

四川路桥 (600039.SH)

盈利能力与分红率大幅提升，订单业绩高增有望延续

盈利能力提升带动业绩高增，分红率达 39%超预期。公司公告实现营业收入 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%，扣非业绩增长 107.13%，与此前业绩预告基本一致。业绩增速显著快于收入增速，主要因公司提高项目管理水平，积极降本增效，加快推进施工项目变更、索赔和材料调差等合同管理工作，本期毛利率大幅提升，项目盈利能力明显改善。分季度看，公司 Q1-Q4 收入分别增长 -16%/29%/28%/11%，业绩分别增长 -19%/72%/802%/52%。分红方面，公司拟每 10 股派现金红利 2.50(含税)，合计分红 11.94 亿元，分红率高达 39.48%，较去年大幅提升 24 个 pct，超出预期，创上市以来新高（近 5 年分红率平均约 15%）。当前股价对应股息率为 3.72%。

毛利率显著提升，资产负债率下降。盈利能力方面，2020 年公司毛利率 14.80%，YoY+3.82 个 pct，主要因：1) 公司提升市场开拓和经营能力，优质施工项目增多；同时提高施工项目管理水平，积极降本增效，项目盈利能力提升。2) 加快推进施工项目变更、索赔和材料调差等合同管理工作增加利润。期间费用率 8.33%，YoY+1.42 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY-0.01/+0.05/+1.32/+0.07 个 pct，研发费用率增加较多主要因公司加大研发，本期路桥集团、川交公司、交通工程公司获高新技术企业认证。投资收益减少 2.39 亿元，主要因上年同期出售子公司股权产生较多收益。有效所得税率下降 3.3 个 pct。归母净利率 4.95%，YoY+1.73 个 pct。收款及营运能力方面，公司 2020 年经营活动现金净流入 31.8 亿元，同比下降 10.72%，收现比与付现比分别为 88%与 87%，YoY-3/+0 个 pct。总资产周转率提升 0.01 次至 0.58 次；资产负债率为 78.1%，下降 4 个 pct，自 2010 年后首次降至 80%以下。ROE 为 16.96%，YoY+5.47 个 pct，主要因净利率大幅提升。

今年订单计划新签 1000 亿，业绩高增有望延续。根据公司公告，21 年公司计划新签订单 1000 亿元，同比大幅增长 153%，近期公告 Q1 新签订单 112 亿元，同比大幅增长 89%。21 年公司计划实现营业收入 750 亿元，较 20 年实际增长 23%；实现利润总额 58 亿元，增长 58%。截止至 2020 年底，公司在手订单 1363 亿元，是 20 年收入的 2.23 倍，较为充裕，21 年业绩高增趋势有望延续。

大股东重组带来重大发展机遇，十四五 1+3 产业布局扎实推进。公告控股股东铁投集团拟与交投集团强强合并，组建新的蜀道集团（省内高速公路投资市占率超 80%），有望大幅提升公司四川省内交通建设市场市占率，在新大股东各方面支持下公司有望迎来跨越式发展。公司十四五规划拟打造 1+3 多元产业布局，报告期内扎实推进。根据公告，能源板块三元正极材料项目已于 2020 年 10 月投产；正极材料前驱体项目完成了总体规划等前期准备工作；矿业板块在报告期内启动霞石矿新生产线，预计 2022 年底完成。同时，厄国阿斯马拉铜矿项目完成银团组建工作，正在为开采做前期准备，确保今年年底投产。

投资建议：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 46/58/69 亿元，同比增长 52%/27%/18%，EPS 分别为 0.96/1.22/1.44 元，当前股价对应 PE 分别为 7.1/5.6/4.8 倍，维持“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、关联交易受限等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	52,725	61,070	75,940	93,097	108,679
增长率 yoy (%)	31.8	15.8	24.3	22.6	16.7
归母净利润（百万元）	1,702	3,025	4,606	5,848	6,885
增长率 yoy (%)	45.2	77.8	52.2	27.0	17.7
EPS 最新摊薄（元/股）	0.36	0.63	0.96	1.22	1.44
净资产收益率 (%)	9.8	12.3	16.0	16.8	16.6
P/E (倍)	19.2	10.8	7.1	5.6	4.8
P/B (倍)	2.1	1.4	1.2	1.0	0.8

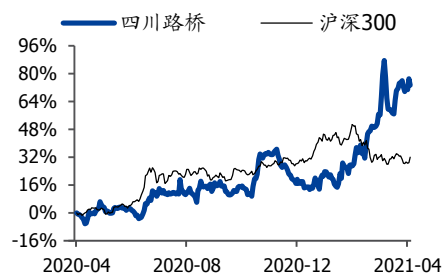
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 19 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
04 月 19 日收盘价	6.71
总市值(百万元)	32,057.50
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)	35.12

股价走势



作者

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@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

1、《四川路桥（600039.SH）：“蜀道”新生天地宽，区域龙头迎发展》2021-04-05



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	47748	56759	64039	81208	97609	营业收入	52725	61070	75940	93097	108679
现金	10753	14131	11391	13965	16302	营业成本	46941	52034	64545	78863	92031
应收票据及应收账款	6916	11410	13904	19950	23522	营业税金及附加	199	238	275	340	406
其他应收款	7046	2728	4175	4288	5592	营业费用	19	15	30	38	39
预付账款	784	1351	1304	1951	1849	管理费用	895	1066	1259	1561	1842
存货	20980	1969	2334	2923	3212	研发费用	759	1685	2095	2569	2999
其他流动资产	1269	25170	30930	38131	47132	财务费用	1967	2320	1857	2281	2751
非流动资产	49867	56465	60857	65247	69105	资产减值损失	-56	-23	228	279	217
长期投资	1538	1483	1420	1356	1293	其他收益	27	29	0	0	0
固定资产	2238	2308	3373	4545	5586	公允价值变动收益	5	8	3	3	5
无形资产	28193	29182	30445	31590	32314	投资净收益	275	36	83	101	124
其他非流动资产	17898	23492	25619	27756	29912	资产处置收益	1	24	0	0	0
资产总计	97615	113224	124896	146455	166714	营业利润	2103	3686	5736	7271	8524
流动负债	46324	52010	57826	72700	85906	营业外收入	54	52	45	47	50
短期借款	3869	3606	8497	14331	18058	营业外支出	26	68	40	39	43
应付票据及应付账款	22413	27440	25036	35628	37997	利润总额	2132	3670	5740	7279	8530
其他流动负债	20041	20964	24293	22741	29851	所得税	434	625	1029	1348	1575
非流动负债	34046	36450	37594	38552	38843	净利润	1698	3045	4712	5931	6956
长期借款	33340	35479	36624	37581	37872	少数股东损益	-4	20	106	83	70
其他非流动负债	706	971	971	971	971	归属母公司净利润	1702	3025	4606	5848	6885
负债合计	80370	88460	95421	111252	124749	EBITDA	5035	5807	7718	9786	11448
少数股东权益	1648	2150	2255	2338	2409	EPS (元)	0.36	0.63	0.96	1.22	1.44
股本	3611	4778	4778	4778	4778	主要财务比率					
资本公积	3132	6447	6447	6447	6447	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	8203	10870	15025	20332	26642	成长能力					
归属母公司股东权益	15597	22614	27220	32865	39556	营业收入(%)	31.8	15.8	24.3	22.6	16.7
负债和股东权益	97615	113224	124896	146455	166714	营业利润(%)	43.1	75.3	55.6	26.8	17.2
						归属于母公司净利润(%)	45.2	77.8	52.2	27.0	17.7
						获利能力					
						毛利率(%)	11.0	14.8	15.0	15.3	15.3
						净利率(%)	3.2	5.0	6.1	6.3	6.3
						ROE(%)	9.8	12.3	16.0	16.8	16.6
						ROIC(%)	5.9	7.1	7.7	8.3	8.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	82.3	78.1	76.4	76.0	74.8
						净负债比率(%)	181.6	124.3	120.1	112.8	98.8
						流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
						速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
						应收账款周转率	8.9	6.7	6.0	5.5	5.0
						应付账款周转率	2.3	2.1	2.5	2.6	2.5
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.36	0.63	0.96	1.22	1.44
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.69	0.49	0.72	1.27
						每股净资产(最新摊薄)	3.26	4.73	5.70	6.88	8.28
						估值比率					
						P/E	19.2	10.8	7.1	5.6	4.8
						P/B	2.1	1.4	1.2	1.0	0.8
						EV/EBITDA	13.0	11.3	9.1	7.6	6.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 19 日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2019年	2020年	2019一季单季	2019二季单季	2019三季单季	2019四季单季	2020一季单季	2020二季单季	2020三季单季	2020四季单季
营业收入	52,725	61,070	6,407	11,221	13,344	21,754	5,404	14,432	17,094	24,140
营业成本	46,941	52,034	5,554	10,086	12,218	19,082	4,389	12,609	15,155	19,882
毛利率	10.97%	14.80%	13.31%	10.11%	8.44%	12.28%	18.79%	12.63%	11.34%	17.64%
销售费用	19	15	2	3	3	11	12	6	21	-24
管理费用	895	1,066	172	183	176	365	162	145	172	587
研发费用	759	1,685	49	53	160	497	40	135	242	1,268
财务费用	1,967	2,320	404	380	612	571	418	615	607	679
销售费用率	0.04%	0.03%	0.04%	0.02%	0.02%	0.05%	0.23%	0.04%	0.12%	-0.10%
管理费用率	1.70%	1.75%	2.69%	1.63%	1.32%	1.68%	3.00%	1.00%	1.00%	2.43%
研发费用率	1.44%	2.76%	0.77%	0.47%	1.20%	2.28%	0.74%	0.94%	1.41%	5.25%
财务费用率	3.73%	3.80%	6.30%	3.39%	4.59%	2.62%	7.73%	4.26%	3.55%	2.81%
期间费用率	6.90%	8.33%	9.79%	5.52%	7.12%	6.64%	11.70%	6.24%	6.09%	10.40%
资产(含信用)减值损失	150	123	23	4	-22	-112	-16	9	14	-131
投资收益	275	36	275	-26	12	14	1	28	13	-6
营业外收入	54	52	4	21	16	13	5	12	12	22
营业外支出	26	68	4	3	5	13	3	10	6	49
税前利润	2,132	3,670	422	508	104	1,098	349	926	872	1,524
所得税	434	625	67	92	18	257	65	207	129	224
所得税率	20.37%	17.02%	15.88%	18.17%	17.23%	23.40%	18.52%	22.39%	14.83%	14.68%
少数股东权益占比	-0.25%	0.66%	1.75%	0.79%	5.98%	-2.25%	1.14%	1.59%	1.54%	-0.45%
归母净利润	1,702	3,025	348	412	81	860	281	707	731	1,306
净利率	3.23%	4.95%	5.44%	3.67%	0.61%	3.95%	5.20%	4.90%	4.28%	5.41%
摊薄EPS (元)	0.36	0.63	0.10	0.11	0.02	0.24	0.08	0.19	0.20	0.27
经营性现金流净额	3,671	3,277	-821	612	-83	3,963	-1,177	1,011	1,584	1,859
收现比	91%	88%	120%	85%	111%	73%	107%	94%	111%	64%
付现比	87%	87%	133%	81%	115%	60%	128%	97%	111%	53%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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	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
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	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