

四川成渝(601107.SH)

投资评级：买入（维持）

证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunny01@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com
张付哲
SAC: S1350525070001
zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据		2025年12月19日
收盘价 (元)	6.21	
一年内最高 / 最低 (元)	6.57/4.74	
总市值 (百万元)	18,990.55	
流通市值 (百万元)	18,990.55	
总股本 (百万股)	3,058.06	
资产负债率 (%)	66.38	
每股净资产 (元/股)	5.49	

资料来源：聚源数据

——拟现金收购荆宜高速 85% 股权，2026 年股息率有望提升

投资要点：

- **事件：**四川成渝发布全资子公司收购荆宜公司 85% 股权暨关联交易公告，拟以现金 24.09 亿元收购蜀道创投所持有的湖北荆宜高速公路有限公司 85% 股权。
- **荆宜高速盈利稳健，如现金收购落地股息率有望进一步提升。**1) 根据公司公告，荆宜高速全长约 95km，是“湖北省骨架公路网”规划“六纵五横一环”骨架的主要“一横”，起于荆门市掇刀区、东宝区和宜昌市的当阳市、夷陵区、猇亭区。收费期限到期日为 2038 年 3 月 13 日，距评估基准日 2025 年 7 月 31 日，尚有 12.67 年运营期，根据《收费公路权益转让办法》，收费权价值评估应采用收益现值法，以收益法测算，荆宜高速股东全部权益在评估基准日的市场价值约为 28.35 亿元。2) 从近 3 年经营数据看，荆宜公司通行费收入变化不大，净利润变化主要为外部借款额下降使财务费用降低，从而带来净收益增长，2024 年及 2025 年 1-7 月，荆宜高速净利润约为 1.92 亿及 1.49 亿元。3) 此次收购包含业绩承诺，根据合同约定，2026-2028 年标的扣非净利润不达 2.35、2.47、2.70 亿元，将在当年进行足额现金补偿。如此次现金收购顺利落地，2026 年起公司股息率有望进一步提升。
- **“大集团+小公司”战略，资源整合下成长空间广阔。**作为蜀道集团旗下唯一的高速公路上市平台，公司依托蜀道集团的雄厚资源实现发展。蜀道集团作为省级国企，资产规模庞大，截至 2024 年底总资产达 1.5 万亿元，旗下拥有超 500 家全资及控股企业，投资建设运营的高速公路和铁路里程分别超 11400 公里和 6700 公里。蜀道集团业务涵盖公路、铁路的投资建设运营及相关多元产业，旗下路产资源丰富，未来存在较大的协同空间。
- **盈利预测与评级：**公司持续完善路网规模，推进降本增效工作，同时高分红比率与股息率有望带动价值提升，考虑到此次收购或于 2026 年落地，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 16.1/19.6/21.7 亿元，当前股价对应的 PE 分别为 11.8/9.7/8.8 倍，以 60% 分红比例测算，对应股息率约为 5.1%/6.2%/6.9%，维持“买入”评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济波动导致车流量增速不及预期；2) 收费政策调整导致通行费收入不及预期；3) 路网效应及分流导致车流量增速不及预期；4) 自然灾害导致通行费收入不及预期。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	11,652	10,362	11,220	12,070	12,486
同比增长率 (%)	10.12%	-11.07%	8.28%	7.57%	3.45%
归母净利润 (百万元)	1,187	1,459	1,613	1,964	2,168
同比增长率 (%)	90.15%	22.91%	10.58%	21.72%	10.38%
每股收益 (元/股)	0.39	0.48	0.53	0.64	0.71
ROE (%)	7.57%	7.93%	8.47%	9.90%	10.47%
市盈率 (P/E)	16.00	13.02	11.77	9.67	8.76

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,948	2,567	2,306	2,079
应收票据及账款	235	255	274	284
预付账款	129	140	150	156
其他应收款	232	252	271	280
存货	30	32	34	34
其他流动资产	509	551	593	613
流动资产总计	4,084	3,797	3,628	3,446
长期股权投资	512	551	591	633
固定资产	982	988	1,080	1,135
在建工程	158	252	195	164
无形资产	52,003	51,851	52,664	54,426
长期待摊费用	21	20	20	25
其他非流动资产	3,310	5,310	6,309	6,309
非流动资产合计	56,987	58,971	60,860	62,691
资产总计	61,070	62,768	64,488	66,137
短期借款	711	811	911	1,011
应付票据及账款	1,723	1,858	1,946	1,980
其他流动负债	3,010	3,241	3,399	3,459
流动负债合计	5,443	5,909	6,255	6,449
长期借款	35,784	36,284	36,784	37,284
其他非流动负债	347	347	347	347
非流动负债合计	36,131	36,631	37,131	37,631
负债合计	41,575	42,541	43,386	44,081
股本	3,058	3,058	3,058	3,058
资本公积	2,431	2,431	2,431	2,431
留存收益	12,915	13,560	14,345	15,212
归属母公司权益	18,404	19,049	19,835	20,702
少数股东权益	1,091	1,178	1,267	1,355
股东权益合计	19,496	20,228	21,101	22,057
负债和股东权益合计	61,070	62,768	64,488	66,137

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,362	11,220	12,070	12,486
营业成本	7,061	7,615	7,976	8,116
税金及附加	36	39	42	44
销售费用	77	83	89	92
管理费用	577	599	636	646
研发费用	0	0	0	0
财务费用	819	903	920	938
资产减值损失	0	0	0	0
信用减值损失	-15	-15	-15	-15
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	43	45	47	50
公允价值变动损益	11	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	32	32	32	32
营业利润	1,863	2,043	2,470	2,718
营业外收入	29	35	35	35
营业外支出	14	14	14	14
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,878	2,064	2,491	2,738
所得税	331	364	439	483
净利润	1,547	1,700	2,052	2,256
少数股东损益	88	87	88	88
归属母公司股东净利润	1,459	1,613	1,964	2,168
EPS(元)	0.48	0.53	0.64	0.71

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	-11.07%	8.28%	7.57%	3.45%
营业利润增长率	20.25%	9.64%	20.91%	10.02%
归母净利润增长率	22.91%	10.58%	21.72%	10.38%
经营现金流增长率	14.42%	12.59%	7.27%	3.89%
盈利能力				
毛利率	31.86%	32.13%	33.92%	35.00%
净利率	14.93%	15.15%	17.00%	18.07%
ROE	7.93%	8.47%	9.90%	10.47%
ROA	2.39%	2.57%	3.04%	3.28%

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
税后经营利润	1,547	1,619	1,969	2,171	毛利率
折旧与摊销	1,268	1,315	1,368	1,427	净利率
财务费用	819	903	920	938	ROE
投资损失	-43	-45	-47	-50	ROA
营运资金变动	61	272	153	49	估值倍数
其他经营现金流	44	98	100	103	P/E
经营性现金净流量	3,696	4,162	4,464	4,638	P/S
投资性现金净流量	-3,196	-3,271	-3,226	-3,227	P/B
筹资性现金净流量	464	-1,271	-1,499	-1,638	股息率
现金流量净额	965	-380	-261	-227	EV/EBITDA

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）。