

# 四川路桥 (600039.SH)

## “交通+”打造商业闭环，新业务迎成长良机

“高速公路建设+资源开发”新模式，精妙布局促多方共赢。随着我国交通基础设施日趋完善，优质高速公路项目逐渐减少，新项目收益率趋于下降，高速公路投资可持续发展亟待新模式支撑，“高速公路+”的创新投资方式呼之欲出。今年7月6日，四川发布《关于深化高速公路市场化改革的指导意见》，提出“高速公路建设+资源开发”打捆招商的新模式，一方面通过高速公路建设支撑矿产、新能源、旅游资源、土地综合开发等产业发展，另一方面这些资源开发类项目收益率更高，可反哺高速公路投资。该模式下，政府端可减少财政压力，顺利完成交通基建项目建设与资源开发；居民端可实现高速路通车和利用当地资源创造就业岗位，实现脱贫致富；工程端可提升高速公路项目整体收益率，多方实现共赢。

四川为资源大省，新能源产业链成长潜力巨大。四川是国内矿产资源大省，其中具备更佳开采条件的固态矿石锂储量占全国的57%，据全国首位；磷矿储量占比约11%，也处全国前列。同时，四川还拥有充足的水电等清洁能源供给，可以满足高能耗的新能源产业链生产过程中节能减排需求。依托资源禀赋，四川已培育引进宁德时代、比亚迪、中创新航、蜂巢能源、华鼎国联、天齐锂业、巴莫科技等一批行业领先企业，聚集锂矿采选、基础锂盐、电池材料、动力电池、新能源汽车及动力电池回收利用等产业链上下游，未来产业集群效果有望持续显现，长期成长潜力巨大。

“交通+资源+新材料”闭环成型，蜀道龙头成长动力强化。公司当前正着力构建“工程建设+新材料+新能源”三主业经营架构，在四川省积极推动“交通+资源”新模式背景下，公司各主业可形成相互协同的商业闭环：1) 依托交通建设市占率优势，可为矿产等资源开发业务持续导流；2) 依托矿产资源，可为锂电项目提供低成本原材料，提升项目盈利能力；3) 依托原材料优势，可吸引和绑定下游龙头销售渠道（如比亚迪、四川能投等），保障产能顺利消化；4) 依托锂电业务利润和现金流，反哺公司交通基建、新材料、新能源业务实现中长期可持续发展。

**投资建议：**我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为71/84/100亿元，同比增长28%/19%/19%，EPS分别为1.48/1.76/2.09元，当前股价对应PE分别为6.8/5.8/4.8倍，考虑到公司新材料+新能源业务有望打造成长新引擎，成长潜力充足，维持“买入”评级。

**风险提示：**大股东支持力度不达预期、省内基建投资不达预期、新业务布局不达预期、矿产资源价格大幅波动、关联交易受限等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	61,070	85,049	108,327	124,749	140,544
增长率 yoy (%)	15.8	39.3	27.4	15.2	12.7
归母净利润(百万元)	3,025	5,582	7,125	8,447	10,030
增长率 yoy (%)	77.8	84.5	27.6	18.6	18.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.63	1.16	1.48	1.76	2.09
净资产收益率(%)	12.3	18.6	20.4	20.0	19.6
P/E(倍)	16.1	8.7	6.8	5.8	4.8
P/B(倍)	2.1	1.8	1.5	1.2	1.0

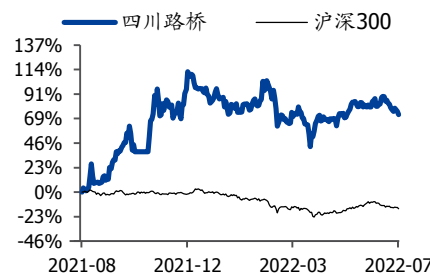
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2022年7月29日收盘价

买入(维持)

### 股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
7月29日收盘价(元)	10.11
总市值(百万元)	48,577.98
总股本(百万股)	4,804.94
其中自由流通股(%)	98.06
30日日均成交量(百万股)	21.51

### 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): 磷矿取得积极进展, 新材料业务成长添动能》2022-06-11
- 《四川路桥(600039.SH): Q4业绩超预期, 高增趋势有望延续》2022-03-03
- 《四川路桥(600039.SH): 全年业绩略超预期, 1+3产业布局加速推进》2022-01-18

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	56759	72656	90725	101867	119632
现金	14131	12292	12999	14970	16865
应收票据及应收账款	11410	18774	34069	42699	56625
其他应收款	2728	2849	4255	3926	5291
预付账款	1351	1577	2153	2142	2696
存货	1969	3295	3379	4260	4284
其他流动资产	25170	33870	33870	33870	33870
<b>非流动资产</b>	56465	64383	67779	70369	72604
长期投资	1483	1787	2098	2413	2735
固定资产	2308	2954	4242	5194	6101
无形资产	29182	29952	30929	31452	31907
其他非流动资产	23492	29689	30511	31310	31860
<b>资产总计</b>	113224	137038	158505	172235	192235
<b>流动负债</b>	52010	62293	79251	87918	103431
短期借款	3606	1890	4774	7755	11490
应付票据及应付账款	27440	36619	44603	48361	55618
其他流动负债	20964	23784	29873	31801	36323
<b>非流动负债</b>	36450	44213	43666	41120	36573
长期借款	35479	42734	42187	39640	35094
其他非流动负债	971	1479	1479	1479	1479
<b>负债合计</b>	88460	106506	122917	129037	140004
少数股东权益	2150	3383	3528	3701	3905
股本	4778	4775	4805	4805	4805
资本公积	6447	6290	6290	6290	6290
留存收益	10870	15301	20573	26563	33275
归属母公司股东权益	22614	27149	32059	39497	48326
<b>负债和股东权益</b>	113224	137038	158505	172235	192235

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	3277	-1023	3716	6235	7513
净利润	3045	5694	7270	8619	10235
折旧摊销	879	1084	1069	961	1099
财务费用	2320	2382	2090	2183	2323
投资损失	-36	-71	-17	-41	-48
营运资金变动	-1408	-3603	-6694	-5484	-6091
其他经营现金流	-1523	-6509	-3	-4	-4
<b>投资活动现金流</b>	-5270	-3653	-4447	-3506	-3282
资本支出	4931	2567	3086	2274	1913
长期投资	-430	-1008	-311	-315	-322
其他投资现金流	-769	-2093	-1672	-1546	-1691
<b>筹资活动现金流</b>	5424	2713	-1446	-3739	-6071
短期借款	-263	-1716	0	0	0
长期借款	2139	7255	-547	-2547	-4547
普通股增加	1167	-2	30	0	0
资本公积增加	3316	-157	0	0	0
其他筹资现金流	-935	-2667	-929	-1193	-1524
<b>现金净增加额</b>	3423	-1970	-2176	-1010	-1839

**利润表 (百万元)**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	61070	85049	108327	124749	140544
营业成本	52034	71318	90427	103500	115763
营业税金及附加	238	423	432	519	598
营业费用	15	22	27	32	36
管理费用	1066	1109	1625	2370	2670
研发费用	1685	2855	4333	4865	5481
财务费用	2320	2382	2090	2183	2323
资产减值损失	-23	-91	542	823	1335
其他收益	29	76	0	0	0
公允价值变动收益	8	2	3	4	4
投资净收益	36	71	17	41	48
资产处置收益	24	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	3686	6781	8870	10501	12390
营业外收入	52	107	63	69	73
营业外支出	68	40	39	43	48
<b>利润总额</b>	3670	6848	8894	10527	12416
所得税	625	1154	1624	1908	2181
<b>净利润</b>	3045	5694	7270	8619	10235
少数股东损益	20	112	145	172	205
<b>归属母公司净利润</b>	3025	5582	7125	8447	10030
EBITDA	6685	10498	11187	12799	14853
EPS (元)	0.63	1.16	1.48	1.76	2.09

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.8	39.3	27.4	15.2	12.7
营业利润(%)	75.3	84.0	30.8	18.4	18.0
归属于母公司净利润(%)	77.8	84.5	27.6	18.6	18.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	14.8	16.1	16.5	17.0	17.6
净利率(%)	5.0	6.6	6.6	6.8	7.1
ROE(%)	12.3	18.6	20.4	20.0	19.6
ROIC(%)	7.1	9.8	9.2	9.7	10.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	78.1	77.7	77.5	74.9	72.8
净负债比率(%)	125.0	131.5	127.1	105.8	86.1
流动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	6.7	5.6	4.1	3.3	2.8
应付账款周转率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.63	1.16	1.48	1.76	2.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.68	-0.21	0.77	1.30	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.71	5.65	6.67	8.21	10.05
<b>估值比率</b>					
P/E	16.1	8.7	6.8	5.8	4.8
P/B	2.1	1.8	1.5	1.2	1.0
EV/EBITDA	12.2	8.8	8.7	7.6	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 7 月 29 日收盘价

## 内容目录

1. 高速公路建设+资源开发新模式，精妙布局促多方共赢.....	4
2. 四川为资源大省，新能源产业链成长潜力巨大.....	5
3. 集团大力支持，公司卡位省内交通+资源发展核心角色.....	7
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	9
5. 风险提示.....	10

## 图表目录

图表 1: 荣乌高速威海段边坡光伏发电试验项目.....	5
图表 2: 云南大板桥非洲风情主题服务区.....	5
图表 3: 四川省主要矿产资源储量及全国占比.....	5
图表 4: 四川省十四五期间矿山保护目标.....	6
图表 5: 我国 2021 年水电装机规模前十省市.....	6
图表 6: 我国锂矿床分布图.....	7
图表 7: 四川省高速公路运营及在建里程情况.....	8
图表 8: 公司主营业务拆分.....	9
图表 9: 可比公司估值表.....	9

## 1. 高速公路建设+资源开发新模式，精妙布局促多方共赢

**高速公路投资可持续发展亟待新模式支撑。**随着高速公路基本路网不断完善，新增项目地形条件复杂，建设成本持续提升（我国收费高速公路平均建设投资已由 2013 年的每公里 0.7 亿元上升到 2020 年的每公里 1.3 亿元<sup>1</sup>），且新项目收益趋于下降，对投资方的吸引力有限。我国要实现高速公路投资可持续发展，亟待新业务模式支撑，对此我国《交通强国建设纲要》提出加速新业态新模式发展，《国家综合立体交通网规划纲要》也指出要推进交通与相关产业融合发展，“高速公路+”的创新投资方式呼之欲出。

**四川拟推“高速公路建设+资源开发”打捆招商新模式。**今年 7 月 6 日，四川省政府办公厅发布《关于深化高速公路市场化改革的指导意见》，鼓励创新多种模式，破解融资难题，进一步加快高速公路建设。其中重点提出“高速公路建设+资源开发”打捆招商的新模式：鼓励新建高速公路项目多元化经营，将矿产、光伏、旅游等资源开发与高速公路建设打捆招商、一体实施，在高速公路出入口、互通立交、服务区等毗邻区域实施土地综合开发，开展仓储物流、客运场站、信息服务等业态的开发经营，打造高速公路“路衍经济”，提高高速公路整体效益。

基于该政策，我们认为该高速公路开发新模式可包括以下几种具体运用场景：

**1) 矿产+高速公路：**高速公路可支撑资源开发，资源可提升项目收益率，反哺高速公路发展，尤其是对于有矿产资源的偏远贫困地区，该模式有望在帮助当地实现高速公路通车、矿产资源开发，促进当地实现人民脱贫致富，并充实地方财政。

**2) 新能源+高速公路：**在服务区、边坡等公路沿线合理布局风电机组、光伏板等新能源发电设施，引导服务区和停车区建设充电桩等能源补给设施，按照“自用优先、余电上网”的原则，为高速公路运营及人们驾车出行提供清洁能源的同时，增强高速公路项目运营收益率。

**3) 旅游资源+高速公路：**结合高速公路沿线自然景观、地域风情和旅游资源，推动交旅融合发展模式，如中国交建旗下的中交交旅投资控股有限公司，已在云南、贵州、四川、重庆等地区开展“交通+营地”“交通+休闲小镇”“交通+康养度假”等相关业务。

**4) 土地综合开发+高速公路：**如在经济发达地区的匝道区、立交区，通过上盖绿化平台等手段建设停车场、住宅小区或商业综合体，缓解土地资源利用压力，提升城市综合服务能力，获取土地增值溢价。

<sup>1</sup> 财政部网站：<https://www.cpppc.org/PPPpyw/1001583.jhtml>

图表 1: 荣乌高速威海段边坡光伏发电试验项目



资料来源: 新闻联播, 国盛证券研究所

图表 2: 云南大板桥非洲风情主题服务区



资料来源: 新华网, 国盛证券研究所

## 2. 四川为资源大省, 新能源产业链成长潜力巨大

**四川成矿条件优越、矿产资源丰富。**四川地质构造复杂, 成矿条件有利, 矿产资源丰富, 矿产种类齐全, 是国内矿产资源大省。截至 2020 年, 四川查明资源储量的矿种 92 种 (亚矿种 123 种), 33 种矿产排位进入全国同类矿产查明资源储量的前三位, 天然气、钒、钛、二氧化碳气、锂矿 (Li<sub>2</sub>O) 等 14 种矿产在全国查明资源储量中排第一位, 铁矿、铂族金属、稀土矿(稀土氧化物)等 10 种矿产在全国查明资源储量中排第二位<sup>2</sup>。目前四川省内主要大中型矿产资源基地包括四川盆地天然气、页岩气、川南煤炭、攀西钒钛、会理-会东铜铅锌、冕宁-德昌稀土、川西锂矿、马边-雷波磷矿以及乐山-广元水泥等。

图表 3: 四川省主要矿产资源储量及全国占比

矿种	单位	四川查明资源储量	全国查明储量	四川占全国的比例
钛矿	TiO, 万吨	62290	81900	76%
天然气	亿立方米	29010	55221	53%
钒矿	V <sub>2</sub> O <sub>5</sub> , 万吨	1748	6428	27%
锂矿	Li <sub>2</sub> O, 万吨	189	967	20%
芒硝	矿石, 亿吨	187	1171	16%
硫铁矿	矿石, 亿吨	10	61	16%
铂族金属	金属, 吨	51	365	14%
铁矿	矿石, 亿吨	96	849	11%
磷矿	矿石, 亿吨	28	253	11%
铅矿	铅, 万吨	373	8967	4%
锌矿	锌, 万吨	633	18494	3%
金矿	金, 吨	400	13196	3%
铜矿	铜, 万吨	259	10608	2%
银矿	银, 吨	5286	316000	2%
煤矿	亿吨	126	16667	1%

资料来源: 2017 年四川省国土资源公报, 2017 年中国矿产资源报告, 国盛证券研究所

<sup>2</sup> 四川政府网: <https://www.sc.gov.cn/10462/10778/10876/2021/1/4/0c01684f17ec4852bf70ed232c6f549c.shtml>

十四五省内矿产开发将更加注重规模化和集约化，大型央国企有望重点受益。据《四川省矿产资源总体规划（2021-2025）》（征求意见稿），十四五期间四川在积极开发省内矿产资源的同时，将更加注重规模化和集约化，积极推动绿色转型，到2025年矿山总数明显减少，大中型矿山比例大幅提升，且85%大中型生产矿山和80%小型生产矿山进入各级绿色矿山建设名录。在矿产开发要求持续提升背景下，预计有大规模矿产开发能力、绿色集约开发技术的央国企有望重点受益，矿产资源有望增多。

图表4：四川省十四五期间矿山保护目标

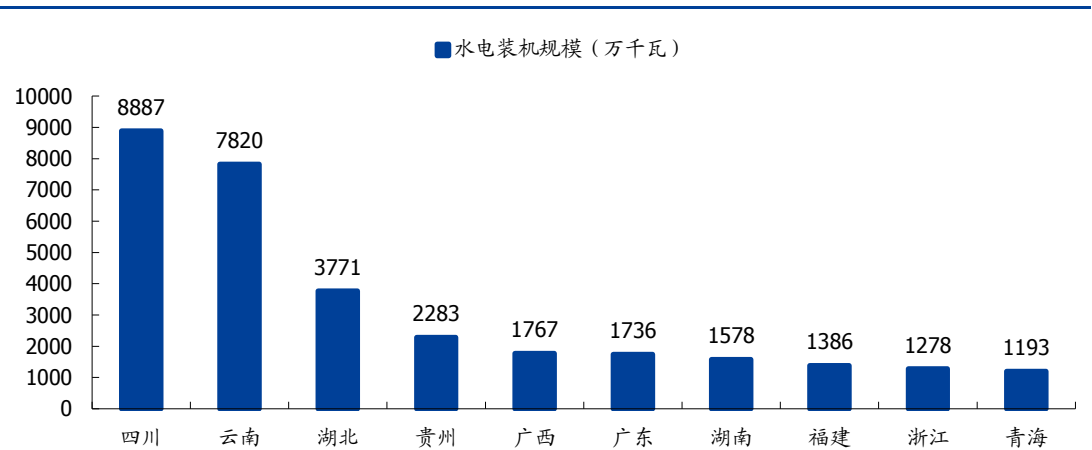
项目	单位	2020年目标	2025年目标
矿山总数	个	5700	≤3500
大中型矿山比例	%	9	≥20
绿色大中型矿山比例	%		≥85
绿色小型矿山比例	%	50	≥80

资料来源：《四川省矿产资源总体规划（2021-2025）》（征求意见稿），国盛证券研究所

四川发展新能源产业链优势突出。我国锂矿资源以分布在青海和西藏等地的液体卤水锂矿为主（约90%），但我国液体锂矿自然环境恶劣、基础设施薄弱、品位较低，因此我国锂来源当前仍以矿石为主。四川拥有世界级矿石锂资源（阿坝可儿因矿田、甘孜甲基卡矿田），矿石锂资源占世界矿石锂的6.1%、全国的57%；同时四川磷矿资源也较为丰富，为新能源发展提供支撑。此外，四川盆地水系丰富，拥有充足的水电等清洁能源供给，2021年水电装机容量和发电量均稳居全国首位，可以满足高能耗的新能源产业链生产过程中节能减排的需求。

大型龙头新能源产业链企业纷纷布局四川，产业集群效益持续显现。在四川较强的新能源产业链资源禀赋基础上，四川已培育引进宁德时代、比亚迪、中创新航、蜂巢能源、华鼎国联、天齐锂业、巴莫科技等一批行业领先企业，聚集锂矿采选、基础锂盐、电池材料、动力电池、新能源汽车及动力电池回收利用等产业链上下游企业近100户，具备锂矿开采能力近150万吨，基础锂盐产能24万吨，正负极材料产能125万吨，动力电池产能100GWh<sup>3</sup>，产业集群效果显著。

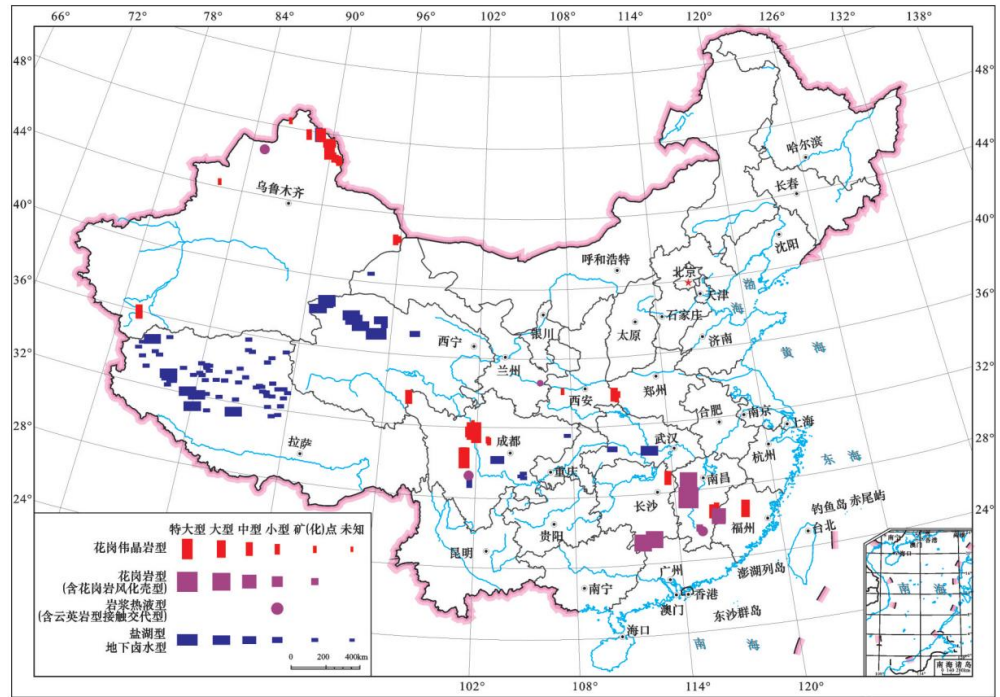
图表5：我国2021年水电装机规模前十省市



资料来源：中电联，国盛证券研究所

<sup>3</sup> 新华网：[http://sc.news.cn/content/2022-07/19/c\\_1128843806.htm](http://sc.news.cn/content/2022-07/19/c_1128843806.htm)

图表 6: 我国锂矿床分布图



资料来源: 中国地质大学《国内外锂矿主要类型、分布特点及勘查开发现状》, 国盛证券研究所

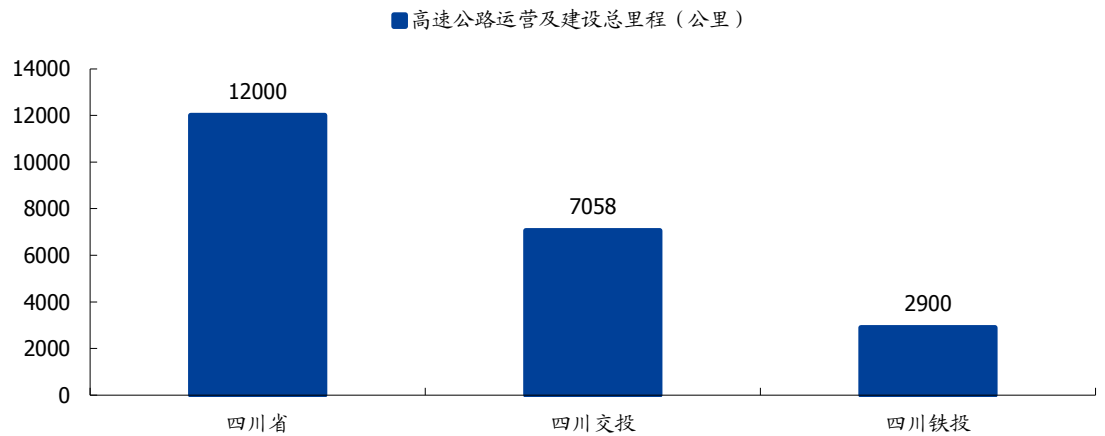
### 3. 集团大力支持，公司卡位省内交通+资源发展核心角色

蜀道集团省内高速公路市占率达**80%**以上。根据交通部信息，“十三五”期，四川新开工高速公路 4400 公里，建成和在建总里程近 1.2 万公里，新增通车里程超过 2100 公里，通车里程数比“十二五”末增加 35%，全省高速公路通车总里程达到 8140 公里。蜀道集团前身四川铁投投资建设公路 2900 公里，四川交投投资建设（完工+在建）高速公路约 7058 公里<sup>4</sup>，两者合计约 1 万公里，占全省在建和建成高速公路里程数的 83% 以上。

同业竞争逐步解决，公司将占据省内交通建设市场主要份额。公司去年已公告拟发行股份及支付现金购买蜀道集团旗下交建股份、高路建筑及高路绿化股权以解决蜀道集团旗下同业竞争问题。后续随着同业竞争问题逐步解决，路桥施工资产逐步放入公司，公司将占据省内交通建设市场主要份额。根据四川省十四五规划，预计十四五期间公路水路投资在 8000 亿元，假设蜀道集团主导的相关投资占比 80%，则总投资达 6400 亿元。假设其中 70% 交由四川路桥等集团内施工企业，则每年集团公路相关订单可达约 900 亿元。

<sup>4</sup> 证券时报 [https://company.stcn.com/gsxw/202104/t20210402\\_2998374.html](https://company.stcn.com/gsxw/202104/t20210402_2998374.html)

图表 7: 四川省高速公路运营及在建里程情况



资料来源: 公司官网, 交通部网站, 国盛证券研究所

**蜀道集团矿产资源开发业务持续推进。**蜀道集团业务涵盖业务公路铁路投资建设运营、相关多元产业、智慧交通、产融结合四大板块, 其中多元产业主要包括交通服务、矿产及新材料投资、清洁能源投资等。今年3月, 蜀道集团与省自然资源投资集团签署战略合作协议, 拟在矿产资源勘查开发等领域开展合作, 省自然资源投资集团是四川省属地勘龙头企业, 是全省战略性矿产资源勘查开发主体和全省自然资源投融资领域的主力军, 双方合作有望进一步充实蜀道集团矿产及新材料投资业务, 并促省内矿产资源开发提速。

**“交通工程建设+新材料+新能源”定位契合四川“交通公路建设+资源开发”新模式。**在蜀道集团的大力支持下, 当前公司着力构建“工程建设+新材料+新能源”的“1+2”业务发展布局, 该布局与四川省“交通公路建设+资源开发”打捆招商新模式极为契合, 提升高速公路项目经济性的同时有望促公司新材料+新能源业务发展提速。目前公司新材料与新能源领域已有较多布局:

**矿产及新材料方面: 公司拟引入四川能投集团与比亚迪作为战略投资者, 绑定新能源矿产及销售渠道上下游产业链。**其中: 1) 四川能投集团方面: 能投集团旗下川能动力拟向四川路桥转让其持有的四川能投锂业有限公司 5% 股权 (能投锂业旗下持有优质金属锂矿李家沟矿区), 未来公司还将与四川能投联合投资锂电产业链企业或获取锂矿资源, 积极开拓锂电材料业务。2) 比亚迪方面: a) 比亚迪拟参股四川路桥矿业投资开发有限公司, 合作从事厄立特里亚铜矿的采选工作; b) 公司与比亚迪组建四川路迪矿业有限责任公司后, 拟在国内外获取有价值的新能源矿产资源; c) 公司委托比亚迪对四川蜀能矿产有限公司的磷酸铁锂项目进行经营管理, 计划将蜀能矿产发展为能够为乙方电池产业长期稳定赋能的优质供应商; d) 比亚迪将优先采购路迪矿业、蜀能矿产的产品。

**新能源方面: 依托省内的自然资源优势, 公司积极布局优质的清洁能源项目。**公司将加大对水电、光伏、风能等清洁能源产业的投资力度, 当前公司已建成四川巴河、巴郎河流域水电项目 (合计装机约 23 万千瓦), “十四五”期间公司目标形成风电、光电装机规模超 500 万千瓦, 占四川省内“十四五”末风电+光伏累计装机目标 2200 万千瓦的 23% (占“十四五”新增目标 1600 万千瓦的 31%)。

**未来新材料+新能源有望接棒交通基建成为公司成长新引擎。**预计十四五期间公司核心主业仍为交通工程建设, 但在锂电及新能源行业高速发展浪潮中, 公司新材料与新能源业务有望持续培育和成长, 为未来交通基建需求减弱情况下, 新材料+新能源业务接棒交通基建成为公司成长新引擎奠定坚实基础。

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

我们假设公司传统主业 2022-2024 年分别增长 25%/11%/12%。锂电业务三元正极材料 5 万吨产能逐渐完成建设和释放，假设 2022-2024 年产能分别为 1.0/3.5/5.0 万吨，市场售价则可能逐步回落，假设未来 3 年分别为 20/18/16 万元/吨，对应该业务未来 3 年分别实现营收 20/63/80 亿元。水利发电业务则预计 2022-2024 年分别增长 15%/10%/10%。基于上述假设，我们预测公司 2022-2024 年分别实现营收 1083/1247/1405 亿元，同增 27%/15%/13%。

图表 8: 公司主营业务拆分

	2019 年	2020 年	2021 年	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入 (亿元)</b>	527	611	850	1,083	1,247	1,405
传统主业	525	609	849	1,061	1,182	1,323
矿产及新材料 (锂电)	0	0	0	20	63	80
水力发电	2	2	2	2	2	3
<b>同比增速</b>		16%	39%	27%	15%	13%
传统主业		16%	39%	25%	11%	12%
矿产及新材料 (锂电)					215%	27%
水力发电		-7%	2%	15%	10%	10%
<b>锂电业务假设</b>	<b>2019 年</b>	<b>2020 年</b>	<b>2021 年</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
三元正极材料产能 (万吨)				1.0	3.5	5.0
三元正极材料单价 (万元/吨)				20	18	16

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 71/84/100 亿元，同比增长 28%/19%/19%，EPS 分别为 1.48/1.76/2.09 元，当前股价对应 PE 分别为 6.8/5.8/4.8 倍，考虑到公司新材料+新能源业务有望打造成长新引擎，成长潜力充足，维持“买入”评级。

图表 9: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
山东路桥	9.70	1.37	1.75	2.22	2.61	7.1	5.5	4.4	3.7	1.43
中国中铁	5.78	1.12	1.26	1.41	1.58	5.2	4.6	4.1	3.6	0.62
中国铁建	7.36	1.82	2.03	2.27	2.52	4.0	3.6	3.2	2.9	0.48
中国交建	8.11	1.11	1.31	1.49	1.67	7.3	6.2	5.4	4.9	0.58
<b>平均值</b>						<b>5.9</b>	<b>5.0</b>	<b>4.3</b>	<b>3.8</b>	<b>0.78</b>

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2022 年 7 月 29 日收盘价

## 5. 风险提示

大股东支持力度不达预期、省内基建投资不达预期、新业务布局不达预期、矿产资源价格大幅波动、关联交易受限等。

- 1) **大股东支持力度不达预期:** 如果未来大股东蜀道集团对四川路桥支持力度不达预期, 公司成长性会受到较大影响。
- 2) **省内基建投资不达预期:** 如果四川省十四五期间铁路、公路等交通基建投资增长不达预期, 大股东实际实施的投资量可能低于预期, 从而影响四川路桥订单获取。
- 3) **新业务布局不达预期:** 公司拟布局新能源、锂电池、矿产等新业务, 如果新业务发展较慢, 或投资激进出现失败, 可能会影响公司整体业绩。
- 4) **矿产资源价格大幅波动:** 公司下属矿产资源业绩受到大宗商品价格波动影响, 如果相关矿产产品出现价格大幅下降, 可能会对公司整体业绩造成影响。
- 5) **关联交易受限:** 未来公司订单预期有很大部分来自大股东。如果因为监管或其他因素变化, 限制关联交易的比例、数量等, 可能会导致公司新签订单不达预期。

### 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