

四川路桥 (600039.SH)

“蜀道”新生天地宽，区域龙头迎发展

四川省路桥施工龙头，业绩持续快速增长。公司是四川省路桥施工龙头，规模、业绩、综合实力位居省级路桥建设企业前列。根据业绩预告，公司19-20年归母净利润分别为17/30亿元，同比大幅增长45%/77%。根据公告财务预算，21年公司计划新签订单1000亿，同比增长153%；实现收入750亿；利润总额58亿，业绩持续快速增长。控股股东铁投集团自2019年起通过二级市场买入及认购定增等方式增持公司25.8%的股份，持股比例自41.89%提升至67.68%，持续大比例增持彰显对未来长期发展信心。

成渝经济区建设发力，交通基建面临重大机遇。今年2月中央发布《国家综合立体交通网规划纲要》，确定成渝地区双城经济圈为“第四发展极”，未来建设预计持续发力。根据四川省交通规划，“十四五”期间全省综合交通投资总额预计达1.7万亿元，较“十三五”期间增加约40%；全省公路水路投资额不低于8000亿元、力争1万亿元；推动实现成渝城市群交通一体化，交通基建投资面临重大机遇。

大股东铁投与交投强强合并，有望支持公司实现跨越发展。公司公告控股股东四川铁投集团拟与四川交投集团战略重组，新设合并成立蜀道投资集团。四川铁投省内累计投资铁路6400亿元、高速公路3400亿元（市占率约25%），总资产约4000亿元。四川交投规模位居省属企业第一，总资产4599亿元，核心主业包括公路、机场、轨交等投资，投资高速公路省内市占率约60%。两者合并后新集团总资产约9000亿，省内公路投资市占率超80%，有望促四川路桥省内交通建设市占率大幅提升。假设集团投资公路中70%交由内部施工企业，则十四五期间内部订单有望达到年900亿元，远超公司20年395亿元新签订单规模。此外省内公路市场竞争有望缓和，项目盈利能力有望提升，规模与效益双轮驱动有望促“十四五”公司迎来跨越式发展。

十四五规划战略明确，1+3产业加快布局。公司公告十四五规划纲要，拟打造以基础设施业务为核心，能源、资源、交通+服务协同的1+3产业格局。基础设施板块拟向水利、市政等大土木延伸，把握成渝等全国重点区域机遇，公告与大股东合资成立智能建造与数字交通公司，加快数字化转型。能源业务布局清洁能源，成立四川新理想公司，加大投入形成“资源再生-前驱体-正极材料”闭合的锂电产业生产链。资源板块加快在手厄国阿斯马拉铜金多金属矿等项目开发，扩大南江铁精矿产能，开发霞石、石墨市场产品。交通+服务板块大力拓展交通经营资产运营服务、贸易服务及交通+文旅业务。

投资建议：我们预计公司20-22年归母净利润分别为30.0/45.7/58.8亿元，同比增长76%/52%/29%，EPS分别为0.63/0.96/1.23元，当前股价对应PE分别为11/7/5倍。可比公司21/22年平均PE分别为7/6倍，考虑到公司在大股东支持下业绩有望持续快速增长，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：大股东支持力度不达预期、省内基建投资不达预期、新业务布局不达预期、矿产资源价格大幅波动、关联交易受限等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	40,019	52,725	63,192	76,857	93,531
增长率yoy(%)	22.1	31.8	19.9	21.6	21.7
归母净利润(百万元)	1,172	1,702	3,000	4,566	5,881
增长率yoy(%)	10.1	45.2	76.3	52.2	28.8
EPS最新摊薄(元/股)	0.25	0.36	0.63	0.96	1.23
净资产收益率(%)	7.8	9.8	15.4	19.3	20.0
P/E(倍)	26.9	18.5	10.5	6.9	5.4
P/B(倍)	2.2	2.0	1.7	1.4	1.1

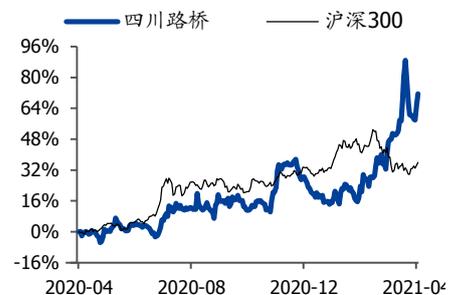
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	基础设施建设
最新收盘价	6.59
总市值(百万元)	31,484.19
总股本(百万股)	4,777.57
其中自由流通股(%)	75.57
30日日均成交量(百万股)	46.98

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	42301	47748	51595	61203	74820
现金	10714	10753	6861	7992	9726
应收票据及应收账款	4984	6916	7346	10000	11109
其他应收款	5456	7046	7938	10286	11892
预付账款	919	784	1258	1226	1796
存货	19542	20980	26923	30429	39027
其他流动资产	685	1269	1269	1269	1269
非流动资产	43793	49867	54568	59315	64319
长期投资	1225	1538	1838	2138	2438
固定资产	2333	2238	2873	3670	4559
无形资产	27832	28193	30319	31933	33487
其他非流动资产	12402	17898	19538	21575	23836
资产总计	86094	97615	106163	120518	139140
流动负债	40233	46324	50201	59642	72128
短期借款	3617	3869	3869	5100	6560
应付票据及应付账款	18735	22413	26230	32008	38522
其他流动负债	17881	20041	20102	22534	27046
非流动负债	30377	34046	34703	35127	35462
长期借款	29914	33340	33996	34420	34755
其他非流动负债	464	706	706	706	706
负债合计	70611	80370	84904	94769	107590
少数股东权益	1485	1648	1748	1935	2123
股本	3611	3611	4778	4778	4778
资本公积	3115	3132	3132	3132	3132
留存收益	6681	8203	10825	14833	19972
归属母公司股东权益	13998	15597	19511	23814	29427
负债和股东权益	86094	97615	106163	120518	139140

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3233	3671	4702	6968	8073
净利润	1207	1698	3100	4753	6069
折旧摊销	655	791	788	682	806
财务费用	1615	1967	1887	2009	2288
投资损失	-12	-275	-74	-92	-113
营运资金变动	-699	-403	-999	-383	-976
其他经营现金流	466	-107	0	-1	0
投资活动现金流	-4431	-6223	-5416	-5336	-5696
资本支出	3756	5052	2865	2679	2672
长期投资	-705	-770	-300	-301	-299
其他投资现金流	-1379	-1941	-2851	-2957	-3323
筹资活动现金流	2324	2564	-3178	-1731	-2104
短期借款	-930	253	0	0	0
长期借款	5266	3426	656	424	335
普通股增加	0	0	1167	0	0
资本公积增加	128	17	0	0	0
其他筹资现金流	-2140	-1131	-5002	-2155	-2439
现金净增加额	1127	10	-3892	-99	274

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	40019	52725	63192	76857	93531
营业成本	35740	46941	55490	66436	80457
营业税金及附加	133	199	238	290	353
营业费用	24	19	26	34	43
管理费用	642	895	1043	1383	1684
研发费用	255	759	771	961	1263
财务费用	1615	1967	1887	2009	2288
资产减值损失	159	-56	32	38	94
其他收益	6	27	0	0	0
公允价值变动收益	-4	5	0	1	0
投资净收益	12	275	74	92	113
资产处置收益	4	1	0	0	0
营业利润	1470	2103	3780	5800	7465
营业外收入	39	54	36	41	43
营业外支出	23	26	32	31	28
利润总额	1486	2132	3784	5810	7480
所得税	279	434	684	1057	1410
净利润	1207	1698	3100	4753	6069
少数股东损益	35	-4	100	187	188
归属母公司净利润	1172	1702	3000	4566	5881
EBITDA	4014	5035	6320	8347	10199
EPS (元/股)	0.25	0.36	0.63	0.96	1.23

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	22.1	31.8	19.9	21.6	21.7
营业利润 (%)	9.3	43.1	79.7	53.5	28.7
归属母公司净利润 (%)	10.1	45.2	76.3	52.2	28.8
获利能力					
毛利率 (%)	10.7	11.0	12.2	13.6	14.0
净利率 (%)	2.9	3.2	4.7	5.9	6.3
ROE (%)	7.8	9.8	15.4	19.3	20.0
ROIC (%)	5.4	5.9	7.8	9.8	10.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	82.0	82.3	80.0	78.6	77.3
净负债比率 (%)	167.4	181.6	164.3	136.9	111.3
流动比率	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	8.6	8.9	8.9	8.9	8.9
应付账款周转率	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.36	0.63	0.96	1.23
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.68	0.77	0.98	1.46	1.69
每股净资产 (最新摊薄)	2.93	3.26	3.84	4.74	5.92
估值比率					
P/E	26.9	18.5	10.5	6.9	5.4
P/B	2.2	2.0	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	14.7	12.8	10.5	8.0	6.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1. 公司概况：四川省路桥建设龙头.....	5
1.1. 四川省级路桥建设龙头，大股东重组迎来新发展期.....	5
1.2. 业绩连续大幅增长，21年经营规划目标亮眼.....	6
1.3. 以施工为主业，多元业务布局.....	7
1.4. 盈利水平呈上升趋势，资产负债率较高.....	7
2. 行业分析：成渝经济圈建设加码，交通基建迎重大机遇.....	9
2.1. 国家层面：加速成渝经济圈建设，持续推进“一带一路”.....	9
2.2. 省内层面：西部交通枢纽，交通建设需求持续攀升.....	12
3. 大股东铁投与交投强强合并，支持公司实现跨越发展.....	13
3.1. 铁投与交投实力雄厚，强强合并.....	13
3.2. 省内交通施工市占率有望大幅提升.....	14
4. 十四五规划战略明确，1+3产业布局打造综合集团.....	16
4.1. 十四五规划1+3产业布局.....	16
4.2. 各板块具体战略明确，协同助力公司十四五高速发展.....	16
5. 盈利预测、估值与投资建议.....	18
5.1. 盈利预测.....	18
5.2. 估值与投资建议.....	18
6. 风险提示.....	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	5
图表 3: 公司历年营收及同比增速.....	6
图表 4: 公司历年归母净利润及同比增速.....	6
图表 5: 公司历年中标项目.....	6
图表 6: 公司 2016-2019 年重大项目按区域划分.....	7
图表 7: 公司历年主营业务结构.....	7
图表 8: 公司历年净利率变动及同业比较 (%).....	8
图表 9: 2019 年公司毛利率同业比较 (%).....	8
图表 10: 公司各业务历年毛利率 (%).....	8
图表 11: 公司各业务贡献的毛利占比.....	8
图表 12: 公司历年经营现金流净额.....	9
图表 13: 公司历年资产负债率.....	9
图表 14: 成渝双城经济圈建设重点政策.....	10
图表 15: 《西部陆海新通道总体规划》主要内容梳理.....	11
图表 16: 西部陆海新通道地理位置示意图 (全国).....	11
图表 17: 西部陆海新通道空间布局示意图 (局部).....	11
图表 18: 四川省历年交通固定资产投资额.....	12
图表 19: 四川省历年公路建设固定资产投资额.....	12
图表 20: 四川省占西部地区交通固定资产投资比例.....	12
图表 21: 四川铁投下属产业分布.....	13
图表 22: 四川交投旗下主要产业子公司.....	14

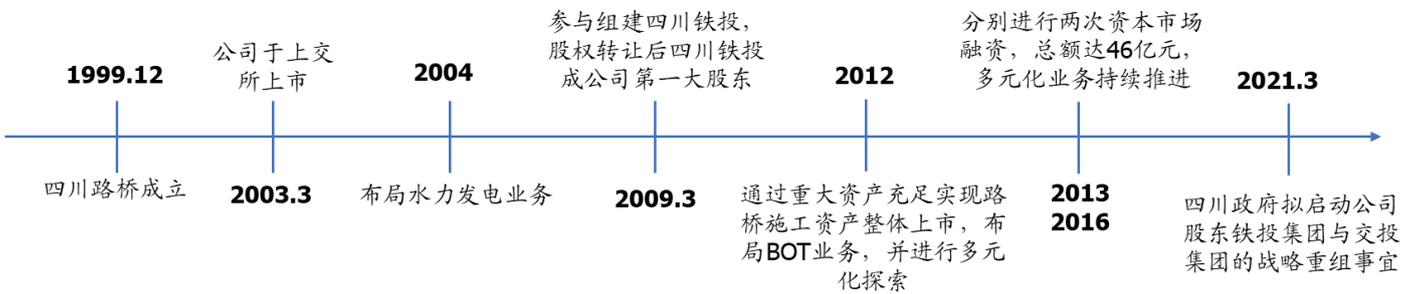
图表 23: 四川省高速公路运营及在建里程情况	15
图表 24: 四川省内高速公路投资市场份额	15
图表 25: 公司十四五产业 1+3 规划格局	16
图表 26: 四川路桥与大股东合资成立的数字化公司	17
图表 27: 公司营业收入预测	18
图表 28: 可比公司估值对比	19

1. 公司概况：四川省路桥建设龙头

1.1. 四川省级路桥建设龙头，大股东重组迎来新发展期

公司创立于1999年，于2003年在上交所挂牌交易，2012年和路桥集团通过重大资产重组实现整体上市。公司拥有国家公路工程施工总承包一级资质，主要从事公路、铁路、桥梁等“大土木”基建领域的投资、设计、建设和运营，同时拓展清洁能源、矿藏资源等多元行业。公司在高速公路、特大型桥梁和隧道等领域施工具有显著优势，工程建设技术如特大型桥梁建设施工技术的科技含量处于国内外领先水平，业务遍布国内绝大多数省份以及非洲、中东等海外地区，规模、业绩、综合实力位居省级路桥建设企业前列。

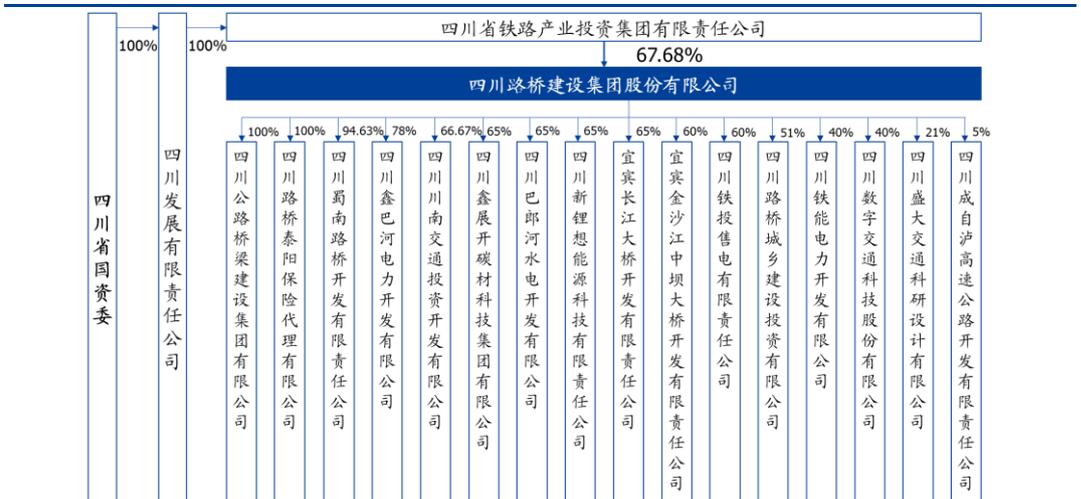
图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

铁投集团控股，持续大额增持彰显未来发展信心。2009年，公司以转让自身股份的方式参与组建铁投集团，该企业系四川省人民政府出资设立的国有特大型投资集团，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，是公司第一大股东。自2019年起，铁投集团通过二级市场增持、认购定增等多方式持续增持公司股份比例约25.8%。截至2021年2月，铁投集团持股比例自2019年的41.89%提升至67.68%，持续大比例增持彰显对公司未来发展的信心。公司拥有11家下属一级子公司，涉及锂电池新能源、水电等多项业务，产业布局多元。

图表2：公司股权结构



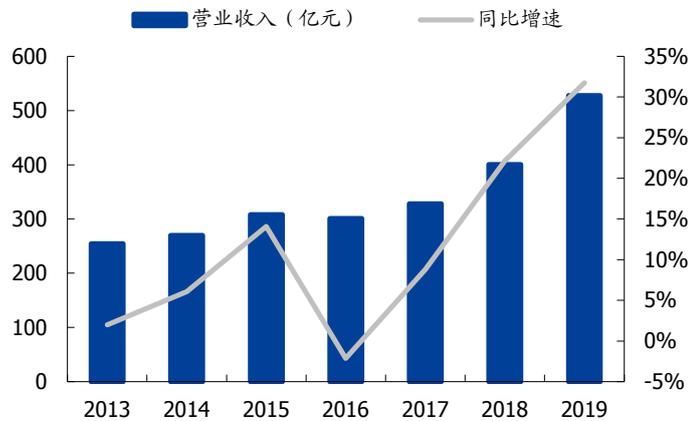
资料来源：Wind，国盛证券研究所

2021年3月，四川省人民政府拟启动四川铁投与四川交投的战略重组事宜，将两家集团合并为蜀道投资集团有限责任公司，总资产合计约9000亿元，在省内交通基建市场市占率进一步提升。重组后，四川发展仍100%控股蜀道集团，公司作为蜀道集团的核心子公司预计将迎来新发展期。

1.2. 业绩连续大幅增长，21年经营规划目标亮眼

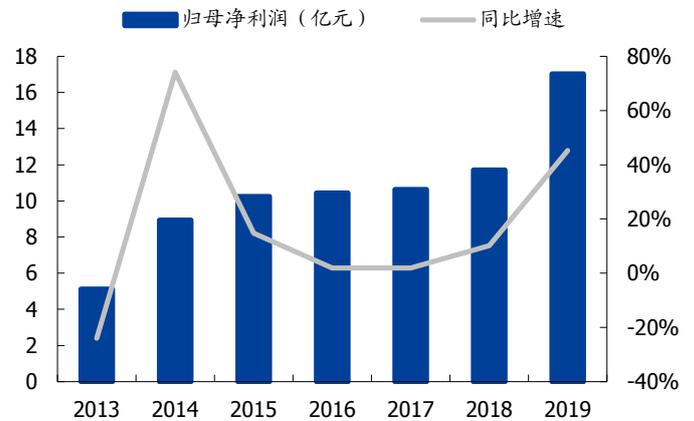
近两年营收、业绩增速表现亮眼，20年业绩预增77%。2019年公司实现营收527亿元，迈上500亿台阶，同增31.75%，17-18年增速分别为8.82%/22.15%；实现归母净利润17亿元，同比大增45.24%。据公司业绩预增公告显示，2020年公司实现归母净利润约30亿元，同比大增76.86%，增速表现亮眼。2019年，公司核心业务工程施工营收约388亿元，8年复合增长率为25%，业务规模持续快速扩张。

图表3：公司历年营收及同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

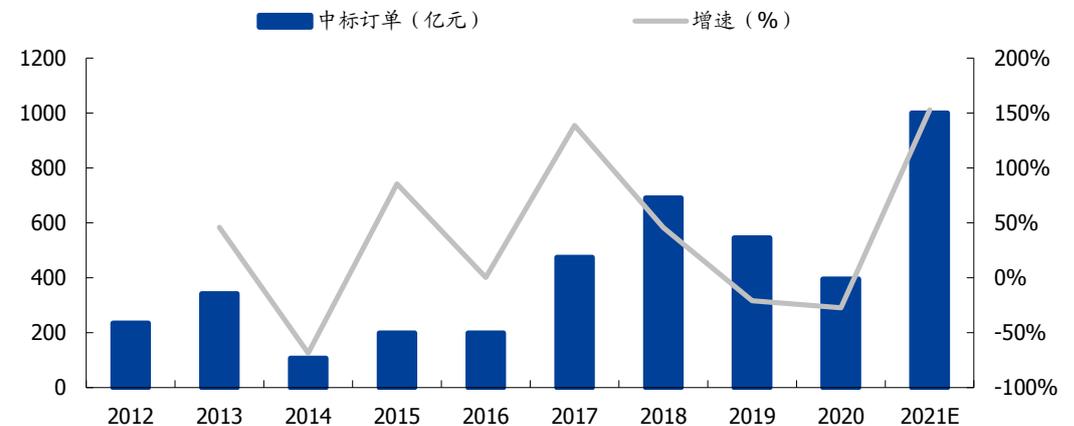
图表4：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

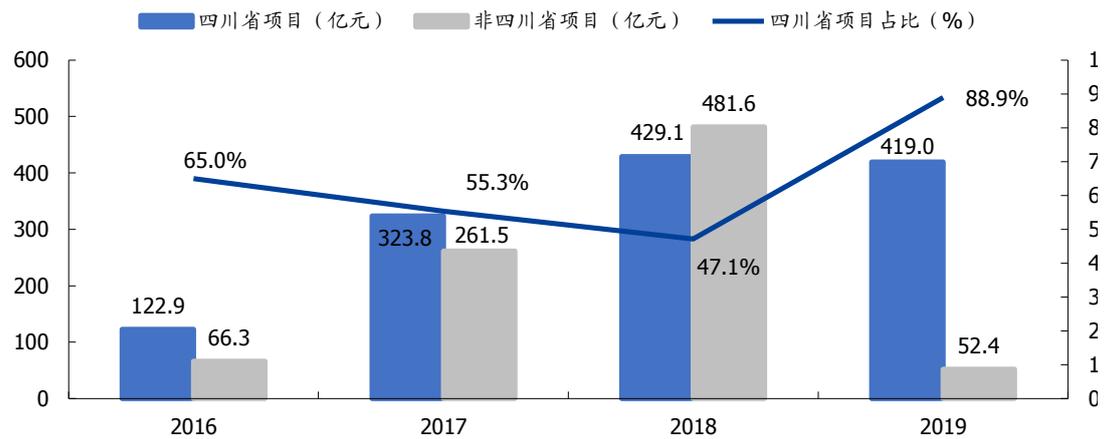
21年订单规划增长亮眼，重大项目集中于川内。2020年，公司新增中标项目300个，累计中标金额395亿元，较2019年下滑28%。但据公司2021年财务预算指标披露，2021年新增订单预期达1000亿元，相较2020年将同比大增153%。公司所披露的重大项目订单中，四川省内订单额占比在2016-2019年分别为65%/55%/47%/89%，市占率约为35%，属公司施工业务的核心市场。

图表5：公司历年中标订单额



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 6: 公司 2016-2019 年重大项目按区域划分

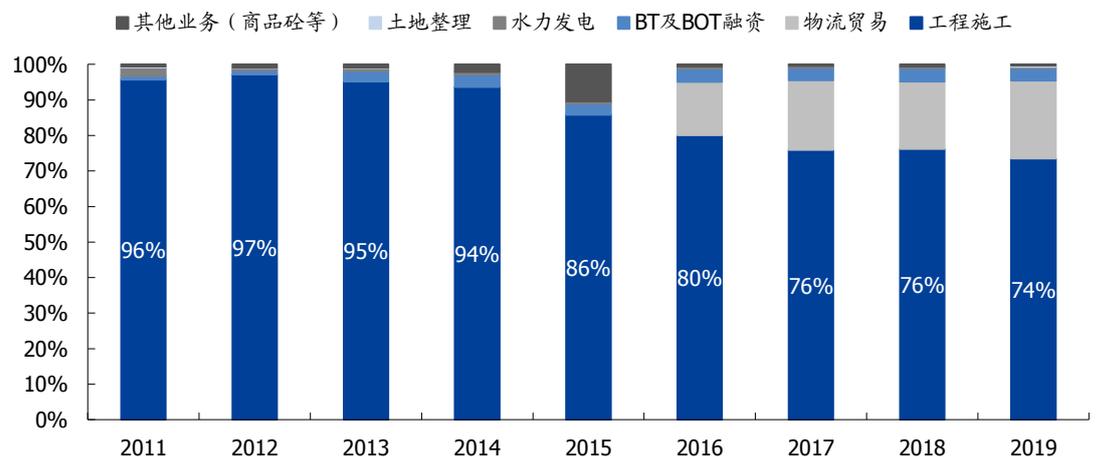


资料来源: 公司中标公告整理, 国盛证券研究所

1.3. 以施工为主业, 多元业务布局

坚守施工主业, 拓宽多元化布局。工程施工业务占比近年虽有所下降, 但仍占到总营收的 70%以上。在巩固路桥施工主业优势的同时, 公司积极推进基础建设投资和资本运营, 并于 2004 年起布局水力发电业务, 2012 年起开拓 BOT 项目, 经数年业务探索后形成了路桥投资与施工、高速公路运营、清洁能源、矿产资源及新能源等多元化业务格局, 实现了稳健发展的势头。2019 年, 主营业务工程施工、物流贸易、BOT 业务、水力发电分别占总营收的 73.5%/22.0%/3.5%/0.4%。

图表 7: 公司历年主营业务结构



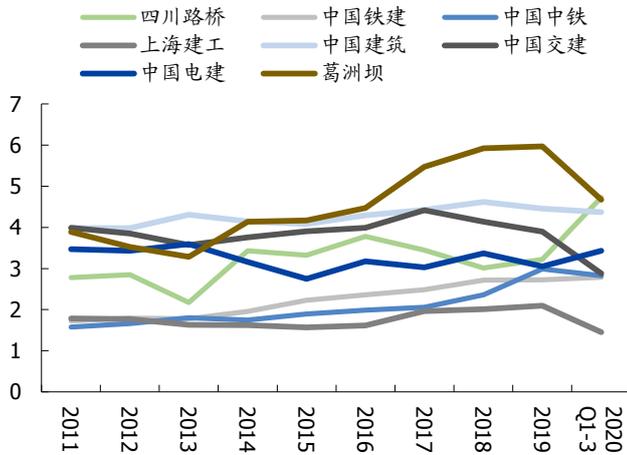
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4. 盈利水平呈上升趋势, 资产负债率较高

净利率呈上升态势。公司净利率、毛利率均处于行业中位, 净利率呈逐年上升趋势, 毛利率维持在 11%左右, 略低于行业中位值。整体毛利率基本与工程施工业务持平, 其他主营业务中, 物流贸易毛利率较低, 约为 0.5%, BOT 业务收入虽仅占 3.5%, 但贡献公

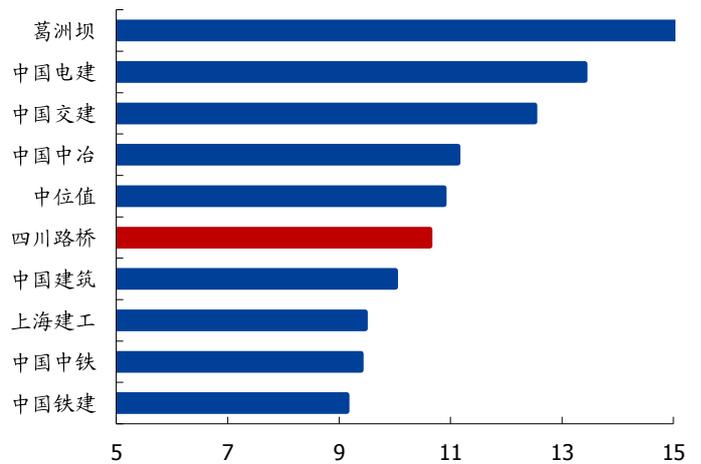
司约 20%的毛利，盈利能力可观。

图表 8: 公司历年净利率变动及同业比较 (%)



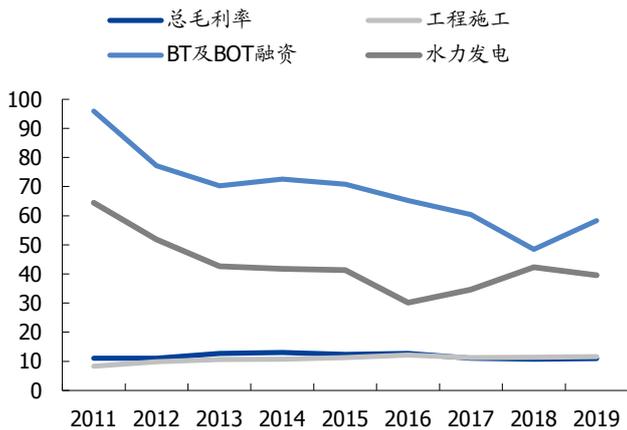
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2019 年公司毛利率同业比较 (%)



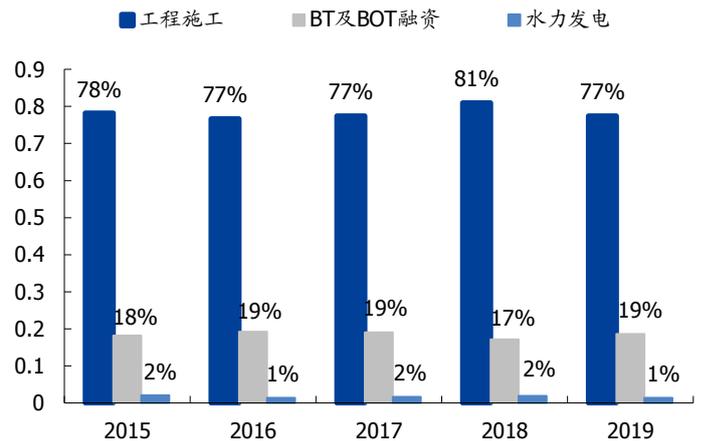
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 10: 公司各业务历年毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

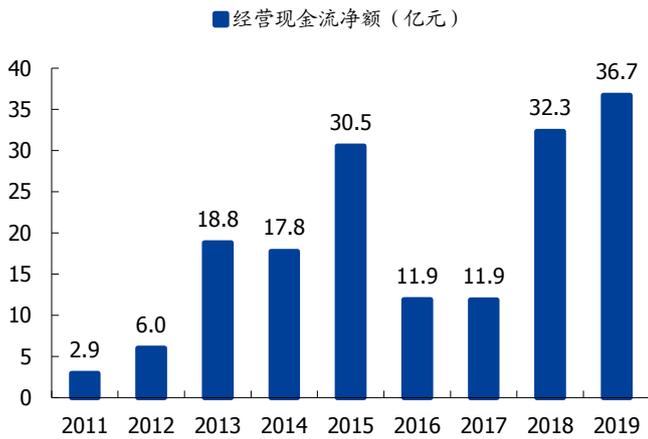
图表 11: 公司各业务贡献的毛利占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

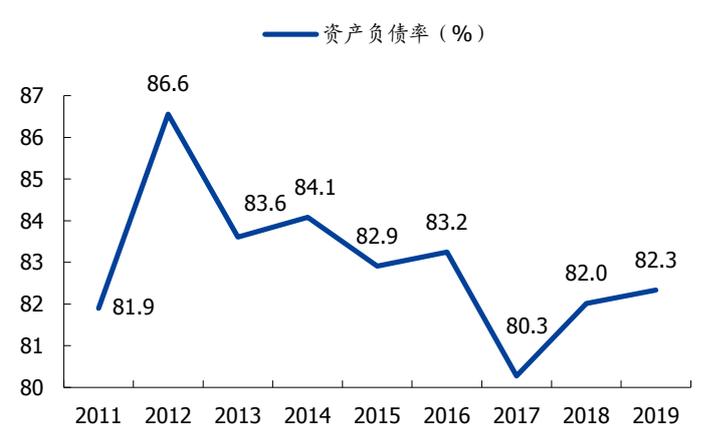
经营现金流持续改善，资产负债率较高。公司经营现金流于 2016 年大幅缩减，2018 年有所回升，近两年经营现金流净额分别为 32.3/36.7 亿元。公司近年来整体负债率较高，主要因公司投资参与 BOT 与 PPP 项目较多。但据公司估计的 2020 财务数据显示，2020 年资产负债率有望下降至 80% 以下，杠杆程度有所降低。

图表 12: 公司历年经营现金流净额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 公司历年资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行业分析: 成渝经济圈建设加码, 交通基建迎重大机遇

2.1. 国家层面: 加速成渝经济圈建设, 持续推进“一带一路”

推进成渝双城经济圈建设, 助力双循环战略布局。成渝城市群囊括重庆市的渝中、万州等 27 个区县, 四川省的成都、自贡等 15 个市, 是我国西部地区重要的经济高地。成渝双城经济圈建设是实现双循环发展战略的重要一环: 长三角、粤港澳和京津冀三大发展“极”因地理位置靠外, 发展主要依赖外循环拉动, 而成渝地区地处西部内陆, 可承接一部分东部外循环产业链, 为内循环做增量, 同时可依托“一带一路”、西部陆海新通道等对外通道, 承载外循环重任。成渝经济圈的建设将缓解发展不平衡问题, 形成“北有京津冀、东有长三角、南有粤港澳、西有成渝”的中国区域经济格局, 助力经济高质量发展。

纳入国家发展战略, 锚定发展第四“极”。国家发改委分别于 2011 年和 2016 年提出成渝“经济区”和“城市群”的发展规划, 2020 年 1 月中共财经委员会第六次会议提出大力推动成渝地区“双城经济圈”建设, 标志着成渝地区双城经济圈上升为国家战略。2020 年 10 月发展规划 3.0 版《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》正式落地。成渝地区的政策定位由“城市群”拔高至“经济圈”, 标志着成渝经济区的区域发展与现有的京津冀、长三角、粤港澳经济圈战略高度一致。2021 年 2 月, 中共中央、国务院发布《国家综合立体交通网规划纲要》, 确定成渝地区双城经济圈为“第四发展极”, 并提出将围绕发展 4 极展开“十纵十横”综合运输大通道, 6 条主轴, 7 条走廊, 8 条通道等交通布局。

交通建设一体化是双城经济圈建设的重要一环。目前, 成渝地区的基础设施建设尚不完善, 尤其是交通基建大幅制约了区域一体化进程。四川省、重庆市人民政府于 2020 年 7 月签署《成渝地区双城经济圈交通一体化发展三年行动方案(2020—2022 年)》, 就促进区域交通一体化达成合作共识。《“十四五”规划》中提出建设现代化综合交通运输体系, 推进各种运输方式一体化融合发展, 点名建设川藏铁路雅安至林芝段、提质改造川藏公路 G318 线、建设成渝世界级机场群、实施重庆国际枢纽机场改扩建工程等。**成渝地区的交通基建需求预期将保持高位。**

图表 14: 成渝双城经济圈建设重点政策

时间	部门/会议	政策文件	重点内容
2011年6月	国家发改委	《成渝经济区区域规划》	努力把成渝经济区建设成为西部地区重要的经济中心、全国重要的现代产业基地、深化内陆开放的试验区、统筹城乡发展的示范区和长江上游生态安全的保障区，带动西部地区发展。
2016年4月	国家发改委	《成渝城市群发展规划》	培育发展成渝城市群，发挥其沟通西南西北、连接国内国外的独特优势，推动“一带一路”和长江经济带战略契合互动，有利于加快中西部地区发展、拓展全国经济增长新空间，有利于保障国土安全、优化国土布局。
2020年1月	中央财经委员会第六次会议	-	提出要大力推动成渝地区双城经济圈建设，标志着成渝地区双城经济圈建设上升为国家战略。
2020年7月	四川、重庆人民政府	《成渝地区双城经济圈交通一体化发展三年行动方案（2020—2022年）》	到2022年，出渝出川高速公路大通道将达到24条，川渝间将建成16条高速公路；水运方面，两地将拥有四级及以上高等级航道3100公里，港口集装箱吞吐能力达到760万标箱；客运方面，四川乡村客运“金通工程”和重庆“金佛快巴”深度融合，开通13条以上川渝毗邻地区跨省城际公交。
2020年10月	中共中央政治局	《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	1) 处理好中心和区域的关系，着力提升重庆主城和成都的发展能级和综合竞争力，推动城市发展由外延扩张向内涵提升转变，以点带面、均衡发展，同周边市县形成一体化发展的都市圈；2) 以共建“一带一路”为引领，建设好西部陆海新通道，积极参与国内国际经济双循环。
2021年2月	中共中央、国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	确定成渝地区双城经济圈为第4“极”，围绕4极展开“十纵十横”综合运输大通道，6条主轴，7条走廊，8条通道等布局。
2021年3月	两会	《十四五规划》交通强国建设方案	建设现代化综合交通运输体系，推进各种运输方式一体化融合发展，点名建设川藏铁路雅安至林芝段、提质改造川藏公路G318线、建设成渝世界级机场群、实施重庆国际枢纽机场改扩建工程。

资料来源：国务院、发改委等，国盛证券研究所

“一带一路”持续推进，西部陆海新通道建设进一步带动区域性交建投资。为有效衔接丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路，发改委于2019年10月发布《西部陆海新通道总体规划》推动西部陆海地区的通道建设，针对该地区的战略定位、空间布局、发展目标进行了完整阐述，进一步拉动西部地区的交通建设投资。

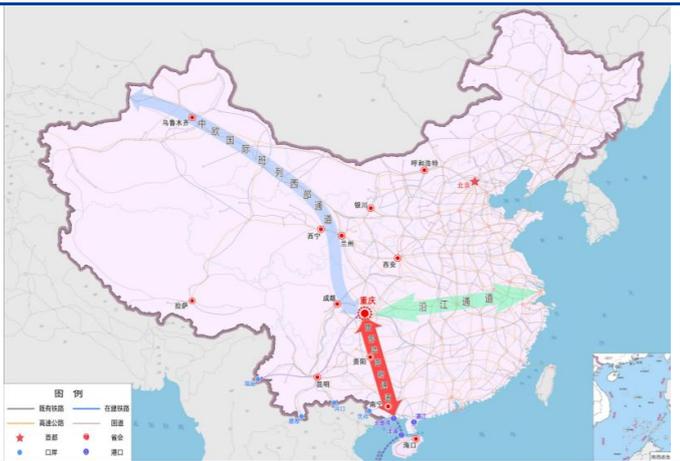
图表 15: 《西部陆海新通道总体规划》主要内容梳理

主要内容

战略地位	推进西部大开发形成新格局的战略通道
	连接“一带”和“一路”的陆海联动通道
空间布局	支撑西部地区参与国际经济合作的陆海贸易通道
	促进交通物流经济深度融合的综合运输通道
发展目标	<p>主通道: 建设自重庆经贵阳、南宁至北部湾出海口(北部湾港、洋浦港), 自重庆经怀化、柳州至北部湾出海口, 以及自成都经泸州(宜宾)、百色至北部湾出海口三条通路, 共同形成西部陆海新通道的主通道。</p> <p>重要枢纽: 着力打造国际性综合交通枢纽, 充分发挥重庆位于“一带一路”和长江经济带交汇点的区位优势, 建设通道物流和运营组织中心; 发挥成都国家重要商贸物流中心作用, 增强对通道发展的引领带动作用。建设广西北部湾国际门户港, 发挥海南洋浦的区域国际集装箱枢纽港作用, 提升通道出海口功能。</p> <p>核心覆盖区: 围绕主通道完善西南地区综合交通运输网络, 密切贵阳、南宁、昆明、遵义、柳州等西南地区重要节点城市和物流枢纽与主通道的联系, 依托内陆开放型经济试验区、国家级新区、自由贸易试验区和重要口岸等, 创新通道运行组织模式, 提高通道整体效率和效益, 有力支撑西南地区经济社会高质量发展。</p> <p>辐射延展带: 强化主通道与西北地区综合运输通道的衔接, 联通兰州、西宁、乌鲁木齐、西安、银川等西北重要城市。结合西北地区禀赋和特点, 充分发挥铁路长距离运输优势, 协调优化运输组织, 加强西部陆海新通道与丝绸之路经济带的衔接, 提升通道对西北地区的辐射联动作用, 有力促进西部地区开发开放。同时, 注重发挥西南地区传统出海口湛江港的作用, 加强通道与长江经济带的衔接。</p>
	<p>到 2020 年, 一批重大铁路、物流枢纽等项目开工建设, 重庆内陆国际物流分拨中心初步建成, 广西北部湾港和海南洋浦港资源整合初见成效, 铁海联运和多式联运“最后一公里”基本打通, 通关效率大幅提高, 通道物流组织水平显著提升, 陆海新通道对西部大开发的支撑作用开始显现。铁海联运集装箱运量达到 10 万标箱, 广西北部湾港、海南洋浦港集装箱吞吐量分别达到 500 万、100 万标箱。</p>
	<p>到 2025 年, 经济、高效、便捷、绿色、安全的西部陆海新通道基本建成。一批重大铁路项目建成投产, 主要公路瓶颈路段全面打通, 形成以铁路为骨干、高等级公路为补充的陆路交通通道。</p> <p>到 2035 年, 西部陆海新通道全面建成, 通道运输能力更强、枢纽布局更合理、多式联运更便捷, 物流服务和通关效率达到国际一流水平, 物流成本大幅下降, 整体发展质量显著提升, 为建设现代化经济体系提供有力支撑。</p>

资料来源: 《西部陆海新通道总体规划》, 国盛证券研究所

图表 16: 西部陆海新通道地理位置示意图(全国)



资料来源: 《西部陆海新通道总体规划》, 国盛证券研究所

图表 17: 西部陆海新通道空间布局示意图(局部)

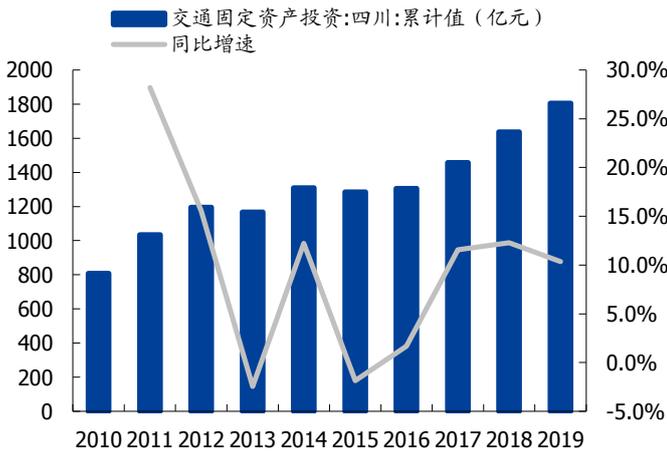


资料来源: 《西部陆海新通道总体规划》, 国盛证券研究所

2.2. 省内层面：西部交通枢纽，交通建设需求持续攀升

四川省作为西部地区的交通枢纽，在成渝经济圈、“一带一路”、交通强国建设等国家政策的推动下，交通固定资产投资呈逐年上升趋势，约占西部地区交通固定总投资的20%。公路建设固定资产投资近三年同比增速维持在双位数水平，分别为11.4%/12.5%/10.4%，交通基建需求旺盛。

图表 18: 四川省历年交通固定资产投资额



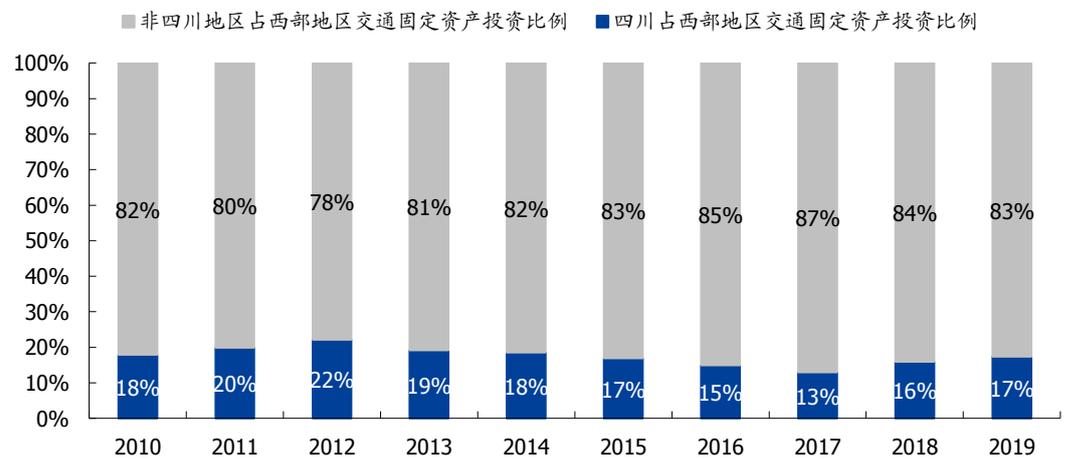
资料来源：交通部，国盛证券研究所

图表 19: 四川省历年公路建设固定资产投资额



资料来源：交通部，国盛证券研究所

图表 20: 四川省占西部地区交通固定资产投资比例



资料来源：交通部，国盛证券研究所

省级指标出台，交建投资有望进一步攀升。2020年12月，四川省人民政府发布《四川交通“十四五”规划》，核心聚焦三方面内容：

1) 融入国家综合立体交通网，凸显战略性枢纽功能：重点加快推动“蜀道通”向“蜀道畅”跨越、交通大省向交通强省跨越、西部综合交通枢纽向国际门户枢纽跨越，加速融入国家综合立体交通网。

2) 加速建设出川大通道, 铁路建设投资将创新高: “十四五”期间全省综合交通投资总额预计达 **1.7 万亿元**, 较“十三五”期间增加约 **40%**; 到 2025 年, 建成出川大通道达 **55 条** (其中高速公路 35 条、铁路 16 条、水路 4 条), 较“十三五”末增加 17 条; 全省公路水路投资额不低於 **8000 亿元**、力争 **1 万亿元**; 推动实现成渝城市群交通一体化。

3) “四好农村路”提质扩面, 实施农村公路“三大工程”: 针对被撤并村到新村委会缺乏直连道路的问题, 实施撤并建制村畅通工程(2021 年预计新改建农村公路 **2.6 万公里**); 聚焦支撑农村产业, 实施乡村振兴产业路旅游路工程; 聚焦农村客运需求, 实施乡村客运“金通工程”。

相较“十三五”期间, 四川省“十四五”交通建设各方面的预期指标均明显提升, 交通基建类企业有望借政策红利迎来新发展机遇。

3. 大股东铁投与交投强强合并, 支持公司实现跨越发展

3.1. 铁投与交投实力雄厚, 强强合并

控股股东铁投集团拟与交投集团战略重组, 新设合并成立蜀道投资集团。公司近期公告, 四川省人民政府拟启动四川省铁路产业投资集团有限责任公司(公司控股股东)与四川省交通投资集团有限责任公司的战略重组事宜。4月2日公告, 铁投集团与交投集团于当日签署了《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”, 承接合并前两大集团全部资产和负债。新合并公司总资产有望达到约 9000 亿元, 综合实力进一步增强。

四川铁投是省内铁路与高速公路投资主力军之一, 累计参与投资建设国家重点铁路、地方铁路项目 35 个, 省内总里程超 5600 公里, 省内总投资超 6000 亿元。累计投资建设高速公路项目 28 个, 建设总里程 2900 公里, 投资超 3400 亿元。2019 年集团公司实现营业收入 1153 亿元, 位列 2019 中国企业 500 强第 214 位、四川企业 100 强第 5 位、四川服务业企业 100 强榜首。截至 2019 年底, 集团总资产约 3855 亿元, 净资产 1215 亿元。

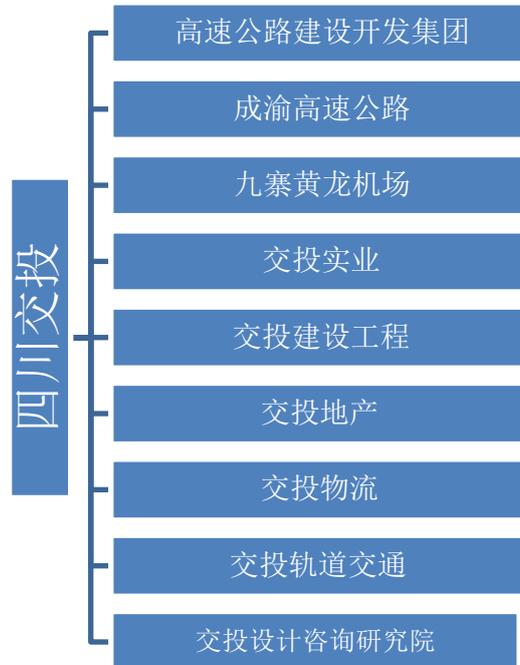
图表 21: 四川铁投下属产业分布



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

四川交投规模居省属企业首位，省内投资高速公路市占率约**60%**。成立于2010年4月，注册资本350亿元，是四川省政府批准成立的省属特大型重要骨干企业，形成了以“高速公路、轨道交通、机场通航”三大主业为核心。累计建成运营高速公路5027公里，约占全省的62%，全省建成高速公路出川大通道中，集团占比7成以上。在建高速公路里程2031公里，约占全省的57%。截至2020年底，集团总资产达4599亿元、净资产达1573亿元，均稳居省属企业首位。

图表 22: 四川交投旗下主要产业子公司

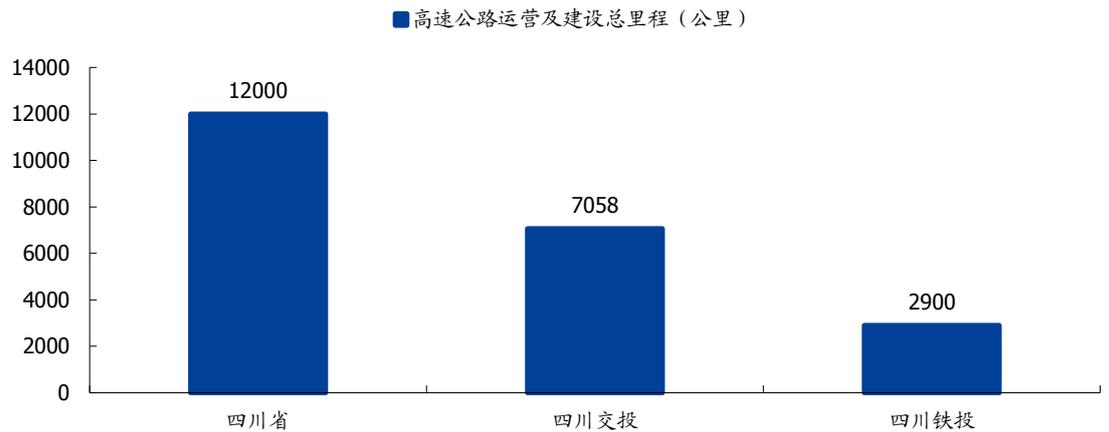


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2. 省内交通施工市占率有望大幅提升

铁投和交投合计省内高速市占率达**80%**以上。根据交通部信息，“十三五”期，四川新开工高速公路4400公里，建成和在建总里程近1.2万公里，新增通车里程超过2100公里，通车里程数比“十二五”末增加35%，全省高速公路通车总里程达到8140公里。四川铁投投资建设公路2900公里，四川交投投资建设（完工+在建）高速公路约7058公里，两者合计约1万公里，占全省在建和建成高速公路里程数的83%以上。

图表 23: 四川省高速公路运营及在建里程情况

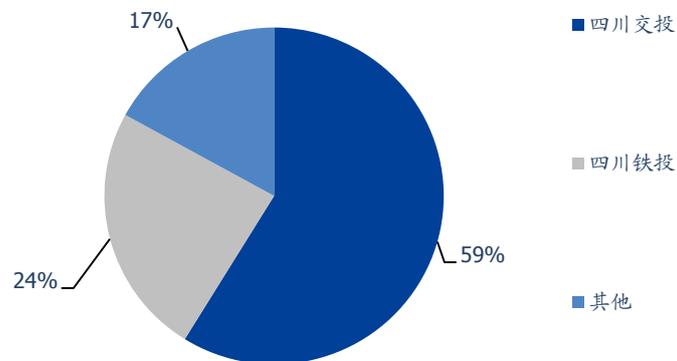


资料来源: 公司官网, 交通部网站, 国盛证券研究所

四川路桥在省内交通建设市场市占率有望进一步提升。公司原大股东四川铁投省内公路市占率约 25%，此次合并的四川交投则是省内高速公路建设的第一位，市占率约 58%，合并后两者市占率超 83%，有望给四川路桥带来更充裕的高速公路建设订单，促公司在省内交通建设市场市占率进一步提升。根据四川省十四五规划，预计十四五期间公路水路投资在 8000 亿元，假设两大集团主导的相关投资占比 80%，则总投资达 6400 亿元。假设其中 70% 交由四川路桥等集团内施工企业，则每年集团公路相关订单可达约 900 亿元，如果考虑铁投及交投参与投资的铁路、城镇化建设等其他类型基建订单，预计来自集团内部每年施工相关订单可达千亿，而公司 2020 年新签订单总额仅约 395 亿元，还有较大成长空间。

省内公路建设市场竞争缓和，盈利能力有望提升。两大主要交通投资集团合并，有助于减少省内项目招投标竞争，通过集团内部施工资源的重整和理顺，有助于明显改善四川路桥施工项目盈利能力。凭借充裕的订单支持，不断改善的盈利能力，公司在十四五期间业绩有望迎来快速增长。

图表 24: 四川省内高速公路投资市场份额



资料来源: 公司官网, 交通部网站, 国盛证券研究所

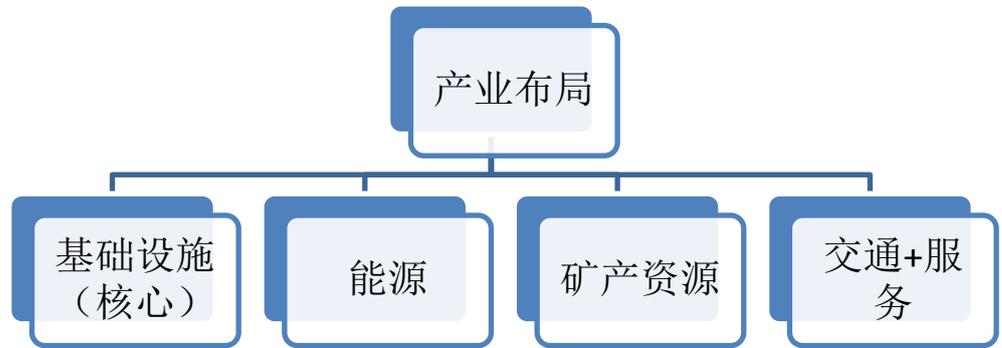
4.十四五规划战略明确，1+3 产业布局打造综合集团

4.1.十四五规划 1+3 产业布局

根据公司公告的十四五规划纲要，十四五期间公司战略目标及定位为：继续做强做大交通基础设施主业的同时，积极布局和大力培育多元产业，通过“聚焦主业、产业协同、创新驱动、数字转型”等路径，把四川路桥建设成为：综合实力雄厚、经济运行高效、核心竞争力强、品牌优势突出、文化底蕴深厚的综合性企业集团。

产业布局为 1+3 格局：在重点突出基础设施投资建设核心主业的同时，积极布局培育能源板块、矿产资源板块、交通+服务板块，形成“1+3”产业布局，实现产业结构的优化调整及各板块的协同优质发展。

图表 25: 公司十四五产业 1+3 规划格局



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.2.各板块具体战略明确，协同助力公司十四五高速发展

基础设施板块：完善产业链、优化区域布局、推动数字化转型三大举措并进。基础设施板块是公司十四五核心支柱产业，具体来看十四五期间公司预备采取三大策略推动主业持续快速发展：

- 1) **完善产业链：**推进“大土木”全产业延伸。积极拓展水利、市政、房建、轨道交通、港口航道施工等领域；全面推进勘察设计、材料研发、道桥养护等业务。
- 2) **积极谋划重点区域布局。**围绕国家及四川省区域战略规划，重点推动成渝双城经济圈、长三角、粤港澳大湾区等全国经济热点区域、及省内重点发展区域市场布局。
- 3) **推动数字化转型：**十四五着力发展“智能建造”，全面推行工程建设及装配建造的智能化。建立涵盖全产业链融合一体的智能建造产业体系，输出一批定型可复制的“智能建造”标准和技术，加快智能建造数字应用产品化和输出商业化。具体举措方面，公司公告拟与控股股东铁投集团、合作方国道网公司共同组建四川数字交通公司，致力于提供面向服务的数据共享与连接高效的交通行业整体解决方案，注册资本为1亿元，铁投集团、四川路桥、国道网公司持股比例分别为57.1%、40%、2.9%。同时公告与大股东联合成立四川智能建造科技股份有限公司，公司出资3000万元，持股60%，加快智能建造技术研发和转型。

图表 26: 四川路桥与大股东合资成立的数字化公司

公司名称	主要领域	股权结构	发展规划
四川智能建造科技股份有限公司	智能建造	四川路桥持股 60%，铁投 40%	利用智能建造方式，助力行业高效、高质量发展，通过推动人工智能、云计算、大数据等新一代信息技术在建设项全过程中的深度应用，逐步形成涵盖规划设计、施工、基础数据采集、运营管理的全生命周期智能建造产品体系。
四川数字交通科技股份有限公司	数字交通	铁投集团、四川路桥、国道网公司持股比例分别为 57.1%、40%、2.9%。	与互联网头部企业设立联合创新实验室，在标准规范、软硬件产品、技术服务等方面形成一批成果；会同云端、路端、车端、研发端、制造端共同打造车路协同产业联盟，初步建立数字交通生态产业。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

能源板块：十四五公司将加大清洁能源投入、完善锂电产业链闭环。1) 清洁能源：依托省内的自然资源优势，积极布局优质的清洁能源项目，加大对水电、光伏、风能等清洁能源产业的投资力度。大力发展综合能源节能业务，开展储能项目应用。**2) 锂电产业：**形成锂电正极材料及前驱体的规模化生产能力，完成动力电池回收项目，加大技术科研投入，形成“资源再生-前驱体-正极材料”内部闭合的锂电产业链。公司公告 2018 年 6 月投资设立四川新锂想能源科技有限责任公司，持股 65%。根据该公司官网，四川新锂想将在四川射洪分三期逐步建成锂电正极材料项目和正极材料前驱体项目，计划在十四五期间投资 75 亿元，新征工业用地 2000 余亩，打造“资源再生-电池材料-产品应用”的循环产业链，逐步深入到负极材料、隔膜、电解液、锂电池生产、废旧电池回收、汽车拆解及整车制造等领域。

资源板块：1) 加快推进存量项目建设：2014 年，公司与厄立特里亚国家矿业公司开展合作，正式获得位于厄特碧沙-扎拉成矿带中段，面积约 1000 平方公里的多金矿探矿权；2016 年，公司收购了厄国阿斯马拉铜金多金属矿项目 60% 股权，已探明矿石储量 7610 万吨，设计矿山服务年限为 16.2 年。目前两矿均在建设阶段，公司将在十四五加大力度推进存量项目建设。**2) 扩大南江铁精矿产能，加快开发霞石市场产品：**公司与南江矿业集团通过战略重组的形式成立鑫展望碳材科技集团公司，产业涉及南江铁矿、霞石矿、石墨矿的采选和精深加工，未来预备完成南江石墨矿产产品应用研究及成果转化，构建石墨下游产品深加工产业链。该公司 2020 年上半年实现收入 1.48 亿元，净利润 2100 万元。

交通+服务板块：根据公司公告，十四五期间公司将以基础设施投资项目为依托，积极探索“交通+服务”的业务发展新模式。大力拓展交通经营资产运营服务、贸易服务及交通+文旅业务。加强交通基础投资项目运营管理，提升运营服务水平，作好资产经营，依托路网资源，作好“交通+服务业”拓展。依托基建施工板块业务需求，提升大宗物资贸易做实做优贸易产业链，并加快推进“交通+文旅”业务模式实施。

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 盈利预测

预计两大交通投资集团战略重组后，将给予公司更大支持，公司省内交通建设市场市占率进一步提升，订单及业绩有望迎来快速发展。根据公司新签订单及财务规划情况，我们预计公司 20-22 年收入分别为 634/769/935 亿元，同比增长 20%/22%/22%，归母净利润分别为 30.0/45.7/58.8 亿元，同比增长 76%/52%/29%。归母净利润增速显著快于收入增长，主要因省内公路项目竞争缓和，项目毛利率预计有明显提升。

图表 27: 公司营业收入预测

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	301.08	327.63	400.19	527.25	631.92	768.57	935.30
YoY		8.82%	22.15%	31.75%	19.85%	21.62%	21.69%
工程施工(亿元)	241.02	248.80	305.19	387.57	476.71	595.89	744.86
YoY		3.23%	22.66%	26.99%	23.00%	25.00%	25.00%
物流贸易(亿元)	45.26	64.10	75.72	115.82	133.19	146.51	161.16
YoY		41.63%	18.13%	52.96%	15.00%	10.00%	10.00%
BT/BOT/PPP(亿元)	11.22	11.47	15.12	18.45	16.61	20.76	23.87
YoY		2.23%	31.82%	22.02%	-10.00%	25.00%	15.00%
水力发电(亿元)	1.74	1.77	1.95	1.96	1.96	1.96	1.96
YoY		1.72%	10.17%	0.51%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5.2. 估值与投资建议

我们预计公司 20-22 年归母净利润分别为 30.0/45.7/58.8 亿元，同比增长 76%/52%/29%，对应 EPS 分别为 0.63/0.96/1.23 元，当前股价对应 PE 分别为 11/7/5 倍。可比公司 21/22 平均市盈率分别为 7/6 倍，考虑到公司在大股东支持下业绩有望持续快速增长，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 28: 可比公司估值对比

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2019A	2020A/E	2021E	2022E	2019A	2020A/E	2021E	2022E	
山东路桥	6.1	0.40	0.77	0.84	1.01	15.4	8.0	7.3	6.1	1.13
安徽建工	4.1	0.35	0.47	0.55	0.66	11.8	8.7	7.4	6.2	0.94
上海建工	3.0	0.44	0.36	0.51	0.56	6.8	8.3	5.9	5.4	0.72
隧道股份	5.5	0.68	0.69	0.78	0.87	8.0	7.9	7.0	6.3	0.76
平均						10.5	8.2	6.9	6.0	0.89

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (盈利预测取自 Wind 一致预期, 股价为 2021 年 4 月 2 日收盘价)

6.风险提示

风险提示: 大股东支持力度不达预期、省内基建投资不达预期、新业务布局不达预期、矿产资源价格大幅波动、关联交易受限等。

大股东支持力度不达预期: 铁投与交投合并后大股东综合实力进一步增强, 在省内交通投资市占率大幅提升。预期会给公司带来更充裕施工订单。但如果未来因为各种原因, 大股东对四川路桥支持力度不达预期, 公司成长性会受到极大影响。

省内基建投资不达预期: 如果四川省十四五期间铁路、公路等交通基建投资增长不达预期, 大股东实际实施的投资量可能低于预期, 从而影响四川路桥订单获取。

新业务布局不达预期: 公司拟布局新能源、锂电池、矿产等新业务, 如果新业务发展较慢, 或投资激进出现失败, 可能会影响公司整体业绩。

矿产资源价格大幅波动: 公司下属矿产资源业绩受到大宗商品价格波动影响, 如果相关矿产产品出现价格大幅下降, 可能会对公司整体业绩造成影响。

关联交易受限: 未来公司订单预期有很大部分来自大股东。如果因为监管或其他因素变化, 限制关联交易的比例、数量等, 可能会导致公司新签订单不达预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com