

四川成渝(601107.SH)/四川成渝高速公路(00107.HK)

蜀道集团唯一公路平台，扩容外延并举发力

核心观点：

- **四川省国资委控股，蜀道集团旗下唯一路产上市平台。**公司作为四川省属国资背景，是蜀道集团旗下唯一的高速公路上市平台。公司深耕省内高速主业，核心路产成渝高速、成雅高速、成乐高速等均为连接成渝地区双城经济圈的交通要道。2024年公司通行费收入达47.77亿元，近三年CAGR位居行业前列。公司现金流稳健且分红率已提升至60%，红利资产属性凸显。
- **成渝双城经济圈战略腹地，交通强省规划带动需求增长。**四川省作为国家战略腹地，路网规划增速全国领先。随着《四川省高速公路网布局规划(2022-2035年)》的推进，省内正加速构建“四向八廊”综合交通走廊。公司辖下路产地理位置优越，多分布于经济较发达和旅游热点地区，平均剩余收费年限约12.38年，处于行业领先水平。在川渝一体化进程下，区域内人口流动及货运需求旺盛，将持续支撑公司通行费收入的稳步增长。
- **做优存量做大增量，期待路产扩张与年限延长。**公司主业战略已进入优化成长期。目前成乐高速扩容工程在加速推进，G5京昆高速公路成都至雅安段扩容项目也已中标。公司将采取原路升级扩建、资产整合、并购优质路产等策略，扩大路产规模。短期来看，宏观环境有望回暖叠加高分红承诺，公司具备较强的配置价值；中长期看，随着扩容产能的逐步兑现，公司业绩有望持续提升，股东回报仍值得期待。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑扩容并购等影响，预计公司25-27年归母净利润分别为16.10/17.16/17.84亿元。基于DDM模型测算公司A、H合理价值分别为6.43元人民币和5.75港币/股（参考AH溢价，H股给予20%折价后），首次覆盖均给予“增持”评级。
- **风险提示。**需求波动；政策变动；改扩建项目收益率不及预期等。

盈利预测：

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,652	10,362	9,932	9,859	9,812
增长率(%)	17.6%	-11.1%	-4.2%	-0.7%	-0.5%
EBITDA	3,577	3,911	3,774	4,375	4,475
归母净利润	1,187	1,459	1,610	1,716	1,784
增长率(%)	55.7%	22.9%	10.4%	6.6%	4.0%
EPS(元/股)	0.39	0.48	0.53	0.56	0.58
市盈率(P/E)	11.3	11.0	11.9	11.2	10.7
ROE(%)	7.6%	7.9%	7.9%	8.2%	8.2%
EV/EBITDA	12.8	12.6	14.0	12.4	11.9

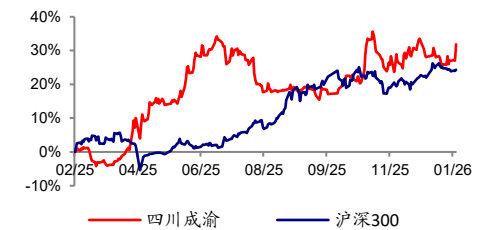
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	增持-A/增持-H
当前价格	6.26元/5.38港元
合理价值	6.43元/5.75港元
报告日期	2026-01-29

基本数据

股票代码	601107.SH	00107.HK
总股本(百万股)	3058.06	3058.06
流通股本(百万股)	2162.74	895.32
总市值(百万)	19,143元	16,452港元
一年内最高/低价	6.54-4.76元	5.68-3.27港元
30日日均成交量(百万股)	11.31	2.20
30日日均成交额(百万)	69元	11港元
近3个月涨跌幅(%)	8.49	6.53

相对市场表现



分析师：

许可



SAC 执证号: S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-88285832



xuke@gf.com.cn

分析师：

钟文海



SAC 执证号: S0260523120011



021-38003630



zhongwenhai@gf.com.cn

请注意，钟文海并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

目录索引

一、蜀道集团唯一公路上市平台，深耕省内公路主业	5
(一) 蜀道集团唯一公路上市平台，公司实控人为四川省国资委	5
(二) 路产地理位置优越，平均剩余收费年限行业领先	6
(三) “增收+降本”双驱动，近三年业绩表现突出	7
二、四川路网：整体平稳发展，规划修路增速全国领先	11
(一) 公路行业：低速增长成熟期，收费标准长期稳定	11
(二) 四川省规划修路增速全国领先	14
三、四川成渝：立足主责主业，持续推动改扩建	17
(一) 整体情况	17
(二) 成渝高速：分流影响进入尾声，车流量趋于稳定	18
(三) 成雅高速：旅游资源带动车流量增长，国家政策影响通行费收入	19
(四) 成仁高速：分流影响持续，车流量与通行费收入欠佳	20
(五) 成乐高速：“四改八”黄金旅游高速业绩突出，改扩建进入尾声	21
(六) 二绕西高速：车流量口径变换，通行费收入稳定	22
四、盈利预测和投资建议	23
五、风险提示	26

图表索引

图 1: 截止 2024 年年底, 四川成渝股权结构图	5
图 2: 公司发展历程	5
图 3: 四川成渝在省内的路产分布	6
图 4: 整体营收结构受建造期收入影响	8
图 5: 优质资产注入助力通行费收入增长	8
图 6: 近 6 年通行费收入成本表现优异	8
图 7: 财务费用不断下降	8
图 8: 近几年整体毛利率开始爬升	9
图 9: 车辆通行费毛利率提升明显	9
图 10: 近两年公司归母净利润增长明显	10
图 11: 现金流不断改善	11
图 12: 分红率提升至 60%	11
图 13: 全国高速公路存量里程已进入低速增长阶段	11
图 14: 公路行业资本开支大幅加码的时期已经过去	11
图 15: 2015 年以来公路货运量增速放缓	12
图 16: 2019 年以来快递物流需求同比保持中高增速	12
图 17: 公路大巴等统计内的客运出行增速在 2015 年后放缓	12
图 18: 从高铁客运量来看 2019 年以前出行需求大盘保持中高增速增长	12
图 19: 私人汽车保有量长期稳步增长	13
图 20: 对比海外, 我国人均汽车保有量有较大空间	13
图 21: 2024 年商用车销量回升后维持	13
图 22: 路网成熟、经济发达地区公路公司平均 ROE 水平更高	14
图 23: 过往川渝地区 GDP 增速高于全国, 近 5 年增速基本持平	15
图 24: 四川省高速公路网布局规划图 (2022-2035 年)	16
图 25: 2021 与 2022 年, 成渝高速受天府国际机场高速分流影响	18
图 26: 成渝高速车流量	18
图 27: 成渝高速通行费收入	18
图 28: 成雅高速	19
图 29: 成雅高速车流量	19
图 30: 成雅高速通行费收入	19
图 31: 成仁高速	20
图 32: 成仁高速车流量	20
图 33: 成仁高速通行费收入	20
图 34: 成乐高速	21
图 35: 成乐高速车流量	22
图 36: 成乐高速通行费收入	22
图 37: 二绕西高速	22
表 1: 成渝高速管理及经营的收费公路	6
表 2: 国内主要上市公路企业平均剩余年限对比 (以 2024 年 12 月 31 日为基准)	

.....	7
表 3: 平均剩余收费年限长, 但核心路产成渝高速剩余收费年限短 (以 2024 年 12 月 31 日为基准)	7
表 4: 近 3 年高速公路公司通行费收入表现	8
表 5: 24 年各板块营收与成本	9
表 6: 四川成渝近期归母净利润增速行业领先	10
表 7: 公路收费标准按照客货两分	14
表 8: 相关利好政策	15
表 9: 通行费收入, 建造期收入与销售业务收入三大收入构成公司约 96% 的营收 (2024 年年报)	17
表 10: 成渝高速、成雅高速、成仁高速、成乐高速和二绕西高速为公司的核心路产	17
表 11: 四川成渝核心路产收入预测 (百万元)	24
表 12: 四川成渝主要财务指标预测 (百万元)	24
表 13: DDM 估值假设	25
表 14: DDM 估值结果	25
表 15: 可比公司估值	25

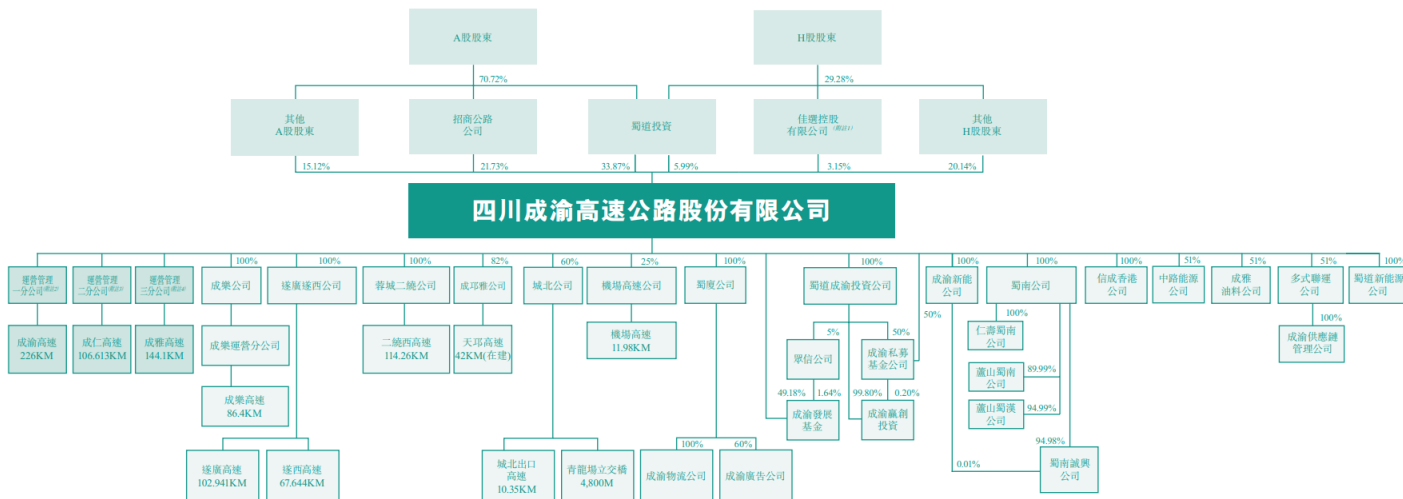
一、蜀道集团唯一公路上市平台，深耕省内公路主业

（一）蜀道集团唯一公路上市平台，公司实控人为四川省国资委

蜀道集团唯一的高速公路产业上市平台。四川成渝高速公路股份有限公司成立于1997年，是中国西部地区唯一一家基建类A+H股上市企业，也是蜀道集团唯一的高速公路产业上市平台。成渝公司主要业务为投资、建设、运营省内部分高速公路项目，绿色能源投资业务以及沿线资源综合开发，现下辖18家直属子、分公司。

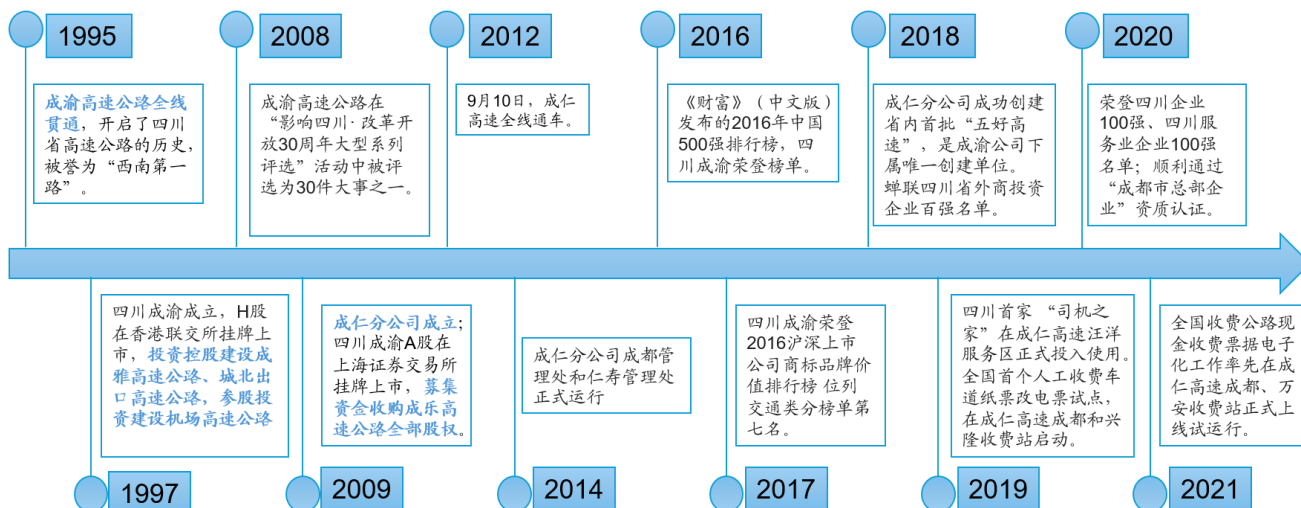
公司实控人为四川省国资委。截至2025Q3，蜀道集团持有公司39.86%的股份，实际控制人为四川省人民政府国有资产监督管理委员会，招商公路共持有公司24.88%的股份（直接持有A股21.73%、间接持有H股3.15%）。

图 1：截止2025H1，四川成渝股权结构图



数据来源：公司 2025 年半年报，广发证券发展研究中心

图 2：公司发展历程



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

(二) 路产地理位置优越，平均剩余收费年限行业领先

公司路产均为国道或省道干线，连通省会要道，地理位置优越。公司旗下路产多为区域交通要道，区位优势显著。公司辖下路产均为国道或省道干线高速公路，包括四川至重庆、贵州、云南的出省通道，以及连通省会成都与省内主要城市的重要区域通道，且多分布于四川省经济较发达地区和旅游热点地区，区域运输需求大、交通地位显著。截至2025年6月30日，集团辖下高速公路通车总里程约900公里（其中收费总里程约858公里，天邛高速里程约42公里，目前暂未开始收费），在建成乐扩容高速公路里程约136.1公里（含原成乐高速里程86.4公里）。

表 1: 成渝高速管理及经营的收费公路

道路编号	高速公路名称	权益比例 (%)	收费里程 (公里)	权益收费里程 (公里)	车道
G76/G85	成渝高速	100%	226	226	四车道
G5/G93	成雅高速	100%	144	144	六车道/四车道
G4215	成仁高速	100%	107	107	六车道/四车道
G0512	成乐高速	100%	86	86	八车道/四车道
S57	城北出口 (含青龙场立交桥) 高速	60%	10	6	六车道
G8515/S40	遂广高速	100%	103	103	四车道
S29	遂西高速	100%	68	68	四车道
G4202	二绕西高速	100%	114	114	六车道

数据来源：公司官网，公司 2024 年年报，广发证券发展研究中心

图 3: 四川成渝在省内的路产分布



数据来源：公司 2024 年年报，广发证券发展研究中心

公司平均收费年限约**12.38年**，处于行业领先水平。以2024年12月31日为基准日计算，公司控股项目平均剩余收费年限为**12.38年**，处于行业领先水平。值得注意的是，成都城北出口高速公路已经到期，成渝高速只剩**2.8年**，是否能够成功延期有待观察。

表 2：国内主要上市公路企业平均剩余年限对比（以2024年12月31日为基准）

公司名称	控股项目里程平均剩余经营期限（年）
粤高速 A	7.62
深高速	6.83
招商公路	10.43
皖通高速	10.38
宁沪高速	10.94
山东高速	12.34
越秀交通基建	12.40
成渝高速	12.38
楚天高速	13.49
赣粤高速	13.64

数据来源：四川成渝年度报告，广发证券发展研究中心

表 3：平均剩余收费年限长，但核心路产成渝高速剩余收费年限短（以 2024 年 12 月 31 日为基准）

高速路名称	收费权起始日	截止日	剩余收费年限（年）
成渝高速公路	1997/10/07	2027/10/06	2.8
成都城北出口高速公路	1998/12/21	2024/06/30	已过期
成雅高速公路	2000/01/01	2029/12/31	5.0
成乐高速公路	1999	2029	5.0
成仁高速公路	2012/09/18	2042/07/15	17.7
遂广遂西高速公路	2016/10/09	2046/09/09	21.9
成都第二绕城高速公路西段	2016/02/16	2046/01/11	22.0

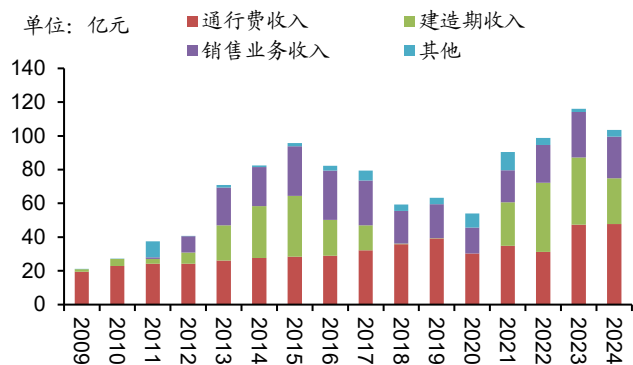
数据来源：四川成渝年度报告，广发证券发展研究中心

（三）“增收+降本”双驱动，近三年业绩表现突出

整体营收受建造期收入影响。整体营收从2015-2020年不断下滑，主要是因为建造期收入大幅减少，从2021年起开始逐步恢复，不断增长，2024年有所下降主要是因为天邛高速建设进入尾声，建造服务收入大幅下降。

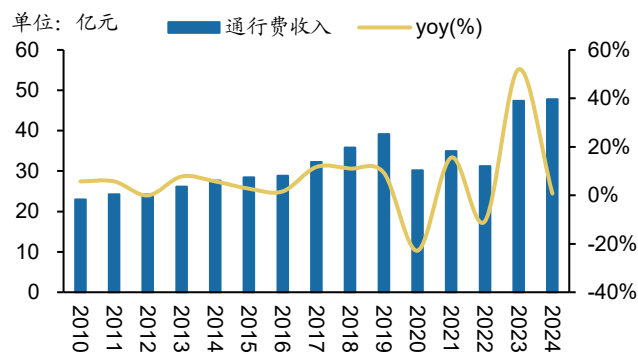
优质资产注入助力通行费增长。通行费收入自2021年至2024年增速迅猛，CAGR达11.01%，位于行业领先水平，至2024年达到新高47.77亿元，较高的增速主要来源于社会经济复苏与二绕西高速的整合收购。此外，天邛高速建设进入尾声，未来有望进一步对通行费收入做出贡献。

图 4: 整体营收结构受建造期收入影响



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 5: 优质资产注入助力通行费收入增长



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

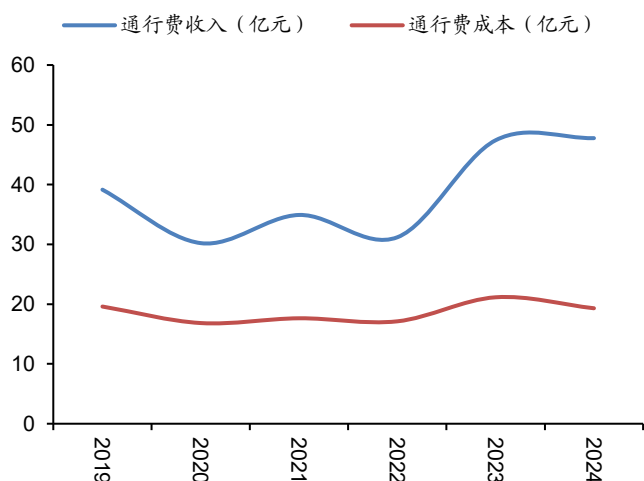
表 4: 近 3 年高速公路公司通行费收入表现

公司名称	2021 年 (亿元)	2022 年 (亿元)	2023 年 (亿元)	2024 年 (亿元)	近 3 年 CAGR
招商公路	58.23	51.39	64.04	96.86	18.49%
四川成渝	34.92	31.19	47.42	47.77	11.01%
宁沪高速	82.63	73.23	95.11	95.28	4.86%
皖通高速	59.9	59.33	63.18	61.77	1.03%
福建高速	29.42	26.39	30.12	29.91	0.55%
山东高速	97.76	93.03	102.47	96.55	-0.41%
中原高速	46.34	36.33	46.18	44.59	-1.27%
粤高速 A	51.7	40.96	48.11	45.00	-4.52%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

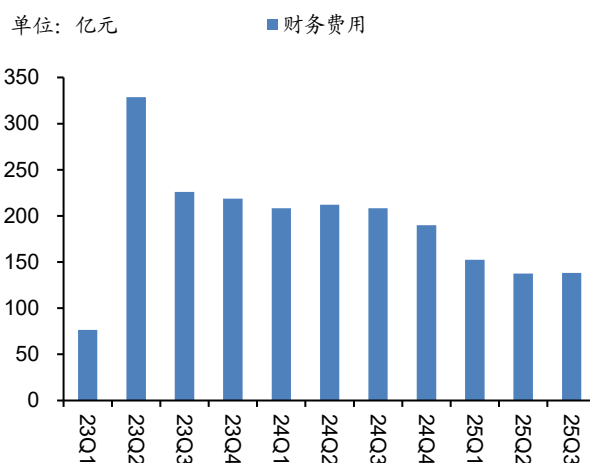
压降融资成本降低财务费用, 通行费成本端控制优异。近5年, 车辆通行费在收入端不断攀升的情况下, 成本却始终保持稳定, 甚至出现减少的情况。2024年, 在车辆通行费收入同比上涨0.74%的情况下, 成本同比下降8.73%。同时, 财务费用下降明显, 从23年二季度的峰值329亿元逐步下降至25年第三季度的138亿元。

图 6: 近6年通行费收入成本表现优异



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 7: 财务费用不断下降



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

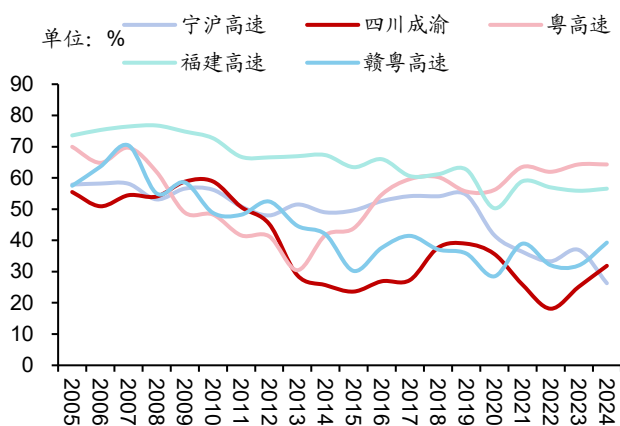
表 5: 24 年各板块营收与成本

分行业	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)
公路桥梁管理及养护业	47.77	19.31	59.59	0.74	-8.73
建造服务	27.03	27.03	-	-32.16	-32.16
租赁业	0.64	0.19	70.15	37.21	3.03
商品销售	24.77	21.70	12.39	-8.06	-10.89
BT/PPP 项目	1.87	0.92	50.80	22.99	-19.02
其他业务	0.98	0.92	6.53	不适用	不适用

数据来源: 四川成渝 2024 年度报告, 广发证券发展研究中心

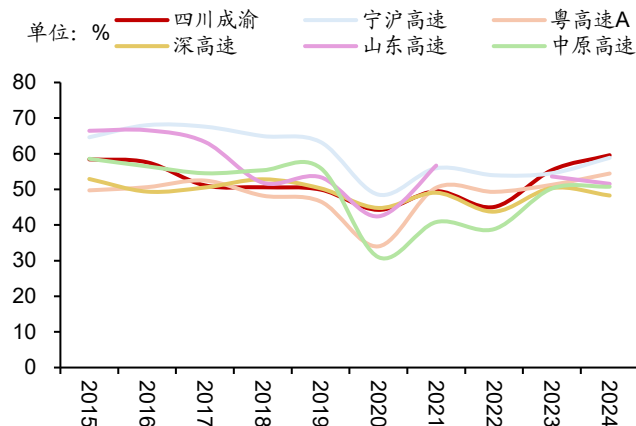
公司整体毛利率表现较为普通,但近年来通行费毛利率不断攀升。受其他业务影响,公司整体毛利率处于行业靠后水平,但在车辆通行费毛利率方面表现较好,公司通行费毛利率在2022年开始不断增长,从45.06%上涨到2024年的59.59%,2024年的通行费毛利率已经处于行业领先水平。

图 8: 近几年整体毛利率开始爬升



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

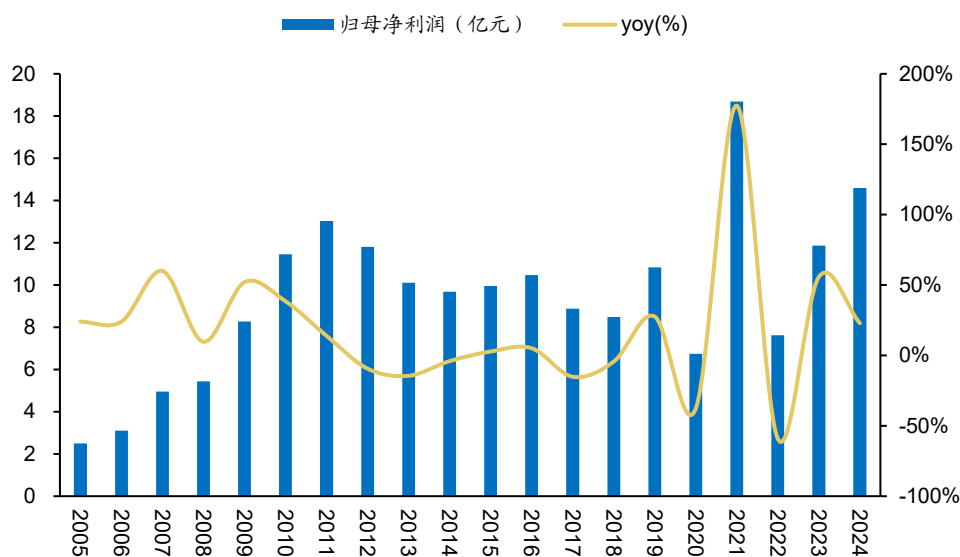
图 9: 车辆通行费毛利率提升明显



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

近期归母净利润增速行业领先。自成立以来,归母净利润表现较为稳定,2021年出现实增主要是因为剥离了房地产业务。最近两年都呈现上涨趋势,2024年同比增长22.91%,达14.59亿元,2025Q1-3同比增长16%,增速都处于行业领先水平。

图 10: 近两年公司归母净利润增长明显



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 6: 四川成渝近期归母净利润增速行业领先

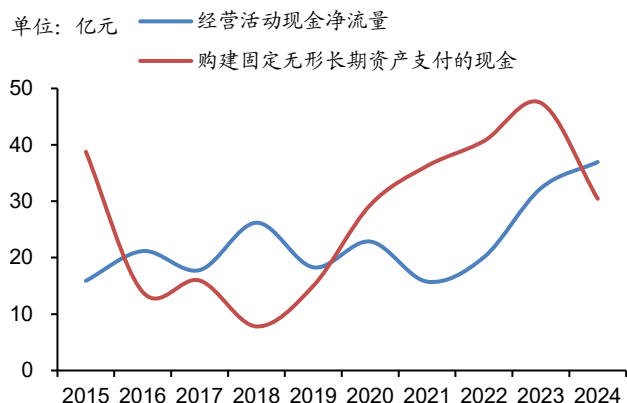
公司名称	24 年归母净利润 (亿元)	24YOY (%)	25Q1-3 归母净利润 (亿元)	25Q1-3 YOY (%)
东莞控股	9.55	43%	8.36	15%
四川成渝	14.59	23%	13.00	16%
龙江交通	1.52	19%	1.56	5%
宁沪高速	49.47	12%	38.37	-7%
中原高速	8.8	6%	9.61	17%
赣粤高速	12.79	9%	16.28	41%
山西高速	4.66	2%	3.91	2%
五洲交通	6.98	6%	5.08	-10%
吉林高速	5.39	-1%	3.96	2%
山东高速	31.96	-3%	26.19	4%
皖通高速	16.69	1%	14.77	21%
粤高速 A	15.62	-4%	15.45	14%
招商公路	53.22	-21%	40.12	-4%
福建高速	7.81	-13%	8.22	4%
楚天高速	7.68	-19%	5.69	-14%
现代投资	3.41	-37%	4.33	7%
湖南投资	0.81	-45%	0.56	-39%
深高速	11.45	-51%	14.70	7%

数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

近年来, 经营性现金流也在不断改善, 主要受益于如成乐高速等改扩建项目的逐步落地, 2024年, 公司经营性现金流已修复至37亿元, 相较于2021年的低点提升了21亿元。同时, 公司高度重视对投资者的合理投资回报, 履行三年(2023-2025年)

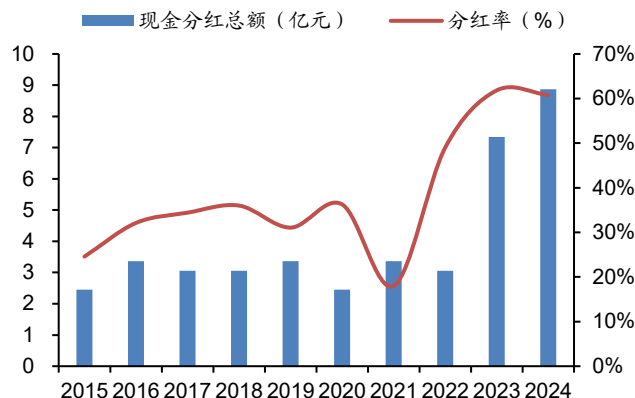
股东回报规划中的承诺，2024年现金分红比例达到60.79%。

图 11: 现金流不断改善



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 12: 分红率提升至60%



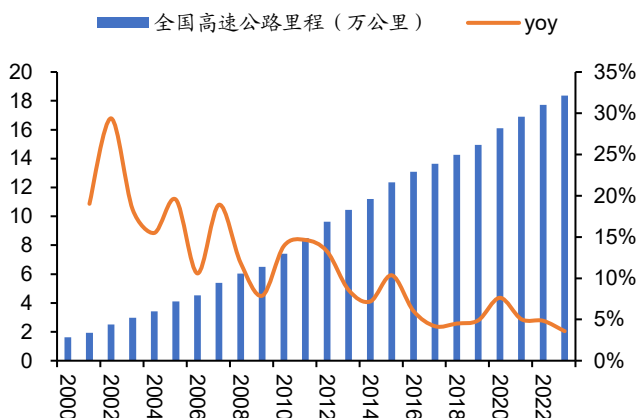
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

二、四川路网：整体平稳发展，规划修路增速全国领先

(一) 公路行业：低速增长成熟期，收费标准长期稳定

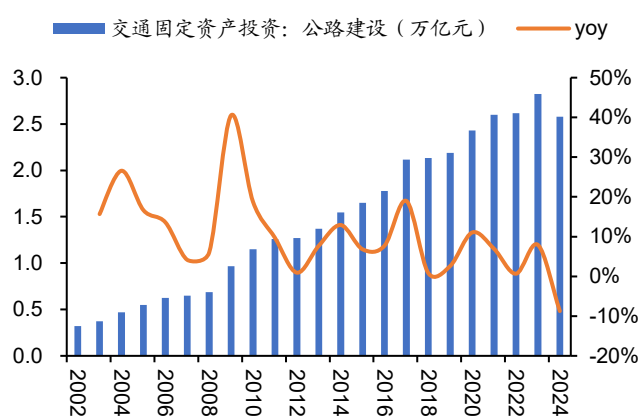
供给端，公路行业整体已经进入成熟期，未来增量有限。据iFind，2023年中国高速公路总里程已达到18.4万公里，CAGR从2000-2012年的16%降至2012-2023年的6%，增速明显放缓，行业整体资本开支节奏已进入到低速增长阶段。

图 13: 全国高速公路存量里程已进入低速增长阶段



数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

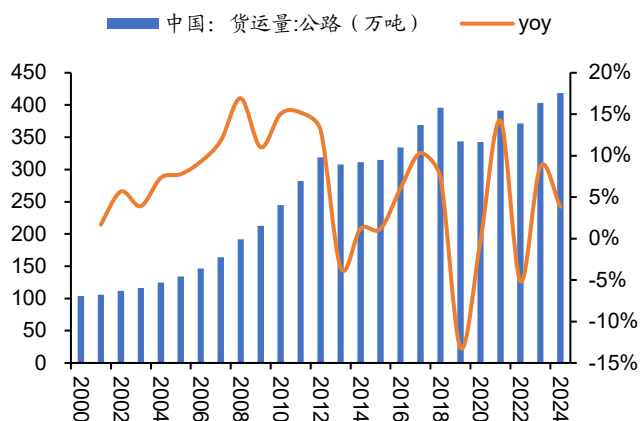
图 14: 公路行业资本开支大幅加码的时期已经过去



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

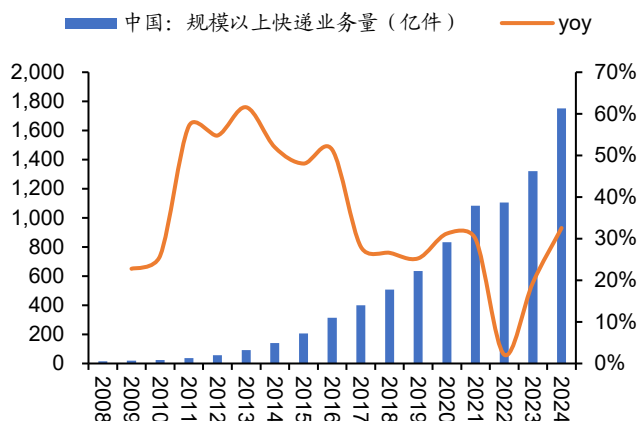
需求端，行业整体需求降速，但结构亮点仍在。其中消费型的快递物流需求成为公路货运重要组成，自驾游等因私出行兴起成为驱动公路客运的推手。

图 15: 2015年以来公路货运量增速放缓



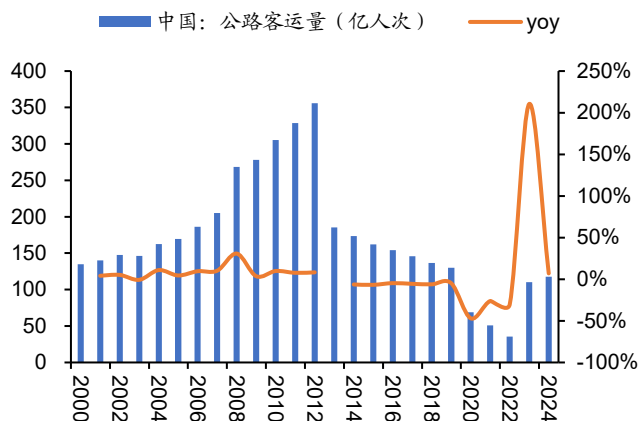
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 16: 2019年以来快递物流需求同比保持中高增速



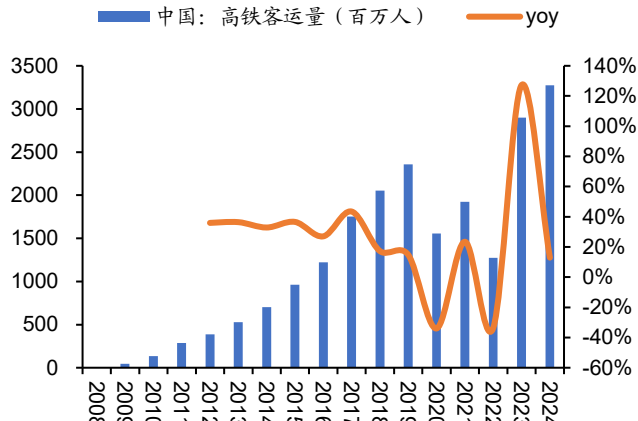
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 17: 公路大巴等统计内的客运出行增速在2015年后放缓



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

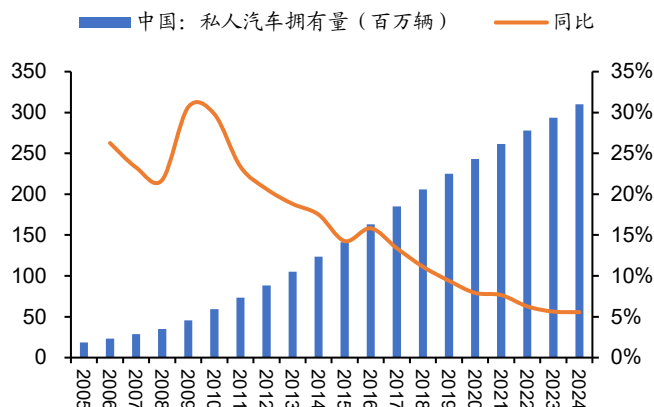
图 18: 从高铁客运量来看 2019 年以前出行需求大盘保持中高增速增长



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

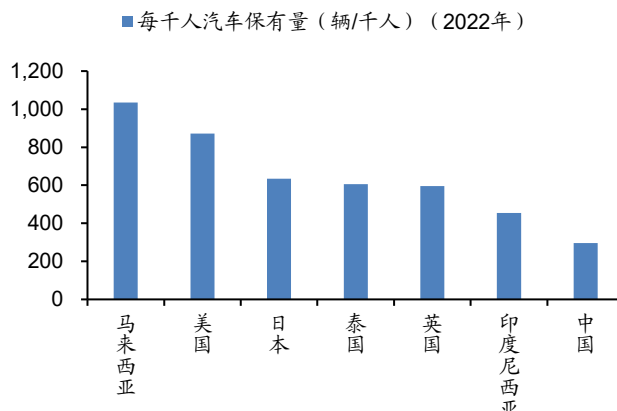
我国公路行业的长期发展动力仍然具备: 一方面, 私人汽车保有量可作为因私出行的前瞻指标, 根据iFind, 2024年国内私人汽车保有量继续攀升达到3.1亿辆, 同比增长5.3%, 据公安部统计, 2022年人均汽车保有量为295辆每千人, 和海外对比仍有较大空间。另一方面, 商用车年销量回升后维持, 在宏观经济回暖、政策效应持续释放等因素的共同作用下, 商用车年销量在回升后, 维持在387万辆附近的水平。

图 19: 私人汽车保有量长期稳步增长



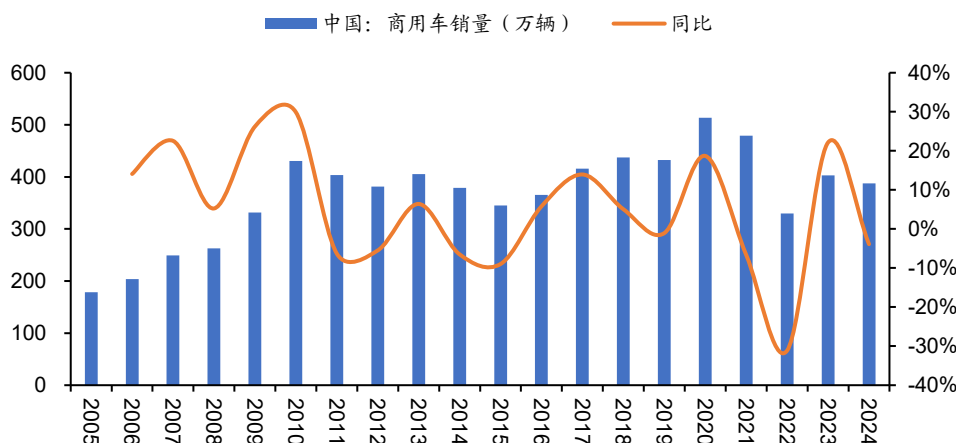
数据来源: iFind, 广发证券发展研究中心

图 20: 对比海外, 我国人均汽车保有量有较大空间



数据来源: Wind, 中央人民政府网, HedgesCompany, 英国交通部, CEICData, 东盟统计数据库, 广发证券发展研究中心

图 21: 2024年商用车销量回升后维持



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

高速公路的定价体系源于1988年由交通部、财政部和国家物价局联合建立的“借贷修路、收费还贷”体系，迄今已经施行将近40年。

通行费的收费标准按照客车、货车两类车型分别确认:

(1) 客车按照座位数及车长分类。客车车辆通行费=车次费+车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道(桥梁)叠加通行费;

(2) 货车按照车轴数、质量及车长分类。货车车辆通行费=车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道(桥梁)叠加通行费。

车型分类原则由《收费公路车辆通行费车型分类》(JT/T489-2019)的车型分类标准如下:

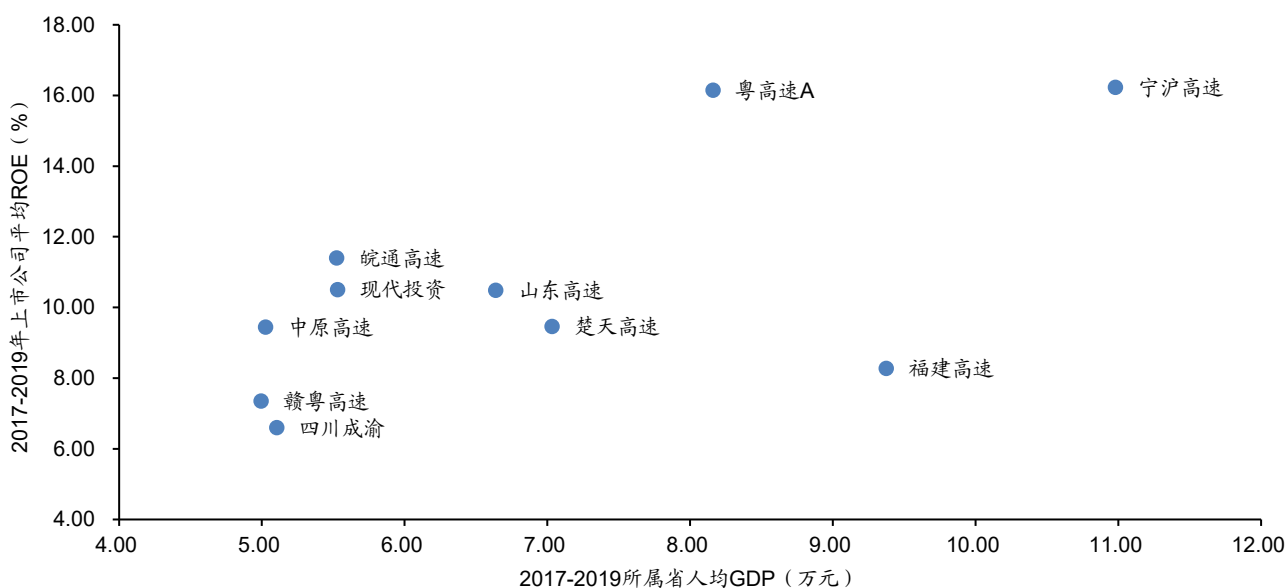
表 7：公路收费标准按照客货两分

	分类类别	分类标准
客车	一类	核定载人数≤9
	二类	核定载人数 10-19
	三类	核定载人数≤39
	四类	核定载人数≥40
货车	一类	2 轴：车长 < 6000mm+最大允许总质量 < 4500kg
	二类	2 轴：车长 ≥ 6000mm 或最大允许总质量 ≥ 4500kg
	三类	3 轴
	四类	4 轴
	五类	5 轴
	六类	6 轴

数据来源：中华人民共和国交通运输部，广发证券发展研究中心

销售净利率是影响ROE表现的核心因素。面临总体需求降速的环境，高度成熟的区域路网和充裕的车流基础便成为影响公路高投入回报比的关键。以2017-2019年国内上市公路公司数据来看，多数平均ROE高于15%公司的净利率都超过40%，且其路产均位于中东部发达省份。

图 22：路网成熟、经济发达地区公路公司平均ROE水平更高

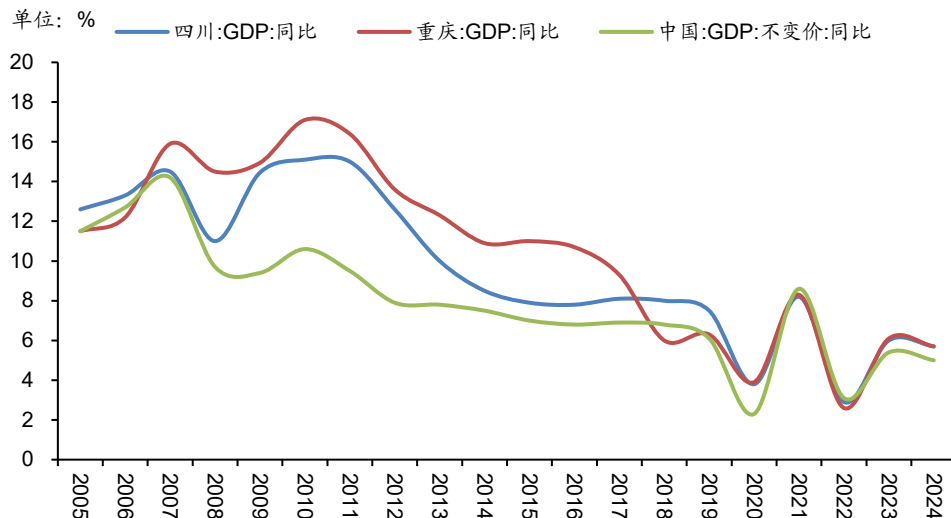


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 四川省规划修路增速全国领先

过往川渝地区GDP增速高于全国，近5年增速基本持平。从2005年开始，四川省和重庆市的GDP增速大多数时期都远超全国水平，从2021到2023基本持平，至2024年四川省和重庆市GDP增速都为5.7%，略超过全国的5%GDP增速。

图 23: 过往川渝地区GDP增速高于全国, 近5年增速基本持平



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

四川省的经济及路网建设快速发展, 未来成长潜力较大。四川省跻身国家系统推进全面改革创新试验区域、融入“一带一路”及长江经济带建设、推进自由贸易试验区、新一轮西部大开发、成渝城市群、成渝双城经济圈建设等新一轮政策利好在四川省交汇叠加, 为四川经济和交通运输行业提供了前所未有的互动发展和联动发展机遇。区域经济的发展将带动区域交通运输需求的增长, 也将为集团高速公路业务提供良好的运营环境。

表 8: 相关利好政策

发布时间	发布文件	相关内容
2021/10/20	《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	以发挥优势、彰显特色、协同发展为导向, 突出双城引领, 强化双圈互动, 促进两翼协同, 统筹大中小城市和小城镇发展, 促进形成疏密有致、集约高效的空间格局。以提升内联外通水平为导向, 强化门户枢纽功能, 加快完善传统和新型基础设施, 构建互联互通、管理协同、安全高效的基础设施网络。
2024/01/31	《四川自贸试验区推进制度型开放深化改革创新》	聚焦“空港”“铁港”, 国际运输功能不断加强。支持天府机场与双流机场“两场一体”共推枢纽机场建设, 提升双机场运行效率。全力推进成渝双城国际铁路多式联运“一单制”和“中老+中欧”一单制区块链应用创新试点
2024/04/29	《坚持以大开放促进大开发》	坚持以大开放促进大开发, 大开放的通道基础保障是关键, 主要包括现代化交通基础设施体系、高效优质物流服务体系、国内国际开放体系等。其核心点在于以通道建设带动要素集聚, 推动区域协同, 促进动力转化, 以更具开放形态的通道经济建设引领区域经济转型, 推动西部地区大保护、大开放高质量发展新格局的加快形成。

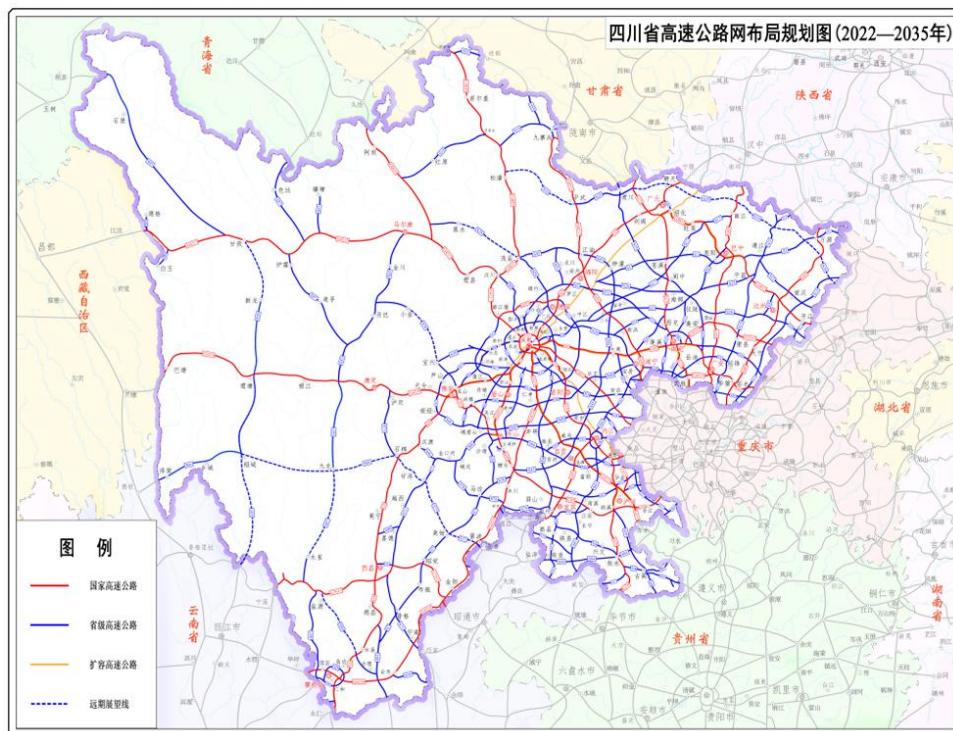
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

《四川省高速公路网规划(2019—2035年)》(以下简称《2019版规划》)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。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。到2035年, 高速公路连接全省所有地级行政中心, 除特殊困难地区以“高速化”公路

连通外，其余地区县县通高速公路。

2024年四川新建成高速公路507公里，通车总里程达1.03万公里，居全国第三位，高速公路大通道达34条。计算可得，修建高速公路的增速约为10%，属于全国领先水平。

图 24：四川省高速公路网布局规划图（2022-2035年）



数据来源：四川省地理信息公共服务平台，广发证券发展研究中心

三、四川成渝：立足主责主业，持续推动改扩建

（一）整体情况

三大业务贡献营收，主要毛利依靠车辆通行费。通行费收入，建造期收入与销售业务收入三大收入构成公司约96%的营收，但主要毛利仅来源于车辆通行费，占总毛利的86.2%。

表 9：通行费收入，建造期收入与销售业务收入三大收入构成公司约 96%的营收（2024 年年报）

单位：亿元	2024 年	细分项结构占比（%）
+营业收入	103.62	
其中：		
通行费收入	47.77	46%
建造期收入	27.03	26%
公路配套服务收入	24.77	24%
-营业成本	70.61	
其中：		
通行费收入	19.31	27%
建造期收入	27.03	38%
公路配套服务收入	21.70	31%
-费用	15.09	
管理费用	5.77	38%
财务费用	8.19	54%
+投资收益	0.43	
归母净利润	14.59	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

五条高速为核心路产。成渝高速、成雅高速、成仁高速、成乐高速和二绕西高速为公司的核心路产，合计贡献 88.6%的通行费收入。

表 10：成渝高速、成雅高速、成仁高速、成乐高速和二绕西高速为公司的核心路产

高速公路名称	权益比例（%）	通行费收入（千元）	占比
成渝高速	100	854,520	17.9%
成雅高速	100	1,050,781	22.0%
成仁高速	100	863,469	18.1%
成乐高速	100	626,274	13.1%
城北出口（含青龙场立交桥）	60	103,297	2.2%
遂广高速	100	269,605	5.6%
遂西高速	100	171,791	3.6%
二绕西高速	100	837,398	17.5%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(二) 成渝高速：分流影响进入尾声，车流量趋于稳定

成渝高速公路是国家“八五”重点公路工程，是四川第一条高速公路，于1990年9月正式开工，1995年9月15日全线竣工。成渝高速公路四川段起于成都市五桂桥，途经简阳、资阳、资中、内江、隆昌等市县，止于桑家坡，全长226.00公里。全线采用一级公路建设标准，为双向四车道全立交。

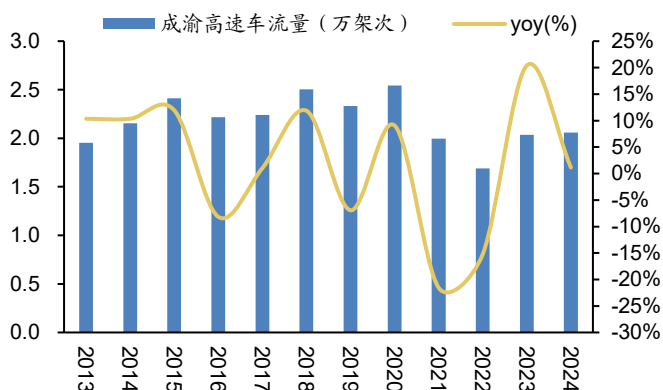
图 25: 2021与2022年，成渝高速受天府国际机场高速分流影响



数据来源：四川省地理信息公共服务平台，广发证券发展研究中心

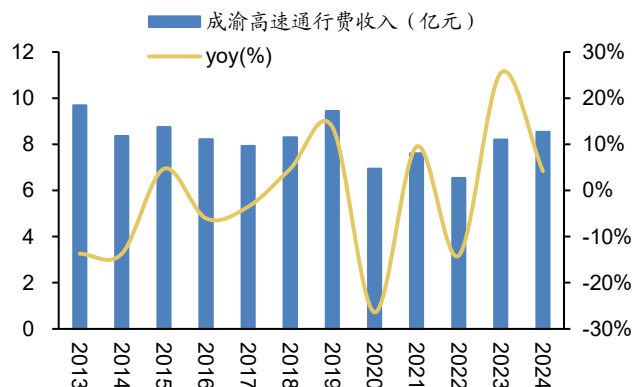
成渝高速通行费收入与车流量较为稳定。根据公司财报，2020年受国家政策影响，高速公路至疫情结束前免收通行费，通行费收入大幅下降，2021与2022年，受成都天府国际机场高速公路分流影响，车流量与通行费收入继续受到影响。除此之外成渝高速（四川段）的通行费收入与车流量较为稳定，至2024年年底，通行费收入达到8.5亿元，车流量达到2.1万架次。

图 26: 成渝高速车流量



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 27: 成渝高速通行费收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(三) 成雅高速：旅游资源带动车流量增长，国家政策影响通行费收入

成都—雅安高速公路，起于成都市二环路永丰立交桥，止于雅安市对岩，对接雅安至西昌高速公路，全长145公里（含雅安连接线）。1999年12月28日成都至雅安金鸡桥125公里通车，2000年12月25日金鸡桥至对岩过境段15.7公里通车。

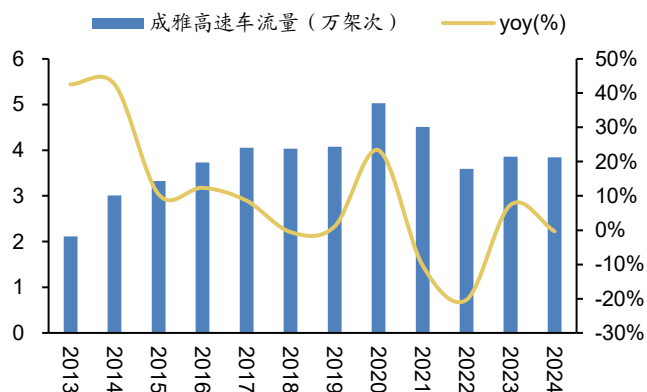
图 28：成雅高速



数据来源：四川省地理信息公共服务平台，广发证券发展研究中心

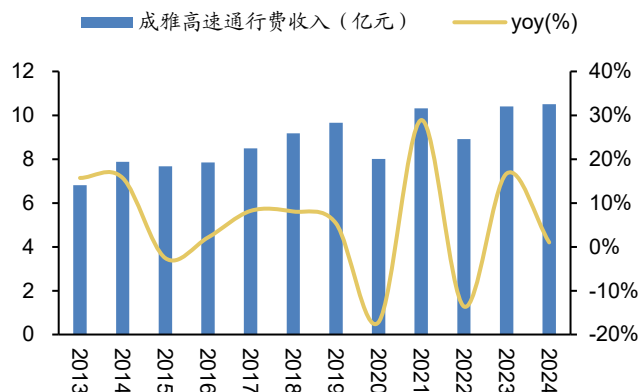
旅游资源带动成雅高速车流量增长，国家政策影响通行费收入。根据公司财报，2020年，成雅高速在车流量大幅提升的同时通行费收入大幅下降，主要是因为四川省的旅游资源带动车流量的增长，但受国家政策影响，高速公路至疫情结束前免收通行费，通行费收入大幅下降。2021-2022年受施工影响，车流量下降，通行费收入随之下降。2023-2024年车流量与通行费收入恢复平稳。

图 29：成雅高速车流量



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 30：成雅高速通行费收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

(四) 成仁高速：分流影响持续，车流量与通行费收入欠佳

成仁高速起于成都锦江区，止于仁寿县与威远县交界的纸厂沟，全长106.61公里（从成都收费站起点至二绕高速28.84km为双向六车道，设计流量4.5-8万辆；其余77.77Km为双向四车道，设计流量2.5-5.5万辆），为G4215蓉遵高速重要一段。

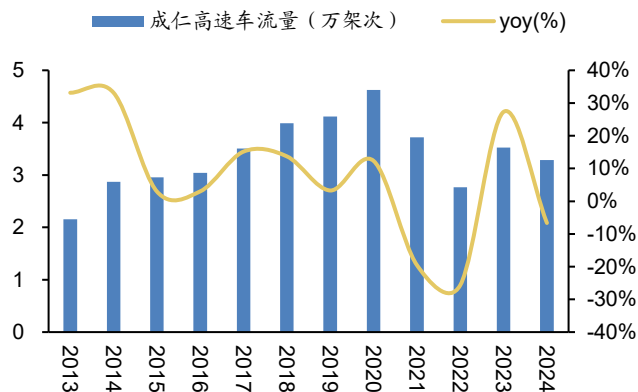
图 31：成仁高速



数据来源：四川省地理信息公共服务平台，广发证券发展研究中心

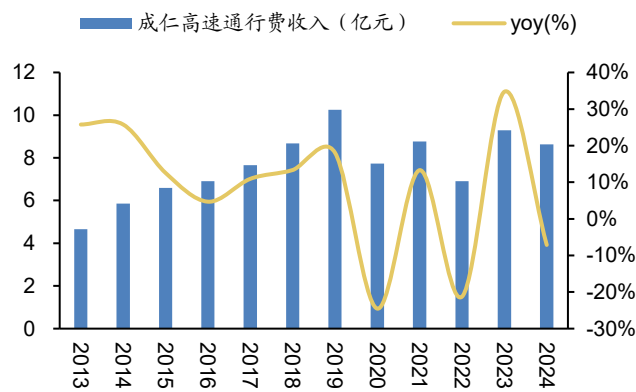
成仁高速受成宜高速和成都天府国际机场高速公路分流影响。根据公司财报，2020年受疫情政策影响，车流量提升但通行费收入大幅下降，2021与2022年，受成宜高速和成都天府国际机场高速公路分流影响，通行费收入与车流量继续受到影响。2024年9月29日天府机场高速支线的高庙山匝道开通后，原经成仁高速前往西博城、兴隆湖、天府机场的车辆行驶路径缩短，同时天府大道仁寿段2025年1月24日开通，成都至仁寿距离与高速基本一致，叠加成宜高铁、成宜高速等影响因素，对成仁高速造成较大分流影响；并且受成都铁路局一季度调图影响，成都与宜宾往返动车增加，沿线群众出行需求被铁路分流。2024年，车流量和通行费收入再度负增。

图 32：成仁高速车流量



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 33：成仁高速通行费收入



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（五）成乐高速：“四改八”黄金旅游高速业绩突出，改扩建进入尾声

成乐高速公路是指成都至乐山的高速公路，该线路是四川省的黄金旅游高速公路，连接了成都市与旅游目的地乐山市，已于1999年12月28日正式通车。成乐高速北起成雅高速公路青龙场互通立交，南止乐山市辜李坝，全长86.834km。

2015年，四川省政府决定对成乐高速公路进行扩容改造，成乐扩容项目是四川省第一条大规模“四改八”经营性高速公路改扩建项目，也是全国第一条采用PPP模式申请交通运输部补助资金的经营性改扩建高速公路。

“四改八”有序推进。据四川成渝公司公告与蜀道集团官网，2019年11月，成乐扩容项目试验段（眉山—青龙）完成既定任务，实现双向通车；2022年1月眉山至乐山段81公里全面实现双向八车道通行；2023年5月乐山城区过境复线段顺利建成通车；2023年7月绵竹至辜李坝段全面建成通车；2024年9月文山至青龙场段5公里建成通车。据蜀道集团，截至2025年8月，通车总里程占项目建设总里程约73%。

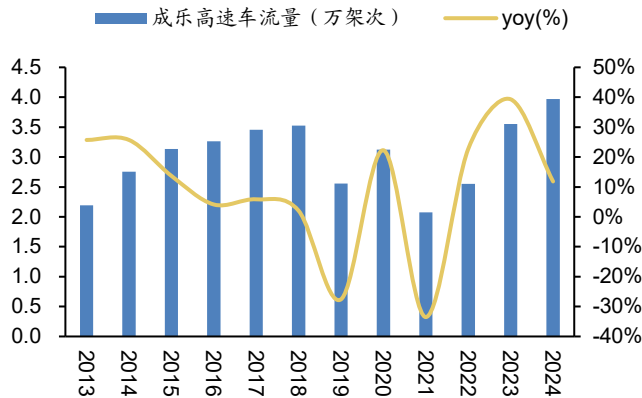
图 34：成乐高速



数据来源：四川省地理信息公共服务平台，广发证券发展研究中心

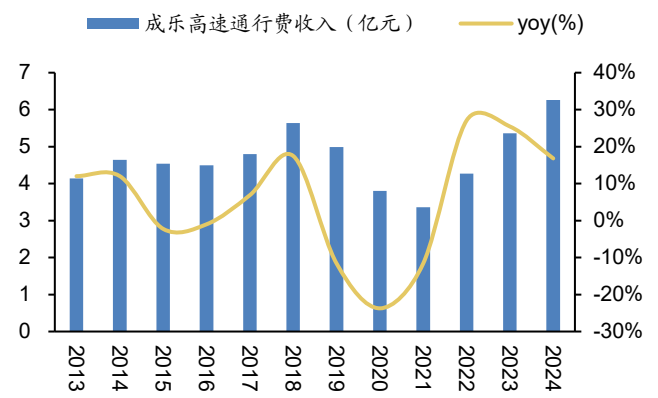
通行费收入与车流量创造新高。根据公司财报，2020年受国家政策影响，高速公路至疫情结束前免收通行费，通行费收入大幅下降，2021年受成乐改扩建影响，车流量与通行费收入都继续下滑。2022-2024年，因“四改八”的陆续完成与收费站的不间断开通，车流量与通行费收入都迅速增长，至2024年，车流量与通行费收入都达到峰值，分别为6.3亿元，4万架次。

图 35: 成乐高速车流量



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 36: 成乐高速通行费收入

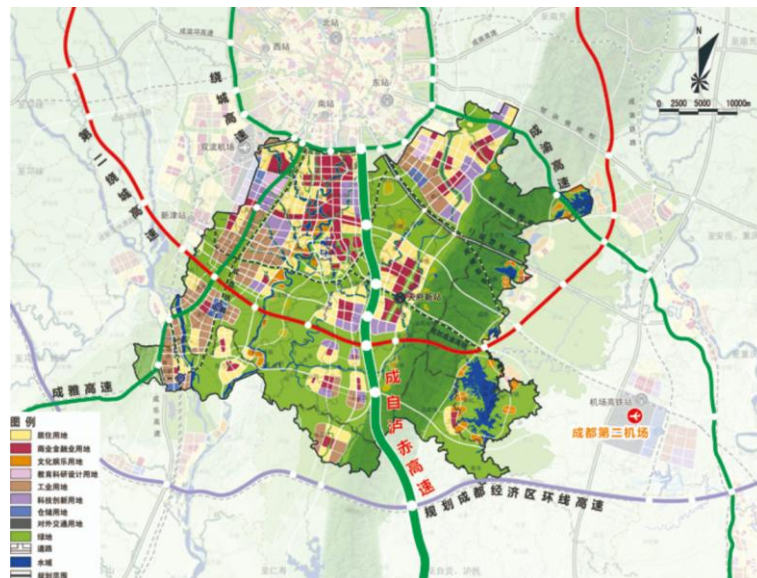


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(六) 二绕西高速: 车流量口径变换, 通行费收入稳定

二绕西段起于天府新区境内的华大路附近, 经天府新区、双流、新津、崇州、温江、郫都、新都, 止于彭州, 全长114.26公里 (全线双向六车道, 设计流量5万-7万辆), 与成自泸、成雅、成温邛、成灌、成彭5条高速公路交叉, 形成枢纽互通, 是四川省高速公路路网规划和成都市综合运输体系的重要组成部分, 项目于2010年7月开工建设, 2015年5月8日全线建成通车, 2016年2月16日开始按经营性公路试行收取车辆通行费。

图 37: 二绕西高速



数据来源: 四川省地理信息公共服务平台, 广发证券发展研究中心

根据公司 2023 年 5 月 5 日于上交所网站刊发的《关于收购蓉城二绕公司 100% 股权暨关联交易的进展公告》, 报告期内, 公司已完成股权交接工作, 并将蓉城二绕公司正式纳入本公司合并报表范围。2023年和2024年通行费收入分别为8.65与8.37亿元。

四、盈利预测和投资建议

公司专注于收费公路业务，结合25年前三季度及过往的经营表现和全国公路出行需求恢复情况，我们针对5条核心路产，关于未来3年的车流量变化趋势进行以下假设：

1.成渝高速：成渝高速保持稳健运营，车流量恢复后基建产能利用率保持较高，24年9月后因成都地铁S3线（资阳线）开通有部分分流影响。预测2025-2027年车流量同比增速为4%、3%、2%。

2.成雅高速：23-24年车流量恢复平稳，23年12月29日至24年12月19日，因峨汉高速开通并零费率运行，对成雅高速存在分流影响，但分流影响逐步减少，因此预测2025-2027年车流量同比增速为-1.5%、3%、2%。

3.成仁高速：23-25年，成宜（成都-宜宾）高铁、天府机场高速支线的高庙山匝道与天府大道仁寿段的相继开通，对成仁高速产生分流影响，因此我们对成仁未来三年的车流量增速不做偏乐观的预期，预测2025-2027年车流量同比增速为-2%、-2%、-1%。

4.成乐高速：成乐高速“四改八”改扩建项目有序推进，23年5月11日，成乐高速扩容项目乐山城区过境复线段通车。路段在施工期间，其车流量会受到一定负面影响，而改扩建项目投产恢复通车后，车流量将会快速爬坡。我们预计2025-2027年车流量同比增速为2.5%、4%、3%。

5.二绕西高速：一方面周边厂商产能收缩，物流需求锐减，货三、货六等主力车型运输频率大降，企业为压缩成本纷纷转向地方道路，货车流量与收入均不同程度下滑；另一方面，随着成都都市圈交通基础设施加速成网，短途旅行受高铁分流，多重因素叠加导致二绕西高速小客车流量也持续走低，因此我们预测2025-2027年车流量同比增速为-5%、-3%、2%。

向后展望，公司主业战略已进入优化成长期。目前成乐高速扩容工程在加速推进，G5京昆高速公路成都至雅安段扩容项目也已中标。公司将采取原路升级扩建、资产整合、并购优质路产等策略，扩大路产规模。2025年12月20日，公司公告全资子公司收购荆宜公司85%股权，荆宜公司为国高网G42线（含S51线）荆门至宜昌高速公路的经营管理单位，优质路产并购已在推进。

表 11: 四川成渝核心路产收入预测 (百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
路费收入	4777	4665	4718	4796
增长率	1%	-2%	1%	2%
其中:	2024	2025E	2026E	2027E
1. 成渝高速路费收入	855	858	884	901
增长率	4%	0%	3%	2%
占总路费收入比例	18%	18%	19%	19%
2. 成雅高速路费收入	1,051	1,023	1,054	1,075
增长率	1%	-3%	3%	2%
占总路费收入比例	22%	22%	22%	22%
3. 成仁高速路费收入	863	801	785	777
增长率	-7%	-7%	-2%	-1%
占总路费收入比例	18%	17%	17%	16%
4. 成乐高速路费收入	626	629	654	674
增长率	17%	0%	4%	3%
占总路费收入比例	13%	13%	14%	14%
5. 二绕西高速路费收入	837	790	766	782
增长率	-3%	-6%	-3%	2%
占总路费收入比例	18%	17%	16%	16%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

基于上述假设以及公司业务恢复进度和全国公路出行需求恢复情况, 我们对公司业绩做出以下预测:

表 12: 四川成渝主要财务指标预测 (百万元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,362	9,932	9,859	9,812
增长率	-11%	-4%	-1%	0%
营业成本	7,061	6,715	6,551	6,445
营业利润	1,863	2,057	2,185	2,275
利润总额	1,878	2,070	2,204	2,292
减: 所得税	331	360	384	399
净利润	1,547	1,710	1,821	1,894
少数股东损益	88	100	105	110
归母净利润	1,459	1,610	1,716	1,784
股利分配率	60%	60%	60%	60%
现金分红总额	887	966	1,029	1,070

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

暂不考虑扩容并购等影响, 预计25-27年归母净利润分别为16.10/17.16/17.84亿元, EPS分别为0.53、0.56、0.58元/股, 对应PE分别为11.9、11.2、10.7倍。

据公司2024年“提质增效重回报”行动方案的公告, 公司2023-2025年分红率不少于60%, 并且公司将结合公司经营现状和业务发展规划, 密切关注资本市场变化与

评价，致力于为股东带来长期、稳定、可持续的价值回报，因此我们以永续增长率为1%、永续期分红率保持60%作为假设进行DDM估值，以1港币=0.8944人民币的汇率，测算公司A股每股价值为6.43元/股，考虑H股因流动性、汇率等因素有所折价，参考AH溢价，给予H股20%折价后，H股每股价值为5.75港元/股，首次覆盖均给予“增持”评级。

表 13: DDM估值假设

	数值	说明
无风险收益率 Rf	1.84%	参考十年中债收益率
市场预期收益率 Rm	8.24%	基于过往 20 年沪深 300 指数年化收益率
Beta 系数	0.82	过去 20 年 A 股周度表现 VS 沪深 300 指数
股权资本成本 Ke	7.09%	

数据来源：iFind，广发证券发展研究中心

表 14: DDM估值结果

指标	数值
股利预测期现值（百万元）	8130.71
股利永续价值现值（百万元）	11521.10
股权价值（百万元）	19651.81
总股本（百万股）	3058.06
每股价值（元/股）	6.43
每股价值（港元/股，考虑折价）	5.75

数据来源：Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心

表 15: 可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(百万元)			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
皖通高速	600012.SH	高速公路	228.33	1668.98	1950.61	2051.98	13.68	11.71	11.13
安徽皖通高速公路	00995.HK	高速公路	228.33	1668.98	1950.61	2051.98	13.68	11.71	11.13
宁沪高速	600377.SH	高速公路	575.90	4946.69	4992.73	5183.30	11.64	11.53	11.11
江苏宁沪高速公路	00177.HK	高速公路	575.90	4946.69	4992.73	5183.30	11.64	11.53	11.11
山东高速	600350.SH	高速公路	495.06	3196.13	3405.17	3555.67	15.49	14.54	13.92
深高速	600548.SH	高速公路	212.01	1145.05	1763.00	1809.00	18.52	12.03	11.72
深圳高速公路股份	00548.HK	高速公路	212.01	1145.05	1763.00	1809.00	18.52	12.03	11.72

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2025E、2026E 数据来源于 Wind 一致预测。数据截至 2026.1.28。

五、风险提示

（一）需求波动

中国宏观经济下滑会使旅客出行需求产生波动，重大公共卫生事件以及重大生产安全事故等均会对公路出行需求的修复造成一定影响。

（二）政策变动

公路政策变动会导致公司面临的经营模式变化，进而增加盈利的不确定性。

（三）改扩建项目收益率不及预期

随着改扩建项目的推进，未来存在一定的资本支出压力和回报率的不确定性。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	4,126	4,084	4,224	3,660	3,065
货币资金	1,983	2,948	3,122	2,500	2,000
应收及预付	1,450	365	677	701	582
存货	120	30	49	55	43
其他	573	742	376	404	441
非流动资产总额	53,534	56,987	58,460	60,242	60,648
长期股权投资	501	512	538	517	523
固定资产	767	880	846	855	874
在建工程	191	158	206	234	244
使用权资产	112	103	85	90	90
无形资产	49,806	52,003	52,503	55,003	55,503
其他	2,157	3,331	4,282	3,543	3,415
资产总额	57,659	61,070	62,685	63,902	63,713
流动负债总额	6,289	5,443	3,812	4,261	5,746
短期借款	410	711	0	743	1,820
应付及预收	1,715	1,762	1,379	1,405	1,419
其他	4,164	2,971	2,433	2,113	2,506
非流动负债总额	34,697	36,131	37,386	37,392	34,888
长期借款	33,070	33,594	35,000	35,000	32,500
应付债券	1,000	2,100	2,000	2,000	2,000
其他	627	438	386	392	388
负债总额	40,986	41,575	41,198	41,653	40,633
股本	3,058	3,058	3,058	3,058	3,058
其他	12,615	15,346	17,237	17,895	18,616
归母权益合计	15,673	18,404	20,296	20,953	21,674
少数股东权益	1,000	1,091	1,191	1,296	1,406
负债和股东权益	57,659	61,070	62,685	63,902	63,713

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,652	10,362	9,932	9,859	9,812
营业成本	8,722	7,061	6,715	6,551	6,445
营业税金及附加	28	36	35	35	34
销售费用	57	77	70	69	69
管理费用	562	577	526	523	491
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	850	819	649	585	584
资产信用减值损失	26	-15	20	-10	-10
公允价值变动收益	5	11	0	8	6
投资收益	54	43	65	54	54
营业利润	1,550	1,863	2,057	2,185	2,275
营业外收支	15	15	13	19	17
利润总额	1,565	1,878	2,070	2,204	2,292
所得税费用	303	331	360	384	399
合并净利润	1,262	1,547	1,710	1,821	1,894
少数股东损益	75	88	100	105	110
归母净利润	1,187	1,459	1,610	1,716	1,784
EPS (元/股)	0.39	0.48	0.53	0.56	0.58

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	3,230	3,696	3,265	4,088	4,359
合并净利润	1,262	1,547	1,710	1,821	1,894
折旧摊销	1,260	1,268	1,155	1,658	1,667
营运资金变动	-58	61	-243	-85	110
其他	0	0	180	-49	-27
投资活动现金流净额	-1,978	-3,196	-2,606	-3,355	-2,023
资本性开支	-4,743	-3,043	-1,652	-4,200	-2,195
投资	103	-200	-698	463	-76
其他	2,662	47	-256	382	248
融资活动现金流净额	-1,857	464	-484	-1,356	-2,836
股本融资	79	55	0	0	0
债权融资	5,841	-1,411	-48	455	-1,033
股利分配与偿付利息	-1,744	-2,165	-1,701	-1,776	-1,808
其他	-6,034	3,985	1,265	-35	6
现金净增加额	-605	965	175	-622	-500
期初现金余额	2,588	1,983	2,947	3,122	2,500
期末现金余额	1,983	2,947	3,122	2,500	2,000

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	17.6%	-11.1%	-4.2%	-0.7%	-0.5%
营业利润增长率	44.1%	20.2%	10.4%	6.2%	4.1%
归母净利增长率	55.7%	22.9%	10.4%	6.6%	4.0%
获利能力					
毛利率	25.1%	31.9%	32.4%	33.6%	34.3%
净利率	10.8%	14.9%	17.2%	18.5%	19.3%
ROE	7.6%	7.9%	7.9%	8.2%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	71.1%	68.1%	65.7%	65.2%	63.8%
有息负债率	59.8%	59.6%	59.0%	59.1%	57.0%
流动比率	0.7	0.8	1.1	0.9	0.5
利息保障倍数	2.5	3.1	3.6	3.6	3.8
营运能力					
应收账款周转率	47.4	36.5	43.6	42.0	40.5
存货周转率	72.8	236.4	138.4	119.1	151.1
应付账款周转率	5.2	4.1	5.1	4.8	4.6
每股指标					
每股收益	0.39	0.48	0.53	0.56	0.58
每股净资产	5.13	6.02	6.64	6.85	7.09
每股经营现金流	1.06	1.21	1.07	1.34	1.43
估值比率					
PE	11.3	11.0	11.9	11.2	10.7
PB	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA	12.8	12.6	14.0	12.4	11.9

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 陈宇：联席首席分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。