

2024年06月30日

证券研究报告·公司研究报告

重庆路桥(600106) 交通运输

当前价: 4.30元

目标价: ——元(6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 借重庆地利，因势利导打造“芯”路桥

### 投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 公司拥有嘉华大桥收费权，该项目近3年每年“销售商品、提供劳务收到的现金”约2亿元，24Q1账面货币资金13.53亿，以及持有渝涪高速33%股权、重庆银行4.93%股权等流动性较好的金融资产；2) 公司向集成电路为核心的高科技领域转型，通过对“嘉兴临澜股权投资合伙企业(有限合伙)”的投资，间接持有长飞先进509.78万股，未来有望借助重庆地利，加速集成电路和高科技产业发展；3) “大基金三期”规模3440亿元，规模约为前两期的总和，为实现产业的长期可持续发展和国家战略目标提供了坚实基础，也为公司转型带来机遇。对比同业标的，现公司估值较为合理，转型发展有望推动未来业务拓展和增长。
- 公司拥有重庆市主城区嘉华嘉陵江大桥的特许经营权。** 2023年，实现路桥收费收入1.14亿元，大桥设施租赁收入101.69万元。嘉华嘉陵江大桥收费期限为2034年9月30日，路桥收费收入固化，但收益稳定，基本不受宏观调控影响，该项目近3年每年“销售商品、提供劳务收到的现金”约2亿元，有较好的现金流，有利于公司以各种灵活的方式投资各类基础设施建设项目和开展工程承包业务，以及开拓其他行业的投资。石门嘉陵江大桥虽然经营权已到期，目前正在资产评估阶段，相关资产尚未移交，仍由公司代为管理。
- 对外投资参股，以获得投资收益或现金红利。** 2023年，公司共实现投资收益1.62亿元。公司持有渝涪高速33%股权，2023年该公司经营总收入5.92亿元，其中通行费收入5.81亿元，净利润约2.63亿元；持有重庆银行4.93%股权，2023年公司收到该行2022年度派发的红利款约6767.92万元。两家公司经营业绩稳健，每年都有较好的投资收益。
- 谋求在集成电路和高科技产业领域的发展机遇。** 公司积极参与调研和筛选集成电路和高科技产业公司，拟在合适时机以参股或控股方式投资该类型企业，形成第二主业。公司通过对“嘉兴临澜股权投资合伙企业(有限合伙)”的投资，间接持有长飞先进509.78万股，虽暂未形成相关行业收入，但作为公司战略转型的一种尝试取得了较好的效果。2023年，公司董事会通过了拟以增资和老股转让方式投资澜至电子科技(成都)有限公司的方案，拟通过参股澜至电子公司进军芯片设计领域。
- 盈利预测与投资建议:** 我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.4、2.3、2.3亿元，EPS分别为0.18、0.18、0.17元，对应PB为1.2、1.1、1.1倍。我们选取公路行业15家上市公司作对比，可比公司24年平均PB为1.3倍。考虑重庆路桥主业稳定，且转型发展有望推动未来业务拓展和增长，建议关注。
- 风险提示:** 资产萎缩风险；协议收款或未能及时兑现风险；并购转型高科技产业的不确定性风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	116.73	108.55	101.33	92.99
增长率	-3.79%	-7.01%	-6.65%	-8.22%
归属母公司净利润(百万元)	211.47	237.08	234.83	232.10
增长率	4.22%	12.11%	-0.95%	-1.16%
每股收益EPS(元)	0.16	0.18	0.18	0.17
每股净资产BPS(元)	3.52	3.67	3.76	3.90
净资产收益率ROE	4.52%	4.86%	4.69%	4.48%
PE	27	24	24	25
PB	1.22	1.17	1.14	1.10

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡光悱

执业证号: S1250522070002

电话: 021-58351859

邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.29
流通A股(亿股)	13.29
52周内股价区间(元)	4.3-7.53
总市值(亿元)	57.15
总资产(亿元)	67.22
每股净资产(元)	3.54

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 重庆路桥：老牌路桥设施运营建设服务商</b> .....	<b>1</b>
<b>2 公路行业：行业周期性较弱，抗风险能力较强</b> .....	<b>2</b>
<b>3 现有资产：结构清晰，现金流稳定</b> .....	<b>5</b>
3.1 嘉华大桥 BOT 项目 .....	5
3.2 投资收益稳健增长.....	6
3.3 公司现金流充足 .....	7
<b>4 战略转型：吹响半导体并购的集结号</b> .....	<b>8</b>
4.1 积极布局集成电路业务 .....	8
4.2 借重庆地利东风 .....	9
4.3 大基金三期成立带来机遇.....	12
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>14</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图 目 录

图 1: 公司股权关系图 (截至 2024Q1)	1
图 2: 重庆路桥主要盈利资产列举	1
图 3: 公司主营业务收入及增速	2
图 4: 公司归母净利润及增速	2
图 5: 2017-2022 年中国高速公路建设投资情况	2
图 6: 近年来我国旅客周转总量及公路旅客周转量占比 (亿人公里)	4
图 7: 近年来我国货物周转总量及公路货物周转量占比 (亿吨公里)	4
图 8: 2023 年度重庆中心城区桥隧图	5
图 9: 嘉华大桥 BOT 项目营收及成本 (亿元)	6
图 10: 重庆路桥投资收益占利润比	6
图 11: 重庆银行的每股收益 (元)	7
图 12: 重庆银行的每股派息 (元)	7
图 13: 渝涪高速的净利润 (亿元)	7
图 14: 渝涪高速的股权结构	7
图 15: 临芯投资部分已投项目	9
图 16: 推动成渝地区双城经济圈建设	10
图 17: “33618” 产业发展规划	10
图 18: 重庆市集成电路产业链企业地图	11
图 19: 大基金一期投资金额分类型占比	13
图 20: 半导体产业链	13
图 21: 高速公路公司 PB-ROE (24 年 wind 一致预期)	15

## 表 目 录

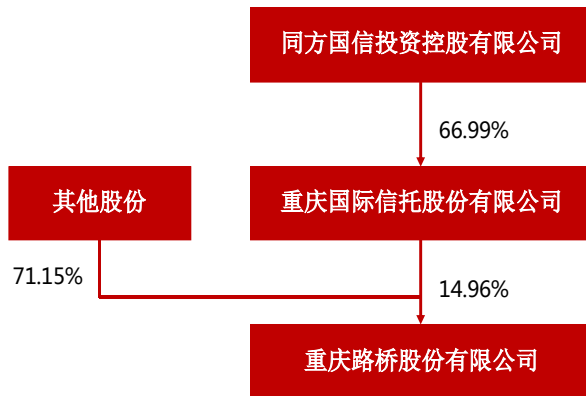
表 1: 政府还贷管理和经营性公路对比	3
表 2: 15 家上市路桥公司的部分财务比率 (截至 2024Q1)	8
表 3: 大基金三期股东持股比例	12
表 4: 收入成本预测	14
表 5: 可比公司估值	15
附表: 财务预测与估值	17

## 1 重庆路桥：老牌路桥设施运营建设服务商

重庆路桥股份有限公司是一家集城市路桥经营、城市基础设施建设、投资及房地产综合开发为一体的股份制企业。公司系经重庆市人民政府以“重府函[1997]21号文”批复同意，由重庆市大桥建设总公司作为独家发起人，采用募集方式设立组建的股份有限公司。公司于1997年6月在上海证券交易所上市，注册资本13.29亿元，股票简称“重庆路桥”，证券代码“600106.SH”。

截至2024Q1，重庆国际信托股份有限公司是公司第一大股东，对公司直接持股比例为14.96%，通过“重庆信托一兴国1号集合资金信托计划”对公司间接持股比例为1.10%，合计对公司的表决权比例为16.06%。同方国信持有重庆信托66.99%的股权，系公司第一大股东的控股股东。但同方国信为中外合资经营企业，股权结构较为分散，任一单一股东对其董事会成员委派和日常经营均不具有实质影响，因此，公司无实际控制人。

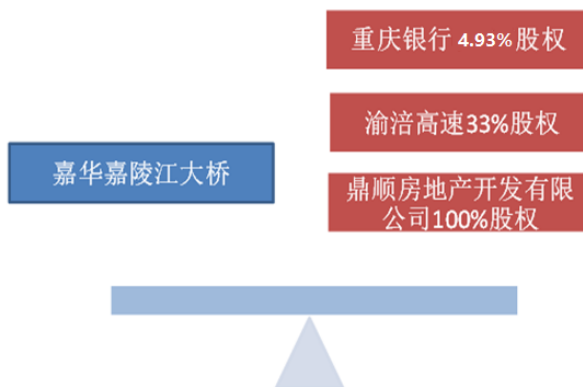
图 1：公司股权关系图（截至 2024Q1）



数据来源：公司年报，西南证券整理

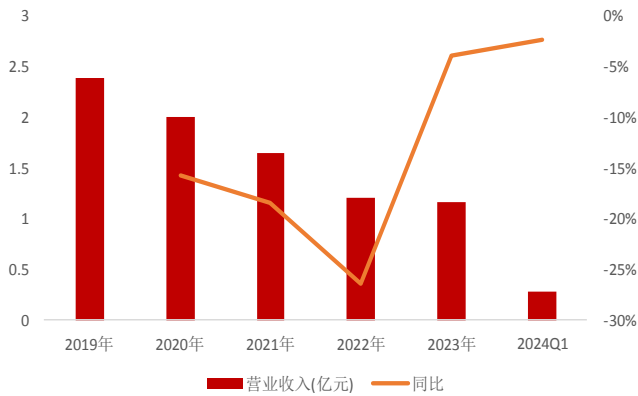
公司拥有重庆市主城区嘉华嘉陵江大桥的特许经营权，投资持有渝涪高速 33% 股权、持有重庆银行 4.93% 股权、重庆市城投金卡交通信息产业股份有限公司 2.31% 股权、持有重庆鼎顺房地产开发有限公司 100% 股权等。

图 2：重庆路桥主要盈利资产列举

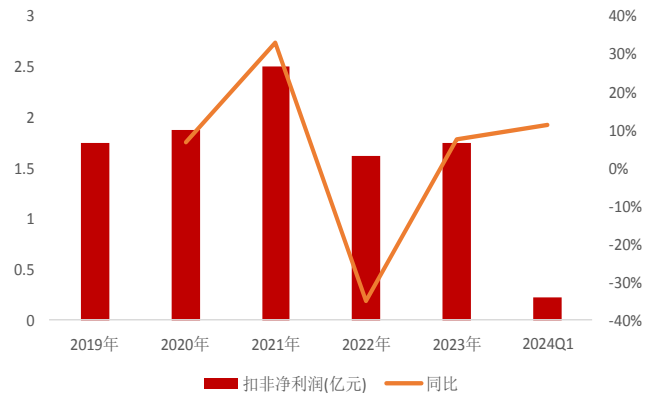


数据来源：公司年报，西南证券整理

2023年公司实现营业收入1.17亿元,其中:路桥收费收入1.14亿元;工程管理等实现收入37.14万元,实现营业利润2.31亿元,比去年增长3.71%;实现净利润2.11亿元,比去年增长4.22%;每股收益0.16元/股。2024年第一季度,公司实现营业总收入2823.03万元,同比下降2.31%;归母净利润390.49万元,同比下降88.16%,主要系持有的金融资产公允价值变动;扣非净利润2348.76万元,同比增长11.63%。近年来公司所属桥梁资产收费年限陆续到期,公司资产不断萎缩,路桥收入也逐年下降。

**图 3: 公司主营业务收入及增速**


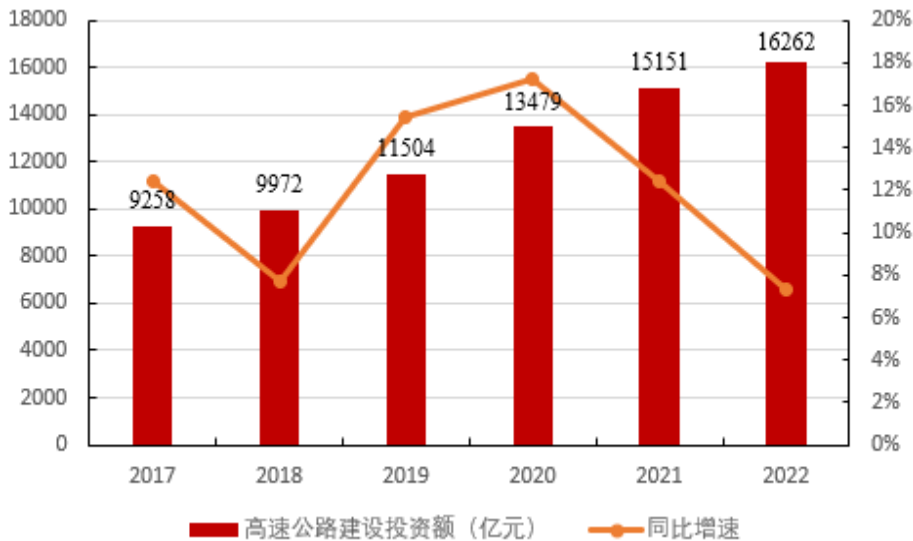
数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 4: 公司归母净利润及增速**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 公路行业: 行业周期性较弱, 抗风险能力较强

公路是重资产行业,单公里造价高,其建设所需资金规模大,回报周期长。2022年,中国高速公路建设完成投资16262亿元,增长7.3%,增速较2021年(12.4%)回落5.1个百分点,投资规模仍维持高位。

**图 5: 2017-2022年中国高速公路建设投资情况**


数据来源: 交通运输部历年交通运输行业发展统计公报, 西南证券整理

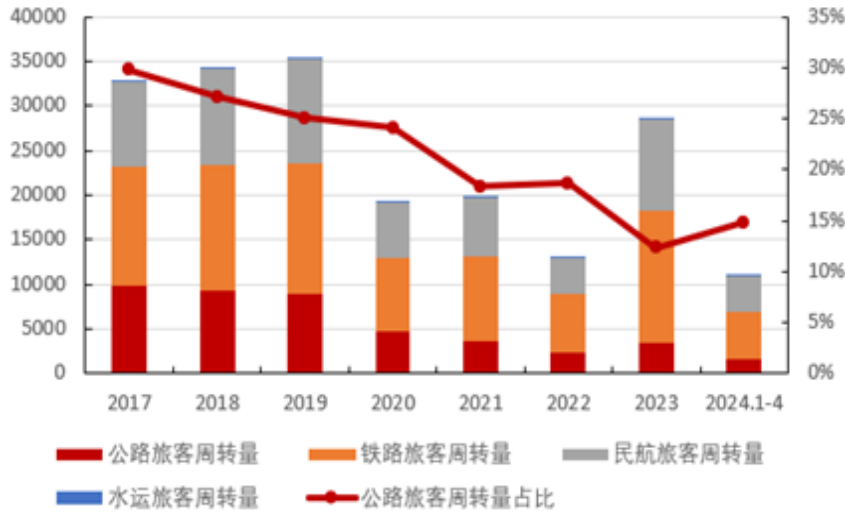
从运营主体分类来看，收费公路分为政府还贷公路和经营性公路。政府还贷公路指县级以上地方人民政府交通主管部门利用贷款或者向企业、个人有偿集资建设的公路，不以盈利为目的，通行费收入属于行政事业性收费，严格实行收支两条线管理，法律上是政府债务。《收费公路管理条例》修订稿中提出，政府还贷公路的收费期限最长不得超过 15 年，国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限，最长不得超过 20 年。经营性公路的运营主体为国内外经济组织、依法成立的公路企业法人，以市场化形式运营，法律上是企业债务。经营性公路的收费期限最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年。

**表 1：政府还贷管理和经营性公路对比**

	政府还贷公路	经营性公路
经营主体	县级以上地方人民政府	依法成立的公路企业法人
建设资金来源	地方财政、中央交通专项补助、银行贷款、城投债	银行贷款、债券、股票、可转债等多种融资渠道
债务性质	政府债务	企业债务
偿债资金来源	公路收费、事业单位/城投公司收入、财政补助	公路收费、企业收入
收费用途	除必要的管理、养护费用从财政部门批准的车辆通行费预算中列支外，必须全部用于偿还贷款和有偿集资款，不得挪作他用。	公司自收自支
收费期限	按照用收费偿还贷款、偿还有偿集资款的原则确定，最长不得超过 15 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的政府还贷公路收费期限最长不得超过 20 年	按照收回投资并有合理回报的原则确定，最长不得超过 25 年。国家确定的中西部省、自治区、直辖市的经营性公路收费期限，最长不得超过 30 年
盈利性	2021 年单公里收入 268.3 万元	2021 年单公里收入 353.4 万元
经营期限	以路产实际偿债期为准确定收费期限，如当地仍有高速公路贷款未偿完，则该地区所有政府还贷高速公路均可由运营主体继续收费。转让后，收费权可延长至多 5 年	经营期满后须转交政府，除非期间有改扩建支出，可适当延长经营期限，但一般不超过 30 年，转让后收费权不延长

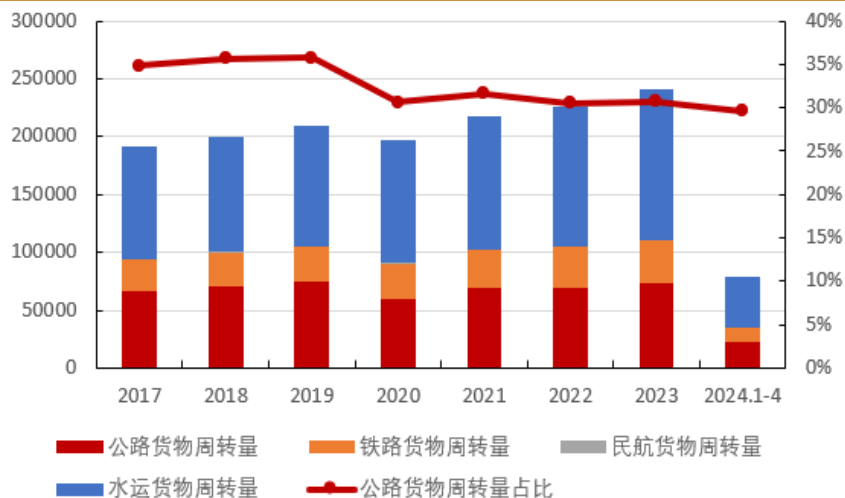
数据来源：《收费公路管理条例》，西南证券整理

公路运输在我国交通运输体系中仍占据主导地位，2024 年 1~4 月公路承担了国内约 69.40% 的旅客运输量和 72.96% 的货物运输量。从周转量方面来看，在居民出行需求大幅释放下，2023 年以来客运周转量较快恢复，而随着铁路网络规模的扩大、高速铁路的大量投运以及民航业的发展，公路客运周转量在交通运输体系中的占比整体呈下降趋势，2024 年 1~4 月公路完成旅客周转量 1621.86 亿人公里，同比增长 60.26%，其在交通运输行业总客运周转量的比重为 14.80%。整体来看，在铁路、航空等交通运输方式的持续分流影响下，公路客运在交通运输体系中的占比或将进一步下降；但短期来看，随着城市群和都市圈的形成和发展以及县域高速路网的进一步加密，城际、城乡间的人员流动将更加频繁，同时，在全国民用汽车保有量持续增长的影响下，客运需求仍有望保持低速增长。

**图 6：近年来我国旅客周转总量及公路旅客周转量占比（亿人公里）**


数据来源：国家统计局，西南证券整理

公路货运需求相对刚性，表现出较强的韧性，货运周转量方面，公路货运周转量近年来总体呈现波动中上涨态势，而在国家层面上提倡“公转铁”、“公转水”的背景之下，其在交通运输体系中的占比呈现出下降趋势，其中 2024 年 1~4 月，公路货运周转量实现 23179.74 亿吨公里，同比增长 4.05%，当期公路货运周转量在行业总货运周转量的比重较 2023 年小幅降至 29.63%。依据《国务院办公厅关于印发推进多式联运发展优化调整运输结构工作方案（2021~2025 年）的通知》，目标到 2025 年，多式联运发展水平明显提升，基本形成大宗货物及集装箱中长距离运输以铁路和水路为主的发展格局，全国铁路和水路货运量比 2020 年分别增长 10% 和 12% 左右，公路货运在交通运输体系中的占比预计将延续下降趋势。此外，我国公路货运市场与 GDP 高度相关，2023 年 12 月中旬，中央经济工作会议将 2024 年工作总基调确定为“稳中求进、以进促稳、先立后破”，预计 2024 年我国经济将呈现弱复苏状态，同时，在道路基础设施进一步完善，以及扩内需、稳增长的战略下，货运需求总体将保持稳中有升。

**图 7：近年来我国货物周转总量及公路货物周转量占比（亿吨公里）**


数据来源：国家统计局，西南证券整理



2023 年以来居民出行需求大幅释放，客运周转量较快恢复，同期货物运输指标小幅增长，在运输结构优化调整及分流影响下，公路在交通运输体系中的占比预计将呈现下降趋势。但随着经济呈现弱复苏状态，同时在道路基础设施进一步完善的情况下，公路需求整体仍有望保持稳定增长。

### 3 现有资产：结构清晰，现金流稳定

随着公司所属石门嘉陵江大桥收费期限届满，公司资产进一步萎缩。公司目前仍有嘉华嘉陵江大桥收费权，该项目近 3 年每年经营性现金流入约 2 亿元，此外还持有渝涪高速公路公司和重庆银行的股份，两家公司经营业绩稳健，每年都有较好的投资收益。

#### 3.1 嘉华大桥 BOT 项目

公司拥有重庆市主城区嘉华嘉陵江大桥特许经营权。嘉华大桥位于中国重庆市中部，西距嘉陵江石门大桥约 4.8 千米，东距渝澳大桥约 2.3 千米，北起北桥头立交，上跨嘉陵江水道，南至华村立交；大桥北经北桥头立交接滨江一路、兴竹路，南经南华村立交接虎头岩隧道、嘉华隧道、嘉陵江滨江路；途经该桥线路为嘉鸿大道。

根据公司和重庆城投公司签订的《重庆嘉华嘉陵江大桥 BOT 模式投资建设协议书》，自该项目建成通车之日起 27 年内，公司负责对嘉华嘉陵江大桥进行经营管理并拥有经营收益权。在整个 27 年收益期内，公司委托重庆城投按照重庆市人民政府的相关规定进行收费，重庆城投每年支付给公司的经营收入的确定原则为：协议确定的“计价基数”的 10%（计价基数是指经重庆城投认可并作为其支付给公司该项目收费权收益基数的公司总投资，其确定方式为：概算中“建筑安装工程费用”下浮 6%，其他费用不作调整按初设概算审定数额计取）。支付方式为：按月支付，每半年结清。该协议有效期 27 年，从 2007 年起，到 2034 年结束。

图 8：2023 年度重庆中心城区桥隧图

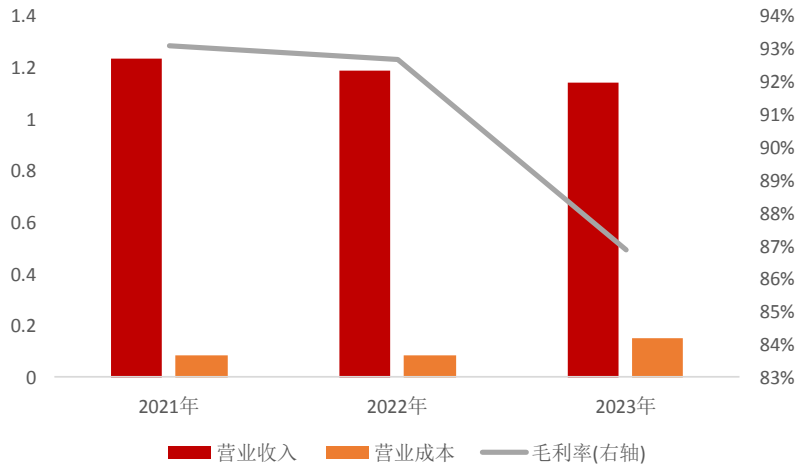


资料来源：重庆市公安局交巡警总队，西南证券整理



路桥收费收入固化，但收益稳定，基本不受宏观调控影响，嘉华大桥 BOT 项目近 3 年每年“销售商品、提供劳务收到的现金”约 2 亿元，有较好的现金流，有利于公司以各种灵活的方式投资各类基础设施建设项目和开展工程承包业务，以及开拓其他行业的投资。2023 年营业成本增加，主要系大桥路面大修维护成本增加所致。

图 9：嘉华大桥 BOT 项目营收及成本（亿元）



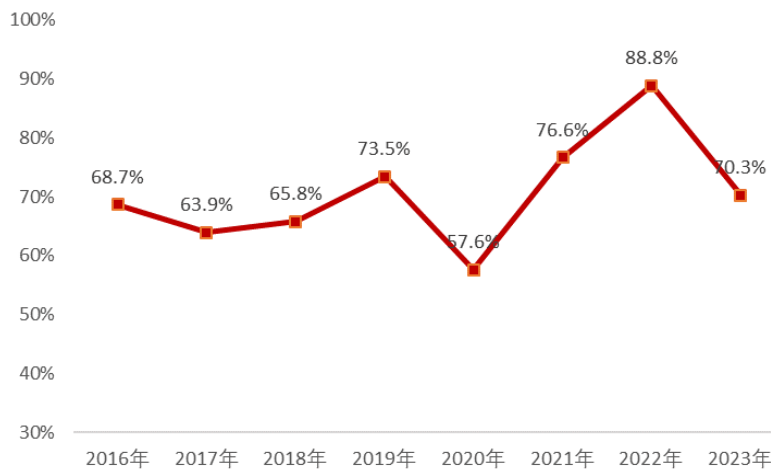
数据来源：wind，西南证券整理

公司所属石门嘉陵江大桥已于 2021 年 12 月 31 日经营期满，目前正在资产评估阶段，相关资产尚未移交，仍由公司代为管理。重庆市财政局按照经审定的实际维护支出进行拨付，至 2023 年末，累计发生的代垫维护费用 1557 万元。

### 3.2 投资收益稳健增长

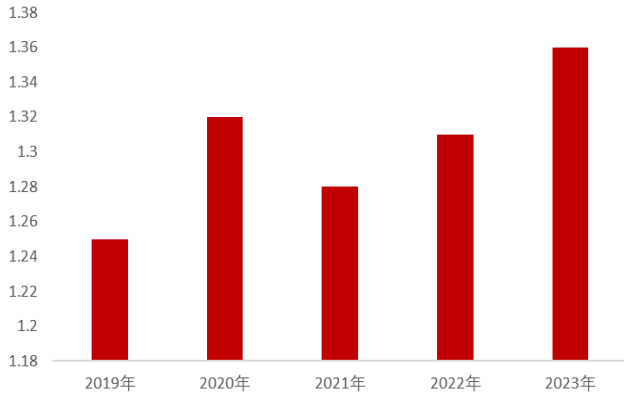
公司利润主要来源于主营路桥资产以及参股其他资产，其中公司传统路桥利润占比正在下降，对此相对的投资收益占比增长迅速，成为公司业绩上涨的主要动力。2023 年，金融资产市值波动导致投资收益占利润比下降至 70.3%。

图 10：重庆路桥投资收益占利润比

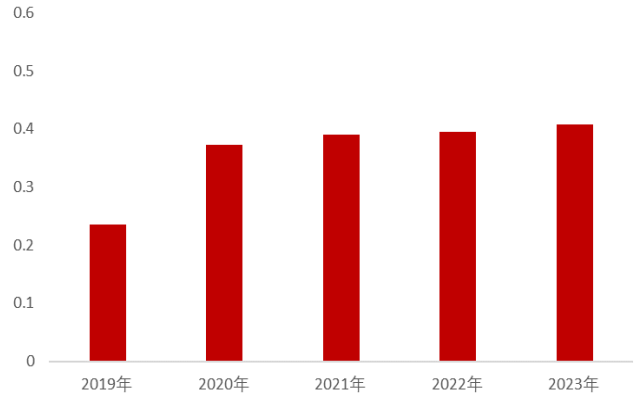


数据来源：wind，西南证券整理

公司直接持有重庆银行股份有限公司 1.71 亿股, 持股比例为 4.93%, 位列前十大股东。2023 年, 该行积极服务实体经济, 经营规模实现突破, 经营效益持续提升, 经营结构不断优化, 资本实力保持稳健, 实现营业收入 132.11 亿元, 同比下降 1.89%, 归母净利润 49.3 亿元, 同比增长 1.27%。2023 年, 公司收到重庆银行派发的现金红利 6767.92 万元。

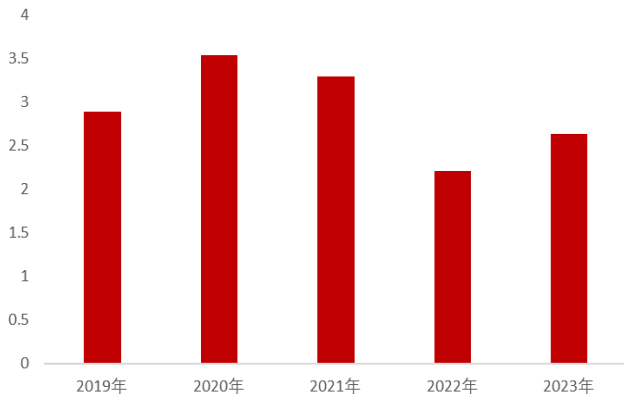
**图 11: 重庆银行的每股收益 (元)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

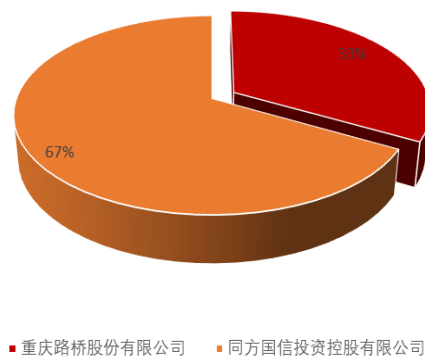
**图 12: 重庆银行的每股派息 (元)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司参股企业渝涪高速总股本 20 亿元, 公司持有 6.6 亿元, 占其总股本的 33%, 2023 年, 该公司一是加强与涪陵区政府合作, 为涪陵区科创小镇新建“慧谷湖”收费站, 以服务地方经济发展, 打造通行费新的增长点; 二是积极推进智慧化收费车道改造, 提升通行效率, 降低用工成本; 三是开展道路标志标牌提升, 提高道路通行品质, 提升道路竞争力。截至 2023 年末, 该公司经营总收入 5.92 亿元, 其中通行费收入 5.81 亿元, 净利润约 2.63 亿元。

**图 13: 渝涪高速的净利润 (亿元)**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 14: 渝涪高速的股权结构**


数据来源: 爱企查, 西南证券整理

### 3.3 公司现金流充足

截止到 2024 年 Q1, 公司账上约有 13.5 亿货币资金。良好的短期债务覆盖能力和足够的货币资金是公司具有并购能力的保障。重庆路桥在 2024 年 Q1 的流动比率为 3.15, 现金比率为 2.56, 在我们选取的 15 家公路为主营业务的上市公司之中排名前列, 显示公司有突

出的短期债务覆盖能力；资产负债率为 33%，显著优于均值 44%，显示公司的资产负债结构健康。

**表 2：15 家上市路桥公司的部分财务比率（截至 2024Q1）**

指标名称	现金比率	流动比率	资产负债率(%)
皖通高速	3.15	3.38	35.54
粤高速 A	3.00	3.16	39.72
重庆路桥	2.56	3.15	30.00
龙江交通	1.74	6.69	10.34
吉林高速	1.45	1.96	17.18
福建高速	1.41	2.38	18.34
湖南投资	1.32	2.96	28.13
五洲交通	0.93	1.93	32.01
宁沪高速	0.62	1.07	47.35
楚天高速	0.52	0.62	51.89
四川成渝	0.45	0.90	71.02
赣粤高速	0.44	0.85	44.57
东莞控股	0.41	1.37	51.66
山东高速	0.21	0.78	63.71
深高速	0.19	0.42	57.86

数据来源：wind、西南证券整理

公司未来主要现金流稳定，使得公司在并购道路上并没有太大的现金流压力。根据公司目前情况，推测公司或将加快开拓第二产业。公司的主要资产嘉华嘉陵江大桥将于 2034 年 9 月末到期，届时公司目前稳定的现金流体系将出现“源水枯竭”的尴尬。所以，现实将倒逼公司采取各种行动来寻找第二主业。

## 4 战略转型：吹响半导体并购的集结号

2022 年，为进一步提高公司资产质量，培育公司核心竞争力及持续盈利能力，公司股东大会同意公司调整战略发展方向的方案，在丰实完善传统主业的同时，增加第二主业，力争在集成电路和高科技产业投资领域寻求新的发展机遇。

### 4.1 积极布局集成电路业务

2022 年 1 月，上海临珺电子科技有限公司成为重庆路桥第二大股东，上海临珺主要从事电子科技领域内的技术开发等业务。2022 年 5 月，重庆路桥与上海临珺的母公司上海临芯投资管理有限公司、海南清源鑫投资合伙企业（有限合伙）共同发起设立嘉兴临澜股权投资合伙企业（有限合伙），并完成受让上海临珺持有的安徽长飞先进半导体有限公司 4.28% 的股权。2022 年 9 月 9 日，公司董事会审议通过了《关于调整和完善公司战略发展方向的议案》，拟于 2022 年度起调整战略发展方向，增加第二主业，力争在集成电路和高科技产业投资领域寻求新的发展机遇。2022 年 9 月 26 日，重庆路桥召开了公司 2022 年第二次临时股东大会，选举上海临芯董事长李亚军出任公司总经理、董事以及战略委员会主任委员。

临芯投资于 2015 年 5 月在上海临港注册成立，是国内最早开展集成电路领域海外并购的投资机构之一。其投资团队先后发起并主导了澜起科技、豪威科技等国内著名的并购项目，重点投资的澜起科技、中微公司于 2019 年 7 月成为首批科创板上市集成电路企业，并双双突破千亿市值。截至目前，公司累计资产管理规模突破 200 亿元人民币，已投项目 100 多个，其中上市项目（含已过会）17 个。

图 15：临芯投资部分已投资项目



资料来源：芯榜科技，西南证券整理

根据重庆路桥的发展战略，近两年，在集成电路和高科技产业投资的第二主业方面公司通过对“嘉兴临澜股权投资合伙企业（有限合伙）”的投资，间接持有长飞先进 509.78 万股，虽暂未形成相关行业收入，但作为公司战略转型的一种尝试取得了较好的效果。2023 年，公司董事会通过了拟以增资和老股转让方式投资澜至电子科技(成都)有限公司的方案，拟通过参股澜至电子公司进军芯片设计领域，截至 2023 年末，鉴于澜至公司相关行业变化，该投资的交易先决条件未能满足，正对该项投资进行重新评估论证。

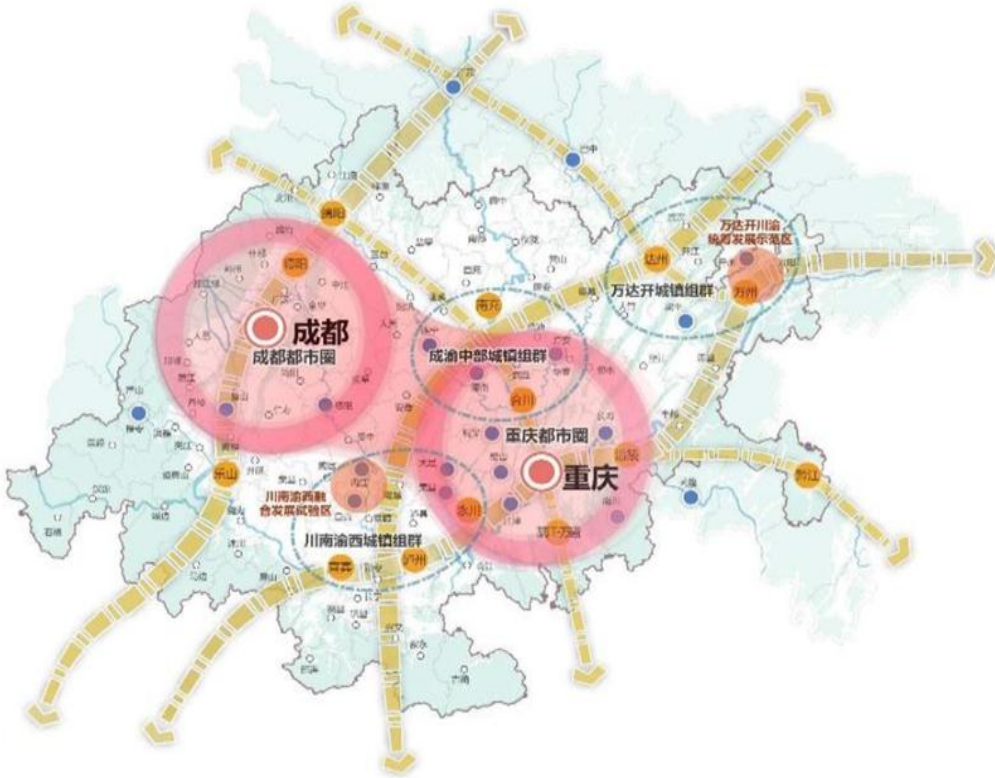
## 4.2 借重庆地利东风

重庆市是我国重要的现代制造业基地，形成了全球重要电子信息产业集群和国内重要汽车产业集群，装备制造、生物医药、新材料等战略性新兴产业蓬勃发展，其中汽车、电子产业分别达到 4,500 亿、7,000 亿级产值规模。

2021 年 10 月国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，确立了成渝经济圈在我国经济社会发展格局中的重要战略地位，且明确指出要将成渝地区双城经济圈建设成为具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地，打造带动全国高质量发展的重要增长极和新的动力源。规划纲要提出打造渝东北与川东北地区、渝西地区与川南地区、成渝中部地区三大毗邻地区区域合作发展功能平台，合力建设现代基

基础设施网络，协同建设现代产业体系，共建具有全国影响力的科技创新中心，打造富有巴蜀特色的国际消费目的地等，将为经济圈范围内相关平台企业业务扩张及转型带来更多机遇。

图 16：推动成渝地区双城经济圈建设



资料来源：《重庆市国土空间总体规划2021-2035年》（公示版），西南证券整理

2023年6月，重庆市政府提出“33618”产业发展规划，旨在通过打造多个产业集群来推动经济的发展。具体来说，它包括聚力打造3个万亿级主导产业集群，升级打造3个五千亿级支柱产业集群，创新打造6个千亿级特色优势产业集群，培育壮大18个“新星”产业集群。

图 17：“33618”产业发展规划

- |  |  |
|--|--|
| <p><b>▶ 3 聚力打造主导产业集群</b><br/>智能网联新能源汽车、新一代电子信息制造业、先进材料</p> <p><b>▶ 3 升级打造支柱产业集群</b><br/>智能装备及智能制造、食品及农产品加工、软件信息服务</p> <p><b>▶ 6 创新打造特色优势产业集群</b><br/>新型显示、高端摩托车、轻合金材料、轻纺、生物医药、新能源及新型储能</p> | <p><b>▶ 18 培育壮大“新星”产业集群</b><br/>卫星互联网、生物制造、生命科学、元宇宙、前沿新材料、未来能源以及高成长性产业（功率半导体及集成电路、AI及机器人、服务器、智能家居、传感器及仪器仪表、智能制造装备、动力装备、农机装备、纤维及复合材料、合成材料、现代中药、医疗器械等）</p> |
|--|--|

资料来源：《重庆制造业高质量发展行动方案(2023-2027年)》，西南证券整理



为进一步提升重庆市集成电路产业设计能力，充分发挥设计环节的龙头带动作用，建设更具竞争力的集成电路产业集群，助力打造“33618”现代制造业集群体系，2024年1月，重庆制定出台《重庆市集成电路设计产业发展行动计划（2023-2027年）》，提出到2027年，计划全市集成电路设计产业营收突破120亿元，新增集成电路设计企业100家以上，实现模拟芯片、硅光芯片等设计水平全国领先，建成具有重要全国影响力的集成电路设计产业集群。

图 18：重庆市集成电路产业链企业地图



资料来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

重庆路桥董事、总经理李亚军用“集成电路第四极”来形容重庆，并表示这是“代表未来”的一极。其将重庆的地利优势总结为：首先是人才优势，无论是大学院校还是制造业大公司，在重庆都有不少，这为企业发展提供了最重要的支撑；其次，产业优势，重庆制造业发达，有广泛的应用场景，比如长安汽车这样的千亿汽车巨头，为半导体发展带来了最好的合作伙伴；第三，成本优势，与北上深相比，重庆的成本明显低不少；最后也是最重要的一个因素，在当前国际政治经济环境下，重庆作为战略备份的地位凸显，“重庆市政府对于集成电路等高科技产业的高度重视”。



### 4.3 大基金三期成立带来机遇

2024年5月24日，国家集成电路产业投资基金三期股份有限公司成立。在资金规模方面，大基金三期投资规模为3440亿元，约为前两期的总和。在股东结构方面，国有商业银行（六大行）占33.1%，地方国资（北京、上海、深圳、广州及广东省）占27.6%，中央财政17.4%，央企（中国烟草、诚通集团、国投集团、华润集团、中国移动）11.34%，国开行10.5%。

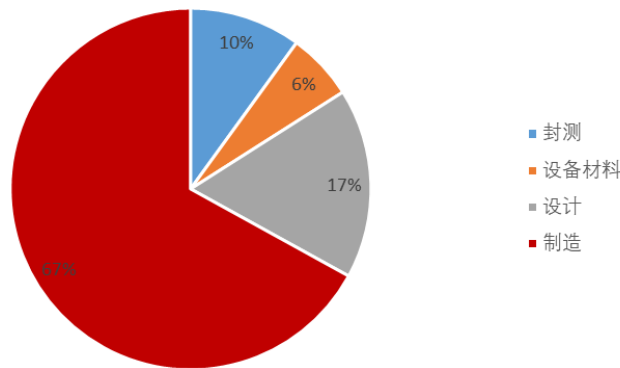
表 3：大基金三期股东持股比例

序号	股东名称	持股比例
1	中华人民共和国财政部	17.44%
2	国开金融有限责任公司	10.47%
3	上海国盛(集团)有限公司	8.72%
4	中国农业银行股份有限公司	6.25%
5	中国建设银行股份有限公司	6.25%
6	中国工商银行股份有限公司	6.25%
7	中国银行股份有限公司	6.25%
8	北京亦庄国际投资发展有限公司	5.81%
9	交通银行股份有限公司	5.81%
10	深圳市鲲鹏股权投资有限公司	4.94%
11	北京国谊医院有限公司	4.36%
12	中国诚通控股集团有限公司	2.91%
13	国家开发投资集团有限公司	2.91%
14	中国烟草总公司	2.91%
15	广州产业投资母基金有限公司	2.62%
16	中国邮政储蓄银行股份有限公司	2.33%
17	华润投资创业(天津)有限公司	1.45%
18	中移资本控股有限责任公司	1.16%
19	广东粤财投资控股有限公司	1.16%

数据来源：企查查，西南证券整理

根据集微网，2014年大基金一期投向制造占67%、设计占17%、封测占10%、设备材料占6%；而目前进入全面投资阶段的大基金二期，则是以设备、材料为投资重点，主要投资短板明显的半导体设备、材料领域，集中于完善半导体行业的重点产业链。

图 19：大基金一期投资金额分类型占比



数据来源：集微网，汽车商业评论，西南证券整理

据《第一财经》报道，大基金三期除了一、二期关注的设备、材料、零部件领域外，投资范围也会向芯片端上游的 CPU 和 GPU 设计公司扩展，同时也会更多关注新兴技术，以不断补足产业链完整度和高端存储芯片需求。

图 20：半导体产业链



资料来源：沪硅产业招股书，西南证券整理

大基金三期为中国半导体产业注入了强劲动力，通过提供资金支持和政策引导，加速了技术创新和产业链完善，增强了企业的国际竞争力和市场活力，同时促进了就业和资本市场的繁荣，为实现产业的长期可持续发展和国家战略目标提供了坚实基础。在百年未有之大变局之下，中国的半导体行业正面临和经历着巨大的变化和挑战，而重庆路桥的转型也将面对半导体行业的现在和未来。

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：BOT 项目收入系根据 BOT 项目未实现融资收益当期转出数确认，未实现融资收益当期转出数系以项目建设期间的投入成本作为摊余成本。结合未来现金流入的折现计算实际利率，按照摊余成本与实际利率计算。预计 2024-2026 年嘉华大桥 BOT 项目折现率不变，分别为 8.7%、8.7%、8.7%。

假设 2：2023 年大桥路面完成大修，未来 3 年不会增加额外成本，毛利率逐渐恢复，预计 2024-2026 年毛利率分别为 91.1%、91.4%、91.7%。

假设 3：桥隧附属设施租赁等其他业务营收额较小，2023 年占比不到 2%，预计未来保持稳定。

表 4：收入成本预测

		2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入（百万元）	116.77	108.5	101.3	93.0
	YOY		-7.04%	-6.65%	-8.22%
	营业成本（百万元）	15.6	10.1	9.1	8.1
	毛利率	86.6%	90.70%	91.02%	91.29%
嘉华大桥 BOT	账面余额	1292.3	1221.2	1138.2	1042.5
	折现率	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
	营业收入（百万元）	114.47	106.25	99.03	90.69
	YOY		-7.18%	-6.80%	-8.41%
	营业成本（百万元）	15.0	9.5	8.5	7.5
	毛利率	86.9%	91.06%	91.42%	91.73%
其他业务	营业收入（百万元）	2.3	2.3	2.3	2.3
	YOY		0.00%	0.00%	0.00%
	营业成本（百万元）	0.6	0.6	0.6	0.6
	毛利率	71.2%	71.20%	71.20%	71.20%

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 1.09 亿、1.01 亿、0.93 亿元，归母净利润分别为 2.4、2.3、2.3 亿元，EPS 分别为 0.18、0.18、0.17 元，对应市盈率分别为 24、24、25 倍，BPS 分别为 3.67、3.76、3.9 元，对应 PB 分别为 1.2、1.1、1.1 倍。

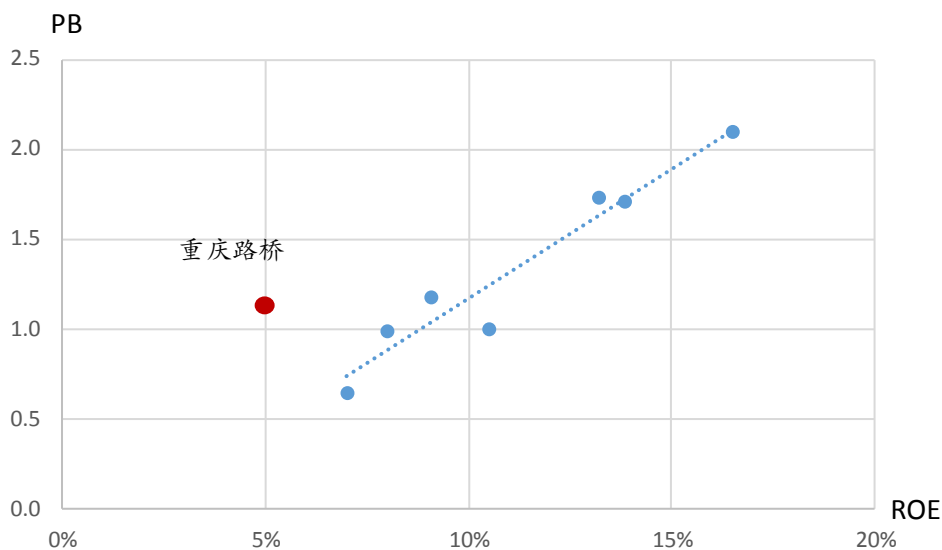
我们选取公路行业 15 家公司作为可比公司，23 年平均 PB 为 1.1 倍，根据 wind 一致预期，24 年平均 PB 为 1.3 倍。

**表 5：可比公司估值**

公司	代码	股价 (元)	BPS (元)				市净率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
皖通高速	600012	13.97	7.63	8.17	8.71	9.29	1.5	1.7	1.6	1.5
粤高速 A	000429	10.41	4.71	4.96	5.22	5.44	1.9	2.1	2.0	1.9
龙江交通	601188	2.95	3.43	NA	NA	NA	1.1	NA	NA	NA
吉林高速	601518	2.44	2.65	NA	NA	NA	1.0	NA	NA	NA
福建高速	600033	3.35	4.06	NA	NA	NA	0.8	NA	NA	NA
湖南投资	000548	4.02	4.01	NA	NA	NA	1.4	NA	NA	NA
五洲交通	600368	3.57	5.09	NA	NA	NA	0.8	NA	NA	NA
宁沪高速	600377	12.60	6.75	7.30	7.88	8.53	1.5	1.7	1.6	1.5
楚天高速	600035	4.29	5.09	NA	NA	NA	0.8	NA	NA	NA
四川成渝	601107	5.25	5.13	5.31	5.52	5.76	0.9	1.0	1.0	0.9
赣粤高速	600269	5.17	7.56	8.06	8.49	8.98	0.5	0.6	0.6	0.6
东莞控股	000828	9.01	8.97	NA	NA	NA	1.2	NA	NA	NA
山东高速	600350	8.85	5.99	7.53	8.00	8.22	1.1	1.2	1.1	1.1
山西高速	000755	4.18	3.37	NA	NA	NA	1.4	NA	NA	NA
深高速	600548	10.63	8.42	10.66	11.44	12.26	1.1	1.0	0.9	0.9
<b>可比公司估值</b>							<b>1.1</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>
重庆路桥	600106	4.30	3.52	3.67	3.76	3.90	1.2	1.2	1.1	1.1

数据来源: Wind, 西南证券整理

进一步，我们根据 24 年 wind 一致预期，选取有盈利预测的 7 家高速公路公司构建 PB-ROE 模型，结果如下图所示。考虑到重庆路桥主业稳定，且转型发展有望推动未来业务拓展和增长，建议关注。

**图 21：高速公路公司 PB-ROE (24 年 wind 一致预期)**


资料来源: Wind, 西南证券整理

## 6 风险提示

**资产萎缩风险：**嘉华嘉陵江大桥收费期限为 2034 年 9 月 30 日，随着公司所属石门嘉陵江大桥收费期限届满，公司资产进一步萎缩。

**协议收款或未能及时兑现风险：**公司嘉华嘉陵江大桥收费收入是通过市财政拨付给重庆市城市建设投资公司，再由其按协议向公司支付。由于是单一公司向公司支付，若不能按期支付，则存在一定的风险。

**并购转型高科技产业的不确定性风险：**公司依靠并购转型发展集成电路第二产业，该产业投资易受市场变化及政策调整的影响，相关投资可能出现业绩大幅波动的情形，极端情况下可能引发资产减值风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	116.73	108.55	101.33	92.99	净利润	211.47	237.08	234.83	232.10
营业成本	15.64	10.10	9.10	8.10	折旧与摊销	5.05	19.10	19.10	19.10
营业税金及附加	2.46	2.21	2.23	1.97	财务费用	17.23	25.28	25.53	22.68
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	-25.79	0.00	0.00	0.00
管理费用	25.87	17.24	17.32	16.93	经营营运资本变动	-13.66	93.36	-6.51	53.44
财务费用	17.23	25.28	25.53	22.68	其他	-21.77	-203.15	-208.54	-209.01
资产减值损失	-25.79	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>172.53</b>	<b>171.67</b>	<b>64.41</b>	<b>118.31</b>
投资收益	162.02	179.77	179.77	182.07	资本支出	30.80	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	38.82	23.56	28.65	26.95	其他	36.68	232.11	263.36	252.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>67.48</b>	<b>232.11</b>	<b>263.36</b>	<b>252.84</b>
<b>营业利润</b>	<b>230.56</b>	<b>257.05</b>	<b>255.56</b>	<b>252.34</b>	短期借款	-308.16	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.42	0.42	0.35	长期借款	-108.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>230.56</b>	<b>257.46</b>	<b>255.97</b>	<b>252.69</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	19.09	20.39	21.14	20.59	支付股利	-61.14	-63.44	-71.12	-70.45
净利润	211.47	237.08	234.83	232.10	其他	237.53	46.77	-77.83	9.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-239.76</b>	<b>-16.67</b>	<b>-148.95</b>	<b>-61.14</b>
归属母公司股东净利润	211.47	237.08	234.83	232.10	<b>现金流量净额</b>	<b>0.25</b>	<b>387.12</b>	<b>178.82</b>	<b>310.01</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1413.16	1800.27	1979.09	2289.10	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	14.22	13.71	11.22	10.75	销售收入增长率	-3.79%	-7.01%	-6.65%	-8.22%
存货	356.49	256.29	263.54	208.24	营业利润增长率	3.71%	11.49%	-0.58%	-1.26%
其他流动资产	202.16	193.92	191.64	195.91	净利润增长率	4.22%	12.11%	-0.95%	-1.16%
长期股权投资	1922.50	1922.50	1922.50	1922.50	EBITDA 增长率	-9.58%	19.21%	-0.41%	-2.02%
投资性房地产	0.51	0.51	0.51	0.51	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	78.67	59.57	40.46	21.36	毛利率	86.60%	90.70%	91.02%	91.29%
无形资产和开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	三费率	36.92%	39.17%	42.29%	42.59%
其他非流动资产	2717.32	2696.77	2644.11	2596.03	净利率	181.17%	218.41%	231.76%	249.58%
<b>资产总计</b>	<b>6705.03</b>	<b>6943.55</b>	<b>7053.09</b>	<b>7244.41</b>	ROE	4.52%	4.86%	4.69%	4.48%
短期借款	500.71	500.71	500.71	500.71	ROA	3.15%	3.41%	3.33%	3.20%
应付和预收款项	28.51	22.28	20.64	18.66	ROIC	304.66%	-1479.89%	-273.87%	-180.77%
长期借款	1025.55	1025.55	1025.55	1025.55	EBITDA/销售收入	216.61%	277.69%	296.26%	316.28%
其他负债	476.40	512.45	502.84	517.57	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2031.17</b>	<b>2060.99</b>	<b>2049.74</b>	<b>2062.48</b>	总资产周转率	0.02	0.02	0.01	0.01
股本	1329.03	1329.03	1329.03	1329.03	固定资产周转率	1.24	1.57	2.03	3.01
资本公积	54.29	54.29	54.29	54.29	应收账款周转率	—	50.39	35.88	62.40
留存收益	2554.84	2728.48	2892.19	3053.84	存货周转率	0.04	0.03	0.04	0.03
归属母公司股东权益	4673.86	4882.56	5003.34	5181.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	168.43%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4673.86</b>	<b>4882.56</b>	<b>5003.34</b>	<b>5181.92</b>	资产负债率	30.29%	29.68%	29.06%	28.47%
负债和股东权益合计	6705.03	6943.55	7053.09	7244.41	带息债务/总负债	75.14%	74.05%	74.46%	74.00%
					流动比率	3.09	3.57	3.86	4.29
					速动比率	2.54	3.16	3.45	3.96
					股利支付率	28.91%	26.76%	30.29%	30.35%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.16	0.18	0.18	0.17
					每股净资产	3.52	3.67	3.76	3.90
					每股经营现金	0.13	0.13	0.05	0.09
					每股股利	0.05	0.05	0.05	0.05
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	252.84	301.43	300.19	294.12					
PE	27.02	24.11	24.34	24.62					
PB	1.22	1.17	1.14	1.10					
PS	48.96	52.65	56.40	61.45					
EV/EBITDA	11.93	8.82	8.44	7.71					
股息率	1.07%	1.11%	1.24%	1.23%					

数据来源: Wind, 西南证券



## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	lijlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---