

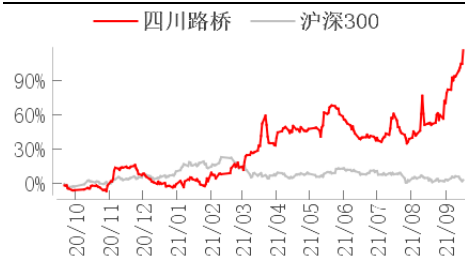
蜀道新生入天府，区域龙头迎通途

——首次覆盖报告

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

| | |
|-----------------|-----------------|
| 股价(2021年09月17日) | 9.49元 |
| 目标价格 | 11.43元 |
| 52周最高价/最低价 | 9.87/4.04元 |
| 总股本/流通A股(万股) | 477,543/361,053 |
| A股市值(百万元) | 45,319 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 建筑工程 |

| | 1周 | 1月 | 3月 | 12月 |
|-------|-------|-------|--------|--------|
| 绝对表现 | 9.08 | 42.49 | 54.58 | 116.13 |
| 相对表现 | 12.54 | 42.2 | 68.05 | 114.23 |
| 沪深300 | -3.46 | 0.29 | -13.47 | 1.9 |



资料来源: WIND、东方证券研究所

| | |
|-------|----------------------------|
| 证券分析师 | 黄骥 |
| | 021-63325888*6074 |
| | huangji@orientsec.com.cn |
| | 执业证书编号: S0860520030001 |
| 证券分析师 | 江剑 |
| | 021-63325888*7275 |
| | jiangjian@orientsec.com.cn |
| | 执业证书编号: S0860520090001 |

核心观点

- **大股东重组，蜀道投资集团在省内交通运输领域有较大优势。**公司原大股东四川铁投，于21/5/28，与四川交投合并为蜀道投资集团，使其成为四川唯一省级高速公路投资平台。根据年度评级跟踪报告，截止21年3月末，蜀道集团已通车高速公路占全省比例80%，已投入运营铁路6条，在省内交通运输领域具有很强的垄断优势。蜀道集团的在建和拟建项目尚需投资4151.08亿元，假设5年完成，每年平均投资额超过800亿元。
- **凭借大股东资源，未来业绩可期。**虽然公司在省内公路市占率逐年提高，但我们测算，目前依然仅有32%左右。公司为集团旗下核心的基建施工平台，获取其施工订单将有较大优势。集团的资源有望助力公司大幅提升市占率。在2021年财务预算报告中，公司预计新增今年订单1000亿元，实现收入750亿元，实现利润总额58亿元。21H1，公司收入和归母净利润分别为325/25.2亿元，YoY+64%/155%。我们预计今年业绩有望超预期。
- **四川交通建设需求持续性强，十四五公水铁规划投资1.5万亿。**成渝都市圈定位为十大国家级城市群、四大国际交通枢纽，综合交通网的规划布局已成为中长期的战略目标。20年四川省完成公路/铁路投资1834/380亿，十四五期间计划完成公路水路/铁路投资8000/7000亿。四川财政收入增长稳健，20年获得转移支付金额位列所有省市首位，保障了基建资金需求。
- **十四五规划进一步推进多元化布局。**公司目前有5高速公路项目进入运营期，去年疫情对车流量影响较大、今年预计将有明显改善，21H1板块收入YOY+120%，20年年报披露仍有3条公路BOT项目在建，预计23-25年可投入运营；公司积极布局光伏发电，参股的风电/光伏项目已进入商业化运营。锂电方面，十四五期间将持续发力三元正极材料领域，在三元正极市场较为分散的竞争格局下，不排除公司仍有后发突围的机会。

财务预测与投资建议

- 预计21-23年EPS为0.95/1.27/1.65元/股，参考可比公司估值给予公司22年9X PE，对应目标价为11.43元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 应收账款坏账、新签订单及订单转化不及预期、锂电业务拓展不及预期对估值的风险、资产负债率及财务费用过高的风险

公司主要财务信息

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入(百万元) | 52,725 | 61,070 | 75,656 | 91,902 | 110,717 |
| 同比增长(%) | 31.8% | 15.8% | 23.9% | 21.5% | 20.5% |
| 营业利润(百万元) | 2,103 | 3,686 | 5,476 | 7,350 | 9,540 |
| 同比增长(%) | 43.1% | 75.3% | 48.6% | 34.2% | 29.8% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,702 | 3,025 | 4,515 | 6,060 | 7,866 |
| 同比增长(%) | 45.2% | 77.8% | 49.3% | 34.2% | 29.8% |
| 每股收益(元) | 0.36 | 0.63 | 0.95 | 1.27 | 1.65 |
| 毛利率(%) | 11.0% | 14.8% | 15.2% | 15.3% | 15.4% |
| 净利率(%) | 3.2% | 5.0% | 6.0% | 6.6% | 7.1% |
| 净资产收益率(%) | 11.5% | 15.8% | 18.5% | 21.1% | 22.7% |
| 市盈率 | 25.2 | 14.2 | 9.5 | 7.1 | 5.4 |
| 市净率 | 2.7 | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.1 |

资料来源: 公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关监管机构核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 四川基建龙头，实控人为国资委..... | 5 |
| 大股东重组实现强强联合，省内市占率有望大幅提升 | 7 |
| 基建投资有望回暖，四川交通建设需求持续性强 | 10 |
| 房地产投资疲软，专项债支持下基建有望发力 | 10 |
| 四川交通基建稳步推进，十四五公水铁规划投资达 1.5 万亿 | 12 |
| 十四五规划进一步推进多元化布局 | 21 |
| 新能源发电贡献稳定的盈利和现金流..... | 21 |
| 锂电正极材料领域有望持续发力..... | 22 |
| 盈利预测与投资建议 | 24 |
| 盈利预测 | 24 |
| 投资建议 | 25 |
| 风险提示..... | 26 |

图表目录

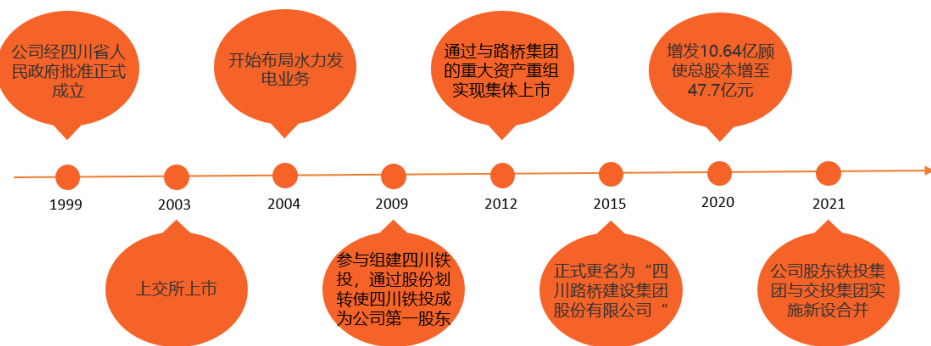
| | |
|--|----|
| 图 1: 公司大事记 | 5 |
| 图 2: 2016-2020 年公司各业务收入结构变化 | 6 |
| 图 3: 公司股权结构 | 7 |
| 图 4: 公司的工程施工业务对集团收入贡献占比情况 | 8 |
| 图 5: 全国道路运输业固定资产投资各分项结构 | 9 |
| 图 6: 2016-2020 年公司在四川公路建设领域的市占率 | 9 |
| 图 7: 公司资产负债率情况 | 9 |
| 图 8: 2019-2021 年固定资产投资增速 (%) | 10 |
| 图 9: 2019~2021 年房地产/基建/制造业投资增速 (%) | 10 |
| 图 10: 2019-2021 年土地购置面积增速 (%) | 10 |
| 图 11: 2019-2021 年基建三大分项投资增速 (%) | 10 |
| 图 12: 2020 年至今新增地方政府专项债发行情况 | 11 |
| 图 13: 中国十大国家级城市群示意图 | 12 |
| 图 14: 成渝经济圈的区位、范围以及拓展格局情况 | 13 |
| 图 15: 2016~2020 年四川省与全国城镇化率对比 | 14 |
| 图 16: 2016~2020 年四川省公路固定资产投资情况 (亿元) | 15 |
| 图 17: 四川省十四五高速公路及航运建设规划 | 16 |
| 图 18: 2016~2020 年四川省铁路营业里程情况 (公里) | 17 |
| 图 19: 四川省十四五铁路及机场建设规划 | 18 |
| 图 20: 2016~2020 年四川省公共财政收入情况 (亿元) | 19 |
| 图 21: 2016~2020 年四川省税收收入情况 (亿元) | 19 |
| 图 22: 2016~2020 年四川省政府性基金收入情况 (亿元) | 19 |
| 图 23: 2016~2020 年四川省土地出让收入情况 (亿元) | 19 |
| 图 24: 2016~2020 年四川省接受中央转移支付收入情况 (亿元) | 20 |
| 图 25: 公司水电业务收入情况 | 22 |
| 图 26: 公司水电业务毛利率情况 | 22 |
| 图 27: 锂电池成本结构 | 22 |
| 图 28: 2018-2020 年不同正极材料的出货量占比 | 22 |
| 图 29: 全球三元正极材料供需预测 (万吨) | 23 |
| 图 30: 2020 年国内三元正极材料市场份额 | 24 |
| 图 31: 2020 年全球三元正极材料市场份额 | 24 |
| 表 1: 截至 2021 年 3 月末蜀道集团主要在建和拟建高速公路投资情况 | 8 |

| | |
|--|----|
| 表 2: 近期成渝地区城市群相关政策及建设规划..... | 13 |
| 表 3: 四川省 2020-2022 公路建设目标..... | 15 |
| 表 4: 成渝地区 2020-2022 年铁路建设目标..... | 17 |
| 表 5: 四川省主要财政收支项目平衡测算..... | 20 |
| 表 6: 公司参控股的新能源发电业务情况..... | 21 |
| 表 7: 公司工程施工业务收入预测..... | 24 |
| 表 8: 可比公司估值..... | 26 |
| 表 9: 新签订单额对 2021-2023 年净利润增速的敏感性分析..... | 26 |
| 表 10: 订单转化率对 2021-2023 年净利润增速的敏感性分析..... | 27 |

四川基建龙头，实控人为国资委

公司是四川最大的交通基建企业之一。公司成立于 1999 年，由四川公路桥梁建设集团有限公司发起并设立，于 2003 年 3 月在上海证券交易所挂牌交易，是四川省交通系统首家 A 股上市企业。2009 年，公司参与组建四川铁投集团并签订股份划转协议，使四川铁投成为公司第一大股东。2012 年，公司通过与路桥集团的重大资产重组实现集体上市。2015 年，公司正式改名为四川路桥建设集团股份有限公司。公司共拥有 10 家控股子公司，业务内容涵盖了锂电池新能源、公路桥梁工程施工及投资运营、水力发电等业务板块。

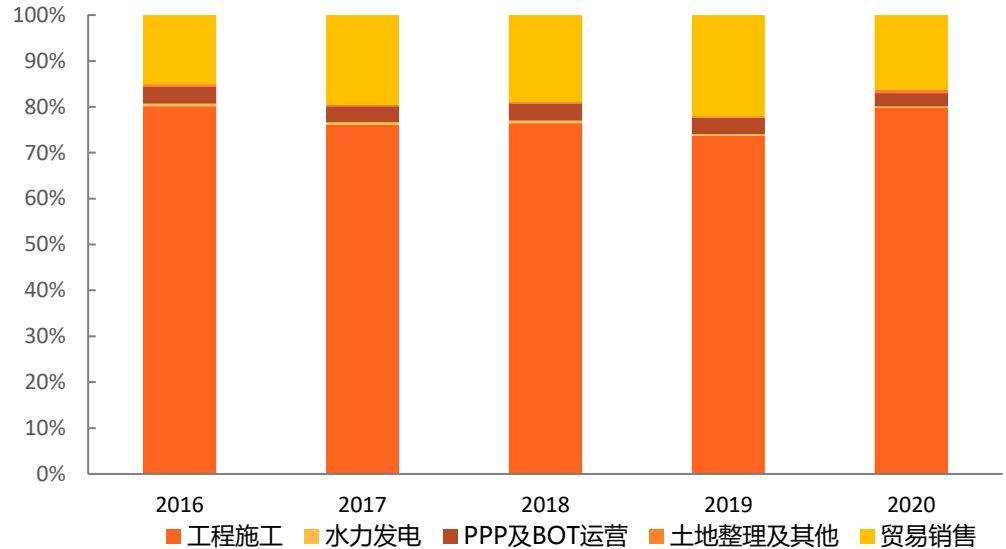
图 1：公司大事记



资料来源：公司官网，东方证券研究所

公司主营业务为建筑施工，占收入比重 80%。公司主要从事“大土木”基础设施领域的投资、设计、建设和运营，并在清洁能源、矿藏资源、新型材料、现代服务等多元产业进行拓展开发。其核心子公司四川公路桥梁建设集团有限公司具备公路工程施工总承包特级资质和公路行业甲级设计资质，业务遍布国内绝大多数省份以及非洲、中东、东南亚、欧洲、大洋洲等 20 余个海外国家，是路桥建设水平处于国内前列水平的企业。2020 年，公司主营业务中，工程施工、贸易销售、PPP 及 BOT 运营分别占总营收的 79.76%/16.21%/2.90%，其中贸易销售板块收入主要是部分下属子公司作为贸易商参与钢材、水泥等大宗原材料销售，且近几年经营范围又逐步拓展至焦炭、燃料油等衍生产业链商品贸易；PPP 及 BOT 板块收入主要来自成德绵、成自泸、内威荣、自隆和江习古 5 条高速公路的运营收益。

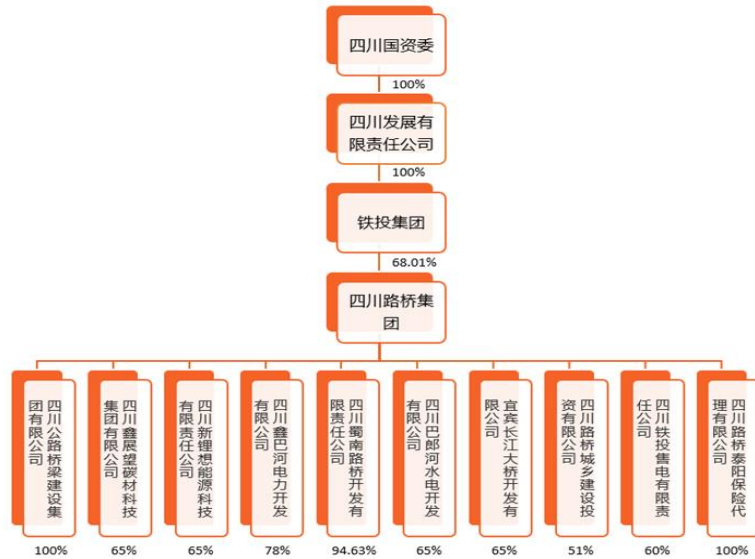
图 2：2016-2020 年公司各业务收入结构变化



资料来源：wind，东方证券研究所

公司股权结构较为集中，实控人为四川国资委。2009 年公司通过转让自身股份的方式参与组建四川铁投集团。该公司是按照四川省委九届四次全会关于“打造西部综合交通枢纽，建设西部经济发展高地”战略决策部署要求，由四川省人民政府出资设立的特大型国有投资集团，致力于铁路和公路的投资建设，以及铁路沿线矿藏资源、土地整理、水电新能源的开发，是公司最大的股东。自 2019 年起，铁投集团通过增持、认购、定增等方式持续增持公司股份比例，直至 2021 年 4 月，铁投集团计持股份占四川路桥总股本的 68.01%。

图 3：公司股权结构

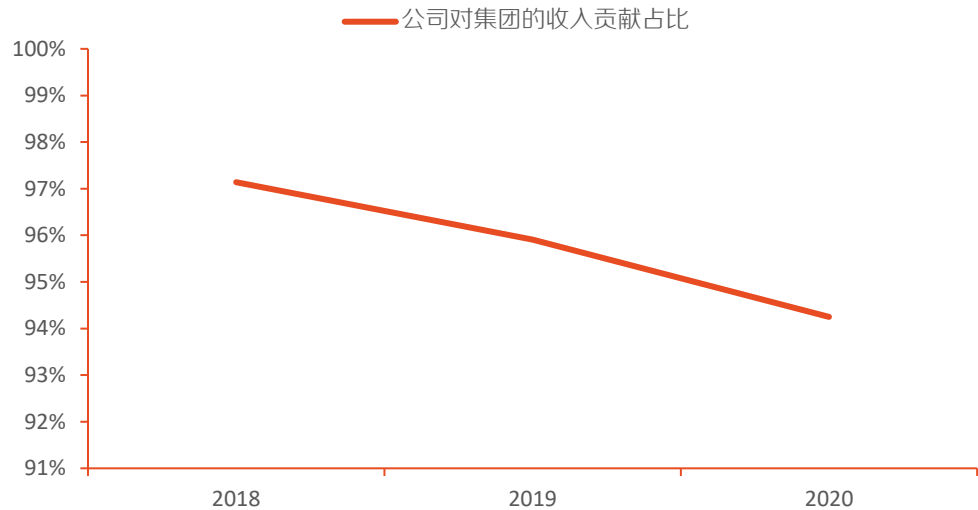


资料来源：wind，东方证券研究所

大股东重组实现强强联合，省内市占率有望大幅提升

控股股东拟实施战略重组，四川交通投资巨无霸诞生。公司的控股股东原为四川铁投，是四川省政府于 2008 年出资设立的国有特大型投资集团，自成立后一直都是四川重要的高速公路投资建设主体，四川铁投投资的项目占据四川省建成高速公路项目总量的约 25%，而四川省最大的高速公路投资平台为四川交投，累计投资建成项目的占有率达 62%。2021 年 3 月 22 日，公司公告披露四川铁投与四川交投的战略重组事宜，此次战略重组中铁投与交投将实施新设合并，新设的蜀道集团成为四川省唯一的省级高速公路建设投资及运营主体。根据蜀道集团公告，截至 2021 年 3 月末，公司参与投建的高速公路已通车里程达 6490.28 公里，占四川省高速公路通车里程的比例约为 80%，在省内占据绝对的垄断优势。

公司为控股股东旗下最大的基建施工平台。由于蜀道集团本身为投资平台公司、不开展工程项目施工业务，因此在其个别报表上不确认相关的施工收入，旗下子公司的施工收入则在其合并报表中反映。近几年来，公司的施工收入占集团全部子公司施工收入的比例超过 90%，在集团内的施工主体地位凸显。

图 4：公司的工程施工业务对集团收入贡献占比情况


资料来源：wind，东方证券研究所

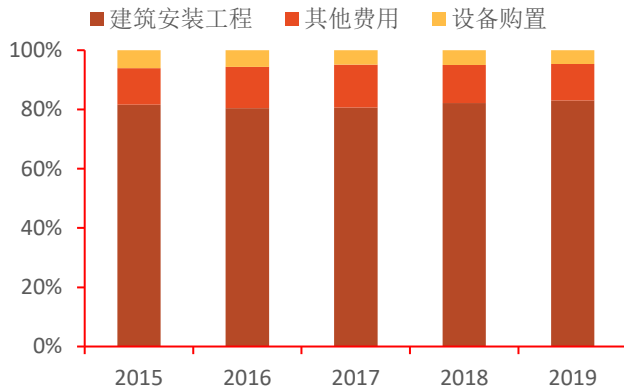
仅完成在手项目，预计控股股东未来 5 年内平均每年完成高速公路投资额超 800 亿，其中绝大部分将由公司承接。根据蜀道集团公司，截至 2021 年 3 月末，公司主要在建拟建高速公路项目共计 26 条，建设里程为 3935.48 公里，总投资 5198.82 亿元，累计已完成投资 1047.74 亿元，尚需投资 4151.08 亿元，若假设未来 5 年内完成剩余投资，年平均投资额将达到 830 亿。考虑到公司在集团内的施工主体地位，我们预计未来中标集团新项目的比例将较大。

表 1：截至 2021 年 3 月末蜀道集团主要在建和拟建高速公路投资情况

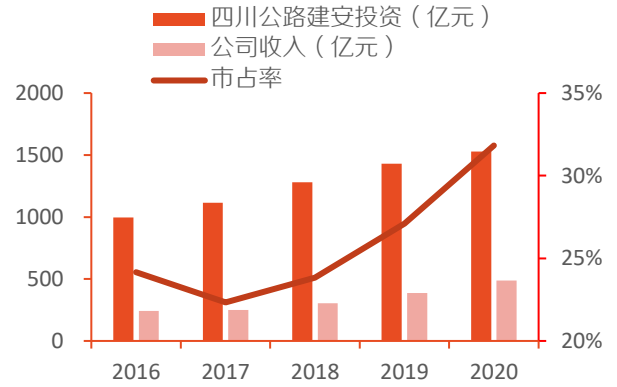
| 建设里程 (公里) | 总投资 (亿元) | 已投资 (亿元) | 未来投资计划 | | |
|--------------|-------------|-------------|---------------|--------|--------|
| | | | 2021 年 4-12 月 | 2022 年 | 2023 年 |
| 3,935.48 | 5,198.82 | 1,047.74 | 771.67 | 945.07 | 811.22 |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

公司目前在四川省内市占率不到 35%，控股股东的持续订单支持有望大幅提升公司的市占率。假设公司施工业务收入全部来自四川省内以及公路建设领域，我们采用公司收入与当年四川省公路建安投资的比值来近似测算公司的市占率。由于四川省未公开公路投资中的三大分项（建安工程、设备购置、其他费用）具体数值，我们根据国家统计局发布的全国道路运输业固定资产投资分项结构，计算出建安工程占比来估计四川省公路投资中的建安工程投资规模，其中 2020 年统计局未公布建安工程数据，我们假设与 2019 年占比相同。2017 年至今，我们测算出的公司市占率逐年提升，到 2020 年达到 32%，考虑到公司收入中有部分来自非四川省内和非公路领域，实际的市占率可能会更低。考虑到大股东蜀道集团投资的公路项目在省内占比高达 80%，且这部分订单很可能会给到公司，未来公司的市占率仍有翻倍以上的空间。

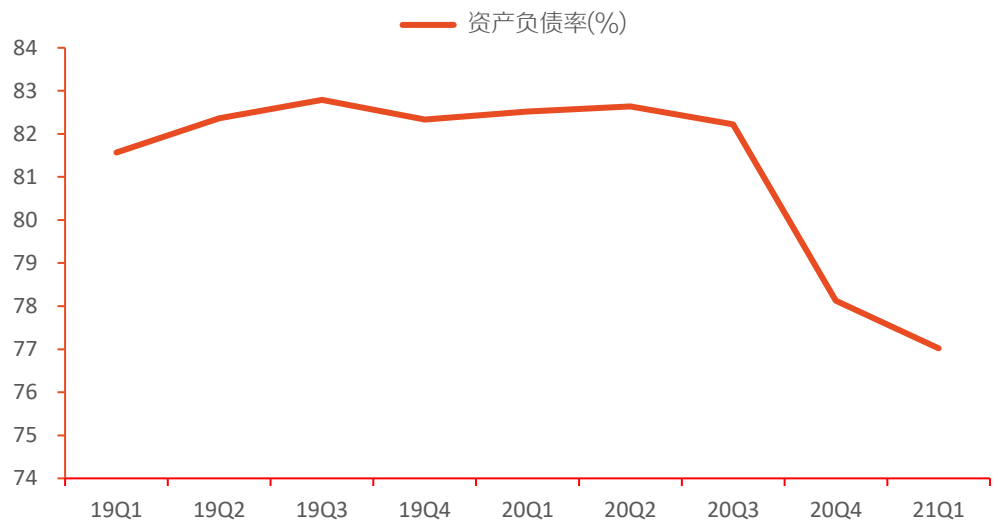
图 5：全国道路运输业固定资产投资各分项结构


资料来源：wind，东方证券研究所

图 6：2016-2020 年公司在四川公路建设领域的市占率


资料来源：wind，东方证券研究所

大股东定增改善上市公司资本结构，彰显长期信心。公司由于存在建筑行业垫资施工、营运资金紧张等特点，过去资产负债率长期保持在 80% 以上。2020 年 4 月 7 日公布非公开发行预案，向大股东四川铁投非公开发行 42.46 亿元，其中 27.46 亿用于补充流动资金、15 亿用于偿还银行贷款，到 2020 年底发行完成后公司资产负债率下降至 78%，大股东的持股比例也上升 9.5pct 至 66.57%，表明了对公司长期发展的坚定支持。

图 7：公司资产负债率情况


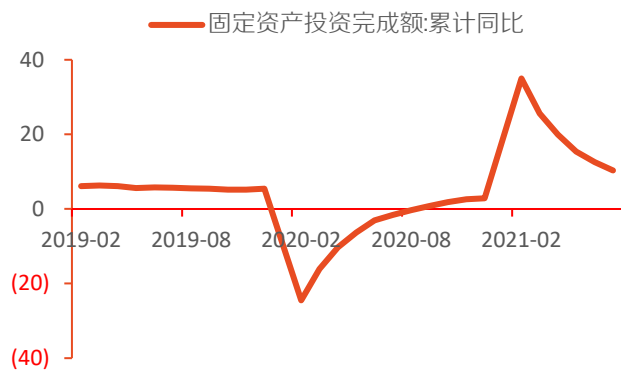
资料来源：wind，东方证券研究所

基建投资有望回暖，四川交通建设需求持续性强

房地产投资疲软，专项债支持下基建有望发力

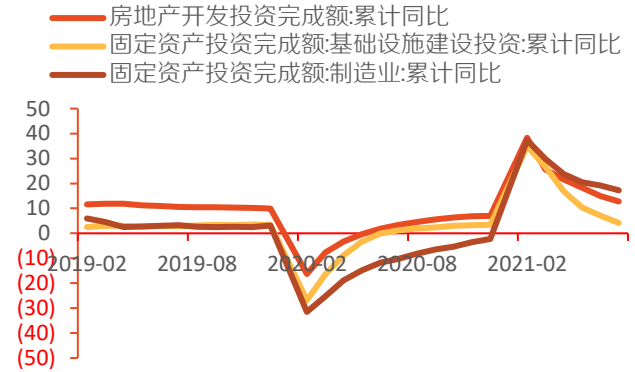
拿地市场的下滑对投资数据的影响逐步显现，21H1 基建投资整体偏弱。2021 年 1-7 月，全国固定资产投资累计同比增速为 10.3%，环比下滑 2.3pct，其中房地产/基建/制造业投资增速环比下滑 2.3/3.0/1.9pct。前几年韧性较强的房地产投资在今年也明显呈现出疲态，我们认为主要由于 18 年至今土地购置面积的持续收缩下，地产商可用于开工的土地储备逐年减少，此外今年在地产资金面收紧的情况下存量项目的施工进度也有所放缓，预计 H2 地产投资继续下行的压力较大。基建投资增速在 H1 也下滑较多，从其主要的三大分项来看，交通运输、邮政及仓储业投资增速最高，1-7 月累计同比增长 5.9%，作为传统的经济托底工具，预计未来交通基建投资有望获得更多的政策和资金支持。

图 8：2019-2021 年固定资产投资增速（%）



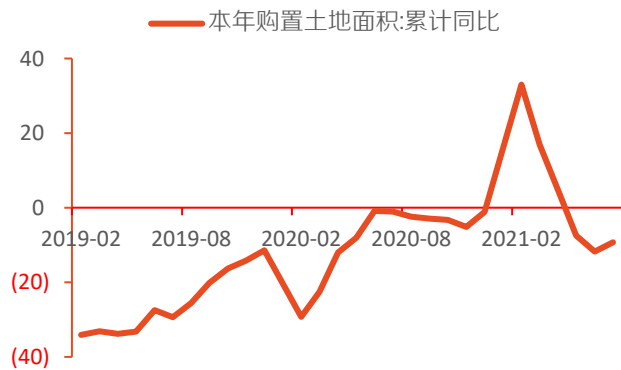
资料来源：wind，东方证券研究所

图 9：2019-2021 年房地产/基建/制造业投资增速（%）



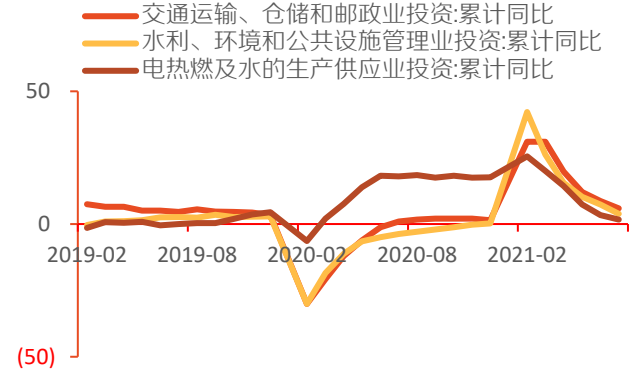
资料来源：wind，东方证券研究所

图 10：2019-2021 年土地购置面积增速（%）



资料来源：wind，东方证券研究所

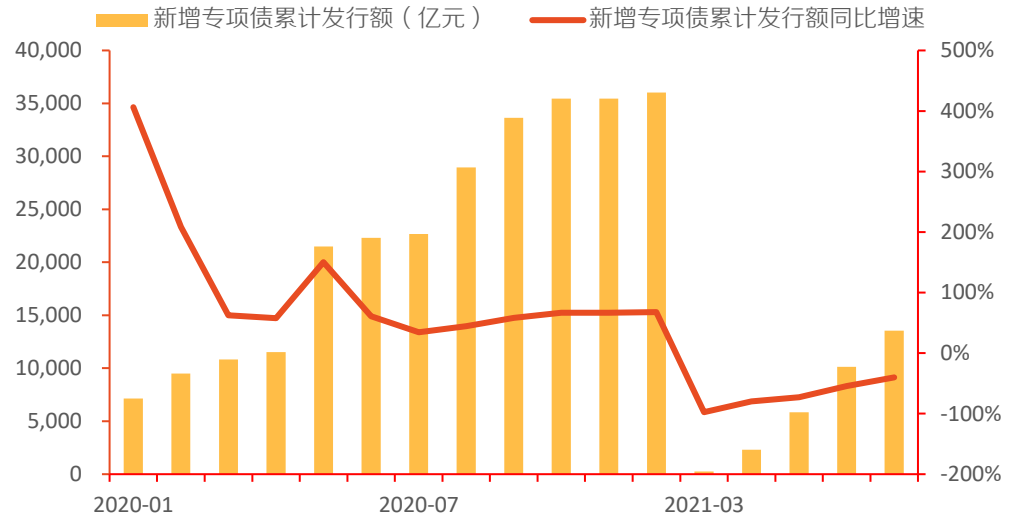
图 11：2019-2021 年基建三大分项投资增速（%）



资料来源：wind，东方证券研究所

专项债发行有望提速，为 H2 基建提供资金支持。根据 21 年政府工作报告，今年新增地方政府专项债券额度为 3.65 万亿元，截至 7 月份已发行新增专项债 1.35 万亿，YOY-40%，仅完成全年额度的 37%，即剩余 42% 的时间内需要再发行 63%，总体看 H1 发行进度低于历史同期，因此我们预计 H2 发行进度有望加快，并进一步带动政府投资力度的提升。在货币政策保持稳健的情况下，积极的财政政策或成为拉动基建投资的重要因素。

图 12：2020 年至今新增地方政府专项债发行情况



资料来源：wind，东方证券研究所

为实现十大国家级城市群、四大国际交通枢纽的中长期目标，大交通基建仍是重中之重。从 2015 年至 2019 年，国务院先后批复十个国家级城市群的规划，分别是：长江中游城市群、哈长城市群、成渝城市群、长江三角洲城市群、中原城市群、北部湾城市群、关中平原城市群、呼包鄂榆城市群、兰西城市群、粤港澳大湾区。在“十四五”规划中也提出“发挥中心的城市和城市群带动作用，建设现代化都市圈”的战略部署，未来城市群的建设将会成为中国区域产业集聚发展的重要载体。2021 年 2 月 24 日，中共中央、国务院印发《国家综合立体交通网规划纲要》，提出建设京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝地区双城经济圈 4 大国际综合交通枢纽集群，预计未来城市群内部将着力打造成为综合立体交通网，进一步补齐铁路、公路、水运、机场等基础设施领域的短板。

图 13：中国十大国家级城市群示意图

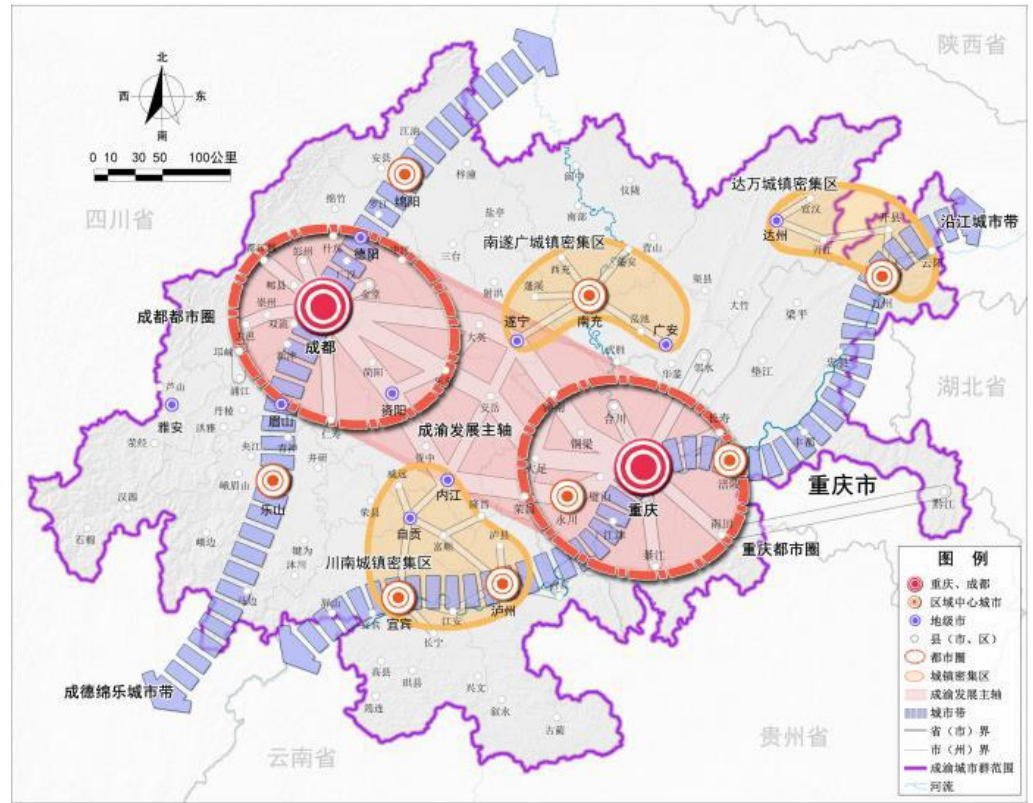


资料来源：前瞻网，东方证券研究所

四川交通基建稳步推进，十四五公水铁规划投资达 1.5 万亿

成渝双城经济圈是我国西部地区发展水平最高、发展潜力较大的城镇化区域。2021 年《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》明确提出优化提升成渝城市群，注重体现区域优势和特色，推进成渝地区双城经济圈建设，打造具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心、改革开放新高地、高品质生活宜居地。

图 14：成渝经济圈的区位、范围以及拓展格局情况



资料来源：发改委，东方证券研究所

成渝城市群建设是实施长江经济带和一带一路战略的重要组成部分。根据 2020 年发布的《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，未来将聚焦“一极两中心两地”的战略目标和重点任务，突出重庆、成都两个中心城市的协同带动，完善合作机制，打造区域协作的高水平样板，重点建设成渝发展主轴、沿长江和成德绵乐城市带，促进川南、南遂广、达万城镇密集区加快发展。共同建设高标准市场体系，营造一流营商环境，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。推动县域经济高质量发展，制定实施县域经济强县强区强镇培育工作方案，实行“一县一策”，精准支持重点培育县（市）、区、镇加快发展，形成带动县域经济高质量发展的引领效应。

表 2：近期成渝地区城市群相关政策及建设规划

| 发布时间 | 政策名称 | 具体内容 |
|---------|--|---|
| 2021年3月 | 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》 | 推进成渝地区双城经济圈建设，打造具有全国影响力的重要经济中心、科技创新中心和改革开放新高地、高品质生活宜居地，提升关中平原城市群建设水平，促进西北地区与西南地区合作互动。 |
| 2021年1月 | 《推动成渝地区双城经济圈建设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，构建加强交通基础设施建设行动建互联互通、管理协同、安全高效的设施网络，加快推动西部国际综合交通枢纽和国际门户枢纽建设，力争三年投资4200亿，开工干线6500公里，全力建设9 | |

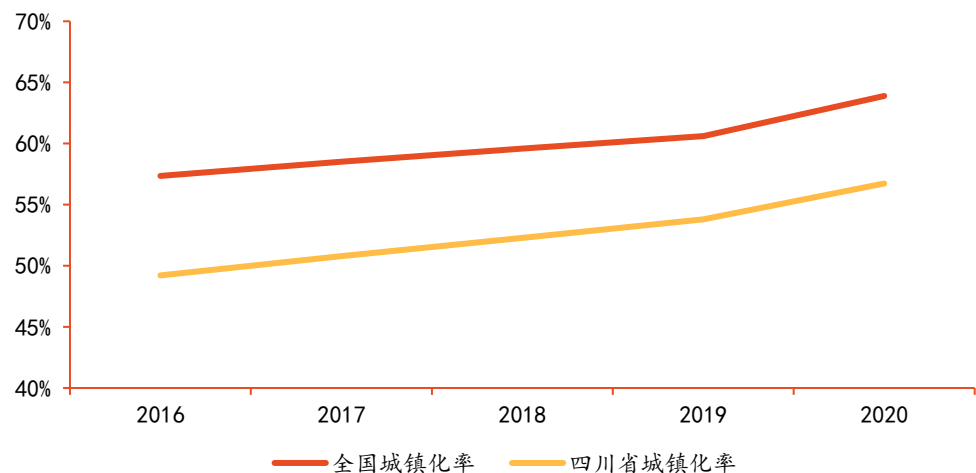
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

| | |
|--|--|
| | 大基础网络，实施 40 项百亿工程。加速构建轨道多层次、高速多通道、航道千吨级、机场双枢纽、管道一张网、寄递村村通、运输一体化的成渝地区双城经济圈综合交通网络，推动重庆、成都加快形成“高铁双通道、高速八车道”的复合快速通道，全力打造“多向辐射、立体互联、一体高效”的 4 个“1 小时交通圈”，有力支撑成渝地区双城经济圈建设。 |
| 2021 年 2 月 《关于四川省 2020 年国民经济和社会发展计划执行情况及 2021 年计划草案的报告》 | 全面落实《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》和联合实施方案，聚焦“一极两中心两地”战略目标和重点任务，加快构建“1+4+7”政策体系。加快推进万达开川渝统筹发展示范区、川南渝西融合发展试验区、高滩茨竹产城融合新区、遂潼川渝毗邻地区一体化发展先行区、内荣现代农业高新技术产业示范区、资大文旅融合发展示范区、泸永江融合发展示范区、合广长协同发展示范区、明月山绿色发展示范带、城宣万革命老区协同发展示范区等区域发展功能平台建设，联合实施便捷生活行动方案。探索建立川渝合作协议跟踪管理机制，推动合作协议、合作事项细化落地。举办成渝地区双城经济圈全球推介活动。 |
| 2020 年 11 月 | 统筹推动区域协调发展。推进形成西部大开发新格局，积极建设成渝地区双城经济圈。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》 推进以县城为重要载体的城镇化建设。并且统筹推进基础设施建设。构建系统完备、高效实用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。系统布局新型基础设施，加快第五代移动通信、工业互联网、大数据中心等建设。加快建设交通强国，完善综合运输大通道、综合交通枢纽和物流网络，加快城市群和都市圈轨道交通网络化，提高农村和边境地区交通通达深度。 |

资料来源：四川省政府，国务院，东方证券研究所

相较全国平均水平，四川省城镇化率仍有提升空间。根据第七次全国人口普查，2020 年四川省常住人口城镇化率为 56.73%，同比上升 5.47%，但仍低于全国平均城镇化率 7.16pct。虽然近年来全省人口的加速流动、城乡深度融合、农业转移有效推进了全省城镇化水平的提高，但由于相比东部发达地区发展起步较晚，未来还有很大的后续发展空间。

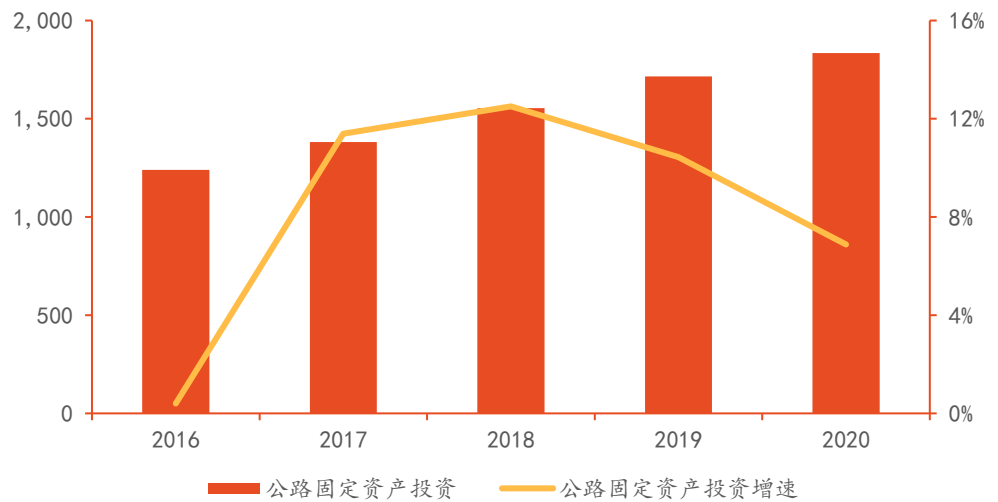
图 15：2016~2020 年四川省与全国城镇化率对比



资料来源：wind，东方证券研究所

十三五期间四川公路投资 CAGR+8.23%，预计十四五期间年均投资额将达 1600 亿。2020 年四川省完成公路投资 1833.9 亿元，YOY+6.9%，十三五期间 CAGR+8.23%，略高于全国公路建设投资增速 0.2pct。根据四川省政府，十四五期间全省计划完成综合交通建设投资 1.7 万亿，其中公路水路计划总投资预计将达 8000 亿元，平均每年投资 1600 亿，假设投资额中 80%用于工程建设，根据公司公告大股东蜀道集团在省内的市占率约为 80%、并假设蜀道集团将其中 80%的项目交给公司开展施工，则每年将为公司带来的收入贡献达到 819 亿。

图 16：2016~2020 年四川省公路固定资产投资情况（亿元）



资料来源：wind，东方证券研究所

十四五期间四川将持续推进省内交通补短板，并打通对外连接通道。四川省将致力于畅通对外高速公路通道，优化城际快速路网，推动毗邻地区互联互通，加快完善普通公路和城市道路网络，打通“断头路”和“瓶颈路”，优化城市快速路、主干路与高速公路、普通干线公路一体化衔接，有力服务区域协调发展。省内加速构建“三环十八射多联线”高速公路网，全面缓解射线通道交通压力，有效加密“一区两群”高速公路网络。四川省还将完善普通公路网络，有序推进川渝省际国省干线公路提质改造，加快升级“一区两群”内部干线公路，改造一批串联重要枢纽、旅游景区且交通量大的国省干线公路。有序实施村民小组通硬化路工程和农村公路窄路面加宽改造工程，着力推动“四好农村路”的高质量发展，做好交通脱贫攻坚和服务乡村振兴的有机衔接。

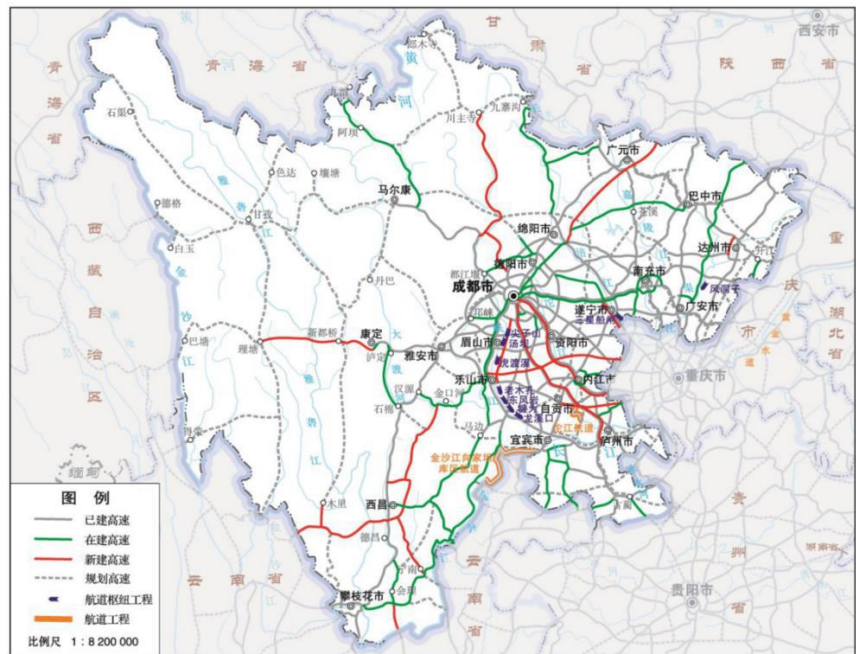
表 3：四川省 2020-2022 公路建设目标

| 公路项目 | 建设目标 |
|------|--|
| 高速公路 | 力争开工建设高速公路 800 公里，建成高速公路 700 公里，全市高速公路通车里程近 4000 公里，省际出口通道达到 27 个，其中川渝间一体化通道达到 16 个。 |
| 普通公路 | 实施国省干线公路改造 4000 公里，新改建农村公路 2.2 万公里，普 |

| | |
|----------|---|
| | 通省道三级标准以上比例达到 72%，具备条件的村民小组通硬化路率达到 95%。 |
| 中心城区城市道路 | 力争新开工建设城市道路 80 公里，建成 110 公里，中心城区城市道路里程达到 5800 公里。 |

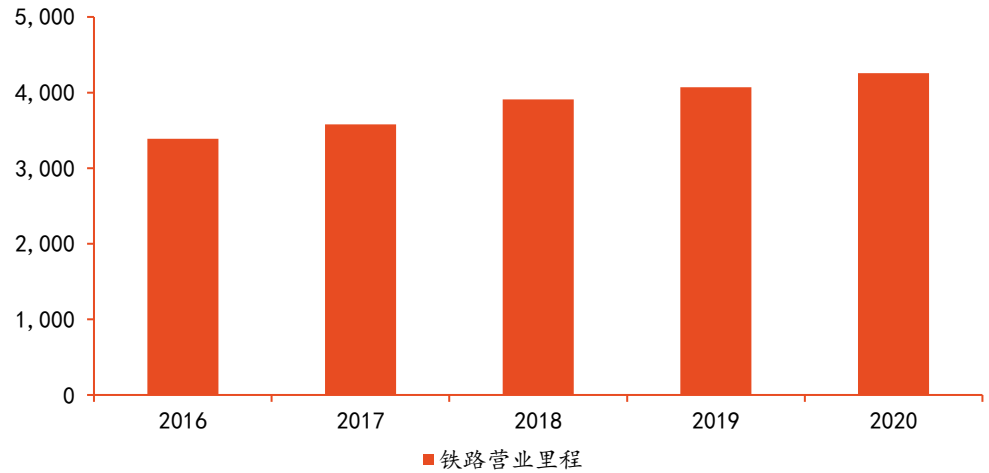
资料来源：四川省发改委，东方证券研究所

图 17：四川省十四五高速公路及航运建设规划



资料来源：四川省政府，东方证券研究所

十四五期间四川将新增铁路里程 **3000 公里**，预计年均投资额 **1400 亿**。2020 年四川省铁路营业里程达到 5312 公里，比上年末增长 4.4%；铁路路网密度 109.3 公里/万平方公里，同比增加 4.6 公里/万平方公里。十四五期间，四川省预计新增 5 个出川铁路通道，新增铁路里程 3000 公里，铁路建设计划总投资达 7000 亿元，年均投资额 1400 亿，其中也包括了川藏铁路等中央直接投资的重大铁路项目。

图 18：2016~2020 年四川省铁路营业里程情况（公里）


资料来源：wind，东方证券研究所

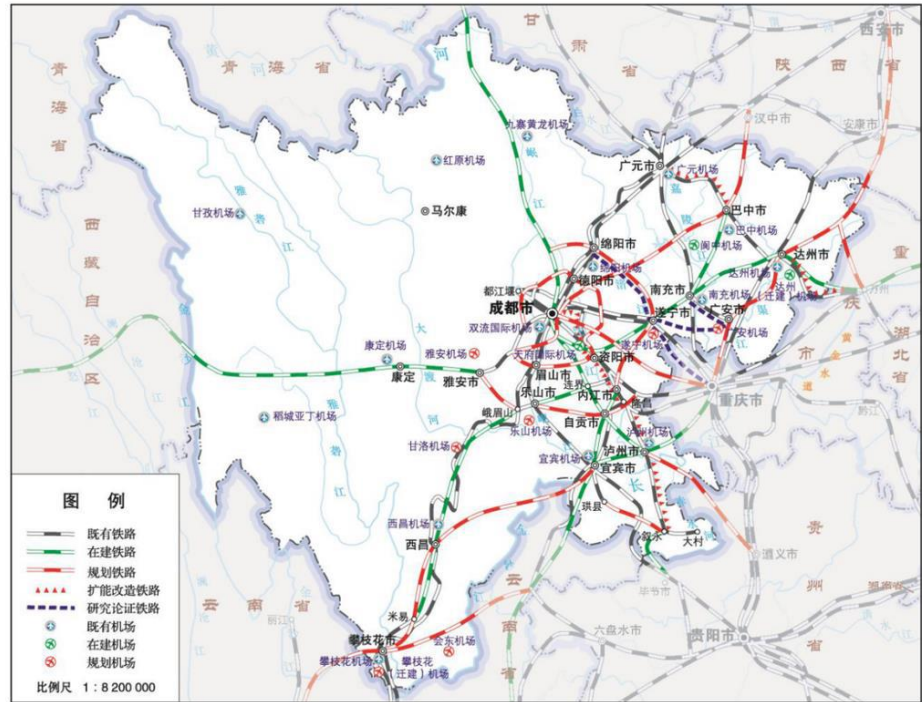
四川省将全方位畅通高速铁路，按照“五年全开工、十年全开通”目标，全力推进“米”字型高铁网建设。货运铁路运输干线建设方面，全省将立足于全面融入共建“一带一路”和长江经济带发展，全面对接国家“六大经济走廊”，拓展并完善铁路出海、出境大通道。四川省也将大力推进市域（郊）铁路联通，着眼构建主城都市区“多中心、多层次、多节点”的网络型城镇空间，推进建设一体融合、互联互通、环射结合的市域铁路系统，促进主城都市区一体化融合发展。四川省铁路交通建设目标提出城市轨道交通提速计划，全力推进 TOD 综合开发，强化轨道站点与常规公交的无缝衔接、与城市功能融合发展，实现轨道交通和人口、产业、土地利用协调发展。

表 4：成渝地区 2020-2022 年铁路建设目标

| 铁路项目 | 建设目标 |
|---------|--|
| 高速铁路 | 全市高铁在建及运营规模超过 1800 公里。 |
| 城际铁路 | 建成普速铁路 293 公里（含成渝铁路改造工程重庆站至江津段），全市普速铁路运营里程超过 2100 公里。 |
| 市域（郊）铁路 | 加快实现主城新区城市间、主城新区与中心城区区间直通，打造主城都市区“1 小时通勤圈”，有力支撑“一区两群”协调发展。 |
| 城市轨道交通 | 中心城区城市轨道交通线网运营里程力争超过 500 公里。 |

资料来源：四川省发改委，东方证券研究所

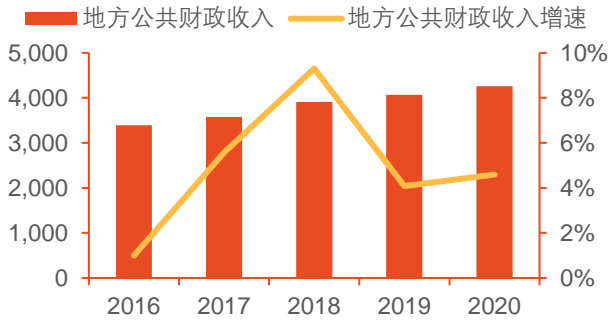
图 19：四川省十四五铁路及机场建设规划



资料来源：四川省政府，东方证券研究所

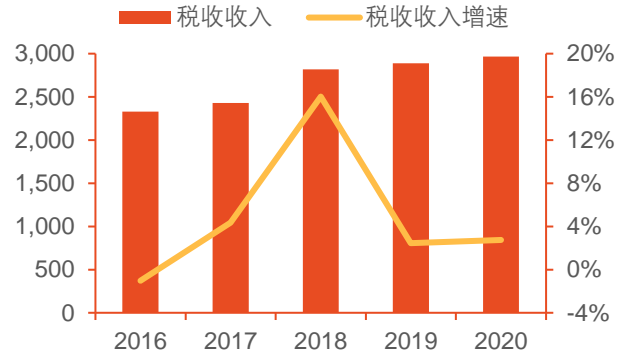
税收和土地出让构成四川省的主要财政收入来源。2016-2020 年，四川省一般公共预算收入逐年增加，CAGR+5%，主要由于税收较为充裕，近几年税收收入占一般公共预算收入的比例在 70%左右。受益于四川土地市场的良好表现，近几年土地出让收入的快速增长使得四川省政府性基金收入已超过一般公共预算收入，到 2020 年土地出让收入占政府性基金收入的比例已超过 90%。在西部大开发以及“一带一路”战略的推动下，预计未来四川省财政依然具备较强的增长潜力。

图 20：2016~2020 年四川省公共财政收入情况（亿元）



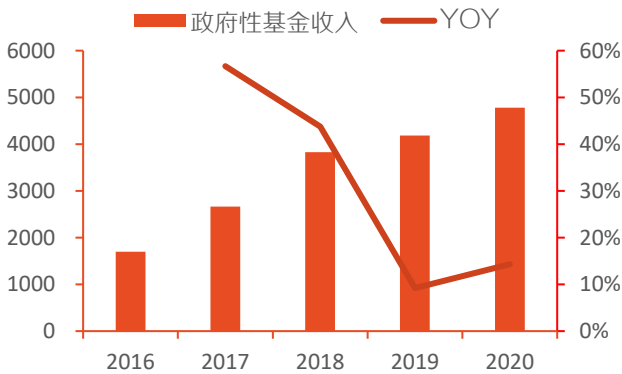
资料来源：wind，东方证券研究所

图 21：2016~2020 年四川省税收收入情况（亿元）



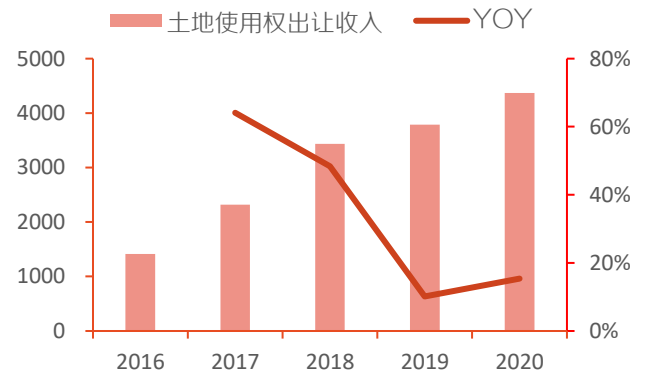
资料来源：wind，东方证券研究所

图 22：2016~2020 年四川省政府性基金收入情况（亿元）



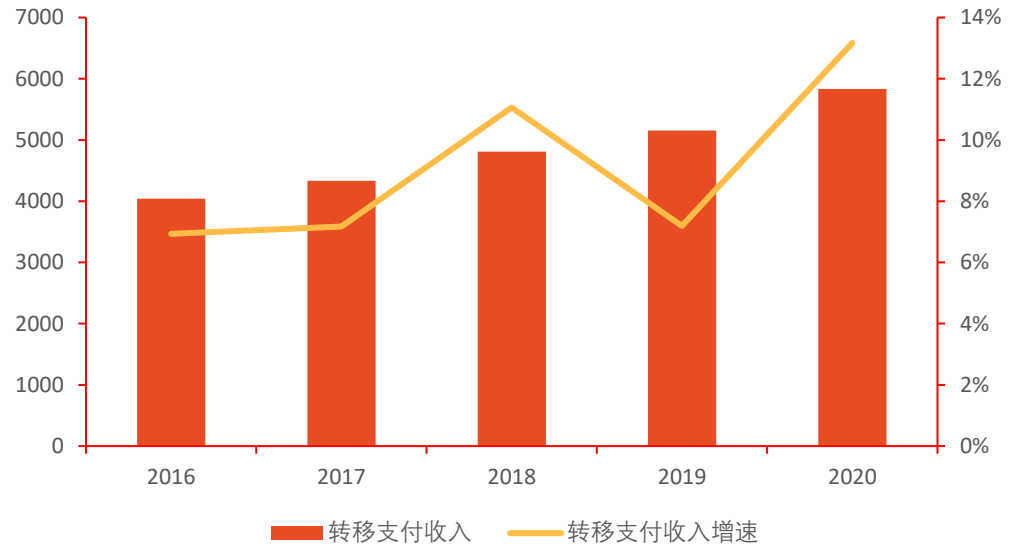
资料来源：wind，东方证券研究所

图 23：2016~2020 年四川省土地出让收入情况（亿元）



资料来源：wind，东方证券研究所

持续的政策扶持下得以享受全国最高的转移支付，有效填补了财政资金缺口。尽管财政收入保持稳健增长，但由于省内大规模的固定资产投资、社会性保障支出使得财政支出压力也不断加大，仅仅凭借本省的财政自给能力无法实现收支平衡，我们测算近几年基本均有 5000-6000 万的财政资金缺口，因此需要中央转移支付等其他收入来源进行补充。2020 年，四川省接受中央转移支付收入达到 5835 亿元，YOY+13.2%，位列全国最高，占全国所有省份转移支付的 7%，预计在十四五期间国家对成渝经济圈开发的持续投入下，四川省享受的转移支付有望保持稳定增长，总体上通过本省财政收入和转移支付足够支持未来的基建建设需求。

图 24：2016~2020 年四川省接受中央转移支付收入情况（亿元）


资料来源：四川省财政厅，东方证券研究所

表 5：四川省主要财政收支项目平衡测算

| 项目（亿元） | 2018 | 2019 | 2020 |
|----------------|-------|-------|-------|
| 一般公共预算收入 | 3911 | 4071 | 4258 |
| 其中：税收收入 | 2820 | 2889 | 2968 |
| 政府性基金收入 | 3829 | 4181 | 4779 |
| 其中：土地使用权出让金 | 3437 | 3786 | 4367 |
| 新增地方债收入 | 1065 | 1445 | 2316 |
| 一般公共预算支出 | 9718 | 10350 | 11201 |
| 政府性基金支出 | 4034 | 4375 | 6086 |
| 收入-支出（不含转移性收支） | -4947 | -5028 | -5933 |
| 转移性收入 | 6230 | 6684 | 7613 |
| 其中：中央转移支付收入 | 4810 | 5156 | 5835 |
| 转移性支出 | 488 | 408 | 680 |
| 收入-支出（包含转移性收支） | 795 | 1249 | 1000 |

资料来源：wind，东方证券研究所

注：①部分金额占比较小的收支项目未包含在内，例如国有资本经营、社保基金等；②平衡测算结果仅作为参考，不代表实际的财政决算结果

十四五规划进一步推进多元化布局

根据公司年初发布的“十四五”战略规划，在产业布局上重点突出基础设施投资建设核心主业的同时，能源板块也是未来大力发展的重要板块，公司将加大清洁能源投入、完善锂电产业链闭环，使能源板块成为公司重要的业务支撑。

新能源发电贡献稳定的盈利和现金流

积极布局新能源发电业务，未来有望继续保持增长。公司依托四川省内的自然地质资源优势，在水电、风电和光伏等清洁能源领域积极开展投资运营。目前公司已控股 4 座水电站，合计装机容量 23.2 万 KW，参股 40%的双江口水电站建设进度如期推进，预计 2024 年投产后装机容量可达 200KW，是大渡河流域最重要的梯级电站开发项目之一。风电及光伏投资方面，公司参股的汉源铁能新能源开发有限公司拥有风电项目已投产总装机量达 4.75 万 KW，铁投环联能源股份有限公司拥有光伏项目已投产总装机量 10 万 KW，目前均处于商业化运营状态。

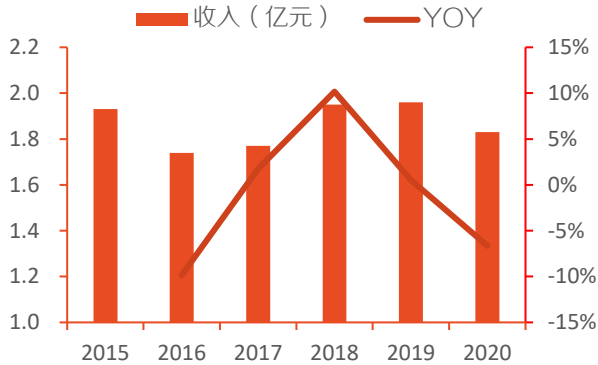
表 6：公司参控股的新能源发电业务情况

| 类别 | 项目名称 | 子公司/联营公司 | 装机容量（万 KW） | 状态 |
|----|---------------|----------|------------|----|
| 水电 | 华山沟水电站 | 子公司 | 7.2 | 运营 |
| | 巴郎口水电站 | 子公司 | 9.6 | 运营 |
| | 双滩水电站 | 子公司 | 3.6 | 运营 |
| | 风滩水电站 | 子公司 | 2.8 | 运营 |
| | 双江口水电站 | 联营公司 | 200 | 在建 |
| 风电 | 汉源铁能新能源开发有限公司 | 联营公司 | 4.75 | 运营 |
| 光伏 | 铁投环联能源股份有限公司 | 联营公司 | 10 | 运营 |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

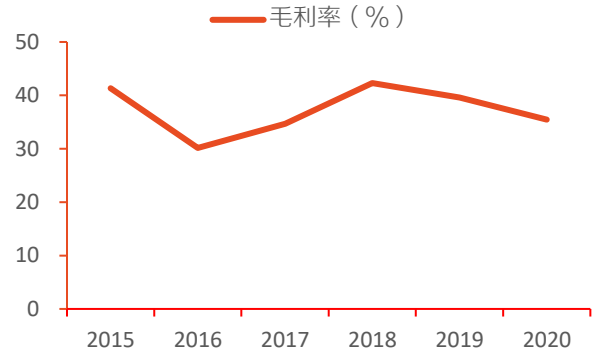
水电运营模式成熟，为公司贡献稳定盈利和现金流。现阶段公司将运营模式成熟的水电优质资产纳入了合并报表，近几年水电板块的收入和毛利率均保持在稳定水平。未来随着风电、光伏等其他参股资产运营成熟、盈利稳定后，不排除公司会进一步收购股权实现并表，新能源业务依然具备成长空间。

图 25：公司水电业务收入情况



资料来源：wind，东方证券研究所

图 26：公司水电业务毛利率情况

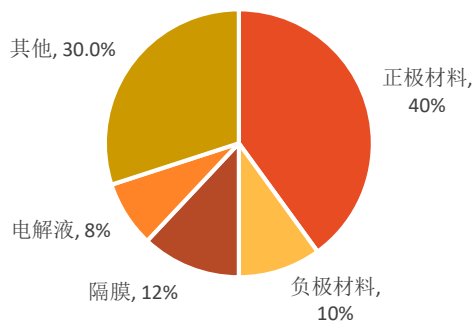


资料来源：wind，东方证券研究所

锂电正极材料领域有望持续发力

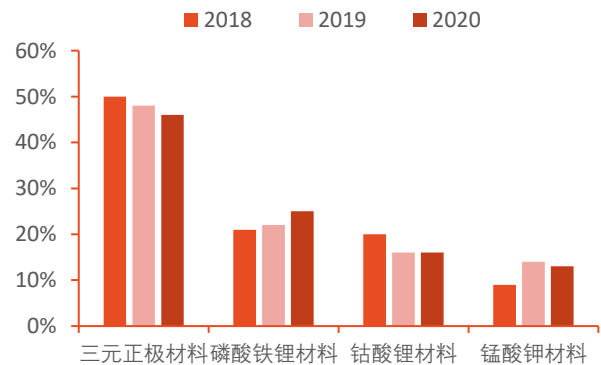
国内外对新能源汽车政策持续加码，三元正极材料前景广阔。国内双积分政策基本保障了新能源汽车中长期发展规划对 2025 年新能源汽车渗透率实现 20% 的目标；欧盟碳排放政策也从车企端施压，倒逼传统车企向电动化转型。美国拜登执政将更有利于其能源改革，且目前美国新能源汽车渗透率相对比中、欧较低，未来电动化空间较大。随着新能源车产销量的增长，动力电池的需求有望迎来爆发，正极材料是锂电池最重要的原材料，在其成本中占比达到 40%，而在四种主流正极材料中，三元正极是应用最广泛的，近几年占比均在 50% 左右，因此未来三元正极材料将是最受益电动化趋势的原材料。

图 27：锂电池成本结构



资料来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 28：2018-2020 年不同正极材料的出货量占比

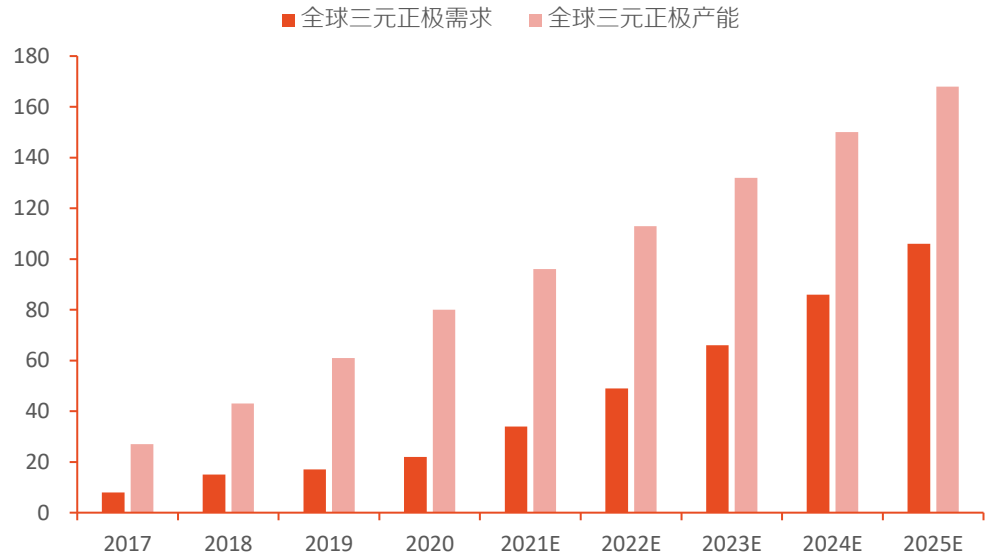


资料来源：GGII，东方证券研究所

三元正极行业供需同步扩张，大客户采购与技术实力或决定实际有效产能。GGII 预计到 2025 年，全球三元正极材料需求量近 110 万吨。供给方面，海内外正极材料企业扩产节奏加快，预计到 2025 年全球三元正极产能达 168 万吨。尽管三元正极行业仍然供大于求，但随着下游电池厂大客

户的集中采购以及对新型高镍材料的质量要求提升后，三元正极行业内有效产能主要还是集中在具备技术和渠道优势的企业手中。

图 29：全球三元正极材料供需预测（万吨）

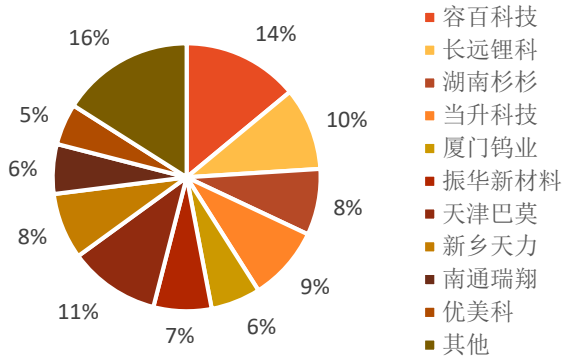


资料来源：高工锂电（GGII），东方证券研究所

十四五期间三元正极产业链布局有望不断深化。2018年，公司和科能锂电、绿然集团、藏格创业共同出资设立四川新锂想能源科技有限责任公司，共同发力三元电池正极材料和前驱体领域，其中公司为持有新锂想 55% 股权的控股方。公司在 2020 年报中披露，项目一期产能 1 万吨的正极材料已在 2020 年底投产，十四五期间目标形成三元正极材料+前驱体的规模化生产能力，并完成动力电池回收项目，形成“资源再生-前驱体-正极材料”内部闭合的锂电产业生产链。

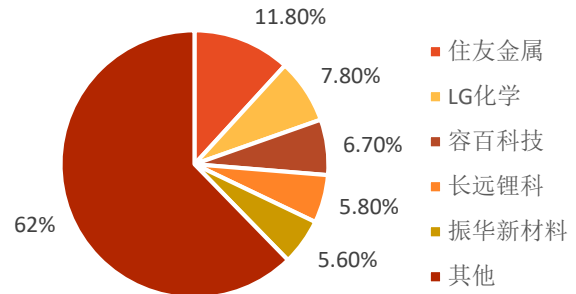
三元正极市场竞争格局分散，公司有望先从低端市场获取突破口。目前国内三元正极行业的参与者数量较多，由于常规三元正极制备工艺的壁垒较低，且后续衍生型号众多，导致技术路线分化，因此三元正极行业的集中度一直较低。2020 年以前国内 TOP5 市占率一直未能突破 50%，且后续排名的企业差距较小，份额集中在 5%-8% 之间。我们认为，公司现阶段的优势主要体现在资金持续投入的保障、以及国资背景对产品质量的潜在背书，在初期可以先从技术壁垒不高的低端型号产品切入市场、走代工路线，逐步积累客户资源，同时加快开展高端产品的研发，不排除未来会有实现弯道超车的机会。

图 30：2020 年国内三元正极材料市场份额



资料来源：GGII，东方证券研究所

图 31：2020 年全球三元正极材料市场份额



资料来源：GGII，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

预计 21-23 年工程施工业务收入 626/782/963 亿，YOY+29%/25%/23%。根据公司 2020 年报中披露的 21 年经营计划，全年新签订单目标将达到 1000 亿，较 20 年大幅提升 153%，主要由于大股东合并后对公司的项目资源支持显著增加，我们预计 22-23 年订单继续小幅提升至 1100/1200 亿，YOY+10%/9%。预计 21-23 年订单转化率为 27%/28%/30%，逐年提升主要由于十四五期间西部地区的基建补短板有望加速、重大基建项目进度或有所加快。

表 7：公司工程施工业务收入预测

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|----------|----------|----------|----------|---------|---------|
| 新签订单（亿元） | 691.02 | 545.53 | 395.34 | 1000 | 1100 | 1200 |
| YOY | 45.63% | -21.05% | -27.53% | 152.95% | 10.00% | 9.09% |
| 收入（亿元） | 305.19 | 387.57 | 486.28 | 625.92 | 781.84 | 963.14 |
| YOY | 22.66% | 26.99% | 25.47% | 28.72% | 24.91% | 23.19% |
| 订单转化率 | 19.61% | 21.57% | 26.95% | 27% | 28% | 30% |
| 未完成订单 | 1,251.20 | 1,409.16 | 1,318.22 | 1692.301 | 2010.46 | 2247.32 |

资料来源：公司公告，东方证券研究所

注：订单转化率=当年收入/(上一年未完成订单+当年新签订单)

除工程施工业务外，我们预计 21-23 年物流贸易/公路运营等其他业务收入 CAGR+5%。毛利率方面，预计 21-23 年工程施工业务毛利率为 16%/16%/16%，与 20 年保持一致；物流贸易业务毛利率为 1%/1%/1%；公路运营业务毛利率为 60%/60%/60%，较 20 年有所提升，主要由于 20 年疫

情对交通出行流量的影响较大，而 21-23 年随着疫情逐步得到控制后、公路通行收费将恢复正常；其他业务毛利率为 30%/30%/30%。

综合各业务的成本收入，得到汇总分类预测表如下。

| 盈利预测核心假设 | | | | | |
|--------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 工程施工 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 38,757.0 | 48,628.0 | 62,591.9 | 78,184.4 | 96,313.7 |
| 增长率 | 27.0% | 25.5% | 28.7% | 24.9% | 23.2% |
| 毛利率 | 11.6% | 16.0% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |
| 物流贸易 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 11,581.9 | 9,884.6 | 10,378.8 | 10,897.7 | 11,442.6 |
| 增长率 | 53.0% | -14.7% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 0.6% | 0.4% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 公路运营 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 1,845.3 | 1,770.5 | 1,859.0 | 1,952.0 | 2,049.6 |
| 增长率 | 22.0% | -4.1% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 58.3% | 55.8% | 60.0% | 60.0% | 60.0% |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入（百万元） | 541.3 | 786.8 | 826.2 | 867.5 | 910.9 |
| 增长率 | 30.1% | 45.4% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 30.1% | 28.9% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 合计 | 52,725.5 | 61,069.9 | 75,655.9 | 91,901.6 | 110,716.8 |
| 增长率 | 31.8% | 15.8% | 23.9% | 21.5% | 20.5% |
| 综合毛利率 | 11.0% | 14.8% | 15.2% | 15.3% | 15.4% |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司是川渝地区基建龙头，大股东重组后省内市占率将大幅提升，锂电等多元化布局有望打造第二增长曲线。由于公司的主营业务为工程施工，项目大部分都需要垫资，报表的现金流不能完全反映出公司的真实盈利水平，采用绝对估值法进行估值会与实际情况产生一定的偏差，因此我们采用相对估值法对公司进行估值。

参考可比公司平均估值给与公司 22 年 9X PE，对应目标价 11.43 元。我们选择其他主营基建工程以及三元正极材料的 A 股公司作为可比公司，2021 年-2023 年可比公司调整后平均 PE 估值为 11/9/9X。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.95/1.27/1.65 元/股，目前股价对应 PE 分别为 9.5/7.1/5.4X，参考可比公司估值给予公司 2022 年 9X PE，对应目标价为 11.43 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值

| 公司名称 | 代码 | 最新价格 (元) | 每股收益 (元) | | | | 市盈率 | | | |
|-------|--------|-------------|----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 山东路桥 | 000498 | 7.13 | 0.86 | 1.05 | 1.31 | 2.08 | 8.29 | 6.79 | 5.44 | 3.43 |
| 隧道股份 | 600820 | 5.86 | 0.72 | 0.85 | 0.94 | 1.08 | 8.13 | 6.88 | 6.21 | 5.43 |
| 浦东建设 | 600284 | 6.20 | 0.46 | 0.51 | 0.62 | 0.62 | 13.53 | 12.16 | 10.00 | 10.00 |
| 中国交建 | 601800 | 8.96 | 1.00 | 1.26 | 1.43 | 1.60 | 8.94 | 7.09 | 6.25 | 5.59 |
| 粤水电 | 002060 | 5.19 | 0.22 | 0.29 | 0.34 | 0.36 | 23.68 | 17.90 | 15.46 | 14.42 |
| 当升科技 | 300073 | 90.96 | 0.85 | 1.78 | 2.31 | 3.00 | 107.20 | 51.02 | 39.41 | 30.31 |
| 调整后平均 | | | | | | | 13.61 | 11.01 | 9.48 | 8.86 |

资料来源：朝阳永续，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为朝阳永续一致预期，最新价格为 2021 年 9 月 17 日收盘价；调整后平均为去掉最大值和最小值后的平均值

风险提示

应收账款坏账风险。建筑行业是典型的资金驱动型行业，垫资施工的经营模式使得建筑企业的应收账款和长期应收款占用资金比例较大。2019-2020 年，公司应收账款及票据占总收入的比重为 13%/19%，随着公司业务规模逐年增长，未来应收款项可能继续保持增长，相应的坏账损失风险增加。

新签订单及订单转化不及预期。盈利预测中的收入受新签订单增速和订单转化率的影响较大，我们综合大股东在手项目以及行业整体发展情况对两项指标进行预测，但如果宏观环境、公司经营目标等发生较大变化，可能会造成实际的订单增速及转化率不及预期。

表 9：新签订单额对 2021-2023 年净利润增速的敏感性分析

| 新签订单 (亿元) | 2021 净利润增速 | 2022 净利润增速 | 2023 净利润增速 |
|-----------|------------|------------|------------|
| 500 | 11.33% | 2.52% | 0.18% |
| 700 | 26.77% | 13.08% | 8.64% |
| 900 | 41.76% | 23.65% | 17.11% |
| 1000 | 49.25% | 28.93% | 21.34% |
| 1100 | 56.74% | 34.21% | 25.57% |
| 1200 | 64.24% | 39.49% | 29.81% |
| 1300 | 71.73% | 44.77% | 34.04% |

资料来源：wind，东方证券研究所

注：在每一年的敏感性测试中仅变动当年的新签订单，其他年份的新签订单保持基准预测值；灰色底纹标注的为基准假设

表 10：订单转化率对 2021-2023 年净利润增速的敏感性分析

| 订单转化率 | 2021 净利润增速 | 2022 净利润增速 | 2023 净利润增速 |
|-------|------------|------------|------------|
| 20% | 3.17% | -8.77% | -16.36% |
| 22% | 17.05% | 2.61% | -6.51% |
| 25% | 36.38% | 18.41% | 7.16% |
| 27% | 49.25% | 28.94% | 16.22% |
| 28% | 55.68% | 34.21% | 20.75% |
| 30% | 68.55% | 44.74% | 29.81% |
| 32% | 81.42% | 55.27% | 38.87% |

资料来源：wind，东方证券研究所

注：在每一年的敏感性测试中仅变动当年的订单转化率，其他年份的订单转化率保持基准预测值；灰色底纹标注的为基准假设

锂电业务拓展不及预期对估值的风险。公司作为行业的新进入者，面临着市场拓展以及产品研发升级等诸多挑战，而且随着行业整体扩产，未来存在供给过剩的风险，对公司产能的实际有效利用率造成一定影响。此外，目前公司的股价以及我们给予的估值中已经部分包含了对未来锂电业绩的预期，如果实际业绩不达预期可能会带来估值回落的压力。

资产负债率及财务费用过高的风险。由于基建项目规模较大、且工程承包商需要垫资施工，因此公司需要通过银行借款、举债、对供应商压款等方式维持营运资金周转，从而导致资产负债率较高，2019 年之前均在 80% 以上，2020 年向大股东定向增发后降至 78%。此外，公司承接的高速公路项目很大一部分是通过 PPP 模式开展的，即建设完成后要在较长一段时间的运营期内实现回款，因此公司的银行借款以长期借款为主（2020 年长期借款占比 90%），由于长期借款利率高于短期借款，因此公司的财务费用较高，2020 年财务费用率达到 3.8%。在经营模式没有实质性改变的情况下，预计未来仍将保持高财务费用的水平。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 10,753 | 14,131 | 17,401 | 21,137 | 25,465 | 营业收入 | 52,725 | 61,070 | 75,656 | 91,902 | 110,717 |
| 应收票据、账款及款项融资 | 6,948 | 11,517 | 13,769 | 16,726 | 20,150 | 营业成本 | 46,941 | 52,034 | 64,174 | 77,852 | 93,689 |
| 预付账款 | 784 | 1,351 | 1,513 | 1,838 | 2,214 | 营业税金及附加 | 199 | 238 | 295 | 359 | 432 |
| 存货 | 20,980 | 1,969 | 2,567 | 3,893 | 5,621 | 营业费用 | 19 | 15 | 19 | 23 | 28 |
| 其他 | 8,283 | 27,790 | 34,287 | 41,705 | 50,526 | 管理费用及研发费用 | 1,654 | 2,751 | 2,799 | 3,217 | 3,764 |
| 流动资产合计 | 47,748 | 56,759 | 69,538 | 85,299 | 103,977 | 财务费用 | 1,967 | 2,320 | 2,829 | 2,991 | 3,130 |
| 长期股权投资 | 1,538 | 1,483 | 1,500 | 1,500 | 1,500 | 资产、信用减值损失 | 150 | 123 | 118 | 141 | 163 |
| 固定资产 | 2,232 | 2,304 | 3,179 | 3,629 | 3,377 | 公允价值变动收益 | 5 | 8 | 5 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 268 | 958 | 396 | 0 | 114 | 投资净收益 | 275 | 36 | 20 | 20 | 20 |
| 无形资产 | 28,193 | 29,176 | 28,898 | 28,620 | 28,342 | 其他 | 28 | 54 | 30 | 10 | 10 |
| 其他 | 17,636 | 22,544 | 23,599 | 24,805 | 26,125 | 营业利润 | 2,103 | 3,686 | 5,476 | 7,350 | 9,540 |
| 非流动资产合计 | 49,867 | 56,465 | 57,572 | 58,554 | 59,458 | 营业外收入 | 54 | 52 | 50 | 50 | 50 |
| 资产总计 | 97,615 | 113,224 | 127,110 | 143,853 | 163,435 | 营业外支出 | 26 | 68 | 50 | 50 | 50 |
| 短期借款 | 3,869 | 3,606 | 7,064 | 9,102 | 12,259 | 利润总额 | 2,132 | 3,670 | 5,476 | 7,350 | 9,540 |
| 应付票据及应付账款 | 22,413 | 27,440 | 32,729 | 39,704 | 47,781 | 所得税 | 434 | 625 | 931 | 1,249 | 1,622 |
| 其他 | 20,041 | 20,964 | 22,483 | 24,905 | 26,456 | 净利润 | 1,698 | 3,045 | 4,545 | 6,100 | 7,918 |
| 流动负债合计 | 46,324 | 52,010 | 62,275 | 73,711 | 86,497 | 少数股东损益 | (4) | 20 | 30 | 41 | 53 |
| 长期借款 | 31,342 | 33,480 | 33,480 | 33,480 | 33,480 | 归属于母公司净利润 | 1,702 | 3,025 | 4,515 | 6,060 | 7,866 |
| 应付债券 | 1,998 | 1,999 | 1,999 | 1,999 | 1,999 | 每股收益(元) | 0.36 | 0.63 | 0.95 | 1.27 | 1.65 |
| 其他 | 706 | 971 | 1,030 | 1,100 | 1,160 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 34,046 | 36,450 | 36,509 | 36,579 | 36,639 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 80,370 | 88,460 | 98,785 | 110,290 | 123,136 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 1,648 | 2,150 | 2,180 | 2,220 | 2,273 | 成长能力 | | | | | |
| 实收资本(或股本) | 3,611 | 4,778 | 4,778 | 4,778 | 4,778 | 营业收入 | 31.8% | 15.8% | 23.9% | 21.5% | 20.5% |
| 资本公积 | 3,132 | 6,243 | 6,447 | 6,447 | 6,447 | 营业利润 | 43.1% | 75.3% | 48.6% | 34.2% | 29.8% |
| 留存收益 | 8,203 | 10,870 | 14,191 | 19,347 | 26,001 | 归属于母公司净利润 | 45.2% | 77.8% | 49.3% | 34.2% | 29.8% |
| 其他 | 652 | 724 | 730 | 770 | 800 | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 17,245 | 24,764 | 28,325 | 33,562 | 40,299 | 毛利率 | 11.0% | 14.8% | 15.2% | 15.3% | 15.4% |
| 负债和股东权益总计 | 97,615 | 113,224 | 127,110 | 143,853 | 163,435 | 净利率 | 3.2% | 5.0% | 6.0% | 6.6% | 7.1% |
| | | | | | | ROE | 11.5% | 15.8% | 18.5% | 21.1% | 22.7% |
| | | | | | | ROIC | 5.8% | 7.7% | 9.4% | 10.6% | 11.7% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资产负债率 | 82.3% | 78.1% | 77.7% | 76.7% | 75.3% |
| 净利润 | 1,698 | 3,045 | 4,545 | 6,100 | 7,918 | 净负债率 | 180.4% | 123.8% | 109.9% | 89.2% | 71.4% |
| 折旧摊销 | 741 | 844 | 705 | 653 | 530 | 流动比率 | 1.03 | 1.09 | 1.12 | 1.16 | 1.20 |
| 财务费用 | 1,967 | 2,320 | 2,829 | 2,991 | 3,130 | 速动比率 | 0.58 | 1.05 | 1.08 | 1.10 | 1.14 |
| 投资损失 | (275) | (36) | (20) | (20) | (20) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | 5,364 | (5,626) | (3,229) | (3,278) | (4,896) | 应收账款周转率 | 8.8 | 6.5 | 5.9 | 5.9 | 5.9 |
| 其它 | (5,823) | 2,730 | (1,155) | (1,099) | (1,067) | 存货周转率 | 2.3 | 4.5 | 28.3 | 24.1 | 19.7 |
| 经营活动现金流 | 3,671 | 3,277 | 3,675 | 5,347 | 5,595 | 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 资本支出 | (788) | (2,018) | (489) | (285) | (114) | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | 5,072 | (50) | 9 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.36 | 0.63 | 0.95 | 1.27 | 1.65 |
| 其他 | (10,507) | (3,202) | 134 | 20 | 20 | 每股经营现金流 | 1.02 | 0.69 | 0.77 | 1.12 | 1.17 |
| 投资活动现金流 | (6,223) | (5,270) | (346) | (265) | (94) | 每股净资产 | 3.27 | 4.74 | 5.48 | 6.56 | 7.96 |
| 债权融资 | 5,161 | 3,016 | 302 | 510 | 10 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 17 | 4,279 | 204 | 0 | 0 | 市盈率 | 25.2 | 14.2 | 9.5 | 7.1 | 5.4 |
| 其他 | (2,613) | (1,871) | (565) | (1,856) | (1,184) | 市净率 | 2.7 | 1.9 | 1.6 | 1.4 | 1.1 |
| 筹资活动现金流 | 2,564 | 5,424 | (59) | (1,346) | (1,174) | EV/EBITDA | 16.3 | 11.5 | 8.7 | 7.2 | 6.0 |
| 汇率变动影响 | (3) | (8) | -0 | -0 | -0 | EV/EBIT | 19.3 | 13.1 | 9.5 | 7.6 | 6.2 |
| 现金净增加额 | 10 | 3,423 | 3,270 | 3,737 | 4,327 | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者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口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn