

# 四川路桥 (600039.SH)

## 盈利能力、现金流优异，资源板块加速布局

盈利能力提升带动业绩保持较快增长，后续有望受益成渝交通基建提速。公司2021Q1-3实现营收520亿元，同增39%；实现归母净利润34.7亿元，同增101%，符合预期，业绩增速明显快于收入主要得益于公司持续提高项目管理水平，积极降本增效，加快推进施工项目变更、调差等合同管理工作，前三季度毛利率大幅提升，项目盈利能力明显改善。分季度看，Q1-3分别实现营收133/192/195亿元，同增146%/33%/10%；分别实现归母净利润12.0/13.2/9.5亿元，同增326%/87%/29%，Q3业绩增速环比有所下降主要系Q3研发投入明显增加（同增5亿元）。当前公司大股东组建蜀道集团已顺利完成，其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，同时近期国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，成渝基建需求广阔，公司作为四川交通基建龙头有望迎跨越式发展。

**毛利率提升、费用率下降，Q3现金流净流入额创新高。**公司2021Q1-3毛利率15.1%，较上年同期大幅提升2.1个pct，延续提升趋势，主要系：1）公司持续提升市场开拓和经营能力，优质施工项目增多，同时通过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、调差等合同管理工作增加利润。期间费用率6.23%，较上年同期下降0.75个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.08/-0.12/+0.63/-1.17个pct，其中研发费用率明显提升预计主要系公司智能建造、新能源等板块创新及技术升级研发投入增加；财务费用率明显下降预计主要系公司融资成本精细化管理措施效果逐步显现，今年公司发行的两期短期融资券利率仅分别为2.69%/2.95%（合计融资10亿元）。资产减值（含信用减值）损失1亿元，较去年同期多约1.1亿元，预计主要系公司收入规模增长，导致合同资产快速增加，相应减值计提有所增加。净利率提升2.02个pct至6.67%。2021Q1-Q3逐季经营性现金流量净额分别为-19/-10/+29亿元，Q3单季现金流净流入规模创历史同期新高，现金流表现优异。

**补齐锂矿、磷矿资源短板，锂电业务有望加速成长。**据川能动力公告，川能动力拟向四川路桥转让其持有的四川能投锂业有限公司5%股权，能投锂业所在的李家沟矿区现已探明的矿石资源储量为3881万吨，氧化锂（Li<sub>2</sub>O）储量50.22万吨，平均品位1.30%，属于我国少有的储量巨大、品位优良、矿石加工选冶性能良好，资源综合利用价值高的稀有金属锂矿，当前正在建设中。同时四川路桥拟与川能动力、比亚迪、禾丰公司成立合资公司（四川蜀能矿产投资有限责任公司），综合开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项目，四川路桥认缴出资6.7亿元持股67%。锂矿、磷矿资源短板加速补齐，公司锂电正极材料及前驱体生产有望加快推动，打造全新增长点。

**投资建议：**我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为48/71/86亿元，同比增长59%/47%/22%，EPS分别为1.01/1.48/1.81元，当前股价对应PE分别为11.1/7.5/6.2倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**股权转让进度不及预期、矿产开发进度不达预期、新业务布局不达预期、省内基建投资不达预期等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	52,725	61,070	78,308	100,470	121,563
增长率 yoy (%)	31.8	15.8	28.2	28.3	21.0
归母净利润(百万元)	1,702	3,025	4,815	7,065	8,626
增长率 yoy (%)	45.2	77.8	59.2	46.7	22.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.36	0.63	1.01	1.48	1.81
净资产收益率(%)	9.8	12.3	16.6	19.5	19.3
P/E(倍)	31.3	17.6	11.1	7.5	6.2
P/B(倍)	3.4	2.4	1.9	1.6	1.2

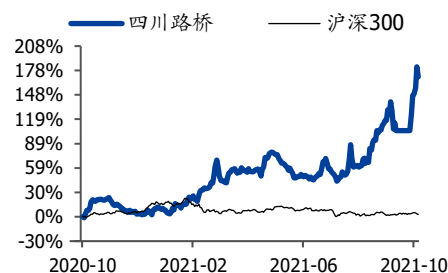
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年10月28日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
10月28日收盘价(元)	11.14
总市值(百万元)	53,198.29
总股本(百万股)	4,775.43
其中自由流通股(%)	75.61
30日日均成交量(百万股)	65.01

### 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 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

### 相关研究

- 《四川路桥(600039.SH): 引入重磅战投共拓锂电业务, 股权激励激发成长动力》2021-10-21
- 《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》2021-04-20
- 《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)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	47748	56759	65611	85112	104228
现金	10753	14131	11746	15070	18235
应收票据及应收账款	6916	11410	14693	21842	26784
其他应收款	7046	2728	4390	4743	6308
预付账款	784	1351	1387	2126	2125
存货	20980	1969	2464	3200	3645
其他流动资产	1269	25170	30930	38131	47132
<b>非流动资产</b>	49867	56465	61002	65673	69809
长期投资	1538	1483	1420	1356	1293
固定资产	2238	2308	3509	4936	6223
无形资产	28193	29182	30445	31590	32314
其他非流动资产	17898	23492	25629	27791	29979
<b>资产总计</b>	97615	113224	126614	150785	174037
<b>流动负债</b>	46324	52010	59208	75225	89441
短期借款	3869	3606	7491	12047	13516
应付票据及应付账款	22413	27440	26622	38730	43401
其他流动负债	20041	20964	25094	24447	32525
<b>非流动负债</b>	34046	36450	37716	38908	39424
长期借款	33340	35479	36746	37937	38453
其他非流动负债	706	971	971	971	971
<b>负债合计</b>	80370	88460	96924	114133	128865
少数股东权益	1648	2150	2260	2360	2448
股本	3611	4778	4778	4778	4778
资本公积	3132	6447	6447	6447	6447
留存收益	8203	10870	15214	21626	29530
归属母公司股东权益	15597	22614	27429	34292	42723
<b>负债和股东权益</b>	97615	113224	126614	150785	174037

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	3671	3277	3783	5452	9114
净利润	1698	3045	4926	7165	8714
折旧摊销	791	0	810	994	1193
财务费用	1967	2320	1892	2226	2630
投资损失	-275	-36	-83	-101	-124
营运资金变动	-403	0	-3758	-4829	-3294
其他经营现金流	-107	-2052	-3	-3	-5
<b>投资活动现金流</b>	-6223	-5270	-5262	-5560	-5200
资本支出	5052	0	3201	3194	2506
长期投资	-770	0	63	63	63
其他投资现金流	-1941	-5270	-1998	-2303	-2631
<b>筹资活动现金流</b>	2564	5424	-4791	-1124	-2218
短期借款	253	-263	0	0	0
长期借款	3426	2139	1266	1192	516
普通股增加	0	1167	0	0	0
资本公积增加	17	3316	0	0	0
其他筹资现金流	-1131	-935	-6058	-2315	-2734
<b>现金净增加额</b>	10	3423	-6270	-1232	1696

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	52725	61070	78308	100470	121563
营业成本	46941	52034	66496	84958	102664
营业税金及附加	199	238	283	367	454
营业费用	19	15	31	41	43
管理费用	895	1066	1299	1684	2060
研发费用	759	1685	2161	2210	2674
财务费用	1967	2320	1892	2226	2630
资产减值损失	-56	-23	235	301	486
其他收益	27	29	0	0	0
公允价值变动收益	5	8	3	3	5
投资净收益	275	36	83	101	124
资产处置收益	1	24	0	0	0
<b>营业利润</b>	2103	3686	5997	8786	10680
营业外收入	54	52	45	47	50
营业外支出	26	68	40	39	43
<b>利润总额</b>	2132	3670	6002	8794	10687
所得税	434	625	1076	1629	1973
<b>净利润</b>	1698	3045	4926	7165	8714
少数股东损益	-4	20	111	100	88
<b>归属母公司净利润</b>	1702	3025	4815	7065	8626
EBITDA	5035	5807	7952	11211	13415
EPS (元)	0.36	0.63	1.01	1.48	1.81

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	31.8	15.8	28.2	28.3	21.0
营业利润(%)	43.1	75.3	62.7	46.5	21.6
归属于母公司净利润(%)	45.2	77.8	59.2	46.7	22.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	11.0	14.8	15.1	15.4	15.5
净利率(%)	3.2	5.0	6.1	7.0	7.1
ROE(%)	9.8	12.3	16.6	19.5	19.3
ROIC(%)	5.9	7.1	8.0	9.7	10.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	82.3	78.1	76.6	75.7	74.0
净负债比率(%)	181.6	124.3	115.1	100.1	78.8
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	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
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.63	1.01	1.48	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	0.69	0.79	1.14	1.91
每股净资产(最新摊薄)	3.26	4.73	5.74	7.18	8.94
<b>估值比率</b>					
P/E	31.3	17.6	11.1	7.5	6.2
P/B	3.4	2.4	1.9	1.6	1.2
EV/EBITDA	17.1	14.8	11.3	8.2	6.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 28 日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据 (金额单位: 百万元)

	2017年	2018年	2019年	2020年	2020Q1-3	2021Q1-3	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入	32,763	40,019	52,725	61,070	36,930	52,021	19,505	19,244	13,273
营业成本	29,134	35,740	46,941	52,034	32,152	44,177	16,647	16,618	10,911
<b>毛利率</b>	<b>11.08%</b>	<b>10.69%</b>	<b>10.97%</b>	<b>14.80%</b>	<b>12.94%</b>	<b>15.08%</b>	<b>14.65%</b>	<b>13.65%</b>	<b>17.79%</b>
销售费用	12	24	19	15	39	12	3	6	3
管理费用	519	642	895	1,066	479	609	221	165	224
研发费用	0	255	759	1,685	417	916	592	187	138
财务费用	1,386	1,615	1,967	2,320	1,640	1,702	622	508	572
销售费用率	0.04%	0.06%	0.04%	0.03%	0.11%	0.02%	0.02%	0.03%	0.02%
管理费用率	1.58%	1.60%	1.70%	1.75%	1.30%	1.17%	1.13%	0.86%	1.69%
研发费用率	0.00%	0.64%	1.44%	2.76%	1.13%	1.76%	3.03%	0.97%	1.04%
财务费用率	4.23%	4.04%	3.73%	3.80%	4.44%	3.27%	3.19%	2.64%	4.31%
<b>期间费用率</b>	<b>5.85%</b>	<b>6.34%</b>	<b>6.90%</b>	<b>8.33%</b>	<b>6.97%</b>	<b>6.23%</b>	<b>7.37%</b>	<b>4.50%</b>	<b>7.06%</b>
资产(含信用)减值损失	270	159	-150	123	-8	101	54	67	-20
投资收益	8	12	275	36	42	15	0	15	1
营业外收入	34	39	54	52	30	39	9	11	19
营业外支出	43	23	26	68	19	23	11	5	8
税前利润	1,335	1,486	2,132	3,670	2,146	4,351	1,292	1,635	1,424
所得税	207	279	434	625	401	738	234	278	227
<b>所得税率</b>	<b>15.52%</b>	<b>18.79%</b>	<b>20.37%</b>	<b>17.02%</b>	<b>18.69%</b>	<b>16.96%</b>	<b>18.08%</b>	<b>16.98%</b>	<b>15.91%</b>
少数股东权益占比	5.66%	2.91%	-0.25%	0.66%	1.50%	3.97%	9.91%	2.79%	0.05%
归母净利润	1,064	1,172	1,702	3,025	1,719	3,470	954	1,319	1,197
<b>净利率</b>	<b>3.25%</b>	<b>2.93%</b>	<b>3.23%</b>	<b>4.95%</b>	<b>4.66%</b>	<b>6.67%</b>	<b>4.89%</b>	<b>6.86%</b>	<b>9.02%</b>
摊薄EPS(元)	0.2228	0.2454	0.3564	0.6335	0.3600	0.7266	0.1997	0.2763	0.2505
<b>经营性现金流净额</b>	<b>1,185</b>	<b>3,233</b>	<b>3,671</b>	<b>3,277</b>	<b>1,418</b>	<b>25</b>	<b>2,938</b>	<b>-1,047</b>	<b>-1,866</b>
收现比	84%	90%	91%	88%	104%	83%	97%	77%	71%
付现比	81%	85%	87%	87%	108%	90%	90%	86%	94%

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

#### 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：021-38124100

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