



公司研究 | 深度报告 | 四川路桥 (600039.SH)

**蜀道旗下工程平台，受益省内基建持续景气**

## 报告要点

公司前身为 18 军筑路工程队及西南公路局桥工处，当前主要从事交通基础设施的设计、投资、建设和运营，业务近 90% 布局于四川省内。省内需求来看，四川定位战略腹地，基建投资力度持续较高，同时结合“十四五”规划以及省内近期公路项目体量，我们认为四川基建中长期具备需求韧性。在此背景下，蜀道集团作为公司控股股东，同时参与省内大部分公路投资，有望给公司施工业务进行有效赋能，公司业绩成长可期。

## 分析师及联系人



张弛

SAC: S0490520080022

SFC: BUT917



张智杰

SAC: S0490522060005



袁志芑



龚子逸

四川路桥 (600039.SH)

2025-01-10

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 维持

## 蜀道旗下工程平台，受益省内基建持续景气

### 四川路桥：蜀道集团旗下路桥施工龙头

公司前身为 18 军筑路工程队及西南公路局桥工处，当前主要从事交通基础设施的设计、投资、建设和运营，业务近 90% 布局于四川省内。公司 2003 年发起设立四川交通系统首家上市公司，2012 年实现整体上市。股权结构来看，公司当前股权结构相对集中，控股股东蜀道集团及其一致行动人共持有公司 79.56% 股权。业务上，收入超 90% 为工程业务贡献，过去十年业绩提升显著，驱动公司市值持续增长；同时公司毛利率、净利率水平相比行业表现出一定优势。2023 年公司毛利率为 18%，净利率为 7.8%，对比行业平均水平来看，2023 年中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建的毛利率平均值为 10.8%，净利率平均值为 2.6%。

### 省内基建持续推进，工程主业有望稳健增长

四川省战略地位重要，基础设施投资力度较大。2023 年 7 月，习近平在四川考察时强调，四川是我国发展的战略腹地，在国家发展大局特别是实施西部大开发战略中具有独特而重要的地位。从四川省投资结构来看，在地产、制造业、基建中，基建占比达到 48%，高于全国 37% 水平。省内需求方面，短期来看，十四五末仍有发力空间。2023 年，四川省公路水路建设完成投资 2685 亿元，居全国第一位。截至 2023 年底，“十四五”以来，四川省全省公路水路交通建设累计完成投资 7353 亿元，2024 年继续规划投资 2600 亿元，“十四五”期间公路水路投资将超万亿，高于规划中 7000 亿的既定目标。实物工作量来看，截至 2024H1，“十四五”期间，四川省规划新开工 2500 公里高速公路项目，目前已累计新开工 1441 公里，若要完成既定目标，仍需加大建设力度。中长期展望，新项目接续推出有望支撑省内基建需求。重大项目来看，每年年初规划的重大项目投资稳中有增，同时，2024 年印发加快前期工作省重点项目名单，未来项目建设有望加速。高速公路方面，2024 年 6 月，四川省推出 36 个高速公路项目，项目总里程约 4100 公里，总投资约 8400 亿元，将在未来逐步开展建设，支撑省内中长期需求。

### 蜀道集团赋能公司发展，投建一体模式优异

蜀道集团系公司控股股东，参与省内大部分公路投资，可有效赋能公司施工业务；同时蜀道成立以来持续对公司进行增持，展现出对公司发展的长期信心以及持续支持。蜀道集团作为四川省内基建投资主要平台，投资运营铁路里程超 6700 公里，其中建成通车超 4700 公里、约占全省的 71%，在建超 1600 公里、约占全省的 67%。在股东助力下，四川路桥采取投建一体模式参与施工业务，无需招标环节，有效提高了项目获取的效率以及利润率。同时，蜀道于 2022 年 4 月至 2024 年 10 月间蜀道集团总共对公司进行 7 次增持，增持金额合计约 32 亿元。

### 股东助力新业务发展，矿业有望释放利润

2024 年 12 月公司公告，蜀道集团受让公司矿业集团股权并对其进行增资，同时对清洁能源集团进行增资。此次交易完成后，路桥矿业、矿业集团、清洁能源集团均实现出表，短期减轻公司报表压力，同时后续有望在蜀道的助力下更好的发展，公司也可享受相应投资收益。

预计公司 2024-2026 年实现业绩 80.0、87.4、96.1 亿元，对应当前市值估值为 7.7、7.1、6.4 倍，50% 分红率对应 2024 年股息率超 6%，给予“买入”评级。

### 风险提示

1、省内基建景气程度不及预期；2、蜀道集团支持力度不及预期；3、地方政府债务压力超预期；4、原材料价格大幅波动；5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

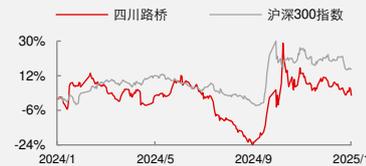
请阅读最后评级说明和重要声明

#### 公司基础数据

当前股价(元)	7.08
总股本(万股)	871,226
流通A股/B股(万股)	670,009/0
每股净资产(元)	5.22
近12月最高/最低价(元)	9.12/5.19

注：股价为 2025 年 1 月 10 日收盘价

#### 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问  
长江研究小程序

## 目录

四川路桥：蜀道集团旗下路桥施工龙头 .....	6
公司为四川国有路桥建筑工程龙头企业 .....	6
公司主营工程建设，毛利率相比行业优势明显.....	7
省内基建持续推进，工程主业有望稳健增长 .....	11
四川定位战略腹地，基建需求持续释放 .....	11
短期来看，十四五末省内基建仍有发力空间 .....	12
中长期展望，新项目接续推出支撑基建需求 .....	15
蜀道集团赋能公司发展，投建一体模式优异 .....	19
股东助力新业务发展，矿业有望释放利润.....	24
盈利预测：省内需求助力业绩长期成长 .....	27
风险提示.....	28

## 图表目录

图 1：公司部分标志性项目 .....	6
图 2：2024H 公司业务区域布局 .....	6
图 3：四川路桥股权结构 .....	7
图 4：公司历史沿革 .....	7
图 5：公司收入及增速（亿元） .....	8
图 6：2024H 公司收入结构.....	8
图 7：公司业绩及同比增速（亿元） .....	8
图 8：公司市值增长与业绩相匹配（亿元） .....	8
图 9：2024H 公司毛利润结构 .....	9
图 10：公司毛利率与净利率 .....	9
图 11：2023 年四川路桥盈利能力对比其他企业（%） .....	9
图 12：公司现金流表现.....	10
图 13：四川投资结构（2022 年） .....	11
图 14：全国投资结构（2023 年） .....	11
图 15：四川基建增速 .....	11
图 16：四川固投增速 .....	11
图 17：四川地理位置 .....	12
图 18：四川省建筑业总产值（亿元） .....	13
图 19：四川综合交通投资规模（亿元） .....	13
图 20：十四五综合交通投资板块划分 .....	13
图 21：四川公路水路投资 .....	14
图 22：四川铁路固定资产投资 .....	14
图 23：四川省十四五道路建设规划（公里） .....	14
图 24：四川省十四五省干线规划占比 .....	14
图 25：四川高速公路通车里程数量级逐步提升（公里） .....	15

图 26: 2024 年 9 月天邛高速公路建成通车 .....	15
图 27: 重大项目个数 .....	16
图 28: 重大项目年度完成投资 (亿元) .....	16
图 29: 四川高速公路规划 .....	16
图 30: 2024 年 6 月四川高速公里招商座谈会 .....	17
图 31: 36 个公路项目分区域投资额及里程 .....	17
图 32: 2021 年收购前、后四川路桥股东变化 .....	19
图 33: 截至 2023 年报, 四川路桥与实控人关系 .....	20
图 34: 在建公路中蜀道占比 .....	20
图 35: 在建铁路中蜀道占比 .....	20
图 36: 2023 年公司来自蜀道集团的收入占比 .....	21
图 37: 《招标投标法实施条例》第二章第九条 .....	21
图 38: 2024 年 7 月打捆招标项目股权构成 .....	22
图 39: 邛崃经芦山至荥经高速公路项目股权构成 .....	22
图 40: 金口河至西昌、昭觉至普格高速公路项目股权构成 .....	22
图 41: 公司分红情况 .....	23
图 42: 矿业集团与路桥矿业转让前后股权关系 .....	24
图 43: 清洁能源集团股权变动 .....	24
图 44: 矿业集团 2024 年 1-9 月主要财务数据 (万元) .....	25
图 45: 清洁能源集团 2024 年 1-9 月主要财务数据 (万元) .....	25
表 1: 四川相关发展战略 .....	11
表 2: 历年重大项目表述 .....	15
表 3: 四川省 36 条高速公路招商项目表 .....	17
表 4: 四川交投、四川铁投介绍 .....	19
表 5: 蜀道集团下属上市公司收入、利润贡献 .....	20
表 6: 历次控股股东增持梳理 .....	22
表 7: 地方国企股息率对比 .....	23
表 8: 矿业集团对外投资情况 .....	25
表 9: 矿业集团对外投资情况 .....	25
表 10: 路桥矿业 2024 年 1-9 月主要财务数据 (万元) .....	26

## 四川路桥：蜀道集团旗下路桥施工龙头 公司为四川国有路桥建筑工程龙头企业

公司前身为 18 军筑路工程队及西南公路局桥工处，当前主要从事交通基础设施的设计、投资、建设和运营，业务近 90% 布局于四川省内。四川公路桥梁建设集团有限公司始建于建国初期，基础队伍源自 18 军筑路工程队及西南公路局桥工处，曾建成了举世瞩目的川藏公路，是“两路精神”的重要发源。1998 年组建集团公司，成为四川省国有重要骨干企业，2003 年发起设立四川交通系统首家上市公司，2012 年实现整体上市。主要经营业务包括工程主业和新兴业务。工程主业涵盖公路、铁路、市政、房建、港航等“大土木”领域，新兴业务主要包括矿产资源及清洁能源板块。

图 1：公司部分标志性项目



雅康高速大渡河大桥



成都至雅安高速公路



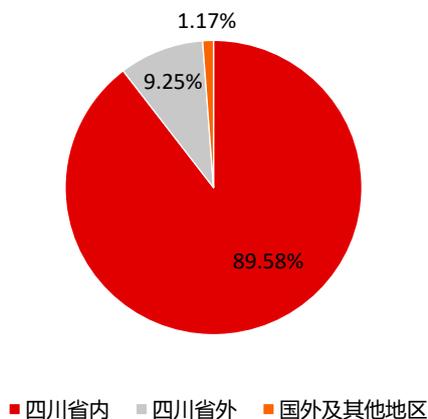
成绵乐铁路客运专线



米仓山隧道

资料来源：公司官网，长江证券研究所

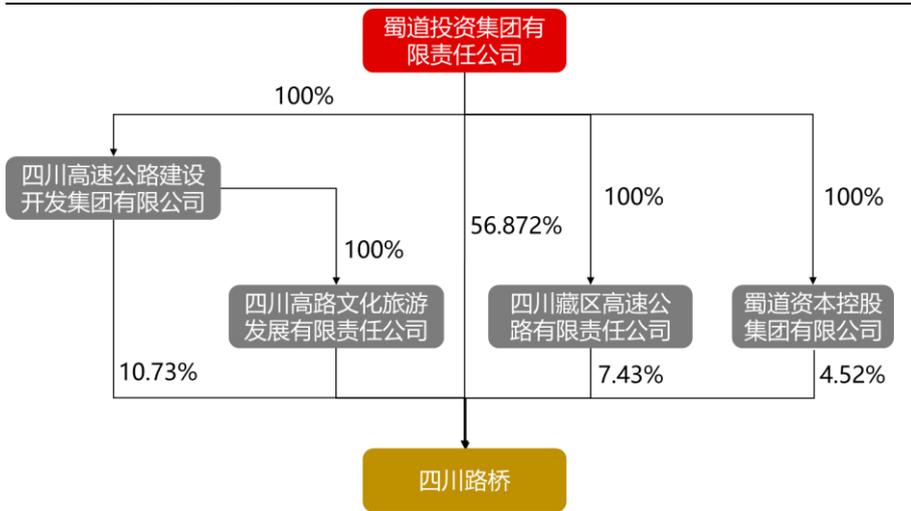
图 2：2024H 公司业务区域布局



资料来源：Wind，长江证券研究所

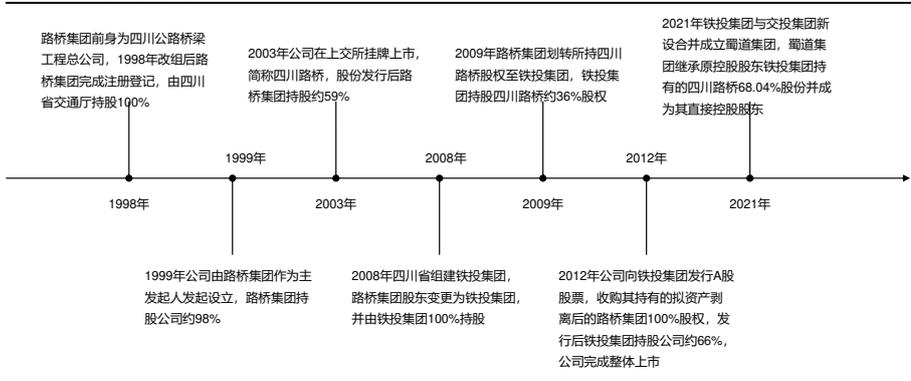
公司股权结构相对集中，控股股东蜀道集团及其一致行动人共持有公司 79.56% 股权。公司控股股东为蜀道集团，四川省国资委为公司实际控制人，四川省国资委持有四川发展 90% 的股权，四川发展持有蜀道集团 100% 股权，截至 2024 年 10 月，蜀道集团及其一致行动人川高公司、藏高公司、蜀道资本、高路文旅共持有的公司股份占总股本的比例为 79.56%。蜀道集团为四川省交通基础设施投资主力军。

图 3：四川路桥股权结构



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所（截至 2024 年中报）

图 4：公司历史沿革

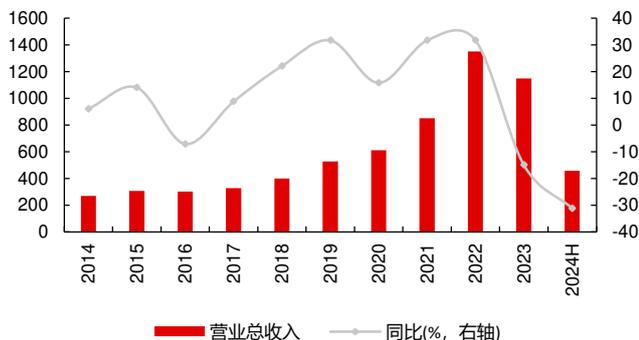


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 公司主营工程建设，毛利率相比行业优势明显

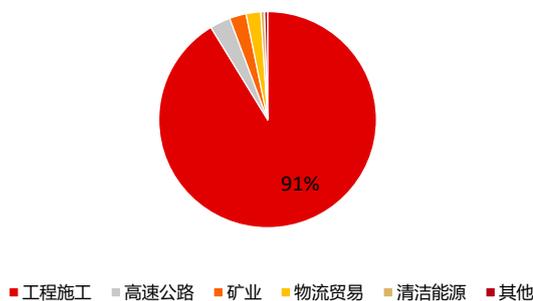
公司收入超 90% 为工程业务贡献。过去十年间公司收入整体呈上涨趋势，2022 年收入体量约为 2014 年的约五倍，2023 年收入下降主要为项目进度放缓所致，2023 年公司收入规模为 1150 亿元。收入结构中，工程施工仍为最主要部分，2024H 占比超 90%，其余业务收入包括高速公路运营收入、矿业收入、贸易收入以及清洁能源收入等，合计占比约 9%。

图 5：公司收入及增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

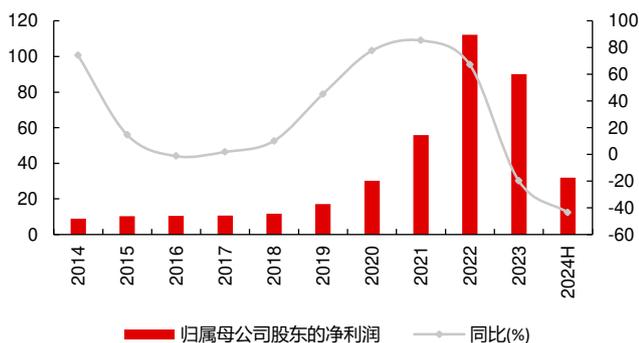
图 6：2024H 公司收入结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

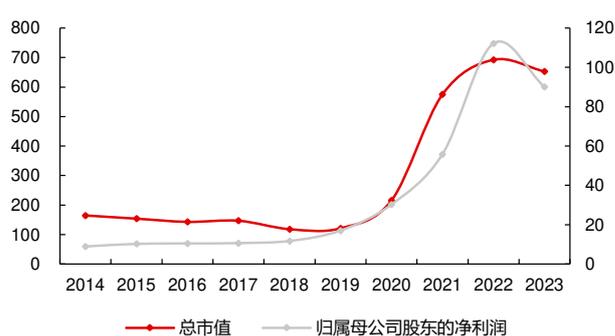
过去十年利润上升显著，驱动公司市值持续增长。2014-2022 年之间公司归母净利润增长超十倍，2023 年利润有所下滑主因项目进度放缓导致收入下滑所致，2023 年公司利润规模为 90 亿元。公司过去十年间总市值也呈增长态势，与利润增长趋势基本匹配。

图 7：公司业绩及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所（同比为右轴）

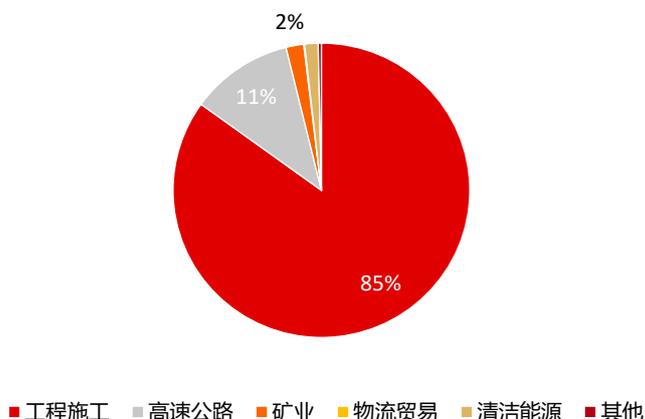
图 8：公司市值增长与业绩相匹配（亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所（归母净利润为右轴）

利润结构来看，非工程项目占比毛利润有 15%。目前非工程业务中高速公路运营贡献主要利润，2024 年中报，公路投资运营实现营业收入 14 亿元，同比下降 6.46%，实现毛利润 8.16 亿元。公司下属成德绵、成自泸、内威荣、自隆、江习古 5 条高速公路平稳运营。另外，矿业和清洁能源也较具规模，2024 年上半年分别贡献毛利 1.4、1.07 亿元。

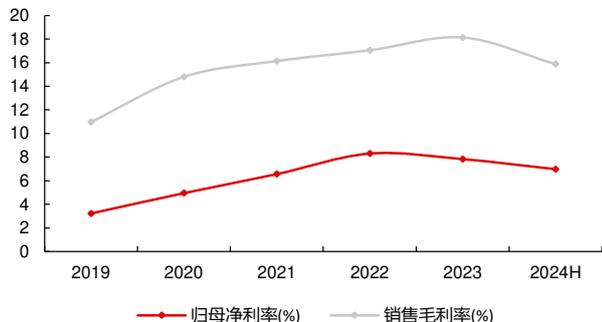
图 9: 2024H 公司毛利润结构



资料来源: Wind, 长江证券研究所

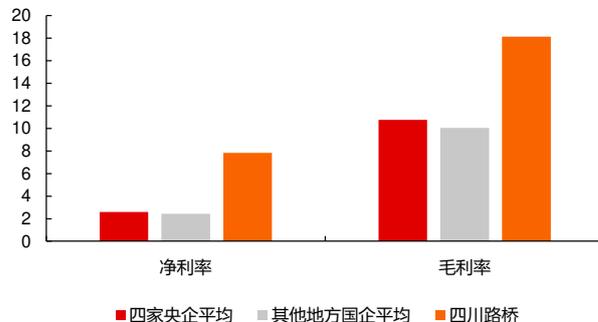
盈利能力上, 公司毛利率、净利率水平相比行业表现出一定优势。2023 年公司毛利率为 18%, 净利率为 7.8%, 对比行业平均水平来看, 2023 年中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建的毛利率平均值为 10.8%, 净利率平均值为 2.6%。2019 年以来公司盈利能力逐步提升与公司投建一体业务模式逐步成熟有一定关系。

图 10: 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 长江证券研究所

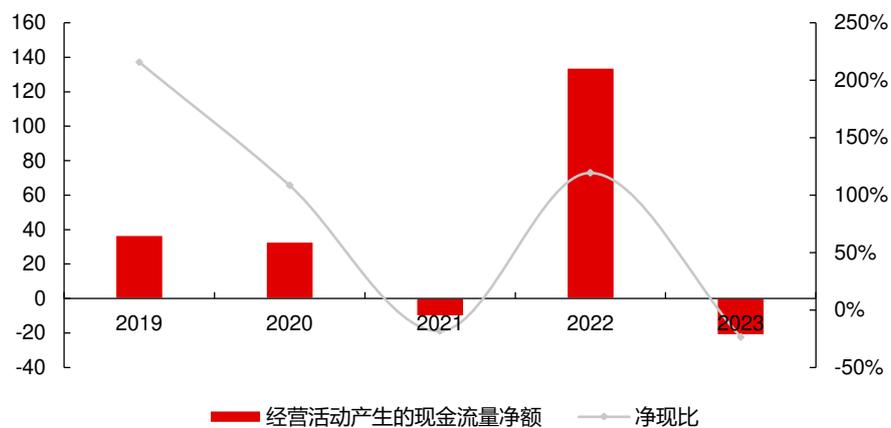
图 11: 2023 年四川路桥盈利能力对比其他企业 (%)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

蜀道集团成立后公司现金流改善明显, 2022 年公司现金大幅回流。2021 年 5 月蜀道集团通过重组整合四川交投与四川铁投成立后, 四川交投旗下川高、藏高等省内高速公路投资主体成为四川路桥股东, 重组后公司现金流改善明显, 2022 年公司经营性现金流大幅流入 133.89 亿元, 净现比达到 119.4%, 2023 年受特殊事件影响付款有所放缓, 公司现金流表现有所回落。展望来看, 在股东助力以及投建一体模式持续推进下, 公司省内业务回款有望持续向好。

图 12: 公司现金流表现



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (单位: 亿元, 净现比为右轴)

## 省内基建持续推进，工程主业有望稳健增长

### 四川定位战略腹地，基建需求持续释放

四川省战略地位重要，基础设施投资力度较大。从四川省投资结构来看，在地产、制造业、基建中，基建占比达到 48%，高于全国 37% 水平；从基建增速来看，四川省多年基建增速保持较高位置；从固定资产投资增速来看，过去十年间四川增速整体略高于全国水平。

图 13：四川投资结构（2022 年）

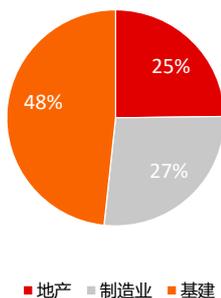
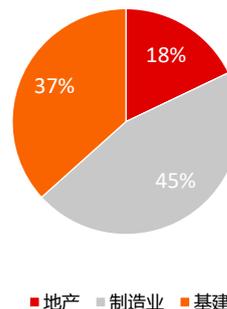


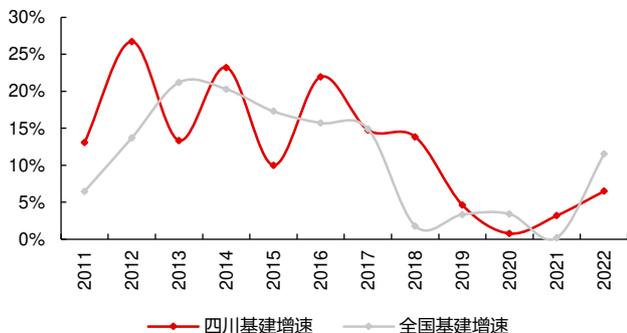
图 14：全国投资结构（2023 年）



资料来源：Wind，四川统计年鉴，长江证券研究所

资料来源：Wind，长江证券研究所

图 15：四川基建增速



资料来源：Wind，四川统计年鉴，长江证券研究所

图 16：四川固投增速



资料来源：Wind，四川统计年鉴，长江证券研究所

成渝地区双城经济圈、西部大开发、国家战略腹地等发展战略的提出将带动省内基建需求持续释放。2020 年 1 月，习近平总书记主持召开中央财经委员会第六次会议并发表重要讲话，会议指出，推动成渝地区双城经济圈建设，有利于在西部形成高质量发展的重要增长极，打造内陆开放战略高地，对于推动高质量发展具有重要意义。2023 年 7 月，习近平在四川考察时强调，四川是我国发展的战略腹地，在国家发展大局特别是实施西部大开发战略中具有独特而重要的地位。相关国家战略的提出，将有利于省内项目获取国家财政资金支持，拉动四川基建需求释放。

表 1：四川相关发展战略

提出时间	战略/文件名称	内容
2020 年 1 月	成渝地区双城经济圈	习近平总书记主持召开中央财经委员会第六次会议并发表重要讲话，会议指出，推动成渝地区双城经济圈建

2023 年 7 月	战略腹地定位	设，有利于在西部形成高质量发展的重要增长极，打造内陆开放战略高地，对于推动高质量发展具有重要意义 习近平在四川考察时强调，四川是我国发展的战略腹地，在国家发展大局特别是实施西部大开发战略中具有独特而重要的地位
2024 年 8 月	进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施	8 月政治局会议指出，西部大开发是党中央作出的重大战略决策，要深刻领会党中央战略意图，准确把握西部大开发在推进中国式现代化中的定位和使命，保持战略定力，一以贯之抓好贯彻落实，聚焦大保护、大开放、高质量发展，加快构建新发展格局，提升区域整体实力和可持续发展能力

资料来源：中国政府网，央视网，长江证券研究所

图 17：四川地理位置

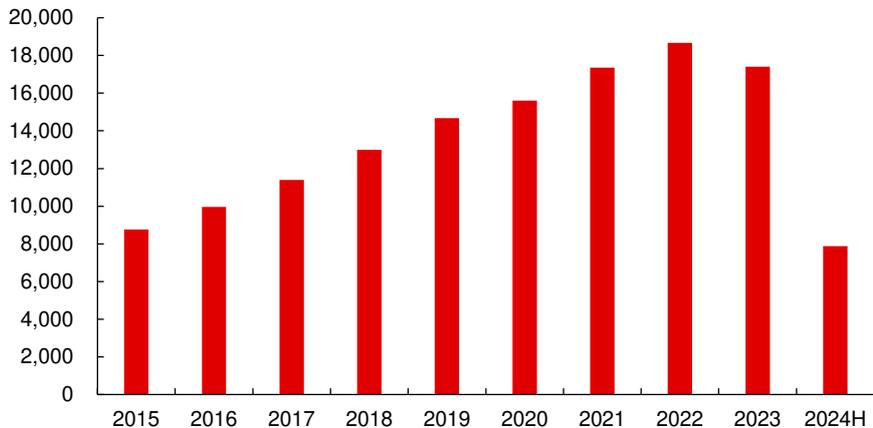


资料来源：百度地图，长江证券研究所

## 短期来看，十四五末省内基建仍有发力空间

回顾“十四五”规划，四川规划十四五末全省建筑业产值超过 2 万亿，若要完成目标，后续需加快推动建设。根据四川省《加快转变建筑业发展方式推动建筑强省建设工作方案》，明确了全省建筑业的发展目标：到 2025 年，四川省建筑业总产值突破 2 万亿元，年产值超百亿元以上企业 15 家，年产值超千亿元以上企业 3 家。当前来看，2023 年建筑业产值 17402 亿元，同比下滑 6.8%，2024 年上半年产值 7884 亿元，同比增长 7.3%，以 2023 年为基数，若要实现目标，2024-2025 年增速需超过 7%。

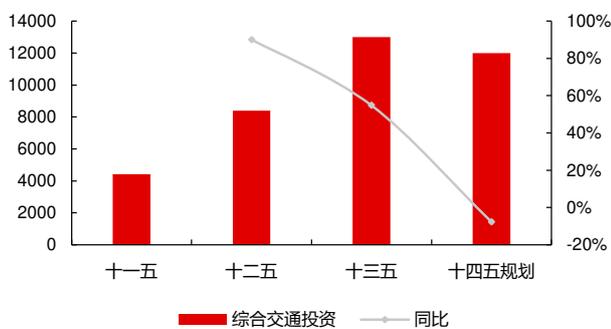
图 18: 四川省建筑业总产值 (亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

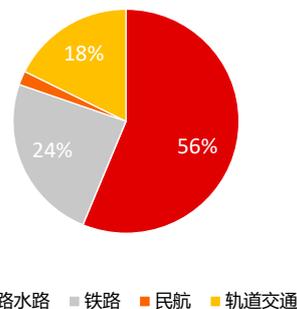
交通运输规划目标方面,四川省十四五综合交通建设计划完成投资 1.2 万亿元以上,较十三五略有下降。从过去情况来看,四川省交通投资规模持续高增长,“十二五”全省综合交通基础设施建设完成投资 8400 亿元,是“十一五”期的 1.9 倍,“十三五”完成交通投资近 1.3 万亿,相较“十二五”继续高增。“十四五”来看,根据《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》,四川省规划十四五期间综合交通建设完成投资 1.2 万亿元以上,分项来看,其中公路水路 7000 亿元、铁路 3000 亿元、民航 250 亿元、轨道交通 2200 亿元。

图 19: 四川综合交通投资规模 (亿元)



资料来源: 四川省交通厅, 长江证券研究所

图 20: 十四五综合交通投资板块划分



资料来源: 四川省交通厅, 长江证券研究所

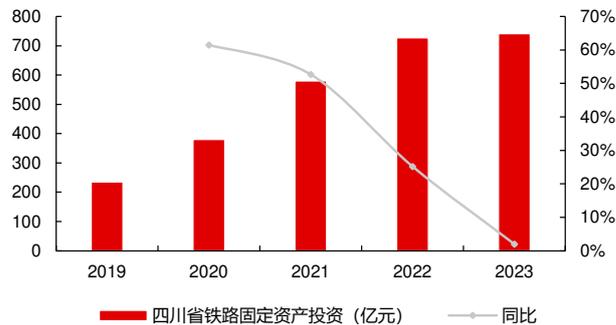
完成情况来看,四川省投资力度为全国前列,十四五期间交通投资或超预期。1) 公路水路投资方面,2023 年,四川省公路水路建设完成投资 2685 亿元,居全国第一位。截至 2023 年底,“十四五”以来,四川省全省公路水路交通建设累计完成投资 7353 亿元,2024 年继续规划投资 2600 亿元,“十四五”期间公路水路投资将超万亿,高于规划中 7000 亿的既定目标。2) 铁路方面,2023 年四川省铁路基建完成投资 559 亿元,居各省(区、市)第一位。

图 21: 四川公路水路投资



资料来源: 四川日报, 长江证券研究所 (同比为右轴)

图 22: 四川铁路固定资产投资

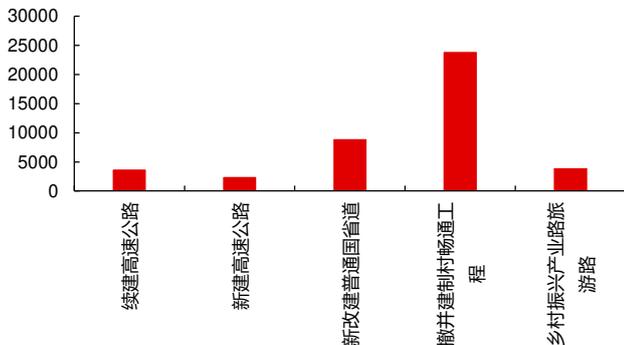


资料来源: 四川省交通运输行业发展统计公报, 长江证券研究所 (同比为右轴)

实物工作量方面, 根据十四五规划, 四川省十四五时期建设高速公路项目 6300 公里。

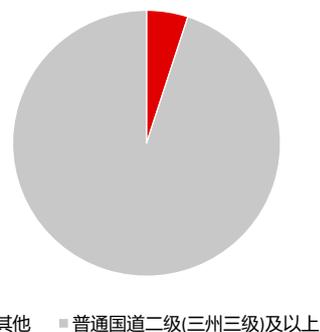
具体来看, 6300 公里包含续建 3800 公里, 新开工 2500 公里。加快完善高速公路网络, 推动高速公路向民族地区延伸。到 2025 年, 高速公路进出川通道达 37 条、新增 13 条, 高速公路覆盖 152 个县(市、区)、新增 16 个, 有北川、九寨沟、阿坝、金口河、峨边等。国省干线建设方面, 新建普通国道 9000 公里。加快打通瓶颈路断头路, 有效消除与城市道路衔接“肠梗阻”。到 2025 年, 普通国道二级(三州三级)及以上比重达 95%, 普通省道三级及以上比重达到 65%。农村公路建设方面, 四川省实施撤并建制村畅通工程 2.4 万公里、乡村振兴产业路旅游路 4000 公里。到 2025 年, 新增 2 万个自然村硬化路。

图 23: 四川省十四五道路建设规划 (公里)



资料来源: 政府官网, 长江证券研究所

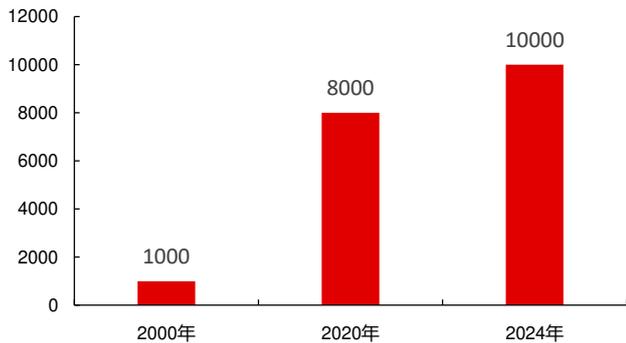
图 24: 四川省十四五国省干线规划占比



资料来源: 政府官网, 长江证券研究所

推进情况来看, 1) 当前四川省高速公路通车超 10000 公里, 通车里程位居全国前列; 2) 与十四五目标相比, “十四五”期间当前新开工累计 1441 公里, 今明两年仍需新开工超 1000 公里高速公路。2023 年底, 全省高速公路通车里程已达 9803 公里, 2024 年 9 月 12 日, 天邛高速公路建成通车, 全省高速公路突破 10000 公里, 达到 10051 公里, 高速公路出川大通道达到 33 条, 146 个县实现高速公路通达覆盖, 四川成为全国第三个高速公路通车里程“破万”的省份。新开工情况来看, 截至 2024H1, “十四五”期间, 四川省规划新开工 2500 公里高速公路项目, 目前已累计新开工 1441 公里, 2024 年和 2025 年还将再新开工 1000 公里以上。

图 25: 四川高速公路通车里程数量级逐步提升 (公里)



资料来源: 绵阳市交通局官方公众号, 长江证券研究所

图 26: 2024 年 9 月天邛高速公路建成通车



资料来源: 绵阳市交通局官方公众号, 长江证券研究所

## 中长期展望, 新项目接续推出支撑基建需求

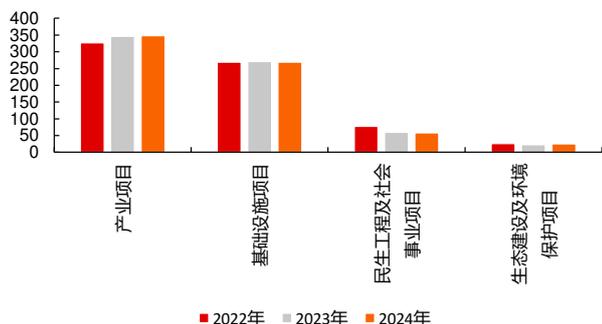
重大项目来看, 每年年初规划的重大项目投资稳中有增, 同时, 2024 年印发加快前期工作省重点项目名单, 未来项目建设有望加速。2024 年四川省重点项目名单共列重点项目 700 个, 年度预计投资 7616.4 亿元, 较 2023 年增加 545.8 亿元。2024 年 4 月, 四川省印发《2024 年四川省加快前期工作重点项目名单》, 择优筛选纳入 330 个拟在未来 2 至 3 年开工的重大项目, 估算总投资 2.15 万亿元。

表 2: 历年重大项目表述

年份	主要内容
2022 年	全省 2022 年重点项目名单共列项目 700 个, 其中续建项目 454 个, 计划 2022 年开工项目 246 个。其中产业项目 327 个, 基建项目 269 个, 民生工程及社会事业项目 78 个, 生态建设及环境保护项目 26 个。
2023 年	2023 年四川省重点项目名单共列 700 个项目, 其中续建项目 464 个, 新开工项目 236 个。其中, 产业类项目数量最多, 为 346 个; 其次为基础设施项目 271 个; 民生工程及社会事业项目、生态建设及环境保护项目分别为 60 个、23 个。
2024 年	2024 年四川省重点项目名单共列重点项目 700 个, 年度预计投资 7616.4 亿元, 较 2023 年增加 545.8 亿元。产业项目 348 个, 基础设施项目 269 个, 民生工程及社会事业项目 58 个, 生态建设及环境保护项目 25 个。
未来 2-3 年开工	择优筛选 330 个项目, 估算总投资 2.15 万亿元, 其中基建 130 个, 估算总投资 13127.8 亿元, 产业项目 167 个、估算总投资 7811.2 亿元, 民生工程及社会事业项目 26 个、估算总投资 519.7 亿元, 生态建设及环境保护项目 7 个、估算总投资 72.8 亿元。

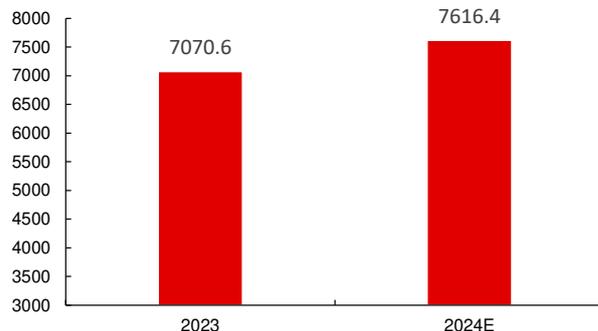
资料来源: 四川发改委, 长江证券研究所

图 27: 重大项目个数



资料来源: 四川发改委, 长江证券研究所

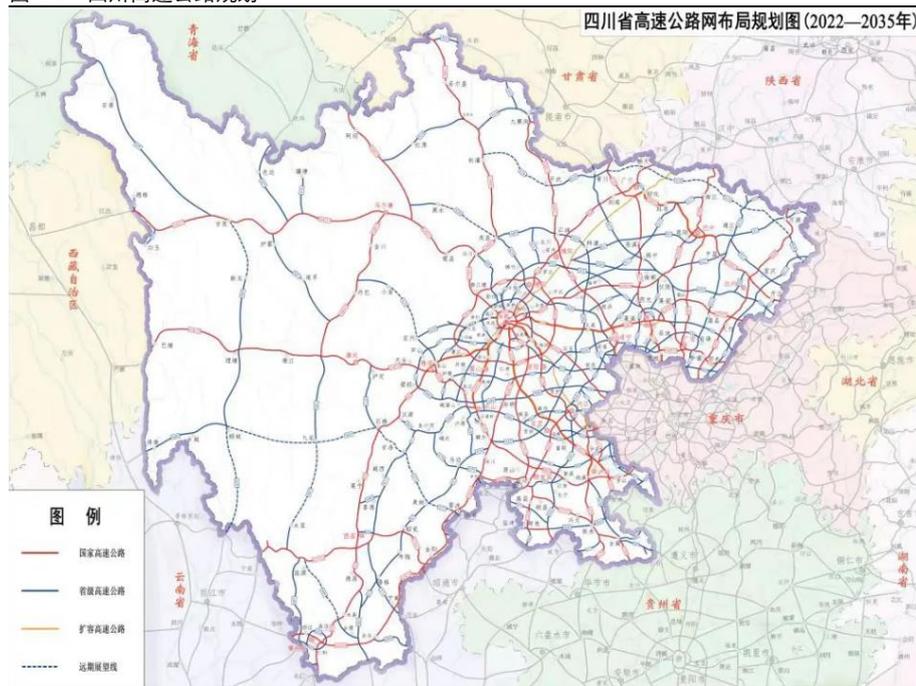
图 28: 重大项目年度完成投资 (亿元)



资料来源: 四川发改委, 长江证券研究所

高速公路方面, 四川仍有大量待建项目, 后续基建需求或持续释放。根据 2024 年中数据, 四川省目前高速公路在建 3392 公里, 还有七千多公里待建, 待建规模全国第一, 约占全国的 1/10。

图 29: 四川高速公路规划



资料来源: 巴中市委官方公众号, 长江证券研究所

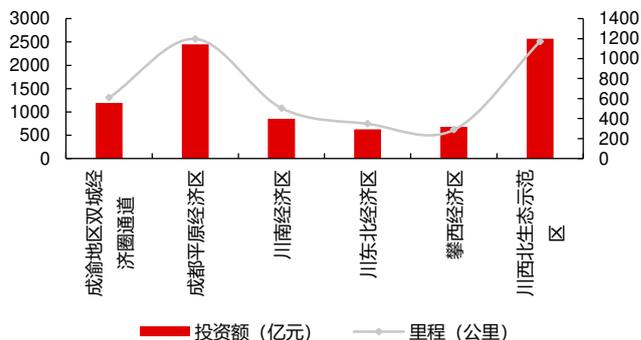
2024 年 6 月, 四川省推出 36 个高速公路项目, 项目总里程约 4100 公里, 总投资约 8400 亿元。2024 年 6 月, 四川省高速公路招商工作座谈会上, 共推出 S6 成都至峨眉山高速公路、G0611 川主寺至汶川段高速公路、S71 金口河至西昌高速公路等 36 个高速公路项目, 项目总里程约 4100 公里, 总投资约 8400 亿元。

图 30: 2024 年 6 月四川高速公里招商座谈会



资料来源: 巴中市委官方公众号, 长江证券研究所

图 31: 36 个公路项目分区域投资额及里程



资料来源: 巴中市委官方公众号, 长江证券研究所 (里程为右轴)

从分布区域来看, 本次推出的 36 个项目遍布全省 20 个市 (州)。其中, 成渝地区双城经济圈通道项目 6 个, 里程 608 公里、投资 1195 亿元; 成都平原经济区项目 11 个, 里程 1197 公里、投资 2446 亿元; 川南经济区项目 4 个, 里程 505 公里、投资 854 亿元; 川东北经济区项目 4 个, 里程 348 公里、投资 627 亿元; 攀西经济区项目 2 个, 里程 288 公里、投资 679 亿元; 川西北生态示范区项目 9 个, 里程 1172 公里、投资 2571 亿元。

表 3: 四川省 36 条高速公路招商项目表

序号	项目名称	里程 (公里)	总投资 (亿元)	路网性质	涉及市州	计划招商时间
1	S6 成都至峨眉山高速公路	82	188	省高	眉山市 乐山市	2024
2	G0611 川主寺至汶川段高速公路	201	565	国高	阿坝州	2024
3	G0611 郎木寺至川主寺段高速公路	179	247	国高	阿坝州	2024
4	S14 川主寺至红原高速公路	129	182	省高	阿坝州	2024
5	S71 金口河至西昌高速公路	211	495	省高	凉山州	2024
6	S7 昭觉至普格高速公路	77	184	省高	凉山州	2024
7	S87 炉霍至康定新都桥高速公路	186	340	省高	甘孜州	2024
8	G8517 屏山新市至宜宾高速公路	65	141	国高	宜宾市	2024
9	S67 邛崃经芦山至荣经真速公路(含宝兴支线)	14	271	省高	雅安市 成都市	2024
10	S9 成都至汶川高速公路	84	316	省高	成都市 阿坝州	2025
11	G5 京昆高速公路成都至雅安段扩容(含芦山支线)	159	271	国高	雅安市 成都市 眉山市	2025
12	SX 广安绕城高速公路西段	76	111	省高	广安市	2025
13	S17 南江至三台高速公路	270	485	省高	广元市 巴中市 南充市 绵阳市 德阳市	2025
14	S22 平昌至仪陇高速公路	75	154	省高	巴中市 南充市	2025
15	S36 南充至大竹高速公路	92	216	省高	达州市 广安市	2025

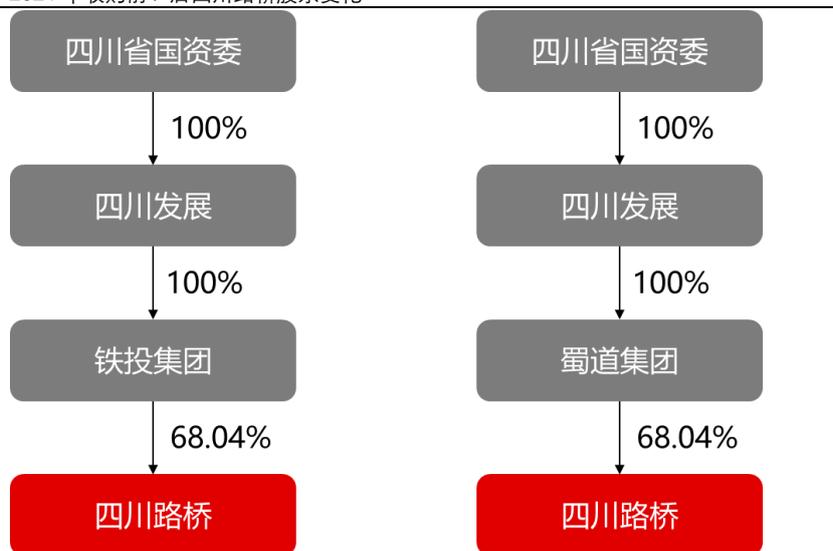
						南充市	
16	G4215 成都经自贡至泸州高速公路扩容	281	414	国高	成都市 眉山市 内江市 自贡市 沙州市	2025	
17	S13 城口经宣汉至大竹至邻水高速公路(四川境)	235	454	省高	达州市 广安市	2025	
18	G65 包茂高速公路邻水至川渝界扩容	32	58	国高	广安市	2025	
19	S38 大邑至宝兴高速公路	73	196	省高	成都市 雅安市	十四五规划	
20	S51 北川至安州高速公路	46	83	省高	绵阳市	十四五规划	
21	S48 乐山至荥经高速公路	101	241	省高	乐山市 雅安市 眉山市	十四五规划	
22	S84 重庆经叙水至筠连高速公路(泸州段)	93	156	省高	泸州市	十四五规划	
23	S84 重庆经叙永至筠连高速公路(宜宾段)	105	209	省高	宜宾市	十四五规划	
24	S26 达州至万州高速公路(四川境)	51	102	省高	达州市	十四五规划	
25	S69 洪雅至七里坪高速公路	29	51	省高	眉山市	十四五规划	
26	S45 茂县经江油至三台高速公路	206	454	省高	绵阳市 阿坝州	十四五规划	
27	S4S 三台经大英至乐至高速公路	110	195	省高	遂宁市 绵阳市 资阳市	十四五规划	
28	S23 仪陇至南充高速公路	42	70	省高	南充市	十四五规划	
29	S19 青川经剑阁至阆中高速公路	155	292	省高	广元市 南充市	十四五规划	
30	G0615 马尔康至康定高速公路	236	599	省高	阿坝州 甘孜州	十四五规划	
31	S88 古蔺至仁怀高速公路(四川境)	59	122	省高	泸州市	十四五规划	
32	S41 内江至南溪高速公路	100	177	省高	宜宾市 自贡市 内江市	十四五规划	
33	S61 乐山机场高速公路	7	11	省高	乐山市	十四五规划	
34	S55 若尔盖至迭部高速公路	39	92	省高	阿坝州	十四五规划	
35	S28 黑水至红原(刷经寺)高速公路	48	118	省高	阿坝州	十四五规划	
36	S95 石渠至称多高速公路(四川境)	70	112	省高	甘孜州	十四五规划	
	合计	4118	8372	-	-	-	

资料来源：四川省交通厅，长江证券研究所

## 蜀道集团赋能公司发展，投建一体模式优异

2021年蜀道集团由四川铁投与四川交投合并而成。2021年4月2日，铁投集团与交投集团签署《四川省交通投资集团有限责任公司与四川省铁路产业投资集团有限责任公司之合并协议》，根据该协议，铁投集团与交投集团实施新设合并，新设公司名称为“蜀道投资集团有限责任公司”，合并前铁投集团和交投集团的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由蜀道集团承继、承接或享有，合并前铁投集团和交投集团的下属分支机构及所持有的下属企业股权或权益归属于蜀道集团。2021年5月28日，四川路桥接铁投集团通知，蜀道集团已完成设立登记手续。

图 32：2021 年收购前、后四川路桥股东变化



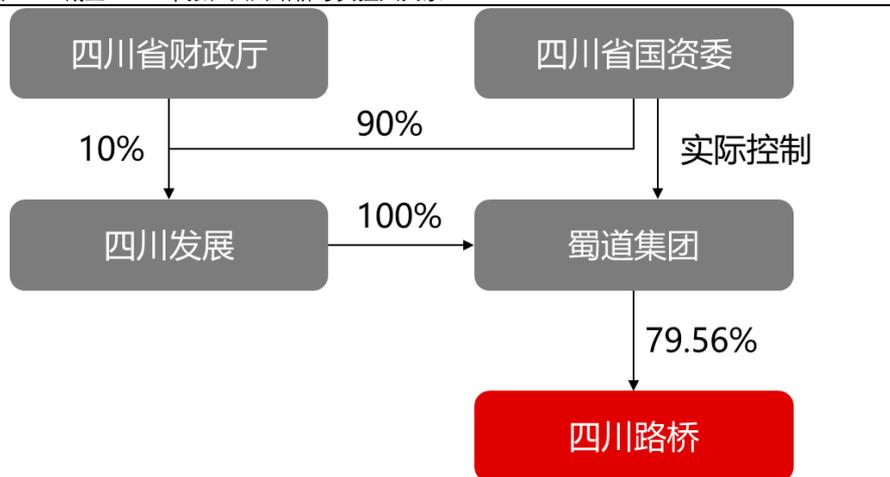
资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 4：四川交投、四川铁投介绍

公司	公司介绍
四川交投	四川省交通投资集团有限责任公司成立于 2010 年 4 月，注册资本 350 亿元，是四川省人民政府批准成立的省属特大型重要骨干企业，以“高速公路、轨道交通、机场通航”为主业，下辖直属企业 12 家，所属各级全资和控股企业 130 余家，员工 25000 人。截至 2020 年底，四川交投总资产达 4599 亿元，位列 2020 年中国企业 500 强第 340 位，累计建成运营高速公路 5027 公里，在建高速公路里程 2031 公里，分别约占四川全省的 62% 和 57%。
四川铁投	四川省铁路产业投资集团有限责任公司成立于 2008 年 12 月，注册资本 200 亿元，是四川省人民政府出资设立的国有特大型投资集团。该公司主要从事铁路、高速公路、新型城镇化等基础设施投资建设运营，下辖四川路桥、川铁集团、城乡集团、广润集团等全资、控股各级各类企业 234 家，现有员工 23000 余人。截至 2020 年，四川铁投总资产达 4200 亿元，位列 2020 中国企业 500 强第 184 位。

资料来源：四川省国资委，长江证券研究所

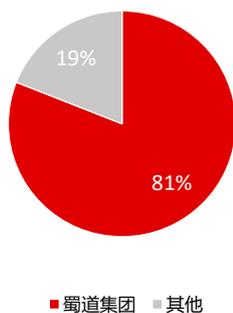
图 33：截至 2023 年报，四川路桥与实控人关系



资料来源：公司公告，长江证券研究所（蜀道集团持股比例为蜀道集团及其一致行动人合计持股比例）

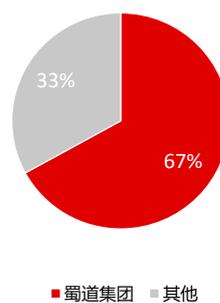
**蜀道集团为四川省内基建投资主体，四川路桥为蜀道集团的营收中心、利润中心。**1) 蜀道集团作为四川交通强省建设的主力军和排头兵，累计投资建设省内高速公路总里程超 10000 公里，其中建成通车超 7390 公里、约占全省的 74%，在建超 2500 公里、约占全省的 81%；投资运营铁路里程超 6700 公里，其中建成通车超 4700 公里、约占全省的 71%，在建超 1600 公里、约占全省的 67%。到“十四五”末，高速公路、铁路运营及在建里程将分别超 1.2 万公里、8000 公里。2) 蜀道集团拥有四川路桥、四川成渝、蜀道装备、宏达股份 4 家上市公司，其中宏达股份为 2024 年进入蜀道集团，2023 年末集团收入与利润来看，四川路桥均贡献主要部分。

图 34：在建公路中蜀道占比



资料来源：公司官网，长江证券研究所（数据为截至 2025 年 1 月官网最新数据）

图 35：在建铁路中蜀道占比



资料来源：公司官网，长江证券研究所（数据为截至 2025 年 1 月官网最新数据）

表 5：蜀道集团下属上市公司收入、利润贡献

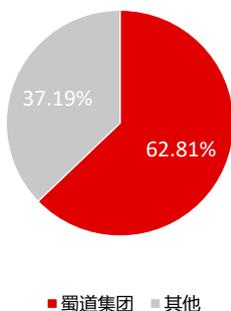
	2023 年收入 (亿元)		2023 年归属净利润 (亿元)			
	2023 年收入	占比	2023 年归属利润	2023 年末蜀道持股比例	2023 年归属蜀道股东利润	占比
蜀道集团	2505		49			
四川路桥	1,150	45.9%	90	79.20%	71	146.9%
四川成渝	117	4.7%	12	39.86%	5	9.7%

蜀道装备	7	0.3%	0.3	29.21%	0.1	0.2%
宏达股份	2023 年时还未收购					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**四川路桥采取投建一体模式，有效加强项目获取效率。**投建一体模式是指公司联合其他公路投资建设公司联合参与政府方组织的公路工程项目社会投资人的招标，中标后含公司在内的投资人与政府方签署投资协议，并组建项目公司。项目公司成立后，公司与项目公司签署施工合同，按合同要求完成施工及管理任务。根据《招标投标法实施条例》，已通过招标方式选定的特许经营项目投资人依法能够自行建设、生产或者提供的，可以不进行招标，从而公司依此获取了投建一体工程施工业务。

图 36：2023 年公司来自蜀道集团的收入占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 37：《招标投标法实施条例》第二章第九条

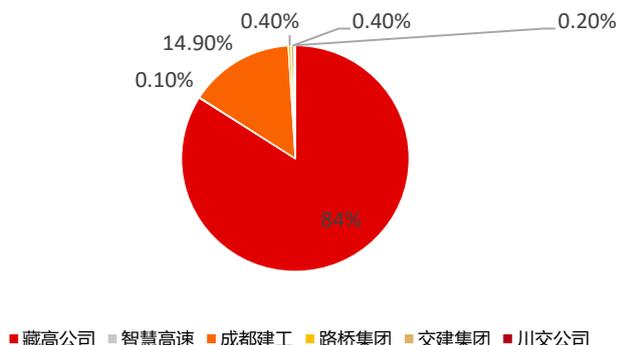
**第九条** 除招标投标法第六十六条规定的可以不进行招标的特殊情形外，有下列情形之一的，可以不进行招标：

- (一)需要采用不可替代的专利或者专有技术；
- (二)采购人依法能够自行建设、生产或者提供；
- (三)已通过招标方式选定的特许经营项目投资人依法能够自行建设、生产或者提供；
- (四)需要向原中标人采购工程、货物或者服务，否则将影响施工或者功能配套要求；
- (五)国家规定的其他特殊情形。

资料来源：国家法律法规数据库，长江证券研究所

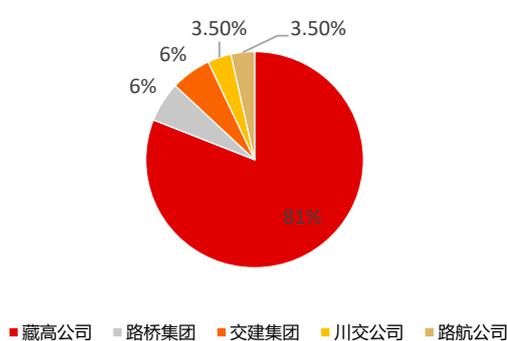
**截至 2024 年 10 月，四川路桥在 36 个高速公路项目里参与 5 个项目。**1) 2024 年 7 月，四川路桥公告公司子公司与成都建工、藏高公司、智慧高速组成联合体参与 3 条高速公路打捆招标，分别为 G0611 郎木寺(川甘界)至川主寺段、G0611 川主寺至汶川段和 S14 川主寺至红原高速公路项目。项目总投资 994.089 亿元，项目自筹资本金比例为 20.2%，即为 200.806 亿元。公司总持股比例为 1%，其中路桥集团、交建集团、川交公司分别持股 0.4%、0.4%、0.2%，共需投入项目资本金 2.008 亿元。2) 8 月，公司公告其子公司与藏高公司组成联合体参与邛崃经芦山至荣经高速公路项目投资，项目总投资 270.70 亿元，项目自筹资本金比例为 20%，即为 54.14 亿元。公司总持股比例为 19%，其中路桥集团、交建集团、川交公司、路航公司分别持股 6%、6%、3.5%、3.5%，共需投入项目资本金为 10.2866 亿元。3) 10 月，公司再次参与金口河至西昌、昭觉至普格高速公路项目投资，项目总投资 673.23 亿元，公司总持股比例为 2.3%，需投入项目资本金约为 3.13 亿元。

图 38：2024 年 7 月打捆招标项目股权构成



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 39：邛崃经芦山至荃经高速公路项目股权构成



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 40：金口河至西昌、昭觉至普格高速公路项目股权构成



资料来源：公司公告，长江证券研究所

蜀道集团控股后对公司的增持力度有所加强。2022 年 4 月至 2024 年 10 月间蜀道集团总共对公司进行 7 次增持，增持金额合计约 32 亿元。最新一次增持于 2024 年 10 月 18 日结束，本次增持完成后，蜀道集团共持有 49.5 亿股股份，占公司总股本的 56.872%，蜀道集团及其关联方川高公司、藏高公司、高路文旅、蜀道资本在本次增持计划完成后共持有公司 69.3 亿股股份，占公司总股本的比例为 79.56%。

表 6：历次控股股东增持梳理

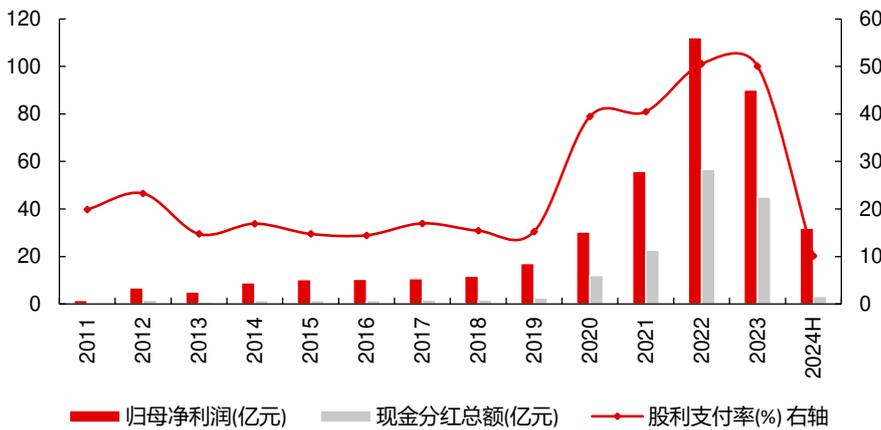
序号	增持主体	开始时间	结束时间	增持股份 (万股)	增持金额 (亿元)	约占公司当时 总股本
1	铁投集团	2015/7/16	2016/1/5	2,644	1.38	0.88%
2	铁投集团	2018/6/20	2019/6/20	3,211	1.06	0.89%
3	铁投集团	2020/1/7	2020/2/5	6,246	—	1.73%
4	铁投集团	2020/4/30	2020/9/24	19,628	8.27	5.30%
5	铁投集团	2021/1/8	2021/4/7	6,838	3.28	1.43%
6	蜀道集团	2022/4/22	2022/6/14	5,454	5.44	1.14%
7	蜀道集团	2022/8/10	2022/10/16	5,461	5.77	1.13%

8	蜀道集团	2022/10/17	2022/12/20	3,637	4.06	0.58%
9	蜀道集团	2022/12/21	2023/1/13	4,558	4.97	0.73%
10	蜀道集团	2023/1/16	2023/3/20	4,136	4.99	0.66%
11	蜀道集团	2023/3/22	2023/6/14	1,403	2.04	0.23%
		2023/6/15	2023/9/21	3,069	2.77	0.35%
12	蜀道集团	2023/10/20	2024/10/18	3,002	2.02	0.34%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**蜀道集团对于下属公司分红额度持续考核，公司分红率保持较高比例。**根据蜀道集团2024年面向专业投资者公开发行人公司债券募集说明书，蜀道持续对下属公司的分红金额是否达标进行考核。四川路桥层面，公司2021-2023年分红比例为40.46%、50.52%、50.03%，同时2024年实行中期分红，分红比例为10.09%。

图 41：公司分红情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 7：地方国企股息率对比

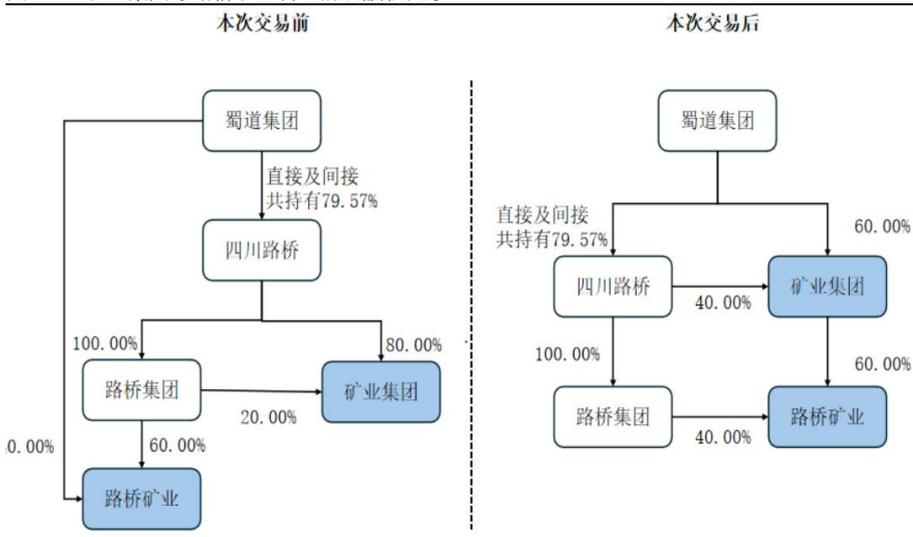
代码	公司	2023 分红率	2023 净利率	2023 股息率	股息率 ttm	pb lf
600039.SH	四川路桥	50.0%	7.9%	6.9%	7.5%	1.4
600939.SH	重庆建工	50.6%	0.1%	0.3%	0.3%	0.7
600170.SH	上海建工	34.2%	0.5%	2.6%	2.2%	0.8
600853.SH	龙建股份	10.6%	2.4%	0.8%	0.9%	1.4
002061.SZ	浙江交科	24.1%	3.2%	3.4%	3.0%	0.7
600820.SH	隧道股份	35.3%	4.3%	5.7%	4.5%	0.8
600502.SH	安徽建工	28.7%	2.3%	5.6%	5.3%	0.8
000498.SZ	山东路桥	12.2%	4.2%	3.2%	3.4%	0.7
600248.SH	陕建股份	14.3%	2.6%	3.7%	4.4%	0.7

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 股东助力新业务发展，矿业有望释放利润

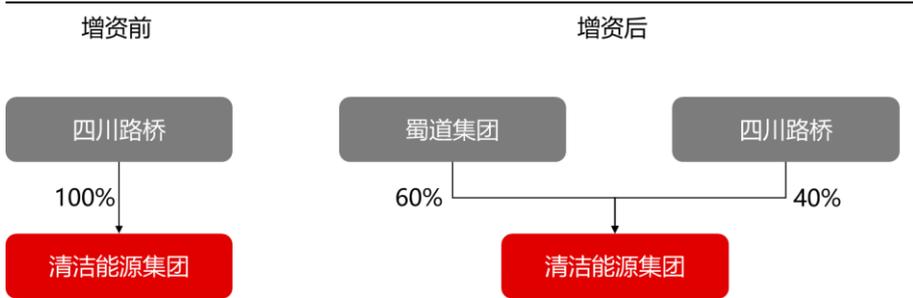
蜀道集团受让公司矿业集团股权并对其进行增资，同时对清洁能源集团进行增资。12月4日公司公告，路桥集团拟通过非公开协议方式将其持有的矿业集团20%股份作价65,126.06万元转让给蜀道集团，蜀道集团以其持有的路桥矿业40%股权作价71,431.81万元和货币254,198.50万元，共计325,630.31万元对矿业集团进行增资，同时通过非公开协议的方式以股权和货币对清洁能源集团进行增资。交易结束后，公司对路桥矿业、矿业集团、清洁能源集团均不并表，分别持股64%、40%、40%。

图 42：矿业集团与路桥矿业转让前后股权关系



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 43：清洁能源集团股权变动



资料来源：Wind，长江证券研究所

矿业集团与清洁能源集团近两年未实现盈利，持股比例下降后公司投资与利润端的压力均有减轻。1) 矿业集团主要业务为国内磷矿与新能源板块业务，受新材料市场环境变化影响，2024年1-8月，矿业集团实现营业总收入17.9亿元，净利润-2.47亿元；2) 清洁能源板块，2024年来看，截至上半年，公司（含托管）在建及运营的清洁能源权益装机约540万千瓦，1-7月，清洁能源集团实现净利润-0.45亿元。

表 8: 矿业集团对外投资情况

序号	矿业集团持股公司名称	注册资本 (万元)	矿业集团认缴出资额 (万元)	矿业集团持股比例
1	四川蜀矿环锂科技有限公司	20,000	20,000	100%
2	会东金川磷化工有限责任公司	10,000	10,000	100%
3	四川新矿企业管理有限公司	1,000	1,000	100%
4	四川新锂想能源科技有限责任公司	80,000	75,168.20	93.96%
5	德阳昊华清平磷矿有限公司	13,903.11	11,817.60	85%
6	四川蜀能矿产有限责任公司	100,000	67,000	67%
7	四川鑫展望碳材科技集团有限公司	100,000	65,000	65%
8	浙江三晟化工有限公司	10,000	6,000	60%
9	厄立特里亚库鲁里矿业股份公司	153,945,000 纳克法 (约 1,026.3 万美元)	76,972,500 纳克法 (约 513.15 万美元)	50%
10	当升蜀道(攀枝花)新材料有限公司	100,000	49,000	49%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 44: 矿业集团 2024 年 1-8 月主要财务数据 (万元)

项目	2024年1-8月	2023年度
资产总额	1,152,228.88	1,126,093.08
负债总额	796,835.44	742,107.87
所有者权益	355,393.44	383,985.21
营业总收入	178,752.66	182,065.50
净利润	-24,743.20	-46,185.47

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 45: 清洁能源集团 2024 年 1-7 月主要财务数据 (万元)

项目	2024年1-7月	2023年度
资产总额	1,729,549.13	1,256,036.64
负债总额	1,288,790.63	895,575.87
所有者权益	440,758.50	360,460.77
营业总收入	36,398.76	62,002.81
净利润	-4,482.77	-6,218.62

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

路桥矿业业务主要为海外矿山, 当前进展相对较快, 此次持股比例增加, 将相应为公司贡献更多利润。国外矿产项目来看, 2024 年上半年, 阿斯马拉铜金多金属矿项目迪巴瓦矿区直销矿 (DSO) 已实现装船销售; 埃巴多哈矿区采场基建施工、铜锌选厂和尾矿库施工建设正常推进。克尔克贝特金多金属矿项目顺利取得米尔金矿区采矿权证, 剩余区域探矿工作仍在推进。库鲁里钾盐矿项目融资工作正在推进中。

表 9: 矿业集团对外投资情况

序号	路桥矿业持股公司名称	注册资本 (万元)	路桥矿业认缴出资额 (万元)	路桥矿业持股比例
1	通江县路元矿业有限公司	5,000	2,450	49%
2	阿斯马拉矿业股份公司	1,317,813,000 纳克法 (约 8,785.42 万美元)	790,687,800 纳克法 (约 5,271.252 万美元)	60%

3	克尔克贝特矿业股份公 司	15,000,000.00 纳克法 (约 100 万美元)	9,000,000 纳克法 (约 60 万美元)	60%
---	-----------------	----------------------------------	-----------------------------	-----

资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 10: 路桥矿业 2024 年 1-8 月主要财务数据 (万元)

项目	2024 年 1-8 月	2023 年度
资产总额	233,743.52	231,738.73
负债总额	68,162.95	66,572.70
所有者权益	165,580.57	165,166.03
营业总收入	39,272.11	47,963.59
净利润	398.74	1,822.70

资料来源: Wind, 长江证券研究所

## 盈利预测：省内需求助力业绩长期成长

四川省内基建需求确定性较高，公司有望在集团加持下持续高效率获取订单，同时公司近几年保持较高比例分红水平，高股息属性凸显。重大项目来看，四川每年年初规划的重大项目投资稳中有增，同时，2024 年印发加快前期工作省重点项目名单，未来项目建设有望加速。同时，2024 年 6 月四川省推出 36 个高速公路项目，项目总里程约 4100 公里，总投资约 8400 亿元，框定省内中长期需求。省内基建需求韧性，同时股东给予充分支持，预计公司业绩未来有望稳中有升。预计公司 2024-2026 年实现业绩 80.0、87.4、96.1 亿元，对应当前市值估值为 7.7、7.1、6.4 倍，50%分红率对应 2024 年股息率超 6%，给予“买入”评级。

## 风险提示

- 1、省内基建景气程度不及预期：当前四川储备的基建项目较为充足，但区域基建对当地财政的依赖度较高，未来落地情况需持续跟踪。
- 2、蜀道集团支持力度不及预期：公司收入中来自蜀道集团的占比相对较大，投建一体模式有效提升了公司获取订单的效率，若未来蜀道对公司的支持力度发生改变，或对公司收入、利润产生一定影响。
- 3、地方政府债务压力超预期：地方财政对区域基建的影响较大，近年来地产下滑给政府收入端带来压力，债务问题凸显，未来当地基建的资金到位情况需持续跟踪。
- 4、原材料价格大幅波动：工程主业竞争激烈，毛利率低，原材料价格的波动会对经营产生显著影响，若未来原材料价格大幅波动，且超出行业企业承受范围，可能会导致利润受损。
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。我们预计公司工程施工主业 2024 年收入有一定压力，此后 2025-2026 年稳步增长，但也存在由于外部环境的不确定性导致对公司盈利预测的假设不成立或者不及预期。若工程主业竞争加剧，收入增长不及预期，同时毛利率低于预期，则悲观情形下预计公司 2024-2026 年实现营业收入 1015.0、1049.7、1113.9 亿元，同比变动-11.8%、3.4%、6.1%，毛利率为 18.0%、18.1%、18.2%，归母净利润为 78.0、83.2、89.6 亿元，同比变动-13.4%、6.7%、7.7%。

表：公司收入和利润的敏感性分析（单位：百万元）

项目	基准情形			悲观情形		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
营业收入	103579	109042	117727	101501	104969	111390
yoy	-10.0%	1.9%	2.4%	-11.8%	3.4%	6.1%
毛利率	18.0%	18.1%	18.1%	18.0%	18.1%	18.2%
归母净利润	8002	8735	9614	7796	8318	8960
yoy	-11.1%	9.2%	10.1%	-13.4%	6.7%	7.7%

资料来源：Wind，长江证券研究所

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>115042</b>	<b>103579</b>	<b>109042</b>	<b>117727</b>	货币资金	21721	16795	9973	4781
营业成本	94171	84952	89277	96381	交易性金融资产	18	18	18	18
<b>毛利</b>	<b>20871</b>	<b>18627</b>	<b>19765</b>	<b>21346</b>	应收账款	20772	18702	19688	21256
%营业收入	18%	18%	18%	18%	存货	5386	5428	5704	6158
营业税金及附加	349	369	374	401	预付账款	2193	2023	2102	2274
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	95999	95302	97249	101309
销售费用	34	31	31	31	<b>流动资产合计</b>	<b>146088</b>	<b>138268</b>	<b>134733</b>	<b>135796</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	5501	7173	9011	10879
管理费用	2121	1916	1963	2060	投资性房地产	361	421	474	520
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	13370	18552	24265	29999
研发费用	3996	3501	3701	4006	无形资产	33636	35233	36886	38484
%营业收入	3%	3%	3%	3%	商誉	0	0	0	0
财务费用	2710	2715	2828	2985	递延所得税资产	636	659	659	659
%营业收入	2%	3%	3%	3%	其他非流动资产	41322	44001	45942	47874
加: 资产减值损失	-350	-284	-245	-247	<b>资产总计</b>	<b>240915</b>	<b>244307</b>	<b>251970</b>	<b>264210</b>
信用减值损失	-544	-300	-300	-300	短期贷款	3245	3627	4273	4952
公允价值变动收益	-3	0	0	0	应付款项	76389	70794	69438	69608
投资收益	193	150	218	294	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>11049</b>	<b>9762</b>	<b>10648</b>	<b>11721</b>	应付职工薪酬	1429	1072	1170	1281
%营业收入	10%	9%	10%	10%	应交税费	1039	1101	1146	1213
营业外收支	-81	0	0	0	其他流动负债	42201	42307	41274	42339
<b>利润总额</b>	<b>10968</b>	<b>9762</b>	<b>10648</b>	<b>11721</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>124303</b>	<b>118900</b>	<b>117300</b>	<b>119393</b>
%营业收入	10%	9%	10%	10%	长期借款	60918	60918	60918	60918
所得税费用	1931	1674	1836	2024	应付债券	1799	1799	1799	1799
净利润	9037	8088	8812	9697	递延所得税负债	524	622	622	622
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>9004</b>	<b>8002</b>	<b>8735</b>	<b>9614</b>	其他非流动负债	2621	2763	2763	2763
少数股东损益	34	85	77	83	<b>负债合计</b>	<b>190165</b>	<b>185002</b>	<b>183403</b>	<b>185496</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>1.04</b>	<b>0.92</b>	<b>1.00</b>	<b>1.10</b>	归属于母公司所有者权益	45127	53596	62782	72846
					少数股东权益	5624	5709	5786	5869
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>50750</b>	<b>59305</b>	<b>68568</b>	<b>78714</b>
	2023A	2024E	2025E	2026E	<b>负债及股东权益</b>	<b>240915</b>	<b>244307</b>	<b>251970</b>	<b>264210</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-2118</b>	<b>9031</b>	<b>9799</b>	<b>11752</b>					
取得投资收益收回现金	37	150	218	294	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	-2348	-1672	-1838	-1868		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-7744	-11161	-12417	-12806	每股收益	1.04	0.92	1.00	1.10
其他	-450	-849	-66	-59	每股经营现金流	-0.24	1.04	1.12	1.35
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-10505</b>	<b>-13531</b>	<b>-14103</b>	<b>-14439</b>	市盈率	7.20	7.71	7.06	6.42
债券融资	-228	0	0	0	市净率	1.45	1.15	0.98	0.85
股权融资	443	34	0	0	EV/EBITDA	7.59	8.22	7.95	7.54
银行贷款增加(减少)	13343	382	646	679	总资产收益率	3.7%	3.3%	3.5%	3.6%
筹资成本	-7053	-3471	-3164	-3184	净资产收益率	20.0%	14.9%	13.9%	13.2%
其他	-3749	2635	0	0	净利率	7.8%	7.7%	8.0%	8.2%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2756</b>	<b>-420</b>	<b>-2519</b>	<b>-2505</b>	资产负债率	78.9%	75.7%	72.8%	70.2%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>-9866</b>	<b>-4921</b>	<b>-6822</b>	<b>-5191</b>	总资产周转率	0.51	0.43	0.44	0.46

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

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

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

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

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

## 办公地址

### 上海

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

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

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

## 分析师声明

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

## 法律主体声明

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

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

## 其他声明

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

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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

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

本公司保留一切权利。