



高速公路行业研究

买入（首次评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001） 分析师：霍泽嘉（执业 S1130525070008）

zhengshuming@gjzq.com.cn

huozejia@gjzq.com.cn

高速公路注入成三资改革典型案例，行业有哪些资产注入机会？

投资逻辑

多地陆续推动国有“三资”改革，高速公路资产注入成为典型案例。多省市陆续推动国有“三资”改革，鼓励国有企业并购重组、资产证券化，加快盘活各类国资。按照以往国企改革经验看，改革会在某些地区先行试行，在取得成功经验之后再行推广，“三资”改革有望掀起新一轮国资资产证券化浪潮。在政策表述中，安徽省首先使用案例来指向资产盘活领域，其中第一个案例是高速公路资产注入。国企改革背景下，央国企在资产注入等方向上将起到引领作用，高速公路板块当中央国企占比达到 95%，或成为核心受益板块。

高速公路行业当前面临还债和资本开支压力，资产注入或成为解决方案。高速公路单公里建造成本日益上升，而土地财政下坡，政府对于公路的财政补贴也捉襟见肘，公路行业面临还债和资本开支压力。盘活存量项目能够让各省交投集团一次性得到大量现金补充，可以用来化债或投入新的公路项目建设；并能让存量项目负债出表，减轻其负债压力。对上市公司而言，资产注入上市公司体内可以增厚利润来源。

我们从上市公司、交投集团两方来考虑资产注入机会。①从上市公司看，资产注入的前提是有充足的资金支持购买资产，因此可能性更大的是未来资本开支压力小的企业。我们以高速公路上市公司未来资本开支所需的自有资金/经营性现金流来量化资本开支压力。其中，山东高速、皖通高速在一线标的中资本开支压力更小。重庆路桥、吉林高速、山西高速、赣粤高速和中原高速同样资本开支压力较小。②从交投集团看，资产注入需要有符合上市公司注入标准的资产。同时，自身还债压力、资本开支更大的交投集团更有可能进行资产注入。筛选可知，湖北、广西等地有更大的资产证券化可能性。我们以经营性高速公路+剩余年限 10 年以上+单公里通行费收入 300 万元以上作为筛选条件，发现湖北、安徽、河南、四川地区交控集团符合注入要求的路产数量是最多的（考虑总量和相对量）。

湖北省政府还贷性公路转变为经营性公路，打破资产注入壁垒。根据湖北省交投集团募集说明书，2024 年 2 月，湖北交投的政府还贷高速公路属性调整为经营性高速公路。此举显著增加交投集团体内路产久期，并打破公路注入的壁垒。

公路资产重组带来利润和股价弹性，关注“大集团，小公司”特征。①利润弹性方面，主要取决于资产和公司体量相对值，因此注入小公司弹性更大。2011 年山东高速资产重组，当年利润弹性达到 58%。②股价弹性方面，粤高速（停牌后+33%）、华北高速（停牌后+111%）。粤高速重组弹性大的原因主要由于身处 2015 年牛市，叠加注入资产优质且估值公允。华北高速重组弹性大主要由于身处 2017 年国企改革风口，叠加央企借壳且注入资产优质。若三资改革掀起新一轮国企改革浪潮，优质的公路资产注入或带来显著股价弹性。③“大集团，小公司”特征：从山东高速的发展历程可知，在大集团的注入下，小公司可逐渐成长为大公司。“小公司，大集团”特征拔高了上市公司未来成长性空间，相同体量路产注入带来的弹性更大。

投资建议与估值

①推荐资金压力小的高速公路一线标的皖通高速、山东高速。标的基本面优质，对应股息率具有配置的性价比，资本开支压力小代表中期成长性更好。②关注集团还债压力大且具备足够资产注入能力的公路标的。湖北、广西交控集团有更大的资产证券化可能性，主要由于其偿债和资本开支压力大。③关注具备“大集团，小公司”特征的公路标的。从弹性角度看，资产注入小公司带来的弹性更大，需关注集团内部有无合适资产适合注入。④关注破净估值提升可能性的公路标的。地方国保增值对于资产盘活和补充资金有重要作用。破净标的估值提升后，控股股东可以通过减值和增发注入等方式获取资金，因此国有上市公司有望更加注重估值提升。

风险提示

资产注入不及预期风险、资产注入定价过高、减值风险、路产分流风险、公路行业政策风险。



内容目录

一、多地陆续推动国有“三资”改革，高速公路资产注入成为典型案例	4
1.1 多地陆续推动国有“三资”改革，高速公路资产注入成为典型案例	4
1.2 高速公路行业当前的困境——建设资金来源和债务余额巨大	6
二、哪些高速公路企业存在资产注入机会？	8
2.1 从上市公司看——关注主要路产年限长，资本开支压力小的上市公司	8
2.2 从交投集团看——关注符合注入条件、偿债压力更大的交投集团	10
2.3 政府还贷公路可转变为经营性公路，打破资产注入壁垒	13
2.4 弹性有多大？关注“大集团，小公司”特征	14
三、投资建议	17
四、风险提示	17

图表目录

图表 1：多地陆续推动国有“三资”改革	4
图表 2：地方土地财政收入下降	4
图表 3：地方国企资产总额增速快于债务余额	4
图表 4：三资改革流程及涉及的困难	5
图表 5：安徽省将高速公路资产注入作为盘活资产第一个典型案例	5
图表 6：A 股高速公路板块中央国企占比达到 95%	6
图表 7：高速公路行业收支缺口扩大	7
图表 8：高速公路债务余额持续增加	7
图表 9：高速公路行业平均资产负债率上升	7
图表 10：高速公路行业平均 ROE 水平下降	7
图表 11：近年来公路主体通过发行 REIT 出表已有较多尝试	7
图表 12：皖通高速收购阜周、泗许高速以补充公司利润来源	8
图表 13：高速公路上市公司改扩建路产梳理	9
图表 14：高速公路上市公司改扩建资金需求梳理	10
图表 15：上市公司对应交控集团负债压力与资金需求	11
图表 16：交控集团符合注入要求的路产筛选	12
图表 17：剔除皖通高速体内路产，安徽交控单公里通行费收入 300 万元以上路产梳理	12
图表 18：《收费公路管理条例》中将公路分为还贷性和经营性	13
图表 19：2010 年山东高速重组后利润同比增长 58%	14
图表 20：过去 5 年公路资产注入案例中，“大集团小公司”具备更大的弹性	14



图表 21: 2015 年粤高速重组带来股价弹性.....	15
图表 22: 2017 年华北高速重组带来股价弹性.....	15
图表 23: 山东高速发展历程是从“小公司大集团”变为“大公司”	15
图表 24: 皖通高速、四川成渝显著跑赢高速公路指数	16
图表 25: 各高速公路上市公司现金分红比例 (%)	16
图表 26: “小公司，大集团”特征筛选	17



一、多地陆续推动国有“三资”改革，高速公路资产注入成为典型案例

1.1 多地陆续推动国有“三资”改革，高速公路资产注入成为典型案例

多地陆续推动国有“三资”改革。近期，多省市陆续推动国有“三资”改革，鼓励国有企业并购重组、资产证券化，加快盘活各类国资，有效补充地方财政资金来源并化债。湖北省在国有“三资”管理改革推进会中提出“一切国有资源尽可能资产化、一切国有资产尽可能证券化、一切国有资金尽可能杠杆化”的原则。安徽省出台《安徽省推进“大资产”统筹管理总体工作方案》，明确开展清查、确权、统筹盘活、与债务联动监管、与投资协同5个专项行动；2026年及以后持续推进。

“三资”改革或将在全国推广，有望掀起新一轮国资资产证券化浪潮。按照以往国企改革经验看，改革会在某些地区先行试行，在取得成功经验之后在进行推广。在湖北省提出三个“尽可能”原则后，引发了市场对新一轮国有资产证券化浪潮的预期，我们认为或将进行全国推广。同时，本轮“三资”改革的核心目的是化债，三资改革可以让地方政府的化债方式从增量“输血式”化债变为盘活存量的“造血式”化债，有望成为新的国企改革重点方向之一。

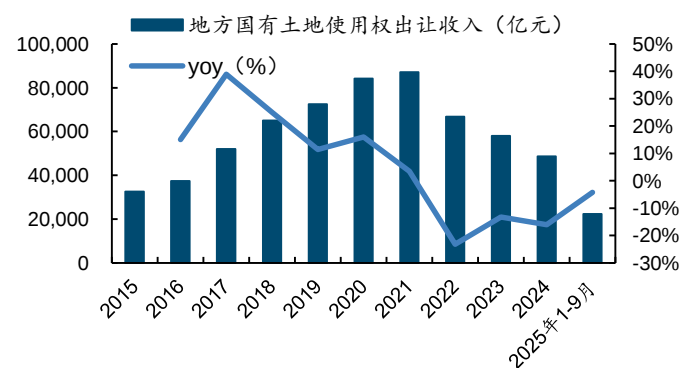
图表1：多地陆续推动国有“三资”改革

时间	省市	文件	概要
2025/10/16	湖北	国有“三资”管理改革推进会	更加深刻把握“一切国有资源尽可能资产化、一切国有资产尽可能证券化、一切国有资金尽可能杠杆化”三项原则，更加科学运用“能用则用、不用则售、不售则租、能融则融”四种方式，进一步推动全省国有“三资”管理改革取得更大成效。
2025/10/22	深圳	《深圳市推动并购重组高质量发展行动方案（2025—2027年）》	明确产业升级并购逻辑，突出并购重组“向新性”。强化金融工具与耐心资本供给，提升并购实施“实效性”。优化境内外资源配置，深化产业并购“开放性”。健全并购生态服务平台，提升并购市场“完备性”。强化风险防控与要素保障，提高监管与服务的“协同性”。
2025/10/24	安徽	《安徽省推进“大资产”统筹管理总体工作方案》	打好“制度拳”，构建改革政策体系。用好“智慧库”，实现“三资”多维共治。下好“盘活棋”，提升统筹管理质效。织好“监督网”，完善综合评价监管。

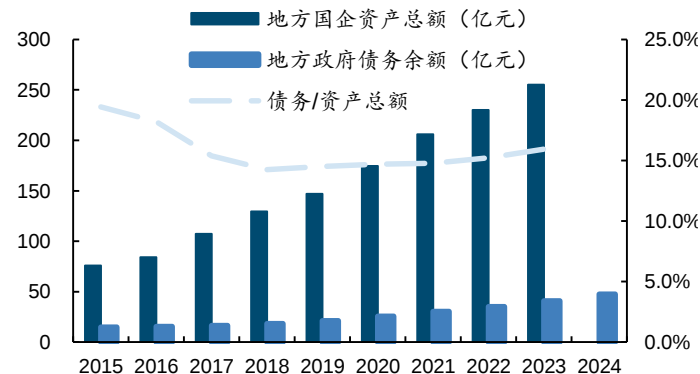
来源：湖北省人民政府网，深圳市人民政府网，安徽省人民政府新闻办公室，国金证券研究所

“三资”改革来源于财政压力下对于资金来源的需求。随着地方土地出让收入下降，税收增速放缓，地方政府债务不断增加，地方政府财政压力持续。2015-2023年，地方政府债务余额的CAGR为13.5%。但同时可以看到，地方国企资产总额的CAGR为16.4%，资产增速更快于地方政府债务增长速度。湖北省确定的三资定义包括“土地、矿产、林业、水利、能源、数据”六类国有资源，“实物、债权、股权、特许经营权、未来收益权”五类国有资产，以及“闲置和低效”两类国有资金，我们认为三资涵盖范围应当比地方国有企业总资产更大。假设5%的地方国企资产规模能够转化为资金，按2023年水平估算就能够化掉约1/3的地方债务规模。对于资产的盘活能够有效补充地方财政资金。

图表2：地方土地财政收入下降



图表3：地方国企资产总额增速快于债务余额



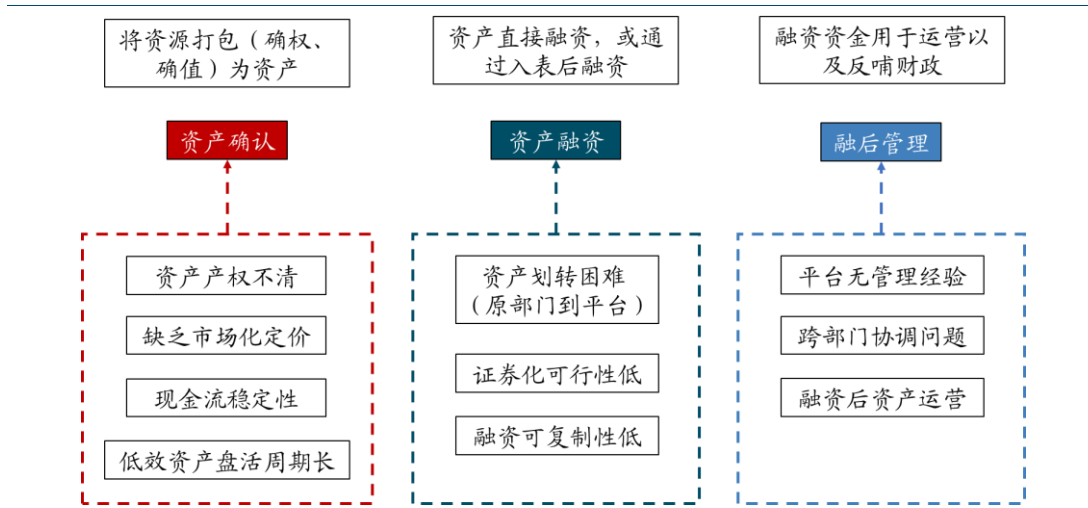


来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

三资改革中优质资产稀缺。三资改革流程可以分为资产确认、资产融资和融后管理三步。我们认为在资产确认和出表当中，面临最大的挑战在于优质资产稀缺以及证券化可行性。盘活存量资产融资需要资产达到融资以及资产证券化的门槛，例如有稳定的现金流、明晰的产权结构、能够被市场化定价等，满足条件的优质资产稀缺。在实施三资改革的省份中，政策表述多侧重着眼全局，安徽省首先使用案例来指向资产盘活领域，其中第一个案例就是高速公路资产注入。

图表4：三资改革流程及涉及的困难



来源：国金证券研究所

高速公路资产注入成为典型案例。在《安徽省推进“大资产”统筹管理总体工作方案》政策解读新闻发布会中，国资委发言人表示积极推进省属企业加快存量资产盘活利用，具体措置中提到形成一批典型案例，其中省交控集团将高速公路资产注入上市公司作为第一个典型被提出。我们认为，若此举扩大到全国，将有效推动高速公路资产注入上市公司，增强高速公路上市公司主业发展。

图表5：安徽省将高速公路资产注入作为盘活资产第一个典型案例

举措	具体措施
加强政策指导	制定印发《关于进一步推动省属企业盘活存量资产扩大有效投资工作方案》，细化了交通运输、能源、土地、服务业、房地产、股权债权等 10 个重点盘活领域，支持引导企业灵活运用 REITs、资产证券化、产权转让等市场化方式盘活存量资产。
建立完善工作机制	建立省属企业盘活存量资产台账，实施动态管理；牵头建立省属企业“两非”“两资”处置出清多部门联动绿色通道工作机制，帮助企业解决处置出清工作中的难点问题；组织开展相关业务培训，提高企业资产盘活专业化能力；强化考核激励，将盘活存量资产工作纳入省属企业考核评价体系。
形成一批典型案例	三是形成一批典型案例。省交控集团将高速公路资产注入上市公司，通过资产证券化方式盘活资产约 48 亿元；淮北矿业集团挖掘林地综合价值，通过开展碳票交易，盘活林地资源 6800 余亩；淮河能源集团将闲置矿区资产改造为职教校区，盘活资产近 7 亿元、集约利用土地 570 余亩；省港航集团通过引入战略投资者提升港口运营能力，盘活存量资产超 6 亿元。

来源：《安徽省推进“大资产”统筹管理总体工作方案》新闻发布会，国金证券研究所

央国企资产证券化起引领作用，高速公路板块或成核心受益板块。2025 年是国企改革深化提升行动的收官之年，全国各省市均出台了深化国企改革的政策文件。同时，2025 年也是新一轮改革方案的起点，湖北省将“三资”管理改革纳入国企改革深化提升行动，明确了省属企业将分三年，完成盘活低效闲置资产 1500 亿元的总体目标。在国企改革背景下，央国企在资产注入等方向上将起到引领作用，高速公路板块当中央国企占比达到 95%，仅



一家为私营性质，或成为核心受益板块。

图表6：A股高速公路板块中央国企占比达到95%

证券名称	企业属性	省份	控股股东	市值（亿元）	PE（ttm）	PB（MRQ）
皖通高速	地方国有企业	安徽省	安徽省交通控股集团有限公司	251.8	15.3	2.2
中原高速	地方国有企业	河南省	河南交通投资集团有限公司	99.6	9.8	0.8
福建高速	地方国有企业	福建省	福建省高速公路集团有限公司	109.0	13.5	0.9
楚天高速	地方国有企业	湖北省	湖北交通投资集团有限公司	64.7	9.6	0.7
重庆路桥	私营	重庆市	/	79.9	34.8	1.5
赣粤高速	地方国有企业	江西省	江西省交通投资集团有限责任公司	121.7	6.9	0.6
山东高速	地方国有企业	山东省	山东高速集团有限公司	449.6	13.6	1.5
五洲交通	地方国有企业	广西壮族自治区	广西交通投资集团有限公司	64.9	10.1	0.9
宁沪高速	地方国有企业	江苏省	江苏交通控股有限公司	613.3	14.2	1.6
深高速	地方国有企业	广东省	深圳国际控股有限公司	230.8	20.5	1.1
四川成渝	地方国有企业	四川省	蜀道投资集团有限责任公司	171.0	11.1	1.1
龙江交通	地方国有企业	黑龙江省	黑龙江省高速公路集团有限公司	46.0	29.2	1.0
吉林高速	地方国有企业	吉林省	吉林省高速公路集团有限公司	55.0	10.1	1.0
粤高速A	地方国有企业	广东省	广东省交通集团有限公司	239.1	14.5	2.3
湖南投资	地方国有企业	湖南省	长沙环路建设开发集团有限公司	29.6	64.4	1.4
山西高速	地方国有企业	山西省	山西省高速公路集团有限责任公司	78.4	16.5	1.4
东莞控股	地方国有企业	广东省	东莞市交通投资控股集团有限公司	116.1	10.9	1.1
城发环境	地方国有企业	河南省	河南投资集团有限公司	88.4	7.4	1.0
现代投资	地方国有企业	湖南省	湖南省高速公路集团有限公司	64.5	17.5	0.6
招商公路	中央企业	天津市	招商局集团有限公司	689.0	13.3	1.0

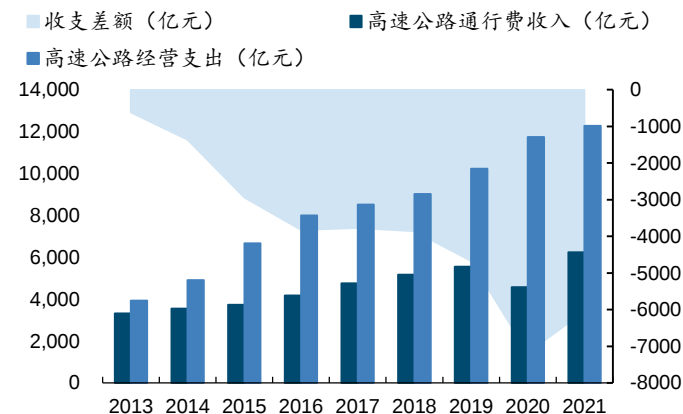
来源：ifind，国金证券研究所

1.2 高速公路行业当前的困境——建设资金来源和债务余额巨大

近年来，随着土地、材料、人工成本上升，高速公路单公里建造成本日益上升。同时人工、养护、管理成本也在不断增长，但由于公路收费标准（尤其是存量项目）没有太大的提升，导致收入和成本倒挂，收支缺口逐年扩大，累计债务余额逐年增加。而随着土地财政下坡，政府对于公路的财政补贴也捉襟见肘，所以面临的问题有：1）新建或者改扩建的公路需要建设，建设资金来源短缺；2）高速公路债务余额巨大，负责公路投资的省级交控集团主体也有较高资产负债率；3）面临公路到期后交还政府，政府需承担公路到期免费之后的养护成本，有较大压力。

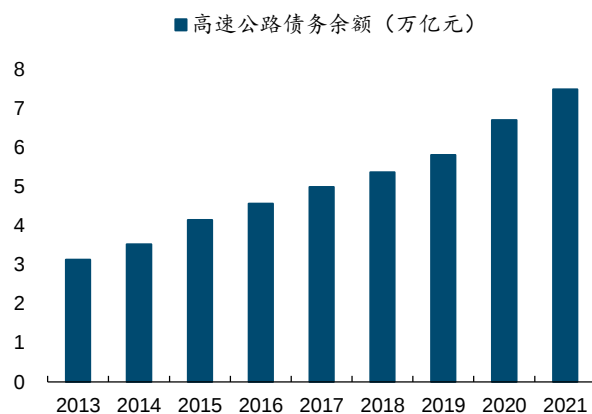


图表7：高速公路行业收支缺口扩大



来源：ifind，国金证券研究所

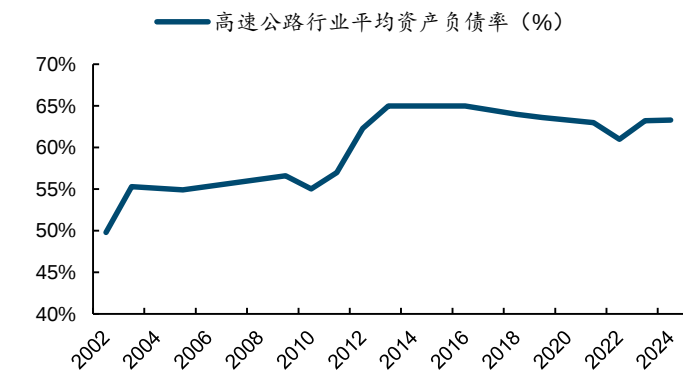
图表8：高速公路债务余额持续增加



来源：ifind，国金证券研究所

存量盘活是解决建设资金来源和债务余额巨大的有效方法。面对化债和资金来源问题，公路行业目前主流的做法是引入社会资本参与以及存量盘活。由于经营性高速公路 25 年/30 年的收费期限，以及收费费率不高等原因，新建或新改扩建的收费公路项目按现行收费标准和收费期限难以获得合理投资回报，导致社会资本投资意愿不强，部分已纳入 PPP 项目库的建设项目难以落地。而近年来，存量资产盘活在公路行业已有较多尝试，资产注入上市公司、发行 REITs 项目也变得屡见不鲜。盘活存量项目能够让省交控主体一次性得到大量现金补充，可以用来化债或投入新的公路项目建设；并能让存量项目负债出表，减轻其负债压力。

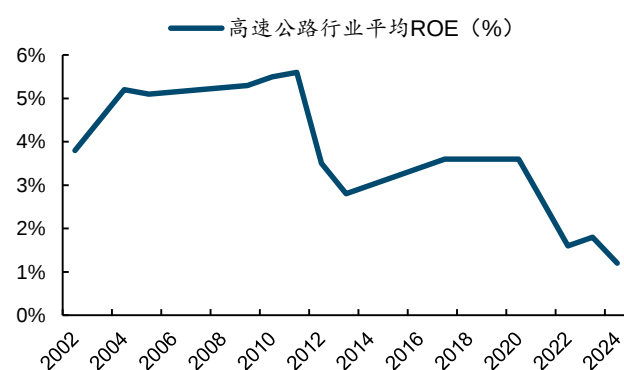
图表9：高速公路行业平均资产负债率上升



来源：ifind，国金证券研究所

注：行业包括全国国有企业，不代表上市公司水平

图表10：高速公路行业平均 ROE 水平下降



来源：ifind，国金证券研究所

注：行业包括全国国有企业，不代表上市公司水平

图表11：近年来公路主体通过发行 REIT 出表已有较多尝试

询价时间	REIT 项目
2021 年	浙商沪杭甬 REIT、平安广交投广河高速 REIT、华夏越秀高速公路 REIT
2022 年	华夏中国交建高速 REIT、国金中国铁建高速 REIT、华泰江苏交控 REIT、中金安徽交控 REIT
2023 年	中金山东高速 REIT
2024 年	易方达深高速 REIT、工银河北高速 REIT、招商高速公路 REIT、华夏南京交通高速公路 REIT、平安宁波交投 REIT

来源：ifind，国金证券研究所

存量资产注入可以补充上市公司利润来源。对上市公司而言，存量资产如果估值合理，注



入公司体内可以补充利润来源。以这次三资改革典型案例为例，注入让皖通高速在主业发展更进一步，成为 2025 年公路板块中主业最具备成长性的标的之一。具体来看，2023 年，阜周高速及泗许高速分别实现净利润 2.0 亿元、1.1 亿元，根据中联信出具的资产评估报告，预计 2025-2026 年，阜周高速以及泗许高速带来的净利润共计 2.27 亿元、2.42 亿元。若按照 50% 的资本金比例、2.5% 的贷款利息计算，我们预计财务费用将增加 0.45 亿元（税后），预计收购全年可以增加 2025-2026 年归母净利润 1.82 亿元、1.97 亿元，占 2024 年归母净利润的 11%、12%。

图表12：皖通高速收购阜周、泗许高速以补充公司利润来源

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

来源：皖通高速公告，国金证券研究所

二、哪些高速公路企业存在资产注入机会？

2.1 从上市公司看——关注主要路产年限长，资本开支压力小的上市公司

我们从上市公司、交投集团两方来考虑资产注入机会。1) 从上市公司看，资产注入的前提是有充足的资金支持购买资产。因此可能性更大的是未来资本开支压力小的企业。2) 从交投集团看，资产注入需要有符合上市公司注入标准的资产。同时，自身还债压力更大、所在地方政府有更大改革诉求的交投集团更有可能进行资产注入。

高速公路上市公司资本开支主要方向是改扩建。对公路上市公司而言，为了能够延长体内路产到期之后的收费年限，需要在路产到期前进行改扩建，以批复新的 25-30 年的收费期限。我们对公路行业上市公司进行梳理，其中重庆路桥、五洲交通、吉林高速、山西高速无五年内到期的路产。山东高速、福建高速、楚天高速、宁沪高速五年内到期的路产在其体内占比更少。


图表13：高速公路上市公司改扩建路产梳理

上市公司	5年内到期的路产	里程占比	2024年 通行费 收入占 比	公告改扩建+新建的路产	里程占比	2024 年通行 费收入 占比
赣粤高速	温厚高速（35.5km，3年）、九景高速（134.712km，5年）	21.7%	19.4%	昌泰高速（147.72km）	18.8%	21.8%
山东高速	京台高速齐济段（21.971km，到期）、京台高速济青连接线（16.376km，已免费）、潍莱高速（140.637km，到期）、泰曲段国道（64.166km，到期）、利津黄河大桥（1.35km，4年）	15.2%	8.6%	京台高速齐济段（21.971km）、济南第二黄河公路大桥（5.75km）、潍莱高速（140.637km）	10.5%	6.6%
皖通高速	205天长段（30km，1年）、高界高速（110km，4年）、广祠高速（14km，4年）	20.7%	24.1%	高界高速（110km）	14.8%	20.7%
中原高速	京港澳高速郑漯路（142km，5年，2010年改扩建后尚未批复30年延长期限，若批复则无到期）	17.9%	44.3%	郑洛高速（99km，新建）	/	/
福建高速	罗宁高速（33km，3年）	6.3%	4.6%	泉厦高速、罗宁高速处于前期论证阶段	/	/
楚天高速	汉宜高速江宜段（84.46km，2年）	13.5%	17.6%	汉宜高速江宜段（84.46km，改扩建项目持股51%）、汉宜高速汉荆段（179.204km，改扩建项目持股51%）	42.3%	55.0%
重庆路桥	无	/	/	无	/	/
五洲交通	无	/	/	坛百高速（187.815km）	82.6%	81.7%
宁沪高速	广靖高速公路（17.2km，4年）、锡澄高速公路（35km，4年）、锡宜高速公路（69.3km，3年）、江阴长江公路大桥（3.07km，4年）	13.6%	13.2%	广靖高速公路（17.2km）、锡宜高速公路（69.3km）、无锡环太湖高速公路（20km）、宁扬大桥（4.93km）	11.6%	13.2%
四川成渝	成渝高速（226km，2年）、成雅高速（144.1km，4年）、成乐高速（86.4km，4年）、城北出口高速（10.35km，已免费）	54.4%	55.2%	成雅高速（144.1km）、成乐高速（86.4km）、天邛高速（42km）	31.7%	35.1%
龙江交通	哈大高速（132.8km，4年）	100.0%	100.0%	进行哈大改扩建可研工作	/	/
吉林高速	无	/	/	无	/	/
粤高速A	广珠东高速（58.14km，5年）、广惠高速（153.08km，2年）	25.9%	66.8%	广珠东高速（58.14km）、广惠高速（153.08km）、惠盐高速（20.6km，参股）、广肇高速（51.13km，参股）	34.6%	66.8%
山西高速	无	/	/	无	/	/
东莞控股	莞深高速包含龙林高速（55.66km，2年）	78.9%	100.0%	莞深高速包含龙林高速（55.66km）	78.9%	100.0%
现代投资	长永高速（23.22km，已到期）、潭耒高速（48.69km，已移交），长潭高速（45.16km，3年）	22.4%	27.3%	长永高速收费权到期，公司应对策略： 1) 积极争取长永高速改扩建；2) 争取收购省内路产	/	/

来源：各公司公告，ifind，国金证券研究所

量化来看，山东高速、皖通高速在一线标的中资本开支需求更少。我们以高速公路上市公



司公告新建或改扩建的项目为基准，计算当前时间公路上市公司所需的资本开支。所需的自有资金=资本金比例*股权占比*总预算，再以自有资金/2024 年经营性现金流所得出的倍数来量化公路企业的资本开支压力。可以得出的结论是，在公路一线标的当中，山东高速（0.54）、皖通高速（0.94）的资本开支需求更少。具体看山东高速的核心路产济青高速、京台高速、济荷高速均已完成改扩建，公司加权平均路产剩余年限达到 14.5 年，是公路板块中加权年限最高的公司。皖通高速的核心路产合宁高速、宣广高速完成改扩建，第三条核心路产高界高速开启施工，但由于其现金流优质，资本开支压力不大，且其资产负债率较低。

其他公路公司中，重庆路桥、吉林高速、山西高速三家无新建路产以及即将到期的路产，因此其资金压力是行业中最小的，同时吉林高速也是公路行业中资产负债率最低的企业。福建高速、龙江交通、现代投资虽没有公告新建或改扩建项目，但其均有路产到期，尤其是龙江交通，唯一一条路产在 5 年内到期。除此之外，同样资本开支压力较小的还有赣粤高速和中原高速。

图表14：高速公路上市公司改扩建资金需求梳理

上市公司	新建改扩建 资本预算 (亿元)	自有资金=资本金 比例*股权占比* 总预算 (亿元)	需要的自有资 金/2024 年经营 性现金流	2024 经营 性现金流 (亿元)	2024 资产 负债率 (%)	2024 分红 金额 (亿 元)	披露的路产 合计里程 (参控股)	公司加权平 均剩余年限 (年)
赣粤高速	121.2	24.2	0.93	26.0	44.7%	4.0	784.3	13.8
山东高速	185.8	37.2	0.54	68.4	64.6%	20.3	1604.2	14.5
皖通高速	123.0	24.6	0.94	26.3	39.1%	7.0	744.8	13.0
中原高速	198.9	39.8	1.88	21.1	70.9%	3.8	793.1	未批复
福建高速	/	/	/	20.9	18.1%	2.7	527.0	8.9
楚天高速	422.4	43.1	2.49	17.3	50.9%	2.7	623.8	11.0
重庆路桥	/	/	/	1.5	28.5%	0.5	4.4	9.0
五洲交通	204.3	40.9	3.78	10.8	29.4%	2.1	227.4	12.3
宁沪高速	544.1	157.6	2.50	63.2	44.7%	18.7	914.5	8.6
四川成渝	623.8	124.8	3.38	37.0	68.1%	6.3	858.3	10.7
龙江交通	/	/	/	7.6	12.5%	0.9	132.8	4.0
吉林高速	/	/	/	7.9	7.3%	1.6	151.7	13.2
粤高速 A	595.2	101.0	3.10	32.6	41.2%	10.9	817.0	11.0
山西高速	/	/	/	12.6	57.1%	2.9	163.9	14.5
东莞控股	175.8	44.0	3.21	13.7	42.7%	4.9	70.6	3.5
现代投资	/	/	/	24.6	75.4%	2.3	521.9	14.3

来源：各公司公告，ifind，国金证券研究所

2.2 从交投集团看——关注符合注入条件、偿债压力更大的交投集团

从交控集团偿债压力来看，湖北、广西等地有更大的资产证券化可能性。从偿债指标来看，行业内交控集团均有较高的资产负债率，结合利息保障倍数来看，湖北交投、河南交投、广西交投、山西交控有较大的偿债压力。我们之所以认为湖北、广西两地有更大的资产证券化可能性，主要由于其面临极大的资本开支压力。我们统计交控集团在建+拟建所需的投资额，以 20%的资本金比例假设，除以经营性现金流。可以看到的是，四川蜀道集团、广西交投、湖北交投有更大的资本开支压力。我们认为在偿债和资本开支压力之下，资产证券化会是交投集团获取资金来源的有效手段。


图表15：上市公司对应交控集团负债压力与资金需求

	资产负债率	利息保障倍数	在建公路投资总额	剩余投资额		20%计算资本金（亿元）	资本金/经营性现金流	2024 年经营性现金流（亿元）	所在省份财政平衡率
				资额（亿元）	拟建+剩余投资额				
交投集团									
江西省交投集团	66%	2.43	1258	240	240	48	0.3	150	39.8%
山东高速集团	75%	2.47	2174	958	2308	462	2.4	190	/
安徽交控集团	58%	3.86	1226	442	824	165	1.1	157	44.9%
河南交投集团	73%	1.18	3622	810	810	162	1.3	127	38.4%
福建省高速公路集团	69%	1.56	33	9	251	50	0.4	135	59.4%
湖北交通投资集团	74%	1.05	4182	2226	2826	565	4.4	129	39.5%
广西交通投资集团	67%	0.98	1459	1093	2537	507	5.3	96	28.2%
江苏交通控股	59%	3.96	2725	1755	2551	510	1.9	267	65.6%
蜀道投资集团	70%	2.21	8204	4248	5275	1055	12.2	87	41.9%
黑龙江省交控集团	46%	2.69	151	23	23	5	1.0	5	27.4%
吉林省高速公路集团	62%	1.30	387	268	268	54	0.8	63	25.5%
广东省交通集团	71%	3.27	/	/	3052	610	2.1	296	/
山西交通控股集团	76%	1.26	669	85	85	17	0.1	161	/
东莞市交控集团	62%	4.08	364	305	305	61	1.5	40	86.5%
湖南高速集团	67%	1.61	1782	892	892	178	0.8	228	/

来源：各交控集团公告，ifind，国金证券研究所

注：黑龙江省为 2019 年数据

湖北、安徽、河南、四川地区交投集团注入潜力更大。将路产注入上市公司所需要硬性条件是注入路产需要是经营性高速公路，同时，为了保障中小股东利益，我们加上单公里通行费收入在 300 万元以上、剩余收费年限在 10 年以上两条筛选条件。我们对公路上市公司所在的交投集团内公路资产进行盘点，发现湖北、安徽、河南、四川地区交控集团符合注入要求的路产数量是最多的（总量和相对量）。山东省可注入的总量较多，但相对山东高速上市公司而言，相对量不多。广西、东莞地区总量较少。

梳理符合注入要求路产较少的省市，我们发现主要由于经营性路产的限制未能满足。典型的案例是福建高速、吉林高速，二者里程数的绝对量达到 4000 余公里，但经营性路产仅为个位数，交控集团内部主要留存政府还贷性质高速公路，不能注入上市公司。

满足 10 年以上的年限、单公里通行费收入 300 万元以上两条限制均会对路产注入造成影响，其中 10 年以上年限的要求对东部省份影响更大，中西部地区 10 年以上路产更多，主要由于其建设更晚。而满足单公里通行费收入 300 万以上的路产对西部和东北地区影响更大，例如广西、黑龙江、吉林三地交投集团单公里通行费收入不足 300 万元，因此路产盈利能力制约这些省份的公路资产注入。

值得一提的是，我们在梳理山东高速集团路产时发现，集团内部满 10 年以上收费年限、单公里通行费收入 300 万元以上的经营性路产合计 2130.8 公里，山东高速上市公司中就拥有 1024 公里，占比达到 48%。山东高速上市以来陆续收购大股东体内路产，控股里程持续增长，可见集团对于上市公司支持。



图表16： 交控集团符合注入要求的路产筛选

上市公司	对应交投集团	交投集团控股路产里程	条数	经营性路产条数	剔除上市公司剩余年限10年以上经营性路产条数	剩余年限10年以上经营性路产里程	剔除上市公司、单公里收入300万元以上、剩余10年以上路产条数	合计公里数 (km)	可注入路产/公司里程	集团单公里通行费收入 (万元)	公司里程	公司单公里通行费收入 (万元)
赣粤高速	江西省交投	5787	54	34	24	2132	7	481	0.6	320	784	456
山东高速	山东高速集团	8397	110	未区分	55	2048	15	1107	0.7	409	1604	619
皖通高速	安徽交控集团	5267	79	79	61	3926	28	1959	3.2	447	609	648
中原高速	河南交投集团	6904	120	未区分	98	5686	35	1846	2.3	403	808	552
福建高速	福建省高速公路集团	4467	65	4	0	0	0	0	0.0	366	282	1061
楚天高速	湖北交通投资集团	6198	90	90	81	5496	26	1509	2.4	310	624	405
五洲交通	广西交通投资集团	5759	60	54	23	2197	3	436	1.9	201	227	507
宁沪高速	江苏交通控股	3867	61	61	24	1277	未披露通行费数据			959	914	1042
四川成渝	蜀道投资集团	7335	77	56	48	2992	15	1587	1.8	363	858	557
龙江交通	黑龙江高速公路集团	1661	10	2	0	0	0	0	0.0	166	133	258
吉林高速	吉林省高速公路集团	4217	33	2	0	0	0	0	0.0	155	152	978
粤高速 A	广东省交通集团	5931	未披露具体数据				未披露具体数据			681	307	1467
山西高速	山西交通控股集团	5726	82	20	11	516	6	199	1.2	356	164	973
东莞控股	东莞市交控	269	6	6	3	139	3	139	2.5	1863	56	2377
现代投资	湖南高速集团	6124	72	15	13	1107	4	401	0.7	349	563	510

来源：国金证券研究所

注：山东高速集团、河南交投集团未披露路产经营性收费还贷属性，黑龙江省数据为 2019 年

我们以安徽交控为例，截至 2024 年底，安徽交控单公里通行费 300 万元以上路产有 36 条。若按照剩余年限 10 年以上、单公里通行费收入 300 万元以上、经营性路产作为能够注入上市公司的筛选标准，可以看到安徽交控体内有 28 条路产符合要求，其中不乏单公里通行费收入 1000 万元以上的超优质路产。符合要求路产总里程达到 1959 公里，是皖通高速里程（609km）的 3.2 倍，可见注入空间广阔。

图表17： 剔除皖通高速体内路产，安徽交控单公里通行费收入 300 万元以上路产梳理

单公里通行费收入					单公里通行费收入				
序号	路产名称	（万元）	剩余年限（年）	里程（km）	序号	路产名称	（万元）	剩余年限（年）	里程（km）
1	六武安徽段	499	1	93	19	新桥机场高速	353	15	18
2	芜宣高速	337	3	57	20	马鞍山大桥及接线	3417	16	36
3	合安高速	1025	7	165	21	铜南宣高速	597	17	81
4	合徐北高速	563	7	165	22	马巢高速	1285	17	36
5	合巢芜高速	1124	8	100	23	望东大桥及南接线	406	18	38
6	安庆大桥接线	1222	8	6	24	合徐南高速	714	18	106
7	泗许高速淮北段	441	8	51	25	阜周高速	474	18	84
8	界阜蚌高速	449	9	187	26	巢无高速	865	20	23
9	庐铜高速	341	10	73	27	芜湖二桥及接线	469	20	56



10	马芜高速	751	10	53	28	滁定高速	324	20	62
11	合淮阜高速	808	12	191	29	定长高速	443	20	63
12	黄塔桃高速	354	12	51	30	合枞高速	340	20	98
13	合六叶高速	1060	13	123	31	池州长江大桥	422	21	41
14	安景高速	460	13	80	32	无岳高速	355	21	151
15	泗许高速	580	13	90	33	池祁高速	539	22	38
16	周六高速	339	14	91	34	沿江高速	515	22	165
17	马鞍山山东环高速	539	14	13	35	滁天高速	316	23	54
18	蚌淮高速	447	14	41	36	安庆支线	1183	23	3

来源：安徽交控公告，国金证券研究所

2.3 政府还贷公路可转变为经营性公路，打破资产注入壁垒

高速公路按照属性可以区分为政府还贷性公路和经营性收费公路。其中，政府还贷性公路不以营利为目的，二者主要的区别在于收费期限。政府还贷性公路收费期限为东部 15 年中西部 20 年，而经营性路产收费期限比政府还贷性多 10 年。在现行法律下，还贷性公路实行“统借统还”的原则，即使某条公路的债务已经偿还完毕，其收费所得也可以用于偿还其他公路的债务，从而实现间接延期。而 2018 年版《收费公路管理条例》征求意见稿中剔除，经营性路产到期后也被纳入省政府统一管理，进行统借统还。

除了收费期限的差别外，公路属性的差别也体现在资产证券化当中。高速公路上市公司的路产均为经营性收费路产，因为经济组织所能够管理的是经营性公路。如果交控集团想将路产注入到上市公司当中，也只能注入经营性公路路产。

图表18：《收费公路管理条例》中将公路分为还贷性和经营性

	政府还贷公路	经营性公路
定义	县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路	国内外经济组织投资建设或者依照公路法的规定受让政府还贷公路收费权的公路
经营模式	建设和管理政府还贷公路，应当按照政事分开的原则，依法设立专门的不以营利为目的的法人组织。省、自治区、直辖市人民政府交通主管部门对本行政区域内的政府还贷公路，可以实行统一管理、统一贷款、统一还款	经营性公路建设项目应当向社会公布，采用招标投标方式选择投资者。经营性公路由依法成立的公路企业法人建设、经营和管理
收费期限	东部最长 15 年，中西部最长 20 年	东部最长 25 年，中西部最长 30 年
到期处理	政府还贷公路在批准的收费期限届满前已经还清贷款、还清有偿集资款的，必须终止收费	收费公路的收费期限届满，必须终止收费
路权转让	转让政府还贷公路权益中的收费权，可以申请延长收费期限，但延长的期限不得超过 5 年	转让经营性公路权益中的收费权，不得延长收费期限
备注	统借统还模式下还贷性路产收费年限可延长	2018 年征求意见稿中经营期满的经营性高速公路也实现统借统还

来源：中国政府网《收费公路管理条例》，国金证券研究所

湖北交投体内公路改性，打破公路注入壁垒。根据湖北省交投集团募集说明书，2024 年 2 月，湖北交投的收费还贷高速公路属性调整为经营性高速公路。我们认为此举对交控集团而言：1) 明显增加体内路产久期。不考虑统借统还，经营性高速公路比还贷性收费期限多 10 年，此举明显增加交控集团体内路产久期，减少改扩建延期的资本开支，在一定程度上改善偿债能力。2) 打破公路注入壁垒。改为经营性之后，交控集团可以将路产实现资产证券化，通过注入上市公司或是发行 REITs。

高速公路经营性和收费还贷属性转变的决定权在当地省政府，若政府财政紧张难以支撑高速公路到期后的运营养护，或交控集团本身有较强的延长年限或资产证券化需求，省政府就有足够的动机进行高速公路性质转变。基于此，我们认为针对地方财政紧张、自身偿债

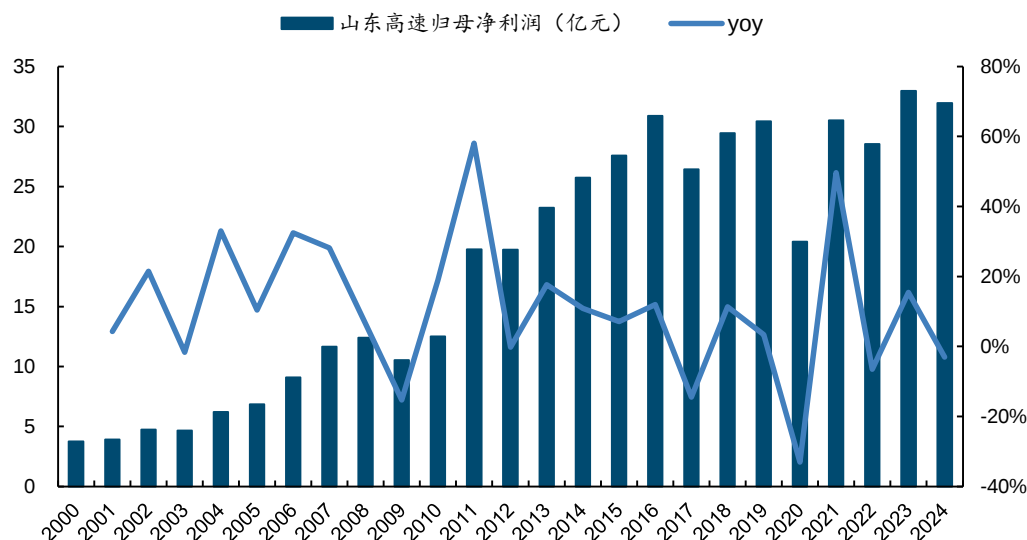


指标弱的交控集团，即使集团内部大多为还贷性路产，上市公司仍然有资产注入的可能性。

2.4 弹性有多大？关注“大集团，小公司”特征

资产注入的弹性主要取决于资产体量和公司体量相对值。以前文中提到的山东高速为例，2011 年山东高速启动重大资产重组，以约 160 亿的市值收购价值 75 亿的路产，彼时山东高速公司控股里程约 560 公里，而收购标的里程约 360 公里。可以看到 2011 年山东高速资产重组收购价就达到了市值的一半左右，所带来的利润弹性也达到 58%。因此考虑资产注入带来的弹性，更多可以关注拥有“大集团，小公司”特征的企业，同样一条 100km 的路产，注入小公司所带来的弹性更大。

图表19：2010 年山东高速重组后利润同比增长 58%



来源：ifind，国金证券研究所

从近 5 年的高速公路资产注入案例当中，也可以看出小公司收购弹性更大。典型的案例是四川成渝 2023 年收购二绕西高速，收购里程为 114 公里，对价 59 亿元。二绕西高速路产质量较好，单公里通行费收入 584 万元，同时业绩承诺的净利润为 2.9 亿元。若按照承诺业绩计算弹性，则收购二绕西能够带来的净利润占收购前一年利润的 36%。

图表20：过去 5 年公路资产注入案例中，“大集团小公司”具备更大的弹性

上市公司	收购标的	收购权益	收购年份	里程合计	剩余年限	收购对价 (亿元)	单公里通行费收入	收购路产前一年净利润 (万元)	pe	业绩承诺	前一年上市公司净利润	弹性
2026 年净利												
四川成渝	二绕西	100%	2023	114.3	23	59.0	583.8	-7864	/	润 2.9e	8.12	36%*
四川成渝	荆宜高速	85%	2024	95.0	13	<22	508.4	13409	19.3	无	12.62	11%#
2024 年净利												
皖通高速	六武高速	100%	2023	92.7	16	36.7	582.4	21685	16.9	润 2.13e	14.14	15%#
皖通高速	阜周泗许	100%	2025	135.8	15	47.7	475.2	30794	15.5	无	16.91	18%
山东高速	齐鲁高速	39%	2021	240.8	19	15.5	680.3	62078	6.43	无	21.39	11%
山东高速	沪渝高速	80%	2020	73.2	22	18.4	398.0	1439	/	无	21.39	1%
招商公路	路劲中国	100%	2023	276	/	44.1	/	32148	13.7	无	52.52	6%
深高速	龙大高速	90%	2020	4.43	7	4.1	4243	7218	5.6	无	25.36	3%
楚天高速	大广高速	100%	2022	35.22	17	5.92	547.0	-7878.1	/	无	7.72	/
宁沪高速	苏锡常南	65%	2024	42.9	22	52.01	891.9	-32064	/	无	46.1	/#



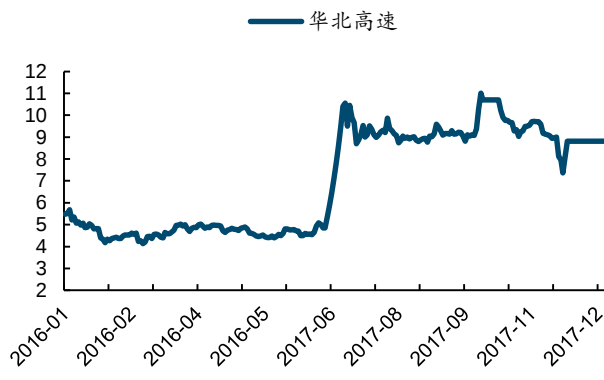
来源：各公司公告，国金证券研究所

注：四川成渝二绕西按照承诺业绩计算弹性，荆宜高速、六武高速、苏锡常南未注入成功

重组带来股价弹性。在公路重组或路产收购当中，大部分的情况是交投集团注入的路产并不能构成重大资产重组，即财务指标难以达到公司的 50%。但长期将优质路产注入上市公司，无疑能够增多企业盈利来源。多次的资产注入可以看到股价显著跑赢行业，例如上表中近五年多次尝试资产注入的皖通高速、四川成渝股价上会显著跑赢公路行业。同时，行业内不乏重组带来股价弹性的案例，例如粤高速、华北高速。粤高速（停牌后+33%）重组弹性大的原因主要由于身处 2015 年牛市，叠加注入资产优质且估值公允。华北高速（停牌后+111%）重组弹性大主要由于身处 2017 年国企改革风口，叠加央企借壳且注入资产优质。若三资改革掀起新一轮国企改革浪潮，优质的公路资产注入或带来显著股价弹性。

图表21：2015 年粤高速重组带来股价弹性

图表22：2017 年华北高速重组带来股价弹性



来源：ifind，国金证券研究所

来源：ifind，国金证券研究所

为什么国企改革偏好经典的“小公司大集团”特征？我们从山东高速的发展历程可以看到，在大集团的注入下，小公司可以变为大公司。从 2008 年开始，山东高速开启扩张之路，2008 年收购京台高速德齐段、许禹高速；2010 年资产重组收购京台+威乳+潍莱；2012 年收购衡邵高速；2015 年收购利津大桥；2018 年收购武荆高速；2019 年收购沪渝高速；2021 年收购齐鲁高速。除此之外，山东高速还收购集团的信息集团等资产。如前文中所提到，山东高速集团给上市公司注入的大部分是体内优质的路产，单公里通行费收入 300 万元以上，这些路产成为山东高速重要的盈利来源。受益于集团不断注入，山东高速的业绩从 2000 年的 3.75 亿元成长到 2024 年 31.96 亿元。

图表23：山东高速发展历程是从“小公司大集团”变为“大公司”



来源：山东高速官网，国金证券研究所

同样，从 2023 年中特估开始，公路行业迎来 3 年的红利行情。四川成渝被发掘“小公司大集团”特征，皖通高速也在这段时间多次尝试资产注入，可以看到二者显著跑赢高速公路指数。除了资产注入外，二者基本面优秀以及分红比例较好也是跑赢行业的因素。从成长性来看，随着宏观经济进入高质量发展阶段，高速公路行业自身路产盈利成长性不高，“小公司大集团”的特征无疑拔高了上市公司未来成长性的空间。



此外，公路注入或资产重组也有可能带来企业分红提升的机会。典型的案例是皖通高速收购六武高速，皖通高速在收购六武高速前分红比例就达到 60%以上，定增收购六武高速时，为了保护中小股东权益，公司承诺收购完成将 2023-2025 年分红比例提升至 75%。尽管六武高速收购未能落地，但在资产注入时提高分红的做法或在公路行业延续。

图表24：皖通高速、四川成渝显著跑赢高速公路指数



来源：wind, ifind, 国金证券研究所

图表25：各高速公路上市公司现金分红比例 (%)

	2020	2021	2022	2023	2024
皖通高速	42%	60%	63%	60%	60%
中原高速	32%	30%	30%	40%	43%
福建高速	61%	50%	49%	37%	18%
楚天高速	35%	30%	31%	32%	36%
重庆路桥	30%	30%	30%	30%	30%
赣粤高速	89%	31%	34%	32%	31%
山东高速	90%	63%	68%	62%	64%
五洲交通	30%	30%	10%	20%	30%
宁沪高速	94%	55%	62%	54%	50%
深高速	46%	52%	50%	52%	54%
四川成渝	36%	18%	40%	62%	61%
龙江交通	30%	60%	60%	61%	61%
吉林高速	0%	10%	0%	31%	30%
粤高速 A	70%	70%	70%	70%	70%
湖南投资	11%	19%	29%	30%	31%
山西高速	0%	0%	0%	14%	63%
东莞控股	28%	30%	31%	51%	35%
现代投资	46%	39%	35%	42%	67%
招商公路	49%	43%	53%	54%	53%

来源：ifind, 国金证券研究所

我们以注入一条 100km，单公里收入 300 万的路产为例，计算注入给各个上市公司能够带来的弹性。我们按照常见的路产毛利率 60%，净利润率 30%假设，则注入能够为上市公司



带来净利润 9000 万。相对各个上市公司归母净利润比值如图 26 所示，龙江交投、现代投资、山西高速、吉林高速、五洲交通、楚天高速、福建高速体量较小，注入带来的弹性或更大，但需要考虑到福建、黑龙江、吉林对应交投集团无可注入路产。

若再考虑集团资产体量和公司资产体量的相对值，则符合小公司、大集团的特征，且有足够注入弹性的公司包括楚天高速、五洲交投、山西高速、现代投资。

图表26：“小公司，大集团”特征筛选

	归母净利润	弹性	集团里程/ 公司里程	集团资产/ 上市公司资产	符合注入里 程/公司路 产里程	符合注入里 程/公司路 产里程
赣粤高速	12.8	6%	7.4	12.6	481	0.6
山东高速	32.0	2%	5.2	10.0	1107	0.7
皖通高速	16.7	4%	8.6	17.7	1959	3.2
中原高速	8.8	9%	8.5	14.8	1846	2.3
福建高速	7.8	10%	15.8	22.3	0	0.0
楚天高速	7.7	10%	9.9	38.8	1509	2.4
五洲交通	7.0	11%	25.3	76.3	436	1.9
宁沪高速	49.5	2%	4.2	10.0	未披露数据	
四川成渝	14.6	5%	8.5	24.6	1587	1.8
龙江交通	1.5	49%	12.5		0	0.0
吉林高速	5.4	14%	27.8	50.5	0	0.0
粤高速 A	15.6	5%	19.3	21.9	未披露数据	
山西高速	4.7	16%	34.9	52.2	199	1.2
东莞控股	9.6	8%	4.8	4.2	139	2.5
现代投资	3.4	22%	10.9	12.1	401	0.7

来源：ifind，国金证券研究所

三、投资建议

①推荐资金压力小的一线标的皖通高速、山东高速。从上市公司角度看，推荐资本开支压力小的高速公路一线标的。标的的基本面优质，对应股息率具有配置的性价比，资本开支压力小代表中期成长性更好。

②关注集团还债压力大且具备足够资产注入能力的楚天高速、五洲交通。从交控集团角度看，湖北、广西两地有更大的资产证券化可能性，主要由于其还债压力大、且面临极大的资本开支压力。二者分红比例均为 30+%，若资产重组带来分红比例提升，则估值或具备性价比。尤其湖北地区将政府还贷公路转变为经营性公路，有更大的资产证券化可能性。

③关注具备“大集团，小公司”特征的现代投资、山西高速。从弹性角度看，现代投资和山西高速资产注入带来的弹性更大，且集团内部均有合适资产适合注入。

④关注破净估值提升可能性的中原高速、赣粤高速。地方国企是国资的主要组成部分，其保值增值对于资产盘活和补充资金有重要作用。破净标的估值提升后，控股股东可以通过减值和增发注入等方式获取资金，因此国有上市公司有望更加注重估值提升。因此可关注当前估值明显破净的央国企。

四、风险提示

①资产注入不及预期风险。若资产注入相关政策推进不及预期，或交控集团注入意愿不高，则对上市公司而言没有更多的利润来源。

②资产注入定价过高。若资产注入定价过高，则损害上市公司利益，股价出现负反馈。

③减值风险。若资产注入后盈利能力不达标，则或出现减值风险。



- ④路产分流风险。若注入资产路产被平行路段分流明显，则车流量下滑，对公司上市公司利润产生明显影响。
- ⑤公路政策风险。若收费费率下调或《收费公路管理条例》未能如期出台，则会对公司上市公司造成影响。



行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

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

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

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

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国门内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究