

中信证券研究部



**罗鼎**  
首席建筑分析师  
S1010516030001



**杨畅**  
建筑分析师  
S1010520050002

### 核心观点

**四川省交通基建龙头，控股股东铁投集团通过定增、联合投资基建项目等方式长期给予多方面支持；控股股东铁投与交投合并后，预计资产质量会提升，将进一步赋能。公司作为区域基建龙头，料将受益于“成渝”城市群发展将带来的基建需求，中期内有较高的基建主营业务增长空间。公司在锂电池和智慧交通的投资也会带来增量机会。我们预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 1.01/1.51/2.12 元，现价分别对应 6.4x/4.3x/3.1x 倍 PE。参考可比公司估值水平，我们给予公司 2022 年 10 倍 PE，对应目标价 10.10 元，首次覆盖，给予“买入”评级。**

**■ 省级路桥施工行业翘楚，盈利能力稳健。**四川路桥是公路施工建设资质水平最高的地方建筑国企，同时拥有铁路施工经验，过去承担四川省内 30% 基建工程量。大股东四川铁投集团隶属国资委，公司作为集团旗下唯一上市主体，在中西部地区具备区域性拿单优势。过去三年公司利润增速 CAGR41.7%，且在 2020 年杠杆水平降至 78% 之历史低位。1Q21 公司营业收入同比+145%，净利润同比+326%，实现疫情后良好复苏。

**■ 大股东长期给予四川路桥多种渠道支持，重组后，支持能力进一步增强。**大股东四川铁投长期对公司给予支持：1）联合四川路桥投资重大工程，四川路桥在该类订单中或有较好的现金流和利润率；2）参与四川路桥 2020 年实施的定增，使其负债率降至 78% 并补充流动资金，同时通过多种手段实现施工利润留在上市公司，集团承担部分负债；3）铁投与交投新设重组形成蜀道集团后，交投优质资产注入或将拉低母公司负债率，更好给予上市公司支持；此外交投在四川公路业务渗透率超过 60%，预计将为四川路桥带来公路业务空间份额的增长和盈利质量的提升。

**■ 成渝城市群规划带动中西部固投加速，四川“十四五”交通基建投资仍将领先全国，为公司提供业绩空间。**成渝城市群在过去五年中逐渐上升至国家战略规划。成渝城市群近三年的经济增速和主要城市人口增速均与长三角城市群持平或略高，支撑长期基建需求。区域基建的财政资金充沛，2020 年，四川省获得转移支付总计 4,848 亿元，位列所有省市首位；四川省亦在疫情影响下，在 2020 年实现税收收入正增长。“十四五”期间，核心省份四川省计划实现综合交通总投资 1.7 万亿元，较“十三五”完成额同比增长 70%。区域基建投资稳增长为公司订单持续增长提供良好支持。

**■ 公路铁路主业保证稳增长，未来五年预计年收入为 2020 年 1.6 倍。**四川铁投投资的高速公路项目施工业务主要由四川路桥承接，考虑四川铁投和交投即将合并，合并后省内高速公路项目承接率或将接近 90%。我们测算，“十四五”期间蜀道集团或将新增高速公路投资 4700 亿元，按照建安施工业务占总投资 80% 的比例估算，预计公司“十四五”期间可获得高速公路施工订单总量 3760 亿元；铁路项目亦有望取得突破，基于公司与母公司铁投集团关系以及公司即将收购铁投下属的川铁建公司，预计公司“十四五”期间新增 1600 亿元铁路订单。预计未来 5 年公司高速公路和铁路订单将合计新增 5360 亿元，考虑潜在城轨和市政公路订单需求，可以支撑未来五年基建收入实现超过 CAGR35% 的增长。

**■ 多元发展，拓展收入来源。**公司 BOT 资产主要包括 5 条收费高速公路与桥梁，2020 年受疫情影响收入下滑，2021 年收入有望同比大幅回升。公司的锂电池三元正极项目一期已经投产，年产 1 万吨正极材料，占全国正极材料产能的 4.1%，2 万吨前驱体项目即将投产，成为锂电池行业富有竞争力的玩家。同时，公司持续拓展智慧高速等领域保持技术优势，清洁能源板块料亦将贡献稳定的现金流。

**■ 风险因素：**1. 固投增长不及预期；2. 中标项目推进低于预期；3. 区域财政状况恶

四川路桥	600039
<b>评级</b>	<b>买入（首次）</b>
当前价	6.48 元
目标价	10.10 元
总股本	4,775 百万股
流通股本	3,611 百万股
总市值	309 亿元
近三月日均成交额	215 百万元
52 周最高/最低价	7.67/4.11 元
近 1 月绝对涨幅	2.96%
近 6 月绝对涨幅	40.79%
近 12 月绝对涨幅	54.68%

化；4.疫情反复扰动；5.母公司合并重组进展不及预期。

■ **投资建议：**考虑四川省“十四五”规划综合交通领域投资增长 70%、母公司合并后将提供更有利支持的预期以及公司在锂电池、智慧道路等方向的多元拓展，我们预计公司 2021/2022/2023 年 EPS 分别为 1.01/1.51/2.12 元，现价分别对应 2021/2022/2023 年 6.4x/4.3x/3.1x PE。参考可比公司估值水平，我们给予公司 2022 年 10 倍 PE，对应目标价 10.10 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	52,725	61,070	79,592	115,400	157,870
营业收入增长率 YoY	31.8%	15.8%	30.3%	45.0%	36.8%
净利润(百万元)	1,702	3,025	4,800	7,206	10,125
净利润增长率 YoY	45.2%	77.8%	58.7%	50.1%	40.5%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.36	0.63	1.01	1.51	2.12
毛利率	11.0%	14.8%	15.1%	15.2%	15.4%
净资产收益率 ROE	10.9%	13.4%	18.3%	22.9%	26.1%
每股净资产 (元)	3.27	4.74	5.49	6.60	8.13
PE	18.0	10.3	6.4	4.3	3.1
PB	2.0	1.4	1.2	1.0	0.8
PS	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
EV/EBITDA	15.5	11.1	8.8	6.2	4.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 7 月 13 日收盘价

## 目录

四川基建龙头，业绩稳健增长.....	1
公司股权结构清晰，大股东集团重组后拥有更强的做大上市公司的动力.....	1
业绩稳健增长，新签订单高增为未来业绩提供保障 .....	3
以施工业务为主多元发展，川内川外同时布局.....	4
成渝经济区基建力度增加，交通基础设施仍有机遇 .....	6
成渝城市群地位抬升，政策支持力度持续.....	6
“十四五”川渝基建继续发力，公司将从中占据较高份额 .....	10
收购川铁建等三家公司，增强基建订单获取能力.....	18
大股东合并重组，强强联合，更有动力提升公司业绩 .....	19
控股股东铁投集团实力雄厚，且持续给予支持.....	19
合并成立蜀道集团后，母公司的支持能力进一步提升.....	23
实施股权激励，管理层动力将更加充足 .....	24
多元布局，带来新动力.....	25
清洁能源：贡献稳定现金流.....	25
锂电新能源：发力正极和前驱体细分领域 .....	26
高速运营：疫情后收入回升，预计贡献超过 16 亿收入 .....	27
智慧交通：尚处于探索阶段但或将提升基建项目每公里收入.....	28
盈利预测： .....	31
关键假设.....	31
风险因素： .....	33
估值及投资评级： .....	33

## 插图目录

图 1：公司发展历程 .....	1
图 2：公司 2016-2020 营业收入与同比增速 .....	3
图 3：公司 2016-2020 归母净利润与同比增速 .....	3
图 4：2018-2021Q1 营业收入对比 .....	3
图 5：2018-2021Q1 净利润对比 .....	3
图 6：公司历年净利润率和施工业务毛利率变动情况 .....	5
图 7：2020 年公司工程施工业务毛利率同业比较 .....	5
图 8：公司历年经营性现金流净额变动情况 .....	6
图 9：公司历年资产负债率，ROE，ROA 变动情况 .....	6
图 10：成渝城市群区位图 .....	6
图 11：成渝城市群空间拓展格局示意图 .....	9
图 12：成渝城市群五大定位 .....	9
图 13：2016-2020 年全国主要省份累计交通固定资产投资额（红色为公司主要业务覆盖区域） .....	10
图 14：川渝地区铁路里程在过去 7 年稳定增长 .....	10
图 15：川渝地区公路里程在过去 7 年稳定增长 .....	10
图 16：重庆城镇固定资产投资完成额：交通运输、仓储、邮政情况 .....	11
图 17：四川城镇固定资产投资完成额：交通运输、仓储、邮政情况 .....	11
图 18：部分省市“十四五”交固投计划金额 .....	11
图 19：成渝城市群和长三角城市群 GDP 总量和增速对比 .....	12
图 20：成渝主要人口和长三角主要人口对比 .....	12
图 21：2020 年四川省转移支付执行金额为全国最高（颜色越深表示收到转移支付金额越多） .....	13
图 22：四川省 2015-2020 年转移支付执行数额 .....	13
图 23：重庆市 2015-2020 年转移支付执行数额 .....	13
图 24：2020 年全国各省市税收情况 .....	14
图 25：四川省高速和航运规划 .....	16
图 26：四川省铁路交通“十四五”期间规划 .....	17
图 27：收购的三家标的公司的规模实力 .....	19
图 28：四川路桥通过此次并购的拓展 .....	19
图 29：铁投集团的收入中，基建施工收入增速不断增快 .....	20
图 30：铁投集团资产规模 .....	20
图 31：四川铁投年度债券平均加权利率 .....	20
图 32：四川铁投债券发行规模 .....	20
图 33：四川路桥 2020 年向铁投集团定向增发资金用途 .....	21
图 34：四川路桥资产负债率，在获得定增补充流动资金后已经下降 .....	21
图 35：四川铁投的基建收入绝大部分来自四川路桥 .....	21
图 36：控股股东四川铁投和四川路桥归母净利润对比 .....	22
图 37：四川铁投资产融资性现金流和取得借款收到的现金流稳定 .....	22
图 38：四川铁投集团对四川路桥的持股比例 .....	22
图 39：四川交投总资产 .....	23
图 40：四川交投的收入和施工收入情况 .....	23

图 41：四川交投和铁投资产负债率对比，四川交投负债率更低 .....	24
图 42：四川交投债券市场融资额度 .....	24
图 43：四川路桥在水电方向的布局 .....	25
图 44：双江口水电站 .....	26
图 45：汉源县清溪风电场 .....	26
图 46：四川路桥水电发电收入 .....	26
图 47：公司锂电一期项目投产后三元正极材料预计产能全国占比 .....	27
图 48：公司锂电一期项目投产后正极材料前驱体预计产能全国占比 .....	27
图 49：智慧高速的构建体系 .....	29
图 50：智慧高速理论上可以对现有高速提供的改进 .....	30
图 51：四川路桥 2021-2023 年收入增速预测，利润增速高于之前阶段 .....	33
图 52：四川路桥过去 5 年的估值波动情况，平均估值在 9.1x 附近 .....	34

## 表格目录

表 1：成渝城市群建设相关的中央，地方相关政策 .....	7
表 2：四川省 2020-2022 年高速公路建设目标 .....	14
表 3：四川省“十四五”主要在建高速公路 .....	14
表 4：四川省计划“十四五”高速扩容项目 .....	15
表 5：2020-2022 年铁路交通建设目标 .....	17
表 6：四川省“十四五”铁路交通项目 .....	17
表 7：四川省“十四五”城际铁路重大项目 .....	18
表 8：成都市十四五期间城市轨道交通重大项目 .....	18
表 9：川铁建曾参建多条四川省内铁路 .....	18
表 10：四川铁投和四川路桥的联合体投资基建项目概览 .....	21
表 11：四川交投和四川路桥的关联投资基建项目 .....	24
表 12：股权激励的行权条件 .....	24
表 13：四川路桥在建运营水电站情况 .....	26
表 14：公司的运营高速收入利润情况 .....	28
表 15：国外的智慧交通在蓬勃发展 .....	29
表 16：国内智慧交通相关支持政策 .....	30
表 17：公司盈利预测 .....	32
表 18：四川路桥和可比公司水平 .....	34



## ■ 四川基建龙头，业绩稳健增长

### 公司股权结构清晰，大股东集团重组后拥有更强的做大上市公司的动力

公司创立于 1999 年，由四川公路桥梁建设集团公司创立，为四川省铁路产业投资集团下属核心子公司，是一家具有国家公路工程施工总承包一级资质的路桥类上市公司。公司于 2003 年在上交所挂牌交易。2009 年，公司作为下属核心子公司参与组建四川铁投集团，并于 2012 年和路桥集团通过重大资产重组实现整体上市。四川路桥作为四川省路桥施工基建龙头，主要从事公路、铁路、桥梁、隧道、房建等“大土木”类交通基础设施基建领域的设计、投资、和运营，同时公司拓展清洁能源、矿藏资源、新能源动力电池等多元产业。公司在国内市场聚焦四川，同时也遍及国内绝大多数省份，在海外有非洲、中东、东南亚、欧洲、大洋洲等 20 余个海外国家和地区的项目经验，是西部领先、国内一流的省级路桥建设领域综合性的企业集团。

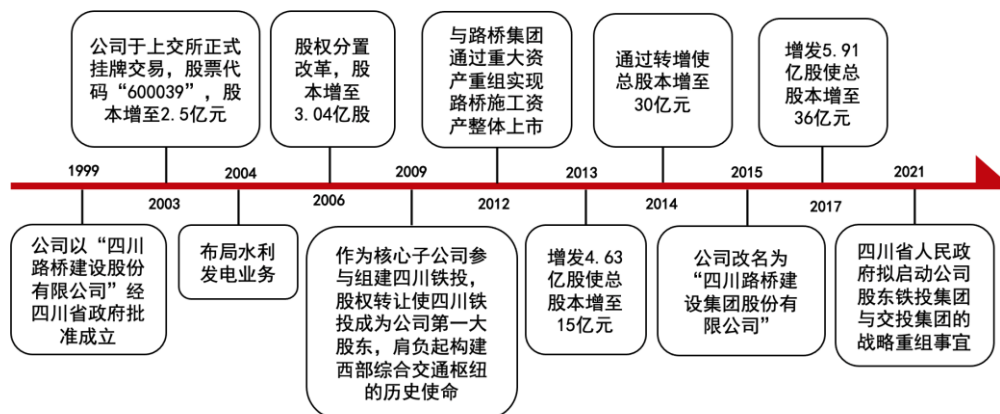
**技术优势：**公司在高速公路路面铺筑、深水大跨径桥梁施工等领域拥有核心技术，在高速公路、特大型桥梁及隧道等领域竞争优势较强；

**资质优势：**公司拥有四川省唯一的公路工程施工总承包特级资质（全国仅 28 家）、公路行业甲级设计资质和铁路施工总承包三级资质，可参与 EPC 等涵盖设计业务的项目投标，同时还是我国极少数具有铁路施工业绩的地方建筑国企；

**区位优势：**公司是四川省路桥工程建设骨干企业，承担省内交通基建工程量的 30%，同时在我国湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区的路桥施工领域，公司亦具有较高的市场占有率及认可度，区位优势明显；

**股东优势：**2021 年 3 月公司原大股东四川铁投集团和四川交投集团合并，新设成立“蜀道”集团，在四川省内的控制地位进一步增强，为公司业绩增长形成保障。

图 1：公司发展历程

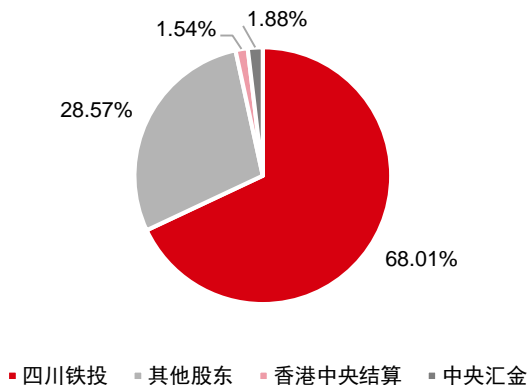


资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

公司股权较为集中，铁投集团控股，股权结构清晰。公司最大股东四川省铁路产业投

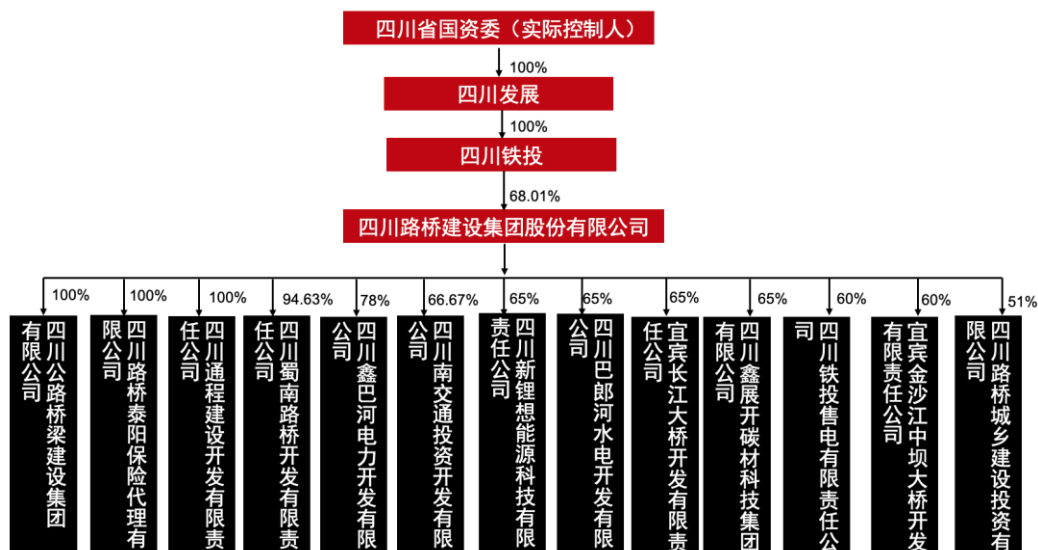
资集团公司持股 67%，为实际控制人背靠四川省国资委。2009 年，公司作为下属核心子公司，以转让自身股份的方式参与组建四川铁投集团，该集团为四川省人民政府出资设立的特大国有投资集团，主要从事铁路、高速公路、新型城镇化等基础设施投资建设运营，现为公司第一大股东。四川铁投集团自 2019 年来在二级市场通过增持、认购、定增等方式持续增持公司股份，截至 2021 年 4 月，四川铁投集团的持股比例自 2019 年的 41.89% 增持至 68.01%，持续增持彰显对公司未来发展的信心。

图 2：2021 年 3 月 31 日公司控股股东铁投集团持股 68.01%



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：截至 2021Q2 公司股权结构图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

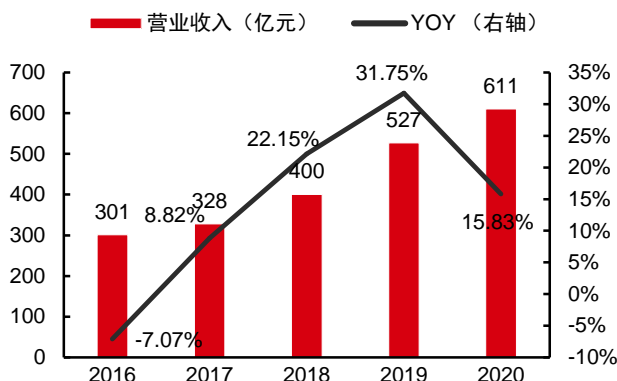
**大股东集团重组，公司预计迎来新发展期。**2021 年 3 月，四川省人民政府拟启动四川铁投与四川交投的战略重组事宜，将铁投集团与交投集团新设合并为蜀道投资集团有限责任公司，合并后的集团总资产合计约 9000 亿元。蜀道集团股东为四川发展有限责任公司，仍持有 100% 股权。预计合并后，蜀道集团在省内基建领域市场占有率将进一步提升，尤其是在四川省内的高速公路市场将占有支配性地位，公司作为蜀道集团核心子公司料将

迎来新的发展期，拥有更强的做大上市公司的动力。

## 业绩稳健增长，新签订单高增为未来业绩提供保障

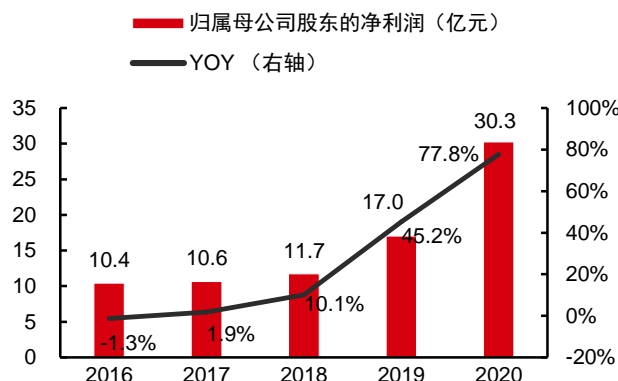
公司近四年营收 CAGR 为 19.3%、净利润 CAGR 为 30.4%。2020 年，公司实现营业收入 610.70 亿元，同比+15.83%，连续三年实现两位数高速增长，2017-2020 营业收入 CAGR 为 19.3%。公司归母净利润 30.25 亿元，同比+77.76%，2016-2020 年 CAGR 为 30.4%。

图 2：公司 2016-2020 营业收入与同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

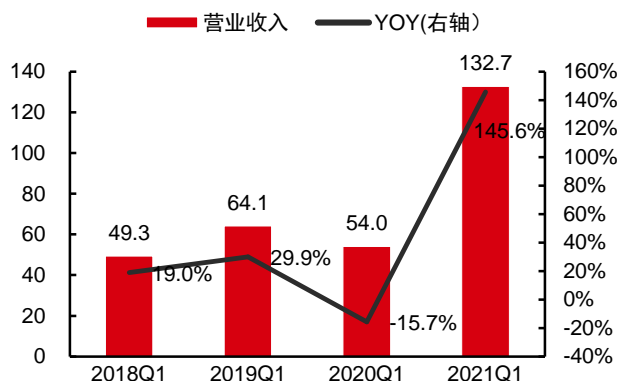
图 3：公司 2016-2020 归母净利润与同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

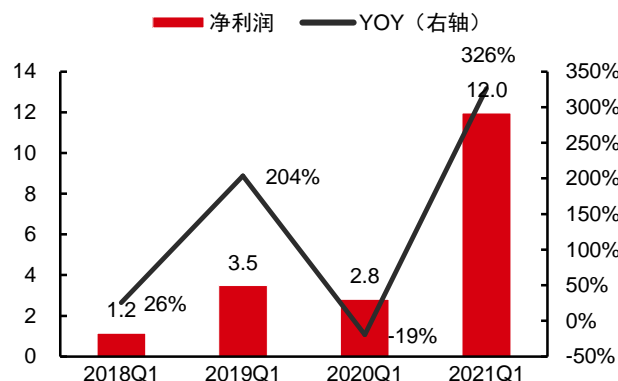
**2021Q1 公司在区域基建需求旺盛的背景下实现较好的复苏。**2021Q1，在区域基建良好的背景下，公司的营收利润实现大规模反弹。21Q1，公司的营业收入同比 2020 年增长 145.6%，同比 2019 年增长 107%；21Q1，公司的归母净利润同比 20Q1 增长 326%，同比 2019 年增长 242%，在四川和重庆的较为旺盛的区域基建需求支持下，实现较好复苏。

图 4：2018-2021Q1 营业收入对比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 5：2018-2021Q1 净利润对比



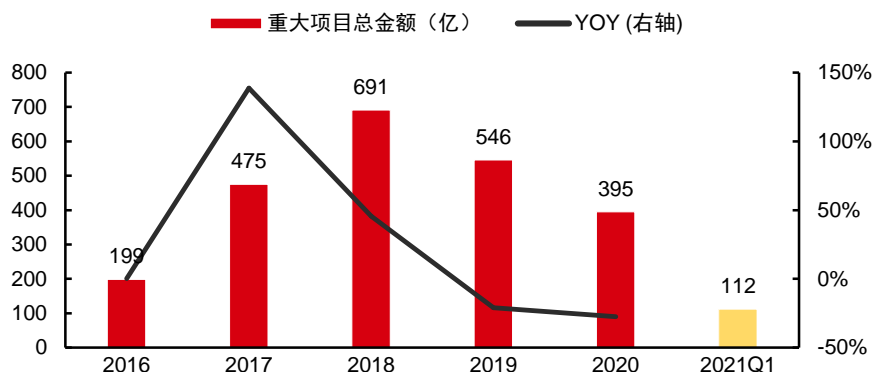
资料来源：公司公告，中信证券研究部

**21Q1 新签订单增长亮眼，为未来业绩提供保障。**2020 年，公司累计新签项目数量 300 个，累计金额 395 亿元，受疫情影响，同比 2019 年累计中标施工项目金额 545 亿元下滑 28%。2020 年底，公司在手未完工合同额 1363 亿元，相对于 2020 年的收入，订单保障倍数为 2.2x，后期订单逐步转化将给公司带来市场竞争力持续增强，推动业绩维持高



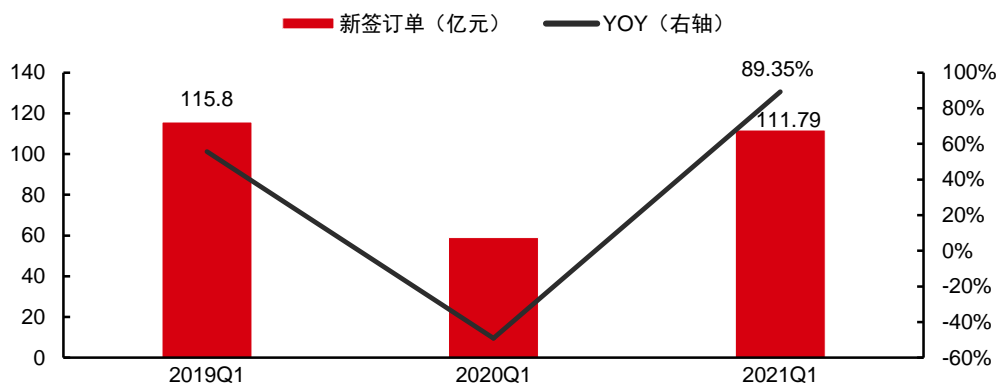
速增长。21Q1 公司新签订单已实现同比高增，公司 1Q21 新签订单总额 111.79 亿元，较 1Q20 同比大增 89.35%，与 19Q1 新签订总额基本持平；据公司财务预算指标披露，公司 2021 年目标新增订单 1000 亿元，较 2020 年同比增幅+153%，未来业绩可期。

图 6：公司历年累计新签项目金额与同比增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：公司一季度新签订单同比增速已经恢复至 2019 年水平

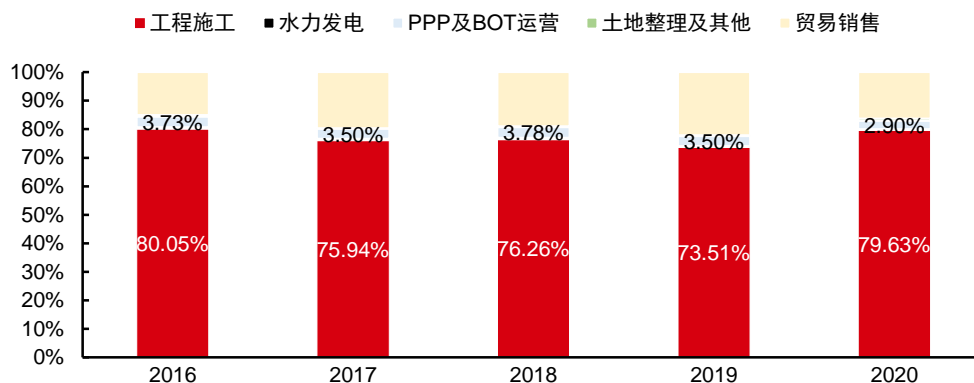


资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 以施工业务为主多元发展，川内川外同时布局

公司主要从事建筑工程施工业务，扩展多元化发展。公司主营业务以施工业务为主，近年来均占总营收的 70% 以上。公司自身在发展公路桥梁工程施工业务的同时，积极推动基建投资和公路投资资本运营业务，包括公路桥梁 BT、BOT、PPP 项目和水力发电项目。公司经过多年的探索发展，形成了除从事公路、铁路等基建领域投资、设计、建设和运营外，同时拓展清洁能源、矿藏资源、新型材料、现代服务、金融证券等多元化产业格局。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 79.63%/16.19%/2.90%。

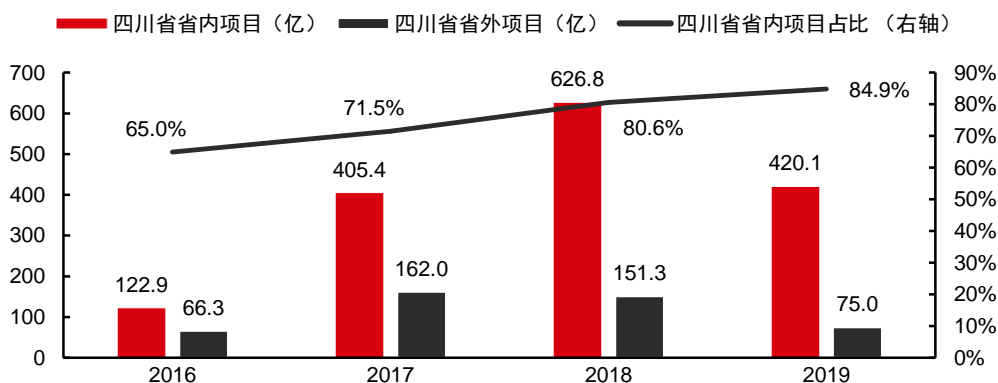
图 8：公司历年主营业务收入结构



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**重大项目集中于川内，并同时在川外战略布局。**公司所披露的重大订单主要集中在四川省内，公司 2019 年省内订单占比大幅提升，总额约 420 亿元，占总订单量约 85%。公司在省外同时布局。2016 年，公司首次在四川省外于湖北省，携手湖北省交投集团、中交二公局、省交通规划设计院等单位以 BOT+EPC 模式投资建设嘉鱼长江公路大桥，桥长 4.7 千米，造价 31.4 亿元，该桥于 2019 年通车运营。同年，四川路桥再度携手湖北交投和湖北路桥以 BOT+EPC 模式投资建设宜都长江大桥，桥长 15.7 千米，投资 37.7 亿元。2019 年，公司在河北省承建延崇高速金家庄特长螺旋隧道，为世界最长公路螺旋隧道。

图 9：公司历年重大订单省内外总额及占比情况

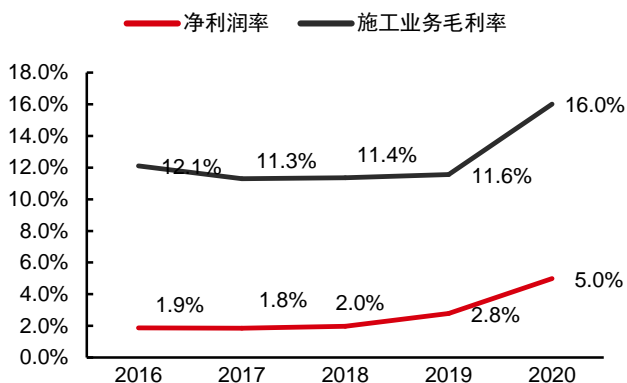


资料来源：公司公告，中信证券研究部

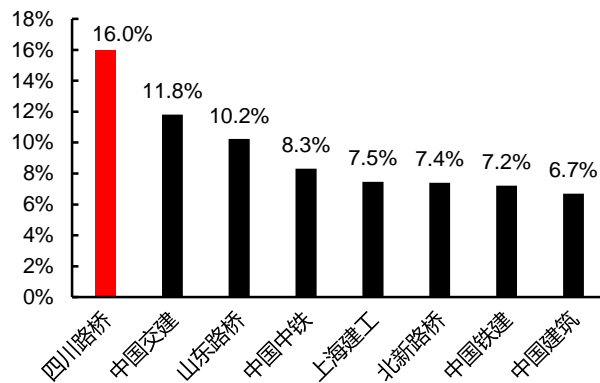
**净利率稳健增长，主营施工业务毛利率呈上升趋势，位居行业龙头。**公司净利率近五年来呈逐年稳健上升趋势，2020 年实现净利率约 5%，较 2019 年的 2.8% 同比大增近一倍；由于承建项目质量优良，2020 年，公司主营业务工程施工毛利率实现 16.0%，高于行业中其他公司，较 2019 年同比增加约 5%，公司核心业务盈利能力优秀。

图 6：公司历年净利润率和施工业务毛利率变动情况

图 7：2020 年公司工程施工业务毛利率同业比较



资料来源：公司公告，中信证券研究部

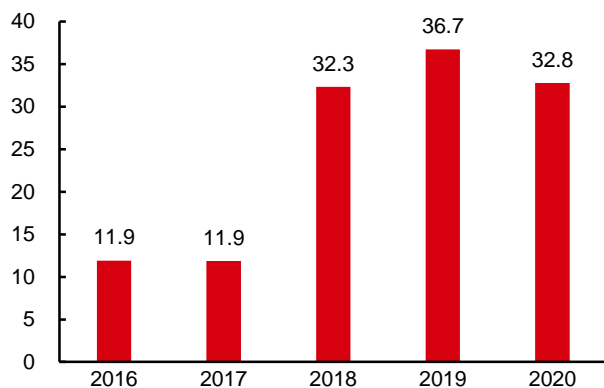


资料来源：公司公告，中信证券研究部

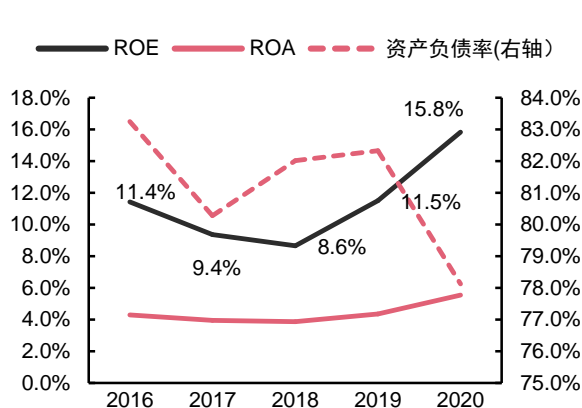
**经营性现金流净额维持稳定，资产负债率有所降低。**公司经营现金流净额自 2018 年后维持较好的稳健态势，过去 3 年的年均经营性现金流净流入额在 32 亿左右，在地方基建企业中，现金流稳定性较高。公司近年来整体资产负债率较高，主要由于参与较多的 BOT 与 PPP 投资项目使得公司资产负债率高于 80%；2020 年，通过向大股东铁投集团进行定向增发，公司杠杆程度有所降低，降至 80%以下至 78.13%。同时，2020 年 ROE 快速上升，盈利能力优秀。

图 8：公司历年经营性现金流净额(亿元)变动情况

图 9：公司历年资产负债率，ROE，ROA 变动情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部



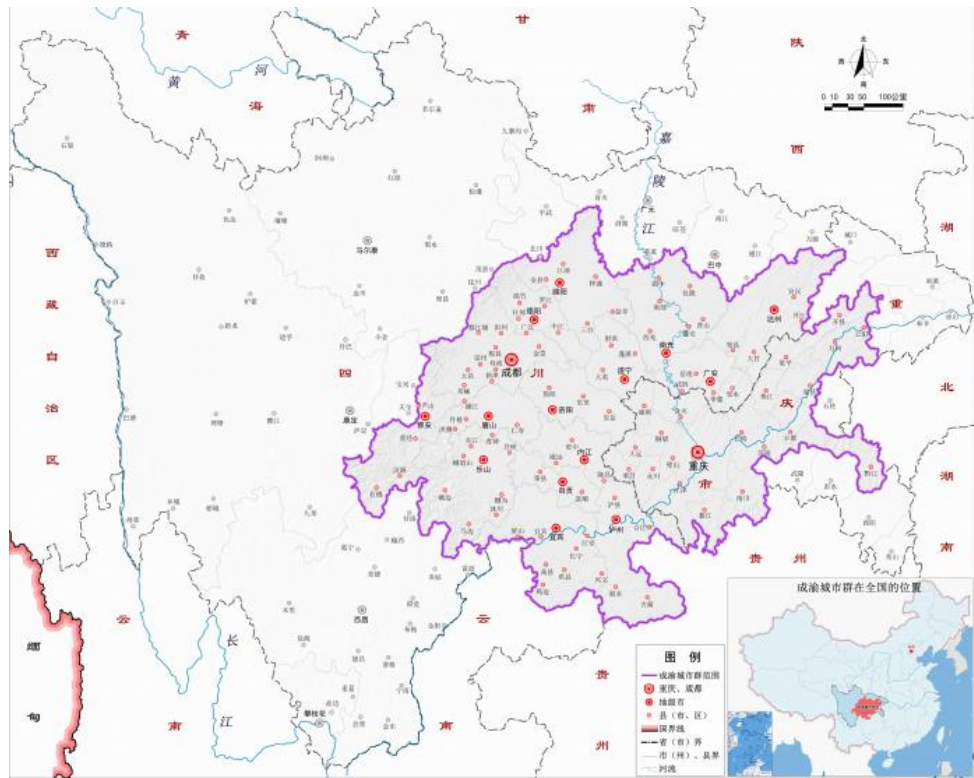
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 成渝经济区基建力度增加，交通基础设施仍有机遇

### 成渝城市群地位抬升，政策支持力度持续

成渝城市群是西部大开发的重要平台，是长江经济带的战略支撑，也是国家推进新型城镇化的重要示范区。成渝城市群包括重庆市的 27 个区（县）以及四川省的 15 个市，总面积达 18.5 万平方公里。2020 年成渝城市群共实现 GDP6.8 万亿元人民币，占全国 GDP 的 6.7%。

图 10：成渝城市群区位图



资料来源：国家发改委，中信证券研究部

**成渝城市群的战略地位持续提升。**国家发改委在 2011 年发布的《成渝经济区区域规划》，指出成渝经济区将建设成西部地区重要的经济中心。随后成渝城市群的政治地位不断上升，在 2021 年的《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》中，明确提出“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”。**成渝城市群从“十三五”的“发展壮大”进入到“优化提升”范畴，地位也提升至与京津冀、长三角、珠三角同一级别的国家级发展战略，成为中国经济第四增长极。**

表 1：成渝城市群建设相关的中央、地方相关政策

发布时间	发布单位	政策名称	具体内容
2011 年	国家发展改革委	《成渝经济区区域规划》	到 2015 年，经济实力显著增强，建成西部地区重要的经济中心。
2014 年	四川省人民政府	《成渝经济区南部城市群发展规划(2014 年-2020 年)》	到 2020 年，基本建成同城化发展的多中心城市群，经济总量占全省和成渝经济区比重进一步提升。
2014 年	四川省人民政府	《成渝经济区成都城市群发展规划(2014 年-2020 年)》	到 2020 年，西部地区核心增长极地位进一步凸显，人均地区生产总值达到 8.5 万元以上。
2016 年	国家发展改革委	《成渝城市群发展规划》	到 2020 年，基本建成经济充满活力、生活品质优良、生态环境优美的国家级城市群。
2018 年	四川省人民政府	《关于实施“一干多支”发展战略推动全省区域协同发展的指导意见》	到 2022 年，区域中心城市和城市群逐步发展壮大，全省经济副中心初步形成，县域经济基础进一步夯实，全省经济实力整体提升。
2019 年	国家发展改革委	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	扎实开展成渝城市群发展规划实施情况跟踪评估，研究提出支持成渝城市群高质量发展的政策举措，培育形成新的重要增长极。
2019 年	四川省与重庆市人民政府	《深化川渝合作推进成渝城市群一体化发展重点工作方案》	以规划编制、生态环境、基础设施、产业合作、开放平台等领域为重点，推动两省市建立健全横向联动、定期会商、运转高效的工作机制，加强两省市协商合作，

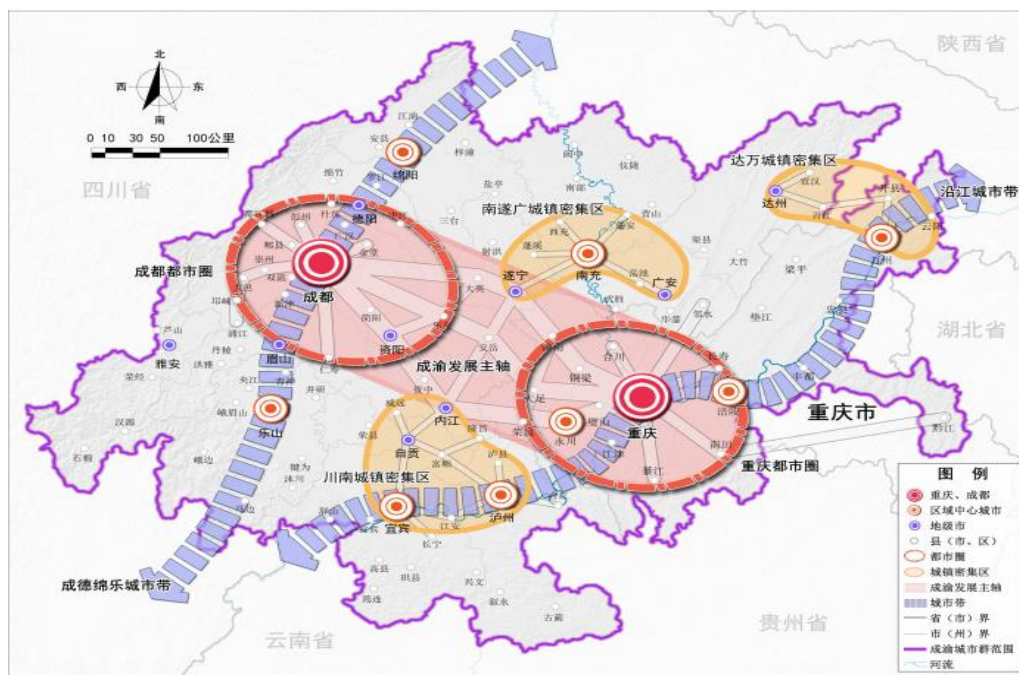
发布时间	发布单位	政策名称	具体内容
		案》	共同推动成渝城市群一体化发展上升为国家战略。
2020年	四川省人民政府	《关于制定四川省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	以成渝地区双城经济圈建设引领“一干多支”建设，打造带动全国高质量发展的重要增长极和新的动力源，增强成都极核和主干功能，促进成都都市圈同城化发展，推动成都东进与重庆西扩相向发展，推进南翼跨越发展与北翼振兴发展。
2020年	重庆市人民政府	《关于制定重庆市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	建设有实力有特色的双城经济圈，推动“一区两群”协调发展，提升主城都市区发展能级和综合竞争力，推动渝东北三峡库区城镇群生态优先绿色发展，推进渝东南武陵山区城镇群文旅融合发展，建立健全区域协调发展新机制。
2020年	重庆市人民政府	《成渝地区双城经济圈交通一体化发展三年行动方案（2020—2022年）》	三年投资4200亿，开工干线6500公里，建设9大基础网络，实施40项百亿工程。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、成都形成“高铁双通道、高速八车道”的复合快速通道，打造“多向辐射、立体互联、一体高效”的4个“1小时交通圈”。
2020年	国家发展改革委	《2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务》	加快推进规划编制实施，促进重庆市、四川省通力协作，加大成渝地区发展统筹力度，发挥中心城市带动作用，加强交通、产业、环保、民生政策对接，共同建设具有全国影响力的科技创新中心，加快培育形成新动力源。
2020年	四川省与重庆市交通局	《成渝地区双城经济圈综合立体交通网规划》	加快成渝地区双城经济圈交通一体化发展，努力建设“1123”交通圈，实现“成德眉资”都市圈1小时通勤、“成渝双核”1小时直达、成渝地区主要城市2小时互通、毗邻省会3小时到达，构建8向出渝出川大通道；建设铁、公、水、空、管道5张交通网；提升机场和港口服务能级支撑打造成都-重庆国际性综合交通枢纽1个战略目标；推动实现基础设施、运输服务、治理体系3个一体化。计划到2025年，川渝间将形成17条以上高速公路大通道，水运四级及以上航道总里程达1700公里，港口集装箱吞吐量力达300万标箱。
2021年	中央人民政府	《2020 政府工作报告》	推动成渝地区双城经济圈建设。促进革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区加快发展。深入推进新型城镇化。发挥中心城市和城市群综合带动作用，培育产业、增加就业。
2021年	中央人民政府	《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》	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，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。
2021年	中央人民政府	《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》	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，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。
2021年	重庆市人民政府	《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	形成优势互补、高质量发展的区域经济布局，共建高标准市场体系，营造一流营商环境，共同打造具有全国影响力的高品质生活宜居地。

资料来源：四川省政府，国家发改委，中信证券研究部

**成渝城市群作为引领西部开发开放的国家级城市群，将构建“一轴两带、双核三区”的空间格局。**围绕国家级城市群的总体定位，提出五大发展定位突破点：现代产业基地、西部创新驱动先导区、内陆开放型经济战略高地、统筹城乡发展示范区和美丽中国的先行区，同时城市群将发挥重庆和成都双核带动功能，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，提高空间利用效率，构建“一轴两带、双核三区”空间发展格局。



图 11：成渝城市群空间拓展格局示意图



资料来源：国家发改委，中信证券研究部

图 12：成渝城市群五大定位



资料来源：国家发改委《成渝城市群发展规划》，中信证券研究部

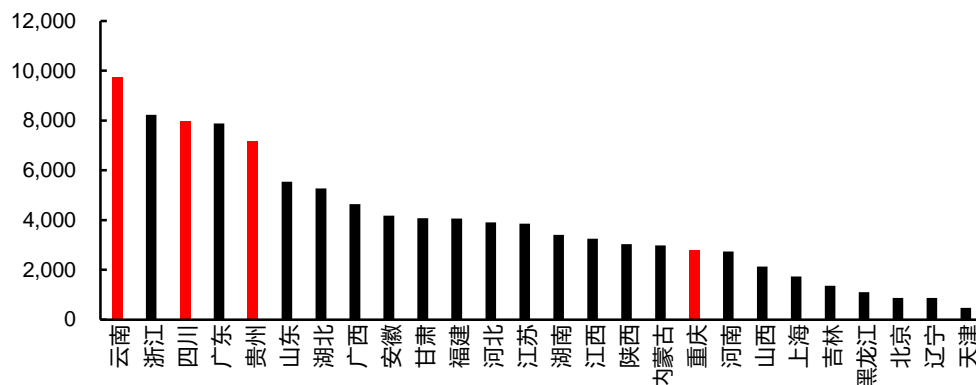
我们认为中期内成渝城市群的支持政策仍将持续，为区域基建提供良好的政策支持。

**“十四五”川渝基建继续发力，公司将从中占据较高份额**

公司的基建业务主要面向川渝地区。川渝地区的基建增长料将为公司未来业绩提供空间。

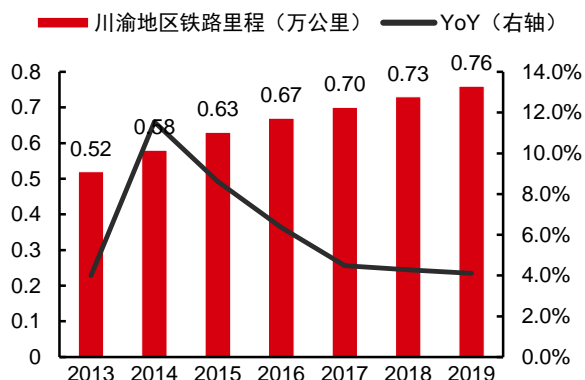
**“十三五”时期川渝交固投体量巨大，“十四五”时期仍将维持稳增。**“十三五”时期，为支持四川和重庆地区经济高速增长，以及改善四川和重庆区域相对闭塞的地理环境，川渝地区交通固定资产投资总额位列全国的前列，四川省在“十三五”时期综合交通建设投资累计约 1 万亿元。四川省和重庆市的交通、运输、仓储方向的固定资产投资增速在“十三五”期间 CAGR 增速分别为 12.8%和 8.2%。在交固投较高速增长的背景下，四川省和重庆市的公路和铁路里程每年保持 7%左右中高速增长。根据各省陆续披露的“十四五”规划，“十四五”期间，四川的综合交通建设投资仍将维持在全国前列，同比“十三五”时期增长 60%。

图 13：2016-2020 年全国主要省份累计交通固定资产投资额（红色为公司主要业务覆盖区域）



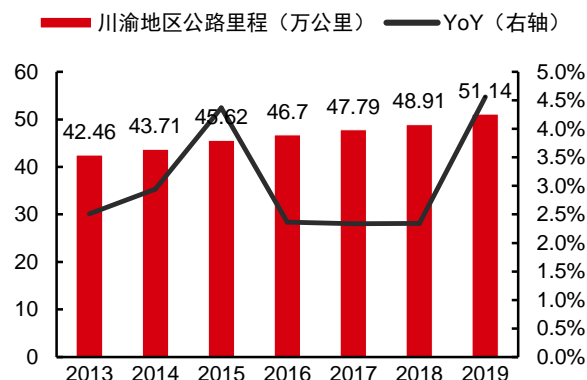
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 14：川渝地区铁路里程在过去 7 年稳定增长



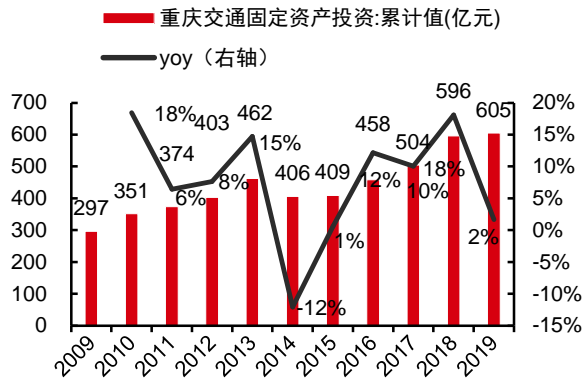
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 15: 川渝地区公路里程在过去 7 年稳定增长



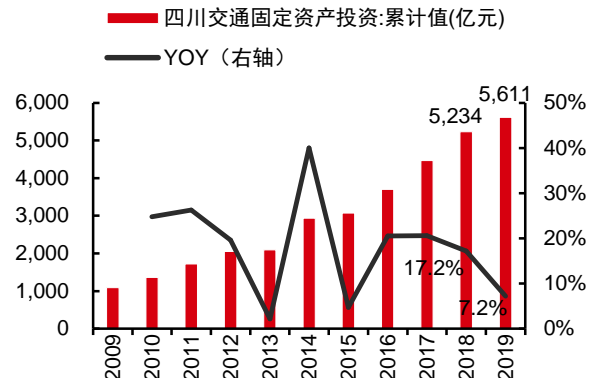
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 16：重庆城镇固定资产投资完成额：交通运输、仓储、邮政情况



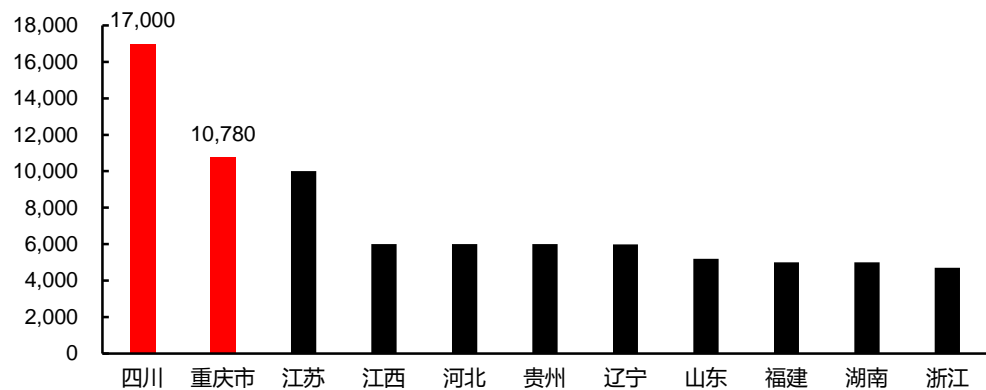
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：四川城镇固定资产投资完成额：交通运输、仓储、邮政情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

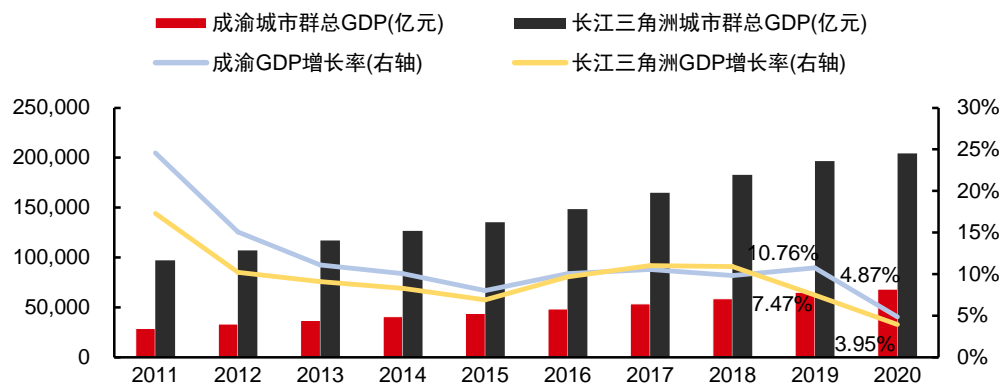
图 18：部分省市“十四五”交固投计划金额（亿元）



资料来源：各省市发改委，中信证券研究部

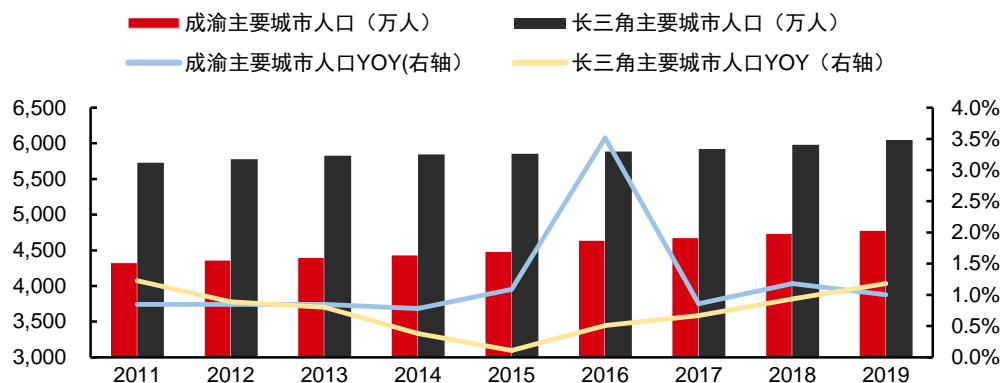
对比长三角地区，成渝城市群人口流入和经济增速相对较快，使得成渝地区的交通固定资产投资增长有需求支撑。成渝城市群地区在“十三五”期间随着国家的政策支持力度不断增加，以及自身的吸引力增强，经济增速已经逐渐超过长三角地区，并且在持续人口流入情况下，主要城市的人口增速也超过长三角地区的主要城市，经济活力在全国领先，在此情况下，成渝地区需要相对较高的市政，公路，铁路，水利基础设施的增速，以满足经济增长的需求。因此我们认为，在目前的增长态势下，未来成渝区域的基建增长有需求支撑。

图 19：成渝城市群和长三角城市群 GDP 总量和增速对比



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

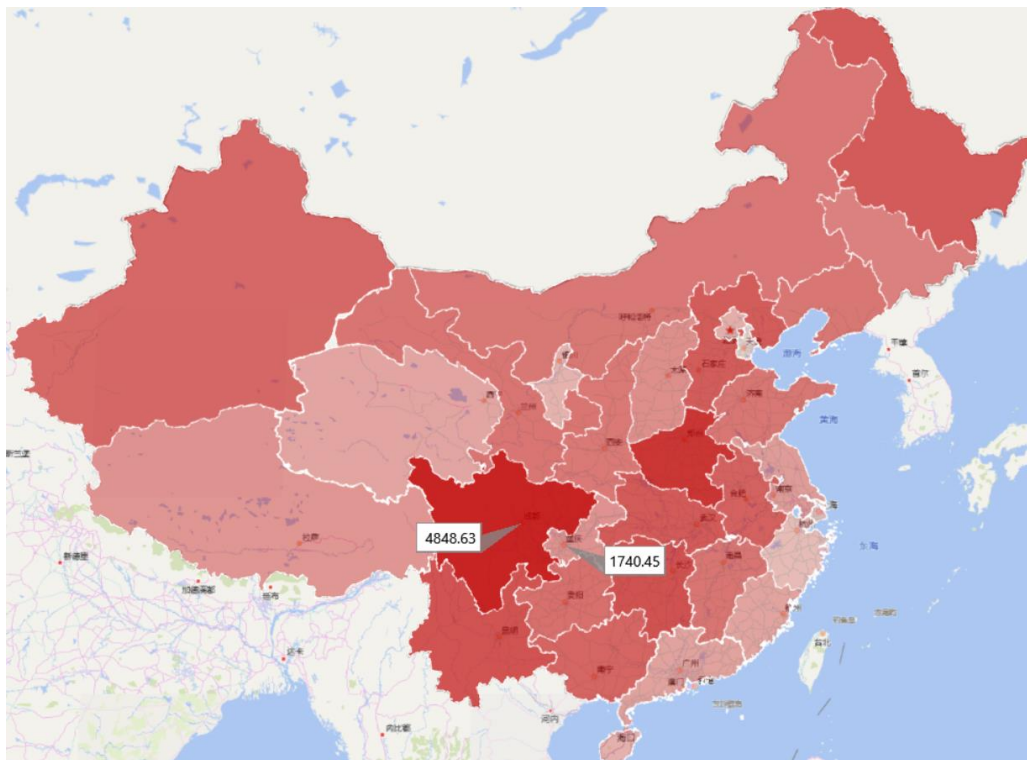
图 20：成渝主要人口和长三角主要人口对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

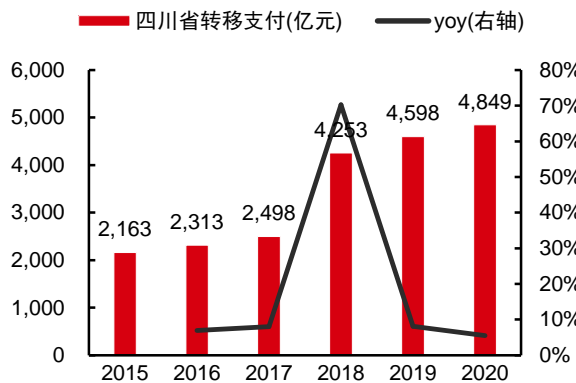
**区域内基建资金保障仍较为充裕。**2020 年，四川省实际执行转移支付金额位列全国最高，达到 4,848.6 亿元，占全国所有省份转移支付的 7%，作为西部大开发的核心省区和四部经济发展的主要龙头，四川省长期在实际承接转移支付中排名靠前，金额稳定增长。同时，四川省的财政收入在疫情条件下维持较好增长，2020 年四川省税收收入 5,679 亿元，同比+2.0%，为全国少数实现正增长的省份。我们认为在目前的转移支付力度下和未来四川地区的经济良好增长的前景下，未来的基建需求有充足的资金支持。

图 21：2020 年四川省转移支付执行金额为全国最高（颜色越深表示收到转移支付金额越多）



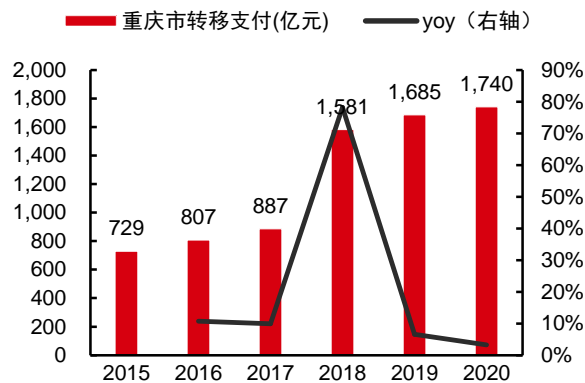
资料来源：国家发改委，中信证券研究部

图 22：四川省 2015-2020 年转移支付执行数额



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

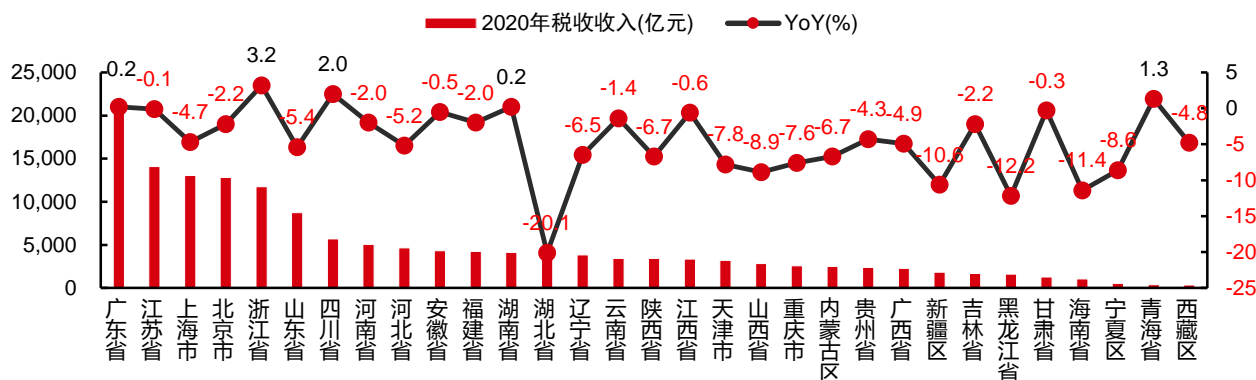
图 23：重庆市 2015-2020 年转移支付执行数额



资料来源：国家统计局，中信证券研究部



图 24：2020 年全国各省市税收情况



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

#### 四川省“十四五”交通规划要求继续畅通出川通道，基建投资仍将维持较好增长局面。

四川省“十四五”规划要求建设层次分明、覆盖广泛的道路网络，畅通出川通道，融入全国公路铁路网络，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”，强化城市快速路、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。

**公路领域预计将为四川路桥带来平均每年超过 760 亿订单。**根据四川省“十四五”发展规划，未来五年公路网计划新增总里程将达到 6.5 万公里，其中高速公路通车新建里程 2,900 公里，建成和在建新开工 2,500 公里，新增出川通道 11 个。由于四川省多山地，高速公路每公里造价以平均 1.8 亿估算，则带来 5220 亿的市场空间。考虑到基建投资金额一般为项目总金额的 80%，公司的母公司四川铁投和四川交投合并重组后，料在四川的高速公路建设领域将占据接近 90% 的份额，并且四川路桥为铁投和交投下属的唯一基建上市公司平台，主要的基建订单预计都将会导流到上市公司的平台内，因此我们认为四川路桥将会获得超过 90% 的四川新增高速公路市场份额，即超过 3760 亿元的订单，对应至每年为约 760 亿订单。

表 2：四川省 2020-2022 年高速公路建设目标

公路项目	2022 年建设目标
高速公路	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	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	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，中信证券研究部

表 3：四川省“十四五”主要在建高速公路

项目名称	里程 (km)	开工年限	投资额(亿元)
仁寿经新市经金阳经宁南至攀枝花 G4216 高速公路	357	2019 年 9 月	886
镇巴至广安高速公路	312	2019 年	611
九寨沟至绵阳 G8513 高速公路	259	2016 年 9 月	418
西昌至香格里拉(四川境)G7611 高速公路	249	2021 年 5 月	552

项目名称	里程（km）	开工年限	投资额(亿元)
久治至马尔康 G0618 高速公路	224	2019 年 9 月	298
西昌至昭通 G7611 高速公路	184	2019 年 9 月	300
汶川至川主寺 G0611 高速公路	184	2020 年	441
金口河至西昌高速公路	180	2021 年 5 月招标中	315
宜宾至彝良高速公路	130	2014 年 2 月	165
峨眉至汉源高速公路	123	2016 年 9 月	102
绵阳至苍溪高速公路	118	2019 年 6 月	133
西昌至宁南高速公路	105	2021 年 4 月获批	213
资中至铜梁高速	104	2021 年 2 月开始招标	188
泸定至石棉高速公路	96	2021 年 3 月	174
自贡至永川高速公路	96	2021 年 4 月签署合作框架	暂未公布
乐山至资中高速公路	94	2021 年 2 月开始招标	190
天府新区至乐山高速公路	94	2021 年 3 月批准采取(BOT)方式建设	317
德阳至都江堰段	109	2018 年 4 月	155
广元至平武高速公路	90	2017 年 10 月	132
宜宾至威信高速公路	86	2019 年 10 月	358
乐山至西昌高速公路	320	2021 年 3 月	636
中江至遂宁高速公路	84	2018 年 12 月	89
康定经新都桥至理塘	79	2021 年 2 月正式获批	164
德昌至会理高速公路	78	2019 年 9 月	130
开江至梁平高速公路	75	2020 年 12 月	81
南充至潼南高速公路	61	2019 年	59
内江城市过境高速公路	47	2017 年	46
苍溪至巴中高速公路	42	2019 年 7 月	128
天府新区至邛崃高速公路	42	2020 年 4 月	87
泸州古蔺至金沙高速公路	39	2020 年 3 月	108
达州绕城西段	38	2020 年 9 月批准采取(BOT)方式建设	58
泸州至永川高速	32	2020 年 3 月	24
会理至禄劝(四川境)高速公路	29	2020 年 8 月批准采取(BOT)方式建设	72
内江至大足高速公路	20	2019 年 7 月	25

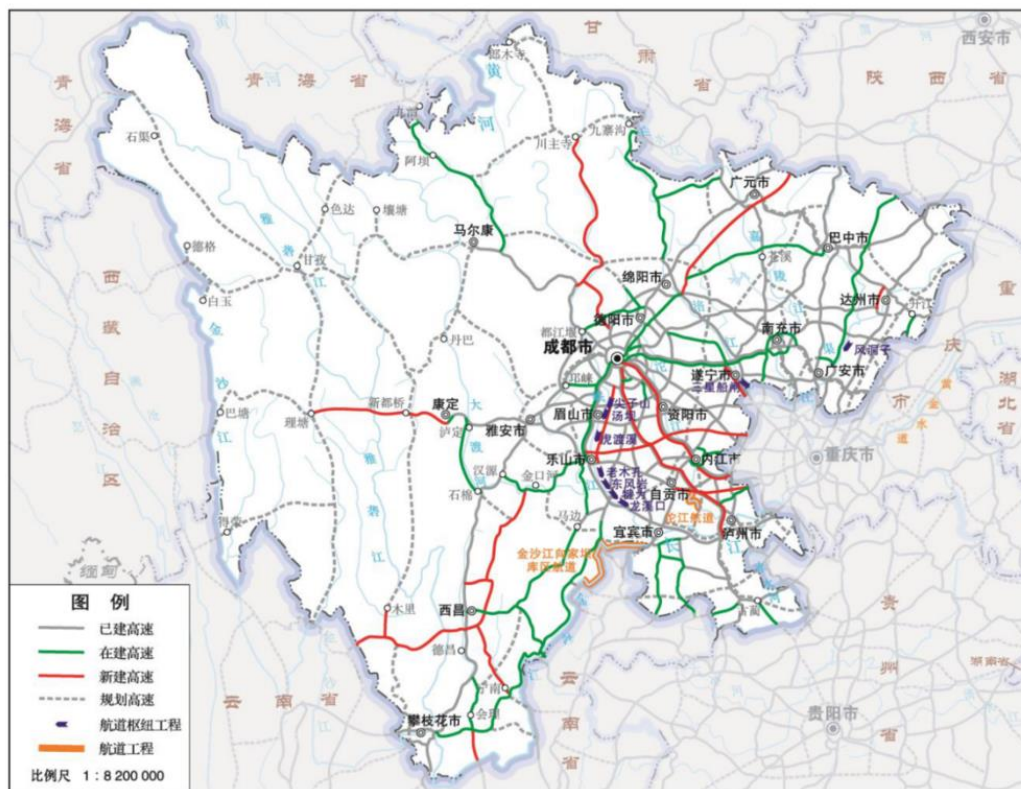
资料来源：四川省交通部，中信证券研究部

表 4：四川省计划“十四五”高速扩容项目

项目名称	里程（km）	开工年限	投资额(亿元)
成渝 G76 高速公路扩容	226	2020 年 7 月签约	339
城南 G42 高速公路扩容	216	2018 年 12 月	280
成乐 G0512 高速扩容	130	2017 年 1 月	206
成绵 G5 高速扩容	128	2019 年 8 月	333
绵广 G5 高速扩容	124	2020 年底	298
遂渝 G93 扩容	50	准备工作	110

资料来源：四川省交通部，中信证券研究部

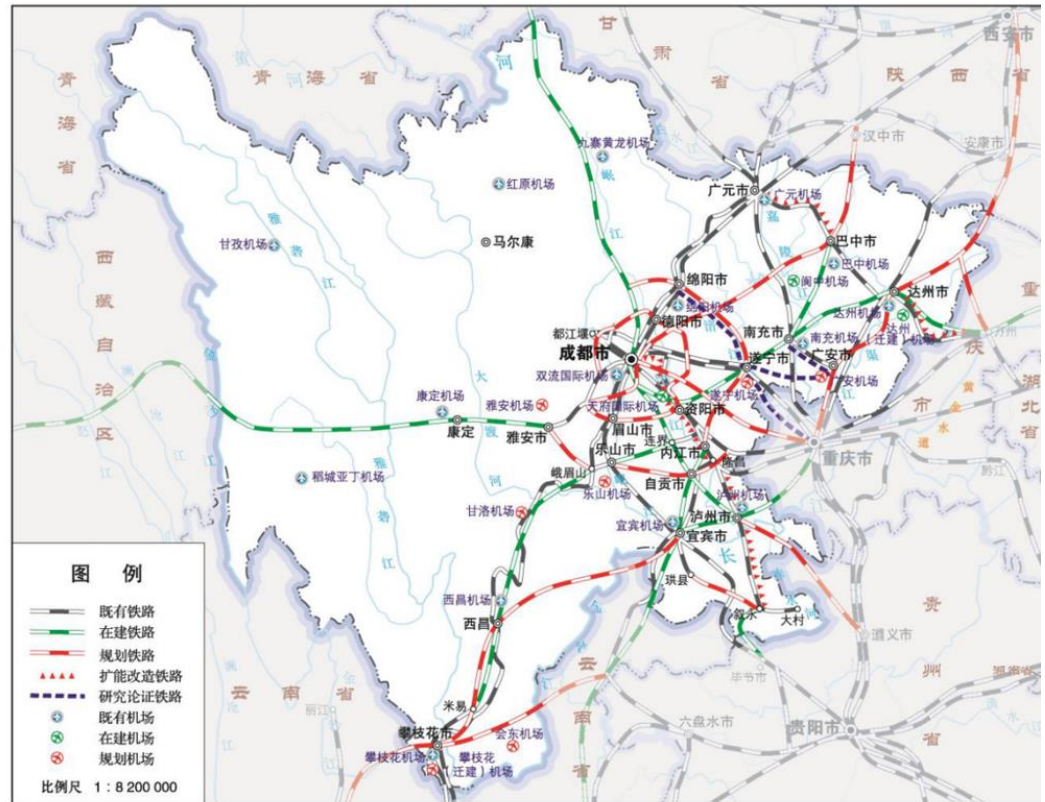
图 25：四川省高速和航运规划



资料来源：四川省“十四五”规划

预计“十四五”期间，四川地区铁路将新增 3000 公里，四川路桥未来五年将获得 1600 亿的铁路项目。在四川省“十四五”规划中，四川省将推动干线铁路、城际铁路、都市圈市域（郊）铁路和城市轨道交通“四网”融合发展，完善多层次轨道交通网络体系，形成分工合理、衔接顺畅的多向出渝大通道，打造轨道上的双城经济圈，满足多层次、多样化、个性化的交通需求。预计新增 5 个出川铁路通道，新增铁路里程 3000 公里。考虑四川路桥作为集团唯一上市主体，同时拥有铁路施工总承包三级资质及相应过往业绩，以及即将收购川铁集团中的川铁建公司，我们认为随着公司在铁路施工的业绩积累，未来从母公司获得铁路施工订单还有提升空间。结合母公司铁投“十四五”铁路总投资 2000 亿元，假设公司获得其中 80%，可以获得约 1600 亿铁路订单增量。

图 26：四川省铁路交通“十四五”期间规划



资料来源：国家发改委

表 5：2020-2022 年铁路交通建设目标

铁路项目	2022 年建设目标
干线铁路	全市高铁在建及运营规模超过 1800 公里。
城际铁路	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。
都市圈市域（郊）铁路	主城都市区“1 小时通勤圈”
城市轨道交通	中心城区城市轨道交通线网运营里程超过 500 公里。

资料来源：《成渝地区双城经济圈建设 加强交通基础设施建设行动方案（2020-2022 年）》，中信证券研究部

表 6：四川省“十四五”铁路交通项目

高铁项目	里程（km）	始建时间	投资额(亿元)
成都至自贡至宜宾	257	2018 年 12 月	540.86
重庆至昆明	681	2019 年 9 月	1416.2
成都至达州至万州	432	2020 年 12 月	851
成渝中线高铁	292	预计 2021 年(暂未开工)	722
重庆至安康段高铁	134	预计 2021 年(暂未开工)	367
大理至攀枝花铁路	311	预计 2021 年(暂未开工)	707
宜宾至西昌至攀枝花铁路	482	预计 2021 年(暂未开工)	920
泸州至遵义高铁	236	2020 年进入可行性研究阶段	351

资料来源：四川省交通部，中信证券研究部



表 7：四川省“十四五”城际铁路重大项目

城际铁路项目	里程（km）	始建时间	投资额(亿元)
川南城际铁路内自泸段	130	2016 年 12 月	204
汉巴南铁路南巴段	147.7	2019 年 12 月	225
绵阳至遂宁至内江铁路	298.8	2021 年前期工作	417
成都外环线	390	预计 2021 年(暂未开工)	133.5
成都至三台至巴中城际铁路	266	预计 2022 年(暂未开工)	462
重庆至自贡至雅安城际铁路	241	暂未开工	303
遂宁至广安城际铁路	350	暂未开工	122.84
重庆至遂宁至绵阳铁路	160	2020 年	441

资料来源：四川省交通部，中信证券研究部

表 8：成都市十四五期间城市轨道交通重大项目

城市轨道交通项目	里程(km)	始建时间	建设工期	投资额(亿元)
8 号线二期	29.10	2020 年 5 月	5 年	74.52
10 号线三期	5.67	2020 年 10 月开展前期工作	5 年	37.16
13 号线一期	29.07	2019 年 8 月	2024 年底建成	236.44
17 号线二期	27.60	2019 年 12	5 年	200.14
18 号线三期	16.715	2019 年 8 月	5 年	168.43
19 号线二期	42.87	2022 年年底	5 年	284.25
27 号线一期	24.86	2020 年 5 月	2024 年年底通车	93.59
30 号线一期	26.28	2020 年 5 月	5 年	191.12

资料来源：四川省交通部，中信证券研究部

## 收购川铁建等三家公司，增强基建订单获取能力

收购关联公司增强四川路桥在铁路、水运、园林、地产、市政方向的订单获取能力。2021 年 2 月 24 日，四川路桥公布收购川铁建、航焱公司、臻景公司三家关联公司的 51% 及以上的股权的公告。三家标的公司中，川铁建资产规模最大，拥有 28.1 亿元的资产，为四川铁投旗下的铁路建设平台，有用参建川内多条省内铁路的项目经验，获得川铁建的控制权后，未来更多的四川铁投的铁路基建项目或将会导入四川路桥的体系内，公司会获得更多铁路项目收益。随着航焱公司和臻景公司同样被导入四川路桥的体系内，预计未来四川路桥在房建、市政、航运领域将会获得进一步的拓展。

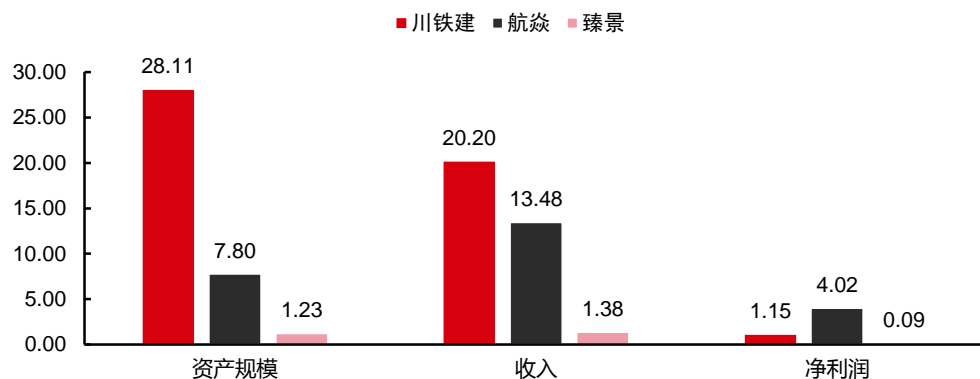
表 9：川铁建曾参建多条四川省内铁路

项目名称	里程（千米）	工期	状态/通车时间
达成铁路	374	1992-1998	已建成
乐巴铁路	53	2005-2009	已建成
归连铁路	30	2007-2009	已建成
泸州港中心港区铁路专用线	14	2009-2012	已建成
叙大铁路	86	2009-2021	已建成
兰渝铁路	886	2008-2014	已建成
连乐铁路	91	2013-201	2021

资料来源：四川铁路建设集团官网，中信证券研究部

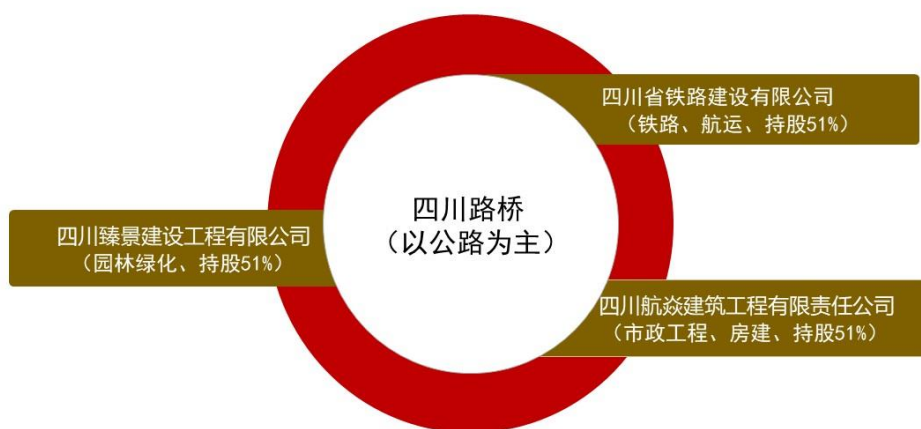


图 27：收购的三家标的公司的规模实力（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 28：四川路桥通过此次并购的拓展



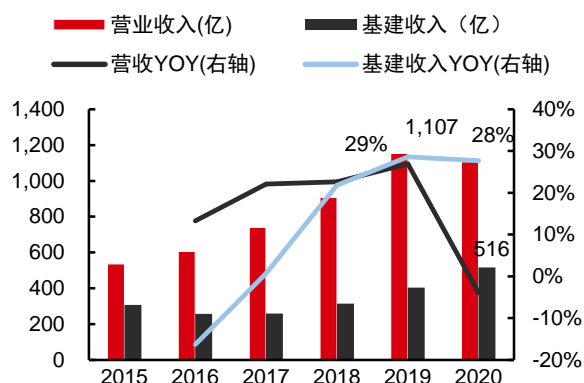
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 大股东合并重组，强强联合，更有动力提升公司业绩

### 控股股东铁投集团实力雄厚，且持续给予支持

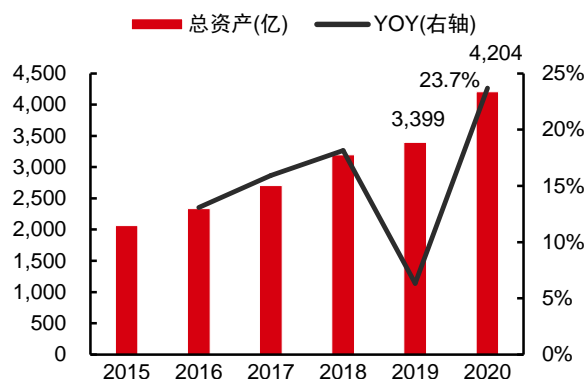
四川铁投是四川省国资委唯一的铁路产业投融资主体，其参与的高速公路项目占据四川省高速公路项目总量的 30%。四川铁投成立于 2008 年，是四川省人民政府出资设立的国有特大型投资集团。是四川重要的高速公路投资建设主体，四川铁投参与建设的项目占据四川省建成高速公路项目总量的约 30%。2020 年底，铁投集团总资产 4,203 亿元，2020 年，公司实现营业收入 1,107 亿元，公司业务涉及建筑施工，基础设施运营，交通运输，电力，大宗商品销售。铁投集团以四川路桥为其主要的基建投资和施工主体，自 2016 年后，铁投的基建收入持续增加，2020 年铁投集团实现来自基建的收入 515.9 亿元，同比+28%。四川铁投每年可以以 4%-7% 的较低融资成本通过债券市场进行融资，具备较强的融资能力。

图 29：铁投集团的收入中，基建施工收入增速不断加快



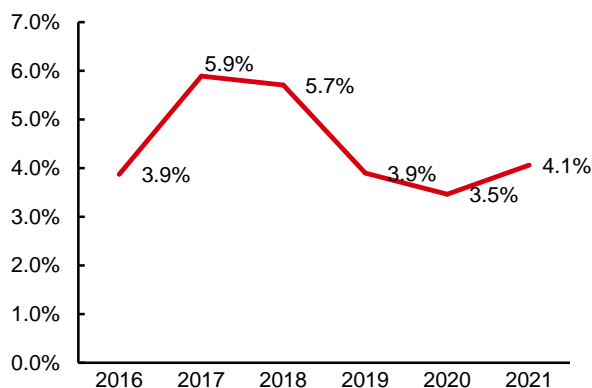
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 30：铁投集团资产规模



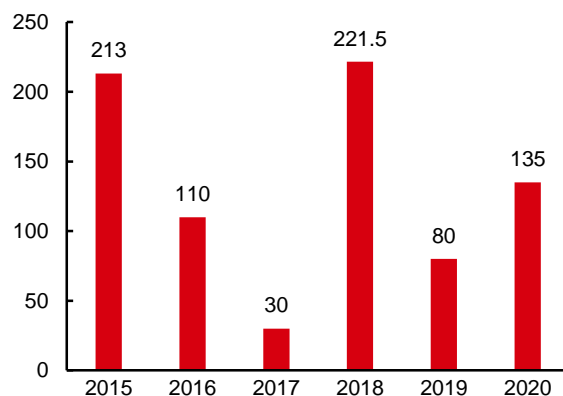
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 31：四川铁投年度债券平均加权利率



资料来源：Wind，中信证券研究部

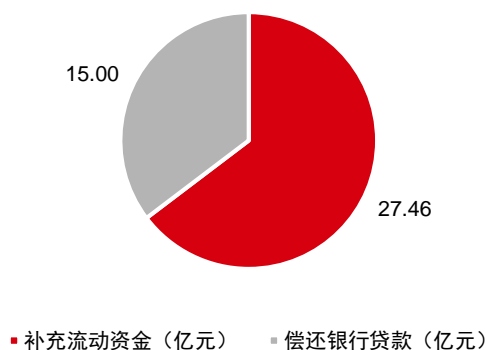
图 32：四川铁投债券发行规模(亿元)



资料来源：Wind，中信证券研究部

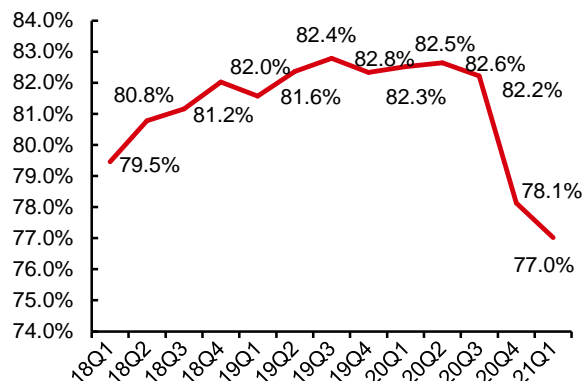
铁投集团通过支持四川路桥的非公开发行为四川路桥补充流动资金。四川路桥的资产负债率受到基建项目的固有特点长期偏高，过去三年长期维持在80%以上。2020年4月7日，四川路桥公布非公开发行预案，向大股东四川铁投进行非公开发行42.46亿元，用于补充流动资金和偿还银行贷款。2020年11月25日，非公开发行实施后，四川路桥的资产负债率已降至78%，并在21Q1进一步降至77.0%。四川铁投通过参与四川路桥的非公开发行为四川路桥提供了资金支持。

图 33：2020 年四川路桥向铁投集团定向增发资金用途



资料来源：公司公告，中信证券研究部

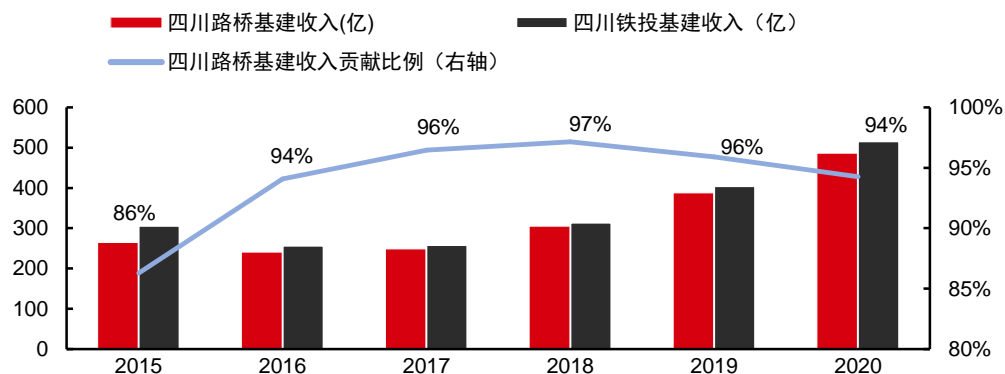
图 34：四川路桥资产负债率，在获得定增补充流动资金后已经下降



资料来源：Wind，中信证券研究部

铁投集团多次与四川路桥共同投资重大项目，且承接此类投资订单可以收获较好的利润和现金流。四川路桥是铁投集团重要的基建投资平台，2020 年铁投集团的基建施工收入中，94%由四川路桥贡献。四川铁投也多次协助四川路桥获取重大投资项目，仅 2021 年 1-5 月，四川路桥和铁投集团已联合投资超过 1200 亿基建投资项目。背靠铁投集团的支持，在该类投资项目中，四川路桥能够更好地获得高质量，大规模的基建订单分包段，并由于承建的是集团投资的基建项目，现金流回款有保障，能够实现施工利润和现金流入上市平台，负债留在集团，体现集团的社会责任和形象。

图 35：四川铁投的基建收入绝大部分来自四川路桥



资料来源：公司公告，中信证券研究部

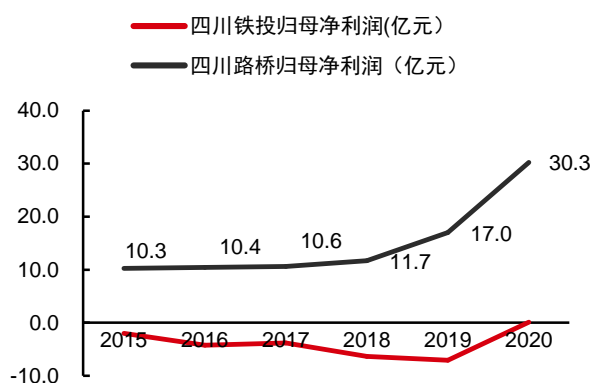
表 10：四川铁投和四川路桥的联合体投资基建项目概览

公告日期	项目名称	项目类型	项目金额（亿元）	工期（月）	资本金（亿元）	四川路桥持股
2021/5/27	G7611 线西昌至香格里拉(四川境)高速公路、西昌至宁南高速公路、会理至禄劝(四川境)高速公路	高速	842.5	N/A	168.5	1%
2021/2/24	S48 线资中至乐山、资中至铜梁（四川境）高速公路项目	高速	378.3	36	168.5	1%
2021/2/5	宜宾市智能轨道快运系统 T2、T4 线项目	铁路	16.5	18	75.7	5%

公告日期	项目名称	项目类型	项目金额 (亿元)	工期 (月)	资本金 (亿元)	四川路桥持股
2021/5/27	G7611 线西昌至香格里拉(四川境)高速公路、西昌至宁南高速公路、会理至禄劝(四川境)高速公路	高速	842.5	N/A	168.5	1%
2020/7/15	镇巴(川陕界)到广安高速公路项目	高速	442.7	N/A	4.1	19%
2019/10/31	泸州至永川(川渝界)高速公路&泸州至古蔺至金沙项目	高速	152.9	36	90.8	15%
2019/6/12	G4216 线屏山新市-金阳-宁南-攀枝花段高速公路项目	高速	886.4	N/A	30.6	1%
2019/4/30	G7611 线昭通(川滇界)至西昌段高速公路项目	高速	300.1	60	177.3	15%
2019/4/30	眉山市交通基础建设 PPP 项目	市政设施	65.7	24	60.0	47%
2019/1/26	宜宾市智能快运系统(ART)T1 线项目	铁路	11.3	18	16.4	9%

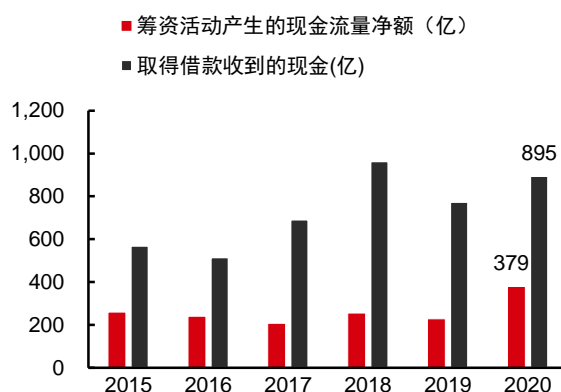
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：控股大股东四川铁投和四川路桥归母净利润对比



资料来源：Wind，中信证券研究部

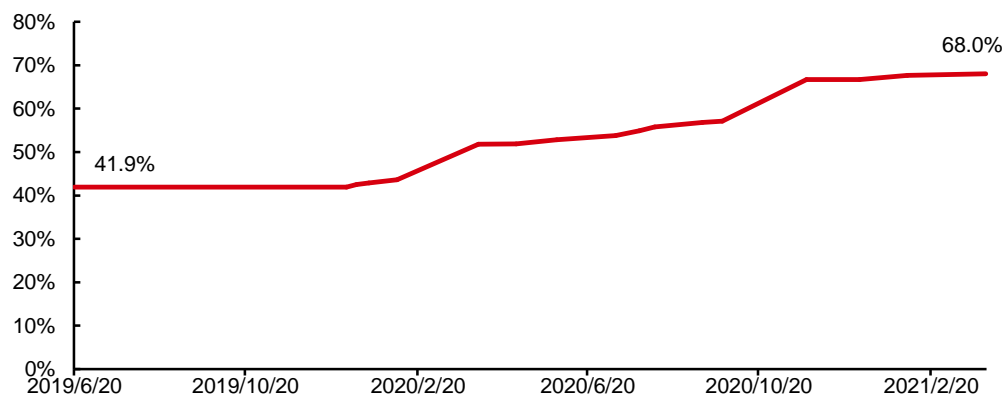
图 37：四川铁投资产融资性现金流和取得借款收到的现金流稳定



资料来源：Wind，中信证券研究部

**铁投集团在不断增持四川路桥，彰显集团对于四川路桥的信心，也提升集团的盈利能力。**铁投集团对于四川路桥的持股比例已经从 2017 年的 41% 增长至 2021 年第一季度的 68%，增强了对公司的控制力和支持能力并提升了投资人的信心。

图 38：四川铁投集团对四川路桥的持股比例



资料来源：Wind，中信证券研究部

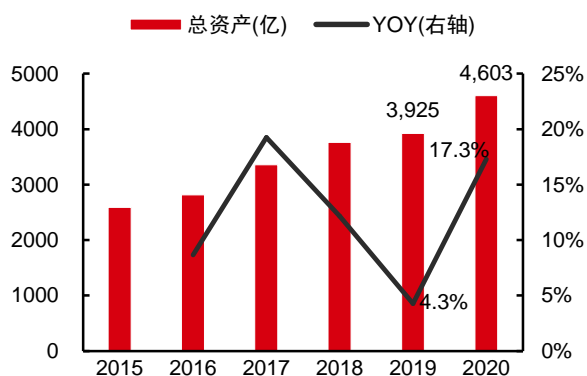
## 合并成立蜀道集团后，母公司的支持能力进一步提升

2021 年 3 月 22 日，四川路桥发布公司公告，披露四川人民政府拟启动四川省铁路产业投资集团有限责任公司与四川省交通投资集团有限责任公司的战略重组事宜。此次战略重组中，铁投集团与交投集团实施新设合并，新设公司名称为“蜀道投资集团有限责任公司”。四川发展（控股）有限责任公司持有蜀道集团 100% 的股权。合并后，四川路桥的控股股东也将由四川铁投转变为蜀道集团，控股股东的实力在装入四川交投的资产后大幅度提升。

**四川交投在四川省高速公路项目中渗透率达到 60%。**四川交投成立于 2010 年 4 月，注册资本 350 亿元，是四川省人民政府批准成立的省属特大型重要骨干企业，以“高速公路、轨道交通、机场通航”三大主业为核心。其中在四川高速公路领域，四川交投集团累计建成运营高速公路 5,027 公里，约占全省的 62%，占据绝对主导地位。四川交投没有下属的工程基建上市公司平台，我们认为四川交投在并入蜀道集团后将会帮助四川路桥在省内高速公路投标中给予支持，或将自身投资的高速公路项目的部分新增订单转交四川路桥，使得四川路桥在道路交通尤其是高速公路项目中占据更高的份额，并获得更高质量的订单。

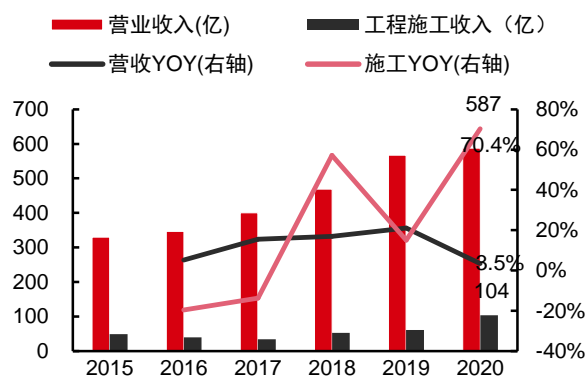
**四川交投资产质量更加优质，合并进入蜀道集团后能够更好地协助集团进行资产扩张。**截至 2020 年底，四川交投总资产达 4,599 亿元，净资产 1,573 亿元。且四川交投资产负债率低于四川铁投，在与铁投资产体量相当的情况下，在债券市场的募资额度远低于四川铁投。合并成立蜀道集团后，四川交投的资产的注入可以拉低集团层面的资产负债率，并带来更高的扩张空间，在集团体量扩张的基础上，能够与四川路桥组成关联方进一步获取区域内的重大项目。

图 39：四川交投总资产



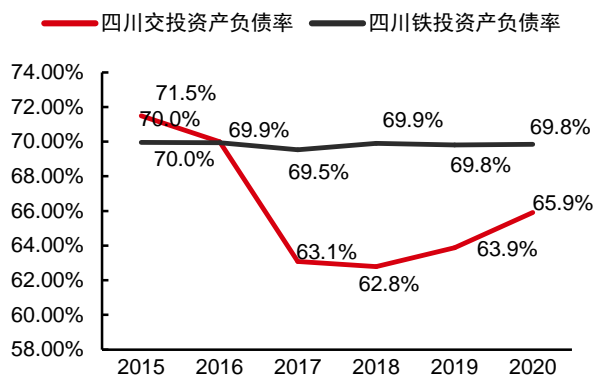
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 40：四川交投的收入和施工收入情况

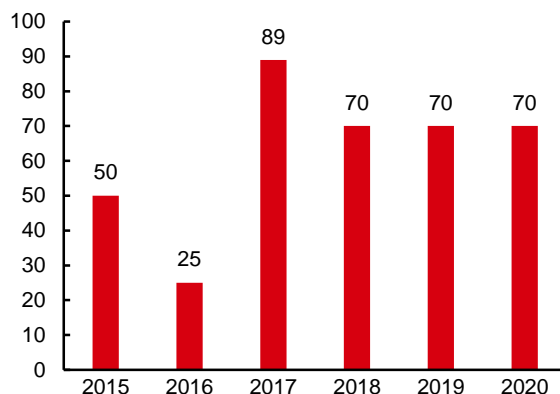


资料来源：公司公告，中信证券研究部



**图 41：四川交投和铁投资资产负债率对比，四川交投负债率更低**


资料来源：公司公告，中信证券研究部

**图 42：四川交投债券市场融资额度(亿元)**


资料来源：公司公告，中信证券研究部

四川交投与四川路桥过去已经有联合投基建项目经验，未来随着蜀道集团的成立，预计联合投资的基建项目将会更多。

**表 11：四川交投和四川路桥的关联投资基建项目**

公告日期	项目名称	项目类型	项目金额（亿元）	工期（单位：月）	资本金（亿元）	公司持股
2019/4/30	G0615 线久治(青川界)至马尔康段高速公路项目	高速	297.5	60	68.4	12%
2019/4/30	泸定至石棉高速公路项目	高速	160.7	48	36.9	12%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 实施股权激励，管理层动力将更加充足

2019 年 11 月，公司发布限制性股票激励计划草案，拟向 942 人授予 9,480 万股限制性股票，约占总股本的 2.99%。首次授予价格为 1.96 元/股，限售期 24 个月，限售期满且业绩条件达标时，将在未来 36 个月内分三批解除限售，解除限售的比例分别为 40%、30%、30%。股权激励计划开始实施后，管理层的利益和股东利益一致，共同推动公司业绩向上发展，公司业绩提升动力明显增强。

**表 12：股权激励的行权条件**

解锁限售安排	业绩考核年度	业绩考核目标			解锁比例
		EPS(元/股)	营业收入;复合增长率 (以 2018 年为基准)	主营利润率	
第一个解除限售期	2020	>0.3506,且不低于 同行业平均	> 8.5%,即营业收入 大于 471 亿	>6%	40%
第二个解除限售期	2021	>0.3824,且不低于 同行业平均	> 8.5%,即营业收入 大于 511 亿	>6%	30%
第三个解除限售期	2022	>0.4143,且不低于 同行业平均	> 8.5%,即营业收入 大于 555 亿	>6%	30%

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## ■ 多元布局，带来新动力

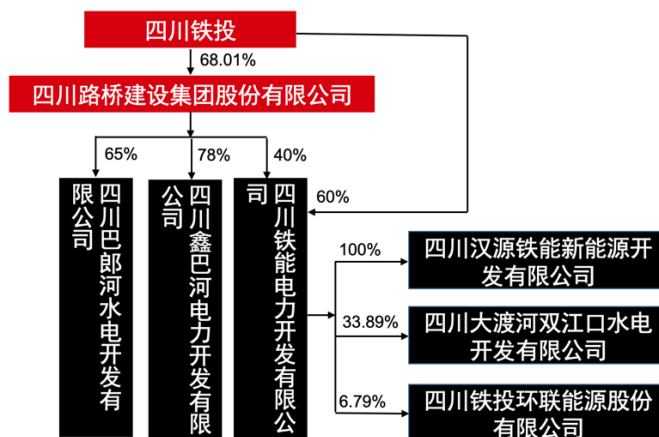
### 清洁能源：贡献稳定现金流

“十四五”期间，公司将加大清洁能源投入，完善锂电产业链闭环，重点打造能源板块作为公司业务支撑，拓宽公司的发展空间。

清洁能源方面，公司依托省内的自然资源优势，积极布局优质的清洁能源项目，加大对水电、光伏、风能等清洁能源的投资力度。公司将大力发展综合能源节能业务，开展储能项目应用，有望最终实现清洁能源业务的规模增长。

其中水电投资方面，公司目前控股四川巴郎河水电开发有限公司和四川鑫巴河电力开发有限公司，分别持股 65% 和 78%，已投产 4 座水电站，总装机容量分别为 16.8 万 KW 和 6.4 万 KW；2020 年，公司水电板块实现营业收入 1.83 亿元，毛利润 0.65 亿元，水电项目经营状况稳定。另外，公司参与投资持股 40% 的双江口水电站建设进展顺利，该项目是大渡河流域梯级电站开发的关键项目之一，为该流域核准的第一个大型龙头水库电站，于 2015 年开始建设，项目建设期 13 年，总投资约 370 亿元，2019 年进入主体混凝土浇筑阶段，预计 2024 年实现首台发电机装机。水能领域虽然受上游给水量影响较大，随着公司新机组不断投产运营，未来营收增速较为有望实现正增长。

图 43：截至 2020 年四川路桥在水电方向的布局



资料来源：公司公告，中信证券研究部

风电及光伏投资方面，公司参股铁投集团控股的四川铁能电力开发有限公司下属全资子公司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 4.75 万 KW，于 2015 年 2 月开工建设，2017 年 2 月正式进入商业运营；铁能电力控股子公司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，先后于 2015 年 12 月与 2016 年 6 月正式进入商业运营。

图 44：双江口水电站



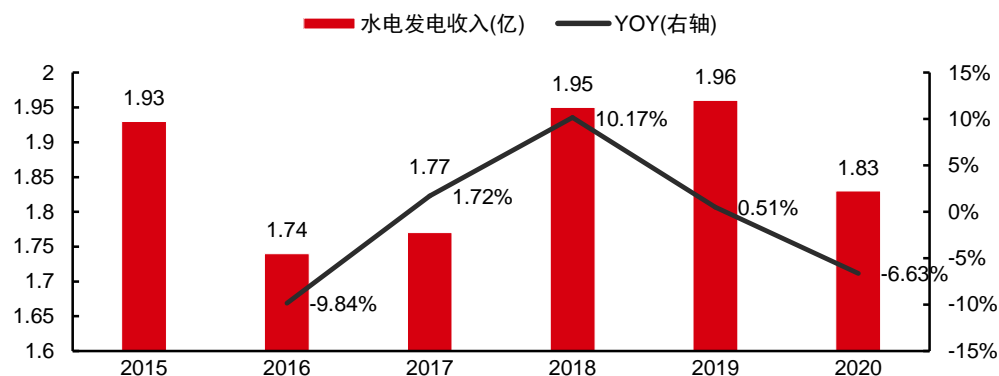
资料来源：公司官网

图 45：汉源县清溪风电场



资料来源：公司官网

图 46：四川路桥水电发电收入



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 13：四川路桥在建运营水电站情况

序号	水电站名称	水电站装机容量（万 KW）	水电站所在河流	水电站所在省份	水电站状态
1	华山沟水电站	7.2	大渡河	四川省	运营
2	巴郎口水电站	9.6	巴郎河	贵州省	运营
3	双滩水电站	3.6	通江河	四川省	运营
4	风滩水电站	2.8	巴河	四川省	运营
5	双江口水电站	200	大渡河	四川省	在建

资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 锂电新能源：发力正极和前驱体细分领域

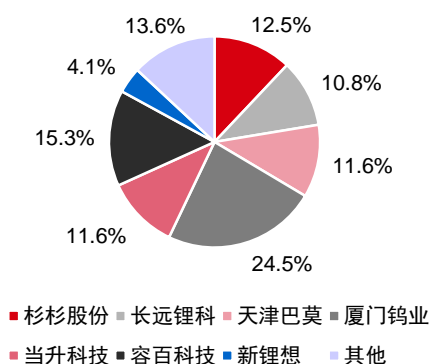
公司投资的射洪 5 万吨三元正极材料生产线一期投产，全力布局新能源动力电池领域。正极材料是锂电池产业链的重要环节，直接决定锂电池的电化学性能。正极材料分为钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂和三元材料等多种方向。其中三元材料因为单体能量密度大，是乘用车的动力电池主要的正极材料。

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，四川路桥认缴出资 4.40 亿元，首期出资 2.75 亿元，持有项目公司 55% 的股权。该项目目标实现年产正极材料 5 万吨，一期产能 1 万吨，其中正极材料已在 2020 年底投产，主要产品为 NCM532、NCM811 等，2 万吨前驱体生产线按计划将在近期投产。正极材料投产后，公司按照产能计算已经是国内第七大正极材料生产商，将逐渐形成锂电正极材料及前驱体的规模化生产能力，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链。

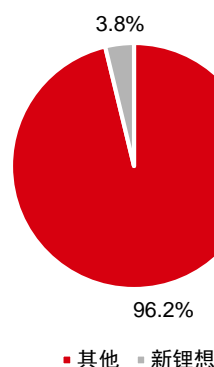
该公司计划在“十四五”期间继续投资 75 亿元，新征工业用地 2000 余亩，打造“资源再生-电池材料-产品应用”的循环产业链，预计将逐步深入到负极材料、隔膜、电解液、锂电池生产、废旧电池回收、汽车拆解及整车制造等领域。

图 47：公司锂电一期项目投产后三元正极材料产能全国占比预测



资料来源：GGII, 中信证券研究部预测

图 48：公司锂电一期项目投产后正极材料前驱体产能全国占比预测



资料来源：GGII, 中信证券研究部预测

## 高速运营：疫情后预计实现收入回升

**BOT 高速公路项目恢复收费，营收水平有望扭亏为盈，保障未来业绩。**据公司公告，公司目前持有运营的五条高速分别为：成德绵、成自泸、内威荣、自隆、江习古高速公路，其中江习古高速联通重庆、贵州和四川，另外四条高速均在四川省内运营。去年受疫情影响，公司按交通部相关规定，于 2020 年 2 月至 5 月免收通行费，导致 2020 年上半年该 5 条高速公路实现营业收入仅 3.21 亿元，较 2019 年上半年同比下浮约 55%。随着国内疫情逐渐回暖，2020 年下半年起 BOT 高速公路项目恢复收费，且在 2021 年疫情影响基本消除的形势下，高速运营业务营收有望扭亏为盈，为公司贡献超过 2019 年的运营营业收入。

表 2：公司运营高速项目内容情况

项目名称	投入运营时间	运营时间段(年)	收费标准 (元/公里)	主线长度 (公里)	单次收费全 程(元)
成德绵高速公路	2012.05	2012-2039	0.55	86.2	47.4
成自泸高速公路	2012.09	2012-2041	0.5	112.7	56.4
自隆古高速公路	2016.05	2016-2046	0.5	50.8	25.4
内威荣高速公路	2016.08	2016-2046	0.5	63.5	31.7
江习古高速公路	2019.09	2017-2047	0.5	3.1	42.8

资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 14：公司的运营高速收入利润情况

项目名称	2016		2017		2018		2019		2020Q1-Q3	
	收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润	收入	利润
成德绵高速公路	3.54	-0.51	3.76	0.40	4.08	-0.49	5.10	0.33	2.84	0.23
成自泸高速公路	0.38	-0.63	0.00	0.00	6.47	1.35	7.23	1.26	3.13	-0.88
内威荣高速公路	0.15	-0.55	0.48	-1.50	0.64	-1.45	0.85	-1.50	0.45	-1.15
自隆高速公路	0.38	-0.63	0.83	-0.75	1.15	-0.65	1.46	-0.49	0.73	-0.61
江习古高速公路	0.00	0.00	0.00	0.00	0.44	-1.03	0.77	-2.61	0.28	-2.41
总计	4.44	-2.32	5.07	-1.85	12.78	-2.27	15.41	-3.01	7.43	-4.82

资料来源：公司公告，中信证券研究部

### 智慧交通：尚处于探索阶段但或将提升基建项目每公里收入

2021 年 2 月 4 日，公司与铁投集团、国道网公司共同组建四川数字交通科技有限公司，四川数字注册资本为 1 亿元，四川路桥出资 4000 万元，持股比例为 40%。预计四川数字未来将会主要在智慧交通和智慧高速领域发力。

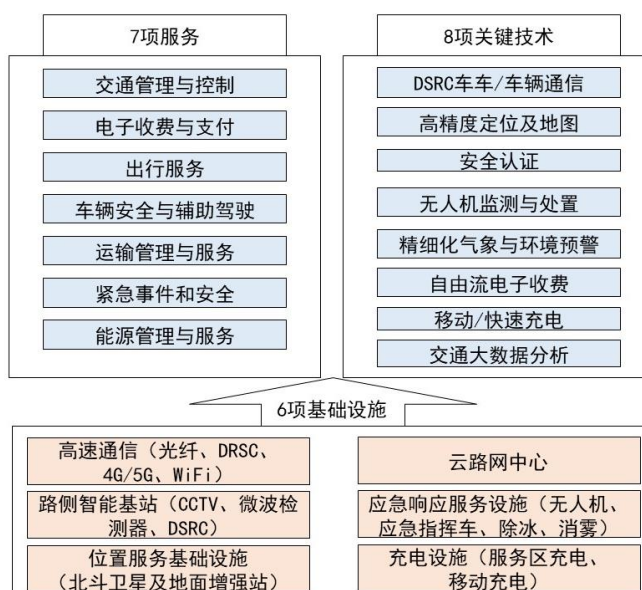
智慧交通是在智能交通（简称 ITS）的基础上，利用在交通领域中充分运用物联网、云计算、互联网、人工智能、自动控制、移动互联网等技术，通过高新技术汇集交通信息，对交通管理、交通运输、公众出行等等交通领域全方面以及交通建设管理全过程进行管控支撑，使交通系统在区域、城市甚至更大的时空范围具备感知、互联、分析、预测、控制等能力，以充分保障交通安全、发挥交通基础设施效能、提升交通系统运行效率和管理水平，为通畅的公众出行和可持续的经济发展服务。

**目前，我国在智慧交通上的主要实验应用于智慧高速。**我国在智慧高速上的规划为以信息化、智能化引领高速公路管理和运营服务水平提升，全面深化高速公路信息数据的共享和开发利用，建立健全完善的监测感知体系、可靠的通信保障体系、实时的预报预警体系。

在高速公路上应用智慧高速升级，主要可以实现：1）对高速公路上的车辆高效控制，将平均车速提升 20%-30%。2）通过综合感应设施支持自动驾驶车辆行驶。3）支持大货车编队自动控制。4）自动引导车辆避障。5）引导应急车辆让行。



图 49：智慧高速的构建体系



资料来源：《智慧高速公路构件与发展路径设计》（张纪升等），中信证券研究部

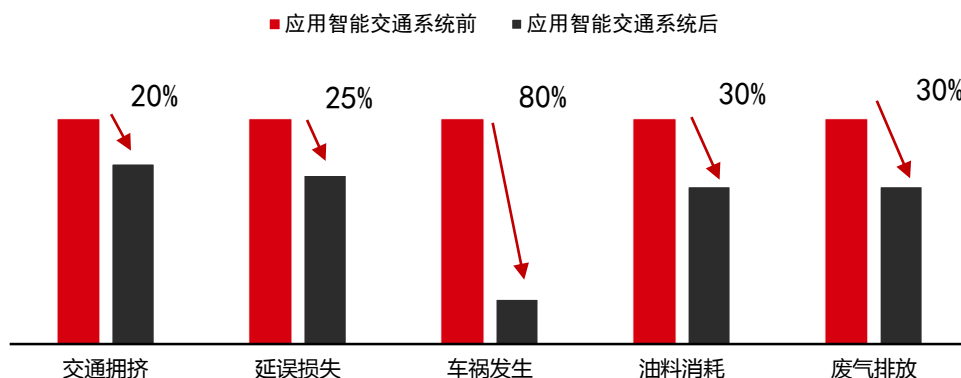
表 15：国外的智慧交通在蓬勃发展

国家	项目计划	探索内容	应用状况	投资
美国	国家智能交通系统项目规划	1995 年 3 月美国交通部发布该计划，明确规定了智能交通系统的 7 大领域及 29 个用户服务功能。7 大领域包括出行和交通管理系统、出行需求管理系统、公共交通运营系统、商用车辆运营系统、电子收费系统、应急管理系统、先进的车辆控制和安全系统	应用达 80%以上。其中美国 ITS 应用在车辆安全系统达 51%、电子收费达 37%、公路及车辆管理系统达 28%、导航定位系统达 20%、商业车辆管理系统达 14%	美国联邦政府 1990 年至 1997 年用于 ITS 研究开发的年度预算总计为 12.935 亿美元，近 20 年发展规划投资预算约为 400 亿美元。美国政府要求将 ITS 的发展与建设纳入各级政府的基本投资计划之中，大部分资金由联邦、州和各级地方政府提供，也注重调动私营企业的投资积极性
日本	智能交通系统研究	1973 年日本开始对智能交通系统进行研究，其 ITS 体系包括先进的导航系统、安全辅助系统、交通管理最优化系统、道路交通管理高效化系统、公共支援系统、车辆运营管理系统、行人诱导系统及紧急车辆支援系统	主要应用在交通信息提供、电子收费、公共交通、商业车辆管理以及紧急车辆优先等方面。已有超 1800 万人的汽车导航系统用户	日本政府 1996 年至 1997 年投资用户 ITS 研究开发的预算 161 亿日元、用于 ITS 实用化和基础设施建设预算为 1285 亿元。1996 年推出了一个投资预算 7.8 兆日元的 20 年规划来“推进 ITS 总体构想”。走政府与民间企业相互合作的道路，调动了企业的积极性
欧洲	Telematic，Easyway，C-TIS 等计划	目前正在进行 Telematic 的全面发展，计划在全欧洲建立专门的交通（以道路交通为主）无线数据通信网，正在开发先进的出行信息服务系统（ATIS），先进的车辆控制系统（AVCS），先进的商业车辆运行系统（ACVO），先进的电子收费系统等	欧洲在 ITS 应用方面的进展介于日本和美国之间	在 20 世纪 80 年代中期，欧洲 10 多个国家投资 50 多亿美元，旨在完善道路设施，提高服务水平。欧盟从 1984 年到 1998 年仅用于 ITS 共同研究开发项目的预算就达 280 亿欧元单位
韩国	ITS 建设	韩国将 ITS 定义为七大系统，交通管理、公共运输、交通信息服务、电子支付、旅行信息服务、车路智能服务和货运服务	目前韩国智能交通系统建设已经完全覆盖高速公路，在国道上已实现 20%的覆盖，覆盖里程约为 2607 公里，预计在 2020 年完成 45%的覆盖目标	韩国 ITS 的发展规划为四个阶段，2001-2005 年是第一阶段，智能交通投资额 9 亿美元；2006-2010 年是第二阶段，2011-2015 年是第三阶段，2016-2020 年是第四阶段，

国家	项目计划	探索内容	应用状况	投资
				每个阶段投资均为 13 亿美元；20 年规划期，智能交通总投资额约为 48 亿美元
马来西亚	ITS 建设	ITS 建设集中在多媒体超级走廊，从位于吉隆坡 88 层的国油双峰塔开始，南伸至雪邦新国际机场，达 750 平方公里。目标是利用兆位光纤网络，把多媒体资讯城、国际机场、新联邦首都等大型基础设施联系起来	应用正在逐步规划中，马来西亚已经成功绘制了全国 ITS 体系机构蓝图，最新研究课题是马来西亚 ITS 战略规划，总结了四个建设 ITS 体系机构的指导原则：交互；开放标准；发挥现存资源的最大优势；兼容通行标准	2005 年，在马来西亚的最新五年计划“八五”计划中，将投资 210 亿马元（合 55 亿美元）发展交通基础设施，占到政府总投资的 20%
新加坡	ITS 建设	ITS 建设集中在先进的城市交通管理系统方面，该系统除了具有传统功能，如信号控制、交通检测、交通诱导外，还包括用电子计费卡控制车流量。在高峰时段和拥挤路段还可以自动提高通行费，尽可能合理地控制道路的使用效率	目前已覆盖 161 公里的高速公路和 142 公里的城市主干道	到 2020 年，新加坡交通建设投资预计 600 亿新元（合 450 亿美元）

资料来源：《智慧高速公路架构与发展路径设计》（张纪升等），中信证券研究部

图 50：智慧高速理论上可以对现有高速提供的改进



资料来源：美国智能交通委员会，中信证券研究部

我国已经对智慧高速等相关方向给予政策支持，且智慧高速每公里造价 4.2 亿，对公司而言或具有更大收入空间。2015 年后，我国对于智慧道路的支持政策不断加深。在 2021 年 2 月的《国家综合立体交通网规划纲要》中，强调“加快提升交通运输科技创新能力，推进交通基础设施数字化、网联化”。2020 年，已开工“杭绍甬高速”作为智慧高速试点，该高速每公里成本为 4.2 亿元，较普通高速 0.8-1.4 亿元/公里的造价高出近三倍，主要为加装各类智能感应设备成本。四川路桥在参股四川数字交通科技之后或可以切入高速公路智能设备领域，随着智能高速在国内的逐步推广，获得更高的每公里收入，增厚每个项目的收入和利润空间。

表 16：国内智慧交通相关支持政策

日期	文件名称	发行部门	主要内容
2015 年 7 月	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	国务院	充分认识推进“互联网+”便捷交通、促进智能交通发展的重要意义。要以旅客便捷出行、货物高效运输为导向，全面推进交通与互联网更加广泛、更深层次的融合，为我国交通发展现代化提供有力支撑。
2016 年	《城市公共交通“十	中国交通运输部	全面推进公交都市建设；深化城市公交行业体制机制改革；全面提升城市公交服务品质；

日期	文件名称	发行部门	主要内容
7 月	《“十三五”发展纲要》		建设与移动互联网深度融合的智能公交系统。
2017 年 7 月	《新一代人工智能发展规划》	国务院	大力发展人工智能新兴产业--智能运载工具。发展自动驾驶汽车和轨道交通系统，加强车载感知、自动驾驶、车联网、物联网等技术集成和配套，开发交通智能感知系统，形成我国自主的自动驾驶平台技术体系和产品总成能力，探索自动驾驶汽车共享模式。发展消费类和商用类无人机、无人船，建立试验鉴定、测试、竞技等专业化服务体系，完善空域、水域管理措施。
2017 年 9 月	《智慧交通让出行更便捷行动方案（2017-2020 年）》	中国交通运输部	建设完善城市公交智能化应用系统。深入实施城市公交智能化应用示范工程，充分利用社会资源和企业力量，推动具有城市公交便捷出行引导的智慧型综合出行信息服务系统建设。充分利用互联网技术加强对城市公共交通运行状况监测、分析和预判，定期发布重点城市公共交通发展指数。到 2020 年，国家公交都市创建城市全面建成城市公共交通智能系统。
2018 年 2 月	《关于加快推进新一代国家交通控制网和智慧公路试点的通知》	中国交通运输部	在北京、河北、吉林、江苏、浙江、福建、江西、河南、广东九省（市）加快推进新一代国家交通控制网和智慧公路试点。通知将基础设施数字化、路运一体化车路协同、北斗高精度定位综合应用、基于大数据的路网综合管理、“互联网+”路网综合服务、新一代国家交通控制网 6 个方向作为重点。
2019 年 9 月	《交通强国建设纲要》	中共中央、国务院	大力发展智慧交通。推动大数据、互联网、人工智能、区块链、超级计算等新技术与交通行业深度融合。推进数据资源赋能交通发展，加速交通基础设施网、运输服务网、能源网与信息网络融合发展，构建泛在先进的交通信息基础设施。构建综合交通大数据中心体系，深化交通公共服务和电子政务发展。推进北斗卫星导航系统应用。
2019 年 11 月	《智能航运发展指导意见》	海事局	加强顶层设计和系统谋划，提升港口码头和航运基础设施的信息化智能化水平，推进智能船舶技术应用，加强智能航运技术创新，加快船舶智能航行保障体系建设，提升港口及其重大装备和智能航运仪器、设备、系统的设计与建（制）造能力”等十个方面的任务。
2020 年 2 月	《智能汽车创新发展战略》	国家发改委	到 2025 年，中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成。实现有条件自动驾驶的智能汽车达到规模化生产，实现高度自动驾驶的智能汽车在特定环境下市场化应用。展望 2035 到 2050 年，中国标准智能汽车体系全面建成、更加完善。安全、高效、绿色、文明的智能汽车强国愿景逐步实现，智能汽车充分满足人民日益增长的美好生活需要。
2020 年 8 月	《关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见》	中国交通运输部	提高认识，深刻理解数字化转型的重要意义、加强对标，着力夯实数字化转型基础、把握方向，加快推进产业数字化创新、技术赋能，全面推进数字化产业发展、突出重点，打造行业数字化转型示范样板、统筹部署，多举措并举确保转型工作顺利实施。
2021 年 2 月	《国家综合立体交通网规划纲要》	国务院	国内国际新形势对加快建设交通强国、构建现代化高质量国家综合立体交通网提出了新的更高要求，必须更加突出创新的核心地位，注重交通运输创新驱动和智慧发展。提升智慧发展水平，加快提升交通运输科技创新能力，推进交通基础设施数字化、网联化。推动卫星通信技术、新一代通信技术、高分遥感卫星、人工智能等行业应用，打造全覆盖、可替代、保安全的行业北斗高精度基础服务网，推动行业北斗终端规模化应用。加强智能化运载工具和关键专用装备研发，推进智能网联汽车（智能汽车、自动驾驶、车路协同）、智能化通用航空器应用。

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

## ■ 盈利预测：

### 关键假设

- “十四五”期间，四川省交通运输规划建设总投资 1.7 万亿元，较“十三五”期间增长 65%。
- 大股东四川铁投和四川交投合并之后，省内基建的市占率提升至 60%以上，在高速公路方面的市占率提升至 90%。
- “十四五”期间，公司可以获得高速公路订单 3,760 亿元，同比“十三五”期间增长

241%。铁路订单新增 1,600 亿元，同比“十三五”期间增长 113%。5 年合计新增高速公路和铁路订单 5,360 亿元，平均每年增加 1,072 亿元。

4. BOT 运营资产在 2020 年受疫情影响，毛利率为 55.78%，我们认为随着高速公路客流的逐渐培育和疫情后高速公路收费的恢复，BOT 运营资产的毛利率将会逐渐回升至 65%。
5. 动力电池正极材料和前驱体项目进展良好；水力发电、矿产开发、物流贸易业务保持平稳增速。

表 17：公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入（百万元）</b>					
工程施工	38,757.0	48,628.0	64,189.0	96,283.5	134,796.9
水力发电	195.9	183.1	185.1	187.1	189.6
BT 以及 BOT 融资	1,845.3	1,770.5	1,967.0	2,203.1	2,489.5
房地产/土地	186.5	504.5	792.0	1,184.1	1,721.9
贸易销售	11,581.9	9,884.6	12,308.3	15,325.0	18,345.6
其他	158.8	99.3	151.0	217.5	326.3
<b>营业收入合计</b>	<b>52,725.5</b>	<b>61,069.9</b>	<b>79,592.4</b>	<b>115,400.3</b>	<b>157,869.7</b>
<b>YOY%</b>	<b>31.75%</b>	<b>15.83%</b>	<b>30.33%</b>	<b>44.99%</b>	<b>36.80%</b>
<b>营业成本（百万元）</b>					
工程施工	34,276.3	40,844.1	53,790.4	80,685.6	112,825.0
水力发电	118.3	118.1	114.7	116.0	117.5
BT 以及 BOT 融资	768.9	783.0	774.2	837.2	896.2
房地产/土地	152.4	378.2	610.7	924.9	1,301.1
贸易销售	11,515.2	9,847.6	12,197.5	15,187.1	18,180.5
其他	109.5	63.0	90.6	130.5	195.8
<b>营业成本合计</b>	<b>46,940.5</b>	<b>52,034.0</b>	<b>67,578.1</b>	<b>97,881.3</b>	<b>133,516.1</b>
<b>YOY%</b>	<b>31.34%</b>	<b>10.85%</b>	<b>29.87%</b>	<b>44.84%</b>	<b>36.41%</b>
<b>毛利（百万元）</b>					
工程施工	4,480.8	7,783.9	10,398.6	15,597.9	21,971.9
水力发电	77.6	64.9	70.3	71.1	72.0
BT 以及 BOT 融资	1,076.4	987.5	1,192.8	1,365.9	1,593.2
房地产/土地	34.1	126.3	181.4	259.2	420.8
贸易销售	66.7	37.0	110.8	137.9	165.1
其他	49.4	36.2	60.4	87.0	130.5
<b>毛利合计（百万元）</b>	<b>5,784.9</b>	<b>9,035.9</b>	<b>12,014.3</b>	<b>17,519.1</b>	<b>24,353.6</b>
<b>YOY%</b>	<b>35.2%</b>	<b>56.2%</b>	<b>33.0%</b>	<b>45.8%</b>	<b>39.0%</b>
<b>毛利率</b>					
工程施工	11.6%	16.0%	16.2%	16.2%	16.3%
水力发电	39.6%	35.5%	38.0%	38.0%	38.0%
BT 以及 BOT 融资	58.3%	55.8%	60.6%	62.0%	64.0%
房地产/土地	18.3%	25.0%	22.9%	21.9%	24.4%
贸易销售	0.6%	0.4%	0.9%	0.9%	0.9%
其他	31.1%	36.5%	40.0%	40.0%	40.0%
<b>综合毛利率（%）</b>	<b>11.0%</b>	<b>14.8%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.2%</b>	<b>15.4%</b>

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## ■ 风险因素：

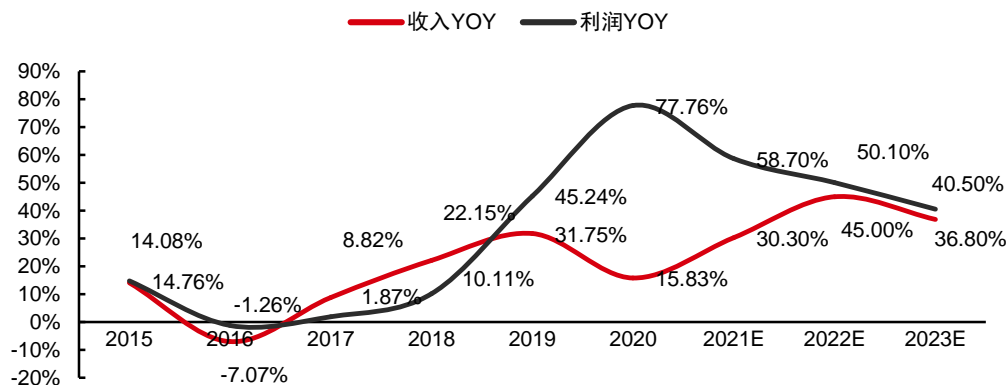
1. 区域固定资产投资增速大幅度低于预期。
2. 中标项目推进低于预期。
3. 海外的疫情和政治波动带来不确定性。
4. 大股东的经营状况出现重大变化。
5. 国家基建政策支持力度不及预期。

## ■ 估值及投资评级：

公司以基建为核心业务，多元发展水力发电，基础设施运营，房地产和土地，贸易销售和其他业务，其中基础设施建设贡献了约 80% 的收入和毛利。我们采用 PE 估值法对公司进行估值。

我们追溯了公司过去 5 年的平均 PE 估值，发现平均 PE 估值为 9.1x 倍，较为稳定。但是考虑到过去五年公司的收入的 CAGR 为 15%，利润 CAGR 为 24%，而我们维未来三年公司的收入 CAGR 预测为 37.2%，净利润 CAGR 预测为 50%，大幅度高于过去五年的水平，因此考虑公司业绩成长性，我们将公司估值中枢上调至 10 倍。

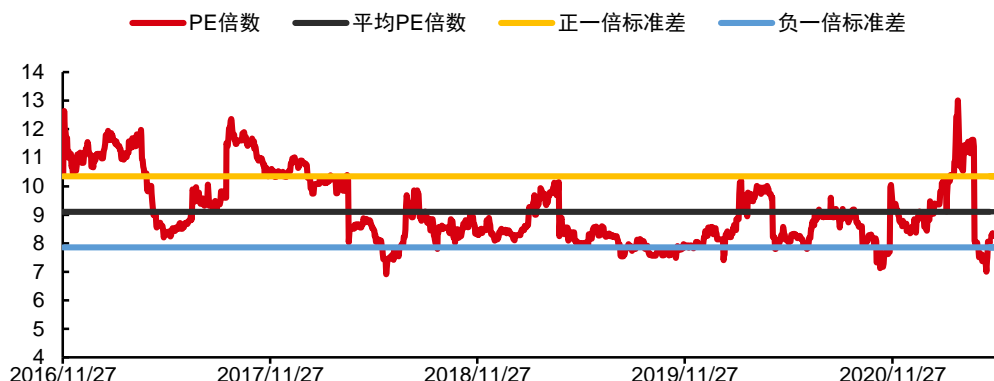
图 51：四川路桥 2021-2023 年收入增速预测，利润增速高于之前阶段



资料来源：Wind，中信证券研究部预测



图 52：四川路桥过去 5 年的估值波动情况，平均估值在 9.1x 附近



资料来源：Wind, 中信证券研究部

我们认为对于该公司的估值也应该参考 A 股中地方性路桥施工企业，我们选取了上海建工、山东路桥等 7 家地方性的路桥基建上市公司作为可比公司。这些公司在 2020 年的平均 PE 为 8.3 倍，PB 为 0.86 倍，四川路桥 2020 年的平均 PE 为 10.6 倍，PB 为 1.5 倍，相较于其他地方基建上市公司价格更高，但是，我们认为对比可比公司后，四川路桥有未来更高的增速前景，估值可以高于同行可比公司。考虑到四川省“十四五”交通发展规划增速 65%，领先全国，公司背靠整合后的蜀道集团，我们预计其未来五年新增高速公路和铁路订单将达 5360 亿元，年均新增 1070 亿元，考虑市政和城轨订单后，可以支撑未来五年收入 CAGR 超过 35%，未来收入保障较好。另外，公司的大股东已经重组，重组后新成立蜀道集团，支持能力会进一步提升，将能够更好地保障公司的收入和利润增长，以及现金流的稳定。我们给予四川路桥 2022 年 10 倍 PE，对应 10.10 元的目标价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18：四川路桥和可比公司水平

证券代码	证券名称	收盘价 (元)	市值 (亿元)	2020 年收入 (亿元)	2020 年净利润 (亿元)	EPS(元/股)			PE			PB
						2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
600170	上海建工	2.76	246	2,313	34	0.34	0.43	0.49	8.1	6.4	5.6	0.92
600820	隧道股份	5.14	162	540	23	0.72	0.78	0.84	7.1	6.6	6.1	0.71
600502	安徽建工	3.89	67	570	8	0.47	0.6	0.72	8.3	6.5	5.4	0.91
000498	山东路桥	5.36	83	344	13	1.12	1.2	1.52	4.8	4.5	3.5	0.96
002062	宏润建设	4.17	46	113	4	0.38	0.32	0.34	11.0	13.0	12.3	1.30
600491	龙元建设	4.97	76	178	8	0.53	0.58	0.63	9.4	8.6	7.9	0.66
600284	浦东建设	7.18	70	84	4	0.46	0.55	0.64	15.7	13.1	11.2	1.09
	平均		111.5						8.3	7.2	6.4	
600039	四川路桥	6.66	318	611	30	0.63	1.01	1.51	10.6	6.6	4.4	1.33

资料来源：Wind，中信证券研究部预测，股价为 2021 年 7 月 13 日收盘价。

**利润表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	52,725	61,070	79,592	115,400	157,870
营业成本	46,941	52,034	67,578	97,881	133,516
毛利率	11.0%	14.8%	15.1%	15.2%	15.4%
税金及附加	199	238	318	462	626
销售费用	19	15	80	115	631
销售费用率	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.4%
管理费用	895	1,066	1,353	1,846	2,526
管理费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
财务费用	1,967	2,320	1,828	2,317	2,783
财务费用率	3.7%	3.8%	2.3%	2.0%	1.8%
研发费用	759	1685	2467	3808	5289
研发费用率	1.4%	2.8%	3.1%	3.3%	3.4%
投资收益	275	36	39	43	40
EBITDA	4,894	6,848	8,591	12,218	16,409
营业利润	2,103	3,686	5,803	8,719	12,260
营业利润率	3.99%	6.04%	7.29%	7.56%	7.77%
营业外收入	54	52	48	51	51
营业外支出	26	68	39	44	50
利润总额	2,132	3,670	5,812	8,726	12,260
所得税	434	625	988	1,483	2,084
所得税率	20.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
少数股东损益	-4	20	24	36	51
归属于母公司股东的净利润	1,702	3,025	4,800	7,206	10,125
净利率	3.2%	5.0%	6.0%	6.2%	6.4%

**资产负债表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	10,753	14,131	18,652	23,080	31,574
存货	20,980	1,969	30,962	43,870	58,570
应收账款	6,829	11,323	16,880	23,313	30,311
其他流动资产	9,186	29,336	11,824	14,440	15,338
流动资产	47,748	56,759	78,318	104,704	135,793
固定资产	2,238	2,308	3,896	5,293	6,499
长期股权投资	1,538	1,483	1,483	1,483	1,483
无形资产	28,193	29,176	29,636	29,947	30,373
其他长期资产	17,898	23,498	30,985	39,799	48,168
非流动资产	49,867	56,465	66,000	76,522	86,523
资产总计	97,615	113,224	144,318	181,226	222,316
短期借款	3,869	3,606	18,271	35,319	54,211
应付账款	22,030	26,705	30,410	40,131	53,406
其他流动负债	20,424	21,699	32,121	40,717	46,591
流动负债	46,324	52,010	80,802	116,167	154,209
长期借款	31,342	33,480	31,980	27,980	23,480
其他长期负债	2,704	2,970	3,143	3,338	3,558
非流动性负债	34,046	36,450	35,123	31,318	27,038
负债合计	80,370	88,460	115,925	147,486	181,247
股本	3,611	4,778	4,775	4,775	4,775
资本公积	3,132	6,447	6,450	6,450	6,450
归属于母公司所有者权益合计	15,597	22,614	26,220	31,530	38,809
少数股东权益	1,648	2,150	2,174	2,210	2,261
股东权益合计	17,245	24,764	28,394	33,740	41,069
负债股东权益总计	97,615	113,224	144,318	181,226	222,316

**现金流量表 (百万元)**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	1,698	3,045	4,824	7,243	10,176
折旧和摊销	791	879	974	1,210	1,417
营运资金的变化	-403	-1,408	-3,082	-3,902	-3,694
其他经营现金流	1,585	761	2,047	2,634	3,105
经营现金流合计	3,671	3,277	4,764	7,185	11,004
资本支出	-5,052	-4,931	-3,563	-3,597	-3,786
投资收益	275	36	39	43	40
其他投资现金流	-1,445	-375	-6,915	-8,103	-7,601
投资现金流合计	-6,223	-5,270	-10,438	-11,656	-11,347
权益变化	117	4,766	0	0	0
负债变化	4,115	3,291	13,219	13,112	14,466
股利支出	-181	-253	-1,194	-1,896	-2,847
其他融资现金流	-1,487	-2,380	-1,828	-2,317	-2,783
融资现金流合计	2,564	5,424	10,196	8,899	8,837
现金及现金等价物净增加额	12	3,431	4,521	4,428	8,494

**主要财务指标**

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	31.8%	15.8%	30.3%	45.0%	36.8%
营业利润	43.1%	75.3%	57.4%	50.3%	40.6%
净利润	45.2%	77.8%	58.7%	50.1%	40.5%
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	11.0%	14.8%	15.1%	15.2%	15.4%
EBITDA Margin	9.3%	11.2%	10.8%	10.6%	10.4%
净利率	3.2%	5.0%	6.0%	6.2%	6.4%
<b>回报率 (%)</b>					
净资产收益率	10.9%	13.4%	18.3%	22.9%	26.1%
总资产收益率	1.7%	2.7%	3.3%	4.0%	4.6%
<b>其他 (%)</b>					
资产负债率	82.3%	78.1%	80.3%	81.4%	81.5%
所得税率	20.4%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
股利支付率	14.9%	39.5%	39.5%	39.5%	39.5%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。