

四川路桥（600039）

证券研究报告

2023 年 07 月 31 日

上半年业绩稳步提升，清洁能源板块持续发力

拟收购毛尔盖水电站，清洁能源发电再下一城

公司此前发布公告，子公司清洁能源集团拟出资 2.64 亿元收购四川远通的毛尔盖水电有限公司 50.10% 股权，再按持股比例对毛尔盖公司增资 7.014 亿元，合计投资约 9.654 亿元。该水电站为外部资产，并非蜀道集团对四川路桥的资产注入。考虑到公司持续聚焦“工程建设、矿业及新材料、清洁能源”为主业的“1+2”产业布局，我们预计后续公司有望通过蜀道内部资产整合+外延收购的“两条腿走路”方式，实现清洁能源发电板块的快速扩张。同时水电站运营的毛利率显著高于传统施工主业，我们预计收购完成后，公司有望充分发挥自身在水电运营方面的经验和优势，从而进一步改善公司整体的盈利能力和现金流。

公司水电站运营经验丰富，项目盈利能力改善值得期待

毛尔盖水电站是黑水河干流水电规划“二库五级”开发方案的第 3 级电站，电站总装机容量 426MW，首台机组于 2011 年开始发电。目前毛尔盖水电站处于建成运营前期，四川路桥后续拟通过偿还股东借款以及置换银行贷款等措施进一步降低运营成本，并且考虑到公司拥有长期的水电站运营管理经验，截至 22 年末公司（含托管）在建及运营清洁能源权益装机 3GW，下属巴郎河、鑫巴河公司水电项目长期稳健运营，同时还参股了大渡河双江口水电站等部分其他水电资产，我们预计在公司充足的水电站管理、运营经验的加持下，后续毛尔盖项目盈利能力有望明显改善。

布局水光互补项目，盈利模式多元化

此外，本次股权交易的对手方四川远通（参股毛尔盖水电站 49.9%）还在毛尔盖水电站旁规划了一个水光互补 420MW 光伏项目。该项目为省级重点项目，总投资 22.1 亿元，在黑水县慈坝乡和知木林镇规划了 2 个发电场址，利用毛尔盖水电站 500kV 送出线并入国网，预计投产后年平均发电量 6.09 亿 kWh，年平均利用小时数为 1450 小时，项目已于 2023 年 4 月 14 日开工。考虑到四川路桥在光伏领域的先发优势以及水电站所处的区位优势，我们预计后续公司有望深度参与其中。

上半年订单/业绩稳步提升，维持“买入”评级

公司公告预计 23H1 实现归母净利润 55 亿元，同比+20.6%（重述后口径），累计新签订单 738.6 亿元，同比+33.61%，在手订单充裕，我们认为良好机制下公司释放业绩能力和意愿有望维持。蜀道集团拟继续增持，截至 5 月 21 日大股东及一致行动人持股比例达 78.74%，我们预计工程业务利润率或持续受益管理提效及智能化施工，高分红率有望维持，预计 23-25 年归母净利润 141/176/220 亿元，参考可比公司估值，看好新业务带来的利润及估值弹性，给予 23 年 8 倍 PE，对应目标价 12.92 元，维持“买入”评级。

风险提示：后续项目盈利情况存在不确定性；项目收购不及预期；基建景气度不及预期；矿产资源投产不及预期；新能源业务不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	85,048.51	135,151.16	168,228.92	211,483.61	262,675.01
增长率(%)	39.26	58.91	24.47	25.71	24.21
EBITDA(百万元)	13,180.72	22,440.33	22,889.43	28,027.15	34,665.60
归属母公司净利润(百万元)	5,582.07	11,212.91	14,076.82	17,625.97	22,046.37
增长率(%)	84.52	100.87	25.54	25.21	25.08
EPS(元/股)	0.64	1.29	1.62	2.02	2.53
市盈率(P/E)	15.43	7.68	6.12	4.89	3.91
市净率(P/B)	3.17	2.06	1.47	1.28	1.10
市销率(P/S)	1.01	0.64	0.51	0.41	0.33
EV/EBITDA	5.35	2.74	4.55	3.39	3.68

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	9.78 元
目标价格	12.92 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	8,715.58
流通 A 股股本(百万股)	6,639.30
A 股总市值(百万元)	85,238.35
流通 A 股市值(百万元)	64,932.34
每股净资产(元)	7.18
资产负债率(%)	76.50
一年内最高/最低(元)	15.91/9.30

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
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

朱晓辰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522120001
zhuxiaochen@tfzq.com

任嘉禹 联系人
renjiayu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《四川路桥-季报点评:23Q1 业绩再超预期，看好新业务利润增长弹性》 2023-04-30
- 2 《四川路桥-年报点评报告:高分红低估值成长属性凸显，新业务利润弹性值得期待》 2023-04-01
- 3 《四川路桥-公司深度研究:低估值高分红弹性品种，矿业&新能源打造第二增长极》 2023-03-03

可比公司估值

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
000498.SZ	山东路桥	108.64	6.96	1.60	1.83	2.15	2.56	4.34	3.81	3.23	2.72
601800.SH	中国交建	1897.97	11.67	1.17	1.32	1.47	1.63	9.94	8.84	7.95	7.17
600170.SH	上海建工	263.91	2.97	0.15	0.33	0.38	0.43	19.47	8.98	7.78	6.90
600284.SH	浦东建设	65.40	6.74	0.58	0.71	0.82	0.94	11.52	9.43	8.19	7.17
	平均							11.32	7.76	6.79	5.99
600039.SH	四川路桥	861.10	9.88	1.29	1.62	2.02	2.53	7.68	6.12	4.89	3.91

注：数据截至 20230731 收盘，除四川路桥 23-25 年为天风预测外，其余公司 23-25 年 EPS 为 Wind 一致预测。

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,291.62	31,440.06	33,645.78	38,067.05	42,028.00
应收票据及应收账款	18,773.55	17,236.96	50,989.21	37,128.96	78,156.19
预付账款	1,576.61	2,608.50	3,119.68	3,211.28	4,405.57
存货	3,294.70	4,928.69	6,682.49	10,849.42	13,331.08
其他	6,530.89	16,918.01	62,013.46	92,759.92	84,277.88
流动资产合计	42,467.37	73,132.22	156,450.63	182,016.63	222,198.72
长期股权投资	1,787.32	3,153.56	3,523.56	3,923.56	4,223.56
固定资产	2,954.21	3,710.05	4,218.34	4,330.10	4,162.46
在建工程	700.79	2,463.70	1,861.41	1,515.14	1,268.30
无形资产	29,952.13	32,214.28	33,141.34	34,036.55	34,948.92
其他	28,988.34	35,499.58	31,921.06	33,197.40	32,438.91
非流动资产合计	64,382.79	77,041.18	74,665.70	77,002.75	77,042.15
资产总计	137,038.47	208,298.74	231,116.33	259,019.39	299,240.87
短期借款	1,890.22	1,869.43	20,122.97	33,623.30	65,073.73
应付票据及应付账款	36,619.19	64,227.31	48,014.16	68,865.25	52,037.23
其他	22,696.79	32,074.76	42,775.86	43,068.65	53,852.97
流动负债合计	61,206.21	98,171.49	110,912.99	145,557.19	170,963.93
长期借款	41,727.00	48,950.30	53,564.68	37,156.70	41,003.55
应付债券	1,007.12	2,027.17	1,517.14	1,772.16	1,644.65
其他	1,479.07	2,839.67	2,159.37	2,499.52	2,329.44
非流动负债合计	44,213.19	53,817.13	57,241.20	41,428.37	44,977.64
负债合计	106,506.16	162,297.65	168,154.18	186,985.56	215,941.57
少数股东权益	3,382.92	4,206.89	4,350.53	4,530.39	4,755.35
股本	4,775.43	6,226.34	8,715.58	8,715.58	8,715.58
资本公积	6,290.48	8,314.60	15,814.01	15,814.01	15,814.01
留存收益	15,300.76	26,287.75	33,326.16	42,139.14	53,162.33
其他	782.73	965.52	755.87	834.71	852.03
股东权益合计	30,532.32	46,001.09	62,962.15	72,033.82	83,299.30
负债和股东权益总计	137,038.47	208,298.74	231,116.33	259,019.39	299,240.87

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,694.20	11,365.83	14,076.82	17,625.97	22,046.37
折旧摊销	1,083.65	1,585.93	1,466.96	1,669.29	1,852.12
财务费用	2,372.13	2,614.66	3,432.71	4,066.44	5,092.15
投资损失	(71.37)	(199.73)	(600.00)	(410.00)	(420.00)
营运资金变动	(8,054.90)	17,483.59	(38,010.15)	122.16	(42,202.77)
其它	(2,046.87)	(19,461.52)	298.76	363.21	451.43
经营活动现金流	(1,023.17)	13,388.76	(19,334.90)	23,437.07	(13,180.71)
资本支出	1,819.48	5,932.99	3,350.30	2,389.85	2,820.07
长期投资	304.12	1,366.24	370.00	400.00	300.00
其他	(5,776.44)	(15,142.95)	(5,251.62)	(5,397.67)	(5,212.67)
投资活动现金流	(3,652.84)	(7,843.72)	(1,531.32)	(2,607.82)	(2,092.59)
债权融资	4,600.72	2,603.63	20,474.98	(7,493.98)	30,465.08
股权融资	(2,154.03)	(2,007.31)	2,596.96	(8,914.01)	(11,230.82)
其他	266.34	6,047.97	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,713.03	6,644.29	23,071.94	(16,407.99)	19,234.25
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,962.98)	12,189.32	2,205.72	4,421.27	3,960.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	85,048.51	135,151.16	168,228.92	211,483.61	262,675.01
营业成本	71,318.21	112,102.62	139,334.24	175,319.11	217,624.46
营业税金及附加	422.86	516.13	642.45	807.63	1,003.12
销售费用	21.58	19.79	33.65	42.30	52.54
管理费用	1,109.47	1,676.69	2,086.04	2,601.25	3,204.64
研发费用	2,855.37	4,427.56	5,551.55	6,978.96	8,668.28
财务费用	2,381.78	2,519.33	3,432.71	4,066.44	5,092.15
资产/信用减值损失	(307.78)	(651.65)	(510.00)	(510.00)	(470.00)
公允价值变动收益	1.86	(7.14)	11.48	3.50	1.50
投资净收益	71.37	199.73	600.00	410.00	420.00
其他	392.74	732.75	0.00	0.00	0.00
营业利润	6,781.04	13,615.36	17,249.76	21,571.42	26,981.33
营业外收入	107.09	100.61	70.00	80.00	100.00
营业外支出	40.25	58.89	60.00	40.00	50.00
利润总额	6,847.89	13,657.08	17,259.76	21,611.42	27,031.33
所得税	1,153.69	2,291.24	2,895.66	3,625.74	4,535.04
净利润	5,694.20	11,365.83	14,364.10	17,985.68	22,496.30
少数股东损益	112.13	152.93	287.28	359.71	449.93
归属于母公司净利润	5,582.07	11,212.91	14,076.82	17,625.97	22,046.37
每股收益（元）	0.64	1.29	1.62	2.02	2.53

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	39.26%	58.91%	24.47%	25.71%	24.21%
营业利润	83.96%	100.79%	26.69%	25.05%	25.08%
归属于母公司净利润	84.52%	100.87%	25.54%	25.21%	25.08%
获利能力					
毛利率	16.14%	17.05%	17.18%	17.10%	17.15%
净利率	6.56%	8.30%	8.37%	8.33%	8.39%
ROE	20.56%	26.83%	24.02%	26.11%	28.07%
ROIC	24.77%	33.47%	50.73%	27.81%	34.94%
偿债能力					
资产负债率	77.72%	77.92%	72.76%	72.19%	72.16%
净负债率	129.28%	55.32%	74.89%	54.56%	85.11%
流动比率	1.17	1.21	1.41	1.25	1.30
速动比率	1.11	1.16	1.35	1.18	1.22
营运能力					
应收账款周转率	5.64	7.51	4.93	4.80	4.56
存货周转率	32.32	32.87	28.98	24.13	21.73
总资产周转率	0.68	0.78	0.77	0.86	0.94
每股指标（元）					
每股收益	0.64	1.29	1.62	2.02	2.53
每股经营现金流	-0.12	1.54	-2.22	2.69	-1.51
每股净资产	3.12	4.80	6.72	7.75	9.01
估值比率					
市盈率	15.43	7.68	6.12	4.89	3.91
市净率	3.17	2.06	1.47	1.28	1.10
EV/EBITDA	5.35	2.74	4.55	3.39	3.68
EV/EBIT	5.71	2.88	4.87	3.60	3.89

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