛利（亿元）.....	- 9 -
图 8、2021 年运营路段通行费毛利占比.....	- 9 -
图 9、2016-2022 年 Q1-Q3 归母净利润（亿元）.....	- 9 -
图 10、2016-2022 年 Q1-Q3 ROE（%）.....	- 9 -
图 11、宣广高速改扩建 PPP 项目出资情况示意图.....	- 12 -
图 12、宁宣杭高速示意图.....	- 13 -
图 13、安庆长江大桥和岳武高速安徽段区域位置情况.....	- 14 -
图 14、2021 年 8-12 月至 2033 年大桥公司营业收入及净利润预测（万元）.....	- 14 -
图 15、岳武高速安徽段东延线示意图.....	- 15 -
图 16、2011-2021 年安徽省 GDP 及同比增速（亿元）.....	- 16 -
图 17、2011-2021 年我国各省市 GDP CAGR.....	- 16 -
图 18、2018 年至 2022 年 1-9 月安徽省战略性新兴产业产值同比增速（%）.....	- 16 -
图 19、2018 年至 2022 年 1-9 月战略性新兴产业产值对全省贡献率（%）.....	- 16 -
图 20、2016-2021 年分红率及现金分红总额（亿元）.....	- 17 -
图 21、货车降费对交运行业高股息标的的影响.....	- 17 -

## 表 目 录

表 1、皖通高速控股路段.....	- 5 -
表 2、皖通高速控股路段盈利情况.....	- 6 -
表 3、皖通高速控股路段的毛利率与同行业上市公司核心路段对比.....	- 10 -
表 4、皖通高速路产项目单公里造价.....	- 11 -
表 5、2022-2024 盈利预测表.....	- 17 -
表 6、DCF 估值模型假设.....	- 19 -
表 7、相关 DCF 模型计算数据.....	- 19 -

---

表 8、WACC 对公司价值的敏感性分析.....	- 19 -
表 9、可比公司 PE .....	- 19 -

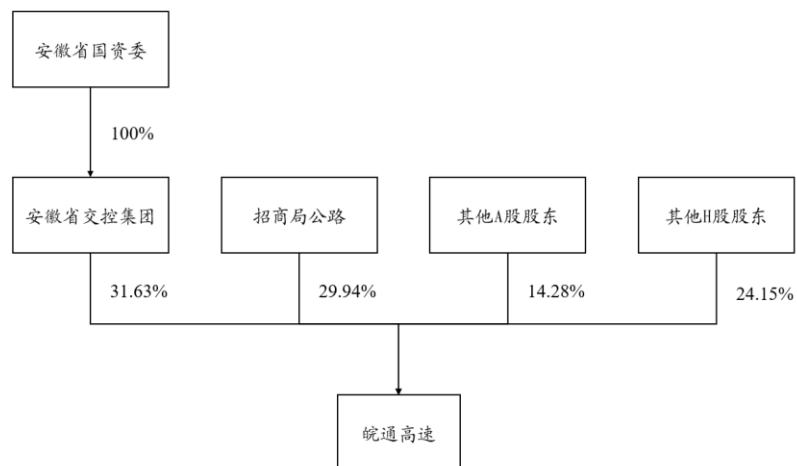
## 报告正文

### 1、皖通高速：持有安徽省优质高速公路资产

安徽皖通高速公路股份有限公司成立于 1996 年 8 月 15 日，1996 年 11 月 13 日发行 H 股在香港联合交易所上市，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。2003 年 1 月 7 日公司发行 2.5 亿股 A 股在上海证券交易所上市。截至 2022 年 Q3，公司已发行股份 16.59 亿股，其中 A 股占总股本 70.28%，H 股占总股本的 29.72%。

公司实际控制人为安徽省国资委，第一大股东为国有独资公司安徽交控集团，股权比例为 31.63%；第二大股东为招商局公路，股权比例为 29.94%；其他 A 股流通股股权为 14.28%，H 股流通股股权为 24.15%。

图 1、公司股权结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理（截止 2022 年三季度）

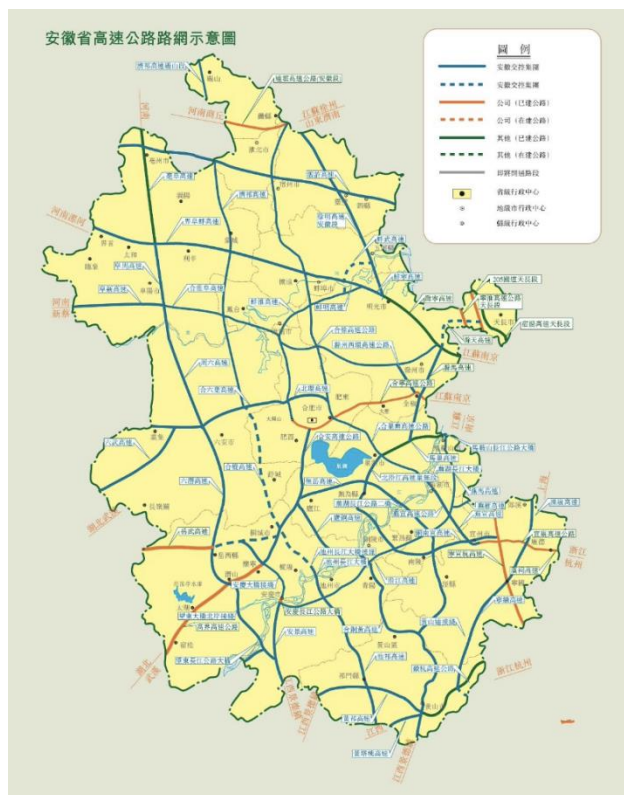
皖通高速路产均位于安徽省内，多为穿越安徽地区的过境国道主干线，区位优势显著。截至 2022 年 6 月 30 日，公司运营公路里程已达 609 公里，所经营控股的收费公路项目共 10 个，分别为合宁高速、205 国道天长久段新线、高界高速、宣广高速（改扩建中）、连霍公路安徽段、广祠高速、宁淮高速天久段、宁宣杭高速安徽段、安庆长江公路大桥、岳武高速安徽段。同时，公司还管理多条安徽交控集团控股路段，管理里程达 3,993 公里。公司所运营的多数路产是跨省干线高速，地处长三角平原区域，经济发展水平高，优势明显。

**表 1、皖通高速控股路段**

项目名称	持股比例	里程数目 (公里)	车道数目 (条)	收费站 (个)	服务区 (对)	收费权期限
合宁高速公路	100%	134	8	12	4	1996年8月16日至2031年8月15日
205国道天长段新线	100%	30	4	1	-	1997年1月1日至2026年12月31日
高界高速公路	100%	110	4	3	4	1999年10月1日至2029年9月30日
宣广高速公路	55%	84	4	6	1	1999年1月1日至2028年12月31日(其中南环段自2003年9月1日至2028年12月31日)
连霍公路安徽段	100%	54	4	3	1	2003年1月1日至2032年6月30日
广祠高速公路	100%	14	4	-	1	2004年7月20日至2029年7月20日
宁淮高速公路天长段	55%	14	6	1	1	2006年12月18日至2032年6月17日
宁宣杭高速公路安徽段	51%	117	4	6	3	宣城至宁国段(46公里): 2013年9月8日至2043年9月7日 宁国至千秋关段(40公里): 2015年12月19日至2045年12月18日 狸桥至宣城段(31公里): 2017年12月30日至2047年12月29日
安庆长江公路大桥	100%	6	4	1	0	2004年12月26日至2033年12月25日
岳武高速公路安徽段	100%	46	4	2	1	2015年12月31日至2045年12月30日

资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

**图 2、皖通高速控股路产示意图**



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

近年来，公司进行了多次改扩建以及收购等动作，进一步深化了公司在收费公路板块的核心竞争力，增加了公司可持续经营能力。

#### 原有路产改扩建方面：

- 2019年12月核心路段合宁高速改扩建完成通车，该项目总投资额36.49亿元，单公里改扩建成本仅为0.41元，显著低于东部高速公路平均改扩建成本，预计改扩建IRR高达12%。改扩建完成后，2020年、2021年合宁高速同比增长1.01%、40.7%，扣除79天高速免费政策影响，约同比增长31.24%、8.32%。车流量增速较超预期。
- 2021年12月，宣广改扩建工程PPP项目顺利中标。此次改扩建实现了本公司参与PPP工程项目零的突破，有利于提升主要路段的通行能力，实现收入的可持续性发展。根据《安徽省高速公路网规划（2016年-2030年）》，公司其他控股核心路段如宣广、高界、广祠等高速都将扩建为八车道，以往改扩建项目IRR均在7.5%以上，回报率可观，核心资产的扩容有望增厚公司长期盈利能力。

#### 新路产收并购方面：

- 2021年公司以41.81亿元交易对价向大股东安徽交控集团收购安徽安庆长江公路大桥有限责任公司100%股权及相关债权，大桥公司下辖安庆长江公路大桥和岳武高速安徽段两段路产，并于2021年12月24日将其纳入集团合并报表范围。

随着国家“长三角一体化”战略和“长江经济带”发展战略的逐步推进，未来公司所辖路段的路网经济效益将更加凸显。

表 2、皖通高速控股路段盈利情况

项目	权益比例	客货车比例	日均车流量（架次/日）				每公里日均通行费收入（元/日）		
		2021年	2019年	2020年	2021年	2019年	2020年	2021年	
合宁高速	100%	70:30	24,308	32,100	36,141	17,253	22,080	24,527	
yoy			-2.28%	32.06%	12.59%	-4.99%	27.98%	11.08%	
205国道天长段新线	100%	36:64	6,921	6,989	6,415	7,957	8,551	5,870	
yoy			15.60%	0.98%	-8.21%	15.69%	7.47%	-31.35%	
高界高速	100%	54:46	18,053	20,438	23,999	17,839	18,979	22,232	
yoy			5.37%	13.21%	17.42%	4.60%	6.39%	17.14%	
宣广高速	55.47%	68:32	26,221	27,767	30,190	17,853	19,331	22,069	
yoy			3.47%	5.90%	8.73%	0.46%	8.28%	14.16%	
连霍公路安徽段	100%	67:33	16,523	18,169	17,854	14,789	13,445	13,192	
yoy			12.54%	9.96%	-1.73%	10.36%	-9.09%	-1.88%	

广祠高速	100%	69:31	29,584	41,415	40,823	21,646	22,341	22,399
yoy			8.12%	39.99%	-1.43%	10.92%	3.21%	0.26%
宁淮高速天长段	55.47%	80:20	35,822	32,766	38,350	20,901	24,063	27,741
yoy			3.63%	-8.53%	17.04%	-1.14%	15.13%	15.28%
宁宣杭高速安徽段	51.00%	75:25	4,988	4,913	4,537	3,114	3,053	2,674
yoy			26.47%	-1.50%	-7.65%	19.04%	-1.96%	-12.41%
安庆大桥	100.00%	62:38	-	23,168	27,584	-	138,752	160,376
yoy					19.06%			15.58%
岳武高速安徽段	100.00%	64:36	-	5,860	7,698	-	6,254	7,890
yoy					31.37%			26.16%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

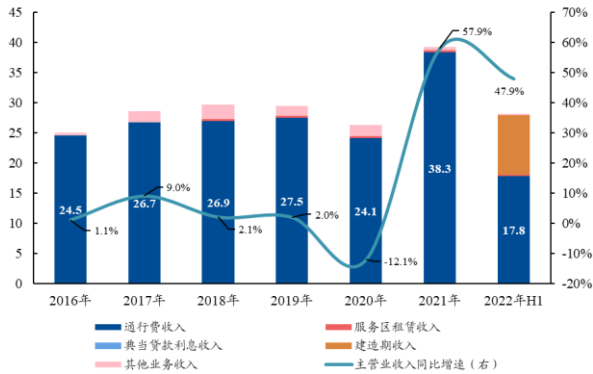
注：安庆长江公路大桥、岳武高速公路安徽段为 2021 年新收购及并表项目。

## 2、历史经营业绩表现：核心路段改扩建后车流量快速增长

**收入端：**通行费收入是公司主要收入来源，占营业收入的九成以上，核心路段改扩建后收益显著提升。2016-2021 年公司营业收入复合增速为 9.43%，疫情前营业收入波动性增长，受疫情期间高速免收通行费政策影响，2020 年上半年营业收入同比跌幅达 44.20%；2020 年下半年，受益于合宁高速公路四改八项目建成通车，有力支撑业绩恢复，配合货车差异化收费措施，通行费收入同比增长 22.25%。2021 年区域经济有序复苏，高界、宣广高速等核心路段潜力释放，合宁高速改扩建后继续贡献可观收益，同时公司收购岳武高速安徽段及安庆大桥，推动整体效益，2021 年实现营业收入 39.21 亿元，同比增长 57.9%，收费公路业务实现收入 38.31 亿元，同比增长 58.9%。扣除 2020 年免费政策影响，我们估算 21 年通行费收入同比增长 21.8%。2022 年前三季度，公司实现营业收入 39.85 亿元，同比增长 54.4%，扣除 PPP 项目会计准则影响，同比减少 2.68%，主要受到疫情扰动影响，但总体而言仍具韧性。

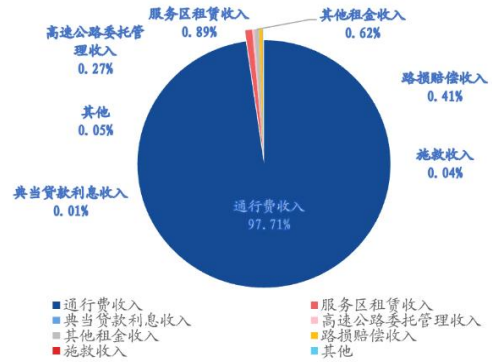
除收费公路主业外，公司过去营业收入还包括典当业务和其他业务，其中：典当业务由于行业经营环境不利，清算解散，目前清算主体工作已经基本完成，已无收入贡献。其他业务包括其他租赁、路损赔偿、高速委托代管、施救等，占营业收入比重较小。

图 3、2016-2022 年 H1 营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2021 年并表安庆长江公路大桥及岳武高速公路安徽段。

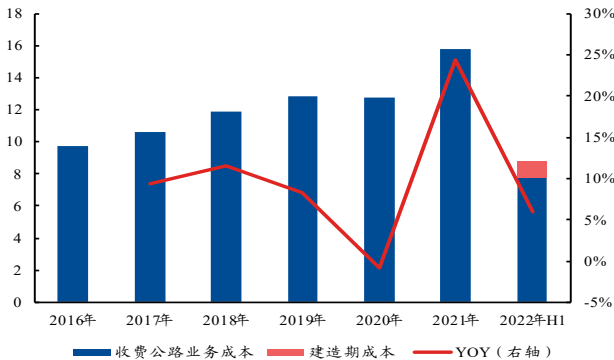
图 4、2021 年公司各业务营收占比 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**成本端：**公司固定成本占比较高，折旧摊销是公司最大成本，公司使用直线折旧法，折旧摊销成本更为固定。2021 年公司折旧与摊销成本为 9.23 亿元，占总成本的 58.37%。

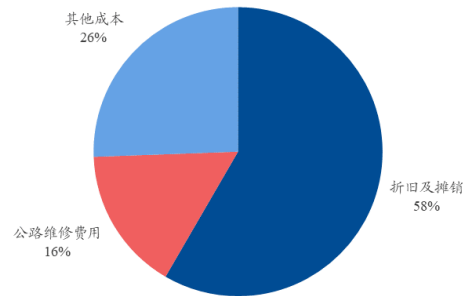
图 5、2016-2022 年 H1 营业成本（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2021 年并表安庆大桥公司，左图 2022H1 同比增速已调减安庆大桥公司、PPP 建造成本；公司典当等其他业务零成本。

图 6、2021 年营业成本组成

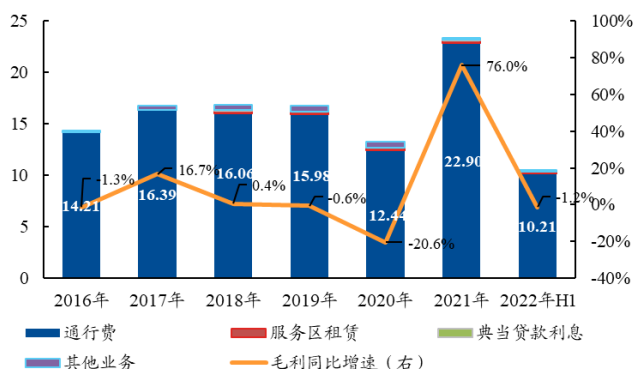


**利润端：**

**核心路段改扩建后毛利润增长显著，业绩反弹。**2020 年公司实现毛利润 13.3 亿元，受到 79 天高速免费政策影响，同比下滑 20.5%，扣除该政策影响，同比增长 23.84%。2021 年公司实现毛利润为 23.40 亿元，同比 2020 年调整免费政策后增长 12.88%。公司的毛利润主要来自通行费毛利，2021 年通行费毛利润组成中，合宁高速、高界高速、宣广高速以及安庆大桥的毛利占比较大，分别为 31.2%、29.4%、22.2%和 12.2%。广祠高速、连霍公路安徽段、宁淮高速天长段以及 205 国道天长段新线占比较小，岳武高速安徽段和宁宣杭高速因未全线贯通，毛利润暂时为负。

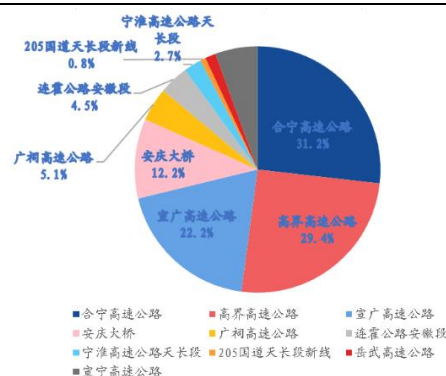


图 7、2016-2022 年 H1 公司各业务毛利 (亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2021 年运营路段通行费毛利占比

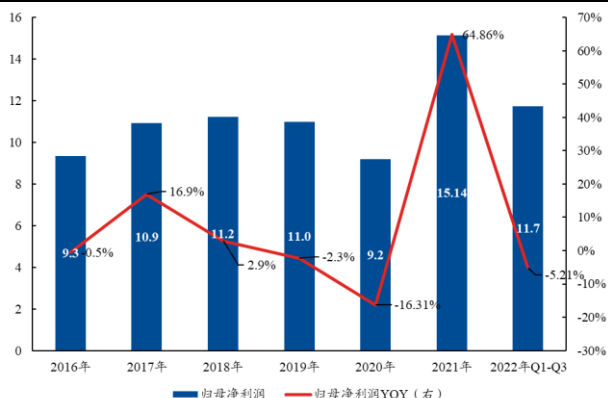


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 岳武高速安徽段、宁宣杭高速还未全线贯通, 2021 年毛利分别为-0.4、-1.5 亿元。

综上, 皖通高速 2016-2019 年归母净利润复合增速达 5.55%, 2020 年受疫情免费政策影响, 上半年出现亏损, 2020 年全年归母净利润同比减少 16.31%, 但 2020 年下半年合宁高速改扩建效果显现, 公司归母净利润同比增长 47.16%。2021 年改扩建效应持续释放、并表安庆大桥公司, 公司实现归母净利润 15.14 亿元, 同比上升 64.86%、扣非归母净利润 13.63 亿元, 同比增长 62.68%。2022 年前三季度, 公司实现归母净利润 11.73 亿元, 同比增长 7.76% (未追溯); 实现扣非归母净利润 11.58 亿元, 同比增长 8.32%。

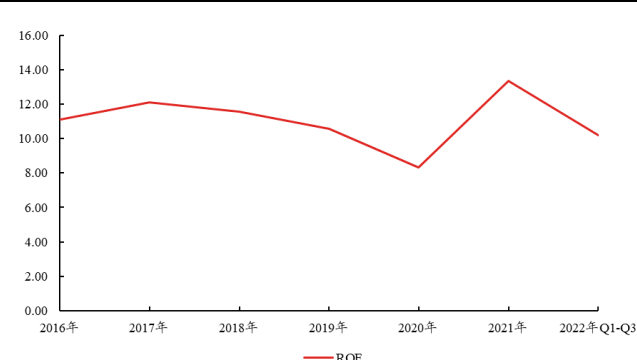
ROE 方面, 公司在疫情前 ROE 水平保持稳定, 2020 年受到高速免费政策影响短暂下降, 2021 年受益于合宁改扩建效益兑现, ROE 上升至 5 年新高, 2022 年前三季度受到疫情扰动, ROE 下降至 2019 年水平左右。随着未来疫情的逐步缓和, ROE 水平有望回升。

图 9、2016-2022 年 Q1-Q3 归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 2021 年并表安庆长江公路大桥及岳武高速公路安徽段。

图 10、2016-2022 年 Q1-Q3 ROE (%)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、核心看点：现有路产盈利水平高，断头路打通带来增量车流

#### 3.1、现有路产盈利水平高，改扩建释放潜力

- 核心路产毛利率水平表现优异，改扩建项目单公里造价低，投资回报较高

皖通高速所拥有路产盈利能力较强，且保持稳定，甚至高于同行业上市公司位于东部等经济发达地区的核心路产。公司的核心路产高界、宣广、广祠高速以及安庆大桥，毛利率水平基本均高于同行业上市公司，包括路产位于长三角、珠三角地区的沪宁高速、佛开高速、京珠高速广珠段、广惠高速、机荷高速东段以及机荷高速西段。核心路产的高盈利能力为公司的业绩提供有力支撑。

表 3、皖通高速控股路段的毛利率与同行业上市公司核心路段对比

毛利率	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 H1
合宁高速	58%	53%	61%	62%
高界高速	75%	73%	78%	78%
宣广高速	69%	67%	78%	73%
安庆大桥			83%	76%
连霍公路安徽段	54%	41%	41%	45%
广祠高速	82%	78%	86%	81%
岳武高速安徽段			-29%	-9%
宁淮高速天长段	66%	59%	55%	61%
宁宣杭高速	-91%	-154%	-135%	-241%
205 国道天长段	50%	40%	31%	25%
沪宁高速	69%	55%	63%	63%
佛开高速	39%	32%	51%	61%
京珠高速广珠段	69%	64%	67%	67%
广惠高速	-	66%	70%	69%
机荷高速东段	57%	54%	56%	55%
机荷高速西段	80%	74%	76%	76%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：宁宣杭高速、岳武高速安徽段毛利率为负系由于两条路产尚未全线贯通，为“断头路”。宁宣杭高速浙江段预计 2022 年底开通，岳武高速东延线预计 2023 年开通，开通后两条路产车流量有望大幅增长。

公司改扩建项目每公里建造成本较低。安徽省处于中西部，相较经济更为发达的东部地区，征地成本较低，且以平原为主，改扩建工程量较小，造价成本较低。公司已有多条高速改扩建，控制成本经验较为充足。

合宁高速“四改八”改扩建项目，于 2016 年 11 月开工，2019 年底通车，项目概算金额为 63.75 亿元，实际投资为 36.49 亿元，单公里造价仅为 0.41 亿元，远远低于东部改扩建单公里水平，因此改扩建回报率很高。

宣广高速改扩建 PPP 项目，于 2022 年 2 月开工，预计 2024 年完工，项目概算金额为 131.07 亿元，按概算金额计算单公里造价为 1.43 亿元，相较合宁高速较大。主要系：宣广高速地处丘陵山区地带，改扩建工程量较大，成本较高。同时考虑到公司实际投资往往低于概算投资金额，预计实际单公里造价会更低。

根据《安徽省高速公路网规划（2016 年-2030 年）》中规划，高界、广祠高速也将启动改扩建计划，我们预计两段路产的地形条件较好，地势基本较平，若进行改扩建，预计单公里造价水平可能依然相对较低。

综上，对比同行业其他上市公司的核心路段改扩建项目，公司造价成本低的优势更为明显。对比与合宁高速四改八项目同时期的改扩建项目，济青高速改扩建项目、佛开高速南段改扩建项目的单公里造价分别为 0.80、0.78 亿元，远远高于合宁高速改扩建的单公里造价 0.41 亿元；对比与宣广高速改扩建同时期的项目，以项目概算金额计算，锡宜高速改扩建的单公里造价为 2.17 亿元，高于宣广高速改扩建的 1.43 亿元。

表 4、皖通高速路产项目单公里造价

项目名称	开工时间	通车时间	项目长度 (km)	项目概算金额 (亿元)	实际投资 (亿元)	单公里造价 (亿元)
合宁高速四改八改扩建	2016 年 11 月	2019 年 12 月	89.35	63.75	36.49	0.41
宣广高速改扩建	2022 年 2 月	2024 年	91.55	131.07	-	1.43
济青高速改扩建	2015 年 12 月	2019 年 12 月	309.17	297.96	248.40	0.80
佛开高速南段改扩建	2017 年 5 月	2019 年 11 月	33.40	35.13	25.96	0.78
锡宜高速南段改扩建	2023 年 1 月	2026 年 6 月	35.74	77.55	-	2.17

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**改扩建项目回报较高。**合宁高速为安徽交通大动脉，2019 年底通车后，2020 年车流量不断恢复，扣除高速免费政策影响，通行费收入同比增长 31.7%；2021 年改扩建效应持续兑现，以及宁芜高速部分路段改扩建施工，车流分流至合宁高速，合宁高速通行费收入实现 7.9% 同比的增长（扣除 20 年免费政策影响），为公司贡献可观收益。

宣广高速是连接沿海省份和中部内陆地区及西部边境地区的运输要道，高界高速是通往江西、湖北、湖南等省市的重要交通运输干线，区位条件均较好，为公司通行费收入的主要来源路段，未来若改扩建完成通车，预计车流量也将大幅增长，叠加单公里造价较低，公司改扩建项目回报较高。

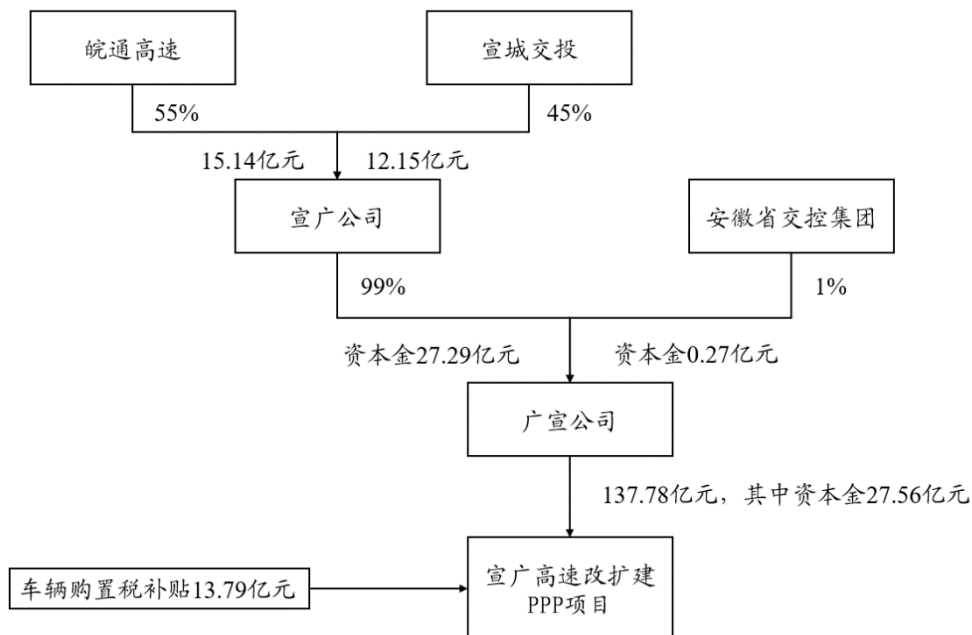
#### ● PPP 项目零突破：宣广高速四改八，预计 2024 年通车

宣广高速是公司拥有的重要路段之一，但剩余收费期限较短，需要进行改扩建来保证公司的可持续发展。宣广高速全长 92.2 公里，自 1993 年起分为南环段、宣广段、广祠段三段建设经营，其中，南环段全长约 17 公里，将于 2027 年 7 月

24 日到期；宣广段全长约 61.71 公里，将于 2028 年 7 月 24 日到期；广祠段全长约 13.49 公里，将于 2029 年 7 月 20 日到期。

宣广高速改扩建项目全长 91.2 公里，其中广德北线新建六车道，其余路段进行“四改八”改扩建，预计 2024 年完工。项目总投资约 137.78 亿元，资本金约 27.56 亿元，车辆购置税补助 13.79 亿元作为建设期投资补助注入。除补助外，其余资金由安徽省交控集团与皖通高速控股子公司宣广公司组成联合体广宣公司负责出资，两者所占股权比例分别为 1%、99%。改扩建 PPP 项目中，宣广公司承担项目资本金约 27.29 亿元，按股权比例，皖通高速对宣广改扩建项目投资额为 15.14 亿元。

图 11、宣广高速改扩建 PPP 项目出资情况示意图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

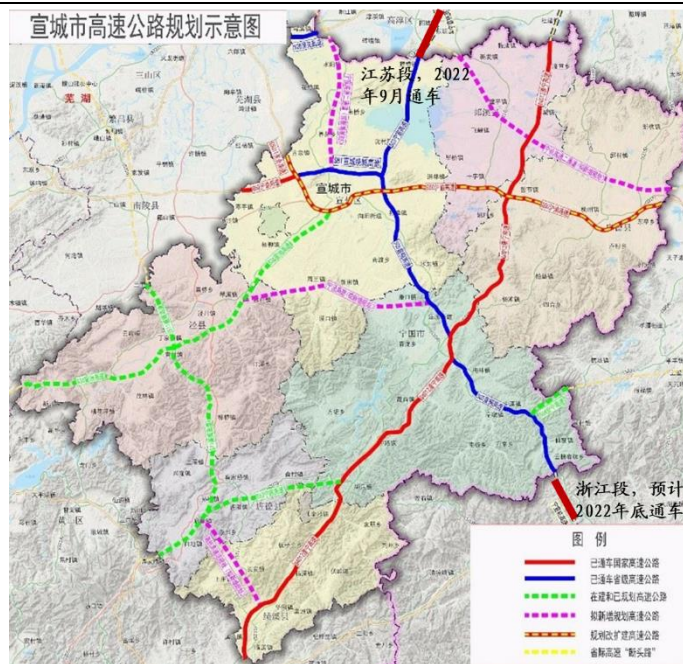
宣广高速改扩建有利于公司收入的可持续性发展，同时 PPP 的形式也减轻了公司的资金压力。项目完成后将提升宣广高速的通行能力及服务水平，并延长收费期限，收费年限重新核定为 30 年。同时宣广高速还将与正在谋划推进的合杭高速等相连接，进一步提升宣城乃至皖南地区东向联通水平，完善周围路网布局，增强路网协同能力。此外，过去皖通高速改扩建均为公司全额出资建设，此次宣广高速改扩建项目实现了 PPP 零项目的突破，其中车辆购置税补助 13.79 亿元减少了公司资金成本压力，是公司改扩建项目模式的新尝试。

### 3.2、多条断头路打通，增量车流开辟新的利润增长曲线

#### ● 宁宣杭断头路预计 22 年底全线贯通，有望带来增量车流量

宁宣杭高速总长 117 公里，分为安徽宣城段（101.78 公里）、江苏高淳段（19.4 公里）以及浙江临安段（24 公里）三段，是公司重要路产之一。但 2022 年 9 月之前，仅安徽段通车，导致宁宣杭高速截至 2022 年中报暂未盈利。2022 年 9 月宁宣杭高速江苏段正式通车，预计今年年底浙江段也将通车，届时宁宣杭高速将实现全线贯通。同时，“断头路”的打通，也加强了安徽省与江苏省和浙江省的联系，有望拉动省内车流量增长，增厚公司未来收益。

图 12、宁宣杭高速示意图



资料来源：宣城市交通局，兴业证券经济与金融研究院整理

#### ● 2023 年岳武高速安徽段东延线将建成通车，未来业绩可期

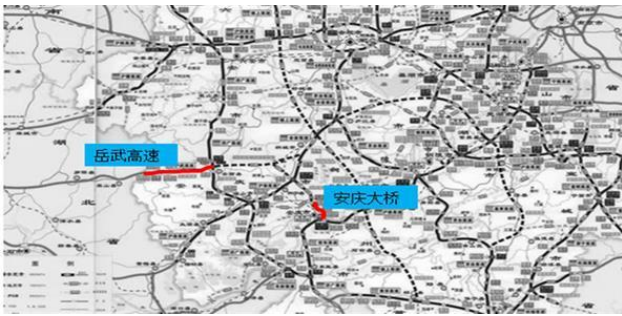
2021 年 10 月 14 日，公司公告拟以 41.81 亿元对价收购大股东安徽交控集团持有的安庆大桥公司 100% 股权及相关债权，大桥公司下辖安庆长江公路大桥和岳武高速安徽段两条路产。

安庆长江大桥路产成熟，盈利能力优秀。安庆长江公路大桥位于长江安庆段，南起大渡口立交枢纽，上跨长江水道，北至龙眠山南路，全长 5985.66 米，主桥 1040 米，是连接京津冀、中原城市群、长江中游城市群、珠三角城市群和海峡西岸城市群交通枢纽中心。安庆长江大桥于 2004 年 12 月 26 日正式通车，收费经营期限为 29 年，将于 2033 年 12 月 25 日到期，剩余收费年限约 11 年，路段较为成熟，盈利能力强：2016-2021 年通行费收入年复合增速达 11%；2021 年实现通行费收入 3.41 亿元，同比增长 47.51%，毛利率高达 82.54%；2022 年上半年受疫

疫情影响，实现通行费收入 1.53 亿元，同比下滑 6.39%，毛利率为 75.79%，盈利能力仍保持行业较高水平。

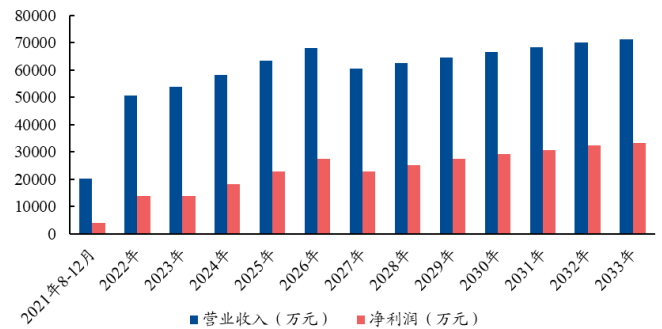
**政府免费政策有望为安庆长江大桥带来增量车流量。**2022 年 1 月 25 日起，安庆市、池州市将对本地小型客车通行安庆长江公路大桥实行免费，两市政府将以财政补贴方式平均承担减免通行费，补贴标准为每车次补贴人民币 21 元，有效期暂定 3 年。该项免费政策将吸引本地小型客车行驶，预计将拉动车流量增长。

图 13、安庆长江大桥和岳武高速安徽段区域位置情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、2021 年 8-12 月至 2033 年大桥公司营业收入及净利润预测（万元）



资料来源：资产评估报告，兴业证券经济与金融研究院整理

**岳武高速安徽段剩余收费期限长，目前处于车流量快速增长期。**岳武高速安徽段起于六潜高速岳西莲云乡境内，终至皖鄂省界大枫树岭，顺接湖北省武英高速，全长 46.26 公里，双向四车道。沿途穿越大别山腹地，路段共有 10 座隧道、33 座桥梁，桥隧比高达 57.2%。于 2015 年 12 月建成通车，收费经营期限为 30 年，将于 2045 年 12 月 30 日到期，剩余约 23 年到期。2016-2021 年岳武高速安徽段通行费收入年复合增速 45%，2021 年实现通行费收入 1.32 亿元，同比增长 61.01%，毛利率为 -29.15%。2022 年上半年受益于岳武高速附近的砂石场运营，拉动货车流量尤其是砂石车流量的增长，一定程度上弥补了疫情影响，岳武高速安徽段实现通行费收入 0.69 亿元，同比增长 8.8%，毛利率为 -9.1%，相比年初收窄 20pcts。

**预计 2023 年岳武高速安徽段东延线将建成通车，未来业绩可期。**岳武高速安徽段目前尚未全线贯通，东延线正在修建中。东延线主线全长 179.53 公里，安庆支线长度 18.55 公里，主线可分为三段：无岳高速无为至庐江段（71.41 公里），庐江至桐城段（44.1 公里），以及桐岳段（64.02 公里）。岳武高速安徽段顺接无岳高速桐岳段，庐江至桐城段已于今年完成八车道改扩建通车，预计 2023 年桐岳段和无为至庐江段也将建成通车，届时岳武高速东延线主线将全线贯通，实现武汉至上海的高速公路全线通车。东延线主线全线贯通后，从岳武高速安徽段向西看，有望分流从安徽省去往武汉的车辆；向东看，与合安高速相连，车辆导流效应明显，车流量有望迎来爆发式增长，未来有望扭亏为盈，并为公司贡献可观收益。

图 15、岳武高速安徽段东延线示意图



资料来源：安徽省生态环境厅，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、未来展望：安徽省产业发展拉动货运流量增长，高分红保障股东回报

### 4.1、安徽省积极承接产业转移，打造新兴产业聚集地，助力省内货运流量增长

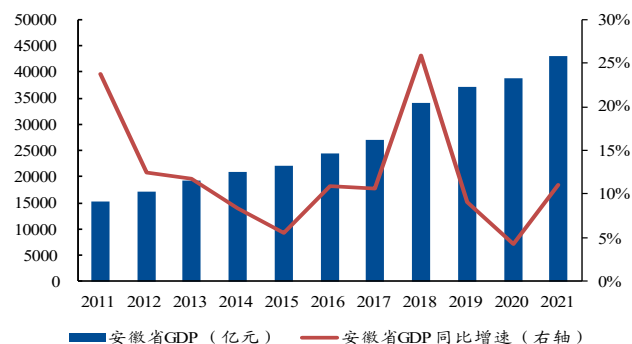
长三角地区是我国经济发展程度最高的区域之一，2019 年安徽省全省被纳入长三角地区，长三角一体化的发展战略将为安徽省的经济发展、产业结构的调整和优化带来新的动力。安徽省于 2020 年发布《安徽省实施长江三角洲区域一体化发展规划纲要行动计划》，表示各地将积极承接上海非大都市核心功能疏解和苏浙产业转移，整体融入长三角产业分工协作。

近年来，安徽省大力发展科技创新，打造新兴产业聚集地，已初步形成新型显示产业集群、人工智能产业集群、芯片研发制造集群以及新能源汽车产业集群。新兴产业不断增强发展动能，2011-2021 年 GDP 复合增速 10.9%，增速位列全国前茅。2021 年，安徽省全省实现 GDP 42959.2 亿元，同比增长 8.3%，其中战略性新兴产业中，新一代信息技术产业、新能源汽车产业产值分别同比增长 31.2% 和 31.0%。截至 2022 年 9 月，新能源产业、新能源汽车产业产值分别同比增长 58.6%、28.3%，发展势头良好。并提出未来发展目标，《“十四五”开发区高质量发展规划》表示，到 2025 年，计划建设 5 个左右在全国具有较强影响力和竞争

力的重大新兴产业基地，打造 2 个世界级战略性新兴产业集群。

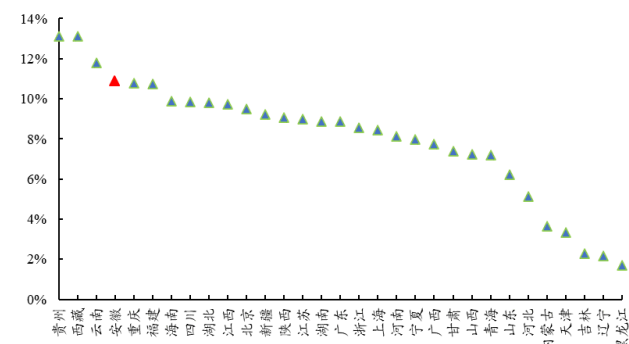
长三角地区一体化战略和新兴产业发展有望促进省内货运量增长。随着安徽省承接产业转移质量水平的提高和新兴产业聚集地的不断发展，经济发展水平进一步提高，承接产业和新兴产业中公司的供应链运行过程中将催生运输需求，有助于省内货运量的增长。公司作为安徽省内唯一的上市公司，下辖多条穿越安徽地区的高速公路，货运量的增长有望为公司业绩提供支撑。

图 16、2011-2021 年安徽省 GDP 及同比增速 (亿元)



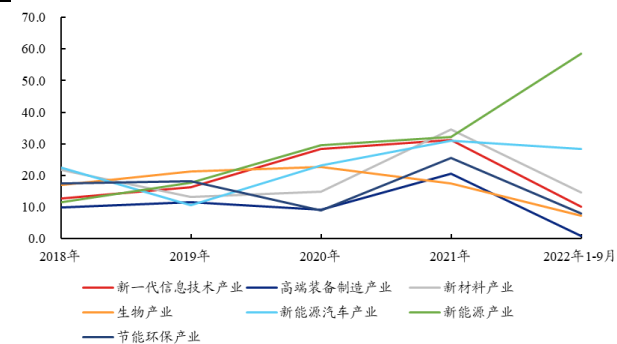
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、2011-2021 年我国各省市 GDP CAGR



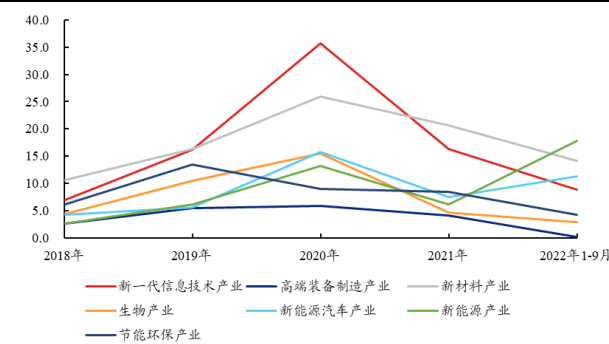
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、2018 年至 2022 年 1-9 月安徽省战略性新兴产业产值同比增速 (%)



资料来源：安徽省发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2018 年至 2022 年 1-9 月战略性新兴产业产值对全省贡献率 (%)



资料来源：安徽省发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4.2、高分红凸显长线价值

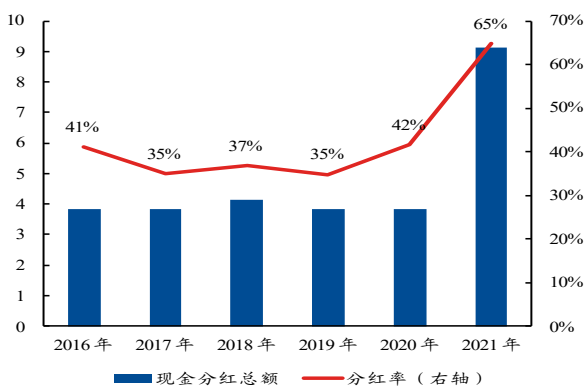
目前公司已陆续完成合宁高速、宁宣杭高速改扩建项目、安庆大桥及岳武高速安徽段的收购，阶段性投资开支高峰已过；现金收购新项目虽导致公司负债率提升至 39.76%，但仍低于行业均值 47.13%，且公司已提前做好债务置换的准备，后续财务压力可控。叠加核心路段改扩建完成，带来稳定经营净现金流，支撑派息比例的提升。因此，公司于 2021 年 11 月 18 日公布 2021-2023 年股东回报规划，根据规划，公司未来三年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报



表归属母公司所有者净利润的 60%，处于行业领先水平。2021 年实际分红率同比增长 23pcts，对应 2022 年 12 月 15 日 A 股收盘价 7.25 元，2022 年股息率为 7.27%。

2021 年公司将分红率大幅提升至 60%，使得公司分红率和股息率目前在高速板块中名列前茅，也体现了公司对中小股东负责的态度。在 2022 年第四季度，收费公路货车通行费减免 10%，但根据我们测算，在高分红、低估值的背景下，高速公司受到该政策的影响较小，仍具有坚实的防御特质。展望明年，悲观预期下货车降费政策延续，高速行业重点标的的估值仍具有 5%-9% 的股息；乐观预期下，货车降费政策取消且疫情影响趋弱，以 2022 年 12 月 15 日收盘价计算，2023 年皖通高速 A 股股息率高达 9.1%，H 股股息率高达 9.4%，在交运高股息标的的中名列前茅，具有较高吸引力。

图 20、2016-2021 年分红率及现金分红总额（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、货车降费对交运行业高股息标的的影响

交运高股息标的								
单位：亿元	分红率	归母净利润			股息率			
		2022E	23悲观预期	23乐观预期	2022E	23悲观预期	23乐观预期	
600377.SH	宁沪高速	0.46元/股	38.4	37.1	43.7	6.0%		
000429.SZ	粤高速A	70%	15.7	13.2	16.3	7.4%	6.2%	7.6%
600548.SH	深高速	55%	28.7	22.0	27.4	9.2%	7.1%	8.8%
600112.SH	皖通高速	60%	14.6	14.5	17.0	7.8%	7.8%	9.1%
600350.SH	山东高速	60%	32.0	28.1	33.0	6.9%	6.0%	7.1%
001965.SZ	招商公路	50%	48.1	48.0	55.0	4.9%	4.9%	5.7%
601006.SH	大秦铁路	0.48元/股	123.8	120.0	128.0	7.3%		
单位：人民币亿元		分红率	归母净利润			股息率		
0177.HK	宁沪高速	0.46元/股	35.0	37.1	43.7	7.4%		
0548.HK	深高速	55%	21.8	22.0	27.4	11.0%	9.2%	9.3%
0995.HK	皖通高速	60%	14.6	14.5	17.0	9.8%	9.4%	9.4%

悲观预期：23年经济发展缓滞车流量相比21年下降10%，同时货车降费10%的政策延续全年；其他板块发展不及21年。  
乐观预期：23年疫情影响趋弱，车流量相比21年增长5%，同时货车不降费；其他板块利润相比21年有所增长。

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：收盘价为 2022 年 12 月 15 日。

## 5、盈利预测及估值

### ● 盈利预测

我们预计，2022-2024 年公司营业总收入分别为 37.91 亿元、39.95 亿元、41.14 亿元，其中通行费收入分别为 37.37 亿元、39.41 亿元、40.59 亿元，投资收益分别为 0.50 亿元、0.58 亿元、0.49 亿元，实现净利润 14.89 亿元、15.97 亿元、16.56 亿元，归母净利润 14.57 亿元、15.66 亿元、16.25 亿元。

表 5、2022-2024 盈利预测表

(亿元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	29.46	26.33	39.21	37.91	39.95	41.14

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

通行费收入	27.80	24.42	38.66	37.37	39.41	40.59
合宁高速	8.32	8.40	11.82	12.06	12.66	13.04
205 国道天长段新线	0.83	0.70	0.61	0.60	0.61	0.62
高架高速	7.07	5.92	8.78	9.22	9.68	9.97
宣广高速	5.31	4.52	6.57	5.26	5.52	5.35
连霍公路安徽段	2.85	2.04	2.55	2.47	2.54	2.60
宁淮高速公路天长段	1.06	0.89	1.13	1.18	1.22	1.24
广祠高速	1.07	0.94	1.38	1.13	1.16	1.19
宁宣杭高速	1.29	1.00	1.11	0.89	1.15	1.33
安庆大桥	0	0	3.41	3.21	3.40	3.45
岳武高速	0	0	1.30	1.37	1.46	1.81
典当贷款利息收入	0.04	0.06	0.004	0.00	0.00	0.00
其他业务收入	1.62	1.84	0.54	0.54	0.54	0.54
<b>经营毛利</b>	<b>16.74</b>	<b>13.30</b>	<b>23.40</b>	<b>21.64</b>	<b>23.33</b>	<b>24.14</b>
<b>投资收益</b>	<b>0.38</b>	<b>0.26</b>	<b>0.67</b>	<b>0.50</b>	<b>0.58</b>	<b>0.49</b>
<b>净利润</b>	<b>10.59</b>	<b>8.17</b>	<b>15.45</b>	<b>14.89</b>	<b>15.97</b>	<b>16.56</b>
<b>归母净利润</b>	<b>10.98</b>	<b>8.69</b>	<b>15.14</b>	<b>14.57</b>	<b>15.66</b>	<b>16.25</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2019 及 2020 年为并表调整前数据

### ● 绝对估值

目前皖通高速除收费公路以外的业务均已退出，因此采用高速公路行业最常用的 DCF 估值法对公司进行估值，关键假设如下：

1、**无风险 Rf**：将十年期国债利率作为无风险利率，截止 2022 年 12 月 14 日为 2.87%；

2、**β 系数**：取 Wind 公司 β，2004 年 12 月 31 日-2022 年 12 月 15 日，调整后公司日平均 β=0.9058；

3、**市场投资组合预期收益率**：选取沪深 300 指数，2004 年 12 月 31 日-2021 年 12 月 31 日复合年平均收益率 9.85%；

4、**永续增长率**：高速公路收费到期后不再产生现金流，故假设永续增长率为 0%；

5、根据历史情况，2022 年 Q3 公司有息债务为 68.77 亿元，故假设未来公司的**债务比率**为 31.86%；

根据以上关键假设及 CAPM 模型，计算出股权投资成本为 9.19%，WACC 为 7.08%；结合盈利预测可得公司市值 162.78 亿元。

表 6、DCF 估值模型假设

估值假设	假设值
永续增长率 (%)	0%
$\beta$ 值	0.9058
无风险利率 (Rf)	2.87%
市场预期收益率 (%)	9.85%
债务成本 Kd (%)	3.40%
债务比率 D/(D+E) (%)	31.86%
<b>计算结果</b>	
股权资本成本 (Ke)	9.19%
WACC	7.08%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、相关 DCF 模型计算数据

对应数据类型	数值
企业总价值现值 (百万元)	18468
净债务价值 (百万元)	-2190
估值日总股本 (百万股)	1658.61
每股价值 (元)	9.81

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 估值日为 2022-12-15。

表 8、WACC 对公司价值的敏感性分析

WACC (%)	NPV (亿元)	公司价值 (亿元)	当前市值 (亿元)	空间
8.00%	173.96	152.07	111.54	36%
7.08%	184.68	162.78	111.54	46%
6.00%	198.35	176.45	111.54	58%

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 收盘价为 2022-12-15。

### ● 相对估值

根据可比公司 PE 情况, 截至 2022 年 12 月 15 日, 皖通高速 A 股 PE 为 7.52X, H 股 PE 为 5.78X, 落后于可比公司, 考虑到其路产盈利能力优秀, 核心路段改扩建通车潜力释放, 同时公司治理良好, 得到大股东的有力支持, 估值存在重塑空间。

表 9、可比公司 PE

A 股可比公司		PE(TTM) (倍)	H 股可比公司		PE(TTM) (倍)
600377.SH	宁沪高速	11.80	00177.HK	江苏宁沪高速公路	8.93
000429.SZ	粤高速 A	10.61	00576.HK	浙江沪杭甬	6.42
001965.SZ	招商公路	10.58	<b>00995.HK</b>	<b>安徽皖通高速公路</b>	<b>5.78</b>
600350.SH	山东高速	8.56	00548.HK	深圳高速公路股份	4.81
<b>600012.SH</b>	<b>皖通高速</b>	<b>7.52</b>			
600548.SH	深高速	7.17			

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 收盘价为 2022-12-15。

## 6、投资策略：业绩稳健高增长、公司治理优秀

**皖通高速坐拥安徽省内多条跨省干线，运营高速公路里程达 609 公里。现有路产盈利水平高，改扩建后释放潜力：**受益于 2019 年底核心路产合宁高速改扩建完成通车，2020 年、2021 年公司整体通行费收入分别同比增长 14.28%、21.81%（均扣除 20 年高速免费政策影响）。宣广高速“四改八”改扩建项目预计于 2024 年完工通车，届时将进一步提升公司路产盈利能力。此外，横向对比来看公司核心路产毛利率水平高于同业核心路产，盈利能力较强。

**多条断头路将被打通，增量车流开辟新的利润增长曲线：**2022 年 9 月宁宣杭高速江苏段正式通车，预计今年年底浙江段也将通车，届时宁宣杭高速将实现全线贯通，有望增厚利润。公司新收购的岳武高速安徽段剩余收费期限长，目前处于车流量快速增长期，2023 年岳东延线将建成通车，车流量有望大幅增长。

**公司长期坚持高比例现金分红政策，积极向头部公司的分红水平看齐：2021 年公司分红率提升至 60%，**获得了市场投资者的青睐与支持，在境内外资本市场夯实了稳定的投资者基础和良好的市场形象。

预计公司 2022 年-2024 年可实现归母净利润 14.59 亿元、15.65 亿元、16.24 亿元，EPS 为 0.88 元、0.94 元、0.98 元，相对 2022 年 12 月 19 日收盘价 7.21 元，PE 估值为 8.2X、7.6X、7.4X。假设公司分红率维持 60%，2022 年-2024 年 A 股息率分别为 7.32%、7.85%、8.15%，H 股股息率分别为 9.79%、10.50%、10.89%。

### 风险提示

- （1）经济下行导致车流量下降：**经济下行可能影响人们出行意愿，对车流量影响较大，从而影响公司营业收入，业绩恢复进度可能低于预期；
- （2）局部地区疫情扰动导致车流量下降：**目前疫情仍呈现多点散发状态，局部地区疫情扰动会对车流量造成影响，对公司经营管理、业绩表现等造成较大影响；
- （3）收费政策变化：**政府对高速公路通行费收费有一定指导，收费政策变化对公司控股路产通行费收入影响较大，影响公司未来盈利；
- （4）再投资风险：**公司的再投资回报率可能不及预期，影响公司收益。

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	4484	9647	10156	12173	<b>营业收入</b>	3921	3791	3995	4114
货币资金	4318	9500	10000	12015	营业成本	1581	1627	1663	1700
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	31	30	31	32
应收票据及应收账款	0	0	0	0	销售费用	0	0	0	0
预付款项	1	0	0	0	管理费用	137	105	106	107
存货	5	0	0	0	研发费用	0	0	0	0
其他	160	147	156	157	财务费用	171	102	132	123
<b>非流动资产</b>	15437	14359	14205	14041	其他收益	10	6	6	6
长期股权投资	137	0	0	0	投资收益	67	50	58	49
固定资产	1003	971	872	737	公允价值变动收益	43	0	0	0
在建工程	227	113	57	28	信用减值损失	1	1	1	1
无形资产	13155	13155	13155	13155	资产减值损失	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-5	-0	-0	-0
长期待摊费用	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	2119	1985	2129	2208
其他	915	119	123	121	营业外收入	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	19921	24006	24361	26214	营业外支出	4	4	4	4
<b>流动负债</b>	2797	5355	3114	2311	<b>利润总额</b>	2119	1985	2129	2208
短期借款	0	3174	886	0	所得税	574	496	532	552
应付票据及应付账款	743	861	847	877	净利润	1545	1489	1597	1656
其他	2054	1319	1381	1433	少数股东损益	31	29	31	32
<b>非流动负债</b>	5179	6054	7053	8054	<b>归属母公司净利润</b>	1514	1459	1565	1624
长期借款	4726	5726	6726	7726	<b>EPS(元)</b>	0.91	0.88	0.94	0.98
其他	453	328	327	327					
<b>负债合计</b>	7976	11409	10168	10364					
股本	1659	1659	1659	1659	<b>主要财务比率</b>				
资本公积	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
未分配利润	9342	10121	12060	14006	<b>成长性</b>				
少数股东权益	556	585	616	649	营业收入增长率	33.6%	-3.3%	5.4%	3.0%
<b>股东权益合计</b>	11945	12597	14194	15850	营业利润增长率	78.3%	-6.3%	7.3%	3.7%
<b>负债及权益合计</b>	19921	24006	24361	26214	归母净利润增长率	74.2%	-3.6%	7.3%	3.7%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	59.7%	57.1%	58.4%	58.7%
					净利率	39.4%	39.3%	40.0%	40.3%
					ROE	13.3%	12.1%	11.5%	10.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	40.0%	47.5%	41.7%	39.5%
					流动比率	1.60	1.80	3.26	5.27
					速动比率	1.60	1.80	3.26	5.27
					<b>营运能力</b>				
					资产周转率	19.3%	17.3%	16.5%	16.3%
					应收账款周转率	-	-	-	-
					存货周转率	25267.5%	60329.9%	-	-
					<b>每股资料(元)</b>				
					每股收益	0.91	0.88	0.94	0.98
					每股经营现金	1.26	0.59	1.12	1.19
					每股净资产	6.87	7.24	8.19	9.16
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	7.9	8.2	7.6	7.4
					PB	1.1	1.0	0.9	0.8

## 现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	1514	1459	1565	1624
折旧和摊销	910	145	157	162
资产减值准备	-0	0	0	0
资产处置损失	9	0	0	0
公允价值变动损失	-43	0	0	0
财务费用	171	102	132	123
投资损失	-67	-50	-58	-49
少数股东损益	31	29	31	32
营运资金的变动	-520	-591	42	77
<b>经营活动产生现金流量</b>	2097	976	1865	1971
<b>投资活动产生现金流量</b>	200	987	58	49
<b>融资活动产生现金流量</b>	-911	3219	-1423	-5
现金净变动	1386	5182	500	2015
现金的期初余额	1974	4318	9500	10000
现金的期末余额	3360	9500	10000	12015

**分析师声明**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**投资评级说明**

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**信息披露**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**使用本研究报告的风险提示及法律声明**

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

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

**特别声明**

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

**兴业证券研究**

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn