

2021年12月09日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

四川路桥(600039): 基建龙头再迎新机, 新能源转型蓄势待发 推荐 (首次) 投资要点

分析师: 宝幼琛

执业证书编号: S1050521110002

邮箱: baoyc@cfsc.com.cn

分析师: 任春阳

执业证书编号: S1050521110006

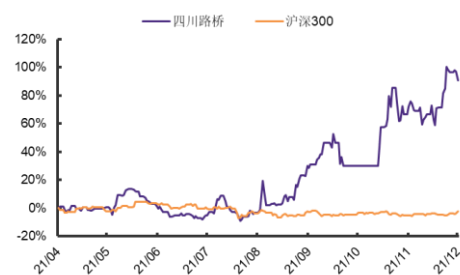
邮箱: rency@cfsc.com.cn

基本数据

2021-12-08

当前股价(元)	12.36
总市值(亿元)	590.2
总股本(百万股)	4,775.4
流通股本(百万股)	3,610.5
52周价格范围(元)	4.35-13.42
日均成交额(百万元)	402.4

市场表现



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

相关研究

四川省交通基建龙头, 业绩稳步增长

公司主营业务为公路、桥梁、市政公用等交通基础设施的设计、投资、建设和运营, 拥有公路工程施工总承包特级资质和公路行业甲级设计资质以及10多个公路、市政、房建、水利水电等总承包一级资质, 拥有以高速公路路面铺筑关键技术、深水大跨径桥梁施工技术、高山峡谷桥梁施工技术、复杂地质的特长隧道施工技术为代表的核心专业技术, 资质和技术优势明显。在四川省的高速公路、特大桥梁、隧道、铁路等领域具有很强的竞争实力, 是四川省的交通基建龙头企业之一。公司营收从2016年的301.08亿元增长到2020年的610.69亿元, CAGR19.34%, 归属净利润也对应地从10.45亿元增长到30.25亿元, CAGR30.44%。2021Q3公司实现营收520.21亿元(+38.56%), 归属净利润34.70亿元(+100.69%), 业绩增速明显提高, 疫情后开始复苏。

成渝城市群交通基建加速, 控股股东合并为蜀道集团, 公司充分受益

2021年2月中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》, 首次将成渝地区与京津冀、长三角、粤港澳大湾区并列为全国交通网的“四极”, 地位得到明显提升。2021年10月, 四川省政府印发《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》, 提出十四五期间综合交通建设完成投资1.2万亿元以上, 其中公路水路7000亿元、铁路3000亿元、民航250亿元、轨道交通2200亿元, 在中央和地方政府支持下, 成渝城市群的交通基建投资有望加速。今年上半年公司原控股股东四川铁投与四川交投战略重组, 新设合并成立蜀道投资集团, 成为四川最大的交通基建投资集团, 已通车高速公路四川省市占率高达80% (四川铁投约占19%, 四川交投占61%)。作为集团旗下的核心基建施工平台, 公司获取订单具备明显优势, 公司将充分受益于成渝城市群基建投资加速以及控股股东变更带来的市占率提升。

十四五规划发展1+3产业, 新能源加速落地

公司十四五战略规划纲要中提出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、矿产资源、交通+服务板块, 形成“1+3”产业布局。其中能源业务加大对水电、光伏、风能等清洁能源的投资力度, 开展储能项目应用, 以及“资源再生-前驱体-正极材料”的锂电产业链建设。1) 水电: 控股巴郎河和鑫巴河, 已投产水电项目权益

装机容量15.912万KW，参股的双江口水电站（装机200万KW）建设顺利，预计2024年首台机组将实现并网发电；2）风电及光伏：参股汉源风电（已投产总装机容量4.75万KW）和铁投环联（已投产光伏总装机容量10万KW）；3）控股65%的四川新锂想年产5万吨三元正极材料一期1万吨已经投产，年产2万吨前驱体项目已经完成前期准备工作。新能源项目加速落地，有望成为公司新的业绩增长点。

■ 涉足磷矿、锂矿资源领域，完善锂电产业链

磷矿：1）公司近期公告拟投入1亿元参与磷化工企业金川公司破产重组，金川公司享有大黑山磷矿山、大山梁子磷矿山、大桥磷矿区大水沟磷矿山采矿权（有效期已满）；2）公司拟与川能动力、比亚迪、合丰公司成立合资公司（四川路桥持股65%），综合开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项目。锂矿：公司拟现金受让川能动力持有的能投锂业5%股权，能投锂业持有的李家沟矿氧化锂储量51万吨，为亚洲较大单体锂辉石矿之一，同时四川锂资源丰富，作为四川国资委企业，公司获取锂资源具备一定优势。涉足上游锂矿、磷矿领域，公司锂电产业链不断完善。

■ 拟引入战投四川能投和比亚迪，期待协同效应

公司近期公告拟发行股份及支付现金购买交建集团100%股权、高路建筑100%股权、高路绿化96.67%股权，交易标的均为控股股东蜀道集团旗下交通工程建设板块运营主体，上市公司通过此次收购一方面能够解决同业竞争问题，另一方面通过整合四川交通工程建设企业，能够提高交通基建施工业务的市占率，进而提升公司的核心竞争力。

同时公司拟以6.87元/股的价格发行股份不超过3.64亿股募集配套资金25亿元，其中向大股东控制的蜀道资本发行2.62亿股，向两名战略投资者四川能投集团发行7278万股及比亚迪发行2911万股。四川能投集团控股川能动力，具备锂矿资源，与公司在分布式能源、换电业务、锂电材料等领域具备协同，与比亚迪在工程施工车辆电动化、锂电材料、矿产资源开发、储能等领域有协同。通过引入能投集团和比亚迪绑定上下游，形成产业闭环，期待未来的协同效应。

■ 大股东持续增持彰显信心，股权激励绑定员工利益利于公司发展

公司控股股东四川铁投通过二级市场购买、要约收购、参与定增等方式持续增持公司股票，持股比例从2017年报的41%上涨到2021Q3的68.04%，此次募集配套资金，蜀道资本认购大部分，控股股东持续增持彰显出对公司未来发展充满信心。

公司近期发布2021限制性股票激励计划（草案），拟以4.24

元/股价格向激励对象授予限制性股票不超过4375万股，激励对象包括公司高管及核心技术人员350人，业绩考核目标是2022-2024年扣非归母净利润分别不低于70/80/90亿元，营收分别不低于1000/1100/1200亿元，且相较于2020年，营收增长率不低于同行业平均水平，应收账款周转率不低于5.7，股权激励绑定核心人员的利益，利于公司长期发展，业绩指引彰显出对公司未来发展的信心。

■ 盈利预测

暂不考虑此次收购及增发募集配套资金的影响，预测公司2021-2023年归母净利润分别为48.30、70.53、82.83亿元，EPS分别为1.01、1.48、1.73元，当前股价对应PE分别为12.2、8.4、7.1倍，我们看好公司基建业务稳定增长，新能源转型加速落地，首次覆盖，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济下行风险、控股股东支持力度低于预期风险、新增订单及执行低于预期风险、新能源业务进展缓慢的风险、锂矿磷矿推进低于预期的风险、战投引入及协同效应低于预期的风险、收购及增发募集配套资金不能顺利完成的的风险等。

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	61,070	74,603	98,497	114,322
增长率（%）	15.5%	22.2%	32.0%	16.1%
归母净利润（百万元）	3,025	4,830	7,053	8,283
增长率（%）	77.8%	59.7%	46.0%	17.4%
摊薄每股收益（元）	0.63	1.01	1.48	1.73
ROE（%）	12.2%	16.7%	20.2%	19.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产：					营业收入	61,070	74,603	98,497	114,322
现金及现金等价物	14,131	15,769	13,749	15,033	营业成本	52,034	63,693	84,166	97,837
应收款	14,138	13,081	16,731	18,793	营业税金及附加	238	291	384	446
存货	1,969	3,611	4,633	4,847	销售费用	15	15	20	23
其他流动资产	26,521	34,562	43,486	49,007	管理费用	1,066	1,268	1,556	1,806
流动资产合计	56,759	64,242	75,497	84,401	财务费用	2,320	1,560	1,644	1,638
非流动资产：					研发费用	1,685	2,014	2,265	2,629
金融类资产	2,127	2,781	3,102	3,278	费用合计	5,086	4,857	5,486	6,097
固定资产	2,304	2,933	2,970	2,978	资产减值损失	-23	-64	-50	-58
在建工程	958	387	341	490	公允价值变动	8	2	5	6
无形资产	29,176	29,171	27,712	26,254	投资收益	36	15	20	20
长期股权投资	1,483	1,683	1,803	1,887	营业利润	3,686	5,843	8,536	10,026
其他非流动资产	22,544	22,544	22,544	22,544	加：营业外收入	52	40	46	48
非流动资产合计	56,465	56,718	55,370	54,152	减：营业外支出	68	23	25	25
资产总计	113,224	120,960	130,867	138,553	利润总额	3,670	5,860	8,557	10,049
流动负债：					所得税费用	625	998	1,457	1,711
短期借款	3,606	2,220	1,519	1,765	净利润	3,045	4,862	7,100	8,338
应付账款、票据	27,440	27,049	30,114	30,158	少数股东损益	20	32	47	55
其他流动负债	20,964	20,964	20,964	20,964	归母净利润	3,025	4,830	7,053	8,283
流动负债合计	52,010	50,233	52,597	52,887					
非流动负债：					主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
长期借款	35,479	40,855	42,355	42,655	成长性				
其他非流动负债	971	971	971	971	营业收入增长率	15.5%	22.2%	32.0%	16.1%
非流动负债合计	36,450	41,826	43,326	43,626	归母净利润增长率	77.8%	59.7%	46.0%	17.4%
负债合计	88,460	92,059	95,923	96,514	盈利能力				
所有者权益					毛利率	14.8%	14.6%	14.5%	14.4%
股本	4,778	4,775	4,775	4,775	四项费用/营收	8.3%	6.5%	5.6%	5.3%
股东权益	24,764	28,901	34,944	42,040	净利率	5.0%	6.5%	7.2%	7.3%
负债和所有者权益	113,224	120,960	130,867	138,553	ROE	12.2%	16.7%	20.2%	19.7%
					偿债能力				
现金流量表	2020E	2021E	2022E	2023E	资产负债率	78.1%	76.1%	73.3%	69.7%
净利润	3045	4862	7100	8338	营运能力				
少数股东权益	20	32	47	55	总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.8
折旧摊销	656	1612	1654	1584	应收账款周转率	4.3	5.7	5.9	6.1
公允价值变动	8	2	5	6	存货周转率	26.4	17.7	18.3	20.3
营运资金变动	-452	-7582	-16340	-7665	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	3277	-1855	-1403	2407	EPS	0.63	1.01	1.48	1.73
投资活动现金净流量	-5270	-912	-431	-417	P/E	19.5	12.2	8.4	7.1
筹资活动现金净流量	3631	3266	-259	-696	P/S	1.0	0.8	0.6	0.5
现金流量净额	1,638	498	-2,093	1,294	P/B	2.6	2.2	1.8	1.5

资料来源：Wind资讯、华鑫证券研究

■ 计算机与中小盘组简介

宝幼琛：本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

任春阳：华东师范大学经济学硕士，5年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。