

2022 年 08 月 30 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩超预期，矿业及新材料稳步推进

## —四川路桥（600039.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：宝幼琛 S1050521110002

baoyc@cfsc.com.cn

分析师：任春阳 S1050521110006

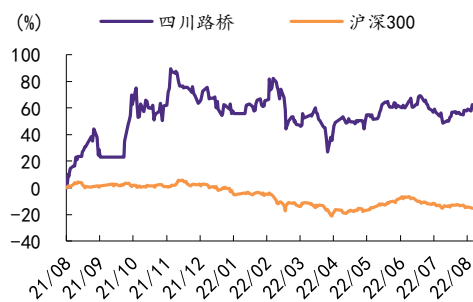
rency@cfsc.com.cn

### 基本数据

2022-08-30

|             |         |
|-------------|---------|
| 当前股价（元）     | 10.52   |
| 总市值（亿元）     | 505     |
| 总股本（百万股）    | 4805    |
| 流通股本（百万股）   | 4712    |
| 52 周价格范围（元） | 7.46-13 |
| 日均成交额（百万元）  | 451.13  |

### 市场表现



### 相关研究

- 1、《华鑫证券\*公司报告\*四川路桥（600039）事件点评报告：获取金川磷矿资源，新能源产业链逐步完善\*20220613-宝幼琛，任春阳》2022-06-12
- 2、《华鑫证券\*公司报告\*四川路桥（600039）事件点评报告：一季报超预期，大股东增持彰显信心\*20220422\*宝幼琛，任春阳》2022-04-21
- 3、《华鑫证券\*公司报告\*四川路桥（600039）事件点评报告：业绩超预期，新能源稳步推进\*220330\*宝幼琛，任春阳》2022-03-31

公司 8 月 29 日发布 2022 年半年报：报告期内公司实现营业收入 443.47 亿元，同比增长 30.60%（调整后，下同），实现归属净利润 36.59 亿元，同比增长 42.02%，实现扣非归属净利润 36.01 亿元，同比增长 45.72%。对此，我们点评如下：

## 投资要点

### ■ 业绩超预期，主要源于基建业务贡献

公司 2022 年上半年业绩超市场预期，其中 Q2 单季度分别实现营收/净利润 260.61/20.50 亿元，分别同比增长 29.12%/60.08%，相较于 Q1 营收和净利润的同比增速 32.77%/31.43%，净利润增速有提高的趋势。分业务来看，工程施工/PPP 及 BOT 运营/土地平整/贸易销售/水力发电分别实现营收 379.48/12.16/13.07/37.52/0.59 亿元，分别同比增长 38.92%/6.37%/295.65%/-23.60%/-20.92%，贸易销售营收下降主要受疫情影响。由于公司提升市场开拓能力，优质施工项目增多，同时不断提高项目管理水平，积极采取降本增效措施，使得盈利能力大幅提升，公司的综合毛利率 16.75%，同比提高 1.58pct。公司的销售/管理/财务/费用率分别为 0.00%/1.04%/2.91%，分别同比减少 0.02%/0.15%/0.30/pct，研发费用率为 1.90%，同比提高 0.94pct，主要是因为公司创新技术升级及加大智能化所产生的研发费用增加所致。

### ■ 矿业、新材料稳步推进，打造新的业绩增长点

矿产新材料及清洁能源是公司十四五期间战略发展方向之一，主要是打造绿色矿山和锂电循环经济产业链以及加大水电、光伏、风能等清洁能源的投资力度，目前该业务稳步推进：1）正极材料：四川新锂想年产 5 万吨三元正极材料一期 1 万吨已经投产，项目二期 4 万吨/年产线建设顺利推进中，计划年底完成建设，明年投产；2）磷矿：收购的金川公司的黄磷厂正进行安全环保设备更新，计划于年底前复工复产，大黑山矿山目前正在开展矿山建设的前期工作。同时与川能动力、比亚迪、马边彝族自治县禾丰国有资产有限公司成立蜀能矿产公司，综合开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项

目；3）锂矿：受让川能动力持有的能投锂业 5%股权，同时四川锂资源丰富，作为四川国资委企业，公司获取锂资源具备一定优势；4）拟引入能投集团与比亚迪做战略投资者；5）清洁能源：攀大高速分布式光储项目已投运（装机容量 2.68MW）沿江、久马等高速项目正准备实施，盐边县整县分布式光伏项目及凉山州会东县光伏项目稳步进行中。新能源业务产业链不断完善，将成为公司新的业绩增长点。

## ■ 基建受益于成渝城市群基建加速和控股股东市占率提升，在手订单充足奠定业绩增长

2021 年 2 月中共中央、国务院印发了《国家综合立体交通网规划纲要》，首次将成渝地区与京津冀、长三角、粤港澳大湾区并列为全国交通网的“四极”，地位得到明显提升。2021 年 10 月，四川省政府印发《四川省“十四五”综合交通运输发展规划》，提出十四五期间综合交通建设完成投资 1.2 万亿元以上，其中公路水路 7000 亿元、铁路 3000 亿元、民航 250 亿元、轨道交通 2200 亿元，在中央和地方政府支持下，成渝城市群的交通基建投资有望加速。2021 上半年公司原控股股东四川铁投与四川交投战略重组，新设合并成立蜀道投资集团，成为四川最大的交通基建投资集团，已通车高速公路四川省市占率高达 80%（四川铁投约占 19%，四川交投占 61%）。作为集团旗下的核心基建施工平台，公司获取订单具备明显优势，公司将充分受益于成渝城市群基建投资加速以及控股股东变更带来的市占率提升。2022H1 年公司新增订单 552.80 亿元，同比增长 15%，充足的在手订单奠定公司业绩增长基础。

## ■ 大股东年内第二次增持，彰显对公司未来发展充满信心

公司控股股东蜀道集团近几年通过二级市场购买、要约收购、参与定增等方式持续增持公司股票，持股比例从 2017 年报的 41%上涨到 2022 年 8 月 26 日的 69.06%，在 2022 年 6 月 14 日完成 5.44 亿元的增持后，控股股东于 2022 年 8 月 10 日再次公告增持计划：在未来的 6 个月内，增持 3-6 亿元，这是 2022 年控股股东的第二次增持，控股股东持续增持彰显出对公司未来发展充满信心。

## ■ 盈利预测

暂不考虑收购及增发募集配套资金的影响，预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 72.60、85.66、98.55 亿元，EPS 分别为 1.51、1.78、2.05 元，当前股价对应 PE 分别为 7.0、5.9、5.1 倍，我们看好公司基建业务稳定增长，矿业及新材料业务持续推进，维持公司“买入”评级。

风险提示

宏观经济下行风险、控股股东支持力度低于预期风险、新增订单及执行低于预期风险、新能源业务进展缓慢的风险、锂矿磷矿推进低于预期的风险、战投引入及协同效应低于预期的风险、收购及增发募集配套资金不能顺利完成的、增持不能顺利完成的等。

| 预测指标       | 2021A  | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|--------|---------|---------|---------|
| 主营收入（百万元）  | 85,049 | 101,610 | 116,578 | 130,376 |
| 增长率（%）     | 39.3%  | 19.5%   | 14.7%   | 11.8%   |
| 归母净利润（百万元） | 5,582  | 7,260   | 8,566   | 9,855   |
| 增长率（%）     | 84.5%  | 30.1%   | 18.0%   | 15.0%   |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.17   | 1.51    | 1.78    | 2.05    |
| ROE（%）     | 18.3%  | 20.3%   | 20.4%   | 20.1%   |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>流动资产：</b>  |         |         |         |         |
| 现金及现金等价物      | 12,292  | 13,035  | 15,588  | 18,630  |
| 应收款           | 21,622  | 26,446  | 32,258  | 37,863  |
| 存货            | 3,295   | 4,823   | 5,640   | 5,707   |
| 其他流动资产        | 35,447  | 47,434  | 53,685  | 59,476  |
| 流动资产合计        | 72,656  | 91,739  | 107,171 | 121,676 |
| <b>非流动资产：</b> |         |         |         |         |
| 金融类资产         | 926     | 846     | 759     | 677     |
| 固定资产          | 2,949   | 3,148   | 3,386   | 3,574   |
| 在建工程          | 701     | 730     | 778     | 927     |
| 无形资产          | 29,948  | 29,316  | 28,684  | 28,011  |
| 长期股权投资        | 1,787   | 1,926   | 2,010   | 2,066   |
| 其他非流动资产       | 28,997  | 28,997  | 28,997  | 28,997  |
| 非流动资产合计       | 64,383  | 64,117  | 63,854  | 63,575  |
| 资产总计          | 137,038 | 155,856 | 171,026 | 185,251 |
| <b>流动负债：</b>  |         |         |         |         |
| 短期借款          | 1,890   | 1,916   | 1,941   | 1,971   |
| 应付账款、票据       | 36,619  | 43,832  | 49,683  | 54,665  |
| 其他流动负债        | 22,697  | 22,697  | 22,697  | 22,697  |
| 流动负债合计        | 62,293  | 69,280  | 75,279  | 80,405  |
| <b>非流动负债：</b> |         |         |         |         |
| 长期借款          | 42,734  | 49,334  | 52,334  | 54,334  |
| 其他非流动负债       | 1,479   | 1,479   | 1,479   | 1,479   |
| 非流动负债合计       | 44,213  | 50,813  | 53,813  | 55,813  |
| 负债合计          | 106,506 | 120,093 | 129,092 | 136,218 |
| <b>所有者权益</b>  |         |         |         |         |
| 股本            | 4,775   | 4,805   | 4,805   | 4,805   |
| 股东权益          | 30,532  | 35,762  | 41,934  | 49,033  |
| 负债和所有者权益      | 137,038 | 155,856 | 171,026 | 185,251 |

| 现金流量表     | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 净利润       | 5694  | 7408   | 8741  | 10056 |
| 少数股东权益    | 112   | 148    | 175   | 201   |
| 折旧摊销      | 840   | 1694   | 1676  | 1660  |
| 公允价值变动    | 2     | 5      | 5     | 6     |
| 营运资金变动    | -7671 | -11459 | -6992 | -6449 |
| 经营活动现金净流量 | -1023 | -2204  | 3604  | 5474  |
| 投资活动现金净流量 | -3653 | -286   | -283  | -311  |
| 筹资活动现金净流量 | 5419  | 4448   | 455   | -926  |
| 现金流量净额    | 743   | 1,958  | 3,776 | 4,236 |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

| 利润表     | 2021A  | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入    | 85,049 | 101,610 | 116,578 | 130,376 |
| 营业成本    | 71,318 | 84,958  | 97,443  | 108,982 |
| 营业税金及附加 | 423    | 505     | 580     | 648     |
| 销售费用    | 22     | 26      | 30      | 33      |
| 管理费用    | 1,109  | 1,524   | 1,690   | 1,825   |
| 财务费用    | 2,382  | 2,179   | 2,292   | 2,356   |
| 研发费用    | 2,855  | 3,455   | 3,964   | 4,368   |
| 费用合计    | 6,368  | 7,184   | 7,976   | 8,582   |
| 资产减值损失  | -216   | -120    | -119    | -122    |
| 公允价值变动  | 2      | 5       | 5       | 6       |
| 投资收益    | 71     | 90      | 86      | 78      |
| 营业利润    | 6,781  | 8,884   | 10,500  | 12,081  |
| 加：营业外收入 | 107    | 102     | 96      | 101     |
| 减：营业外支出 | 40     | 61      | 65      | 67      |
| 利润总额    | 6,848  | 8,925   | 10,531  | 12,115  |
| 所得税费用   | 1,154  | 1,517   | 1,790   | 2,060   |
| 净利润     | 5,694  | 7,408   | 8,741   | 10,056  |
| 少数股东损益  | 112    | 148     | 175     | 201     |
| 归母净利润   | 5,582  | 7,260   | 8,566   | 9,855   |

| 主要财务指标           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |       |       |       |       |
| 营业收入增长率          | 39.3% | 19.5% | 14.7% | 11.8% |
| 归母净利润增长率         | 84.5% | 30.1% | 18.0% | 15.0% |
| <b>盈利能力</b>      |       |       |       |       |
| 毛利率              | 16.1% | 16.4% | 16.4% | 16.4% |
| 四项费用/营收          | 7.5%  | 7.1%  | 6.8%  | 6.6%  |
| 净利率              | 6.7%  | 7.3%  | 7.5%  | 7.7%  |
| ROE              | 18.3% | 20.3% | 20.4% | 20.1% |
| <b>偿债能力</b>      |       |       |       |       |
| 资产负债率            | 77.7% | 77.1% | 75.5% | 73.5% |
| <b>营运能力</b>      |       |       |       |       |
| 总资产周转率           | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 应收账款周转率          | 3.9   | 3.8   | 3.6   | 3.4   |
| 存货周转率            | 21.6  | 17.7  | 17.4  | 19.2  |
| <b>每股数据(元/股)</b> |       |       |       |       |
| EPS              | 1.17  | 1.51  | 1.78  | 2.05  |
| P/E              | 9.0   | 7.0   | 5.9   | 5.1   |
| P/S              | 0.6   | 0.5   | 0.4   | 0.4   |
| P/B              | 1.9   | 1.6   | 1.3   | 1.1   |

## ■ 计算机&中小盘组介绍

**宝幼琛：**本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

**任春阳：**华东师范大学经济学硕士，5年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。