

四川路桥 (600039)

高分红低估值成长属性凸显，新业务利润弹性值得期待

业绩快速增长，高分红低估值属性凸显

公司公告 2022 年实现营收 1351.51 亿元，同比+31.79%，实现归母净利润 112.13 亿元，同比+67.31%，公司聚焦“工程建设、矿业及新材料、清洁能源”为主业的“1+2”产业布局，业绩保持高速增长态势。22FY 公司累计中标金额同比增长 40%，支持工程业务保持稳定健康增长，智能建造加速突破有望持续带来降本增效，新能源及矿产资源业务均有序开展，后续有望逐步贡献利润。22-24 年分红比例高达归母净利润 50%，我们认为公司高分红、低估值、高增长属性凸显，大股东持股比例持续提升，良好机制下释放业绩能力和意愿有望维持，新业务板块持续发力，看好中长期成长。

传统主业降本增效，新业务板块有序推进

分业务看：1) **传统主业**：22 年公司工程施工业务实现营收 1140.7 亿元，同比+32.34%，中标合同金额 1403 亿元，同比+40%，支撑工程主业快速增长，同时省外及一带一路业务拓展顺利，新签海外订单 37.25 亿元。2) **矿业及新材料**：22 年实现营收 39.1 亿元，同比+183.67%，目前子公司新锂想 1 万吨三元正极材料已达产并贡献利润，其他磷酸铁锂、电池回收项目均有序推进中，我们预计远期正极材料产能有望达 55 万吨。矿产资源方面，公司在国内外拥有在建及运营矿山 11 座，另有黄磷厂 1 座。其中厄立特里亚铜矿/金矿已分别实现开工建设/探转采，库鲁里 100 万吨/年钾盐矿已完成股权交割，有望于 23 年内开工。3) **清洁能源**：22 年清洁能源业务实现营收 2.0 亿元，同比+6.8%，公司（含托管）在建及运营的清洁能源权益装机约 3GW，若后续大股东清洁能源资产注入有望进一步增厚利润。

利润率稳步提升，现金流表现亮眼

22 年公司毛利率 17.05%，同比+1.7pct，我们预计一方面智能建造加持下传统主业降本增效显著，另一方面则由于高毛利的新业务板块占比提升。公司期间费用率 6.4%，同比-1.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.01/-0.06/-0.08/-0.94pct，收入快速增长带动费用摊薄，综合影响下归母净利率 8.3%，同比+1.7pct。22 年公司 CFO 净额为 133.89 亿元，现金/净利润比率高达 119%，资产负债率 77.92%，同比+0.2pct。

看好中长期成长性，维持“买入”评级

此前公司公告大股东拟继续增持公司股份，当前持股比例高达 78.62%，预计持股比例有望进一步提升。我们认为疫情影响减弱后高速公路运营业务有望回暖，工程业务利润率或持续受益管理提效及智能化施工，高分红率有望维持，预计 23-25 年归母净利润 140/175/219 亿元（23-24 年前值 140/168 亿元），参考可比公司估值，我们看好新能源及矿产业务带来的利润弹性，给予 23 年 8 倍 PE，对应目标价 18.02 元，维持“买入”评级。

风险提示：基建景气度不及预期，新能源发展不及预期，实际利润可能不及预期，新冠疫情反复的风险，大股东清洁能源资产注入不及预期的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	85,048.51	135,151.16	168,228.92	211,483.61	262,675.01
增长率(%)	39.26	58.91	24.47	25.71	24.21
EBITDA(百万元)	13,180.72	22,440.33	22,889.43	28,027.15	34,665.60
归属母公司净利润(百万元)	5,582.07	11,212.91	14,019.09	17,509.16	21,926.80
增长率(%)	84.52	100.87	25.03	24.90	25.23
EPS(元/股)	0.90	1.80	2.25	2.81	3.52
市盈率(P/E)	15.39	7.66	6.13	4.91	3.92
市净率(P/B)	3.16	2.06	1.53	1.32	1.13
市销率(P/S)	1.01	0.64	0.51	0.41	0.33
EV/EBITDA	5.35	2.74	4.65	3.47	3.75

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	13.8 元
目标价格	18.02 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	6,225.41
流通 A 股股本(百万股)	4,742.36
A 股总市值(百万元)	85,910.70
流通 A 股市值(百万元)	65,444.51
每股净资产(元)	6.71
资产负债率(%)	77.92
一年内最高/最低(元)	14.07/8.66

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003	baorongfu@tfzq.com
王涛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001	wangtao@tfzq.com
王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《四川路桥-公司深度研究:低估值高分红弹性品种，矿业&新能源打造第二增长极》 2023-03-03
- 《四川路桥-公司点评:业绩大超预期，看好公司中长期发展》 2023-01-31
- 《四川路桥-公司点评:工程/矿产/新能源齐发力，看好公司长期发展》 2023-01-14

可比公司估值表

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E
000498.SZ	山东路桥	116.45	7.46	1.37	1.61	2.01	2.46	5.45	4.63	3.71	3.03
601800.SH	中国交建	1707.10	10.56	1.11	1.18	1.39	1.54	9.49	8.94	7.62	6.87
600170.SH	上海建工	243.09	2.73	0.42	0.29	0.47	0.51	6.45	9.33	5.80	5.38
600284.SH	浦东建设	68.01	7.01	0.55	0.58	0.80	0.96	12.72	11.98	8.76	7.32
	平均								8.72	6.47	5.65
600039.SH	四川路桥	859.11	13.80	0.90	1.80	2.25	2.81	15.39	7.66	6.13	4.91

注 1: 数据截至 20230331 收盘, 除四川路桥 23-25 年为天风预测外, 其余公司 23-25 年 EPS 为 Wind 一致预测。

注 2: 浦东建设和中国交建已公布 22 年数据, 表中 22 年 EPS 为实际值。

资料来源: Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,291.62	31,440.06	33,645.78	38,067.05	42,028.00	营业收入	85,048.51	135,151.16	168,228.92	211,483.61	262,675.01
应收票据及应收账款	18,773.55	17,236.96	50,989.21	37,128.96	78,156.19	营业成本	71,318.21	112,102.62	139,334.24	175,319.11	217,624.46
预付账款	1,576.61	2,608.50	3,119.68	3,211.28	4,405.57	营业税金及附加	422.86	516.13	642.45	807.63	1,003.12
存货	3,294.70	4,928.69	6,682.49	10,849.42	13,331.08	销售费用	21.58	19.79	33.65	42.30	52.54
其他	6,530.89	16,918.01	62,013.46	92,759.92	84,277.88	管理费用	1,109.47	1,676.69	2,086.04	2,601.25	3,204.64
流动资产合计	42,467.37	73,132.22	156,450.63	182,016.63	222,198.72	研发费用	2,855.37	4,427.56	5,551.55	6,978.96	8,668.28
长期股权投资	1,787.32	3,153.56	3,523.56	3,923.56	4,223.56	财务费用	2,381.78	2,519.33	3,503.49	4,209.66	5,238.76
固定资产	2,954.21	3,710.05	4,218.34	4,330.10	4,162.46	资产/信用减值损失	(307.78)	(651.65)	(510.00)	(510.00)	(470.00)
在建工程	700.79	2,463.70	1,861.41	1,515.14	1,268.30	公允价值变动收益	1.86	(7.14)	11.48	3.50	1.50
无形资产	29,952.13	32,214.28	33,141.34	34,036.55	34,948.92	投资净收益	71.37	199.73	600.00	410.00	420.00
其他	28,988.34	35,499.58	31,921.06	33,197.40	32,438.91	其他	392.74	732.75	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	64,382.79	77,041.18	74,665.70	77,002.75	77,042.15	营业利润	6,781.04	13,615.36	17,178.99	21,428.20	26,834.73
资产总计	137,038.47	208,298.74	231,116.33	259,019.39	299,240.87	营业外收入	107.09	100.61	70.00	80.00	100.00
短期借款	1,890.22	1,869.43	22,644.96	36,228.91	67,745.27	营业外支出	40.25	58.89	60.00	40.00	50.00
应付票据及应付账款	36,619.19	64,227.31	48,014.16	68,865.25	52,037.23	利润总额	6,847.89	13,657.08	17,188.99	21,468.20	26,884.73
其他	22,696.79	32,074.76	42,775.86	43,068.65	53,852.97	所得税	1,153.69	2,291.24	2,883.79	3,601.71	4,510.44
流动负债合计	61,206.21	98,171.49	113,434.97	148,162.80	173,635.46	净利润	5,694.20	11,365.83	14,305.20	17,866.49	22,374.29
长期借款	41,727.00	48,950.30	53,562.31	37,130.30	40,972.23	少数股东损益	112.13	152.93	286.10	357.33	447.49
应付债券	1,007.12	2,027.17	1,517.14	1,772.16	1,644.65	归属于母公司净利润	5,582.07	11,212.91	14,019.09	17,509.16	21,926.80
其他	1,479.07	2,839.67	2,159.37	2,499.52	2,329.44	每股收益(元)	0.90	1.80	2.25	2.81	3.52
非流动负债合计	44,213.19	53,817.13	57,238.82	41,401.97	44,946.32						
负债合计	106,506.16	162,297.65	170,673.80	189,564.77	218,581.78	主要财务比率					
少数股东权益	3,382.92	4,206.89	4,349.94	4,528.61	4,752.35		2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	4,775.43	6,226.34	6,225.41	6,225.41	6,225.41	成长能力					
资本公积	6,290.48	8,314.60	15,814.01	15,814.01	15,814.01	营业收入	39.26%	58.91%	24.47%	25.71%	24.21%
留存收益	15,300.76	26,287.75	33,297.30	42,051.88	53,015.28	营业利润	83.96%	100.79%	26.17%	24.73%	25.23%
其他	782.73	965.52	755.87	834.71	852.03	归属于母公司净利润	84.52%	100.87%	25.03%	24.90%	25.23%
股东权益合计	30,532.32	46,001.09	60,442.53	69,454.61	80,659.08	获利能力					
负债和股东权益总计	137,038.47	208,298.74	231,116.33	259,019.39	299,240.87	毛利率	16.14%	17.05%	17.18%	17.10%	17.15%
						净利率	6.56%	8.30%	8.33%	8.28%	8.35%
						ROE	20.56%	26.83%	24.99%	26.97%	28.89%
						ROIC	24.77%	33.47%	50.73%	27.81%	34.94%
						偿债能力					
						资产负债率	77.72%	77.92%	73.85%	73.19%	73.05%
						净负债率	129.28%	55.32%	82.18%	60.30%	91.17%
						流动比率	1.17	1.21	1.38	1.23	1.28
						速动比率	1.11	1.16	1.32	1.16	1.20
						营运能力					
						应收账款周转率	5.64	7.51	4.93	4.80	4.56
						存货周转率	32.32	32.87	28.98	24.13	21.73
						总资产周转率	0.68	0.78	0.77	0.86	0.94
						每股指标(元)					
						每股收益	0.90	1.80	2.25	2.81	3.52
						每股经营现金流	-0.16	2.15	-3.10	3.77	-2.11
						每股净资产	4.36	6.71	9.01	10.43	12.19
						估值比率					
						市盈率	15.39	7.66	6.13	4.91	3.92
						市净率	3.16	2.06	1.53	1.32	1.13
						EV/EBITDA	5.35	2.74	4.65	3.47	3.75
						EV/EBIT	5.71	2.88	4.97	3.69	3.97

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,694.20	11,365.83	14,019.09	17,509.16	21,926.80
折旧摊销	1,083.65	1,585.93	1,466.96	1,669.29	1,852.12
财务费用	2,372.13	2,614.66	3,503.49	4,209.66	5,238.76
投资损失	(71.37)	(199.73)	(600.00)	(410.00)	(420.00)
营运资金变动	(8,054.90)	17,483.59	(38,010.15)	122.16	(42,202.77)
其它	(2,046.87)	(19,461.52)	297.58	360.83	448.99
经营活动现金流	(1,023.17)	13,388.76	(19,323.03)	23,461.10	(13,156.11)
资本支出	1,819.48	5,932.99	3,350.30	2,389.85	2,820.07
长期投资	304.12	1,366.24	370.00	400.00	300.00
其他	(5,776.44)	(15,142.95)	(5,251.62)	(5,397.67)	(5,212.67)
投资活动现金流	(3,652.84)	(7,843.72)	(1,531.32)	(2,607.82)	(2,092.59)
债权融资	4,600.72	2,603.63	22,923.82	(7,577.60)	30,379.48
股权融资	(2,154.03)	3,657.81	136.25	(8,854.41)	(11,169.82)
其他	266.34	382.85	(0.00)	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,713.03	6,644.29	23,060.07	(16,432.01)	19,209.66
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,962.98)	12,189.32	2,205.72	4,421.27	3,960.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com