

四川路桥 (600039)

证券研究报告

2022年10月11日

新能源业务持续深化，“1+2”产业布局逐渐清晰

引入当升科技，新能源业务布局继续深化

公司公告能投集团、比亚迪不再作为战略投资者认购定增，仅保留蜀道资本，定增金额调整为18亿元。此外，公司更新了与比亚迪的合作方式：1) 比亚迪可推选1名人员担任四川路桥的非独立董事。2) 比亚迪通过二级市场增持不低于5000万人民币的四川路桥股票。同时公司与当升科技合作：1) 针对四川路桥现有的矿产资源进行联合开发，并在其他矿权获取、矿山整合、矿山采选等方面进行深度合作。2) 上游配套产业合作：通过股权合作、共同出资新设合资公司等方式共同布局锂电产业链，以开展包括磷化工（磷酸、磷铵、磷铁）、硫酸铁、锂盐等方面的合作。3) 锂电正极材料及前驱体中间品合作：通过新设合资公司等方式布局磷酸（锰）铁锂、磷酸（锰）铁、多元材料、多元前驱体项目，包括30万吨/年磷酸铁锂、20万吨/年多元正极材料。为避免同业竞争，四川路桥旗下新锂想公司拟通过委托管理、增资扩股、股权收购等方式与当升科技合作。4) 清洁能源保障：基于双方合作的正极材料项目，四川路桥落实项目配套直供电、增量配电网等能源保障试点等相关业务。我们认为公司引入当升科技，有望深化新能源业务布局。

收购非洲优质钾盐矿产，“1+2”产业布局逐渐清晰

公司同时公告，达纳卡利公司（Danakali Limited，“DNK”）拟向四川路桥出售其持有的厄立特里亚库鲁里（Colluli）钾盐矿项目50%权益，总对价1.66亿美元（约合人民币11.8亿元）。我们认为该项目有以下3个优势：

- 矿产储备丰富且开采难度/成本较低，潜力较大：**据矿业汇公众号，项目所在地达纳基勒（Donakil）盆地是世界上最大的未开发钾盐盆地，已发现超过60亿吨的钾盐。该项目预计钾盐储量为12.54亿吨，开采年限约为200年。此外，库鲁里项目成矿作用发生在地表以下16-140米，是全球已知最浅的蒸发岩矿床，适合露天开采，不仅能快速产出最终产品，还能以较低成本提供更高的整体资源回收率。
- 设计产能充裕且签订供销协议，产品销售或有保障：**根据此前规划，项目3-5年内有望实现94.4万吨/年硫酸钾产能，同时Danakali已与化肥龙头Eurochem签订了为期10年的按需购买协议。
- 项目成长空间广阔：**除硫酸钾生产外，库鲁里项目具有多元化潜力，包括生产碳酸钾（MOP）、钾盐矿镁（SOP-M）、钾铁矿、石膏、氯化镁和岩盐等其他钾盐矿产品。同时项目距海岸线仅75公里，我们预计四川路桥入股后有望依托传统主业的施工优势，加快开展港口设施建设，从而大大降低运输成本，优化项目经济性。

工程/新能源双轮驱动，维持“买入”评级

我们认为公司在工程/新能源双轮驱动下，后续有望带动估值提升。考虑到Q3四川地区疫情反复，预计22-24年归母净利润79.6/95.6/110.5亿元（前值为82.3/97.3/110.7亿元），维持“买入”评级。

风险提示：定增交易可能被暂停、中止或取消的风险；收购整合风险；定增交易可能新增关联交易的风险；与当升科技签订的《合作框架协议》属于框架性协议，可能存在无法如期或全部履行的风险；收购库鲁里项目条款清单并非正式具有约束力的协议，后续交易实施存在不确定性；基建景气不及预期，矿产投产不及预期，新能源业务不及预期。

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	10.37元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,813.68
流通A股股本(百万股)	4,711.82
A股总市值(百万元)	49,917.90
流通A股市值(百万元)	48,861.59
每股净资产(元)	5.97
资产负债率(%)	78.64
一年内最高/最低(元)	13.42/8.66

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

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-半年报点评:上半年业绩高速增长，看好中长期业绩弹性》 2022-08-30
- 《四川路桥-公司点评:延长锁定彰显信心，工程智能化有望引领行业》 2022-08-02
- 《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

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	109,920.71	133,000.95	154,550.61
增长率(%)	15.83	39.26	29.24	21.00	16.20
EBITDA(百万元)	8,438.82	13,180.72	14,043.48	17,099.01	20,097.69
净利润(百万元)	3,025.22	5,582.07	7,964.25	9,563.70	11,053.37
增长率(%)	77.76	84.52	42.68	20.08	15.58
EPS(元/股)	0.63	1.16	1.65	1.99	2.30
市盈率(P/E)	16.39	8.88	6.23	5.18	4.49
市净率(P/B)	2.19	1.83	1.55	1.32	1.12
市销率(P/S)	0.81	0.58	0.45	0.37	0.32
EV/EBITDA	3.52	5.35	4.97	4.42	4.07

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,130.99	12,291.62	16,488.11	18,620.13	21,637.09
应收票据及应收账款	11,409.57	18,773.55	25,805.41	29,611.65	38,218.89
预付账款	1,351.18	1,576.61	2,190.58	1,806.85	2,687.98
存货	1,968.86	3,294.70	4,341.49	6,728.33	7,540.97
其他	6,876.96	6,530.89	45,996.00	46,704.46	52,841.39
流动资产合计	35,737.55	42,467.37	94,821.59	103,471.44	122,926.31
长期股权投资	1,483.20	1,787.32	2,157.32	2,557.32	2,857.32
固定资产	2,307.68	2,954.21	3,198.69	3,371.46	3,462.36
在建工程	957.93	700.79	715.51	747.39	746.23
无形资产	29,182.20	29,952.13	30,996.18	32,012.03	33,048.81
其他	22,533.94	28,988.34	25,596.83	26,944.71	26,163.98
非流动资产合计	56,464.94	64,382.79	62,664.53	65,632.92	66,278.70
资产总计	113,223.75	137,038.47	157,486.12	169,104.36	189,205.01
短期借款	3,606.23	1,890.22	10,210.37	18,561.08	27,440.06
应付票据及应付账款	27,439.62	36,619.19	37,197.32	36,601.48	34,745.03
其他	18,098.83	22,696.79	29,744.34	27,564.76	34,262.17
流动负债合计	49,144.68	61,206.21	77,152.03	82,727.32	96,447.26
长期借款	33,480.13	41,727.00	42,192.20	42,422.44	41,659.51
应付债券	1,999.13	1,007.12	1,503.13	1,255.12	1,379.12
其他	970.83	1,479.07	1,224.95	1,352.01	1,288.48
非流动负债合计	36,450.09	44,213.19	44,920.27	45,029.57	44,327.12
负债合计	88,460.04	106,506.16	122,072.30	127,756.89	140,774.38
少数股东权益	2,149.58	3,382.92	3,518.29	3,757.59	4,215.30
股本	4,777.57	4,775.43	4,813.68	4,813.68	4,813.68
资本公积	6,447.40	6,290.48	6,387.58	6,387.58	6,387.58
留存收益	10,869.78	15,300.76	20,042.93	25,737.47	32,319.00
其他	519.38	782.73	651.34	651.15	695.07
股东权益合计	24,763.70	30,532.32	35,413.82	41,347.47	48,430.63
负债和股东权益总计	113,223.75	137,038.47	157,486.12	169,104.36	189,205.01

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,045.47	5,694.20	7,964.25	9,563.70	11,053.37
折旧摊销	878.71	1,083.65	996.75	1,109.49	1,223.49
财务费用	1,930.52	2,372.13	2,923.45	3,510.72	4,083.62
投资损失	(35.89)	(71.37)	(70.00)	(40.00)	(30.00)
营运资金变动	(4,311.61)	(8,054.90)	(6,965.24)	(11,172.34)	(10,547.37)
其它	1,769.94	(2,046.87)	231.69	405.39	770.20
经营活动现金流	3,277.15	(1,023.17)	5,080.89	3,376.96	6,553.31
资本支出	2,084.55	1,819.48	2,924.12	2,602.94	2,713.53
长期投资	(54.80)	304.12	370.00	400.00	300.00
其他	(7,299.97)	(5,776.44)	(6,504.51)	(5,399.08)	(5,786.96)
投资活动现金流	(5,270.23)	(3,652.84)	(3,210.39)	(2,396.14)	(2,773.43)
债权融资	602.30	4,600.72	5,636.08	5,183.15	3,975.97
股权融资	3,156.48	(2,154.03)	(3,310.10)	(4,031.94)	(4,738.90)
其他	1,664.95	266.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	5,423.73	2,713.03	2,325.98	1,151.20	(762.93)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,430.65	(1,962.98)	4,196.48	2,132.03	3,016.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	61,069.91	85,048.51	109,920.71	133,000.95	154,550.61
营业成本	52,034.04	71,318.21	91,634.30	110,698.21	128,423.72
营业税金及附加	238.25	422.86	546.53	661.28	768.42
营业费用	15.48	21.58	21.98	26.60	20.09
管理费用	1,065.82	1,109.47	1,374.01	1,635.91	1,854.61
研发费用	1,684.97	2,855.37	3,462.50	4,162.93	4,791.07
财务费用	2,319.53	2,381.78	2,923.45	3,510.72	4,083.62
资产减值损失	(123.34)	(307.78)	(301.00)	(384.09)	(445.26)
公允价值变动收益	7.87	1.86	4.34	3.50	1.50
投资净收益	35.89	71.37	70.00	40.00	30.00
其他	105.30	392.74	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,686.11	6,781.04	9,731.28	11,964.70	14,195.31
营业外收入	51.82	107.09	120.00	60.00	50.00
营业外支出	67.64	40.25	0.00	40.00	28.00
利润总额	3,670.29	6,847.89	9,851.28	11,984.70	14,217.31
所得税	624.82	1,153.69	1,659.69	2,019.11	2,395.25
净利润	3,045.47	5,694.20	8,191.60	9,965.59	11,822.06
少数股东损益	20.25	112.13	227.35	401.89	768.70
归属于母公司净利润	3,025.22	5,582.07	7,964.25	9,563.70	11,053.37
每股收益(元)	0.63	1.16	1.65	1.99	2.30

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	15.83%	39.26%	29.24%	21.00%	16.20%
营业利润	75.26%	83.96%	43.51%	22.95%	18.64%
归属于母公司净利润	77.76%	84.52%	42.68%	20.08%	15.58%
获利能力					
毛利率	14.80%	16.14%	16.64%	16.77%	16.91%
净利率	4.95%	6.56%	7.25%	7.19%	7.15%
ROE	13.38%	20.56%	24.97%	25.44%	25.00%
ROIC	16.23%	24.77%	26.23%	24.68%	23.90%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	78.13%	77.72%	77.51%	75.55%	74.40%
净负债率	123.78%	129.28%	123.78%	121.89%	114.47%
流动比率	1.09	1.17	1.23	1.25	1.27
速动比率	1.05	1.11	1.17	1.17	1.20

营运能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
应收账款周转率	6.67	5.64	4.93	4.80	4.56
存货周转率	5.32	32.32	28.79	24.03	21.66
总资产周转率	0.58	0.68	0.75	0.81	0.86

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.63	1.16	1.65	1.99	2.30
每股经营现金流	0.68	-0.21	1.06	0.70	1.36
每股净资产	4.70	5.64	6.63	7.81	9.19

估值比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率	16.39	8.88	6.23	5.18	4.49
市净率	2.19	1.83	1.55	1.32	1.12
EV/EBITDA	3.52	5.35	4.97	4.42	4.07
EV/EBIT	3.81	5.71	5.35	4.73	4.33

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