

四川路桥 (600039.SH)

盈利延续快速增势，新成长引擎加速打造

盈利快速增长，在手订单充裕。公司发布2022年报，实现营收1352亿元，同增32%（重述后），2022年在基建稳增长背景下，行业需求保持景气，公司营收保持较快增速；实现归母净利润112亿元，同增67%（重述后），与此前业绩预告一致，业绩增速快于营收主要系：1）公司积极参与利润率较高的大股东蜀道集团投建一体项目；2）深入实施精细化管理，推进绿色低碳智能施工技术，促进降本增效；3）积极推进因项目变更等因素导致的材料调差。**分季度看，Q1-Q4分别实现营收183/261/223/685亿元，同增33%/29%/17%/38%，Q4公司赶工积极性较高，结算加快；分别实现归母净利润15.7/20.9/23.6/52.0亿元，同增31%/52%/172%/59%。**分板块看，工程施工/矿业及新材料/清洁能源/贸易销售/高速公路投资运营分别实现营收1141/39/2/141/24亿元，同增32%/184%/7%/18%/4%，施工主业增速稳健，矿业及新材料增势显著（主要由新锂想公司、三晟公司增长带动）。截至2022年末，公司在手订单2167亿元，是公司年收入的1.6倍，在手订单充足保障后续营收业绩继续快速释放。公司拟现金分红56.7亿元，占归母净利润的51%（上年为40%），当前股价对应股息率6.9%。

盈利能力持续提升，费用率下降，现金净流入大幅增多。2022年公司毛利率17.1%，YoY+0.9个pct，延续提升趋势，主要系在大股东蜀道集团主导省内交通基建投资后，公司省内竞争环境大幅改善，订单利润率明显提升。期间费用率6.40%，YoY-1.09个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率YoY-0.01/-0.06/-0.08/-0.94个pct，公司营收快速扩大，规模效益持续显现。资产（含信用）减值损失6.5亿元，同比扩大3.4亿元，预计主要系营收规模快速扩张后，计提坏账相应有所增多。所得税率16.8%，同比基本持平。归母净利率8.30%，YoY+1.73个pct。经营活动现金大幅净流入134亿元，上年同期为净流入53亿元（重述后），现金流表现优异，主要系工程计量收款、新开工项目预收款增加。

矿产新材料、新能源主业加速开拓，持续打造成长新动能。矿产及新材料方面，矿业领域公司拥有在建及运营矿山11座，黄磷厂1座，其中厄立特里亚阿斯马拉铜金多金属矿（原矿约400万吨/年）已开工建设，克尔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，马边磷矿（原矿100万吨/年）已取得采矿证，会东大黑山磷矿（原矿60万吨/年）进入矿山开发设计阶段，黄磷厂（6万吨/年）实现试生产，鑫展望公司南江霞石（原矿22万吨/年）正在设备调试；新材料领域公司拥有三元正极材料、磷酸铁锂生产企业各1家，电池回收企业2家，其中新锂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）正在进行试生产，蜀能矿产公司磷酸铁锂项目（5万吨/年）已开工建设，三晟公司进入试生产阶段，蜀矿环锂公司废旧锂电池回收项目一期（2万吨/年）已完成所有生产厂房建设，正在开展设备安装工作。新能源方面，2022年公司围绕风、光、水等绿色能源，整合下属公司设立四川蜀道清洁能源集团有限公司负责开展新能源运营业务，目前攀大、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，普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，后续有望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5.9/4.8/3.9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)	14.7	7.3	5.9	4.8	3.9
P/B (倍)	3.0	2.0	1.6	1.3	1.0

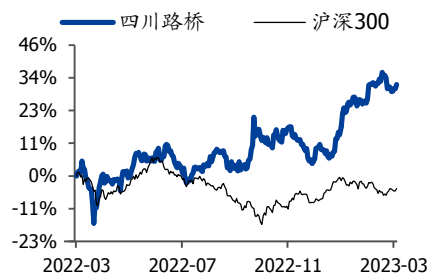
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2023年3月30日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
3月30日收盘价(元)	13.21
总市值(百万元)	82,237.71
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)	16.38

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): 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): 季报业绩大增75%超预期, 锂电垂直一体化加快成型》2022-10-19
- 《四川路桥(600039.SH): 矿产布局迎新突破, 锂电巨头合作深化》2022-10-08



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	72656	131258	137556	177992	187819
现金	12292	31440	38305	40056	40505
应收票据及应收账款	18774	17237	15771	50666	58285
其他应收款	2849	3417	4234	5006	6107
预付账款	1577	2609	2502	3670	3753
存货	3295	4929	5118	6968	7544
其他流动资产	33870	71626	71626	71626	71626
非流动资产	64383	77041	81382	85932	90524
长期投资	1787	3154	4561	5983	7419
固定资产	2954	3710	5367	7090	8924
无形资产	29952	32214	32830	33408	34116
其他非流动资产	29689	37963	38624	39451	40066
资产总计	137038	208299	218939	263924	278343
流动负债	62293	108481	112754	148112	151816
短期借款	1890	1869	1869	1869	1869
应付票据及应付账款	36619	64227	58975	89239	88727
其他流动负债	23784	42384	51909	57003	61220
非流动负债	44213	53817	51622	47426	41231
长期借款	42734	50977	48782	44586	38391
其他非流动负债	1479	2840	2840	2840	2840
负债合计	106506	162298	164375	195538	193047
少数股东权益	3383	4207	4398	4634	4922
股本	4775	6226	8717	8717	8717
资本公积	6290	8315	5824	5824	5824
留存收益	15301	26288	35356	45588	57959
归属母公司股东权益	27149	41794	50165	63752	80374
负债和股东权益	137038	208299	218939	263924	278343

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-1023	13389	14718	16197	18455
净利润	5694	11366	14228	17528	21388
折旧摊销	1084	1586	1454	1303	1559
财务费用	2382	2519	2413	2771	3270
投资损失	-71	-200	-61	-76	-90
营运资金变动	-3603	21036	-3315	-5327	-7673
其他经营现金流	-6509	-22918	-2	-1	1
投资活动现金流	-3653	-7844	-5733	-5776	-6062
资本支出	2567	5330	2934	3128	3156
长期投资	-1008	-1676	-1407	-1422	-1436
其他投资现金流	-2093	-4191	-4206	-4070	-4341
筹资活动现金流	2713	6644	-2120	-8671	-11944
短期借款	-1716	-21	0	0	0
长期借款	7255	8243	-2195	-4195	-6195
普通股增加	-2	1451	2491	0	0
资本公积增加	-157	2024	-2491	0	0
其他筹资现金流	-2667	-5053	75	-4475	-5748
现金净增加额	-1970	12194	6865	1750	449

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	85049	135151	165038	199310	239692
营业成本	71318	112103	136954	164757	197830
营业税金及附加	423	516	679	837	1025
营业费用	22	20	24	29	35
管理费用	1109	1677	2311	2790	3356
研发费用	2855	4428	5776	6976	8389
财务费用	2382	2519	2413	2771	3270
资产减值损失	-91	-265	-324	140	120
其他收益	76	185	0	0	0
公允价值变动收益	2	-7	2	1	-1
投资净收益	71	200	61	76	90
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	6781	13615	17268	21087	25756
营业外收入	107	101	80	110	100
营业外支出	40	59	48	54	50
利润总额	6848	13657	17300	21143	25806
所得税	1154	2291	3071	3616	4418
净利润	5694	11366	14228	17528	21388
少数股东损益	112	153	191	236	288
归属母公司净利润	5582	11213	14037	17292	21100
EBITDA	10498	17778	19467	22925	27638
EPS (元)	0.90	1.80	2.25	2.78	3.39

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	39.3	58.9	22.1	20.8	20.3
营业利润(%)	84.0	100.8	26.8	22.1	22.1
归属于母公司净利润(%)	84.5	100.9	25.2	23.2	22.0
获利能力					
毛利率(%)	16.1	17.1	17.0	17.3	17.5
净利率(%)	6.6	8.3	8.5	8.7	8.8
ROE(%)	18.6	24.7	26.1	25.6	25.1
ROIC(%)	9.8	13.4	12.9	14.2	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	77.7	77.9	75.1	74.1	69.4
净负债比率(%)	131.5	59.2	48.3	32.7	20.8
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	5.6	7.5	10.0	6.0	4.4
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.90	1.80	2.25	2.78	3.39
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.16	2.15	2.36	2.60	2.96
每股净资产(最新摊薄)	4.36	6.71	8.06	10.24	12.91
估值比率					
P/E	14.7	7.3	5.9	4.8	3.9
P/B	3.0	2.0	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	15.1	8.2	7.5	6.2	5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 3 月 30 日收盘价

图表 1: 重点财务数据一览

单位: 百万元	2021年	2022年	2021一季单季	2021二季单季	2021三季单季	2021四季单季	2022一季单季	2022二季单季	2022三季单季	2022四季单季
营业收入	85,049	135,151	13,273	19,244	19,505	33,027	18,286	26,061	22,312	68,492
营业成本	71,318	112,103	10,911	16,618	16,647	27,142	15,228	21,692	17,559	57,623
毛利率	16.14%	17.05%	17.79%	13.65%	14.65%	17.82%	16.72%	16.76%	21.30%	15.87%
销售费用	22	20	3	6	3	9	3	4	4	9
管理费用	1,109	1,677	224	165	221	500	231	232	258	956
研发费用	2,855	4,428	138	187	592	1,939	195	645	787	2,799
财务费用	2,382	2,519	572	508	622	680	640	650	722	507
销售费用率	0.03%	0.01%	0.02%	0.03%	0.02%	0.03%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%
管理费用率	1.30%	1.24%	1.69%	0.86%	1.13%	1.51%	1.26%	0.89%	1.15%	1.40%
研发费用率	3.36%	3.28%	1.04%	0.97%	3.03%	5.87%	1.07%	2.48%	3.53%	4.09%
财务费用率	2.80%	1.86%	4.31%	2.64%	3.19%	2.06%	3.50%	2.50%	3.24%	0.74%
期间费用率	7.49%	6.40%	7.06%	4.50%	7.37%	9.47%	5.84%	5.88%	7.94%	6.24%
资产(含信用)减值损失	-308	-652	20	-67	-54	-207	-20	-138	-150	-343
投资收益	71	200	1	15	0	56	-1	32	45	125
营业外收入	107	101	19	11	9	68	22	17	6	55
营业外支出	40	59	8	5	11	17	11	13	16	18
税前利润	6,848	13,657	1,424	1,635	1,292	2,497	1,918	2,654	2,769	6,316
所得税	1,154	2,291	227	278	234	416	320	470	470	1,031
所得税率	16.85%	16.78%	15.91%	16.98%	18.08%	16.66%	16.68%	17.70%	16.98%	16.33%
少数股东损益占比	1.97%	1.35%	0.05%	2.79%	9.91%	-1.50%	1.61%	4.48%	-2.61%	1.69%
归母净利润	5,582	11,213	1,197	1,319	954	2,112	1,572	2,087	2,359	5,195
净利率	6.56%	8.30%	9.02%	6.86%	4.89%	6.40%	8.60%	8.01%	10.57%	7.59%
摊薄EPS (元)	0.90	1.80	0.25	0.28	0.20	0.44	0.33	0.43	0.49	0.83
经营性现金流净额	-1,023	13,389	-1,866	-1,047	2,938	-1,049	-2,014	-225	-357	15,984
收现比	86%	90%	71%	77%	97%	90%	105%	72%	93%	91%
付现比	89%	83%	94%	86%	90%	89%	123%	76%	108%	67%

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