



四川路桥 (600039.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

“基建川军”，开发大西部，蓬勃备出海

新时代西部大开发，四川基建景气突出

四川省地处长江上游、西南内陆，是支撑新时代西部大开发、长江经济带发展等国家战略实施的重要地区。“十四五”以来四川交通投资保持稳定增长、跑赢全国的水平，规划到2035年全省高速公路总规模约2万公里，目前四川高速公路总里程突破10000公里，未来川内高速公路里程仍有大幅增长的空间。

蜀道集团持续赋能，高持股+高分红

2020年以来，控股股东通过增持/定增/要约收购等方式持续增加持股占比，截至2024年10月，蜀道集团及其一致行动人持股比例达79.56%（2020年初仅为41.89%）。控股股东蜀道集团为四川省内基建投资主体，采用投建一体化模式。赋能效果显著，来自控股股东的收入占比逐年提升，毛利率显著优于其他区域地方国企/建筑央企。2023年公司分红比例达50%，预计公司2024年股息率约6.44%（公司明确规定2024年现金方式分配利润不低于当年度归母净利润的50%，计算股息率使用2025年2月21日的股价/市值），优于其他区域地方国企/建筑央企/国际工程公司。

四川路桥是蜀道集团的重要营收及利润支撑，2023年四川路桥营收占集团比重为43.2%，利润总额109.7亿元约占集团比重75.6%。2024年12月矿产新材料、新能源两大新兴业务板块出表，减轻上市公司现金流、报表利润角度压力。

对内重回增长，对外出海蓬勃

2020年控股股东持续增持以来，公司股价超额收益明显。股价自23H2以来有一定程度回调，但根据人事变化、订单、单季度营收/业绩等角度看，公司经营层面已迈入正轨。此外，近年来加快出海脚步，聚焦中亚、非洲等“一带一路”沿线国家/地区，2024年正式签约突尼斯比塞大大桥项目，该项目也是2023年中国在非洲公开市场中标的最大项目。

盈利预测、估值和评级

我们看好公司①西部大开发战略腹地，四川基建需求好于其他传统区域，②高持股+高分红，蜀道集团赋能依旧，③经营层面逐步迈入正轨，期待业绩重回增长。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为75.09、79.16和83.22亿元，现价对应动态PE分别为8x、8x、8x。给以2025年9.4倍估值，目标价8.55元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

四川省基建投资增速不及预期；控股股东支持力度不及预期；地方政府化债进展不及预期；股份解禁、减持风险；关联交易风险。

建筑建材组

分析师：李阳（执业 S1130524120003）

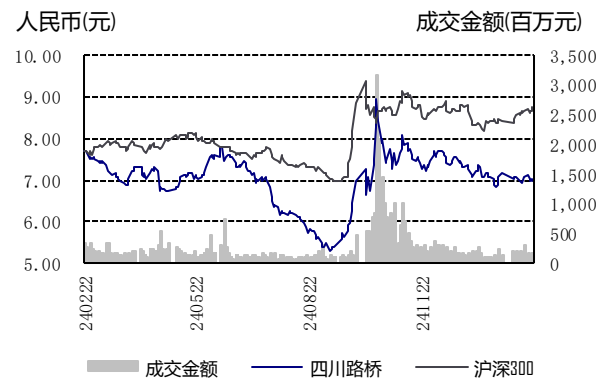
liyang10@gjzq.com.cn

分析师：赵铭（执业 S1130524120004）

zhaoming@gjzq.com.cn

市价（人民币）：7.20元

目标价（人民币）：8.55元



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	135,151	115,042	101,294	100,428	105,644
营业收入增长率	58.91%	-14.88%	-11.95%	-0.85%	5.19%
归母净利润(百万元)	11,213	9,004	7,509	7,916	8,322
归母净利润增长率	100.87%	-19.70%	-16.60%	5.42%	5.13%
摊薄每股收益(元)	1.801	1.033	0.862	0.909	0.955
每股经营性现金流净额	2.15	-0.24	-1.64	1.07	1.16
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.83%	19.95%	15.40%	14.79%	14.22%
P/E	6.17	7.25	8.35	7.92	7.54
P/B	1.66	1.45	1.29	1.17	1.07

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1 新时代西部大开发，四川基建景气突出.....	4
2 控股股东持续赋能，高持股+高分红.....	7
2.1 控股股东持续增持，投建一体模式下赋能明显.....	7
2.2 建筑高股息品种，2022-2024 年分红比例不得低于 50%.....	9
2.3 营收占蜀道集团 43%，矿产、新能源业务出表，减轻现金流、利润压力.....	10
3 对内重回增长，对外出海蓬勃.....	11
3.1 主营：轻舟已过万重山.....	11
3.2 出海：加快打造“基建川军”.....	13
4 盈利预测与投资建议.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 投资建议及估值.....	15
风险提示.....	16

图表目录

图表 1： 2023 年以来国家重要文件中多次提及“建设战略腹地”，四川是西部地区重要的中心城市.....	4
图表 2： 成渝地区双城经济圈将构建“一区四屏，一轴五带”国土空间总体格局.....	4
图表 3： 四川省城镇化率仍有提升空间.....	5
图表 4： 四川省公路建设固定资产投资及 yoy.....	5
图表 5： 我国公路建设固定资产投资及 yoy.....	5
图表 6： 2024 年高速公路省重点项目清单.....	6
图表 7： 四川省高速公路网布局规划图.....	7
图表 8： 公司通过增持/定增/要约收购等方式持续增加持股占比.....	8
图表 9： 蜀道集团川内高速公路建成/在建市占率.....	8
图表 10： 蜀道集团川内铁路建成/在建市占率.....	8
图表 11： 来自蜀道集团的收入占比逐年提升.....	9
图表 12： 各建筑企业毛利率比较.....	9
图表 13： 2018-2023 年公司分红表现.....	9
图表 14： 地方建筑国企/建筑央企/国际工程公司股息率比较.....	10
图表 15： 蜀道集团及控股上市公司经营数据一览.....	10
图表 16： 蜀道集团旗下上市公司营收/利润总额占集团比重.....	10
图表 17： 矿业集团及路桥矿业股权变更情况.....	11
图表 18： 清洁能源集团股权变更情况.....	11



图表 19: 2017-2024Q1-Q3 公司营收情况.....	12
图表 20: 2017-2024Q1-Q3 公司归母净利情况.....	12
图表 21: 2020 年以来公司股价超额收益明显.....	12
图表 22: 2020 年以来公司季度累计新签订单金额及 yoy.....	13
图表 23: 2022 年以来公司单季度收入及 yoy.....	13
图表 24: 2022 年以来公司单季度归母净利及 yoy.....	13
图表 25: 四川路桥海外工程整理.....	14
图表 26: 公司盈利预测拆分.....	15
图表 27: 可比公司估值比较 (市盈率法)	16



1 新时代西部大开发，四川基建景气突出

新时代西部大开发的背景下，四川的战略定位升级。

- 2024年1月，国务院关于《四川省国土空间规划（2021—2035年）》的批复中明确提及，四川省地处长江上游、西南内陆，是我国发展的战略腹地，是支撑新时代西部大开发、长江经济带发展等国家战略实施的重要地区。
- 2024年8月，中共中央政治局会议审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》，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。西部地区涵盖内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆等12个省区市，拥有全国72%的国土面积、27%的人口。其中，成渝地区双城经济圈作为西部区域“经济引擎”，是带动西部高质量发展的重要增长极和新的动力源。
- 2024年10月，《成都市国土空间总体规划（2021—2035年）》明确成都城市性质为“四川省省会，西部地区重要的中心城市，国家历史文化名城，国际性综合交通枢纽城市”。

图表1：2023年以来国家重要文件中多次提及“建设战略腹地”，四川是西部地区重要的中心城市

时间	会议	内容
2023年7月	习近平总书记来川视察	对推动新时代治蜀兴川再上新台阶作出重要指示，赋予四川打造“两高地两基地一屏障”和“一极一源”的使命任务
2024年1月	国务院关于《四川省国土空间规划（2021—2035年）》的批复	明确提及“四川省地处长江上游、西南内陆，是我国发展的战略腹地，是支撑新时代西部大开发、长江经济带发展等国家战略实施的重要地区”
2024年7月	党的二十届三中全会	通过的《决定》将“建设国家战略腹地和关键产业备份”作为“健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度”的重要内容之一
2024年8月	中共中央政治局会议审议《进一步推动西部大开发形成新格局的若干政策措施》	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
2024年10月	《成都市国土空间总体规划（2021—2035年）》	明确成都城市性质为“四川省省会，西部地区重要的中心城市，国家历史文化名城，国际性综合交通枢纽城市”

来源：川观新闻，中国经济时报，国务院官网，西藏自治区人民政府官网，成都日报，国金证券研究所

图表2：成渝地区双城经济圈将构建“一区四屏，一轴五带”国土空间总体格局



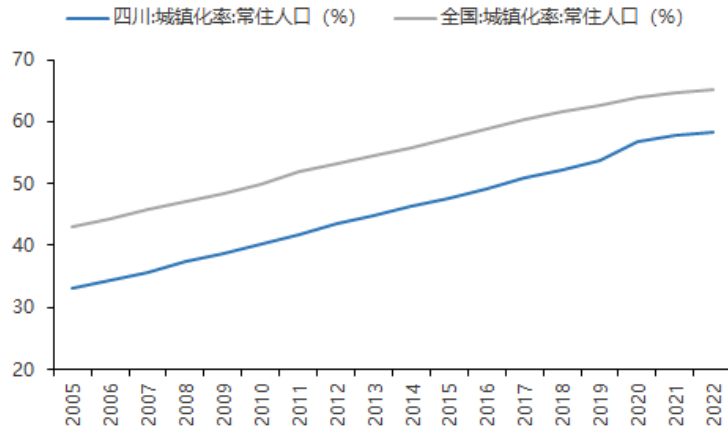
来源：成都日报，国金证券研究所

相较全国平均城镇化率水平，四川仍有提升空间。2022年四川省常住人口城镇化率为



58.35%，低于全国平均城镇化率约 6.87 个 pct。

图表3：四川省城镇化率仍有提升空间

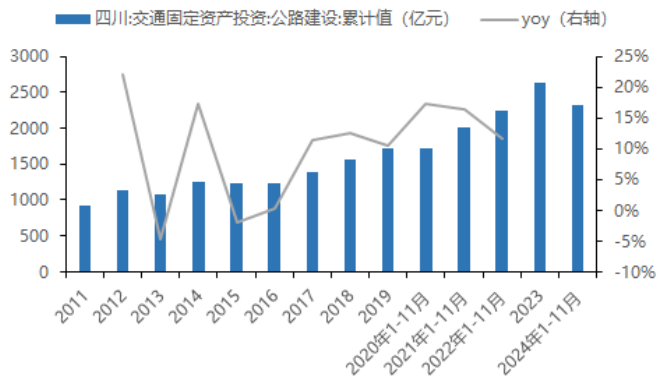


来源：wind，国金证券研究所

“十三五”四川省公路建设固投增速领先全国，2015-2020 年四川省公路建设固定资产投资 CAGR 达 9.5%，同期全国 CAGR 为 8.0%。“十四五”以来继续保持稳定增长、全国领先的水平，2020-2024 年（2024 年取前 11 个月数据）四川省公路建设固定资产投资 CAGR 达 7.7%，同期全国 CAGR 仅为 1.2%。2024 年 1-11 月四川省完成公路建设固定资产投资 2313 亿元，占全国比重达 9.8%。

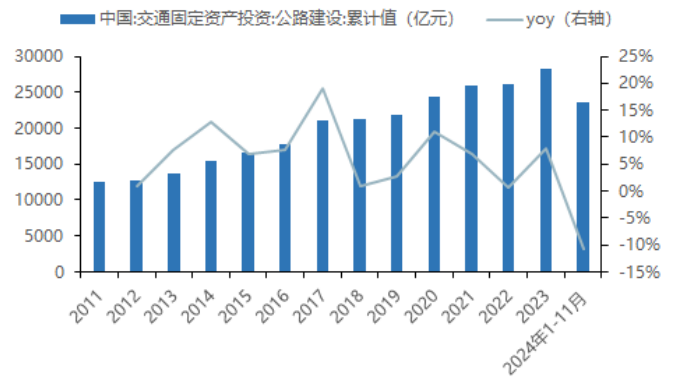
“十四五”部分任务提前完成：①根据《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》，计划“十四五”时期综合交通建设完成投资 1.2 万亿元以上，其中公路水路 7000 亿元，2021-2024 年公路水路固定资产投资已超 7000 元，提前完成规划；②2024 年四川省公路水运建设规划力争完成投资 2600 亿元，其中 1-11 月实际已完成 2366 亿元。

图表4：四川省公路建设固定资产投资及 yoy



来源：wind，国金证券研究所

图表5：我国公路建设固定资产投资及 yoy



来源：wind，国金证券研究所

注：四川省公路建设固投金额 2020-2022 年均未披露全年数据

实物工作量角度，高速公路、国省干线、农村公路、内河水运等环节继续推进。根据四川省交通运输厅 2024 年规划，①高速公路：加快推进 36 个续建项目，力争建成 G5 绵阳至成都扩容、天府新区至环峡等 15 个项目（路段），力争开工成温邛扩容、德阳绕城南段、江津经宜宾至泸州等 8 个项目；②国省干线：加快推进 217 个续建项目，力争新开工 78 个项目，力争新建国省干线公路 1500 公里；③农村公路：重点实施幸福美丽乡村路、通组路等专项工程，力争新建农村公路 8600 公里；④内河水运：加快推进岷江龙溪口枢纽、老木孔枢纽等 13 个续建项目，力争开工金沙江乌东德库区库尾航道整治工程等项目；⑤运输场站：争建成资阳北、威远北等综合客运枢纽站和 120 个乡镇综合运输服务站，力争开工宜宾高县客运枢纽站。



图表6: 2024年高速公路省重点项目清单

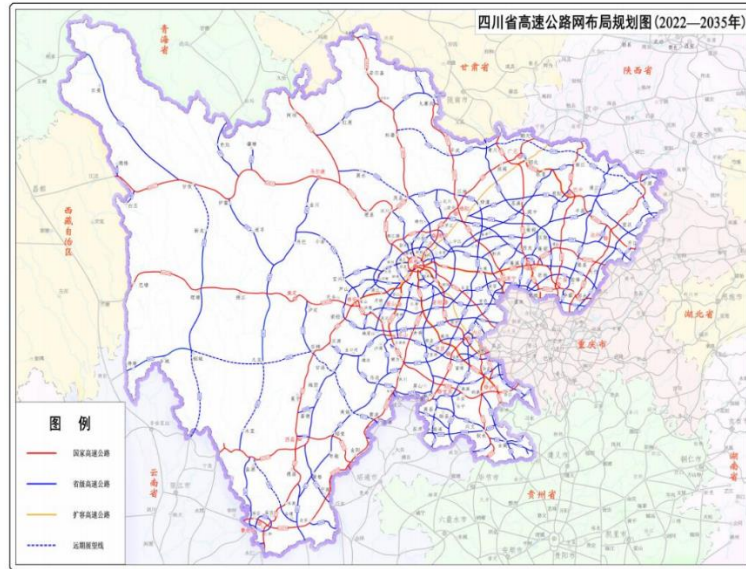
序号	项目名称	建设地址	里程 (km)	目标任务
1	G5 绵阳至成都扩容工程	成都市; 德阳市; 绵阳市	125	全线建成通车
2	G8513 线九寨沟(川甘界)至绵阳段高速公路	阿坝州; 绵阳市	244	全线建成通车
3	苍溪至巴中高速公路	广元市; 巴中市	92	全线建成通车
4	天府新区至邛崃高速公路	成都市	42	全线建成通车
5	乐山至西昌高速公路乐山至马边段	乐山市	85	全线建成通车
6	G0512 线成乐高速公路扩容项目	成都市; 眉山市; 乐山市	136	建成通车 16km
7	G42 南充至成都段高速公路扩容	成都市; 德阳市; 遂宁市; 南充市	240	建成通车 24km
8	G0615 线久治(川青界)至马尔康段高速公路	阿坝州	219	建成通车 48km
9	G4216 线新市至金阳段高速公路	宜宾市; 凉山州	174	加快建设
10	G4216 线金阳至宁南段高速公路	凉山州	107	建成通车 3km
11	G4216 线宁南至攀枝花段高速公路	凉山州; 攀枝花市	167	建成通车 82km
12	泸定至石棉高速公路	甘孜州; 雅安市	97	建成通车 33km
13	乐山至西昌高速公路马边至昭觉段	乐山市; 凉山州	152	建成通车 50km
14	G7611 线西昌至香格里拉(四川境)高速公路	凉山州	233	加快建设
15	G7611 线昭通(川滇界)至西昌段高速公路	凉山州	166	加快建设
16	镇巴至广安高速公路通江至广安段	巴中市; 达州市; 广安市	163	加快建设
17	镇巴至广安高速公路川陕界至王坪段	巴中市	61	加快建设
18	G4218 线康定至新都桥高速公路	甘孜州	79	加快建设
19	G4218 线康定过境段高速公路	甘孜州	18	加快建设
20	G5 绵阳至广元段扩容工程	广元市; 绵阳市	123	加快建设
21	G5 汉中至广元段(四川境)扩容工程	广元市	71	加快建设
22	资中至铜梁(四川境)高速公路	资阳市; 内江市	105	加快建设
23	资中至乐山高速公路	乐山市; 眉山市; 内江市	93	加快建设
24	G85、G76(成渝界)至成都高速公路扩容工程	成都市; 内江市; 资阳市	190	加快建设
25	泸州至古蔺高速公路	泸州市	100	加快建设
26	西昌至宁南高速公路	凉山州	106	加快建设
27	阆中至营山高速公路	南充市	103	加快建设
28	天府新区经眉山至乐山高速公路	成都市; 眉山市; 乐山市	94	加快建设
29	南充至潼南(四川境)高速公路	南充市; 遂宁市	62	加快建设
30	自贡至永川高速公路(四川境)	自贡市; 内江市; 泸州市	57	加快建设
31	遂宁至重庆高速公路(四川境)扩容工程	遂宁市	46	加快建设
32	南充过境高速公路广(元)南(充)至南广(安)段	南充市	42	加快建设
33	达州绕城高速公路西段	达州市	38	加快建设
34	会理至禄劝高速公路	凉山州	30	加快建设
35	大竹至垫江高速公路(四川境)	达州市	34	加快建设
36	成都经温江至邛崃高速公路扩容工程	成都市	57	力争开工
37	德阳绕城高速公路南段	德阳市	62	力争开工
38	江津经泸州至宜宾高速公路	宜宾市; 自贡市; 泸州市	134	力争开工
39	攀枝花至盐源高速公路	攀枝花市; 凉山州	141	力争开工
40	G0611 线川主寺至汶川高速公路	阿坝州	197	力争开工
41	成都至峨眉山高速公路	眉山市; 乐山市	81	力争开工
42	炉霍至康定新都桥高速公路	甘孜州	188	力争开工

来源: 四川省交通运输厅官网, 国金证券研究所



中远期展望，四川省内基建需求有望继续维持一定增速。根据《四川省高速公路网布局规划(2022—2035年)》，规划形成由20条成都放射线、13条纵线、13条横线以及4条环线、44条联络线组成的高速公路网，到2035年全省高速公路总规模约2万公里(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。截至2024年9月，四川高速公路总里程突破10000公里，意味着2025-2035年川内高速公路里程仍有翻倍空间，对应CAGR达6.5%。

图表7：四川省高速公路网布局规划图



来源：澎湃网，国金证券研究所

2 控股股东持续赋能，高持股+高分红

2.1 控股股东持续增持，投建一体模式下赋能明显

“两投”重组为蜀道集团，股东赋能增加。2021年4月公司公告，铁投集团+交投集团新设合并为蜀道集团（实控人四川国资委），合并前铁投集团+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。

2020年以来，大股东持续增加持股占比，截至2024年10月，蜀道集团及其一致行动人持股比例达79.56%（2020年初仅为41.89%）。

- 增持：2020-2024年公司先后10次通过二级市场直接增持股份；
- 定增：2020年11月全额定增对象为四川省铁路产业投资集团（蜀道集团一致行动人之一），蜀道集团及其一致行动人持股比例从定增前的57.12%提升至定增后的66.19%。2022年11月全额定增对象为川高公司、藏高公司、高路文旅、蜀道资本（均为蜀道集团一致行动人），蜀道集团及其一致行动人持股比例从定增前的69.76%提升至定增后的76.58%；
- 要约收购：2020年4月控股股东通过要约收购，增持公司9.74%股份。

2022年11月通过定增，公司收购交建集团95%股权、高路建筑100%股权、高路绿化96.67%股权（以上3个标的为川高公司、藏高公司、高路文旅旗下子公司），定增同时起到①控股股东提高持股比例，②收购川内其他基建公司的效果。



图表8: 公司通过增持/定增/要约收购等方式持续增加持股占比

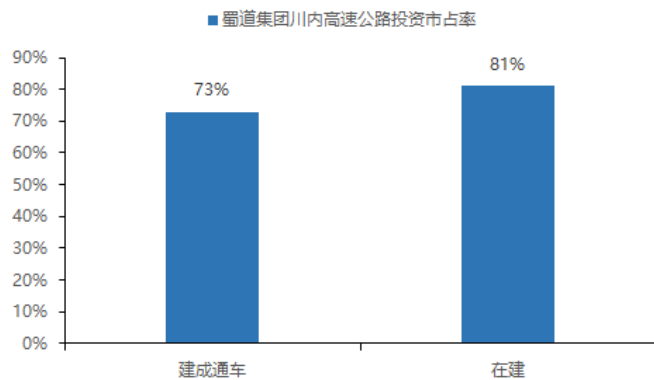
序号	方式	时间	控股股东增持股份比例	增持后控股股东股份占比
1	增持	2018.6-2019.6	0.89%	41.89%
2	增持	2020.1-2020.2	1.73%	43.62%
3	要约收购	2020.4	9.74%	53.51% (截至 20H1 期末)
4	增持	2020.4-2020.9	5.30%	57.12%
5	定增	2020.11	/	66.69%
6	增持	2021.1-2021.4	1.43%	68.01%
7	增持	2022.4-2022.6	1.14%	68.75%
8	增持	2022.8-2022.10	1.13%	69.76%
9	定增	2022.11	/	76.58%
10	增持	2022.10-2022.12	0.58%	77.21%
11	增持	2022.12-2023.1	0.73%	77.94%
12	增持	2023.1-2023.3	0.66%	78.62%
13	增持	2023.3-2023.9	0.58%	79.19%
14	增持	2023.10-2024.10	0.34%	79.56%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

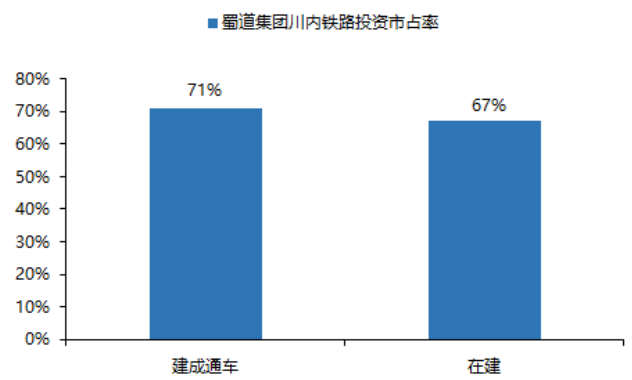
公司业务模式主要通过①公开招投标、②投建一体模式获取工程施工项目, 其中, 投建一体模式是指, 公司联合其他公路投资建设公司、联合参与政府方组织的公路工程项目社会投资人招标, 中标后含公司在内的投资人与政府方签署投资协议, 并组建项目公司。项目公司成立后, 公司与项目公司签署施工合同, 按合同要求完成施工及管理任务。

控股股东蜀道集团为四川省内基建投资主体, 投建一体化模式放大赋能效应。根据蜀道集团官网数据, ①蜀道集团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 7400 公里、约占全省 73%, 在建超 2500 公里、约占全省 81%; ②投资运营铁路里程超 6500 公里, 其中建成通车超 4700 公里、约占全省 71%, 在建超 1600 公里、约占全省 67%。

图表9: 蜀道集团川内高速公路建成/在建市占率



图表10: 蜀道集团川内铁路建成/在建市占率



来源: 蜀道集团官网, 国金证券研究所

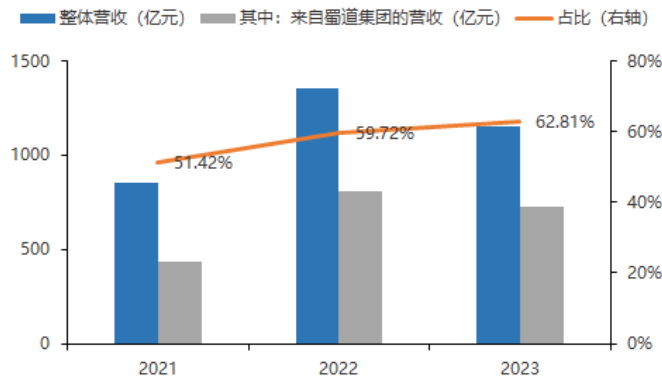
来源: 蜀道集团官网, 国金证券研究所

赋能效果显著, 毛利率显著优于其他区域地方国企/建筑央企:

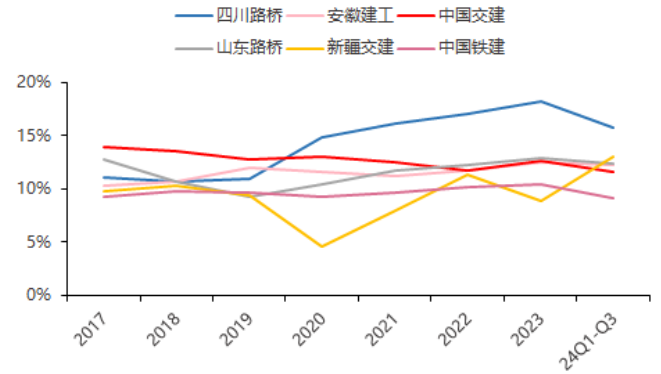
- 2021-2023 年公司第一大客户均为控股股东蜀道集团, 收入从 2021 年的 437 亿元提升至 2023 年的 723 亿元, 收入占比从 2021 年的 51.4% 提升至 2023 年的 62.8%;
- 盈利能力角度, 其他区域地方国企选取山东路桥、安徽建工、新疆交建, 建筑央企选取同类型上市公司中国交建(公路)、中国铁建(铁路), 公司毛利率明显更高, 例如 2023 年四川路桥毛利率 18.14%, 而山东路桥、安徽建工、新疆交建毛利率分别为 12.93%、12.44%、8.80%, 中国交建、中国铁建毛利率分别为 12.59%、10.40%。同时, 2020-2023 年四川路桥毛利率逐年提升, 反映投建一体模式下控股股东对公司的持续赋能。



图表11: 来自蜀道集团的收入占比逐年提升



图表12: 各建筑企业毛利率比较



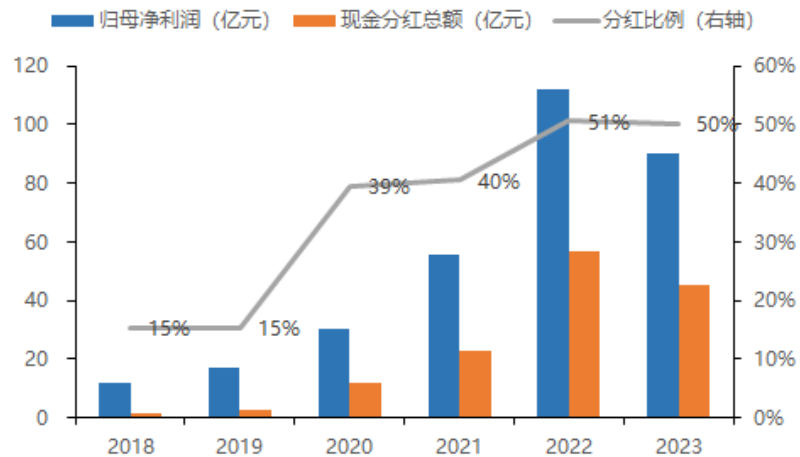
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

2.2 建筑高股息品种, 2022-2024 年分红比例不得低于 50%

控股股东高持股比例的背景下, 分红比例逐步抬升, 从 2018-2019 年的 15%, 提升至 2020-2021 年的 39-40%, 然后继续提升至 2022-2023 年的 50-51%。同时, 2023 年 1 月公司公告 2022-2024 年股东回报规划, 明确规定 2022-2024 年以现金方式分配利润不低于当年度归母净利润的 50%。

图表13: 2018-2023 年公司分红表现



来源: wind, 国金证券研究所

股息率角度, 四川路桥在主流建筑标的中股息率表现最优, 预计 2024 年股息率为 6.44%, 其他表现较优标的包括安徽建工 (5.72%)、隧道股份 (5.64%)、中国建筑 (4.95%)、中材国际 (4.69%)、中钢国际 (4.89%)。



图表14：地方建筑国企/建筑央企/国际工程公司股息率比较

标的	所属板块	市值(亿元)	2023年归母净利润(亿元)	2023年分红比例	2023年股息率	2024E归母净利润(亿元)	2024E股息率	2025E归母净利润(亿元)	2025E股息率
四川路桥	地方建筑国企	610	90.04	50.03%	7.39%	78.52	6.44%	82.75	6.79%
山东路桥		90	22.89	12.20%	3.11%	23.79	3.23%	25.57	3.47%
安徽建工		78	15.53	28.73%	5.74%	15.49	5.72%	16.73	6.18%
隧道股份		193	29.39	35.30%	5.37%	30.87	5.64%	32.75	5.99%
陕建股份		157	39.62	14.26%	3.59%	39.24	3.55%	44.52	4.03%
浙江交科		102	13.48	24.11%	3.20%	14.53	3.45%	15.93	3.78%
新疆交建		72	3.34	30.92%	1.43%	/	/	/	/
中国建筑	建筑央企	2,227	542.64	20.82%	5.07%	529.08	4.95%	549.12	5.13%
中国交建		1,514	238.12	20.00%	3.15%	246.08	3.25%	262.90	3.47%
中国中铁		1,438	334.83	15.52%	3.62%	311.98	3.37%	317.63	3.43%
中国化学		438	54.26	20.04%	2.48%	57.50	2.63%	63.07	2.89%
中国电建		861	129.88	18.10%	2.73%	133.24	2.80%	145.36	3.06%
中材国际	国际工程公司	250	29.16	36.24%	4.22%	32.43	4.69%	35.97	5.20%
中钢国际		98	7.61	50.11%	3.90%	9.55	4.89%	10.60	5.43%
北方国际		115	9.18	10.04%	0.80%	9.98	0.87%	11.69	1.02%

来源：wind，国金证券研究所测算

注：2024-2025年利润均取wind一致预期；无特殊情况下，假设2024-2025年分红比例维持2023年不变；计算股息率使用2025年2月21日的股价/市值

2.3 营收占蜀道集团43%，矿产、新能源业务出表，减轻现金流、利润压力

截至2024年底，蜀道集团旗下合计控股4家上市公司，分别为四川路桥、蜀道装备、四川成渝、宏达股份（其中24H2蜀道集团正式控股宏达股份）。2023年蜀道集团完成营业收入2660亿元、实现利润总额115亿元，其中四川路桥是蜀道集团的重要营收及利润支撑，2023年四川路桥营收达1150亿元，占集团比重为43.2%，利润总额109.7亿元，按照持股比例测算、约占集团比重75.6%。

图表15：蜀道集团及控股上市公司经营数据一览

标的	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)			利润总额(亿元)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
蜀道集团	2200	2400	2660				75	92	115
四川路桥	850	1352	1150	55.8	112.1	90.0	68.5	136.6	109.7
四川成渝	91	99	117	18.7	7.6	11.9	22.8	10.8	15.6
蜀道装备	5	2	7	-0.8	-0.3	0.3	-0.8	-0.2	0.3

来源：wind，国金证券研究所

图表16：蜀道集团旗下上市公司营收/利润总额占集团比重

标的	持股比例			营业收入占比			利润总额占比		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
四川路桥	68.04%	77.79%	79.23%	38.7%	56.3%	43.2%	62.1%	115.5%	75.6%
四川成渝	37.24%	39.24%	41.22%	4.1%	4.1%	4.4%	11.3%	4.6%	5.6%
蜀道装备	9.73%	29.95%	29.21%	0.2%	0.1%	0.3%	-0.1%	-0.1%	0.1%

来源：wind，国金证券研究所

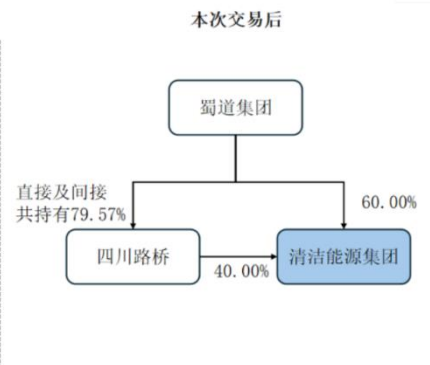
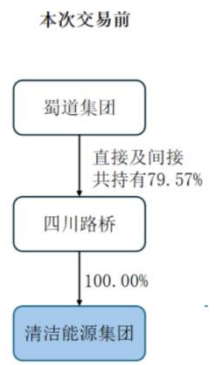
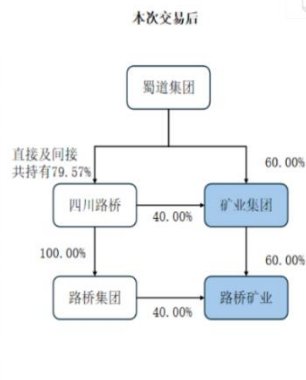
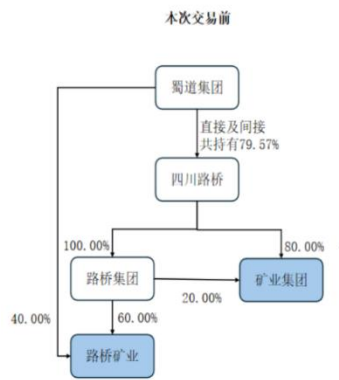
2024年12月公司公告，矿产新材料、新能源两大新兴业务板块进行相应股权调整，交易完成后，公司对矿业集团、路桥矿业、清洁能源集团的持股比例分别为40%、64%（直接+间接）、40%，且均不再并表。



- 公司全资子公司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 6.51 亿元转让给蜀道集团，蜀道集团以其持有的路桥矿业 40%股权作价 7.14 亿元+货币 25.42 亿元（合计 32.56 亿元），对矿业集团进行增资。上述交易完成后，蜀道集团和四川路桥分别持股矿业集团的 60%和 40%（原先四川路桥和路桥集团分别持股矿业集团的 80%和 20%，即上市公司全资控股），蜀道集团成为矿业集团控股股东。同时，交易完成后，矿业集团、路桥集团分别持股路桥矿业的 60%和 40%（原先路桥集团和蜀道集团分别持股矿业集团的 60%和 40%）；
- 全资子公司清洁能源集团拟进行增资扩股，公司放弃增资优先认缴权，并由控股股东蜀道集团通过非公开协议方式、以股权和货币对清洁能源集团进行增资，增资金额 60.31 亿元。增资完成后，蜀道集团和四川路桥分别持股清洁能源集团的 60%和 40%（原为四川路桥全资子公司）。

图表17: 矿业集团及路桥矿业股权变更情况

图表18: 清洁能源集团股权变更情况



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

出表后可减轻上市公司①现金流、②报表利润压力：

- 矿业集团与清洁能源集团均未实现盈利，①矿业集团，直接持有锂矿、磷矿、海外钾盐矿等资产，2023 年营收 18.21 亿元，净利润-4.62 亿元，2024 年 1-8 月营收 17.88 亿元，净利润-2.47 亿元。②清洁能源集团，围绕风、光、水等绿色能源，开展相关运营业务，截至 24H1 期末，公司（含托管）在建及运营的清洁能源权益装机约 540 万千瓦。2023 年营收 6.20 亿元，净利润-0.62 亿元，2024 年 1-7 月营收 3.64 亿元，净利润-0.45 亿元。交易完成后，矿业集团、清洁能源集团均不并表，对利润表影响体现为投资收益，公司对矿业集团持股比例由交易前的 100%减少至交易后的 40%，对清洁能源集团持股比例由交易前的 100%减少至交易后的 40%，按照 2023 年两大板块亏损值测算，可以减亏 3.14 亿元，持股比例下降后，报表端利润压力略有减轻；
- 矿业集团与清洁能源集团实现盈利、仍需一定培育期，出表可优化上市公司投资活动现金流，由蜀道集团承接矿业+新能源板块，公司集中精力聚焦核心主业。

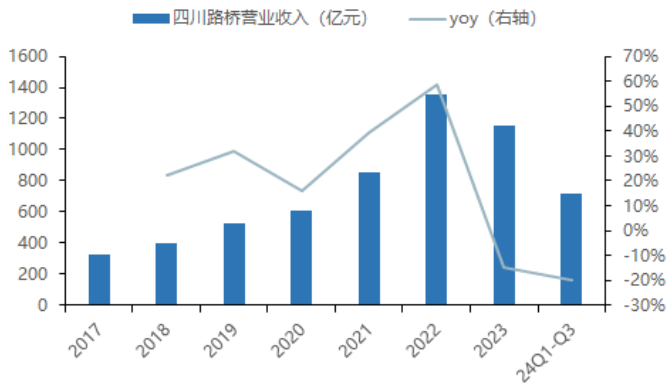
3 对内重回增长，对外出海蓬勃

3.1 主营：轻舟已过万重山

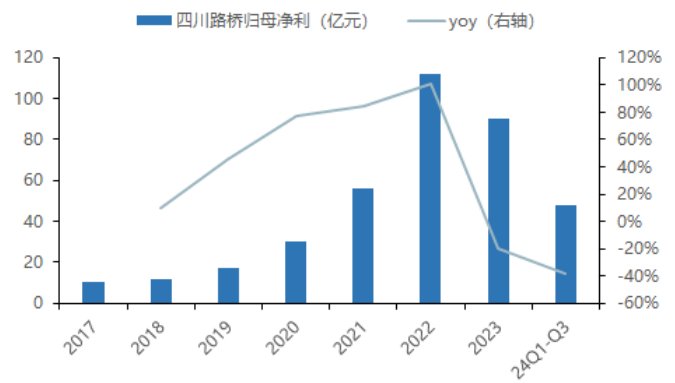
2020 年控股股东持续增持以来，公司股价超额收益明显，2020.1.1-2025.1.10 公司股价累计上涨 265%，同期申万建筑指数涨跌幅为-35%、沪深 300 涨跌幅为-10%。判断主因系：①业绩持续释放，2017-2022 年公司营收 CAGR 达 32.8%，归母净利 CAGR 达 60.2%，其中 2020 年以来业绩加速释放，2021-2022 年公司营收同比增速分别达 39%、59%，2020-2022 年公司归母净利同比增速分别达 78%、85%、101%；②控股股东持续增持，体现产业资本信心，以及流通股持续减少；③培育新赛道例如矿产、新能源，给与估值溢价。



图表19: 2017-2024Q1-Q3 公司营收情况



图表20: 2017-2024Q1-Q3 公司归母净利润情况



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表21: 2020 年以来公司股价超额收益明显



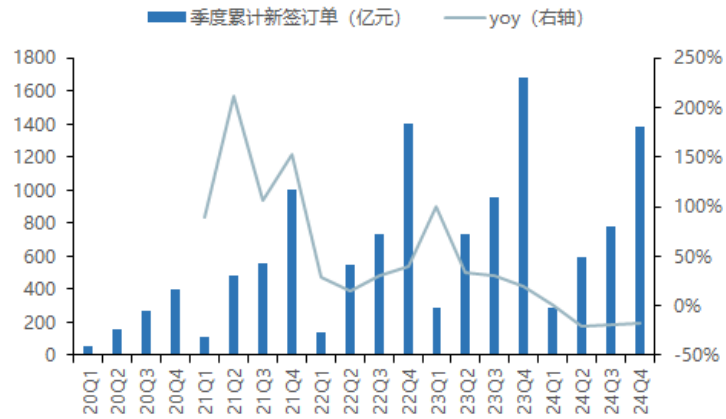
来源: wind, 国金证券研究所

但是公司股价自 23H2 以来有一定程度回调, 同期收入、业绩连续 2 年同比下滑, 2023 年公司收入同比-15%、归母净利润同比-20%, 24Q1-Q3 公司收入同比-20%、归母净利润同比-38%, 主因有风险事件影响。人事变更、订单、单季度营收/业绩 3 个角度, 表明公司经营层面已迈入正轨:

- 人事角度, 2024 年 9 月四川省委、省政府决定张正红任蜀道集团党委书记, 张正红曾任成都市副市长、四川省住建厅党组书记、攀枝花市委书记。同时, 2024 年 7 月四川路桥新任董事长孙立成、副董事长羊勇也已上任;
- 订单角度, 24Q3-Q4 公司季度累计新签订单同比降幅有所收窄;
- 业绩角度, 23Q3-24Q2 公司单季度营收连续 4 个季度同比负增, 24Q3 公司单季度营收 260.93 亿元、同比+13.25%, 实现同比正增长。23Q3-24Q3 公司单季度归母净利润连续 5 个季度同比负增, 但 24Q3 公司单季度归母净利润 15.78 亿元、同比-24.92%, 同比降幅出现明显收窄 (24Q1-Q2 单季度归母净利润同比增速分别为-35.73%、-50.72%)。

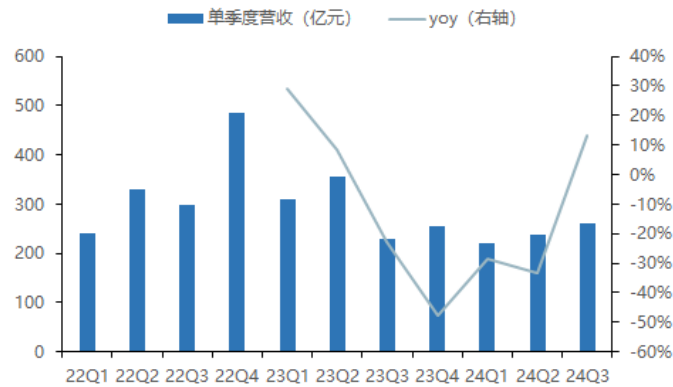


图表22: 2020年以来公司季度累计新签订单金额及yoy

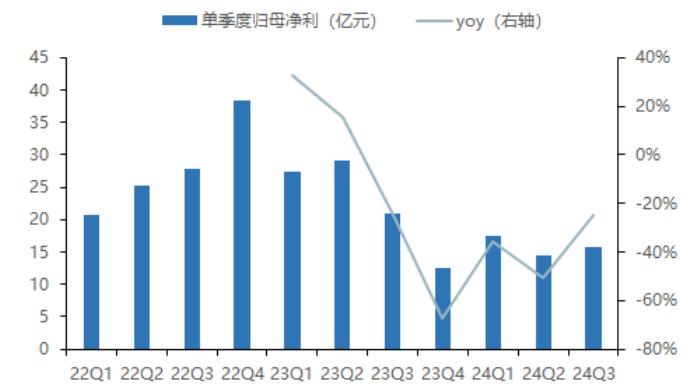


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表23: 2022年以来公司单季度收入及yoy



图表24: 2022年以来公司单季度归母净利润及yoy



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

3.2 出海: 加快打造“基建川军”

2023年海外实现20.84亿元,业务占比1.8%左右,毛利率约14.64%,2024上半年仅占比0.87%。近年来,公司持续聚焦中亚、非洲等“一带一路”沿线/地区国家。2024年3月四川路桥正式签约突尼斯比塞大大桥项目,该项目也是2023年中国在非洲公开市场中标的最大项目,是公司的品牌项目。同时,2024上半年签约厄立特里亚孔子学院项目。未来出海节奏有望加快。


图表25：四川路桥海外工程整理

项目名称	地区	项目介绍	中标或者交付时间
突尼斯比塞大桥	非洲（北非）	比塞大大桥项目位于突尼斯比塞大市，距首都突尼斯市 70 公里，横跨比塞大运河，毗邻地中海，为突尼斯 A4 高速公路和比塞大市之间新道路连接线的一部分。四川路桥中标金额约 14.21 亿元人民币。	2024 年正式签约
挪威哈罗格兰德跨海大桥	欧洲（北欧）	总长 1533 米，主跨 1145 米的钢箱梁悬索桥，在同类大桥中欧洲排名第 5 位，世界排名第 17 位。	2018 年建成通车
密克罗尼西亚科斯雷州大桥	大洋洲（太平洋中部群岛国）	四川路桥首次独立中标的海外援建项目，也是密克国内规模最大的经济援建项目，提前四个月完成交付。	2016 年正式移交
科威特公路项目	中东	四川路桥首次在科威特中标 RA259、RA246 两个公路工程，合同总价分别达 30.85 亿元、39.37 亿元。	2022 年全线通车（RA259）
挪威贝特斯塔桑德大桥	欧洲（北欧）	公司在挪威中标的第二个大桥项目，中标金额约为四千万美元（折合人民币约 3 亿元），大桥约 2800 吨钢箱梁结构均为“中国制造”。	2020 年正式通车
孟加拉达卡绕城公路 PPP 项目	南亚	达卡绕城高速公路项目全长 48.11 公里，预计 2025 年建成通车。来自中国的项目投资方和承建方四川路桥建设集团股份有限公司经过反复试验和论证，研究出“半刚性路面”和“加筋挡土墙”技术。	预计 2025 年建成通车
塞内加尔工业园	非洲（西非）	迪亚姆尼亚久国际工业园二期项目是“振兴塞内加尔计划”中的标志性项目。项目于 2019 年 11 月正式签约，于 2021 年 12 月正式开工建设。园区位于塞内加尔首都达喀尔以东 35 公里处的迪亚姆尼亚久市，包含 17 栋总建筑面积为 6.92 万平方米的厂房和 3 栋总建筑面积 1.3 万平方米的多层宿舍楼	2023 年正式竣工
迪拜市政道路工程	中东	/	/
也门阿木兰-哈贾公路	中东	/	/
索马里贝莱特温-布劳公路	非洲（东非）	/	/
也门萨那-塔兹公路	中东	/	/
坦桑尼亚曼辛公路	非洲（东非）	/	/

来源：川观新闻等，国金证券研究所整理

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

工程施工业务：2024 年公司新签订单金额 1383 亿元、同比-18%，主因系受部分突发事件影响、蜀道集团管理层出现一定人员变动，因此我们预计 2024 年公司工程施工业务同样受到明显拖累。我们预计 2024 年公司工程施工业务收入 925 亿元，同比-11%。尽管 2024 年新签订单金额同比两位数下滑，但考虑到①2023 年公司新签订单金额 1685 亿元、同比+20%，但收入角度下滑，部分订单受控股股东影响、并未充分转化，2025 年预计仍有部分剩余订单转化为收入，②四川省是西部大开发战略腹地，四川基建需求好于其他传统区域。未来区域基建景气度仍较高，2025 年起公司订单金额有望重回增长。我们预计 2025-2026 年公司工程施工业务收入分别为 943、990 亿元，同比增速分别为 2%、5%。预计 2024-2026 年公司工程施工业务毛利率分别为 15.7%、16.0%、16.0%，随着工程施工业务收入增速重回增长，我们预计工程施工业务毛利率稳中略有上升。

高速公路业务：主要为运营，该部分业务波动较为平稳、盈利水平明显高于工程施工业务。2024 年受部分突发事件影响，我们预计 2025 年后该业务重回增长区间，2024-2026 年公司高速公路业务收入分别为 29.0、33.4、38.4 亿元，同比增速分别为-3%、15%、15%。预计 2024-2026 年公司高速公路业务毛利率保持在 66.0%。

矿产&清洁能源业务：矿产、新能源业务出表，2025 年后不在上市公司报表口径体现，但仍会对公司利润表中的投资收益项造成干扰，考虑到矿业集团 2024 年 1-8 月净利润-2.47 亿元（持股比例 40%），清洁能源集团 2024 年 1-7 月净利润-0.45 亿元（持股比例 40%），



仍属于培育期、需要一定时间才能实现盈利，因此我们预计 2025-2026 年公司投资收益分别为-2、-1.5 亿元，主要为矿业集团、清洁能源集团亏损。

费用率：①我们预计 2024-2026 年公司销售费用率保持在 0.05%，公司整体销售费用率偏低；②我们预计 2024-2026 年公司管理费用率保持在 1.7%，公司整体管理费用率偏低；③我们预计 2024-2026 年公司研发费用率分别为 2.6%、2.7%、3.0%，前期公司研发费用率较高，2022-2023 年分别为 3.3%、3.5%，24Q1-Q3 仅 2.0%，或与公司收入规模同比有所下降有关。

图表26：公司盈利预测拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
工程施工					
收入 (亿元)	1140.73	1038.89	924.62	943.11	990.26
YoY		-9%	-11%	2%	5%
毛利率	18.50%	17.97%	15.66%	16.00%	16.00%
高速公路					
收入 (亿元)	24.29	30.02	29.00	33.35	38.35
YoY		24%	-3%	15%	15%
毛利率	58.39%	66.28%	66.00%	66.00%	66.00%
矿产					
收入 (亿元)	39.06	16.87	25.00	0.00	0.00
YoY		-57%	48%	/	/
毛利率	8.35%	0.86%	1.00%	/	/
清洁能源					
收入 (亿元)	1.99	4.58	6.50	0.00	0.00
YoY		130%	42%	/	/
毛利率	33.63%	37.72%	37.72%	/	/
费用率					
销售费用率	0.01%	0.03%	0.05%	0.05%	0.05%
管理费用率	1.24%	1.84%	1.70%	1.70%	1.70%
研发费用率	3.28%	3.47%	2.60%	2.70%	3.00%
整体					
收入 (亿元)	1351.51	1150.42	1012.94	1004.28	1056.44
YoY		-15%	-12%	-1%	5%
毛利率	17.05%	18.14%	16.47%	17.24%	17.41%

来源：wind，国金证券研究所

根据以上假设，我们预计 2024-2026 年公司整体营收分别为 1012.94、1004.28、1056.44 亿元，同比增速分别为-12%、-1%、5%，2024-2026 年归母净利润分别为 75.09、79.16 和 83.22 亿元，同比增速分别为-17%、5%、5%。

4.2 投资建议及估值

同行业可比上市公司选取建筑板块高股息标的，包括隧道股份（上海国资建筑企业，上海区域基建增速同样较为稳定）、中材国际（水泥 EPC 企业，成长性相对较优）、中钢国际（钢铁 EPC 企业，成长性相对较优）。可比公司股价对应 2024-2026 年平均 PE 分别为 9x、8x、7x，公司目前股价对应 2024-2026 年 PE 在 9x、8x、7x，估值水平基本相当。

投资建议：我们看好公司①西部大开发战略腹地，四川基建需求好于其他传统区域，②高持股+高分红，蜀道集团赋能依旧，③经营层面逐步迈入正轨，期待业绩重回增长。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 75.09、79.16 和 83.22 亿元，现价对应动态 PE 分别为 8x、8x、8x。给以 2025 年 9.4 倍估值，目标价 8.55 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。


图表27：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600820.SH	隧道股份	6.27	0.98	1.04	1.10	6	6	6
600970.SH	中材国际	10	1.23	1.36	1.50	8	7	7
000928.SZ	中钢国际	7.29	0.56	0.67	0.74	13	11	10
平均值						9	8	7
600039.SH	四川路桥	7.20	0.86	0.91	0.96	8	8	8

来源：Wind，国金证券研究所

注：股价基准日为 2025 年 2 月 24 日收盘价；可比公司（均未覆盖）参考 wind 一致预期（180 天）

风险提示

四川省基建投资增速不及预期：四川省是西部大开发战略腹地，四川基建需求好于我国其他传统区域。但如果四川省基建投资增速不及预期，可能导致公司控股股东蜀道集团在投资项目获取不及预期。

控股股东支持力度不及预期：公司控股股东蜀道集团高持股比例+高分红比例，投建一体模式下赋能显著。但如果控股股东对上市公司的支持力度不及预期，可能导致公司后续获取订单节奏不及预期。

地方政府化债进展不及预期：2024 年 10 月以来，地方政府化债节奏不断推进，但如果化债进展不及预期，可能导致各地方政府后续新开工项目偏少，对公司 EPC 订单获取造成影响。

股份解禁、减持风险：2024 年 12 月定向增发机构配售股份解禁 19.78 亿股，占解禁前流通股 29.5%、解禁后流通股 22.8%。2025 年 1 月股权激励限售股份解禁 355 万股，占解禁前流通股 0.05%、解禁后流通股 0.05%。

关联交易风险：公司第一大客户为控股股东蜀道集团公司，来自大股东的收入 2021-2023 年占比分别为 51.4%、59.7%、62.8%，投建一体化模式放大赋能效应。但如果控股股东对上市公司的支持力度不及预期，可能导致公司后续关联交易占比下降。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	85,049	135,151	115,042	101,294	100,428	105,644	货币资金	12,292	31,440	21,721	18,085	17,821	18,781	
增长率		58.9%	-14.9%	-12.0%	-0.9%	5.2%	应收款项	21,780	20,978	25,031	29,131	27,211	28,445	
主营业务成本	-71,318	#####	-94,171	-84,612	-83,119	-87,250	存货	3,295	4,929	5,386	7,186	6,604	6,454	
%销售收入	83.9%	82.9%	81.9%	83.5%	82.8%	82.6%	其他流动资产	35,289	73,911	93,950	98,024	97,314	101,422	
毛利	13,730	23,049	20,871	16,682	17,310	18,394	流动资产	72,656	131,258	146,088	152,426	148,949	155,103	
%销售收入	16.1%	17.1%	18.1%	16.5%	17.2%	17.4%	%总资产	53.0%	63.0%	60.6%	60.5%	59.2%	59.5%	
营业税金及附加	-423	-516	-349	-355	-351	-370	长期投资	14,018	19,724	30,557	30,557	30,557	30,557	
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	3,655	6,174	18,055	22,955	26,455	29,955	
销售费用	-22	-20	-34	-46	-45	-48	%总资产	2.7%	3.0%	7.5%	9.1%	10.5%	11.5%	
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	30,459	33,024	34,497	34,045	33,591	33,158	
管理费用	-1,109	-1,677	-2,121	-1,722	-1,707	-1,796	非流动资产	64,383	77,041	94,826	99,554	102,588	105,644	
%销售收入	1.3%	1.2%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%	%总资产	47.0%	37.0%	39.4%	39.5%	40.8%	40.5%	
研发费用	-2,855	-4,428	-3,996	-2,634	-2,712	-3,169	资产总计	137,038	208,299	240,915	251,980	251,537	260,746	
%销售收入	3.4%	3.3%	3.5%	2.6%	2.7%	3.0%	短期借款	9,031	5,911	13,253	26,427	25,284	24,640	
息税前利润 (EBIT)	9,321	16,408	14,371	11,927	12,494	13,012	应付款项	44,310	74,538	90,141	95,039	89,895	93,219	
%销售收入	11.0%	12.1%	12.5%	11.8%	12.4%	12.3%	其他流动负债	8,952	28,032	20,910	4,628	4,631	4,990	
财务费用	-2,382	-2,519	-2,710	-2,506	-2,506	-2,504	流动负债	62,293	108,481	124,303	126,094	119,810	122,848	
%销售收入	2.8%	1.9%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	长期贷款	41,727	48,950	60,918	68,918	69,918	70,918	
资产减值损失	-308	-652	-894	-325	-213	-200	其他长期负债	2,486	4,867	4,944	2,452	2,408	2,443	
公允价值变动收益	2	-7	-3	0	0	0	负债	106,506	162,298	190,165	197,464	192,136	196,209	
投资收益	71	200	193	-20	-200	-150	普通股股东权益	27,149	41,794	45,127	48,763	53,513	58,506	
%税前利润	1.0%	1.5%	1.8%	n.a	n.a	n.a	其中：股本	4,775	6,226	8,716	8,713	8,713	8,713	
营业利润	6,781	13,615	11,049	9,167	9,666	10,163	未分配利润	14,619	24,591	27,675	32,181	36,930	41,923	
营业利润率	8.0%	10.1%	9.6%	9.0%	9.6%	9.6%	少数股东权益	3,383	4,207	5,624	5,752	5,888	6,031	
营业外收支	67	42	-81	35	35	35	负债股东权益合计	137,038	208,299	240,915	251,980	251,537	260,746	
税前利润	6,848	13,657	10,968	9,202	9,701	10,198	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	8.1%	10.1%	9.5%	9.1%	9.7%	9.7%	每股指标							
所得税	-1,154	-2,291	-1,931	-1,564	-1,649	-1,734	每股收益	1.169	1.801	1.033	0.862	0.909	0.955	
所得税率	16.8%	16.8%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%	每股净资产	5.685	6.712	5.178	5.597	6.142	6.715	
净利润	5,694	11,366	9,037	7,638	8,052	8,465	每股经营现金净流	1.442	2.150	-0.243	-1.641	1.066	1.161	
少数股东损益	112	153	34	129	136	143	每股股利	0.470	0.910	0.517	0.345	0.363	0.382	
归属于母公司的净利润	5,582	11,213	9,004	7,509	7,916	8,322	回报率							
净利率	6.6%	8.3%	7.8%	7.4%	7.9%	7.9%	净资产收益率	20.56%	26.83%	19.95%	15.40%	14.79%	14.22%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.07%	5.38%	3.74%	2.98%	3.15%	3.19%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	9.38%	13.22%	9.31%	6.53%	6.63%	6.67%	
净利润	5,694	11,366	9,037	7,638	8,052	8,465	增长率							
少数股东损益	112	153	34	129	136	143	主营业务收入增长率	39.26%	58.91%	-14.88%	-11.95%	-0.85%	5.19%	
非现金支出	2,332	2,238	4,463	842	705	671	EBIT增长率	54.54%	76.04%	-12.42%	-17.01%	4.76%	4.14%	
非经营收益	2,336	2,390	2,632	2,615	2,681	2,629	净利润增长率	84.52%	100.87%	-19.70%	-16.60%	5.42%	5.13%	
营运资金变动	-3,477	-2,605	-18,251	-25,393	-2,149	-1,648	总资产增长率	21.03%	52.00%	15.66%	4.59%	-0.18%	3.66%	
经营活动现金净流	6,885	13,389	-2,118	-14,299	9,289	10,116	资产管理能力							
资本开支	-2,558	-5,328	-7,744	-2,360	-3,490	-3,490	应收账款周转天数	63.5	47.0	59.1	90.0	85.0	85.0	
投资	-1,121	-2,113	-2,824	0	0	0	存货周转天数	13.5	13.4	20.0	31.0	29.0	27.0	
其他	26	-403	63	-20	-200	-150	应付账款周转天数	159.4	161.0	270.7	345.0	330.0	325.0	
投资活动现金净流	-3,653	-7,844	-10,505	-2,380	-3,690	-3,640	固定资产周转天数	12.7	10.0	42.4	56.8	64.6	68.3	
股权募资	543	2,601	443	83	0	0	偿债能力							
债权募资	6,603	7,593	11,401	19,488	-143	355	净负债/股东权益	129.19%	55.28%	106.86%	144.99%	133.27%	121.72%	
其他	-4,434	-3,549	-9,088	-6,474	-5,683	-5,844	EBIT利息保障倍数	3.9	6.5	5.3	4.8	5.0	5.2	
筹资活动现金净流	2,713	6,644	2,756	13,097	-5,826	-5,489	资产负债率	77.72%	77.92%	78.93%	78.37%	76.38%	75.25%	
现金净流量	5,938	12,194	-9,886	-3,582	-227	987								

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	6	11	30
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

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

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

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

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

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

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

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

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

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究