

股票投资评级

推荐 | 首次覆盖

个股表现



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

公司基本情况

52 周内高	12.86
52 周内低	8.30
总市值(亿元)	553.10
流通市值(亿元)	541.40
总股本(亿股)	48.14
A 股(亿股)	48.14
—已流通(亿股)	47.12
—限售股(亿股)	1.02

研究所

分析师: 丁士涛

SAC 登记编号: S1340522090005

Email: dingshitao@cnpsec.com

研究助理: 刘依然

SAC 登记编号: S1340122090020

Email: liuyiran@cnpsec.com

四川路桥 (600039.SH)
基建+新能源双轮驱动, 背靠“蜀道”再迈征程
● 蜀地基建龙头, 背靠四川国资委

公司是四川国资委下属蜀道集团核心子公司, 以路桥施工为主业, 并积极探索多元化业务。公司深耕川内市场多年, 重点项目遍布全国乃至海外。2021 年大股东完成战略重组后继续增持公司股份, 省内基建市场占有率有望进一步提升。

● 工程主业引领增长, 盈利能力持续改善

大股东合并带来明显业绩增量, 2021 年公司营业总收入 850.49 亿元、YOY+31.7%, 归母净利润 55.82 亿元、YOY+85.4%, 新签订单 1001.7 亿元、YOY+153.4%。工程施工是公司主要的收入和利润来源, BOT 运营盈利能力遥遥领先。2019 年以来, 公司毛利率和净利率持续回升, 负债率得到有效改善。

● 经济圈战略地位抬升, 川渝基建需求释放

四川省地方财政收入不断增厚, 同时受中央财政补贴力度加强, 转移支付收入居各省首位。省内交通基建投资持续加码, 2021 年公路固定资产投资 2086.6 亿元、YOY+13.80%, 占西部地区比重高达 18.4%。在“十四五”政策加持下, 成渝经济圈计划实现铁路总里程 7000km、公路网总里程 43 万 km 的目标, 形成“123 出行圈”和“123 快物流圈”, 为打造全国交通“第四极”奠定坚实基础。

● 股东重组升级, 收购焕发新机

2021 年公司原大股东四川铁投与四川交投重组成立蜀道集团, 合并后分别占据四川铁路 83%、公路 77% 的市场份额。受益于集团业务协同, 公司有望承接集团内部分业务订单。随着公司完成对交建集团 95% 股权、高路建筑 100% 股权、高路绿化 96.67% 股权的收购, 交通基建领域的影响力得到增强。

● 布局“1+1+2”模式, 多元业务协同发展

工程施工是公司的核心主业, 2021 年营业收入 694.7 亿元、占比 82%。目前公司在川内高速项目市场份额超过 1200 亿元, 养护里程 5000+ 公里, 市占率全省第一。公司通过成立四川新理想公司, 积极挖掘新能源业务潜力, 致力于打造锂电池“前驱体-正极材料-电池回收”的闭环生产链。此外, 公司还参股李家沟锂辉石矿、大黑山磷矿、马边磷矿等项目, 为发展新能源业务提供坚实的资源基础。

● 盈利预测与投资建议

看好“十四五”背景下，公司“1+1+2”业务布局的发展潜力。我们预计 22-24 年营业收入 1025.32/1268.43/1423.34 亿元，归母净利润 71.57/80.93/91.15 亿元。按照 2022 年 11 月 23 日收盘价计算，22-24 年对应 PE 为 7.7/6.8/6.1 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

川内交通基建投资低迷；原材料价格波动；矿山开发进展缓慢。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	85,048.51	102,531.70	126,843.19	142,334.42
增长率（%）	39.26%	20.56%	23.71%	12.21%
归属母公司净利润（百万元）	5,582.07	7,157.17	8,092.52	9,115.37
增长率（%）	84.53%	28.22%	13.07%	12.64%
毛利率（%）	16.14%	16.80%	16.90%	17.00%
净利率（%）	6.6%	7.0%	6.4%	6.4%
EPS（元/股）	1.16	1.49	1.68	1.89
市盈率（P/E）	9.91	7.73	6.83	6.07
ROE	20.56%	22.33%	20.16%	18.51%

数据来源：iFinD，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 11 月 23 日收盘价

目录

1 蜀地基建龙头，背靠四川国资委.....	6
1.1 深耕基建多年，业务迈出川渝	6
1.2 背靠四川国资委，股东合并保增长	7
2 工程主业引领增长，盈利能力持续改善	8
2.1 经营业绩稳健，订单金额高增	8
2.2 工程施工为主，多元化业务布局	9
2.3 盈利能力稳健增长，负债率有所改善	10
3 经济圈战略地位抬升，川渝基建需求释放	11
3.1 财政收入充沛，中央补贴力度第一	11
3.2 川内交通投资加码，“十四五”规划保驾护航.....	12
3.3 成渝双城经济圈崛起，交通基建迎来新机.....	14
4 股东重组完成，收购焕发新机.....	16
4.1 股东战略重组，“蜀道”横立天府	16
4.2 完成子公司收购，巩固基建业务优势	16
4.3 股权激励增强信心，业绩预期提升明显.....	17
5 布局“1+1+2”模式，多元业务协同发展	18
5.1 工程业务打造发展核心	18
5.2 坚定新能源第二主业，三元正极抢占国内版图.....	19
5.3 积极参投矿产项目，持续赋能新能源产业.....	21
6 盈利预测与投资建议.....	23
6.1 收入预测	23
6.2 利润预测	24
6.3 投资建议	25
7 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	6
图表 2: 公司项目—挪威贝特斯塔德桑德大桥	6
图表 3: 公司项目—双江口水电站	6
图表 4: 公司股权结构图	7
图表 5: 2013-2022Q3 公司营收及增速	8
图表 6: 2013-2022Q3 公司归母净利润及增速	8
图表 7: 2016-2022Q3 公司新签订单金额及同比	8
图表 8: 2021-2022H1 公司省内外营收占比	8
图表 9: 2016-2022H1 公司各业务营业收入（亿元）	9
图表 10: 2022H1 公司各业务营业收入占比	9
图表 11: 2022H1 公司各业务毛利占比	9
图表 12: 2016-2021 年公司各业务毛利率	9
图表 13: 2013-2022Q3 公司毛利率和净利率	10
图表 14: 2013-2022Q3 公司各项期间费率	10
图表 15: 2013-2022Q3 公司资产负债率	10
图表 16: 2013-2022Q3 公司经营性现金流净额	10
图表 17: 2015-2021 四川省地方财政收入结构及增速	11
图表 18: 2015-2021 四川一般公共预算收入结构及增速	11
图表 19: 2015-2021 四川政府性基金收入结构及增速	11
图表 20: 2019-2021 年四川省获取中央财政转移支付收入及对下属市县转移支付金额	12
图表 21: 部分重点省份对下属市县转移支付金额	12
图表 22: 2014-2021 年四川省公路水路固定资产投资	12
图表 23: 2014-2021 年四川省公路交通固定资产投资	12
图表 24: 2011-2021 年西部公路水路固定资产投资占比	13
图表 25: 2011-2021 年西部公路交通固定资产投资占比	13
图表 26: 四川省“十四五”交通基建投资计划	13
图表 27: 西部各省“十四五”交通固定资产投资计划	13
图表 28: 四川省“十四五”交通运输规划目标	14
图表 29: 成渝双城经济圈战略规划示意图	14
图表 30: 成渝经济圈相关政策对川渝地区交通基建的支持	15
图表 31: 蜀道集团占四川省铁路及高速公路投资市场份额	16
图表 32: 公司对交建集团/高路建筑/高路绿化股权收购交易明细	17
图表 33: 交建集团/高路建筑/高路绿化利润业绩承诺情况	17
图表 34: 2015-2022H1 公司工程施工营收及占比	18
图表 35: 2020Q1-2022Q3 工程施工业务细分占比	18

图表 36: 公司在建重大项目情况.....	18
图表 37: 公司在营水电站项目.....	19
图表 38: 2019-2021 年鑫巴河和巴郎河水电站发电量.....	19
图表 39: 2015-2021 年公司水电营业收入和毛利率.....	19
图表 40: 公司参股的其他新能源项目.....	20
图表 41: 2021 年中国正极材料出货构成.....	20
图表 42: 2016-2021 国内三元正极材料出货量及增速.....	20
图表 43: 2015-2021 年全球及国内三元前驱体出货量.....	21
图表 44: 2017-2022Q1 国内三元前驱体进出口量.....	21
图表 45: 金川县李家沟锂辉石矿现场.....	22
图表 46: 2021 年全球锂矿产量分布.....	22
图表 47: 金川公司下属矿山开发面积 (k m ²).....	22
图表 48: 金川公司下属矿山资源储备量 (万 t).....	22
图表 49: 盈利预测与公司估值.....	24
图表 50: 可比公司估值.....	25

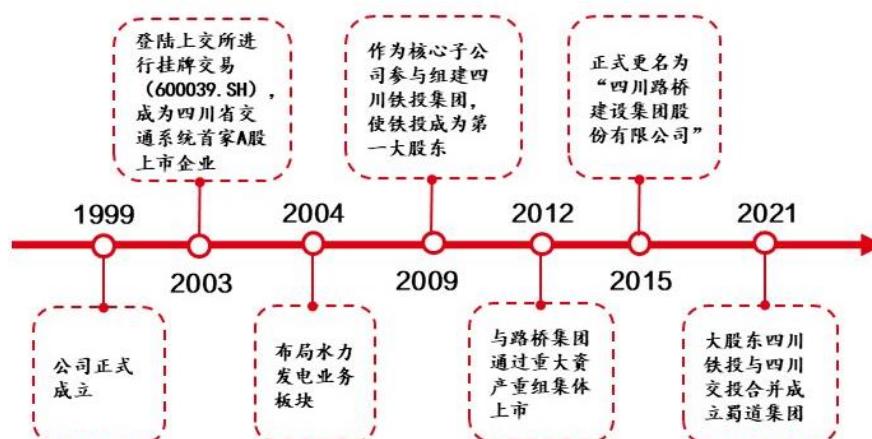
1 蜀地基建龙头，背靠四川国资委

1.1 深耕基建多年，业务迈出川渝

公司成立于 1999 年，是四川国资委下属蜀道集团核心子公司，前身为四川路桥建设股份有限公司，于 2003 年在上交所上市，成为四川交运体系首家登陆 A 股的公司。2009 年公司作为核心子公司参与组建四川铁投集团，并于 2012 年与路桥集团通过重大资产重组集体上市。2021 年公司第一大股东四川铁投与四川交投战略重组合并成立蜀道集团。作为川内基建龙头企业，公司着力于交通基础工程建设，同时对清洁能源开发、矿产新材料和交通运输服务也有所涉足。

公司重点聚焦四川市场，并将业务拓展至全国多个省份，同时积极进行海外市场扩张，在国内外先后修建了土耳其 1915 恰纳卡莱大桥、浙江舟山西堠门跨海大桥、挪威哈罗格兰德大桥、河北金家庄特长螺旋隧道等具有世界领先水平的交通基础设施工程，拥有厄立特里亚阿斯马拉铜多金属矿、克尔克贝特金矿、南江铁、霞石、石墨和马边磷矿等矿产资源，是国内集多元化业务于一体的交通基建类龙头企业。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表2：公司项目—挪威贝特斯塔德桑德大桥



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表3：公司项目—双江口水电站

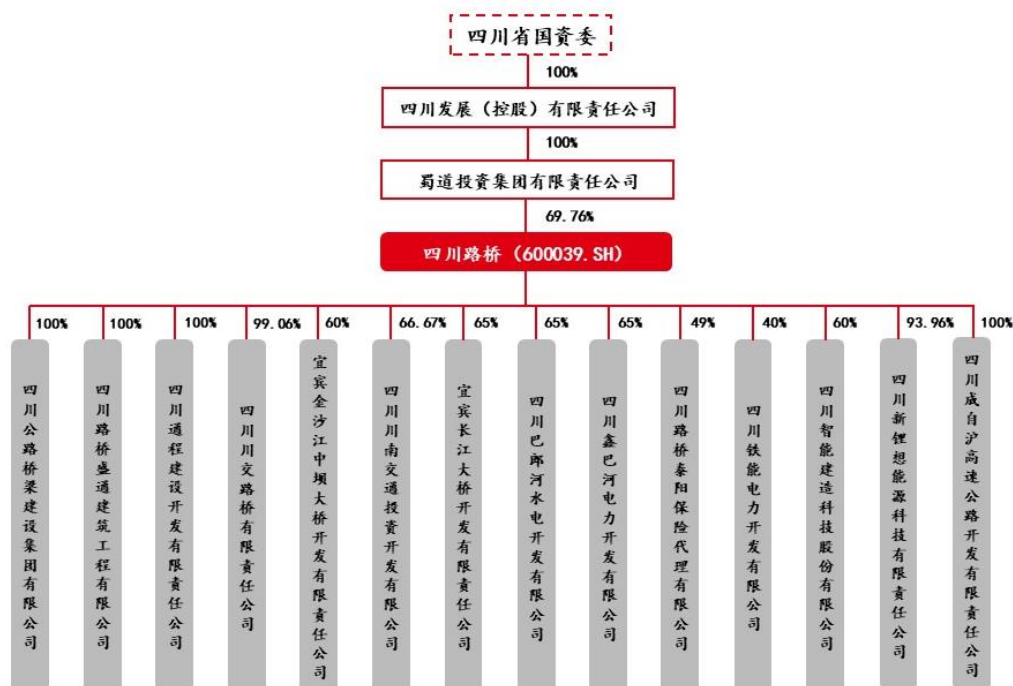


资料来源：公司官网，中邮证券研究所

1.2 背靠四川国资委，股东合并保增长

公司原控股股东为四川铁投，2009 年公司以转让自身股份的方式参与组建铁投集团，此后四川铁投不断通过要约收购、增发等方式增持公司股份，至 2021 年铁投集团持股比例已高达至 67.68%。2021 年四川省政府启动四川铁投与四川交投的战略重组事宜，将川内两家大型基建企业合并为蜀道集团，股东在省内交通基建市场占有率进一步提升，为公司业绩增长提供保障。公司实际控制人为四川省国资委，通过全资控股四川发展间接控制蜀道集团和四川路桥。完成重组后，蜀道集团继续以自有资金增持公司股份至 69.76%，持续看好公司未来发展。

图表4：公司股权结构图



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

2 工程主业引领增长，盈利能力持续改善

2.1 经营业绩稳健，订单金额高增

随着公司摆脱疫情影响，营收及利润均呈现良好涨势。2021 年公司营业总收入为 850.49 亿元、YOY+31.7%，高出 2020 年 15.9 个 pct，归母净利润为 55.82 亿元、YOY+85.4%。2022 年以来，公司收入和利润延续高增长，前三季度营业总收入为 666.59 亿元、YOY+25.6%，归母净利润为 60.18 亿元、YOY+74.8%。随着公司降本增效取得初步成果，利润增速超过营收增速。2016-2021 年公司营业总收入 CAGR 为 23.1%，归母净利润 CAGR 为 39.8%。

图表5：2013-2022Q3 公司营收及增速



图表6：2013-2022Q3 公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

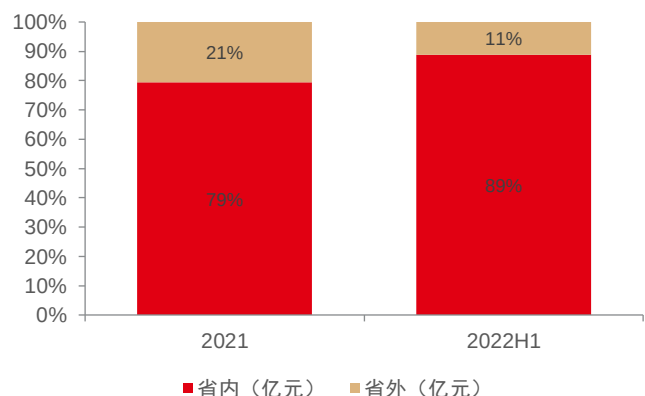
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

新签订单增速瞩目，境内业务占据主导。2021 年蜀道集团完成重组，作为核心子公司，公司业绩规模进一步得到突破。2021 年公司中标项目 244 个，新签订单金额为 1001.73 亿元，较 2020 年新签订单 606.40 亿元、YOY+153.4%。2022 年前三季度，公司中标项目 200 个，新签订单金额为 729.7 亿元、YOY+30.0%，大股东合并带来订单规模保障。作为四川交通基建龙头企业，公司收入主要来自省内，2021 年省内收入占比 79%。蜀道集团重组后，来自集团内部订单增加，因此公司省内营收占比增至 89%。

图表7：2016-2022Q3 公司新签订单金额及同比



图表8：2021-2022H1 公司省内外营收占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

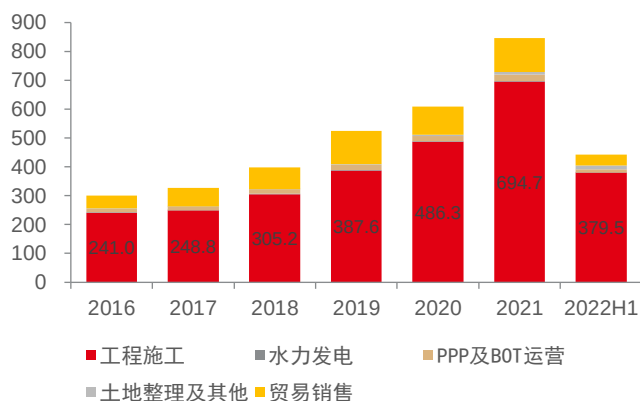
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.2 工程施工为主，多元化业务布局

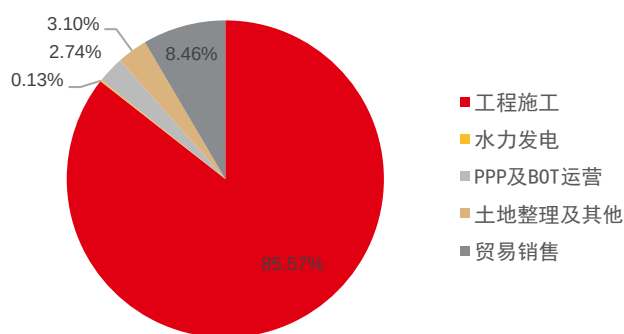
公司主要发展工程施工，多元化业务并行。公司在水力发电、PPP及BOT运营、贸易销售以及土地整理等方面均有所布局。2016-2021 年公司工程施工业务营业收入分别为 241.0/248.8/305.2/387.6/486.3/694.7 亿元，YOY=8.8%/3.2%/22.7%/27.0%/25.5%/42.9%。受益于大股东蜀道集团重组，2021 年公司施工类合同倍增，带动业务收入迅速增长。

公司营业收入主要来自于工程施工业务。2022 上半年工程施工业务营收为 379.5 亿元，占总营收比 85.57%，其他业务如水力发电/PPP及BOT运营/土地整理及其他/贸易销售占比分别为 0.13%/2.74%/3.10%/8.46%。

图表9：2016-2022H1 公司各业务营业收入（亿元）



图表10：2022H1 公司各业务营业收入占比

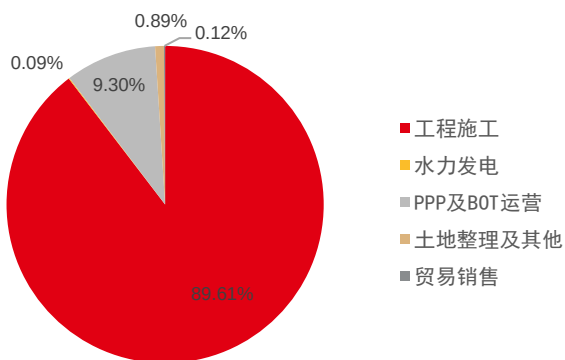


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

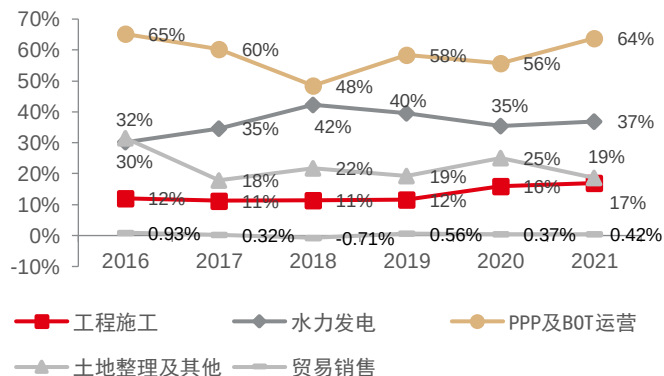
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

工程施工创造主要利润，BOT运营盈利能力领先。BOT运营盈利能力领先其他业务，2022 年上半年营业收入虽仅占 2.74%，但毛利占比高达 9.30%，2016-2021 年毛利率分别为 65%/60%/48%/58%/56%/64%，位居公司业务榜首。水力发电则位居其次，2016-2021 年毛利率分别为 30%/35%/42%/40%/35%/37%。传统工程施工业务盈利能力较低，2022 年上半年毛利占比虽然高达 89.61%，但 2016-2021 年毛利率保持在 10%-17%之间，低于其他业务。

图表11：2022H1 公司各业务毛利占比



图表12：2016-2021 年公司各业务毛利率



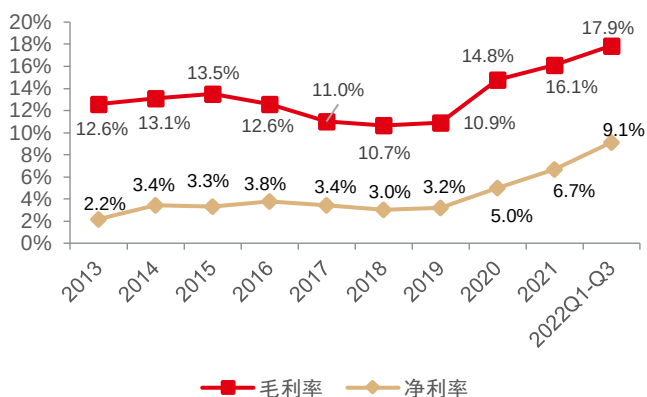
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 盈利能力稳健增长，负债率有所改善

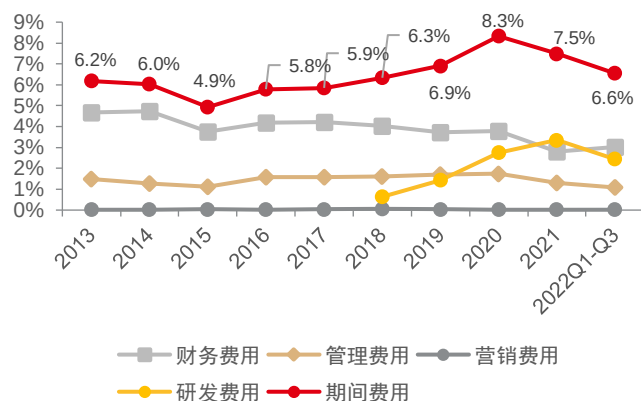
公司毛利率及净利率持续增长，期间费率保持稳定。自 2018 年起公司毛利率和净利率均呈现稳定增长，2022 年 Q3 毛利率为 17.9%，净利率为 9.1%，较 2018 年分别上升 7.2/6.1 个 pct。公司期间费率长期稳定在 6% 左右，2020 年受疫情影响，期间费率增至高点 8.3%。随着公司逐渐摆脱疫情影响，期间费率恢复至正常水平，截至 2022 年 Q3 回落至 6.6%，下降 1.7 个 pct。

图表13：2013-2022Q3 公司毛利率和净利率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

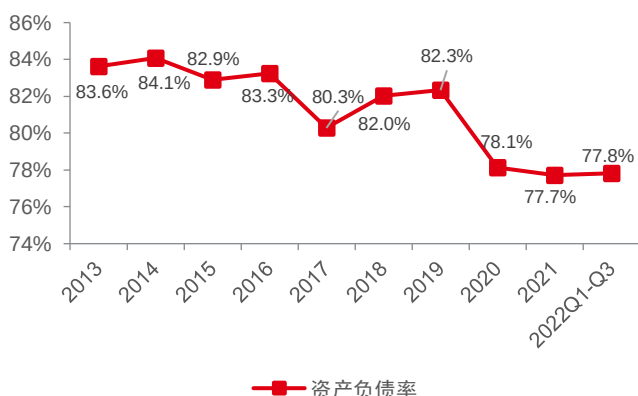
图表14：2013-2022Q3 公司各项期间费率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

负债水平持续改善，经营性现金流短期收紧。公司杠杆程度较高，由于近年不断参股 PPP 及 BOT 项目，资产负债率均在 80% 以上。2020 年起大股东铁投集团及蜀道集团陆续对公司进行定向增发，资产负债率得到有效控制，截至 2022 年 Q3 已降至 77.8%。2018-2020 年公司经营性现金流保持良好，年均净额均在 32 亿以上，但 2021 年降至 -10.2 亿，2022 年 Q3 已降至 -26.0 亿元，主要由于近两年眉山天环、盐坪坝等在建 PPP 项目投资增加所致。

图表15：2013-2022Q3 公司资产负债率



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表16：2013-2022Q3 公司经营性现金流净额



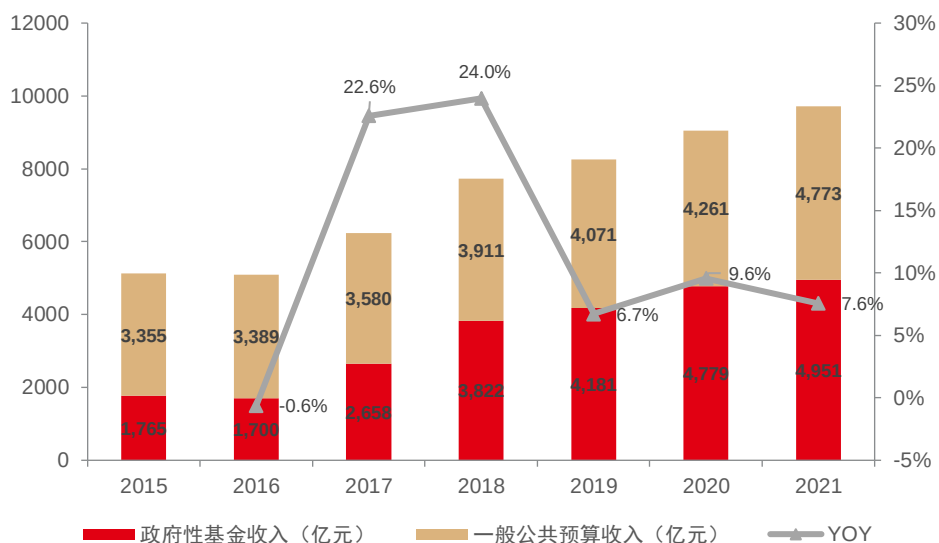
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3 经济圈战略地位抬升，川渝基建需求释放

3.1 财政收入充沛，中央补贴力度第一

四川综合财力稳定上涨，收入复合增速较高。地方政府财政收入主要由一般公共预算收入和政府性基金收入构成，根据四川省人民政府数据，2021 年四川省地方财政收入为 9723.77 亿元，YOY+7.6%，综合财力雄厚。2015-2021 年四川财政收入 CAGR+11.3%，复合增长率较高。

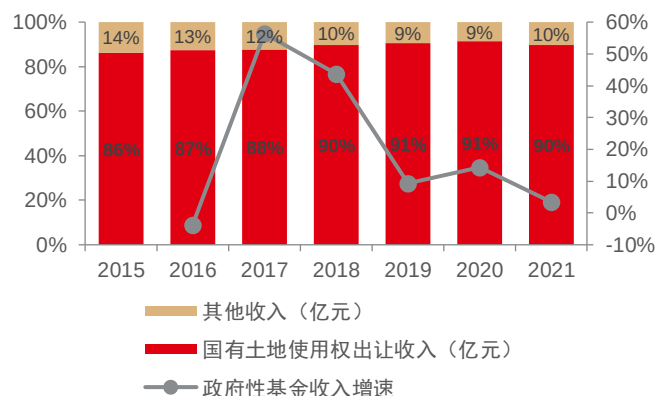
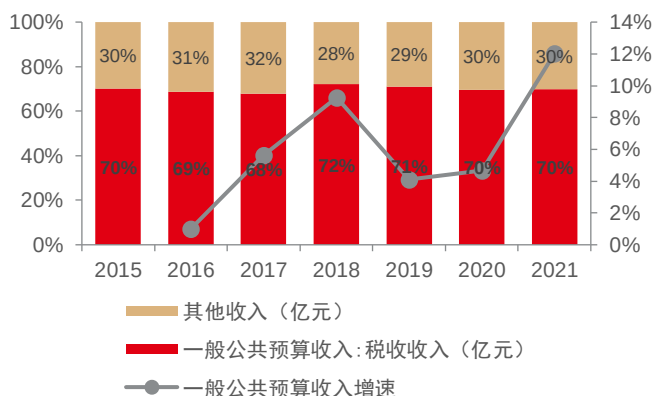
图表17：2015-2021 四川省地方财政收入结构及增速



资料来源：iFinD，政府官网，中邮证券研究所

税收和土地使用权出让收入为交通投资提供保障。税收和土地使用权出让收入分别为地方政府一般公共预算收入和政府性基金收入的重要组成部分。2021 年四川一般公共预算收入为 4773 亿元，其中税收收入为 3334.8 亿元，占比 70%。受益于四川土地市场的良好表现，政府性基金收入已于 2019 年超过一般公共预算收入，2021 年政府性基金收入为 4950.5 亿元，其中土地出让收入占比高达 90%。随着国家对成渝双城经济圈建设的推动，预计四川财政收入具备增长潜力，为川内交通投资良性增长提供保障。

图表18：2015-2021 四川一般公共预算收入结构及增速 图表19：2015-2021 四川政府性基金收入结构及增速

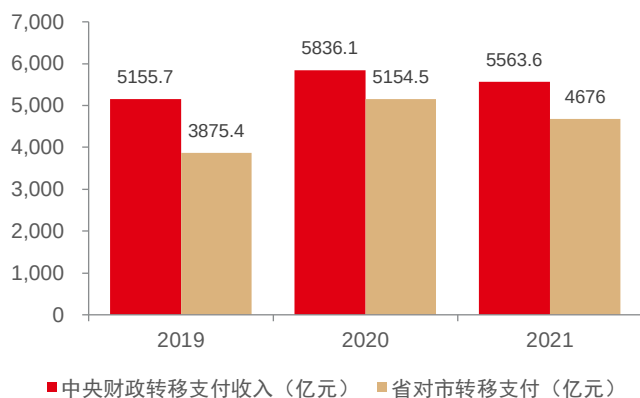


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

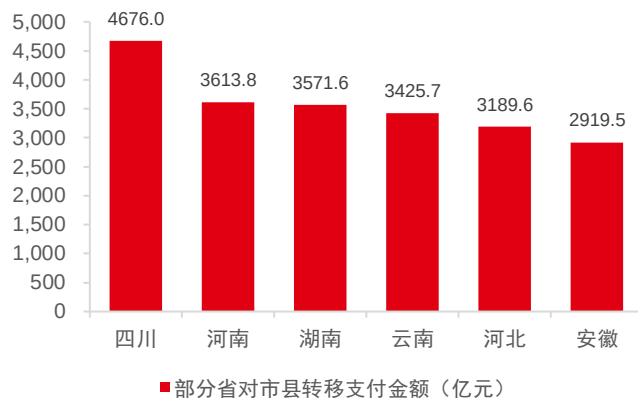
资料来源：各政府官网，中邮证券研究所

转移支付收入全国第一，获中央补贴大力支持。2021 年四川省中央转移支付收入为 5563.6 亿元，位居全国各省份首位。受益于国家对成渝双城经济圈的重视，四川在各省中央转移支付中排名长期靠前。

图表20：2019-2021 年四川省获取中央财政转移支付收入及对下属市县转移支付金额



图表21：部分重点省份对下属市县转移支付金额



资料来源：四川省人民政府，中邮证券研究所

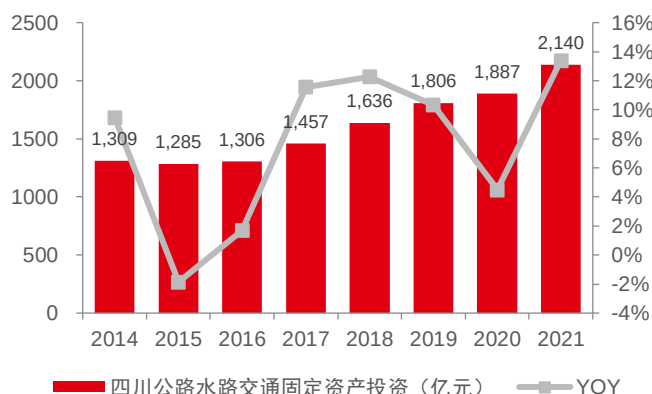
资料来源：各省政府官网，中邮证券研究所

3.2 川内交通投资加码，“十四五”规划保驾护航

受益国家政策扶持，四川交通投资持续向好。2014-2021 年四川省公路水路交通固定资产投资由 1309 亿元上涨至 2140 亿元，CAGR+7.27%，其中公路固定资产投资由 1259 亿元上升至 2087 亿元，CAGR+7.49%，川内交通基建投资力度持续强盛。

四川省交通投资占西部地区比重较高且稳定。2021 年四川省公路交通固定资产投资额占西部地区整体比重为 18%，2011-2021 年占比均在 20%左右，比重较高且稳定。

图表22：2014-2021 年四川省公路水路固定资产投资



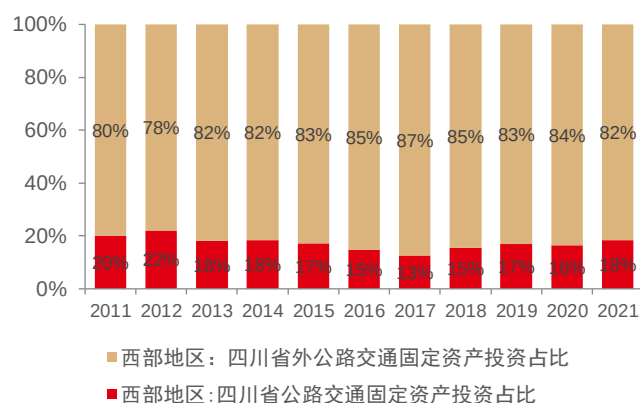
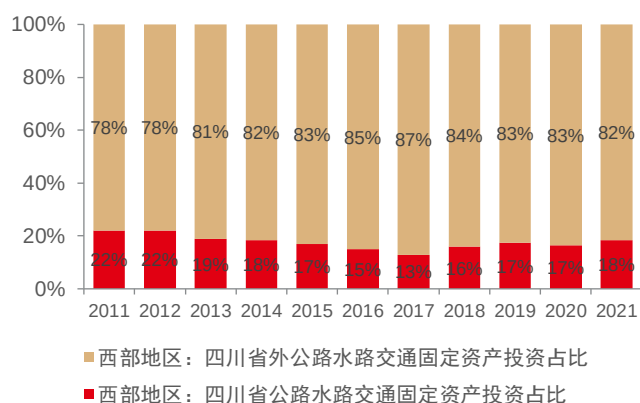
图表23：2014-2021 年四川省公路交通固定资产投资



资料来源：iFinD，四川省交通厅，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，四川省交通厅，中邮证券研究所

图表24：2011-2021 年西部公路水路固定资产投资占比 图表25：2011-2021 年西部公路交通固定资产投资占比



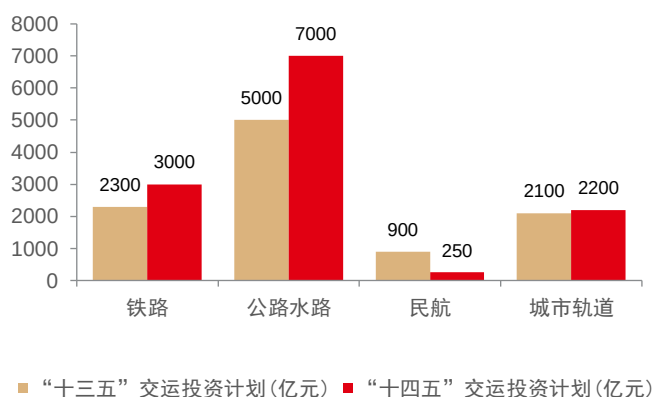
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

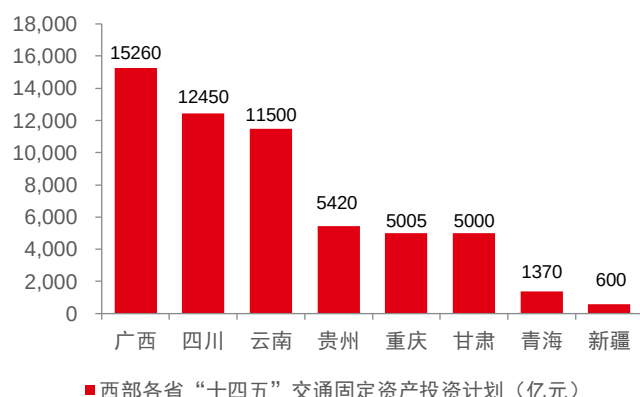
“十四五”交通规划再次释放好信号。根据四川省出台的《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》，政府将持续加大对省内交通基础设施建设的支持力度，在“十四五”时期，综合交通建设完成投资 1.2 万亿元以上，其中：公路水路 7000 亿元、铁路 3000 亿元、民航 250 亿元、轨道交通 2200 亿元，整体较“十三五”期间增加 2000 亿以上。相比西部地区其他省份，四川省“十四五”交通计划投资额仍位处前列，仅次于广西省（1.5 万亿元）。

政府对“十四五”期间川内交通发展做出规划：铁路营业里程预计将从 5312 公里增至 7000 公里，其中高速铁路营业里程从 1261 公里增至 1800 公里；公路网总里程从 39.4 万公里增至 43 万公里，其中高速公路总里程从 8140 公里增至 11000 公里；内河高等级航道里程从 1648 公里增至 2050 公里；民用运输机场从 15 个增至 19 个。到 2025 年，川内交通基本形成“123 出行圈”和“123 快货物流圈”，为打造全国交通“第四极”奠定坚实基础。

图表26：四川省“十四五”交通基建投资计划



图表27：西部各省“十四五”交通固定资产投资计划



资料来源：四川省人民政府，中邮证券研究所

资料来源：各省政府官网，中邮证券研究所

图表28：四川省“十四五”交通运输规划目标

目标	“十三五” (2020) 交运规划	“十四五” (2025) 交运规划
铁路营业里程 (km)	5312	7000
高速铁路营业里程 (km)	1261	1800
公路网总里程 (万·km)	39.4	43
高速公路总里程 (km)	8140	11000
内河高等级航道里程 (km)	1648	2050
民用运输机场 (个)	15	19
城市轨道交通营运里程 (km)	518	700

资料来源：四川省交通厅，中邮证券研究所

3.3 成渝双城经济圈崛起，交通基建迎来新机

受益于国家战略规划，成渝城市群经济地位不断抬升。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，是发展长江经济带的重要战略组成。政府相继出台《成渝经济区区域规划》和《成渝城市群发展规划》，明确要将成渝城市群打造成经济充满活力、生活品质优良、生态环境优美的国家级城市群，并向世界级城市群迈进。随着国家战略部署的不断升级，成渝城市群与京津冀、长三角和粤港澳大湾区并列，成为国家经济增长的“第四级”。

图表29：成渝双城经济圈战略规划示意图



资料来源：国家发改委，中邮证券研究所

成渝经济圈的建设为川渝地区交通基建的发展赢得机遇。国家相继出台相关政策对成渝经济圈的建设进行战略规划，未来将强化对川渝地区交通基础设施的建设，以高速公路和城市轨道交通为骨干，加快成渝城市群运输通道的搭建工作，完善交通网络，打造经济圈内部交通体系。我们相信随着成渝经济圈的不断崛起，当地交通基建企业将迎来一波新的发展机遇。

图表30：成渝经济圈相关政策对川渝地区交通基建的支持

政策名称	相关内容
《关于实施“一千多支”发展战略推动全省区域协调发展的指导意见》	强化基础设施互联互通，加快建设川南城际铁路，开展泸州至遵义铁路规划研究工作，研究规划泸州、宜宾等城市轨道交通，加快成都至宜宾、泸州至荣昌等高速公路建设，开展大足经内江至南溪、泸州至永川等高速公路前期工作，实施国省干线公路升级改造，构建以城际铁路、高等级公路为骨架的城际快速路网，实现城市群、中心城区、县城与重点城镇等主要节点间的快速有效联接。
《成渝经济区成都城市群发展规划（2014—2020年）》	以高速公路和轨道交通为骨干，以成都区域航空枢纽和铁路集装箱中心建设为重点，加快城市群对外运输通道建设，完善城际快速交通网络，支撑和引导城市群发展。铁路：加快构建大能力运输通道，形成快速客运网，强化重载货运网。
《关于印发深化川渝合作深入推动长江经济带发展行动计划（2018—2022年）的通知》	完善城际快速公路网。推进渝广高速支线、潼南至安岳、泸州至荣昌、永川至泸州、江津经习水至古蔺等高速公路项目建设，加快南充至潼南高速公路、内江至大足高速公路、万州经开江至达州高速公路等项目前期工作，同步推进项目尽快实施。实施 G210 川渝界至茨竹段等国省干线公路升级改造，联合打通“断头路”“瓶颈路”。推动取消高速公路省界收费站，力争尽快实现两地高速公路收费一卡通。公路：以国家高速公路为重点，推进城市群与周边区域以及城市群内部高速公路建设，加强国省干线公路升级改造，进一步完善中小城市及城镇间公路网络，提高农村公路通达深度和覆盖广度。
《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	完善双城经济圈公路体系，科学规划干线铁路、城际铁路、都市圈市域（郊）铁路和城市轨道交通，完善多层次轨道交通网络体系。畅通对外高速公路通道，强化主要城市间快速联通，加快推进省际待贯通路段建设。提高既有路网通行能力，加强干线公路与城市道路有效衔接。优化城际快速路网，疏通主要节点城市进出通道，增强公路对客货运枢纽的集疏运服务能力，提升路网通达效率和安全水平。

资料来源：四川省人民政府，国家发改委，中邮证券研究所

4 股东重组完成，收购焕发新机

4.1 股东战略重组，“蜀道”横立天府

公司原控股股东为四川铁投，是四川省国有大型投资集团和重要的铁路及高速公路投资建设主体。2019 年以来四川铁投通过增持、认购、定增等方式持续增持公司股份，截至 2022 年 10 月 14 日，四川铁投持有公司 69.76% 的股份，大股东持续增持彰显了对公司发展的长期信心。

股东合并将提升重组集团在川内交通基建市场占有率。2021 年四川铁投与四川交投集团宣布进行战略重组，通过新设合并方式组建成立蜀道集团，并通过定增等方式持续增持公司股份。截至 2021 年，蜀道集团投资建设运营高速公路总里程近 1 万公里，其中：建成通车 6543 公里、约占全省的 76%，在建 3362 公里、约占全省的 80%。投资建设运营铁路总里程 6898 公里，其中建成通车 3611 公里、约占全省的 65%，在建 2282 公里、约占全省的 83%。以此估计，蜀道集团占据四川铁路投资 83% 的市场份额，占据四川公路投资 77% 的市场份额。

图表31：蜀道集团占四川省铁路及高速公路投资市场份额（公里）

铁路投资基本情况		2021 年	高速公路投资基本情况		2021 年
四川省铁路里程		8304	四川省高速公路里程		12812
建成通车里程		5555	建成通车里程		8609
在建里程		2749	在建里程		4203
蜀道集团铁路里程		6898	蜀道集团高速公路里程		9905
已完成	里程	3611	已完成	里程	6543
	市占率	65%		市占率	76%
在建	里程	2282	在建	里程	3362
	市占率	83%		市占率	80%

资料来源：蜀道集团官网，中邮证券研究所

得益于内部战略协同，公司有望承揽集团“十四五”期间主要施工业务订单。蜀道集团为四川国资委下属交通基建投资平台。完成股东合并后，蜀道集团在川内基建市场占有率提升。作为蜀道旗下最大工程施工平台，公司有望承接集团“十四五”期间大部分工程施工订单，业务增量空间大。

4.2 完成子公司收购，巩固基建业务优势

为贯彻落实四川省委关于“交通强省”的战略措施，公司积极推动国有企业内部整合，向川高公司、藏高公司、港航开发以发行股份及支付现金的方式购买交建集团 95% 股权，向蜀道集团、川高公司、高路文旅发行股份购买高路建筑 100% 股权，向川高公司发行股份购买高路绿化 96.67% 股权，本次重大资产重组已获得证监会审核通过。

图表32：公司对交建集团/高路建筑/高路绿化股权收购交易明细

标的公司	主营业务	收购股权	交易作价 (亿元)	收购方式	交易对象
交建集团	工程施工/公路养护/建筑材料销售	95%	70.15	发行股份及支付现金	川高公司、藏高公司、港航开发
高路建筑	公路施工/房屋建筑工程施工/市政工程施工	100%	1.89	发行股份	蜀道集团、川高公司、高路文旅
高路绿化	绿化工程施工/环保工程施工/道路养路服务	96.67%	2.14	发行股份	川高公司

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

完成收购后业绩增厚明显。根据公司资产重组方案披露的备考报表，交易完成后公司 2022 年上半年归母净利润由 36.59 亿元增至 45.92 亿元，ROE 由 12.60%增至 13.57%，EPS 从 0.77 元/股增至 0.78 元/股。根据利润承诺，2022-2024 年交建集团/高路建筑/高路绿化的扣非后归母净利润合计为 11.62/12.04/11.57 亿元。

图表33：交建集团/高路建筑/高路绿化利润业绩承诺情况

归母净利润（万元）	2022 年	2023 年	2024 年
交建集团	111,829.44	115,675.16	110,712.03
高路建筑	1,710.18	2,123.52	2,414.68
高路绿化	2,693.43	2,598.73	2,541.25
合计	116,233.05	120,397.41	115,667.96

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

三家子公司的加入将增强公司在交通基建领域的影响力。交建集团建设高速公路及地方道路里程累计达 1100 余公里，沿江高速、久马高速、德会高速、乐西高速等项目市场份额超过 1300 亿元，养护里程已达 6000 余公里，占川内市场份额 70%；高路建筑以房屋建设为主业，承接川内高速公路沿线房屋建设及养护工程；高路绿化业务主要集中在高速公路，其绿化环保工程覆盖四川 12 条高速公路，养护工程涵盖四川 28 条高速公路。随着公司完成对三家子公司的收购，将大大增强公司在交通基建施工业务方面的实力。

4.3 股权激励增强信心，业绩预期提升明显

2021 年 10 月，公司发布公告实施限制性股票激励计划，向包括管理人员及核心技术（业务）授予不超过 4375 万股限制性股票。股权激励的考核要求均为：2022 年-2024 年营业收入分别不低于 1000/1100/1200 亿元（2021 年为 850 亿元），扣非后归母净利润分别不低于 70/80/90 亿元（2021 年为 55 亿元），同时收入和利润增长率均不低于同业平均水平，应收账款周转率均不低于 5.7（2021 年为 5.74）。根据股权激励方案，2022-2024 年公司股权激励摊销费用 0.52/0.84/0.56 亿元。

我们认为股权激励会大大激发公司管理人员和核心技术（业务）人员的工作积极性，加强被授予员工对公司企业文化和战略方向的认可度，通过利润挖潜和压降成本等手段提升管理经营效率，实现了盈利水平上的提升。

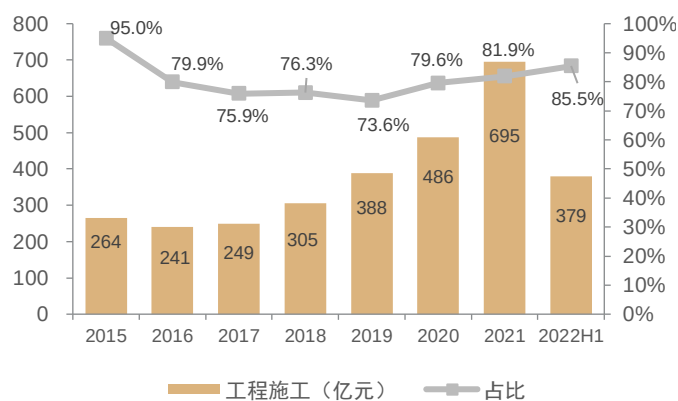
5 布局“1+1+2”模式，多元业务协同发展

公司在业务结构上布局“交通+”及多元发展模式，重点突出交通基建为核心主业，培育新能源板块为第二主业，同时积极布局矿产资源板块和交通服务板块，形成“1+1+2”的产业布局。

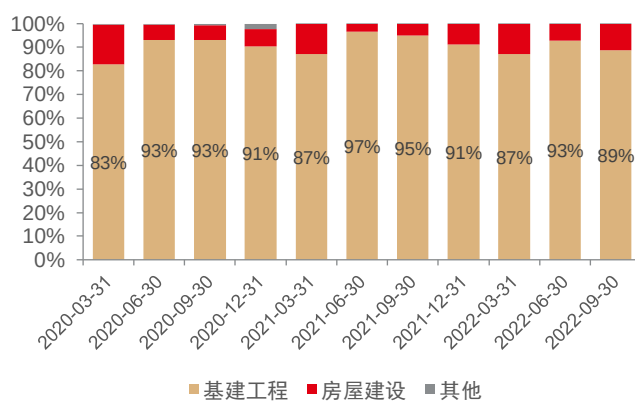
5.1 工程业务打造发展核心

工程施工是公司的核心业务，是公司稳定增长的根基。受益于大股东重组，公司2021年工程施工营收高达694.7亿元，YOY+42.9%，占比81.9%。2022年上半年工程施工业务营收为379.5亿元，YOY+38.9%，占比85.5%，自2020年以来各季度营收占比均在90%左右。

图表34：2015-2022H1 公司工程施工营收及占比



图表35：2020Q1-2022Q3 工程施工业务细分占比



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司坚持“以公路施工为主”的发展战略，参与了成自泸、遂宁至广安、遂宁至西充、雅安至康定、康新过境线、汶川至马尔康、成资渝、成乐扩容等高速公路项目及地方城市道路工程项目，产值和施工能力迅速成长，展现出强劲的发展势头。截至2021年公司在建项目共432个，新建高速公路及地方道路里程已达1100余公里，高速项目市场份额超过1200亿元；公司养护里程已达5000余公里，占川内市场份额2/3以上，市场占有率排名全省第一，技术水平和施工能力不断提升。

图表36：公司在建重大项目情况

项目名称	项目金额 (亿元)	工期	业务模式
G4216 线宁南至攀枝花段高速公路项目 ZCB1 标段	176.85	54 个月	BOT+单一合同施工模式
G4216 线金阳至宁南段高速公路设计施工总承包 ZCB1 项目	108.00	54 个月	BOT+EPC 合同模式
乐山至西昌高速公路马边至昭觉段总承包第 S1 标段	105.15	48 个月	EPC 合同模式
峨眉至汉源高速公路项目 2 标段施工总承包	105.98	54 个月	单一施工合同模式
G4216 线成都至丽江高速公路屏山新市至金阳段 XJ 项目	77.64	60 个月	BOT+单一施工合同模式
泸州经古蔺至金沙高速公路（古蔺至川黔界段）ZCB1 标段	74.98	36 个月	BOT+单一施工合同模式
镇广高速王坪至通江段 A 标（集团）	61.86	18 个月	BOT+单一施工合同模式

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5.2 坚定新能源第二主业，三元正极抢占国内版图

公司计划依托省内充足的自然资源优势，积极布局优质清洁能源项目，加大对水电风电产业投资力度，全力推动锂电池产业链的完善，提升锂电池正极材料和前驱体的规模化生产能力，完善产业链闭环，使新能源业务板块成为公司新的支柱产业。

5.2.1 积极布局新能源业务，水电经营稳定且持续

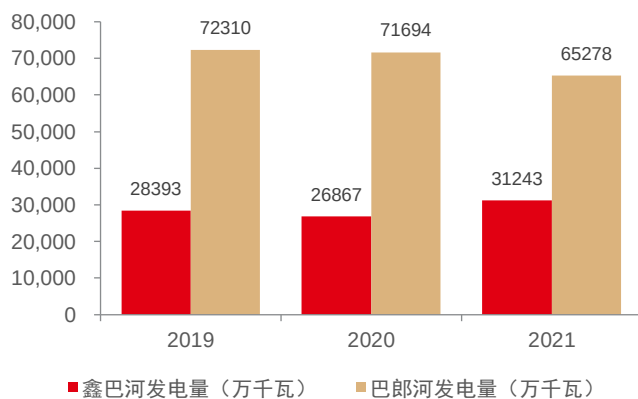
公司持有巴郎河公司和鑫巴河公司所经营的 4 座水力发电站，总取水量为 58.17 亿 m³/年，总装机容量为 23.2 万千瓦。近年巴郎河与鑫巴河水量均衡，历年发电量波动较小。2015-2021 年公司水电收入稳定在 1.7-2.0 亿的区间，毛利率基本保持在 35%-40%之间。

图表37：公司在营水电站项目

项目公司	项目名称	装机容量 (万 KW)	取水量 (亿 m ³ /年)
四川巴郎河水电开发有限公司	巴郎口水电站	9.6	3.15
	华山沟水电站	7.2	2.52
四川鑫巴河电力开发有限公司	风滩水电站	2.8	25
	双滩水电站	3.6	27.5
合计		23.2	58.17

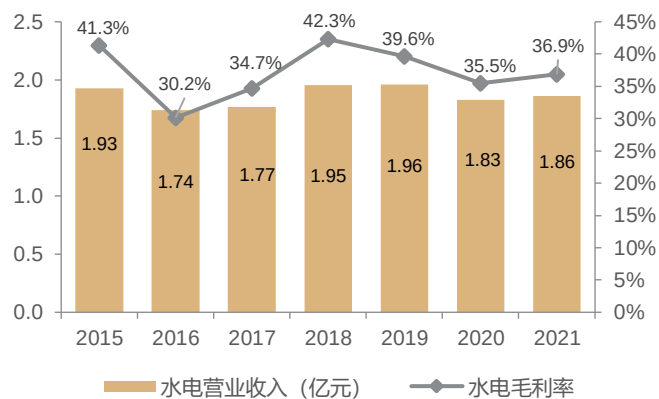
资料来源：公司募集说明书，中邮证券研究所

图表38：2019-2021 年鑫巴河和巴郎河水电站发电量



资料来源：公司募集说明书，中邮证券研究所

图表39：2015-2021 年公司水电营业收入和毛利率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

除在手水电项目外，公司还通过参股四川铁能积极拓展其他能源项目。公司参股的汉源铁能新能源开发有限公司所持有风电项目已经投产，总装机容量为 4.75 万 KW；公司参股的铁投环联能源股份有限公司所持有光伏项目也已投产，总装机容量为 100 万 KW，目前均处于商业化运营阶段。另外，公司通过四川大渡河双江口水电开发有限公司参股的双江口水电站项目处于在建中，是四川省政府批准的大渡河干流水电调整规划的第 5 个梯级，电站装机 200 万 KW，建成后可使大渡河干流梯级电站增加枯期电量 67 亿 KWh，增加枯期出力 176 万 KW。

图表40：公司参股的其他新能源项目

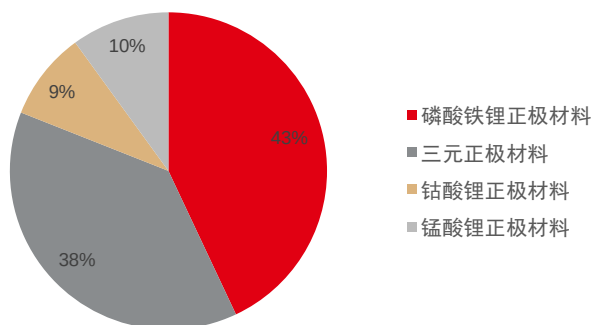
类别	项目公司	项目名称	装机容量 (万 KW)	状态
风电	四川汉源铁能新能源开发有限公司	风电站	4.75	运营
光伏	四川铁投环联能源股份有限公司	盐源白乌光伏电站	100	运营
水电	四川大渡河双江口水电开发有限公司	双江口水电站	200	在建

资料来源：公司公告，四川铁能官网，中邮证券研究所

5.2.2 锂电领域持续发力，三元正极前景广阔

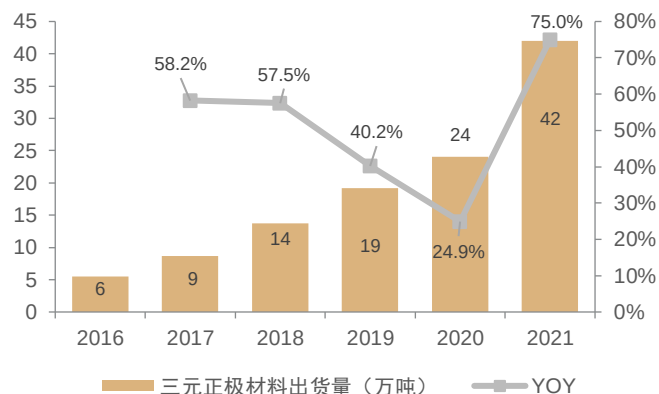
新能源电池前景广阔，三元正极材料需求提升。随着国家《新能源骑车产业发展规划（2021-2035）》以及《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》的出台，提高汽车能效降低油耗、促进新能源汽车的快速发展的政策导向已经非常明确。根据中国经济网数据，目前国内新能源汽车零售渗透率已经超过 30%。新型动力电池的需求也有望继续保持高位，预计 2022 年全球动力电池需求量为 697GWh，较 2021 年增长 278GWh。正极材料是锂电池最重要的原料，占锂电池成本比重 43%。2021 年我国正极材料中三元正极材料出货量为 42 万吨，YOY+75%，占比高达 38%，仅次于磷酸铁锂正极材料。作为正极材料的重要细分，三元正极材料出货量有望随着动力电池需求量水涨船高。

图表41：2021 年中国正极材料出货构成



资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

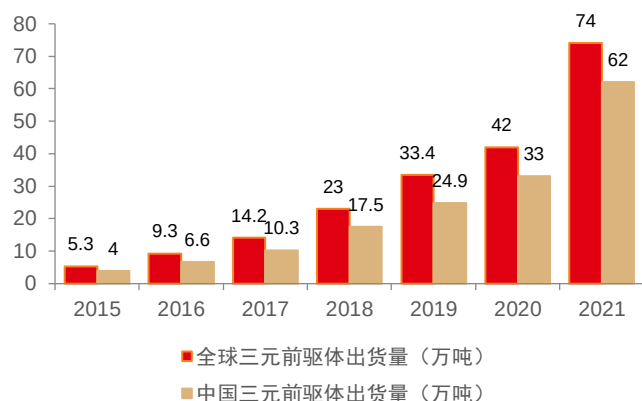
图表42：2016-2021 国内三元正极材料出货量及增速



资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

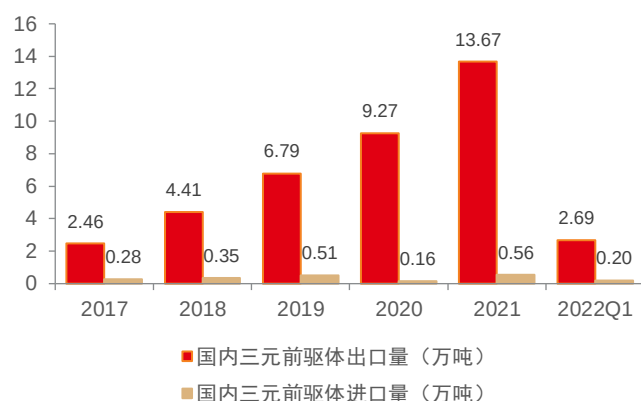
随着全球动力电池需求量逐年上升，我国成为三元前驱体出口大国。2021 年全球三元前驱体出货量跃至约 74 万吨，YOY+76%，中国出货量 62 万吨，YOY+87%，占全球比重提升至 84%。随着全球新能源汽车产业蓬勃发展，日韩电池巨头大幅扩充产能，为我国三元前驱体出口增长创造了良好的机会。2021 年我国三元前驱体出口量高达 13.67 万吨，YOY+47.5%，相比之下进口量仅为 0.56 万吨，较上年增长 0.4 万吨。动力电池市场的兴起，为我国新能源产业进军海外市场提供了机遇。

图表43：2015-2021 年全球及国内三元前驱体出货量



资料来源：VFUW，中邮证券研究所

图表44：2017-2022Q1 国内三元前驱体进出口量



资料来源：VFUW，中邮证券研究所

成立新锂想，打造锂电池产业链。为贯彻国家能源改革、新能源汽车及动力电池发展等方面的需求，公司于 2018 年与四川绿然科技和四川科能锂电共同出资成立了四川新锂想能源科技有限责任公司，从事锂电池及材料的生产研发、废旧电池与动力蓄电池的收集、贮存、处置等业务。公司在射洪市重点开展“5 万吨/年锂电正极材料项目”、“5 万吨/年锂电正极材料项目”以及“10 万吨/年退役动力电池回收利用项目”。公司目前已建成 1 万吨/年正极材料生产线，正加快推进正极材料二期、前驱体项目一期、电池回收项目一期的建设，计划在十四五期间形成锂电池“前驱体-正极材料-电池回收”的闭环生产链。2021 年国内正极材料产量为 39.81 万吨，若以此为计算依据，新锂想“5 万吨/年正极材料项目”达产后可占据国内 11.2% 的市场份额。

5.3 积极参投矿产项目，持续赋能新能源产业

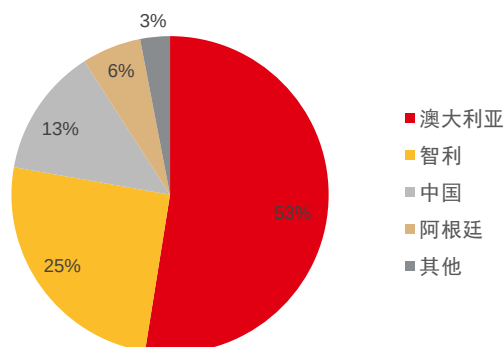
公司借助川能动力参投李家沟锂辉石矿，为新能源电池材料提供保障。2022 年上半年，公司以 1.48 亿元的价格受让川能动力公司所持能投锂业公司 5% 的股权。能投锂业是国有控股大型锂资源开发平台公司，拥有四川省阿坝州李家沟锂辉石矿开采权。李家沟锂辉矿区保有矿石量 3881.2 万吨，Li₂O 保有量 50.22 万吨，折合 126 万吨 LCE。矿区 I 号主矿体是目前探明并取得采矿权证的亚洲最大单体锂辉石矿。李家沟锂辉石矿规划日处理 4200 吨原矿，年处理原矿 105 万吨，年生产精矿约 18 万吨，是目前国内进入实质性建设的最大锂辉石矿山。当前全球锂辉石产能集中于西澳，中国锂矿进口依赖度较高，公司参股李家沟锂辉石矿项目，能够为新能源产业提供丰富的原料支持。

图表45：金川县李家沟锂辉石矿现场



资料来源：金川县人民政府，中邮证券研究所

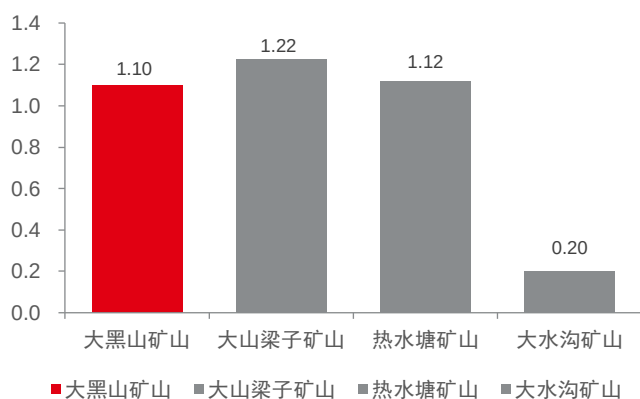
图表46：2021 年全球锂矿产量分布



资料来源：USGS，中邮证券研究所

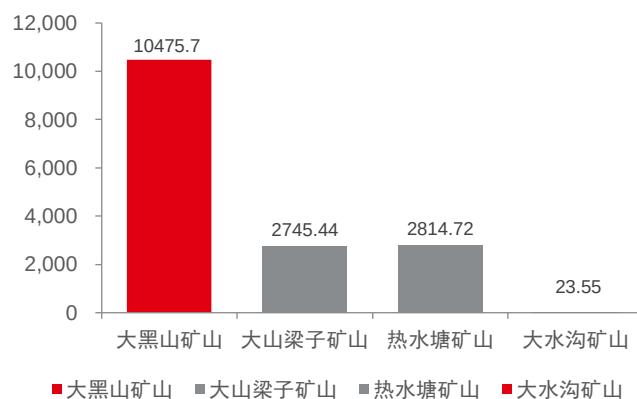
公司收购金川股份磷矿，奠定磷酸铁锂电池产业基础。公司通过破产重组重整以现金 4.3 亿元收购会东金川公司 100% 股权，并出资 6.1 亿元用于金川公司矿山建设、复产复工和基础设施投资，共投入 10.4 亿元锁定磷矿资源，完善新能源产业链。金川公司拥有 4x3000kV·A 热法黄磷生产装置，黄磷产能超过 6 万吨/年，计划于 2022 年底复工复产；在矿山资源方面，金川公司拥有大黑山、大山梁子、大桥磷矿区大水沟 4 座磷矿山采矿权，其中大黑山矿权证延续工作已于 2022 年 4 月 22 日审批通过，有效期为 20 年，其余矿山因开采面积及储量小基本上难以通过采矿权延续的审批手续。大黑山矿山开发面积 1.10 平方公里，磷矿资源 1.04 亿吨，储量充沛，为公司发展磷酸铁锂电池提供资源支持。

图表47：金川公司下属矿山开发面积（k m²）



资料来源：《四川会东县磷矿资源开发利用与磷化工发展战略》，中邮证券研究所

图表48：金川公司下属矿山资源储备量（万 t）



资料来源：《四川会东县磷矿资源开发利用与磷化工发展战略》，中邮证券研究所

公司通过参投蜀能矿产，开发马边磷矿资源。公司与川能动力、比亚迪及马边彝族自治县禾丰国有资产有限公司共同成立蜀能矿产公司，综合开发马边县老河坝矿区三号矿块磷矿资源及磷酸铁锂项目，其中四川路桥出资 6.7 亿元，占比 67%。目前三号矿块共探明磷矿石资源储量 3721.9 万吨，蜀能矿产正积极推进三号矿块的探转采工作，同时蜀能矿产“5 万吨/年磷酸铁锂新材料项目”已完成备案。

其他矿业资源方面，公司控股子公司鑫展望下属的南江霞石新材料项目已开工建设；海外厄立特里亚阿斯马拉铜多金属矿完成了银团组建，并签订了 EPC 合同，正式启动矿场建设工作。

6 盈利预测与投资建议

6.1 收入预测

我们预计公司 2022-2024 年营业总收入分别为 1025.32/1268.43/1423.34 亿元，YOY+20.56%/+23.71%/+12.21%：

- 1) 工程施工：预计 2022-2024 年营业收入分别为 850/1070/1200 亿元，YOY+22.36%/+25.88%/+12.15%。
 - ① 已签订单：截至 2021 年，公司有未开工订单 275 亿元，已开工订单 938 亿元，由于公司工程周期一般为五年左右，若将未开工订单收入分五年释放，已开工订单收入分四年释放，预计 2022-2024 年公司获得已签订单收入为 290/290/290 亿元。
 - ② 新签订单：根据四川“十四五”交通规划，2021-2025 年四川将对水路公路投资 7000 亿元，对铁路投资 2000 亿元。若水路投资总额为 1000 亿元，“十四五”期间公路铁路合计总投约为 8000 亿元。由于蜀道集团完成重组后占据川内公路铁路 80% 左右的市场空间，若 2021-2024 年政府分别投入 1000/1000/1500/1800 亿元，则 22-24 年蜀道集团可分别获取 800/1200/1400 亿元的新签订单。借助集团内部协同优势，若公司分别承接其中的 70%/65%/65%，则 2022-2024 年可获得新签订单收入约为 560/780/910 亿元。
- 2) 水力发电：公司持有巴郎口/华山沟/风滩/双滩 4 座水电站，水力发电收入稳定，预计 2022-2024 年营业收入为 1.90/1.94/1.97 亿元，YOY+2%/+2%/+2%。
- 3) PPP 及 BOT 运营：公司持有成德绵/成自泸/内威荣/自隆/江习古五条高速公路，高速公路运营业务有望随着后续疫情逐步放开而稳步提高，预计 2022-2024 年营业收入为 25.67/28.24/31.06 亿元，YOY+10%/+10%/+10%。
- 4) 贸易销售：公司物流贸易业务主要销售工程施工所使用建筑材料，该项业务将随着川内交通基建需求的释放而稳步增长，预计 2022-2024 年营业收入为 132.75/150.26/168.31 亿元，YOY+12%/+13%/+12%。
- 5) 土地整理及其他：土地整理业务由于基数较小，增速或将略快于工程施工主业。其他业务中包括新能源业务，其中正极材料作为公司大力扶植的第二主业，虽然具备明确增长空间，但短期内无法达产，磷酸铁锂材料亦受限于磷矿开采进度，近年前景尚不明确，因此保守预计 2022-2024 年营业收入为 15.00/18.00/22.00 亿元，YOY+28%/+20%/+22%。

6.2 利润预测

预计公司 2022-2024 年毛利率为 16.8%/16.9%/17.0%，考虑公司各项业务经营稳健，毛利率整体保持平稳：

- 1) 工程施工：考虑公司主营业务利润挖潜空间较小，毛利率保持稳定，预计 2022-2024 年毛利率为 17.0%/17.0%/17.0%。
- 2) 水力发电：由于公司在手水电站年均发电量较为稳定，预计 2022-2024 年毛利率为 37.0%/37.0%/37.0%。
- 3) PPP 及 BOT 运营：运营业务成本较低，将继续保持高毛利水平，预计 2022-2024 年毛利率为 64%/64%/64%。
- 4) 贸易销售：业务模式导致盈利空间较小，毛利率将继续保持低位，预计 2022-2024 年毛利率为 0.5%/0.5%/0.5%。
- 5) 土地整理及其他：新能源材料业务目前规划明确，预计 2022-2024 年毛利率为 19.5%/19.5%/19.5%。

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 71.57/80.93/91.15 亿元，YOY 为+28.22%/+13.07%/+12.64%。

图表49：盈利预测与公司估值

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
工程施工收入	486.28	694.69	850.00	1070.00	1200.00
YOY	25.47%	42.86%	22.36%	25.88%	12.15%
水力发电收入	1.83	1.86	1.90	1.94	1.97
YOY	-6.57%	1.65%	2.00%	2.00%	2.00%
PPP&BOT 运营收入	17.70	23.34	25.67	28.24	31.06
YOY	-4.06%	31.80%	10.00%	10.00%	10.00%
贸易销售收入	6.03	11.72	15.00	18.00	22.00
YOY	170.50%	94.36%	28.00%	20.00%	22.00%
土地整理及其他收入	98.85	118.87	132.75	150.26	168.31
YOY	-14.65%	20.25%	12.00%	13.00%	12.00%
公司营业收入	610.70	850.49	1025.32	1268.43	1423.34
YOY	15.83%	39.26%	20.56%	23.71%	12.21%
毛利率	14.80%	16.14%	16.80%	16.90%	17.00%
归母净利润	30.25	55.82	71.57	80.93	91.15
YOY	77.73%	84.53%	28.22%	13.07%	12.64%
EPS（元）	0.63	1.16	1.49	1.68	1.89

资料来源：公司数据，中邮证券研究所

6.3 投资建议

我们采用相对估值法对公司进行估值，选取主营业务为工程建设的山东路桥/上海建工/隧道股份/安徽建工/浦东建设作为可比公司。截至 2022 年 11 月 23 日，根据 iFinD 一致预期，2022E-2024E 可比公司平均 PE 分别为 8.9X/6.3X/5.1X，公司 2022E-2024E 之 PE 分别为 7.7X/6.8X/6.1X，与可比公司基本持平。我们看好公司在“十四五”政策支持下工程施工主业、PPP 及 BOT 运营业务将迎来发展机遇，且新能源业务作为第二主业未来具备较强成长性，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表50：可比公司估值

股票代码	公司	收盘价（元）	市值（亿元）	EPS				PE			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000498.SZ	山东路桥	7.26	113.30	1.37	1.63	2.02	2.51	4.51	4.30	3.48	2.80
600170.SH	上海建工	2.74	244.00	0.42	0.18	0.34	0.46	8.51	15.29	8.1	5.99
600820.SH	隧道股份	5.51	173.20	0.76	0.87	0.91	1.04	7.07	6.10	5.83	5.14
600502.SH	安徽建工	5.29	90.80	0.64	0.72	0.90	1.09	6.52	7.23	5.79	4.77
600284.SH	浦东建设	7.05	68.40	0.55	0.58	0.85	1.05	11.47	11.78	8.05	6.57
	平均							7.62	8.94	6.25	5.05
600039.SH	四川路桥	11.49	553.10	1.16	1.49	1.68	1.89	9.91	7.73	6.83	6.07

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：山东路桥/上海建工/隧道股份/安徽建工/浦东建设 22-24 年 EPS 均来自 iFinD 一致预测，四川路桥 22-24 年 EPS 为中邮证券研究所预测，股价时间为 2022-11-23

7 风险提示

川内交通基建投资景气度不足预期：若四川政府对交通基建投资力度放缓，则将导致公司未来新签订单数量不达预期，减少公司工程施工业务营收；

上游原材料价格出现波动：基建原材料如钢筋、混凝土等出现价格大幅上扬，导致公司营业成本抬升，可能会导致公司工程施工业务利润收窄；

矿产资源开发不达预期：公司所参股矿产资源仍处于在建或复工中，如果工程进度不达预期，则影响新能源业务发展。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	85,048.51	102,531.70	126,843.19	142,334.42	营业收入	31.73%	20.56%	23.71%	12.21%
营业成本	71,318.21	85,308.21	105,407.11	118,142.36	营业利润	84.11%	28.28%	12.91%	12.61%
税金及附加	422.86	509.79	630.66	707.69	归属于母公司净利润	85.43%	28.22%	13.07%	12.64%
销售费用	21.58	26.02	32.19	36.12	获利能力				
管理费用	1,109.47	1,312.41	1,598.22	1,836.11	毛利率	16.14%	16.80%	16.90%	17.00%
研发费用	2,855.37	3,281.01	4,178.60	4,831.40	净利率	6.56%	6.98%	6.38%	6.40%
财务费用	2,381.78	3,200.00	5,000.00	5,520.00	ROE	20.56%	22.33%	20.16%	18.51%
资产减值损失	-91.48	-3.00	-2.72	-2.86	ROIC	9.27%	12.35%	14.37%	15.07%
营业利润	6,781.04	8,698.71	9,821.63	11,060.61	偿债能力				
营业外收入	107.09	150.00	200.00	240.00	资产负债率	77.72%	76.50%	74.00%	71.22%
营业外支出	40.25	50.00	70.00	90.00	流动比率	1.17	1.15	1.17	1.21
利润总额	6,847.89	8,798.71	9,951.63	11,210.61	营运能力				
所得税	1,153.69	1,496.97	1,693.12	1,907.32	应收账款周转率	5.50	5.04	5.15	4.97
净利润	5,694.20	7,301.74	8,258.51	9,303.30	存货周转率	32.11	30.88	31.64	31.32
归母净利润	5,582.07	7,157.17	8,092.52	9,115.37	总资产周转率	0.67	0.71	0.79	0.81
每股收益(元)	1.16	1.49	1.68	1.89	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.16	1.49	1.68	1.89
货币资金	12,291.62	13,172.36	12,270.19	15,840.56	每股净资产	5.64	6.66	8.34	10.23
交易性金融资产	27.66	27.66	27.66	27.66	估值比率				
应收票据及应收账款	18,773.55	22,531.90	27,597.58	30,558.80	PE	9.91	7.73	6.83	6.07
预付款项	1,576.61	2,040.18	2,425.52	2,771.99	PB	2.04	1.73	1.38	1.12
存货	3,294.70	3,345.12	4,671.64	4,418.74	现金流量表				
流动资产合计	72,655.68	85,415.77	101,322.57	116,171.22	净利润	5,694.20	7,301.74	8,258.51	9,303.30
固定资产	2,954.21	3,228.85	3,616.14	3,913.45	折旧和摊销	1,083.65	994.89	1,182.01	1,380.73
在建工程	700.79	916.80	896.24	993.97	营运资本变动	-10,444.71	245.12	-5,003.94	-1,799.01
无形资产	29,948.37	30,683.62	31,227.37	31,608.24	其他	2,643.69	3,377.57	5,133.56	5,683.99
非流动资产合计	64,382.79	65,946.44	67,278.19	68,437.10	经营活动现金流净额	-1,023.17	11,919.32	9,570.14	14,569.01
资产总计	137,038.47	151,362.21	168,600.76	184,608.32	资本开支	-2,557.59	-2,202.84	-2,041.83	-2,088.07
短期借款	1,890.22	1,690.22	1,490.22	1,290.22	其他	-1,095.24	-176.67	-230.49	-190.57
应付票据及应付账款	36,619.19	44,450.20	54,666.78	61,609.81	投资活动现金流净额	-3,652.84	-2,379.51	-2,272.32	-2,278.64
其他流动负债	23,783.56	28,433.61	30,397.07	33,358.30	股权融资	543.23	-0.75	0.00	0.00
流动负债合计	62,292.97	74,574.03	86,554.07	96,258.33	债务融资	6,603.37	-3,000.00	-3,000.00	-3,000.00
其他	298.40	298.40	298.40	298.40	其他	-4,433.58	-5,658.32	-5,200.00	-5,720.00
非流动负债合计	44,213.19	41,213.19	38,213.19	35,213.19	筹资活动现金流净额	2,713.03	-8,659.07	-8,200.00	-8,720.00
负债合计	106,506.16	115,787.22	124,767.26	131,471.52	现金及现金等价物净增	-1,970.07	880.74	-902.18	3,570.37
股本	4,775.43	4,774.97	4,774.97	4,774.97					
资本公积金	6,290.48	6,290.18	6,290.18	6,290.18					
未分配利润	14,619.06	18,444.33	25,322.96	33,071.03					
少数股东权益	3,382.92	3,527.50	3,693.49	3,881.42					
其他	1,464.43	2,538.01	3,751.88	5,119.19					
所有者权益合计	30,532.32	35,574.99	43,833.50	53,136.79					
负债和所有者权益总	137,038.47	151,362.21	168,600.76	184,608.32					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。