

四川路桥 (600039.SH)

Q1 业绩略超预期，有望受益“一带一路”加码

Q1 营收业绩略超预期，后续有望延续较快增势。公司发布 2023 年一季报，实现营收 309 亿元，同增 29%（重述后）；实现归母净利润 27.3 亿元，同增 33%（重述后），扣非后归母净利润同增 32%（重述后）。Q1 营收业绩均延续快速增长趋势，略超预期，主要系：1) 2023 年以来我国基建保持强度，公司积极开拓市场、参与投建一体项目，施工任务量明显增多，Q1 实现新签订单 288 亿元，同比大增 101%，且在手订单较为优质；2) 积极推动绿色低碳智能建造技术，提升管理效率与效益、降低施工成本；3) 实时监控及预警平台（PCWP）应用逐步成熟，精细化管控能力持续增强，加快推进项目变更、材料调差；4) 通过合理调动蜀道集团内外优质资源，进一步降低施工成本。截至 2022 年底，公司在手订单 2167 亿元，是 2022 年收入的 1.6 倍，蜀道集团计划 2023 年完成投资 2000 亿元，其中高速公路投资 1165 亿元、轨道项目投资 433 亿元，公司作为蜀道集团旗下路桥施工主体有望持续获得优质项目，推动营收业绩延续快速增长趋势。

毛利率小幅下降，费用率降低，跨期收付致现金流流出规模扩大。2023Q1 公司毛利率 16.1%，同比小幅下降 0.6 个 pct。期间费用率 5.4%，YoY-0.4 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY 持平/-0.2/+1.2/-1.4 个 pct，研发费用率提升主要系公司主动加强绿色低碳、智能建造等领域研发投入；财务费用率下降主要系公司主动压减负债，Q1 末资产负债率/有息资产负债率分别为 76.5%/28.9%，分别 YoY-0.4/10.1 个 pct，有息负债压力明显下降。Q1 资产（含信用）减值损失仅 400 万元，同比减少 0.16 亿元。所得税率 16.3%，YoY-0.4 个 pct。归母净利率 8.85%，YoY+0.25 个 pct，延续提升趋势。2023Q1 经营活动现金净流出 82.5 亿元，流出规模同比扩大 62.4 亿元，主要系工程款项跨期收付导致，即因春节提前，2022 年底集中收回大量工程款项，年末时点上未对外支付，而在本期支付了上年度材料采购款、工程款所致，预计公司 Q1 实际现金流情况与往年持平。截至 Q1 末公司现金及现金等价物余额 213 亿元，YoY+44 亿元，在手现金充裕。

“一带一路”政策加码，公司有望重点受益。公司通过实施“大海外”战略持续巩固海外市场，推进“一带一路”建设，2022 年新签订单 37.25 亿元。公司在“一带一路”沿线国家厄立特里亚拥有 3 座矿山，其中阿斯马拉铜金多金属矿（原矿约 400 万吨/年）已开工建设，克拉克贝特金多金属矿进入探转采程序，库鲁里钾盐项目（原矿约 540 万吨/年）力争年内开工。今年是我国“一带一路”战略再次加码元年，政策大趋势明确，5 月至年底将会密集有相关重磅外交事件和会议，驱动“一带一路”项目加速落地和板块内建筑龙头估值提升，公司作为国企龙头有望重点受益。

加速开拓矿产新材料、新能源主业，打造成成长新引擎。矿产及新材料方面，公司拥有在建及运营矿山 11 座，黄磷厂 1 座，2023 年有望陆续开工建设或试生产；新理想公司三元正极材料项目一期（1 万吨/年）已达产，项目二期（4 万吨/年）以及三晟公司正在试生产，磷酸铁锂项目（5 万吨/年）、废旧锂电池回收项目一期（2 万吨/年）正在开工建设。新能源方面，攀大、汶马、丽攀高速分布式光储项目建成投运，德会、久马、攀田、沿江高速公路分布式光储项目陆续建设中；盐边县整县分布式光伏项目顺利推进，昔格达零碳示范村项目建成；凉山州会东县 200MW 光伏项目顺利开工建设。2022 年公司矿产新材料、新能源板块已开始贡献利润，2023 年利润占比有望进一步提升，持续为公司业绩增添动能。

投资建议：我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 140/173/211 亿元，同比增长 25%/23%/22%，EPS 分别为 2.25/2.78/3.39 元，当前股价对应 PE 分别为 7.0/5.7/4.7 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策推进不及预期、新业务开拓不及预期、矿产资源价格大幅波动、关联交易受限等。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	85,049	135,151	165,038	199,310	239,692
增长率 yoy (%)	39.3	58.9	22.1	20.8	20.3
归母净利润（百万元）	5,582	11,213	14,037	17,292	21,100
增长率 yoy (%)	84.5	100.9	25.2	23.2	22.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.90	1.80	2.25	2.78	3.39
净资产收益率 (%)	18.6	24.7	26.1	25.6	25.1
P/E (倍)	17.7	8.8	7.0	5.7	4.7
P/B (倍)	3.6	2.4	2.0	1.5	1.2

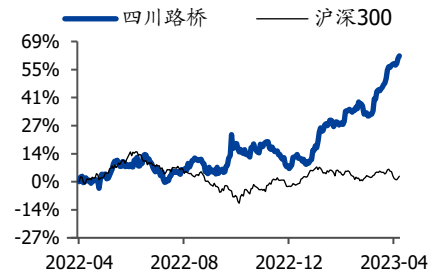
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	15.85
总市值(百万元)	98,672.80
总股本(百万股)	6,225.41
其中自由流通股(%)	76.18
30日日均成交量(百万股)	18.76

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)：盈利延续快速增长，新成长引擎加速打造》2023-03-31
- 《四川路桥 (600039.SH)：业绩大增 67%超预期，分红比例大幅提升》2023-01-31
- 《四川路桥 (600039.SH)：三季报业绩大增 75%超预期，锂电垂直一体化加快成型》2022-10-19



图表 1: 重点财务数据一览

单位: 百万元	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2022一季单季	2023一季单季
营业收入	40,019	52,725	61,070	85,049	135,151	18,286	30,893
营业成本	35,740	46,941	52,034	71,318	112,103	15,228	25,913
毛利率	10.69%	10.97%	14.80%	16.14%	17.05%	16.72%	16.12%
销售费用	24	19	15	22	20	3	5
管理费用	642	895	1,066	1,109	1,677	231	334
研发费用	255	759	1,685	2,855	4,428	195	701
财务费用	1,615	1,967	2,320	2,382	2,519	640	642
销售费用率	0.06%	0.04%	0.03%	0.03%	0.01%	0.01%	0.02%
管理费用率	1.60%	1.70%	1.75%	1.30%	1.24%	1.26%	1.08%
研发费用率	0.64%	1.44%	2.76%	3.36%	3.28%	1.07%	2.27%
财务费用率	4.04%	3.73%	3.80%	2.80%	1.86%	3.50%	2.08%
期间费用率	6.34%	6.90%	8.33%	7.49%	6.40%	5.84%	5.44%
资产(含信用)减值损失	159	-150	-123	-308	652	20	4
投资收益	12	275	36	71	200	-1	44
营业外收入	39	54	52	107	101	22	19
营业外支出	23	26	68	40	59	11	4
税前利润	1,486	2,132	3,670	6,848	13,657	1,918	3,287
所得税	279	434	625	1,154	2,291	320	537
所得税率	18.79%	20.37%	17.02%	16.85%	16.78%	16.68%	16.34%
少数股东损益占比	2.91%	-0.25%	0.66%	1.97%	1.35%	1.61%	0.59%
归母净利润	1,172	1,702	3,025	5,582	11,213	1,572	2,733
净利率	2.93%	3.23%	4.95%	6.56%	8.30%	8.60%	8.85%
摊薄EPS (元)	0.1882	0.2734	0.4859	0.8967	1.8012	0.2526	0.4391
经营性现金流净额	3,233	3,671	3,277	-1,023	13,389	-2,014	-8,253
收现比	90%	91%	88%	86%	90%	105%	94%
付现比	85%	87%	87%	89%	83%	123%	131%

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