

四川路桥（600039）

延长锁定彰显信心，工程智能化有望引领行业

加强战投合作，新能源业务清晰，智能化赋能主业，维持“买入”评级

公司公告与能投集团、比亚迪、蜀道资本加强战略合作，其中合作期限由 18 个月变更为 36 个月，定增锁定期延长至 36 个月。与能投集团：1）加强锂电领域的股权合作，2）能投集团为四川路桥控制的企业提供用电便利，直购电可节约 10%用电成本，十四五期间可节约 3.06 亿。与比亚迪：1）比亚迪拟参股四川路桥矿业投资开发公司，双方合作厄立特里亚铜矿采选工作，由比亚迪牵头布局铜加工业务、四川路桥牵头建设光伏电站；2）共同组建路迪矿业，定位在国内外获取新能源矿产资源，后续享有比亚迪优先供货权；3）委托比亚迪经营管理蜀能矿产公司磷酸铁锂项目（5 万吨/年，2023 年达产），计划将蜀能矿产发展为比亚迪电池产业长期供应商；4）双方共建电池回收利用网；5）共同研究工程机械装备智能化解决方案及拟组建电池银行。我们认为合作期限&锁定时间延长意味着深度绑定战投，正极材料业务布局进一步清晰，工程智能化赋能工程主业发展，蜀道资本助力集团内部业务协同，继续看好公司成长性，维持“买入”评级。

工程机械智能化有望引领行业，提质降本或促主业持续成长

工程智能化是行业趋势：1）政策层面，2020 年住建部等联合印发《指导意见》指出到 2025 年，我国智能建造与建筑工业化协同发展的政策体系和产业体系基本建立，到 2035 年，建筑工业化全面实现，迈入智能建造世界强国行列。2）建筑工人“老龄化”加剧，2021 年农民工平均年龄 41.7 岁（同比+0.3 岁），50 岁以上占比 27.30%（+0.9pct），智能化是建造业的必然趋势。公司布局智能化施工将大幅减少人工成本及材料浪费成本，提升工程质量：1）成立山区交通基建自动化建造研发中心，研发路桥隧及结构的施工和安全质量自动化控制技术；2）依托比亚迪在动力电池、电机及电控系统的经验技术，助力公司工程业务的智能化发展，按照 2023/2024/2025 年电动化替代率 25%/40%/60%及平均单位电池成本 51.75 万/套测算，预计可节约施工成本 6.7/11.7/22.1 亿元；3）与比亚迪等成立“蜀道集团低碳智能建造联合创新实验室”，完成装载机等四款标准化电动设备的研发并发布电动化工程机械充换电技术标准，设备在沿江高速等工程施工项目进行试点，4）与中国科学院下属单位等签署战略合作协议，共同研发智能摊铺机、压路机等相关技术及产品，目前智能拌合站已在多个项目试验，工程可保持 24 小时高精度施工作业，提升施工效率，质量及安全性，并降低施工成本。

工程/新能源双轮驱动，维持“买入”评级

我们认为在工程/新能源双轮驱动下，22-24 年归母净利润 72/84/97 亿元，目前市值对应 22 年 6.90 倍 PE，仅反应了工程业务价值。随着新能源布局逐渐清晰及智能化赋能工程业务，给予 22 年 10 倍 PE，对应目标价 14.91 元，维持“买入”评级。

风险提示：基建景气不及预期，募投进展不及预期，新能源业务不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	61,069.91	85,048.51	103,049.55	121,168.59	141,721.90
增长率(%)	15.83	39.26	21.17	17.58	16.96
EBITDA(百万元)	8,438.82	13,180.72	12,974.73	15,413.59	18,187.60
净利润(百万元)	3,025.22	5,582.07	7,163.01	8,350.97	9,708.55
增长率(%)	77.76	84.52	28.32	16.58	16.26
EPS(元/股)	0.63	1.16	1.49	1.74	2.02
市盈率(P/E)	16.34	8.86	6.90	5.92	5.09
市净率(P/B)	2.19	1.82	1.57	1.36	1.17
市销率(P/S)	0.81	0.58	0.48	0.41	0.35
EV/EBITDA	3.52	5.35	5.24	4.81	4.39

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	10.29 元
目标价格	14.91 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,804.94
流通 A 股股本(百万股)	4,711.82
A 股总市值(百万元)	49,442.87
流通 A 股市值(百万元)	48,484.65
每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	76.95
一年内最高/最低(元)	13.42/5.95

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

朱晓辰 联系人
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《四川路桥-首次覆盖报告:工程主业稳健增长，正极材料+资产运营带来新增量》 2022-06-27
- 《四川路桥-年报点评报告:订单与营收快速增长，经营性现金流大幅增加》 2019-04-23
- 《四川路桥-季报点评:营收、利润稳步增长，经营现金流持续改善》 2018-11-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,130.99	12,291.62	15,457.43	16,963.60	19,841.07	营业收入	61,069.91	85,048.51	103,049.55	121,168.59	141,721.90
应收票据及应收账款	11,409.57	18,773.55	23,018.77	27,468.14	34,732.02	营业成本	52,034.04	71,318.21	86,169.75	101,128.36	118,122.18
预付账款	1,351.18	1,576.61	1,965.93	1,685.93	2,448.35	营业税金及附加	238.25	422.86	512.36	602.45	704.64
存货	1,968.86	3,294.70	3,886.11	6,226.72	6,897.96	营业费用	15.48	21.58	20.61	24.23	18.42
其他	6,876.96	6,530.89	41,300.71	43,840.20	48,079.70	管理费用	1,065.82	1,109.47	1,288.12	1,490.37	1,700.66
流动资产合计	35,737.55	42,467.37	85,628.95	96,184.59	111,999.10	研发费用	1,684.97	2,855.37	3,246.06	3,792.58	4,393.38
长期股权投资	1,483.20	1,787.32	2,157.32	2,557.32	2,857.32	财务费用	2,319.53	2,381.78	2,845.78	3,352.21	3,909.75
固定资产	2,307.68	2,954.21	3,198.69	3,371.46	3,462.36	资产减值损失	(123.34)	(307.78)	(301.00)	(376.92)	(438.81)
在建工程	957.93	700.79	715.51	747.39	746.23	公允价值变动收益	7.87	1.86	4.34	3.50	1.50
无形资产	29,182.20	29,952.13	30,996.18	32,012.03	33,048.81	投资净收益	35.89	71.37	70.00	40.00	30.00
其他	22,533.94	28,988.34	25,596.83	26,944.71	26,163.98	其他	105.30	392.74	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	56,464.94	64,382.79	62,664.53	65,632.92	66,278.70	营业利润	3,686.11	6,781.04	8,740.20	10,444.97	12,465.55
资产总计	113,223.75	137,038.47	148,293.48	161,817.52	178,277.79	营业外收入	51.82	107.09	120.00	60.00	50.00
短期借款	3,606.23	1,890.22	7,947.25	15,999.25	24,122.45	营业外支出	67.64	40.25	0.00	40.00	28.00
应付票据及应付账款	27,439.62	36,619.19	32,795.33	34,623.58	30,999.86	利润总额	3,670.29	6,847.89	8,860.20	10,464.97	12,487.55
其他	18,098.83	22,696.79	28,224.61	26,485.13	32,596.86	所得税	624.82	1,153.69	1,492.71	1,763.08	2,103.83
流动负债合计	49,144.68	61,206.21	68,967.18	77,107.96	87,719.17	净利润	3,045.47	5,694.20	7,367.49	8,701.89	10,383.72
长期借款	33,480.13	41,727.00	41,683.84	42,006.85	41,568.72	少数股东损益	20.25	112.13	204.48	350.93	675.17
应付债券	1,999.13	1,007.12	1,503.13	1,255.12	1,379.12	归属于母公司净利润	3,025.22	5,582.07	7,163.01	8,350.97	9,708.55
其他	970.83	1,479.07	1,224.95	1,352.01	1,288.48	每股收益（元）	0.63	1.16	1.49	1.74	2.02
非流动负债合计	36,450.09	44,213.19	44,411.92	44,613.98	44,236.32						
负债合计	88,460.04	106,506.16	113,379.10	121,721.94	131,955.49						
少数股东权益	2,149.58	3,382.92	3,504.68	3,713.63	4,115.65	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股本	4,777.57	4,775.43	4,804.94	4,804.94	4,804.94	成长能力					
资本公积	6,447.40	6,290.48	6,387.58	6,387.58	6,387.58	营业收入	15.83%	39.26%	21.17%	17.58%	16.96%
留存收益	10,869.78	15,300.76	19,565.84	24,538.28	30,319.06	营业利润	75.26%	83.96%	28.89%	19.50%	19.35%
其他	519.38	782.73	651.34	651.15	695.07	归属于母公司净利润	77.76%	84.52%	28.32%	16.58%	16.26%
股东权益合计	24,763.70	30,532.32	34,914.38	40,095.58	46,322.31	获利能力					
负债和股东权益总计	113,223.75	137,038.47	148,293.48	161,817.52	178,277.79	毛利率	14.80%	16.14%	16.38%	16.54%	16.65%
						净利率	4.95%	6.56%	6.95%	6.89%	6.85%
						ROE	13.38%	20.56%	22.81%	22.95%	23.00%
						ROIC	16.23%	24.77%	24.02%	22.99%	22.32%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债率	78.13%	77.72%	76.46%	75.22%	74.02%
净利润	3,045.47	5,694.20	7,163.01	8,350.97	9,708.55	净负债率	123.78%	129.28%	120.57%	122.40%	116.20%
折旧摊销	878.71	1,083.65	996.75	1,109.49	1,223.49	流动比率	1.09	1.17	1.24	1.25	1.28
财务费用	1,930.52	2,372.13	2,845.78	3,352.21	3,909.75	速动比率	1.05	1.11	1.19	1.17	1.20
投资损失	(35.89)	(71.37)	(70.00)	(40.00)	(30.00)	营运能力					
营运资金变动	(4,311.61)	(8,054.90)	(4,725.00)	(10,839.80)	(9,399.43)	应收账款周转率	6.67	5.64	4.93	4.80	4.56
其它	1,769.94	(2,046.87)	208.82	354.43	676.67	存货周转率	5.32	32.32	28.70	23.96	21.60
经营活动现金流	3,277.15	(1,023.17)	6,419.36	2,287.29	6,089.02	总资产周转率	0.58	0.68	0.72	0.78	0.83
资本支出	2,084.55	1,819.48	2,924.12	2,602.94	2,713.53	每股指标（元）					
长期投资	(54.80)	304.12	370.00	400.00	300.00	每股收益	0.63	1.16	1.49	1.74	2.02
其他	(7,299.97)	(5,776.44)	(6,504.51)	(5,399.08)	(5,786.96)	每股经营现金流	0.68	-0.21	1.34	0.48	1.27
投资活动现金流	(5,270.23)	(3,652.84)	(3,210.39)	(2,396.14)	(2,773.43)	每股净资产	4.71	5.65	6.54	7.57	8.78
债权融资	602.30	4,600.72	2,942.26	5,135.71	3,718.86	估值比率					
股权融资	3,156.48	(2,154.03)	(2,985.42)	(3,520.69)	(4,156.99)	市盈率	16.34	8.86	6.90	5.92	5.09
其他	1,664.95	266.34	0.00	0.00	(0.00)	市净率	2.19	1.82	1.57	1.36	1.17
筹资活动现金流	5,423.73	2,713.03	(43.16)	1,615.02	(438.13)	EV/EBITDA	3.52	5.35	5.24	4.81	4.39
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	3.81	5.71	5.67	5.18	4.71
现金净增加额	3,430.65	(1,962.98)	3,165.81	1,506.17	2,877.46						

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