

## 深耕西南，前出一带一路

### 公司动态

公司是四川省路桥工程建设骨干企业，主营交通基础设施的设计/投资/建设/运营业务，拥有省内唯一公路工程施工总承包特级资质、公路行业甲级设计资质和铁路施工总承包三级资质，在高速公路路面铺筑、深水大跨径桥梁及隧道施工等领域具有核心技术优势。

#### ◆ 新签合同增长显著，PPP占比提升，BT&BOT毛利率高：

公司2016年中标施工类项目104个，同比增长62.5%；2017年1-2月公司中标施工类项目22个，中标金额约62.99亿元，数量与金额均超过2016年一季度；公司累计中标PPP项目10个，总投资额约128.45亿元。在手BT&BOT融资业务毛利率高、盈利能力强，显著增厚公司业绩。

#### ◆ 公司“一带一路”区位优势明显，海外业务以基建+矿业为主：

公司地处四川成都，业务范围涵盖湖北/重庆/湖南/贵州/新疆/西藏等中西部地区，在“一带一路”战略中区位优势显著，在四川省综合交通枢纽建设中获取订单能力较强。海外方面，公司以基建+矿业为主要拓展方向，在非洲、北欧、太平洋及东南亚区域的业务拓展较为深入。

#### ◆ 积极拓展新兴业务，夯实公司基建主业：

公司在物流贸易与地下管廊方面开辟新的业务。物流贸易方面，公司以基建原材料为主要贸易物资，有利于保障公司主营业务发展以及降低工程采购和运输成本；地下管廊方面，公司与上海市政工程设计研究总院组成联合体中标项目，助力公司积累地下管廊相关设计和建设经验。

#### ◆ 估值与评级：

“十三五”基建投资持续增长，PPP助推中西部省份基建井喷，公司作为铁投集团核心平台、兼具“一带一路”核心区位优势，基本面经营持续向好，积极开拓西部与海外基建市场。我们预计公司2016-2018年归母净利润为12.0/13.7/16.9亿元，对应EPS为0.40/0.45/0.56元，目标价5.85元，对应2017年13倍PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示：PPP项目落地率不及预期；BOT项目增长率不及预期；海外矿产资源收益率不及预期。

#### ◆ 业绩预测和估值指标：

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	26,973	30,771	36,264	41,522	47,335
营业收入增长率	6.08%	14.08%	17.85%	14.50%	14.00%
净利润(百万元)	893	1,025	1,202	1,366	1,687
净利润增长率	74.15%	14.76%	17.27%	13.61%	23.51%
EPS(元)	0.30	0.34	0.40	0.45	0.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.97%	11.88%	12.42%	12.57%	13.66%
P/E	17	15	13	11	9

## 买入(首次)

当前价/目标价：4.98/5.85元

目标期限：6个月

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)  
021-22169050  
[chenhaowu@ebscn.com](mailto:chenhaowu@ebscn.com)

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)  
021-22169329  
[sunwf@ebscn.com](mailto:sunwf@ebscn.com)

### 联系人

纪振鹏  
021-22169044  
[jizp@ebscn.com](mailto:jizp@ebscn.com)

师克克  
021-22169158  
[shikk@ebscn.com](mailto:shikk@ebscn.com)

### 市场数据

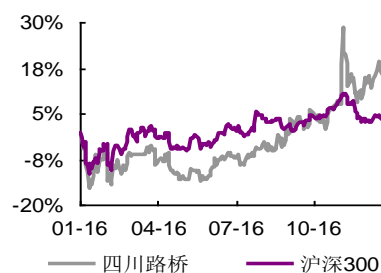
总股本(亿股)：30.20

总市值(亿元)：150.38

一年最低/最高(元)：3.68/5.49

近3月换手率：54.65%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.67	-3.01	16.93
绝对	-0.99	1.62	25.43

## 目 录

<b>1、 公司概况：基本面经营持续向好</b> .....	4
1.1、 2009 年纳入铁投集团，2012 年整体上市 .....	4
1.2、 主营业务不断优化，新签合同增长迅速 .....	7
<b>2、 PPP 为西部基建注入活水，助力公司增厚业绩</b> .....	9
2.1、 PPP 加快推进落地，川藏云贵基建获益 .....	9
2.2、 背靠铁投集团，保障订单增长 .....	10
2.3、 BOT&PPP 高毛利，促进公司业绩增厚 .....	11
<b>3、 一带一路加快落地，公司区位优势明显</b> .....	13
3.1、 一带一路+亚投行，国家级顶层战略 .....	13
3.2、 交通+矿业，海外拓展双管齐下 .....	14
<b>4、 积极拓展新兴业务，夯实公司基建主业</b> .....	16
4.1、 物流贸易业务 .....	16
4.2、 地下管廊业务 .....	16
<b>5、 关键假设及盈利预测</b> .....	17
5.1、 核心关键假设 .....	17
5.2、 盈利预测 .....	18
<b>6、 投资评级</b> .....	20
6.1、 相对估值法 .....	20
6.2、 投资评级 .....	21
<b>7、 风险分析</b> .....	21

## 图目录

图 1：公司在建雅康高速泸定大渡河特大桥项目——新的入藏大动脉 .....	4
图 2：公司自上市以来的营业收入及增长率变化情况 .....	5
图 3：公司自上市以来的净利润及增长率变化情况 .....	5
图 4：公司实际控制人为四川省国资委（截至 2016 年 9 月 30 日） .....	5
图 5：2012-2016H1 公司毛利率水平与净利率水平变化 .....	7
图 6：2016H1 公司分业务毛利率情况 .....	7
图 7：2012-2016H1 公司分业务的营收占比 .....	7
图 8：2016H1 公司分业务营收占比分拆 .....	7
图 9：2012-2016 年公司中标项目个数增长情况 .....	8
图 10：2012-2016 年公司累计中标合同金额增长情况 .....	8
图 11：三批 PPP 示范项目的个数和总投资额对比 .....	9
图 12：2016 年 9 月 PPP 项目库的进展状况（按个数统计） .....	9
图 13：2016 年 9 月财政部第三批 PPP 项目库的行业分布情况（按个数统计） .....	9
图 14：财政部 PPP 项目库中各省项目总投资额（单位：亿元） .....	10
图 15：“十三五”期间铁投集团公路投资规划 .....	11
图 16：“十三五”期间铁投集团铁路投资规划 .....	11
图 17：“一带一路”战略贯穿亚欧非大陆 .....	13
图 18：四川省是我国西部高铁网络的重要节点之一 .....	13
图 19：四川省处于我国一带一路规划路线的中心位置 .....	13
图 20：公司承建的非洲坦桑尼亚曼辛公路 .....	14
图 21：公司承建的挪威哈罗格兰德跨海大桥 .....	14
图 22：公司承建的援密克罗尼西亚科斯雷州大桥 .....	15
图 23：公司收购的阿斯马拉铜金多金属矿 .....	15
图 24：地下综合管廊功能结构示意图 .....	16
图 25：按复合增长率 11.6~16.0%估算地下管廊未来增长率 .....	16
图 26：四川路桥历史 PE-TTM 情况 .....	20

## 表目录

表 1：部分施工类上市公司的综合毛利水平 .....	16
表 2：四川路桥 2016-2018 年盈利预测表 .....	18
表 3：四川路桥与可比公司的估值对比 .....	20

## 1、公司概况：基本面经营持续向好

### 1.1、2009 年纳入铁投集团，2012 年整体上市

四川路桥建设集团股份有限公司（以下简称“公司”）1999 年由四川公路桥梁建设集团公司创立，2003 年 3 月上市。公司从事交通基础设施的设计/投资/建设/运营业务。近年公司在夯实工程建设主业的基础上，逐渐开拓清洁能源、矿产资源、物流商贸、金融证券等新兴业务并取得一定成效。

- ◆ **技术优势：**公司在高速公路路面铺筑、深水大跨径桥梁施工等领域拥有核心技术，在高速公路、特大型桥梁及隧道等领域竞争优势较强；
- ◆ **资质优势：**公司拥有四川省唯一的公路工程施工总承包特级资质（全国仅 28 家）、公路行业甲级设计资质和铁路施工总承包三级资质，可参与 EPC 等涵盖设计业务的项目投标，同时还是我国极少数具有铁路施工业绩的地方建筑国企；
- ◆ **区位优势：**公司是四川省路桥工程建设骨干企业，在省内极具竞争优势，同时在我国湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区的路桥施工领域，公司亦具有较高的市场占有率及认可度，区位优势明显；
- ◆ **股东优势：**公司大股东铁投集团是四川省国资委打造的省级综合交通产业龙头企业和国际化综合产业投资集团，在我国西部地区铁路投资市场具领先地位，为公司业绩增长形成保障。

图 1：公司在建雅康高速泸定大渡河特大桥项目——新的入藏大动脉

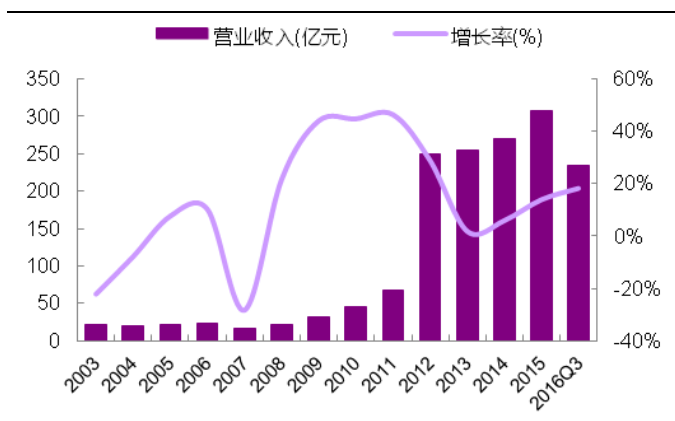


资料来源：四川路桥官方网站

2009 年公司引入四川省铁路产业投资集团有限责任公司（以下简称“铁投集团”）为大股东，2012 年通过重大资产重组实现四川路桥集团和路桥股份的整体上市，营收规模与盈利能力大幅增长，公司总资产、净资产、营业总收入和净利润增幅分别为 247.2%、139.5%、187.7%和 259.0%。

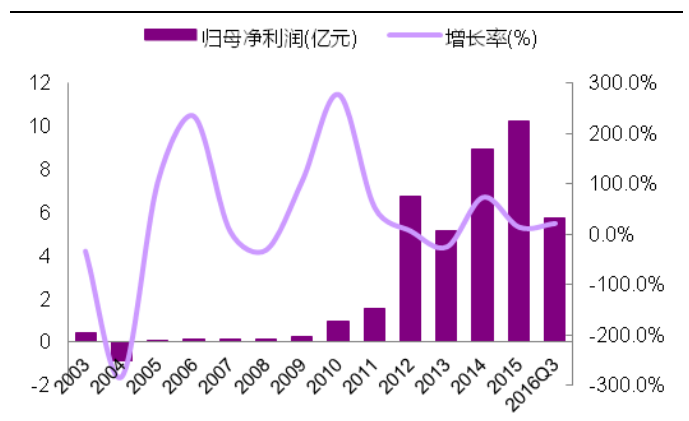
截至 2016Q3 公司总资产 595.87 亿元，比上年度末增长 4.81%；2016 年 1-9 月实现营业收入 234.07 亿元，同比增长 18.40%；实现归母净利润 5.75 亿元，同比增长 22.37%；实现基本每股收益 EPS 0.19 元。

图 2：公司自上市以来的营业收入及增长率变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 3：公司自上市以来的净利润及增长率变化情况

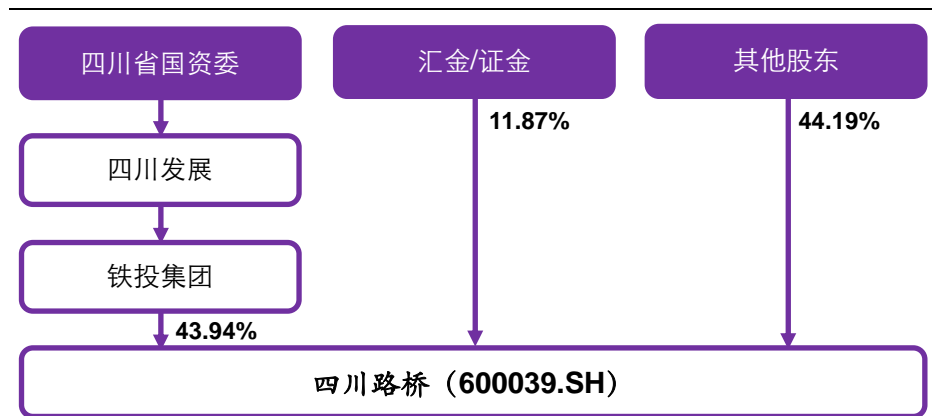


资料来源：Wind，光大证券研究所

公司大股东铁投集团由四川省人民政府出资设立，实际控制人为四川省国资委，其目标为打造“省级综合交通产业龙头企业、国内基础设施全产业链运营商、国际化产业投资平台”，预期到 2020 年实现资产总额超 4,000 亿元、营业收入达 1,200 亿元、投资总额超 2,500 亿元的国际化综合基础设施产业投资集团。

2015 年，铁投集团实现营业收入 535.42 亿元，同比大幅增长 42.43%，增长主要来自于其他业务收入（2016 年分拆为贸易收入）的成倍增长；实现净利润 2.08 亿元，较上年亦有明显增长。四川路桥作为铁投集团旗下的核心技术力量与唯一上市平台，将从铁投集团的基建投资中充分受益，对公司获取新签订单、增厚自身业绩方面形成较强保障。

图 4：公司实际控制人为四川省国资委（截至 2016 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

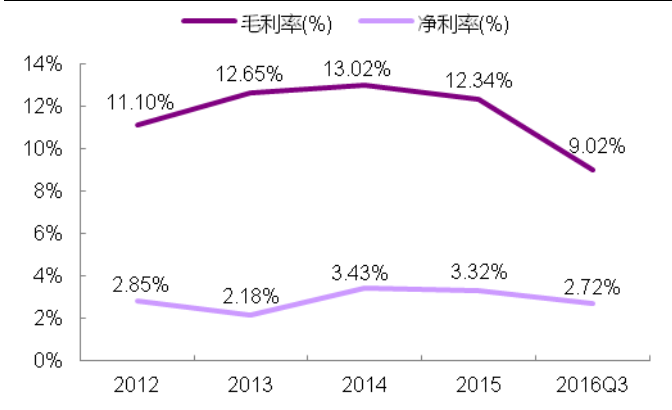
2016 年 4 月，公司为加快业务结构和盈利模式的多元化转型，申请非公开发行股票募集不超过 36 亿元的资金用于阿斯马拉项目、江习古高速公路 BOT 项目及偿还银行贷款，目前尚未获得证监会核准。2017 年 3 月，公司将本次非公开发行的募集资金总额由不超过 36 亿元调整至不超过 23.1 亿元，将发行底价由原不低于 3.64 元/股调整至不低于 3.59 元/股，同时决定取消阿斯马拉项目作为募集资金投资项目（该项目将由公司以自筹资金进行投资），并调减募集资金用于偿还银行贷款的数额至 6.9 亿元（用于江习古高

速公路 BOT 项目的募集资金额保持 16.2 亿元不变)。

## 1.2、主营业务不断优化，新签合同增长迅速

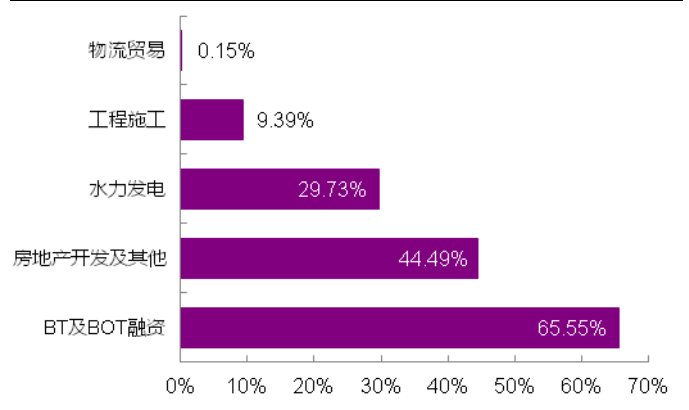
2012-2015年，公司营业收入自249.3亿元增长至307.7亿元，复合增长率CAGR为7.3%；扣非后归母净利润自5.0亿元增长至10.1亿元，复合增长率CAGR达26.3%，显示公司自2012年获铁投集团入主并实现整体上市后，经营业绩持续提升，盈利能力增长较快。

图 5：2012-2016H1 公司毛利率水平与净利率水平变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：2016H1 公司分业务毛利率情况

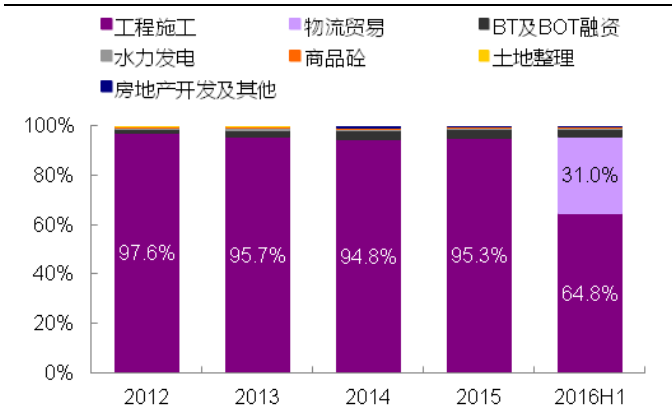


资料来源：Wind，光大证券研究所

2012-2015年，公司盈利水平保持小幅增长。分业务看，公司工程施工业务营业收入占比高达95%左右，毛利率自2012年的9.86%上升至2015年的11.25%，显示公司主业的盈利能力增长稳健；BT&BOT融资业务的营业收入占比3.2%，毛利率65%，对公司毛利贡献约占25%。

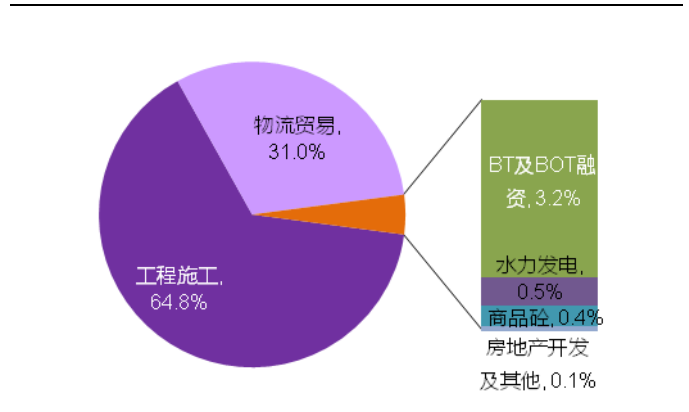
从毛利构成看，工程施工业务仍占据公司营业收入及盈利能力的绝对主导，同时BT&BOT融资业务对公司收益的贡献正在日益提升。

图 7：2012-2016H1 公司分业务的营收占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：2016H1 公司分业务营收占比分拆

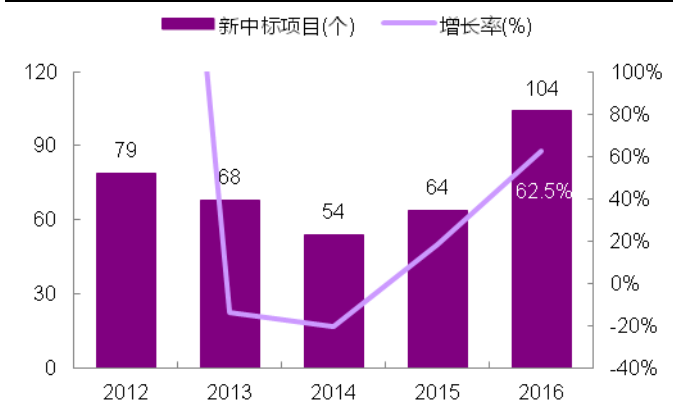


资料来源：Wind，光大证券研究所

公司2016Q3毛利率下滑主要为收入结构原因导致，其核心业务毛利率保持稳健小幅增长。导致下滑的具体因素有三个：一是中航路桥销售额增加，使毛利水平较低的物流贸易业务占比上升；二是同年3月公司收购铁投集团持有的四川路航建设工程有限公司60%股权，导致物流贸易业务占比进一步提高；三是2016年4月30日起，建筑企业“营改增”，毛利水平受统计口径影响出现普遍下滑。

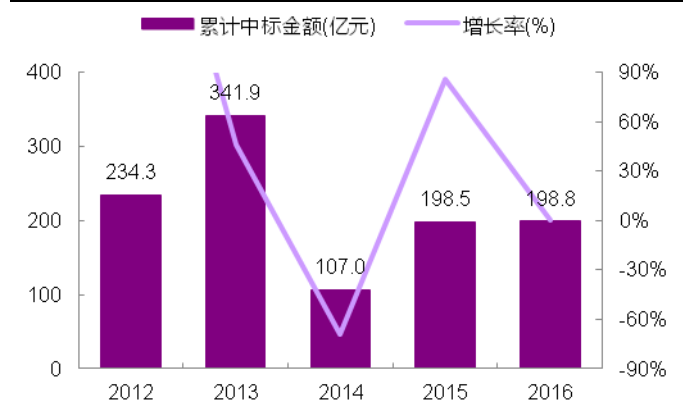
公司 2016 年中标工程施工类项目 104 个，同比大幅增长 62.5%；累计中标工程施工类合同金额 198.8 亿元，同比增长 0.1%，与 2015 年基本持平。由于 2012-2013 年公司中标项目金额较高，导致公司 2016 年中标项目的合同金额增幅不明显，但新增项目数量上升较快，显示公司新订单获取情况良好。2017 年 1-2 月，公司公告已中标工程施工项目 22 个，累计中标金额约 62.99 亿元，已超过去年一季度数据，显示公司新签合同增长显著。

图 9：2012-2016 年公司中标项目个数增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：2012-2016 年公司累计中标合同金额增长情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

**PPP 方面：**截至 2017 年 2 月，公司累计中标 PPP 投资项目 10 个，其中联合投资项目 1 个，总投资额约 128.45 亿元，近两年，PPP 项目的推进力度与落地速度均在持续加快，促进公司新签合同中 PPP 项目的占比逐步提升，工程施工类订单保持稳健增长。



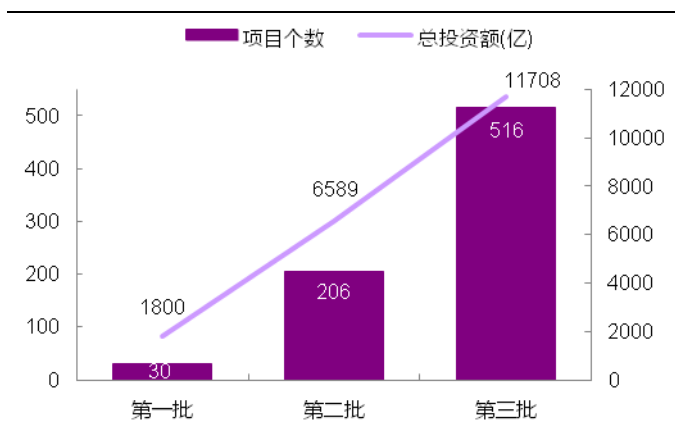
## 2、PPP 为西部基建注入活水，助力公司增厚业绩

### 2.1、PPP 加快推进落地，川藏云贵基建获益

基建投资始终为我国经济的稳定器。2014 年以来，PPP 成为国家大力推动基建的新兴投融资模式，给百万亿基建市场带来新的机会。

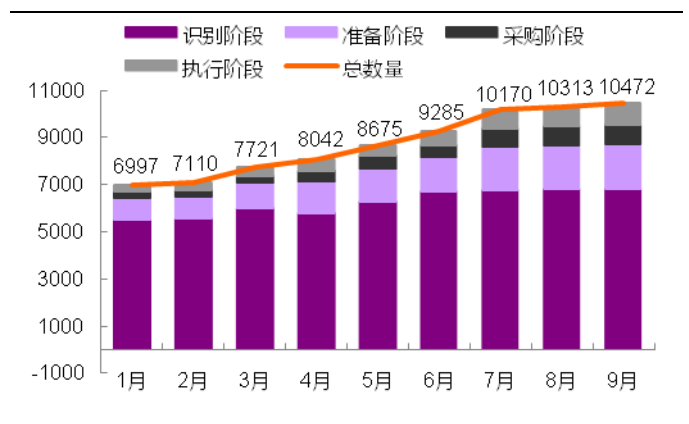
2014 年 12 月财政部公布第一批 30 个 PPP 示范项目（后调出 4 个），总投资额 1,800 亿元；2015 年 9 月财政部公布第二批 206 个 PPP 示范项目名单，总投资额 6,589 亿元；2016 年 9 月，财政部公布第三批 516 个 PPP 示范项目名单，总投资额 11,708 亿元。三批示范项目的高速增长显示 PPP 项目整体呈现加速推进趋势。

图 11：三批 PPP 示范项目的个数和总投资额对比



资料来源：财政部官方网站

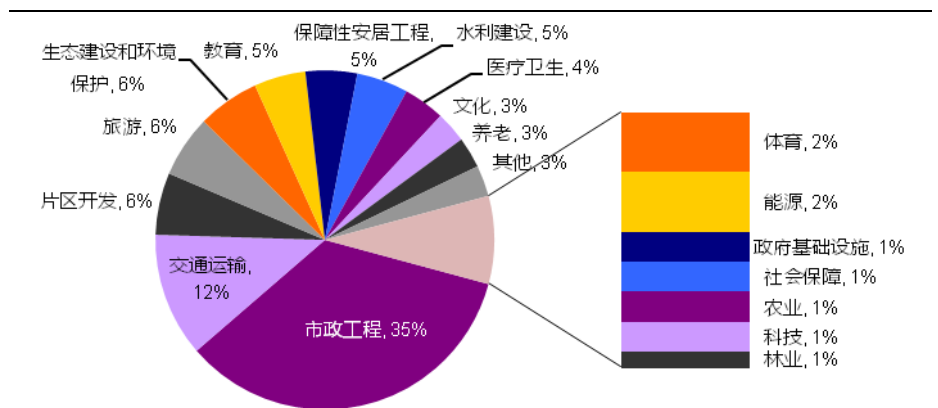
图 12：2016 年 9 月 PPP 项目库的进展状况（按个数统计）



资料来源：财政部官方网站

2016 年 9 月第三批 PPP 示范项目中，交通运输、市政工程及片区开发占据主导，金额占比分别为 30%/27%/11%，数量占比分别为 12%/35%/6%，交通运输项目在全部分 PPP 项目中金额占比第一、数量占比第二。

图 13：2016 年 9 月财政部第三批 PPP 项目库的行业分布情况（按个数统计）

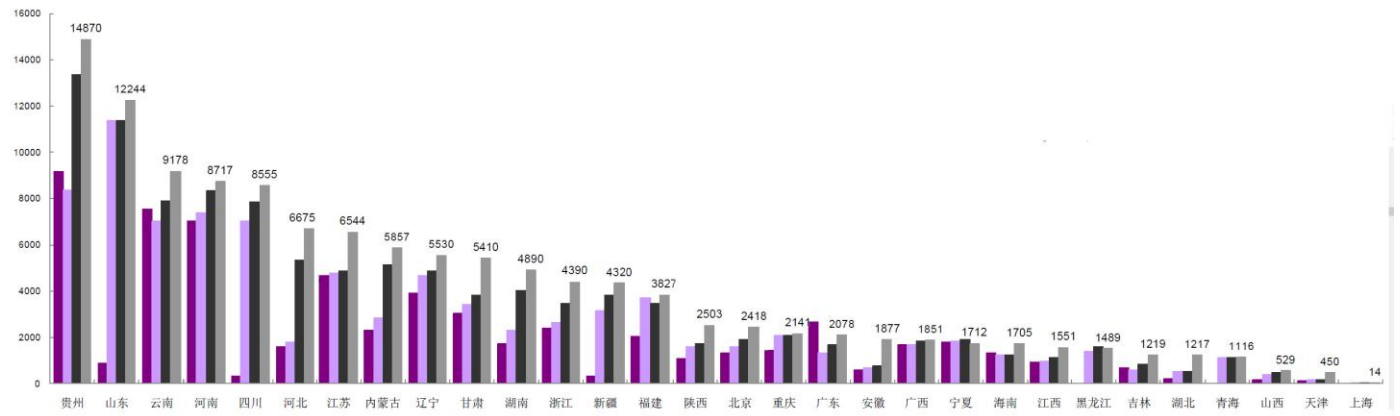


资料来源：财政部官方网站

截至 2016 年 9 月末，财政部 PPP 入库项目 10,485 个，总投资额达 12.49 万亿元，PPP 项目数量和落地率不断提升，2016 年 1-4 季度落地率分别为 20%、22%、24%、26%。我国西南地区增势居全国前列，其中：贵州省投资额 14,870

亿元，位居全国第一；云南省投资额 9,178 亿元，位居全国第三；四川省投资额 8,555 亿元，位居全国第五。

图 14：财政部 PPP 项目库中各省项目总投资额（单位：亿元）



资料来源：财政部 PPP 项目库、光大证券研究所

注：数据截至 2016 年 9 月末

**具体到四川省：**截至 2016 年 9 月末，四川省 PPP 入库项目 797 个，在总项目库中占比 7.6%；总投资额 8,555 亿元，占比 6.9%，位列全国第五。从入库项目个数看，四川省占比最高的前 5 个行业为市政工程 306 个、交通运输 137 个、保障性安居工程 64 个、教育 60 个和城镇综合开发 59 个，分别占四川省项目总个数的 38.4%、17.2%、8.3%、7.5%和 7.4%。

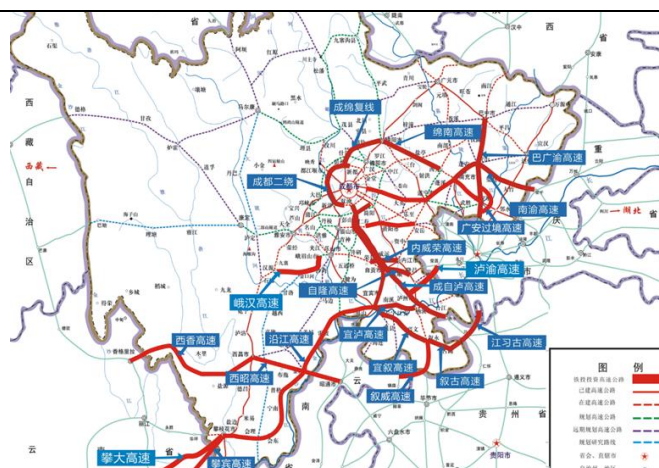
川藏云贵地区过去受困于本地经济与地缘条件的限制，基础设施较为落后，西南各省份中城镇化率最高的四川省仅为 48%（全国平均值为 56%）。尤其在交通、市政等基建领域，由于施工难度大、投资成本高、资金压力大等多因素制约，发展水平明显低于我国平均水准。随着 PPP 模式的持续推进，解决了困扰我国西南地区已久的融资难题，必将对该地区交通/市政等基建领域的快速发展注入强劲动能。

## 2.2、背靠铁投集团，保障订单增长

“十三五”期间，大股东铁投集团计划年均新建公路/铁路新增投资额将达 700 亿元，总投资额将达 7,228.9 亿元。公司作为铁投集团旗下核心的公路施工上市平台，将大幅受益于本省基建发展，增厚业绩：

- ◆ **公路投资：**“十三五”时期，铁投集团肩负构建长江经济带综合立体交通走廊、提升省际间互联互通、打造西部现代综合运输体系职责。至 2020 年，集团将参与投资的高速公路总里程达 2,537.1 公里，总投资 2,906.9 亿元，其中“十三五”期间新增投资 1,467.9 亿元，新增里程 987.1 公里。未来 5 年，集团投资高速公路年营业收入将达 100 亿元，未来 10 年将达 300 亿元。

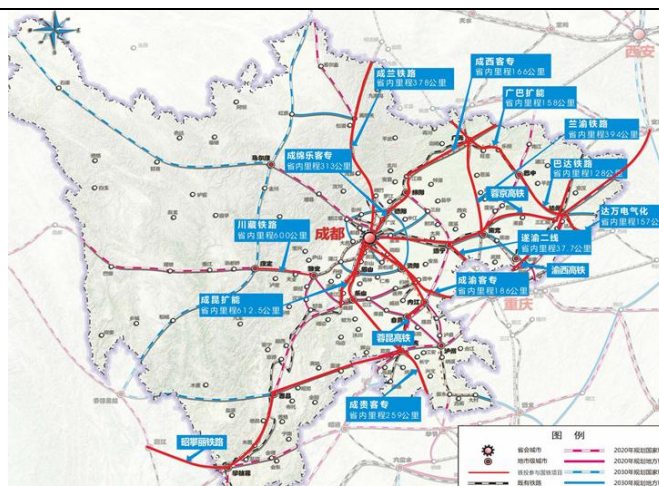
图 15：“十三五”期间铁投集团公路投资规划



资料来源：铁投集团官方网站

◆ **铁路投资：**“十三五”时期，铁投集团计划参与投资建设 19 条国家重点铁路和地方铁路项目（其中续建项目 10 个，新建项目 9 个）。省内建设总里程达 5,167 公里，省内总投资额达 5,761 亿元，预计新投入省本级资本金 400 亿元。到“十三五”期末，将基本形成以资源运输为主、布局合理、功能完善的地方铁路网络。

图 16：“十三五”期间铁投集团铁路投资规划



资料来源：铁投集团官方网站

### 2.3、BOT&PPP 高毛利，促进公司业绩增厚

公司路桥工程施工主营业务发展稳健，订单规模与盈利能力均保持稳增趋势。但当前建筑施工行业竞争日益激烈、利润率处于较低水平。公司约 90% 营业收入来源于工程施工业务。近年来，公司逐步开展多元化业务布局，加快对公司业务结构和盈利模式的调整和优化。公司未来将以**基础性、资源性**

行业为战略投资方向，转型成为以工程施工和基础产业投资并重、具有长期稳定收益的公司。

在此战略指引下，公司将重点发展基础设施投资建设、能源、矿产、物流等业务。本次发行募集资金主要投向江习古高速公路 BOT 项目，是公司多元化业务布局的战略体现。本次发行有助于的多元化转型。

公司 2016H1 逐步拓展 BT&BOT 融资、水电能源及少量商品砼等新业务，分别实现营业收入 5.0 亿元、0.8 亿元和 0.6 亿元，占总营业收入的 3.2%、0.5%和 0.4%。2015 年以后，公司开始尝试以 PPP 模式承建路桥投资建设运营业务。BT&BOT 融资业务现阶段的营收规模虽不大，但毛利率高、盈利能力强，可显著增厚公司业绩。

◆ **BT&BOT**：截至 2016H1，公司在路桥 BOT/BT 业务合计实现营业收入 5.0 亿元，毛利率高达 65.55%，显著提升公司综合毛利水平。

其中，公司在成德绵、成自泸高速共实现营业收入 4.18 亿元，同比增长 16.53%；宜宾长江大桥完成通行费收入 825.72 万元；川南公司泸州绕城高速实现通行费收入 753.33 万元；自隆高速自通车收费以来实现营业收入 523.75 万元；内威荣高速完成全面建设，8 月 25 日开始正式收费；能源板块中，巴河/巴郎河水电项目共实现发电收入 7,919.56 万元。

◆ **PPP**：2015 年，公司以 PPP 方式签约南溪长江大桥，湖北嘉鱼、白洋长江大桥等项目。截至 2017 年 2 月底，公司累计中标广东省广元市苍溪县易地扶贫搬迁项目主干道工程、四川省巴中市平昌县河道治理工程、浙江省“三路一桥”北环东路快速化改造工程等 PPP 投资项目 10 个，其中联合投资项目 1 个，总投资额约 128.45 亿元，其中：

公司 2016 年在乌蒙山叙永县中标农村扶贫公路建设 PPP 项目，总投资额约 12.3 亿元，总资本金约 3.69 亿元，占总投资 30%。项目建设期 1.5 年，运营维护期 10 年，公司全资子公司路桥集团持有项目公司 95%股权（资本金出资约 3.51 亿元）。该项目社会资本方合理回报率（不含征拆部分）7.9%；征拆部分合理回报率 9.8%/年，收益来源主要为可用性服务费及绩效服务费。

公司 2016 年在四川省泸州市中标渡改桥（一期）PPP 项目，包括 32 座大桥，估算总投资约 12.93 亿元。项目建设期按单座桥梁独立计算，暂定 1 年至 2.5 年，运营期 10 年，本公司全资子公司路桥集团持有项目公司 100%股权（资本金出资 2.59 亿元，占总投资 20%）。该项目综合投资回报率 7.80%，收益来源主要为可用性服务费及绩效服务费。

公司 2017 年在四川省宜宾南溪中标长江公路大桥 PPP 项目，总投资额约 21 亿元，总资本金约 4.5 亿元，占总投资约 21.43%。项目建设期 3 年，运营维护期均为 12 年。本公司全资子公司路桥集团持有项目公司 95%股权，资本金出资约 4.275 亿元。该项目合理利润率为 7%，建安工程费下浮比例 3%，年度折现率 5.35%，建设期年利率 5%，年度运营成本 750 万元/年，收益来源主要为可用服务费和养护服务费。

### 3、一带一路加快落地，公司区位优势明显

#### 3.1、一带一路+亚投行，国家级顶层战略

2015 年，国家提出“一带一路”顶层战略并筹建亚洲基础设施投资银行（简称亚投行或 AIIB）。通过两年发展，一带一路+亚投行成功扬帆出海，在多个国家落地重大基建工程与经济合作项目。2017 年 3 月，亚投行批准阿富汗等 5 个域内国和加拿大等 8 个域外国申请，总规模从初创时的 57 个成员国增长到 70 个，已成为仅次于世界银行的全球第二大多边开发机构。

图 17：“一带一路”战略贯穿亚欧非大陆

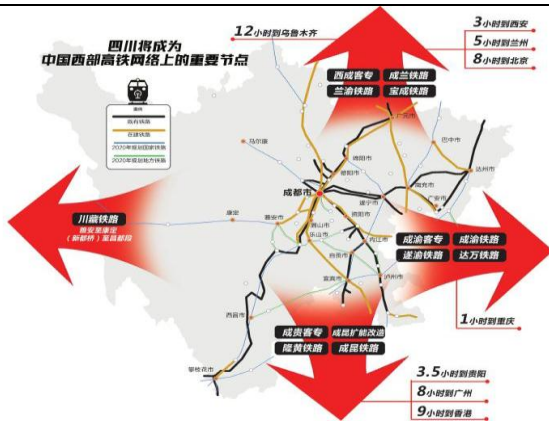


资料来源：中国一带一路网

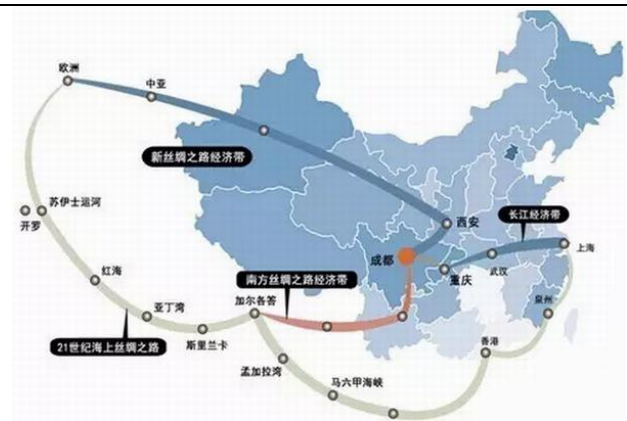
“一带一路”+亚投行，形成我国未来对外经贸的重大战略布局，对我国长期经济发展具有深远的促进和影响作用。我国经过 40 余年改革开放形成了巨大的建筑产能，2015 年全国建筑行业总产值 18 万亿元，占 GDP 比重达 26.4%。国内市场饱和，建筑业产能富余、人才储备充分，尤其在公路、铁路、轨交、高铁、市政等基础设施领域，施工能力与技术储备已达国际一流水准。因此建筑工程行业是“一带一路”建设中走出去的最为优势的产业之一。

图 18：四川省是我国西部高铁网络的重要节点之一

图 19：四川省处于我国一带一路规划路线的中心位置



资料来源：成都市人民政府门户网站



资料来源：成都市人民政府门户网站

公司地处四川省成都市，业务范围涵盖我国湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区，在“一带一路”规划路线中具有较为显著的区位优势。四川省地处内陆，尽快建成能够支撑“一带一路”和“长江经济带”相互联动的综合交通枢纽，是落实“一带一路”战略的重要基础之一。因此，我国西部各省近几年对公路、铁路、高铁、机场、港口等基建项目的需求均十分旺盛，市场空间广阔，对公司未来在基础建设业务的市场拓展形成有力的需求支撑。

### 3.2、交通+矿业，海外拓展双管齐下

◆ **交通项目：**公司海外交通项目目前以非洲（坦桑尼亚、也门）、欧洲（挪威）、太平洋地区（密克罗尼西亚）及东南亚（柬埔寨）的公路与桥梁等基建项目为主。其中，非洲项目包括坦桑尼亚曼辛公路、也门萨那-塔兹公路、也门默夫拉格-莫哈公路、也门金吉巴尔大桥、也门阿木兰-哈贾公路等。坦桑尼亚公路在建里程已达 133.7 公里，曼姆项目主体工程已于 2016 年 8 月全线贯通，乞马项目已于 2016 年 12 月完成。

图 20：公司承建的非洲坦桑尼亚曼辛公路



资料来源：公司官方网站

图 21：公司承建的挪威哈罗格兰德跨海大桥



资料来源：公司官方网站

其他海外项目包括：挪威哈罗格兰德跨海大桥（总长 1533 米，欧洲排名第 5 位，世界排名第 17 位，国内建筑企业首次在欧洲发达国家承建大跨径现代桥梁，现已进入全面施工阶段）；援密克罗尼西亚科斯雷州大桥（我国援密规模最大项目，包括桥梁和两端填海工程，是连接

机场与主岛的唯一通道，已于 2016 年 1 月完工并移交）；柬埔寨金边至波贝至暹粒高速公路项目（2017 年 3 月签署协议）。

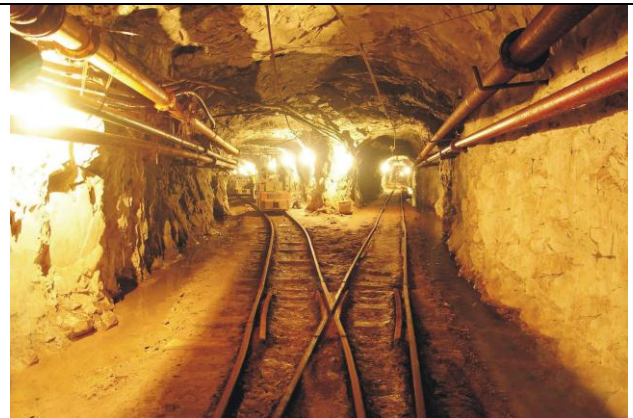
- ◆ **矿产项目：**公司海外矿产项目目前以非洲阿斯马拉铜金多金属矿为主。该项目位于非洲厄立特里亚国中央高原地带的首都阿斯马拉市附近。该项目拥有 Medrizien、AdiNefas、Debarwa 三个勘探权，各矿权最初自 1996 年开始设立并进行了大量的勘探工作，在矿权范围内已发现 EmbaDerho、AdiNefas、Debarwa、Gupo、AdiRassi、Kodadu 六个矿床。其中 EmbaDerho、AdiNefas、Debarwa 和 Gupo 为成熟矿床，已完成勘探工作。该四个矿床已探明矿石储量 7,610 万吨，设计矿山服务年限为 16.2 年，设计采出矿石量 5,658.4 万吨，设计选出金属量铜 45.91 万吨、锌 94.43 万吨、金 26.40 吨、银 720.87 吨。

图 22：公司承建的援密克罗尼西亚科斯雷州大桥



资料来源：公司官方网站

图 23：公司收购的阿斯马拉铜金多金属矿



资料来源：公司官方网站

2016 年 6 月 30 日，路桥矿业以 7,833 万美元收购阿斯马拉矿业公司（AMSC）60%的股份，委任 3 位董事（董事会由 5 名董事组成），相关工作已经完成。厄立特里亚国家矿业公司（ENAMCO）持有另外 40%的股份（40%股份中有 10%股份为 ENAMCO 作为厄立特里亚国有公司，根据厄立特里亚法律无偿获得的无偿附带权益股权）。

由于阿斯马拉矿业公司（AMSC）股东章程规定重大事项须经 80% 以上股东同意，路桥矿业持有 60%股份，目前尚不能单独控制阿斯马拉矿业公司（AMSC）。因此，路桥矿业拟通过 EPC 模式取得阿斯马拉铜金多金属矿项目的开发建设和运营的最终控制权，以及拟采取同步增资、设立离岸账户、实时现金分红等多项措施，确保项目的顺利实施、保障资金使用安全以及项目收益的实现。

2017 年 3 月 3 日，公司董事会决议阿斯马拉铜金多金属矿项目将由公司以自筹资金进行投资，不再使用非公开发行募集的资金。

## 4、积极拓展新兴业务，夯实公司基建主业

### 4.1、物流贸易业务

公司 2015 年实现“其他业务收入”达 30.67 亿元，同比大增 841.5%，具体系公司旗下子公司四川中航路桥国际贸易有限公司的贸易收入大幅增长所致。中航路桥经营的贸易物资主要为基建原材料，如沥青、钢材、水泥等。该业务的快速拓展，有利于保障公司工程施工主营业务发展，以及具有降低工程采购及运输成本等优势。

但应关注的是，物流贸易业务板块的毛利水平始终较低。2015 年物流贸易业务毛利率仅 1.65%，2016H1 再下降 1.5 个百分点至 0.15%，远低于公司主营业务的综合毛利水平。随着物流贸易业务的增长，对公司整体毛利水平会形成稀释作用，使公司 2015 年的综合毛利率由上年的 13.02%降至 12.34%。

表 1：部分施工类上市公司的综合毛利水平

名称	2015 年营业收入 (亿元)	2015 年综合毛利率 (%)
中国交建	4,044.2	15.20
隧道股份	268.0	12.82
<b>四川路桥</b>	<b>307.7</b>	<b>12.34</b>
成都路桥	14.5	12.04
浦东建设	31.6	10.79
上海建工	1,254.3	9.02

资料来源：Wind，光大证券研究所

### 4.2、地下管廊业务

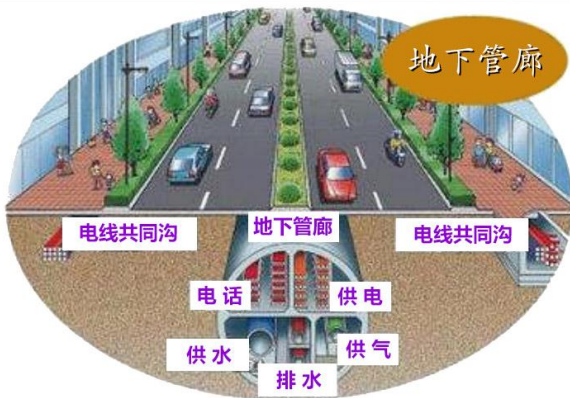
2017 年 2 月，公司在地下综合管廊方面取得新的拓展：公司与上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司组成联合体中标中和片区地下综合管廊工程勘察-施工图设计-施工总承包（二批次）二标段，中标价 1.54 亿元，工期 270 日历天。

自 2013 年 9 月国务院首次明确“地下管廊”概念后，在政策强力推动、标准逐步完善、积极财政补贴和 PPP 模式共同作用下，地下管廊持续保持高速增长，有望成为我国基础设施建设板块中新的突破口。地下管廊平均造价约 0.56-1.31 亿元/公里，按 50 年寿命测算其综合成本较直埋管网增长约 81%，部分管线入廊成本上浮约 1-6 倍，成本增长明显，但管廊亦可实现显著的外部社会收益，其总收益/总成本的均值约为 191%。

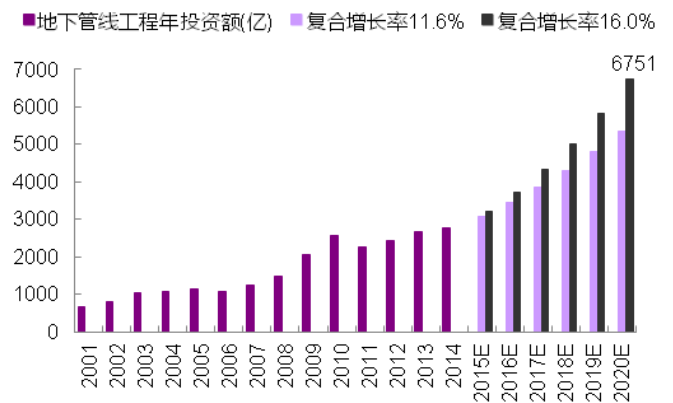
图 24：地下综合管廊功能结构示意图

图 25：按复合增长率 11.6~16.0%估算地下管廊未来增长率





资料来源：中国建设科技网



资料来源：大公报，光大证券研究所

管廊属于新兴事物，我们根据政府文件对其市场空间与板块规模进行初步估算：2013年，国务院在《关于加强城市基础设施建设的意见》中首次提出地下管廊概念，提出“用3年时间在全国36个大中城市全面启动地下管廊试点工程”。2016年3月5日，李克强总理明确“开工建设城市地下综合管廊2,000公里以上”。经不完全统计，截止2016年底我国已有超60个城市发布本地区2015-2017年地下管廊投资规划，进入实施阶段的管廊总里程不低于1,132.7公里，总投资额不低于854.3亿元，平均造价约0.83亿元/公里。因此，若以每年兴建2,000公里的目标测算，地下管廊可实现1,660亿元的年平均投资规模，且仍具有较大提升空间。

从管廊中长期发展来看，2001-2014年我国地下管线工程固定资产年投资额从667.9亿元增长到2,770.9亿元，复合增长率11.6%；同期我国市政公用设施建设工程固定资产投资额由2,351.9亿到增长到16,245.0亿，复合增长率16.0%。地下管廊作为现阶段市政地下管线工程的良好替代者，未来三到五年的按照投资复合增长率11.6~16.0%的范围测算，到2020年地下管廊板块的年均投资规模有望达到约5,300~6,700亿元。

## 5、关键假设及盈利预测

### 5.1、核心关键假设

- 1、公司工程施工业务营业收入保持7%以上增速，物流贸易业务营业收入保持5%增幅，BT&BOT融资业务营业收入保持20%增速；
- 2、公司各业务板块的毛利率水平基本稳定；
- 3、受公司业务扩张影响，管理费用与财务费用均缓步上升，费用率保持稳定；
- 4、公司的应收账款和减值损失的增长率与营业收入增长率同步；
- 5、暂不考虑海外公路、矿产、其他业务对公司业绩的影响；
- 6、暂不考虑公司非公开发行的影响。

## 5.2、盈利预测

考虑到公司作为铁投集团核心平台、兼具“一带一路”核心区位优势，基本面经营持续向好，新签合同增长显著，PPP 占比提升，BT&BOT 毛利率高，业绩增厚效果较为明显，预计公司 2016-2018 年的营业收入增长率为 17.85%/14.50%/13.98%，综合毛利率为 12.10%/11.40%/11.22%，实现归母净利润 12.0/13.7/16.9 亿元，对应 EPS 为 0.40/0.45/0.56 元。

表 2：四川路桥 2016-2018 年盈利预测表

总数据 (亿元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
总收入	266.47	307.71	362.64	415.21	473.26
总成本	231.53	269.74	318.78	367.88	420.16
总毛利润	34.94	37.97	43.86	47.34	53.10
总毛利率 (%)	13.11%	12.34%	12.10%	11.40%	11.22%
总收入增长率 (%)	5.28%	15.48%	17.85%	14.50%	13.98%
总成本增长率 (%)	4.64%	16.50%	18.18%	15.40%	14.21%
工程施工 (亿元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	252.68	264.15	282.64	325.04	371.19
成本	225.70	234.44	247.99	289.38	332.96
毛利润	26.98	29.71	34.65	35.66	38.23
毛利率 (%)	10.68%	11.25%	12.26%	10.97%	10.30%
收入增长率 (%)	4.37%	4.54%	7.00%	15.00%	14.20%
成本增长率 (%)	4.32%	3.87%	5.78%	16.69%	15.06%
收入占比 (%)	94.82%	85.84%	77.94%	78.28%	78.43%
毛利润占比 (%)	77.22%	78.25%	79.00%	75.33%	72.00%
物流贸易 (亿元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	0.00	30.67	65.00	71.50	78.65
成本	0.00	30.16	64.68	71.14	78.26
毛利	0.00	0.51	0.33	0.36	0.39
毛利率 (%)	0.00%	1.65%	0.50%	0.50%	0.50%
收入增长率 (%)			5.00%	10.00%	10.00%
成本增长率 (%)			114.41%	10.00%	10.00%
收入占比 (%)	0.00%	9.97%	17.92%	17.22%	16.62%
毛利润占比 (%)	0.00%	1.33%	0.74%	0.76%	0.74%
BT&BOT 融资 (亿元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	9.47	9.76	11.71	15.23	19.79
成本	2.60	2.84	3.75	4.87	6.33
毛利	6.87	6.92	7.96	10.35	13.46
毛利率 (%)	72.54%	70.90%	68.00%	68.00%	68.00%
收入增长率 (%)	26.94%	3.06%	20.00%	30.00%	30.00%
成本增长率 (%)	17.65%	9.23%	31.97%	30.00%	30.00%
收入占比 (%)	3.55%	3.17%	3.23%	3.67%	4.18%
毛利润占比 (%)	19.66%	18.23%	18.16%	21.87%	25.35%
水力发电 (亿元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	1.94	1.93	2.03	2.13	2.23
成本	1.13	1.13	1.22	1.28	1.34
毛利	0.81	0.80	0.81	0.85	0.89
毛利率 (%)	41.75%	41.45%	40.00%	40.00%	40.00%
收入增长率 (%)	-6.73%	-0.52%	5.00%	5.00%	5.00%
成本增长率 (%)	-5.04%	0.00%	7.60%	5.00%	5.00%
收入占比 (%)	0.73%	0.63%	0.56%	0.51%	0.47%
毛利润占比 (%)	2.32%	2.11%	1.85%	1.80%	1.68%
商品砼 (亿元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
收入	1.17	1.01	1.06	1.11	1.17
成本	1.12	1.04	1.03	1.08	1.13
毛利	0.05	-0.03	0.03	0.03	0.04
毛利率 (%)	4.27%	-2.97%	3.00%	3.00%	3.00%
收入增长率 (%)	-11.36%	-13.68%	5.00%	5.00%	5.00%
成本增长率 (%)	-19.42%	-7.14%	-1.09%	5.00%	5.00%
收入占比 (%)	0.44%	0.33%	0.29%	0.27%	0.25%

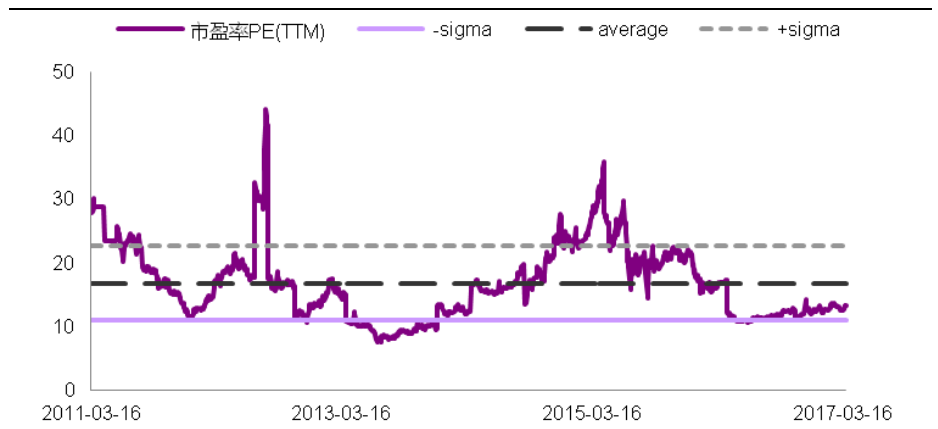
毛利润占比 (%)	0.14%	-0.08%	0.07%	0.07%	0.07%
<b>房地产开发及其他 (亿元)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
收入	1.21	0.19	0.20	0.21	0.22
成本	0.98	0.13	0.12	0.13	0.13
毛利	0.23	0.06	0.08	0.08	0.09
毛利率(%)	19.01%	31.58%	40.00%	40.00%	40.00%
收入增长率 (%)		-84.30%	5.00%	5.00%	5.00%
成本增长率 (%)		-86.73%	-7.92%	5.00%	5.00%
收入占比 (%)	0.45%	0.06%	0.06%	0.05%	0.05%
毛利润占比 (%)	0.66%	0.16%	0.18%	0.18%	0.17%

## 6、投资评级

### 6.1、相对估值法

观察四川路桥自 2011 年至今的历史 PE (TTM) 情况，公司历史动态 PE 水平平均值为 16.8 倍，上限为 22.6 倍 PE 水平，下限为 11 倍 PE 水平。目前公司 PE 约 13 倍，低于历史 PE (TTM) 水平平均值，显示公司估值处于较低位置。

图 26：四川路桥历史 PE-TTM 情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

与四川路桥类型相似，具有一定可参考价值的上市公司还包括中国交建、山东路桥、浦东建设等 9 家建筑类上市公司。以当前估值水平对比，四川路桥的估值对应 2016 年 PE 水平为 13.20 倍，行业中位值为 48.89 倍；而四川路桥的估值对应最新季度的 PB 值为 1.69，行业中位值为 2.33；因此从相对估值来看，四川路桥当前估值处于行业底部，股价明显低于行业平均水平，具有较强的估值优势与较高的安全边际。

表 3：四川路桥与可比公司的估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)	企业价值 /EBITDA(倍)	每股收益		
						15A	16E	17E
600039.SH	四川路桥	152.8	13.20	1.69	12.71	0.34	0.40	0.45
601800.SH	中国交建	2579.0	17.44	1.89	14.87	0.95	1.09	1.21
000498.SZ	山东路桥	98.1	22.87	3.00	17.35	0.34	0.38	0.42
600284.SH	浦东建设	86.1	23.97	1.63	32.42	0.55	0.36	0.35
600326.SH	西藏天路	82.7	48.89	3.58	24.23	0.26	0.37	0.75
600512.SH	腾达建设	89.2	105.62	1.92	33.87	-0.03	0.07	0.18
002628.SZ	成都路桥	61.1	133.64	2.33	-682.91	0.03	0.04	0.18
600853.SH	龙建股份	38.0	165.12	4.70	30.87	0.04	--	--
002307.SZ	北新路桥	86.5	201.46	5.73	61.99	0.06	--	--
中位值		86.5	48.89	2.33	24.23	0.26	0.37	0.42

资料来源：Wind，光大证券研究所

注 1：数据采集日期：2017 年 3 月 27 日收盘日；

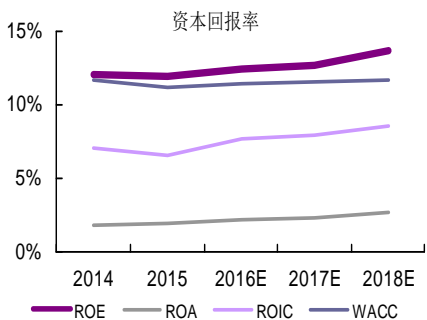
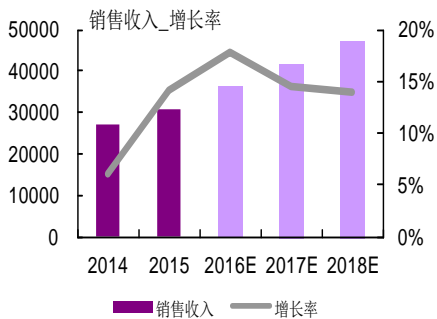
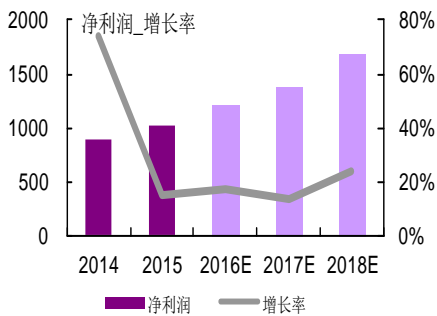
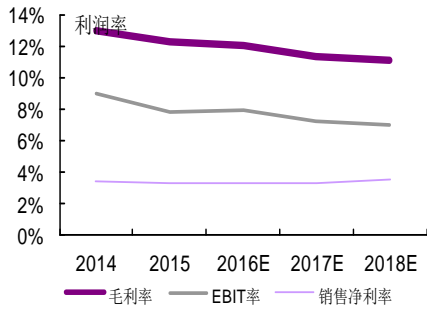
注 2：除四川路桥外，表中其余 8 家公司 EPS 均采用 Wind 一致预期，以反映市场对于公司盈利状况的预测。

## 6.2、投资评级

“十三五”基建投资持续增长，PPP 助推中西部省份基建井喷，公司作为铁投集团核心平台、兼具“一带一路”核心区位优势，基本面经营持续向好，积极开拓西部与海外基建市场。我们预计公司 2016-2018 年归母净利润为 12.0/13.7/16.9 亿元，对应 EPS 为 0.40/0.45/0.56 元，目标价 5.85 元，对应 2017 年 13 倍 PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 7、风险分析

PPP 项目落地率不及预期；BOT 项目增长率不及预期；海外矿产资源收益率不及预期。



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>26,973</b>	<b>30,771</b>	<b>36,264</b>	<b>41,522</b>	<b>47,335</b>
营业成本	23,462	26,975	31,876	36,789	42,034
折旧和摊销	472	516	1,379	1,329	1,282
营业税费	899	914	1,077	1,233	1,406
销售费用	7	11	11	12	14
管理费用	342	346	406	465	530
财务费用	1,277	1,160	1,377	1,308	1,250
公允价值变动损益	1	5	0	0	0
投资收益	12	33	20	35	50
<b>营业利润</b>	<b>1,178</b>	<b>1,286</b>	<b>1,535</b>	<b>1,739</b>	<b>2,140</b>
<b>利润总额</b>	<b>1,182</b>	<b>1,274</b>	<b>1,531</b>	<b>1,735</b>	<b>2,136</b>
少数股东损益	32	-4	25	25	25
<b>归属母公司净利润</b>	<b>893.28</b>	<b>1,025.10</b>	<b>1,202.17</b>	<b>1,365.75</b>	<b>1,686.79</b>

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>总资产</b>	<b>52,175</b>	<b>55,042</b>	<b>57,942</b>	<b>61,851</b>	<b>66,240</b>
流动资产	27,737	26,681	31,320	35,982	41,042
货币资金	4,933	6,085	7,253	8,304	9,467
交易型金融资产	13	18	15	15	15
应收帐款	1,100	1,079	1,378	1,578	1,799
应收票据	5	4	4	4	5
其他应收款	4,855	5,367	6,324	7,241	8,255
存货	15,860	12,695	15,014	17,327	19,798
可供出售投资	2,389	2,956	2,000	2,000	2,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	15	240	240	240	240
固定资产	2,672	2,543	2,248	1,952	1,639
无形资产	15,943	20,852	19,809	18,819	17,878
<b>总负债</b>	<b>43,869</b>	<b>45,635</b>	<b>47,458</b>	<b>50,158</b>	<b>53,042</b>
无息负债	23,066	22,256	25,282	28,885	32,631
有息负债	20,804	23,379	22,177	21,274	20,410
<b>股东权益</b>	<b>8,306</b>	<b>9,407</b>	<b>10,484</b>	<b>11,693</b>	<b>13,199</b>
股本	3,020	3,020	3,020	3,020	3,020
公积金	1,090	1,395	1,515	1,652	1,820
未分配利润	2,773	3,640	4,571	5,619	6,931
少数股东权益	841	779	804	829	854

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,777</b>	<b>3,053</b>	<b>2,856</b>	<b>3,354</b>	<b>3,345</b>
净利润	893	1,025	1,202	1,366	1,687
折旧摊销	472	516	1,379	1,329	1,282
净营运资金增加	1,237	-447	1,656	1,164	1,429
其他	-826	1,958	-1,381	-505	-1,052
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-3,439</b>	<b>-3,463</b>	<b>932</b>	<b>-15</b>	<b>20</b>
净资本支出	-2,441	-3,949	-50	-50	-30
长期投资变化	15	240	0	0	0
其他资产变化	-1,013	246	982	35	50
<b>融资活动现金流</b>	<b>251</b>	<b>1,700</b>	<b>-2,620</b>	<b>-2,288</b>	<b>-2,203</b>
股本变化	1,510	0	0	0	0
债务净变化	1,754	2,575	-1,202	-903	-863
无息负债变化	5,104	-809	3,025	3,603	3,747
<b>净现金流</b>	<b>-1,412</b>	<b>1,295</b>	<b>1,168</b>	<b>1,052</b>	<b>1,163</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	6.08%	14.08%	17.85%	14.50%	14.00%
净利润增长率	74.15%	14.76%	17.27%	13.61%	23.51%
EBITDA/EBITDA 增长率	25.54%	0.36%	46.05%	1.64%	6.45%
EBIT/EBIT 增长率	29.03%	-1.38%	20.11%	4.14%	10.87%
<b>估值指标</b>					
PE	17	15	13	11	9
PB	2	2	2	1	1
EV/EBITDA	12	13	9	8	8
EV/EBIT	15	15	13	12	10
EV/NOPLAT	19	19	16	15	13
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	13.02%	12.34%	12.10%	11.40%	11.20%
EBITDA 率	10.80%	9.50%	11.78%	10.46%	9.76%
EBIT 率	9.05%	7.83%	7.98%	7.25%	7.06%
税前净利润率	4.38%	4.14%	4.22%	4.18%	4.51%
税后净利润率 (归属母公司)	3.31%	3.33%	3.32%	3.29%	3.56%
ROA	1.77%	1.86%	2.12%	2.25%	2.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.97%	11.88%	12.42%	12.57%	13.66%
经营性 ROIC	7.05%	6.52%	7.63%	7.87%	8.54%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.92	0.99	1.09	1.15	1.20
速动比率	0.39	0.52	0.57	0.60	0.62
归属母公司权益/有息债务	0.36	0.37	0.44	0.51	0.60
有形资产/有息债务	1.73	1.46	1.71	2.02	2.36
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.30	0.34	0.40	0.45	0.56
每股红利	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.59	1.01	0.95	1.11	1.11
每股自由现金流(FCFF)	-0.49	-0.31	0.66	0.84	0.83
每股净资产	2.47	2.86	3.21	3.60	4.09
每股销售收入	8.93	10.19	12.01	13.75	15.68

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

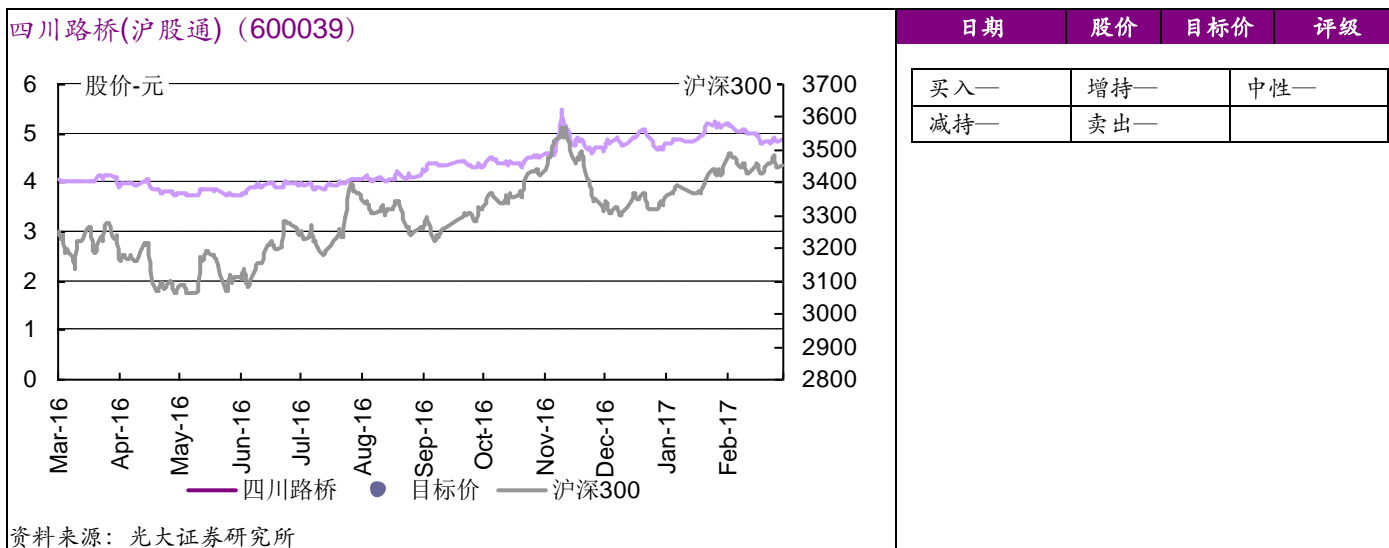
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

## 投资建议历史表现图



## 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。

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。



## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
		郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
深圳	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebsecn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	