

2025年02月18日

四川路桥(600039.SH)

投资评级: 买入(首次)

——深耕川渝经济圈, 聚焦主业开拓增长新篇章

证券分析师

王彬鹏
SAC: S1350524090001
wangbinpeng@huayuanstock.com
戴铭余
SAC: S1350524060003
daimingyu@huayuanstock.com
郇悦轩
SAC: S1350524080001
liyexuan@huayuanstock.com

联系人

唐志玮
tangzhiwei@huayuanstock.com
林高凡
lingaofan@huayuanstock.com

市场表现:



基本数据 2025年02月17日

收盘价(元)	7.11
一年内最高/最低(元)	9.12/5.19
总市值(百万元)	61,944.20
流通市值(百万元)	47,662.88
总股本(百万股)	8,712.26
资产负债率(%)	79.55
每股净资产(元/股)	5.22

资料来源: 聚源数据

投资要点:

- 复盘历史行情, 未来发展值得关注。**以2020年1月2日收盘价为基准, 截至2025年1月3日收盘, 公司股价累计涨幅达267.43%, 相较沪深300和申万建筑装饰指数分别取得了275.42%和277.34%的超额正收益, 主要受益于三个阶段的推动: 第一阶段: 在2020至2021年底, 公司营业收入和归母净利润显著增长, 2021年分别同比提升31.73%和85.43%; 同时, 控股股东增持股份并进行战略重组, 进一步提升了市场份额。第二阶段: 在2021年底至2023年4月, 大股东及一致行动人持续增持, 并将分红比例提升至50%, 增强了投资者信心。第三阶段: 2024年7月至今, 随着山洪事件影响的逐步消退, 新领导班子的上任或为公司注入新的发展动力。
- 省内基建需求仍存, 资金保障充足。**四川省基建投资需求仍存, 随着经济复苏和“十四五”规划的推进, 四川在交通、水利和能源等领域的基础设施建设持续加码。四川省依托交通枢纽优势和国家战略支持, 加快推进交通网络建设, 公路投资由2016年的1239.8亿元增长至2023年的2555.7亿元, CAGR达10.89%。此外, 成渝地区重大项目数量显著增加, 提升了整体市场景气度, 为四川路桥的发展提供了良好环境。2023年四川省综合财力达到19389.07亿元, 在统计的20省份中位居第五, 转移收入占比48.5%, 债务率仅105%, 彰显健康财政结构与较强偿债能力。在中央长期稳定的政策支持下, 四川拥有充足资金保障, 为基础设施建设提速提供了坚实支撑。
- 聚焦主业发展, 大股东赋能增长。**2024年12月5日, 公司发布公告称, 公司对持股结构进行了优化, 下调了矿业集团和清洁能源集团的持股比例, 同时将盈利能力突出的路桥矿业持股比例从60%提升至64%。这一调整预计将减少非核心业务对公司利润的拖累, 减轻投资压力, 并显著提升资产运营效率, 为未来利润增长和现金流改善奠定坚实基础。此外, 四川路桥凭借“投建一体”模式持续提高项目收益和盈利能力, 而蜀道集团作为省内交通投资的核心主体, 与公司紧密协作, 共同推动业务规模和市场占有率的稳步提升, 为公司长期可持续发展注入动力。
- 盈利预测与评级:**我们预计公司2024-2026年有望实现归母净利润分别为80.18、86.37、95.38亿元, 增速分别为-10.94%、+7.71%、+10.44%。我们选取同类地方建筑国企如山东路桥、浙江交科、广东建工等作为可比公司, 可比公司25年平均PE为7.60倍。考虑到公司在四川省内的市场地位及其在交通基础设施领域的深厚积累, 高分红水平均有望维持, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示: 基础设施投资不及预期; 订单结转速度放缓; 资产出表进度不及预期的风险。**

盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	135,151	115,042	104,590	112,360	122,705
同比增长率(%)	58.91%	-14.88%	-9.08%	7.43%	9.21%
归母净利润(百万元)	11,213	9,004	8,018	8,637	9,538
同比增长率(%)	100.87%	-19.70%	-10.94%	7.71%	10.44%
每股收益(元/股)	1.29	1.03	0.92	0.99	1.09
ROE(%)	26.83%	19.95%	16.32%	16.16%	16.39%
市盈率(P/E)	5.52	6.88	7.73	7.17	6.49

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024–2026 年有望实现归母净利润分别为 80.18、86.37、95.38 亿元，增速分别为-10.94%、+7.71%、+10.44%。我们选取同类地方建筑国企如山东路桥、浙江交科、广东建工等作为可比公司，可比公司 25 年平均 PE 为 7.60 倍。考虑到公司在四川省内的市场地位及其在交通基础设施领域的深厚积累，高分红水平有望维持，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

2024–2026 年公司营收预计分别为-9.08%、+7.43%和+9.21%，年均复合增速+8.31%。施工业务依托核心竞争力与充足在手订单，预计 2024–2026 年增速分别为-8%、+12%和+10%，展现强劲复苏态势。高速公路运营业务或受车流量回升带动，预计 2024–2026 年增速分别为-10%、+5%和+5%。销售贸易业务受低毛利率业务规模缩减影响，预计 2024–2026 年增速分别为-50%、-30%和-30%。矿业及清洁能源板块 2024 年预计增速分别为+40%和+60%，但矿业集团、路桥矿业及清洁能源集团 2025 年起不再纳入合并报表，相应收入不再贡献。整体来看，公司核心业务布局稳健，施工、运营主业增长潜力显著，订单储备充足，业绩释放空间广阔。

投资逻辑要点

四川路桥长期以来稳居四川省基建龙头，展现出优质企业特征。历史上，公司股价经历多个阶段的驱动，显著跑赢市场。然而，2023 年“8·21”事件后，公司短期承压，市场情绪受到扰动。但我们认为，公司当前正处于调整与修复期，具备重回增长轨道的潜力：一方面，四川省基建需求仍存，公路等领域投资持续加码，成渝地区重大项目增长显著，带动市场景气度提升。同时，四川省综合财力位居全国前列，财政健康、资金充足，为基建投资提供坚实支撑；另一方面，公司持续优化业务结构，坚持“投建营一体”模式，不断提升项目收益，并进一步剥离非核心业务，减少利润拖累。此外，公司维持 50%高分红比例，回报优势突出。综合来看，公司在经历调整后，具备业绩修复及长期成长的空间，当前市场或低估其未来发展潜力。

核心风险提示

基础设施投资不及预期；订单结转速度放缓；资产出表进度不及预期的风险

内容目录

1. 公司股价复盘	6
2. 四川基建需求仍存，经济圈地位持续上升	13
2.1. “十四五”规划保驾护航，川内基建市场广阔	13
2.2. 成渝双城经济圈崛起，推动地区基建完善	15
3. 四川省财政收入充裕，基建投资景气度较高	17
4. 聚焦主业优化资产，蜀道集团赋能公司增长	18
4.1. 业务板块调整，有望轻装上阵	18
4.2. “投建一体”模式提升盈利能力，蜀道集团助力四川路桥持续增长	21
5. 盈利预测与评级	23
5.1. 盈利预测	23
5.2. 投资建议	24
6. 风险提示	25

图表目录

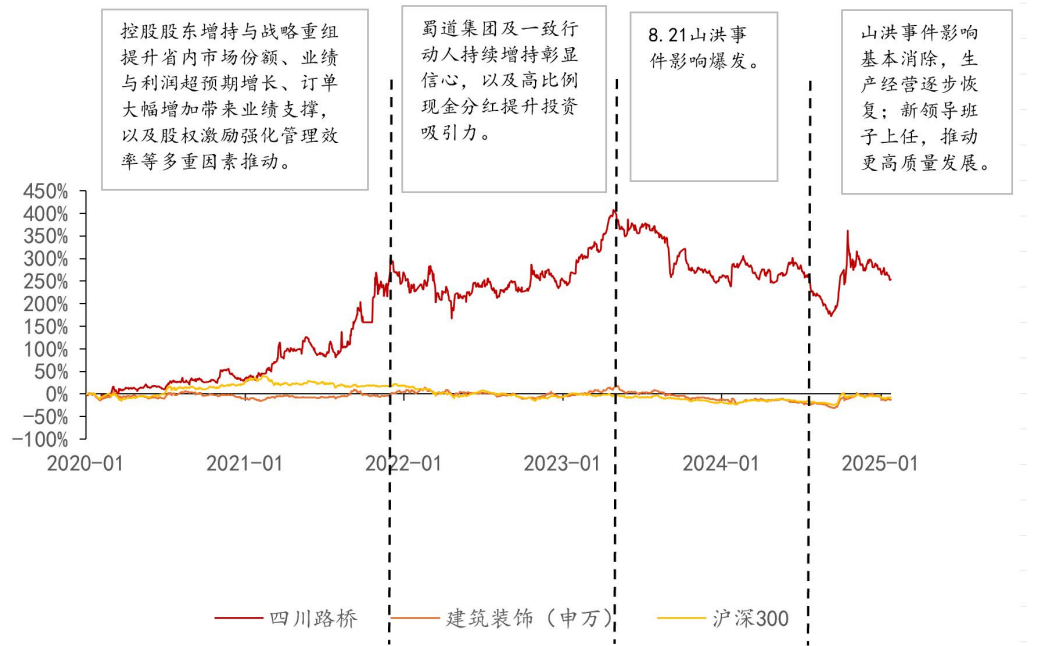
图表 1: 2020 年以来四川路桥、申万建筑、沪深 300 指数定基收益率(前复权).....	6
图表 2: 2020 年以来四川路桥较申万建筑、沪深 300 指数超额收益.....	7
图表 3: 2019FY-2021FY 公司控股股东及其一致行动人持股比例变化.....	8
图表 4: 截止 2021 年蜀道集团占四川省铁路及高速公路投资市场份额(公里).....	8
图表 5: 2019-2021 年公司营收及增速.....	9
图表 6: 2019-2021 年公司归母净利润及增速.....	9
图表 7: 2017-2021 年公司累计中标订单及增速.....	9
图表 8: 2021 年限制性股票激励计划(草案)解除限售的业绩考核目标.....	10
图表 9: 2021FY-2024Q3 公司控股股东及其一致行动人持股比例变化.....	10
图表 10: 四川路桥不同时期《未来三年股东回报规划》.....	11
图表 11: 2018-2023 年现金分红及现金分红比例情况.....	11
图表 12: 可比公司股息率(总市值取 2025/2/11).....	11
图表 13: 公司新任领导简介.....	11
图表 14: 四川公路固定资产投资及增速.....	13
图表 15: 全国公路固定资产投资及增速.....	13
图表 16: 四川省“十四五”交通基建投资计划.....	14
图表 17: 西部省市“十四五”交通固定资产投资计划.....	14
图表 18: 四川省交通运输规划目标.....	14
图表 19: 四川省高速公路招商项目表(部分).....	15
图表 20: 成渝城市经济圈示意图.....	15
图表 21: 成渝经济圈交通基建政策.....	16
图表 22: 2023 年各省份综合财力情况.....	17
图表 23: 2023 年地方政府债务余额及债务率.....	17
图表 24: 清洁能源集团交易前后股权变化.....	18
图表 25: 清洁能源集团营收、归母净利润及经营活动净现金流(单位:亿元).....	18
图表 26: 清洁能源集团持股情况.....	19
图表 27: 蜀道矿业集团及路桥矿业公司交易前后股权结构变化.....	20
图表 28: 路桥矿业及矿业集团经营情况.....	20
图表 29: 蜀道矿业集团持股公司情况.....	20

图表 30: 路桥矿业公司持股公司情况	21
图表 31: 投建一体模式下的业务和资金运转	21
图表 32: 2019-2023 年部分建筑企业工程施工业务毛利率	21
图表 33: 21-23 年公司营业收入中来自蜀道集团的比例	22
图表 34: 公司分业务营收预测 (单位: 百万元)	23
图表 35: 费用率预测	24
图表 36: 可比公司估值表	24

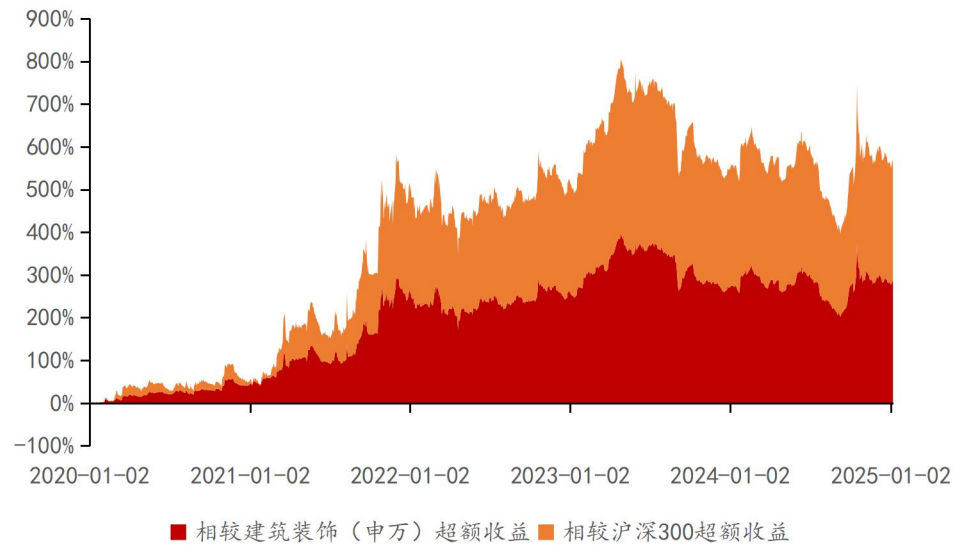
1. 公司股价复盘

我们复盘了自 2020 年以来四川路桥的股价走势。以 2020 年 1 月 2 日收盘价为基准，截至 2025 年 1 月 3 日收盘，公司股价累计涨幅达 267.43%，相较沪深 300 和申万建筑装饰指数分别取得了 275.42%和 277.34%的超额正收益。分阶段来看，2020 至 2021 年底，行情迅速启动，并在当年 12 月初达到当时高位，区间收益率一度攀升至 298.90%。2021 年末-2023 年 4 月，随着业绩超预期，公司股价再次上涨，区间收益率再创新高。然而，从 2023 年下半年起，公司股价因“8·21”山洪事件导致的管理层调整、以及受防灾减灾、土地政策、征拆进度和安全隐患排查影响，部分新开工项目的实施进度有所放缓，致使全年业绩增长未达预期，股价出现一定回调。24 年 9 月至今，山洪事件影响基本消除，新任领导上任，生产经营逐步恢复。整体来看，我们认为，公司股价的上涨主要得益于业绩超预期、产业资本增持等关键因素。

图表 1：2020 年以来四川路桥、申万建筑、沪深 300 指数定基收益率(前复权)



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 2：2020 年以来四川路桥较申万建筑、沪深 300 指数超额收益


资料来源：Wind，华源证券研究所

我们详细拆解四川路桥上涨行情，共分为三个阶段。

第一阶段：控股股东增持&战略重组、订单高增支撑业绩远超预期、多元业务积极布局推动此轮增长。2020 年-2021 年底，公司最高区间涨跌幅为 298.90%，相对于建筑指数的超额收益率为 300.46%、相对于沪深 300 的超额收益率为 282.24%，该阶段上涨主要因为：

1) **产业资本频繁增持，战略重组推动省内市场份额提升。**自 2020 年起，控股股东铁投集团不断提升持股比例。2020 年 1 月 8 日，公司公告铁投集团增持四川路桥 0.61% 股权，此前持股比例为 41.89%。随后，铁投集团陆续发布增持计划，至 2020 年底持股比例增至 66.57%。2021 年，公司再次宣布增持计划，至 5 月底控股股东持股比例升至 68.04%。此外，四川省政府于 2021 年 3 月启动了铁投集团与四川交投的战略重组，并于 4 月 2 日成立了蜀道集团。截至 2021 年底，蜀道集团投资建设运营高速公路总里程超 1 万公里，其中：建成通车 6543 公里、约占全省的 76%，在建 3362 公里、约占全省的 80%。投资建设运营铁路总里程 6898 公里，其中建成通车 3611 公里、约占全省的 65%，在建 2282 公里、约占全省的 83%。我们认为，此次控股股东整合有望进一步提升公司在省内交通基础设施市场的占有率。

图表 3：2019FY-2021FY 公司控股股东及其一致行动人持股比例变化

截止日期	蜀道集团及其一致行动人持股比例	变化
2019FY	41.89%	
2020Q1	42.50%	0.61%
2020Q2	53.51%	11.01%
2020Q3	57.12%	3.61%
2020FY	66.57%	9.45%
2021Q1	68.01%	1.44%
2021Q2	68.04%	0.03%
2021Q3	68.04%	0.00%
2021FY	68.04%	0.00%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

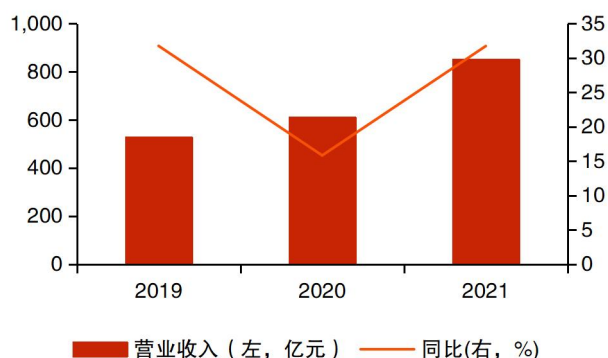
图表 4：截止 2021 年蜀道集团占四川省铁路及高速公路投资市场份额（公里）

铁路投资基本情况		2021年	高速公路投资基本情况		2021年
四川省铁路里程		8304	四川省高速公路里程		12812
建成通车里程		5555	建成通车里程		8609
在建里程		2749	在建里程		4203
蜀道集团铁路里程		6898	蜀道集团高速公路里程		9905
已完成	里程	3611	已完成	里程	6543
	市占率	65%		市占率	76%
在建	里程	2282	在建	里程	3362
	市占率	83%		市占率	80%

资料来源：国务院国有资产监督管理委员会官网，华源证券研究所

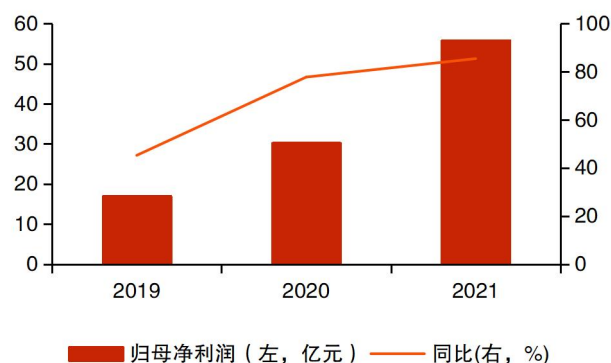
2) **营业收入稳步增长，归母净利润增速显著。**2020 年，公司实现营业收入 610.70 亿元，同比增长 15.83%；归母净利润 30.25 亿元，同比增长 77.76%。2021 年，营业收入进一步增长至 850.49 亿元，同比增长 31.73%，归母净利润达到 55.82 亿元，同比增长 85.43%。营收与归母净利润连续两年保持高速增长，且归母净利润增速显著快于营收增速。我们认为，这一表现主要受益于省内基建需求的持续旺盛，同时公司积极推进项目调整，强化产业协同管理，并通过提质增效不断优化盈利能力，从而实现利润率的持续提升。

图表 5：2019-2021 年公司营收及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

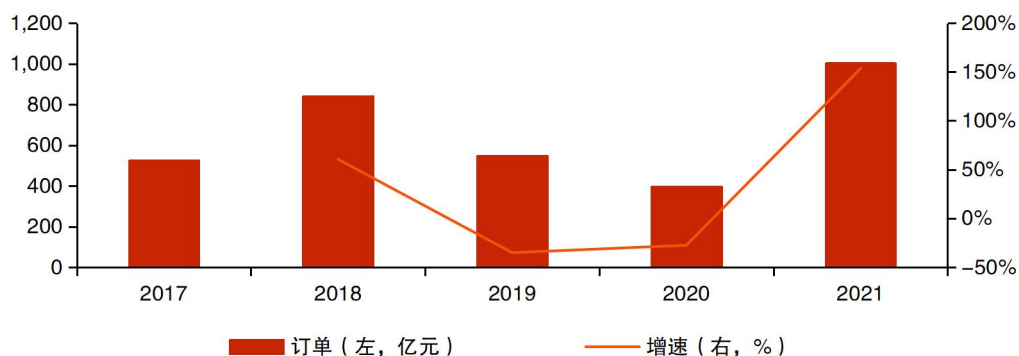
图表 6：2019-2021 年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

3) **订单高增为业绩增长提供较好支撑**。2021 年，公司全年累计订单金额达到 1001.73 亿元，同比增长 153.39%，基建工程订单显著增长，全年达到 913.22 亿元，同比增长 155.21%；房屋建设订单金额也大幅上升，全年为 88.32 亿元，同比增长 214.00%。自第二季度订单发布后，公司股价呈现底部回升，并在短暂调整后于 8 月 30 日迅速上涨。订单的大幅增长不仅为公司带来了充足的项目储备，也为其未来业绩的持续增长奠定了坚实基础，展现出强劲的发展潜力。

图表 7：2017-2021 年公司累计中标订单及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4) **股权激励夯实成长动力，运营效率有望提升**。2021 年 10 月 20 日，公司宣布计划向不超过 350 名高层管理和核心技术人员授予最多 4375 万股限制性股票。解锁条件为，2022 至 2024 年公司扣非归母净利润分别需达到 70 亿、80 亿和 90 亿，同时收入需分别达到 1000 亿、1100 亿和 1200 亿。我们认为，此次激励方案有助于巩固公司的长期发展基础。通过清晰的业绩目标设定，公司进一步完善了内部激励机制，推动管理团队和核心人员的积极性，进而提升整体运营效率。

图表 8：2021 年限制性股票激励计划（草案）解除限售的业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022 年扣非归母净利润/营业收入分别不低于 70/1000 亿元，且相较于 2020 年，扣非归母净利润增长率/营业收入增长率均不低于同行业平均水平；2022 年应收账款周转率不低于 5.7。
第二个解除限售期	2023 年扣非归母净利润/营业收入分别不低于 80/1100 亿元，且相较于 2020 年，扣非归母净利润增长率/营业收入增长率均不低于同行业平均水平；2022 年应收账款周转率不低于 5.7。
第三个解除限售期	2024 年扣非归母净利润/营业收入分别不低于 90/1200 亿元，且相较于 2020 年，扣非归母净利润增长率/营业收入增长率均不低于同行业平均水平；2022 年应收账款周转率不低于 5.7。

资料来源：公司公告，华源证券研究所

第二阶段：大股东及其一致行动人持股比例持续提升，新能源业务不断拓展，分红比例显著增长。2021 年末-2023 年 4 月底，公司最高区间涨跌幅为 37.35%，相对于建筑指数的超额收益率最高为 30.85%、相对于沪深 300 的超额收益率最高为 55.80%，该阶段上涨主要因为：

1) **蜀道集团持续增持，彰显发展信心。**自 2022 年第二季度起，蜀道集团持续增持四川路桥股份，并参与了四川路桥的定向增发，引入川高公司、藏高公司、高路文旅和蜀道资本作为一致行动人。截至 2023 年二季度末，第一大股东及其一致行动人合计持股比例已高达 78.93%。

图表 9：2021FY-2024Q3 公司控股股东及其一致行动人持股比例变化

截止日期	蜀道集团及其一致行动人持股比例	变化
2021FY	68.04%	
2022Q1	68.04%	0.00%
2022Q2	68.76%	0.72%
2022Q3	69.71%	0.95%
2022FY	77.79%	8.08%
2023Q1	78.60%	0.81%
2023Q2	78.93%	0.33%
2023Q3	79.18%	0.25%
2023FY	79.23%	0.05%
2024Q1	79.24%	0.01%
2024Q2	79.31%	0.07%
2024Q3	79.49%	0.18%

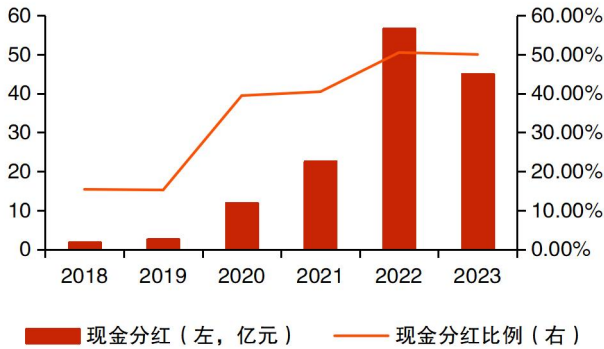
资料来源：Wind，华源证券研究所

2) **高比例现金分红体现公司投资价值。**2023 年 1 月 17 日，公司发布未来三年（2022-2024 年）股东回报规划，明确要求 2022 至 2024 年每年以现金方式分配的利润不低于当年归属于上市公司股东净利润的 50%，相较此前 30%的分红比例大幅提升。2022 年公司宣布现金分红金额为 56.65 亿元，分红比例达到 50.52%。截至 25 年 2 月 11 日收盘，公司总市值为 607.24 亿元，对应 23 年股息率为 7.42%，高于可比公司，显示出良好的投资价值。

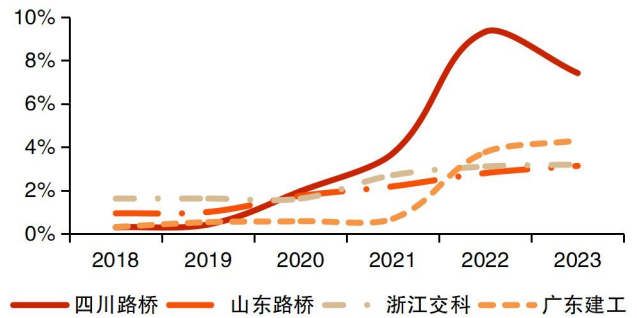
图表 10：四川路桥不同时期《未来三年股东回报规划》

时间段	2012-2014	2015-2017	2020-2022	2022-2024
分红比例	10%	30%	30%	50%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 11：2018-2023 年现金分红及现金分红比例情况


资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 12：可比公司股息率（总市值取 2025/2/11）


资料来源：Wind，华源证券研究所

第三阶段：山洪事件影响基本消除，新领导上任带来发展新动能。2024 年 7 月-至今，公司最高区间涨跌幅为 26.12%，相对于建筑指数的超额收益率最高为 12.99%、相对于沪深 300 的超额收益率最高为 14.76%，该阶段上涨主要因为：

1) **8.21 山洪事件的影响基本消除，公司生产经营有望恢复正常。**2024 年 2 月 5 日晚，公司公告了沿江高速 JN1 标段项目“8·21”山洪灾害的进展情况，披露了灾害的最终调查结果及相关责任追究情况。根据《调查报告》，此次事件被定性为自然灾害（山洪泥石流灾害），而非生产安全事故，主要由短时强降雨、不利地形地貌、地质条件及河道行洪受阻引发。违规住人和未及时转移避险是造成伤亡的关键因素。问责集中在个人，包括前董事长和前总经理，之前公司已公告相关信息，并未对公司本身处以处罚（如取消资质或暂停投标等）。

2) **新领导班子的上任或为公司注入新的发展动力，推动更高质量的增长与转型。**24 年 7 月 9 日，四川路桥召开干部大会，宣布周凤岗不再兼任四川路桥党委书记、委员、董事长（法定代表人）和董事职务，改由孙立成兼任党委书记和董事长（法定代表人）；羊勇出任党委副书记、副董事长，并作为总经理人选。蜀道集团党委副书记、副董事长、总经理张胜在会上指出，要坚持高质量发展，拓展省外和海外市场，推进“区域化布局、属地化发展”战略，加快海外机构改革，培育清洁能源和矿产新材料等新兴产业，提升养护业务份额，打造“蜀道养护”品牌。同时，要求严守安全底线，加强风险防控，统筹安全、质量与环保，强化考核问责，确保集团稳步发展。

图表 13：公司新任领导简介

姓名	工作经历及特长	现任职务
----	---------	------

孙立成	长期从事公路工程管理、铁路建设项目管理及企业管理工作，拥有丰富的一线项目经验，市场开拓能力突出，主导多个公路及铁路项目的建设管理，积极推动科技创新并取得显著成果。历任四川公路桥梁建设集团有限公司多个职务，担任过四川省铁路建设有限公司执行董事及多个铁路、公路建设管理职位。	四川路桥党委书记、 董事长
羊勇	专注于公路投资建设及企业管理工作，拥有丰富的公路建设管理经验，综合协调能力强，成功推动和实施多个重点交通建设项目。曾任四川省交通厅公路水运质量监督站副总工程师及四川多个公路公司高管职位，包括党委书记、董事长等职务。	四川路桥党委副书 记、副董事长，总经 理

资料来源：公司公告，四川路桥建设集团股份有限公司官网，Wind，华源证券研究所

2. 四川基建需求仍存，经济圈地位持续上升

2.1. “十四五”规划保驾护航，川内基建市场广阔

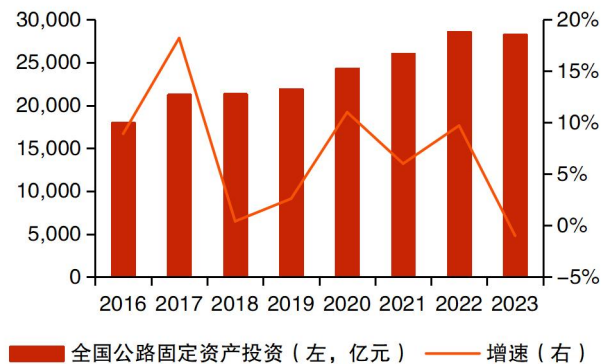
四川省依托其西部交通枢纽的优势，在全国交通网络建设中发挥着重要作用。近年来，四川省持续加大交通基础设施投资，不断提升公路和水路运输能力，为区域经济高质量发展奠定坚实基础。2016–2023 年，四川省公路固定资产投资由 1239.8 亿元增长至 2555.7 亿元，年均复合增长率（CAGR）达 10.89%，展现出稳步增长态势。展望 2025 年，四川省计划进一步加大交通建设投入，力争公路水路交通投资突破 2800 亿元，新开工高速公路超过 1000 公里，建成 900 公里以上，持续完善交通基础设施，助力区域经济发展。

图表 14：四川公路固定资产投资及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

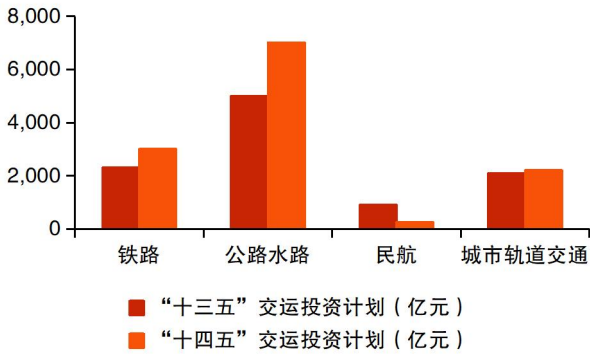
图表 15：全国公路固定资产投资及增速



资料来源：Wind，华源证券研究所

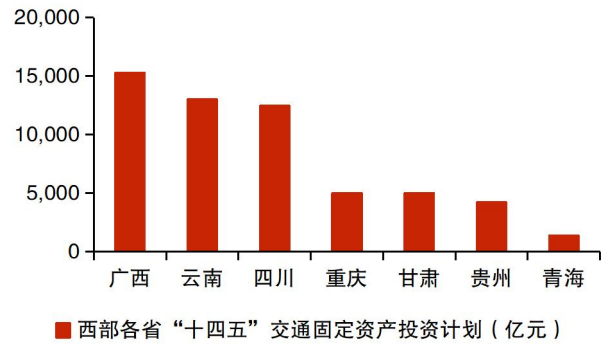
“十四五”期间，四川省综合交通运输建设呈现显著增长态势。《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》明确提出，全省综合交通建设投资预计达到 1.2 万亿元以上，较“十三五”期间的 1.03 万亿元增长 20.87%。其中，铁路投资预计达 3000 亿元，同比增长 30.43%；公路水路投资达 7000 亿元，增长 40.0%。“十四五”期间，铁路营业里程将从 5312 公里增至 7000 公里，其中高速铁路营业里程从 1261 公里增至 1800 公里；公路网总里程从 39.4 万公里增至 43 万公里，其中高速公路总里程从 8140 公里增至 1.1 万公里。到 2025 年，四川省将基本形成“123 出行圈”和“123 快物流圈”，为建设全国交通“第四极”奠定坚实基础。

图表 16: 四川省“十四五”交通基建投资计划



资料来源:《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》,新华社,华源证券研究所

图表 17: 西部省市“十四五”交通固定资产投资计划



资料来源:各省政府官网,华源证券研究所

图表 18: 四川省交通运输规划目标

具体指标	2020 年	2025 年目标值
铁路营业里程 (千米)	5312	7000
高速铁路营业里程 (千米)	1261	1800
公路网总里程 (万千米)	39.4	43
高速公路总里程 (千米)	8140	11000
内河高等级航道里程 (千米)	1648	2050
民用运输机场 (个)	15	19
城市轨道交通运营里程 (公里)	518	700

资料来源:《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》,华源证券研究所

四川省基建加码,建设市场潜力较大。2024年4月23日,四川省发布《2024年四川省加快前期工作重点项目名单》,筛选出330个计划在未来2至3年内开工的重大项目,总投资估算达2.15万亿元。其中,基础设施项目130个,估算总投资13127.8亿元,占比61.06%。24年6月21日,四川省高速公路招商工作座谈会在成都召开,集中推介36个项目,总里程约4100公里,总投资约8400亿元。“十四五”期间,四川规划新开工2500公里高速公路。截至招商工作座谈会召开时,已累计新开工1441公里,2024年和2025年计划再新开工1000公里以上。按照省高速公路网规划,到2035年将建成2万公里高速公路,实现功能完善、能力充足、服务均衡、衔接顺畅、安全可靠的高速公路网,四川高速建设正迎来新一轮集中攻坚的关键时期,投资建设市场潜力较大。

图表 19：四川省高速公路招商项目表（部分）

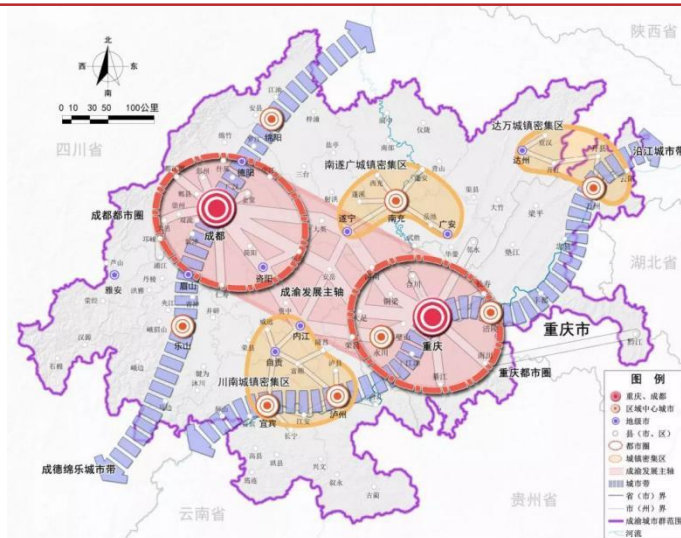
项目名称	里程（公里）	总投资（亿元）	路网性质	计划招商时间
G5 京昆高速公路成都至雅安段扩容(含芦山支线)	159	271	国高	2025
G4215 成都经自贡至泸州高速公路扩容	281	414	国高	2025
G65 包茂高速公路邻水至川渝界扩容	32	58	国高	2025
S9 成都至汶川高速公路	84	316	省高	2025
SX 广安绕城高速公路西段	76	111	省高	2025
S17 南江至三台高速公路	270	485	省高	2025
S22 平昌至仪陇高速公路	75	154	省高	2025
S36 南充至大竹高速公路	92	216	省高	2025
S13 城口经宣汉至大竹至邻水高速公路(四川境)	235	454	省高	2025

资料来源：四川省交通运输厅微信公众号，华源证券研究所

2.2. 成渝双城经济圈崛起，推动地区基建完善

得益于国家战略规划，成渝城市圈经济地位持续上升。成渝双城经济圈作为西部地区发展水平最高、发展潜力较大的区域，已成为国家战略的重要组成部分。自 2020 年中央财经委员会第六次会议首次提出建设“成渝地区双城经济圈”以来，该区域被明确定位为西部高质量发展的重要增长极和内陆开放的重要战略高地。2021 至 2023 年成渝地区的重大项目数量从 67 个增至 248 个，总投资额逐年递增，分别达到 15674 亿元、20367 亿元和 33000 亿元，年度计划投资额也稳步提升。随着国家战略部署的不断升级，成渝城市圈与京津冀、长三角和粤港澳大湾区并列，成为国家经济增长的“第四级”。

图表 20：成渝城市经济圈示意图



资料来源：四川政协报微信公众号，华源证券研究所

多项政策文件陆续出台，助推成渝地区交通基础设施加速完善。《四川省高速公路网布局规划（2022-2035 年）》提出，全省高速公路总规模规划约 2 万公里，包括国家高速 8500 公里、省级高速 1.15 万公里，远期展望线 1700 公里。《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》明确完善公路体系，推动川藏公路及成渝、渝遂等国家高速扩容改造，启动重庆至合江至叙

永、泸州至永川等多个重点高速公路项目建设。《成渝地区双城经济圈综合交通运输发展规划》进一步提出，到 2025 年，双城经济圈轨道交通总规模将超 1 万公里，高速公路通车里程达 1.5 万公里，经济圈中心城市间 1 小时交通圈及高效通勤体系基本成型，为区域一体化发展提供有力支撑。

图表 21：成渝经济圈交通基建政策

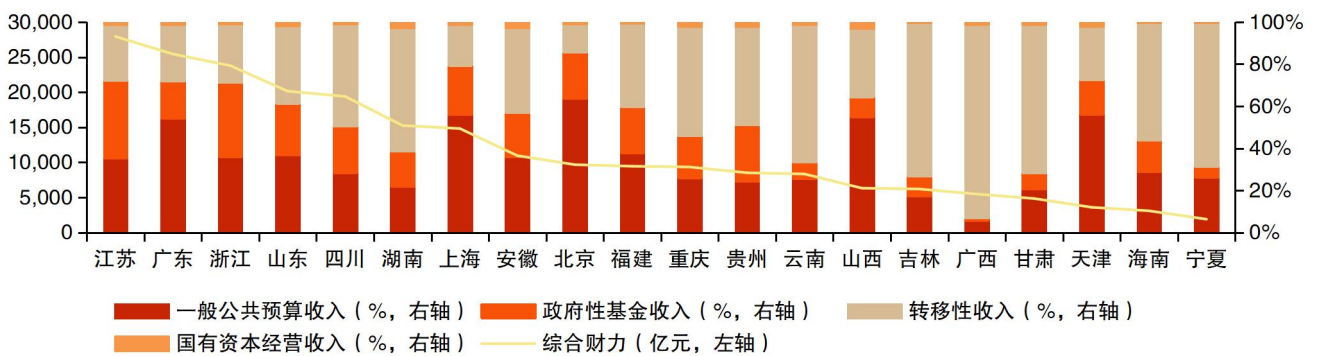
政策文件	发布时间	相关内容
《四川省高速公路网布局规划(2022-2035 年)》	2022.01	规划设置全省高速公路总规模约 2.0 万公里(含扩容复线 600 公里)，其中，国家高速公路 8500 公里，省级高速公路 1.15 万公里。另外，规划设置远期展望线 1700 公里。
《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	2021.10	完善双城经济圈公路体系，推动 G318 川藏公路升级改造，加快成渝、渝遂、渝泸等国家高速公路扩能改造，建设重庆至合江至叙永、泸州至永川、大足至内江、铜梁至安岳等高速公路项目。
《成渝地区双城经济圈综合交通运输发展规划》	2021.06	到 2025 年，双城经济圈轨道交通总规模达到 10000 公里以上，高速公路通车里程达到 15000 公里以上，基本形成经济圈中心城市之间 1 小时交通圈、通勤圈。

资料来源：四川省人民政府网，华源证券研究所

3. 四川省财政收入充裕，基建投资景气度较高

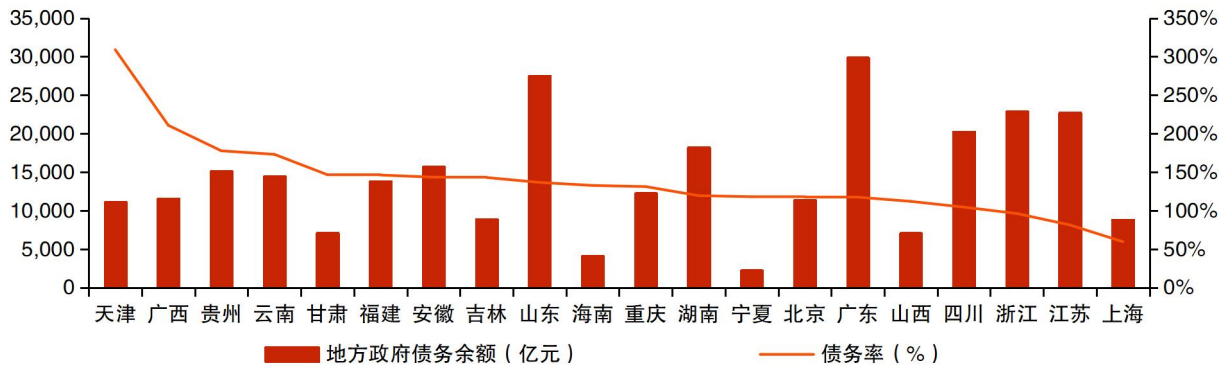
四川省区域资金保障较为充足。资金方面，我们将一般公共预算收入、转移收入、政府性基金收入及国有资本经营收入四项相加，作为衡量各省综合财力的标准。2023年，四川省综合财力达到19389.07亿元，在统计的20个省市中居第五，债务率为105%，处于较低水平，显示出健康的财政收支结构及较强的偿债能力。分项来看，2023年四川省转移收入为9404.04亿元，占综合财力的48.5%。作为西部大开发的核心省份及成渝经济区的重点支持区域，四川在中央转移支付中长期名列前茅，充分反映了国家政策对四川发展的扶持力度。

图表 22：2023 年各省份综合财力情况



资料来源：Wind，企业预警通，华源证券研究所

图表 23：2023 年地方政府债务余额及债务率



资料来源：Wind，企业预警通，华源证券研究所

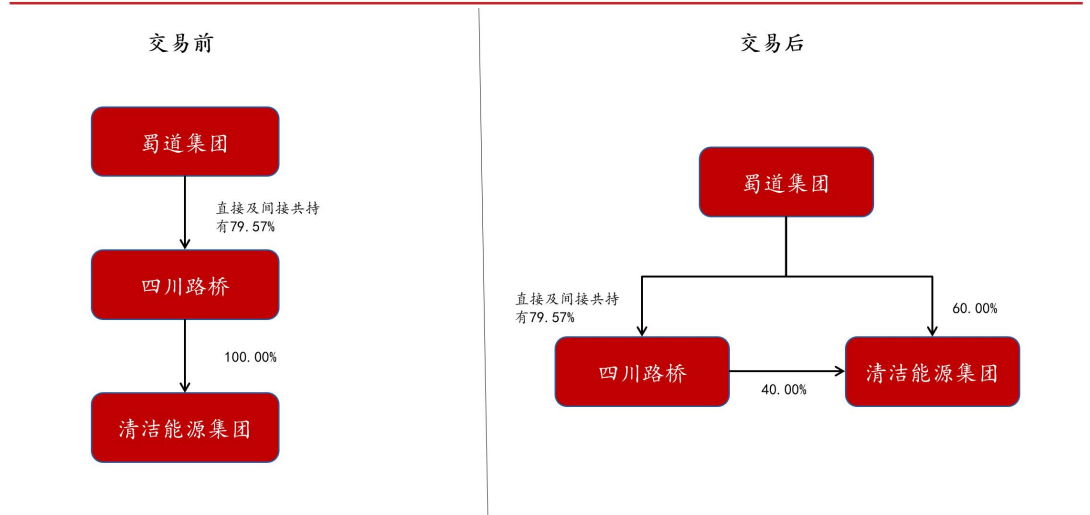
4. 聚焦主业优化资产，蜀道集团赋能公司增长

4.1. 业务板块调整，有望轻装上阵

2024年12月5日，公司公告显示，旗下清洁能源及矿产资源业务的股权结构发生调整。大股东蜀道集团通过受让股权和增资的方式，取得了蜀道矿业集团和蜀道清洁能源集团的控制权，四川路桥不再并表这两家公司。我们认为，此次调整有望减轻公司的投资压力，进一步优化资产结构，并为未来利润和现金流的改善创造有利条件。

清洁能源集团：调整前，清洁能源集团为公司的全资子公司，注册资本为30亿元。蜀道集团以其持有的铁能电力60%股权和铁投康巴70%股权作价30.34亿元，同时以现金29.97亿元，共计60.31亿元，对清洁能源集团进行增资。增资完成后，清洁能源集团的注册资本增加至75亿元，股权结构变更为：蜀道集团持股60%，公司持股40%。蜀道集团成为清洁能源集团的控股股东，公司不再将清洁能源集团纳入合并财务报表范围。

图表 24：清洁能源集团交易前后股权变化



资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：截止公告发布日2024年12月4日。

盈利拖累有所减轻，现金流压力有望缓解。清洁能源集团主要从事风电、光伏及水电站等新能源电站的运营，其2023年和2024年前七个月的净利润分别亏损0.62亿元和0.45亿元。随着四川路桥降低在清洁能源集团的持股比例，该业务对公司整体利润的负面影响将有所减轻。此外，蜀道集团向清洁能源集团现金增资30亿元，预计将显著缓解四川路桥在该业务上的资本开支压力，减少现金流出，并进一步保障分红能力。

图表 25：清洁能源集团营收、归母净利润及经营活动净现金流（单位：亿元）

	2022	2023	2024M1-7
--	------	------	----------

营业收入	3.3	6.2	3.64
归母净利润		-0.59	-0.26
经营活动净现金流		5.12	0.25

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 26：清洁能源集团持股情况

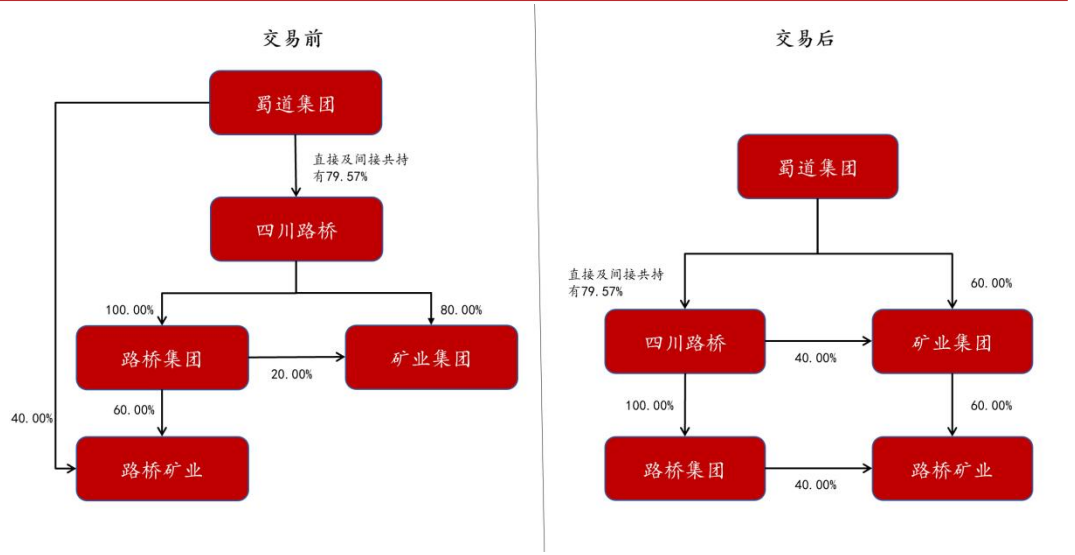
持股公司名称	矿业集团持股比例
盐源蜀道清洁能源有限公司	100%
会东蜀道清洁能源有限公司	100%
乌鲁木齐市蜀清新能源有限公司	100%
四川蜀能众鑫企业管理有限责任公司	100%
吐鲁番众森电力开发有限公司	100%
黑水县天源水电开发有限公司	100%
哈密市蜀清新能源有限公司	100%
盐边蜀道清洁能源有限公司	90%
四川鑫巴河电力开发有限公司	78%
四川巴郎河水电开发有限公司	65%
四川蜀兴智慧能源有限责任公司	60%
四川路桥城乡建设投资有限公司	51%
毛尔盖水电有限公司	50%
四川铁能电力开发有限公司	40%
四川阿坝华电清洁能源有限公司	39%
川投集团甘肃能源有限责任公司	24%
华电金上(甘孜)电力开发有限公司	10%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

注：截止公告发布日 2024 年 12 月 4 日。

蜀道矿业集团及路桥矿业：交易前，矿业集团由公司直接持股 80%，全资子公司路桥集团持股 20%；交易后，蜀道集团通过受让路桥集团持有的矿业集团 20% 股份及增资方式，成为矿业集团的控股股东，持股比例为 60%，公司持股比例调整为 40%。路桥矿业交易前由公司全资子公司路桥集团持股 60%，公司控股股东蜀道集团持股 40%，交易后公司对路桥矿业持股 64%。至此，公司不再将矿业集团和路桥矿业纳入合并财务报表范围。

图表 27：蜀道矿业集团及路桥矿业公司交易前后股权结构变化



资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：截止公告发布日 2024 年 12 月 4 日。

资产调整优化结构，投资收益空间仍存。蜀道矿业集团的主要资产包括磷矿、电池回收、正极材料等，其 2023 年度和 2024 年 1-8 月分别净亏损 4.6 亿元和 2.5 亿元。持股比例降低后，蜀道矿业集团对公司的利润拖累有望减小。同时，公司对盈利能力较强的路桥矿业持股比例由 60% 提升至 64%，进一步加大对优质资产的控股力度。路桥矿业的业务涵盖克尔克贝特和阿斯马拉两个矿产项目，2023 年及 2024 年 1-8 月分别实现净利润 0.18 亿元和 0.04 亿元。截至 2024 年上半年，阿斯马拉铜金多金属矿项目已完成直销矿的装船销售，未来随着项目推进，路桥矿业有望为公司贡献更高利润。

图表 28：路桥矿业及矿业集团经营情况

		2023	2024M1-8
路桥矿业	营业收入（亿元）	4.8	3.93
	净利润（亿元）	0.18	0.04
	经营活动净现金流（亿元）	-0.75	0.09
矿业集团	营业收入（亿元）	18.21	17.88
	归母净利润（亿元）	-3.94	-2.2
	经营活动净现金流（亿元）	-1.91	-3.81

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 29：蜀道矿业集团持股公司情况

持股公司名称	矿业集团持股比例
--------	----------

四川蜀矿环锂科技有限公司	100%
会东金川磷化工有限责任公司	100%
四川新矿企业管理有限公司	100%
四川新锂想能源科技有限责任公司	94%
德阳昊华清平磷矿有限公司	85%
四川蜀能矿产有限责任公司	67%
四川鑫展望碳材科技集团有限公司	65%
浙江三晟化工有限公司	60%
厄立特里亚库鲁里矿业股份公司	50%
当升蜀道(攀枝花)新材料有限公司	49%

资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：截止公告发布日 2024 年 12 月 4 日。

图表 30：路桥矿业公司持股公司情况

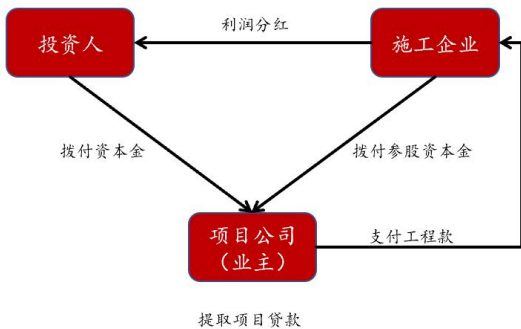
持股公司名称	矿业集团持股比例
通江县路元矿业有限公司	49%
阿斯马拉矿业股份公司	60%
克尔克贝特矿业股份公司	60%

资料来源：公司公告，华源证券研究所
注：截止公告发布日 2024 年 12 月 4 日。

4.2. “投建一体”模式提升盈利能力，蜀道集团助力四川路桥持续增长

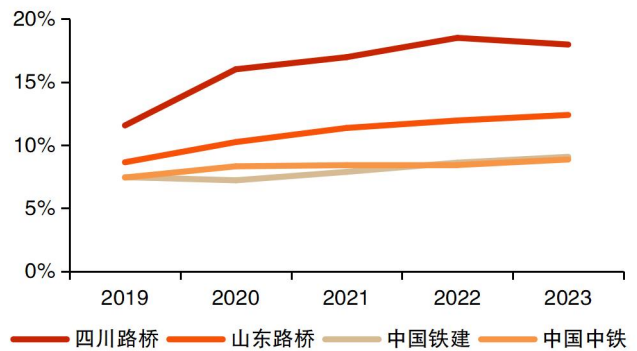
四川路桥通过“投建一体”模式显著提升了项目收益水平和盈利能力。蜀道集团积极参与省内交通投资建设，四川路桥则作为社会投资人，参与政府主导的公路工程项目招标。根据《招标投标法实施条例》，若通过招标确定的特许经营项目投资人依法具备自行建设、生产或提供相关服务的能力，则可免于再次招标。在此模式下，四川路桥不仅能够获取施工利润，还能有效扩大业务规模，增强上市公司的市场竞争力。相比传统承包模式，“投建一体”模式下的项目收益水平更高，带动工程施工业务盈利能力快速提升，并显著优于行业内其他可比公司。

图表 31：投建一体模式下的业务和资金运转



资料来源：周磊《高速公路投建一体模式下建设期资金链闭环的

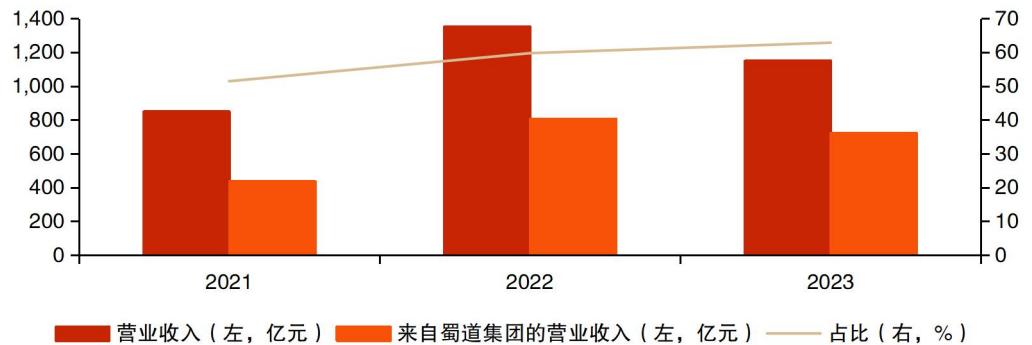
图表 32：2019-2023 年部分建筑企业工程施工业务毛利率



资料来源：Wind，各公司公告，华源证券研究所

探讨》，华源证券研究所

蜀道集团作为四川省内交通投资的主要力量,有望为四川路桥的持续增长提供有力支持。2021至2022年,蜀道集团固定资产投资分别达到1412亿元和1893亿元,占全省比例分别为45.10%和51.71%,其中高速公路和铁路投资占比尤为显著,至2022年分别达到83.45%和63.18%。2023年,蜀道集团完成投资1969亿元,投资额在全省综合交通投资计划完成目标总额中占比近一半,其中高速公路投资1196亿元,同比增长15%;全年新建高速公路654公里,新通车路段约占全省74%。作为四川路桥的大股东,蜀道集团凭借其强有力的资源支持,或将持续为四川路桥的增长提供动能。自2021年蜀道集团成立以来,四川路桥来自蜀道的收入占比显著提升,从2021年的51.42%增长至2023年的62.81%。

图表 33: 21-23 年公司营业收入中来自蜀道集团的比例


资料来源：公司公告，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

5.1. 盈利预测

作为国内基建板块的领先企业，四川路桥专注于工程施工、高速公路运营领域。公司核心业务稳步增长，随着市场需求的不断提升，我们看好公司未来的长期增长潜力。

收入预测方面，我们预计2024–2026年公司营收增速分别为-9.08%、+7.43%和+9.21%，年均复合增速为+8.31%。公司凭借在工程施工领域的专业核心优势和充足的在手订单，施工业务预计增速分别为-8%、+12%和+10%，展现出强劲的复苏趋势。高速公路运营业务预计在车流量回升的带动下增长平稳，预计2024–2026年增速分别为-10%、+5%和+5%。销售贸易业务因主动压缩低毛利率业务规模，增速预计为-50%、-30%和-30%。矿业及清洁能源板块，2024年预计增速分别为40%和60%，考虑到矿业集团、路桥矿业及清洁能源集团预计自2025年起不再纳入合并报表，其相关收入将不再对公司形成贡献。整体来看，公司核心业务布局稳健，施工、运营等主业增长潜力显著，在建项目密集推进叠加充足订单储备，公司业绩释放空间广阔，未来发展前景值得期待。

毛利率预测，我们认为，随着公司投建一体化模式业务占比的提升，以及低毛利贸易销售板块业务规模的压降，毛利率有望逐步改善。预计2024–2026年公司综合毛利率分别为17.74%、18.05%和18.14%。2023年公司整体毛利率水平为18.14%，较2022年上升1.09pct。分业务来看，工程施工业务2024–2026年毛利率预计分别为17.10%、17.20%和17.25%，得益于项目优化和管理提升，盈利能力有望保持稳步改善；矿业新材料业务受规模化效应限制，2024年毛利率预计为6.83%，但由于相关业务自2025年起不再并表，该板块毛利率影响将逐步减弱；清洁能源发电业务2024年毛利率预计稳定在36%左右；高速公路运营业务在流量回升及管理效率提升的推动下，2024–2026年毛利率预计稳定在63%左右。整体来看，公司通过业务结构调整和专业化升级，在工程施工及高速公路运营等核心板块的盈利能力提升将为毛利率改善提供有力支撑，同时逐步减弱低毛利业务对整体毛利率的拖累效应。

图表 34：公司分业务营收预测（单位：百万元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
工程施工	营业收入	114073.43	103889.49	95578.33	107047.73	117752.51
	YOY	64.21%	-8.93%	-8.00%	12.00%	10.00%
	毛利率	18.50%	17.97%	17.10%	17.20%	17.25%
矿业及新材料	营业收入	3906.39	1687.29	2362.20		
	YOY	183.67%	-56.81%	40.00%		
	毛利率	8.35%	0.86%	6.83%		
清洁能源	营业收入	198.72	457.68	732.28		
	YOY	6.80%	130.31%	60.00%		
	毛利率	33.63%	37.72%	36.08%		
贸易销售	营业收入	14059.37	5222.22	2611.11	1827.78	1279.44
	YOY	18.28%	-62.86%	-50.00%	-30.00%	-30.00%
	毛利率	0.64%	0.34%	0.30%	0.25%	0.20%
公路投资运营	营业收入	2428.83	3002.50	2702.25	2837.36	2979.23
	YOY	4.08%	23.62%	-10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	58.39%	66.28%	62.83%	62.50%	62.87%

其他	营业收入	484.41	782.34	604.03	647.27	693.73
	YOY	-1.47%	61.50%	-22.79%	7.16%	7.18%
	毛利率	9.3%	1.5%	13.6%	13.6%	10.4%
营收合计	营业收入	135151.16	115041.51	104590.20	112360.14	122704.91
	YOY	58.91%	-14.88%	-9.08%	7.43%	9.21%
	毛利率	17.05%	18.14%	17.74%	18.05%	18.14%

资料来源：I find，华源证券研究所

费用率预测，随着公司加强成本管控、提升运营效率，预计整体费用率将呈下降趋势。2023 年公司销售、管理和研发费用率分别为 0.03%、1.84%和 3.47%，同比略有上升。我们预测 2024–2026 年，销售费用率将保持稳定，分别为 0.03%、0.02%和 0.02%；管理费用率预计为 1.73%、1.72%和 1.71%；研发费用率则分别为 3.35%、3.34%和 3.33%。

图表 35：费用率预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.01%	0.03%	0.03%	0.02%	0.02%
管理费用率	1.24%	1.84%	1.73%	1.72%	1.71%
研发费用率	3.28%	3.47%	3.35%	3.34%	3.33%

资料来源：I find，华源证券研究所

5.2. 投资建议

基于以上假设，我们预计公司 2024–2026 年有望实现归母净利润分别为 80.18、86.37、95.38 亿元，增速分别为-10.94%、+7.71%、+10.44%。我们选取同类地方建筑国企如山东路桥、浙江交科、广东建工等作为可比公司，可比公司 25 年平均 PE 为 7.60 倍。考虑到公司在四川省内的市场地位及其在交通基础设施领域的深厚积累，高分红水平均有望维持，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 36：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
000498	山东路桥	90.85	5.82	1.47	1.53	1.64	1.76	3.97	3.81	3.55	3.30
002061	浙江交科	103.71	3.99	0.52	0.56	0.61	0.67	7.70	7.17	6.51	5.93
002060	广东建工	134.41	3.58	0.41	0.42	0.46	0.52	8.76	8.52	7.78	6.88
600170	上海建工	227.48	2.56	0.18	0.19	0.20	0.22	14.60	13.56	12.56	11.51
	平均							8.76	8.27	7.60	6.90
600039	四川路桥	619.44	7.11	1.03	0.92	0.99	1.09	6.88	7.73	7.17	6.49

资料来源：I find，华源证券研究所

注：时间截止于 2025/2/17，除四川路桥外，其余盈利预测来源于 ifind 一致预期。

6. 风险提示

基础设施投资不及预期风险：尽管四川省“十四五”期间交通基础设施规划前景乐观，但如果地方政府对基础设施建设的投资力度减弱，公司核心工程建设业务的增速可能放缓，进而影响主营业务收入。

订单结转速度放缓：若因项目施工进度延迟、外部环境变化或审批流程拖延，导致订单结转速度放缓，公司营收确认可能受到影响，进一步对短期利润表现造成压力。

资产出表进度不及预期：如果资产出表进度因交易审批、市场环境或增资事项等不确定因素受到阻碍，公司在优化资产结构和缓解资金压力方面的计划可能延后，进而影响现金流及财务表现的改善。

附录：财务预测摘要

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,721	31,377	33,708	36,811
应收票据及账款	95,709	71,472	73,110	86,979
预付账款	2,193	1,840	2,096	2,262
其他应收款	3,893	3,229	3,678	3,986
存货	5,386	4,208	5,095	5,396
其他流动资产	17,187	11,296	13,886	14,123
流动资产总计	146,088	123,422	131,574	149,557
长期股权投资	5,501	5,915	6,449	6,955
固定资产	13,619	15,284	17,633	20,641
在建工程	4,685	4,765	3,987	2,425
无形资产	33,636	33,661	34,449	35,986
长期待摊费用	837	289	451	612
其他非流动资产	36,547	34,859	37,329	37,521
非流动资产合计	94,826	94,773	100,298	104,141
资产总计	240,915	218,196	231,872	253,698
短期借款	3,245	2,771	1,375	4,417
应付票据及账款	76,932	59,045	66,052	76,953
其他流动负债	44,126	33,790	38,001	42,573
流动负债合计	124,303	95,606	105,429	123,942
长期借款	62,899	65,381	64,512	62,755
其他非流动负债	2,962	2,351	2,667	2,860
非流动负债合计	65,862	67,733	67,180	65,615
负债合计	190,165	163,339	172,609	189,557
股本	8,716	8,712	8,712	8,712
资本公积	5,558	5,561	5,561	5,561
留存收益	30,853	34,860	39,161	43,922
归属母公司权益	45,127	49,133	53,435	58,196
少数股东权益	5,624	5,723	5,828	5,945
股东权益合计	50,750	54,857	59,263	64,141
负债和股东权益合计	240,915	218,196	231,872	253,698

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	9,037	7,884	8,492	9,441
折旧与摊销	1,903	3,083	2,509	2,686
财务费用	2,710	3,149	3,126	3,089
投资损失	-193	-155	-183	-177
营运资金变动	-18,332	4,103	5,396	592
其他经营现金流	2,757	7,153	-1,414	-878
经营性现金净流量	-2,118	25,217	17,926	14,753
投资性现金净流量	-10,505	-10,401	-5,875	-5,066
筹资性现金净流量	2,756	-5,160	-9,720	-6,584
现金流量净额	-9,886	9,656	2,331	3,103

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	115,042	104,590	112,360	122,705
营业成本	94,171	85,666	91,684	99,990
税金及附加	349	329	543	720
销售费用	34	26	27	28
管理费用	2,121	1,813	1,928	2,103
研发费用	3,996	3,503	3,748	4,081
财务费用	2,710	3,149	3,126	3,089
资产减值损失	-350	-225	-400	-455
信用减值损失	-544	-372	-554	-660
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	193	155	183	177
公允价值变动损益	-3	1	1	-1
资产处置收益	-4	-1	-2	-2
其他收益	95	119	133	115
营业利润	11,049	9,781	10,664	11,867
营业外收入	81	96	92	90
营业外支出	162	87	102	117
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	10,968	9,790	10,654	11,840
所得税	1,931	1,672	1,913	2,185
净利润	9,037	8,118	8,742	9,655
少数股东损益	34	100	105	117
归属母公司股东净利润	9,004	8,018	8,637	9,538
EPS(元)	1.03	0.92	0.99	1.09

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-14.88%	-9.08%	7.43%	9.21%
营业利润增长率	-18.85%	-11.48%	9.04%	11.28%
归母净利润增长率	-19.70%	-10.94%	7.71%	10.44%
经营现金流增长率	-115.82%	1,290.60%	-28.91%	-17.70%
盈利能力				
毛利率	18.14%	18.09%	18.40%	18.51%
净利率	7.86%	7.76%	7.78%	7.87%
ROE	19.95%	16.32%	16.16%	16.39%
ROA	3.74%	3.67%	3.72%	3.76%
ROIC	12.42%	9.84%	9.83%	10.42%
估值倍数				
P/E	6.88	7.73	7.17	6.49
P/S	0.54	0.59	0.55	0.50
P/B	1.37	1.26	1.16	1.06
股息率	7.27%	6.48%	7.00%	7.71%
EV/EBITDA	8	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

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

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

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

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。