

四川路桥 (600039)

证券研究报告

2023年08月31日

业绩稳步提升，价值属性凸显

当前股息率或达 9%，低估值、高成长、高分红价值属性凸显

公司发布 23 年中报，23H1 实现营业收入 665.12 亿元，同比+17.10%，实现归母净利润 56.52 亿元，同比+23.07%，实现扣非归母净利润 56.21 亿元，同比+48.37%，扣非业绩大幅增加，主要由于 22H1 同期合并的交建集团等子公司当期净损益计入为了非经常性损益。单季度看，23Q2 公司实现营收/归母净利润 356.19/29.19 亿元，同比分别+8.41%/+15.33%，增速有所放缓，但利润增速仍好于收入端，体现了公司盈利能力的持续增强。从订单角度，23H1 公司累计新签订单 738.6 亿元，同比+33.61%，在手订单充裕有望给后续收入高增长提供较好支撑。按照此前公司公告 22-24 年现金分红比率不低于 50%、以及我们预测的 23 年 1.62 元/股 EPS 来计算，当前股价对应股息率或高达 9%，低估值、高成长、高分红价值属性凸显。

“1+2”产业布局逐渐清晰，三大业务方向齐头并进

公司坚定不移地推进“工程建设、矿业及新材料、清洁能源”的“1+2”产业布局，分板块来看：**1) 工程施工**：23H1 实现收入 585.12 亿元，同比+17.84%，累计中标基建/房建订单 707/30 亿元，同比分别+38%/-25%，“区域化布局、属地化经营”持续推进，并与中科信息、比亚迪、山推股份、川大智胜等企业深度合作，探索智能建造。**2) 矿产及新材料**：23H1 实现收入 14.06 亿元，同比+11.8%，海外的阿斯拉铜金多金属矿、克尔克贝特金多金属矿、库鲁里钾盐矿项目均有序推进中，库鲁里钾盐矿项目正在进行项目开发方案优化研究和建设准备工作。正极材料方面，与当升科技合作的磷酸铁锂项目已经开始进行项目建设。**3) 清洁能源**：23H1 实现收入 0.98 亿元，同比+66.9%，上半年已完成对毛尔盖水电公司的股权收购，正在推进毛尔盖水电水光互补 420MW 光伏项目建设工作，截至 23H1 末，公司（含托管）在建及运营的清洁能源权益装机约 400 万千瓦。

盈利能力持续向好，现金流仍有改善空间

23H1 公司毛利率 16.1%，同比+0.3pct，工程施工/矿产及新材料/清洁能源/贸易销售/公路投资运营业务毛利率分别为 16.3%/3.9%/-17.8%/1.0%/68.1%，同比分别-0.1/-1.4/-28.7/+0.6/+10.8pct，期间费用率 5.28%，同比+0.1pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.01/+0.2/+0.3/-0.4pct。23H1 资产及信用减值损失 2.07 亿元，同比多损失 0.35 亿元，综合影响下净利率同比+0.21pct 至 8.6%。23H1 公司 CFO 净额-45.41 亿元，同比多流出 28.7 亿元，主要系公司 2022 年底工程回款，跨期支付工程及材料款所致。

良好机制下公司释放业绩能力和意愿有望维持，维持“买入”评级

我们预计 23-25 年归母净利润 141/176/221 亿元，参考可比公司估值，给予 23 年 8 倍 PE，对应目标价 12.93 元，维持“买入”评级。

风险提示：基建景气度不及预期；矿产资源投产节奏不及预期；清洁能源业务盈利能力不及预期；订单结转速度放缓。

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	168,548.75	211,804.36	262,996.68
增长率(%)	39.26	58.91	24.71	25.66	24.17
EBITDA(百万元)	13,180.72	22,440.33	22,910.67	28,048.42	34,686.90
归属母公司净利润(百万元)	5,582.07	11,212.91	14,091.09	17,638.84	22,059.15
增长率(%)	84.52	100.87	25.67	25.18	25.06
EPS(元/股)	0.64	1.29	1.62	2.02	2.53
市盈率(P/E)	14.01	6.97	5.55	4.43	3.54
市净率(P/B)	2.88	1.87	1.33	1.16	1.00
市销率(P/S)	0.92	0.58	0.46	0.37	0.30
EV/EBITDA	5.35	2.74	4.21	3.10	3.46

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	8.97 元
目标价格	12.93 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)	78,178.74
流通 A 股市值(百万元)	59,554.51
每股净资产(元)	4.85
资产负债率(%)	78.54
一年内最高/最低(元)	15.91/8.67

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

任嘉禹 联系人
renjiayu@tfzq.com

股价走势



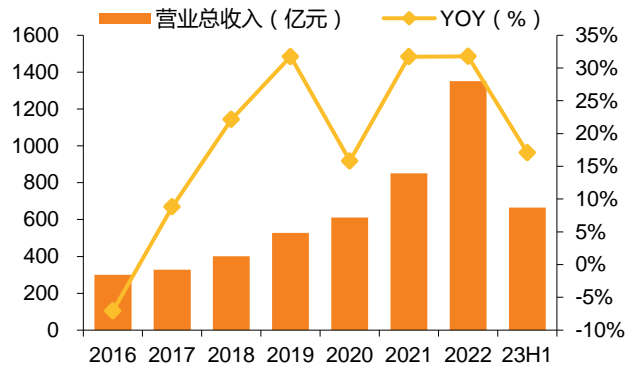
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《四川路桥-公司点评:上半年业绩稳步提升，清洁能源板块持续发力》2023-07-31
- 《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
- 《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

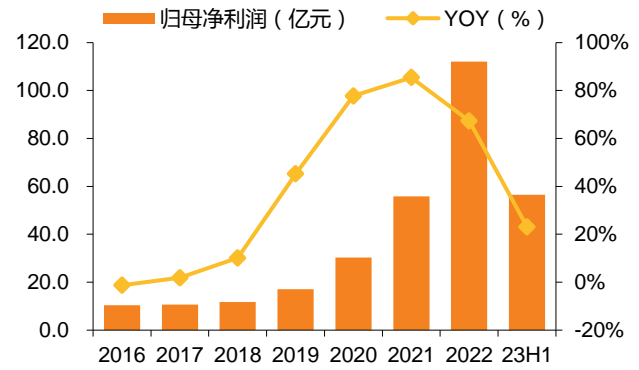
公司历年经营数据及可比公司估值

图 1：公司历年营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：公司历年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

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	104.43	6.69	1.60	1.81	2.16	2.56	4.17	3.69	3.10	2.62
601800.SH	中国交建	1525.53	9.38	1.17	1.32	1.47	1.62	7.99	7.11	6.39	5.77
600170.SH	上海建工	247.03	2.78	0.15	0.33	0.38	0.43	18.22	8.40	7.28	6.45
600284.SH	浦东建设	66.07	6.81	0.58	0.70	0.82	0.94	11.64	9.72	8.34	7.26
	平均							10.50	7.23	6.28	5.53
600039.SH	四川路桥	781.79	8.97	1.29	1.62	2.02	2.53	6.97	5.55	4.43	3.54

注：数据截至 20230830 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	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,291.62	31,440.06	33,709.75	38,124.79	42,079.47	营业收入	85,048.51	135,151.16	168,548.75	211,804.36	262,996.68
应收票据及应收账款	18,773.55	17,236.96	51,118.93	37,132.89	78,293.43	营业成本	71,318.21	112,102.62	139,617.03	175,602.78	217,909.00
预付账款	1,576.61	2,608.50	3,131.31	3,209.90	4,416.91	营业税金及附加	422.86	516.13	643.67	808.85	1,004.35
存货	3,294.70	4,928.69	6,706.06	10,854.22	13,357.89	销售费用	21.58	19.79	33.71	42.36	52.60
其他	6,530.89	16,918.01	62,232.02	92,746.30	84,482.73	管理费用	1,109.47	1,676.69	2,090.00	2,605.19	3,208.56
流动资产合计	42,467.37	73,132.22	156,898.06	182,068.10	222,630.43	研发费用	2,855.37	4,427.56	5,562.11	6,989.54	8,678.89
长期股权投资	1,787.32	3,153.56	3,523.56	3,923.56	4,223.56	财务费用	2,381.78	2,519.33	3,436.45	4,071.92	5,097.79
固定资产	2,954.21	3,710.05	4,218.34	4,330.10	4,162.46	资产/信用减值损失	(307.78)	(651.65)	(510.00)	(510.00)	(470.00)
在建工程	700.79	2,463.70	1,861.41	1,515.14	1,268.30	公允价值变动收益	1.86	(7.14)	11.48	3.50	1.50
无形资产	29,952.13	32,214.28	33,141.34	34,036.55	34,948.92	投资净收益	71.37	199.73	600.00	410.00	420.00
其他	28,988.34	35,499.58	31,921.06	33,197.40	32,438.91	其他	392.74	732.75	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	64,382.79	77,041.18	74,665.70	77,002.75	77,042.15	营业利润	6,781.04	13,615.36	17,267.26	21,587.21	26,997.00
资产总计	137,038.47	208,298.74	231,563.76	259,070.85	299,672.58	营业外收入	107.09	100.61	70.00	80.00	100.00
短期借款	1,890.22	1,869.43	20,239.08	33,751.47	65,264.68	营业外支出	40.25	58.89	60.00	40.00	50.00
应付票据及应付账款	36,619.19	64,227.31	48,241.97	68,826.55	52,234.00	利润总额	6,847.89	13,657.08	17,277.26	21,627.21	27,047.00
其他	22,696.79	32,074.76	42,845.81	43,074.42	53,921.57	所得税	1,153.69	2,291.24	2,898.60	3,628.39	4,537.66
流动负债合计	61,206.21	98,171.49	111,326.86	145,652.44	171,420.24	净利润	5,694.20	11,365.83	14,378.66	17,998.82	22,509.33
长期借款	41,727.00	48,950.30	53,590.96	37,099.07	40,958.58	少数股东损益	112.13	152.93	287.57	359.98	450.19
应付债券	1,007.12	2,027.17	1,517.14	1,772.16	1,644.65	归属于母公司净利润	5,582.07	11,212.91	14,091.09	17,638.84	22,059.15
其他	1,479.07	2,839.67	2,159.37	2,499.52	2,329.44	每股收益(元)	0.64	1.29	1.62	2.02	2.53
非流动负债合计	44,213.19	53,817.13	57,267.47	41,370.74	44,932.67						
负债合计	106,506.16	162,297.65	168,594.33	187,023.18	216,352.91	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	3,382.92	4,206.89	4,350.68	4,530.67	4,755.76	成长能力					
股本	4,775.43	6,226.34	8,715.58	8,715.58	8,715.58	营业收入	39.26%	58.91%	24.71%	25.66%	24.17%
资本公积	6,290.48	8,314.60	15,814.01	15,814.01	15,814.01	营业利润	83.96%	100.79%	26.82%	25.02%	25.06%
留存收益	15,300.76	26,287.75	33,333.29	42,152.71	53,182.29	归属于母公司净利润	84.52%	100.87%	25.67%	25.18%	25.06%
其他	782.73	965.52	755.87	834.71	852.03	获利能力					
股东权益合计	30,532.32	46,001.09	62,969.43	72,047.67	83,319.67	毛利率	16.14%	17.05%	17.17%	17.09%	17.14%
负债和股东权益总计	137,038.47	208,298.74	231,563.76	259,070.85	299,672.58	净利率	6.56%	8.30%	8.36%	8.33%	8.39%
						ROE	20.56%	26.83%	24.04%	26.13%	28.08%
						ROIC	24.77%	33.47%	50.78%	27.80%	34.96%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	77.72%	77.92%	72.81%	72.19%	72.20%
净利润	5,694.20	11,365.83	14,091.09	17,638.84	22,059.15	净负债率	129.28%	55.32%	75.00%	54.57%	85.20%
折旧摊销	1,083.65	1,585.93	1,466.96	1,669.29	1,852.12	流动比率	1.17	1.21	1.41	1.25	1.30
财务费用	2,372.13	2,614.66	3,436.45	4,071.92	5,097.79	速动比率	1.11	1.16	1.35	1.18	1.22
投资损失	(71.37)	(199.73)	(600.00)	(410.00)	(420.00)	营运能力					
营运资金变动	(8,054.90)	17,483.59	(38,095.85)	181.21	(42,290.99)	应收账款周转率	5.64	7.51	4.93	4.80	4.56
其它	(2,046.87)	(19,461.52)	299.05	363.48	451.69	存货周转率	32.32	32.87	28.97	24.12	21.72
经营活动现金流	(1,023.17)	13,388.76	(19,402.30)	23,514.74	(13,250.25)	总资产周转率	0.68	0.78	0.77	0.86	0.94
资本支出	1,819.48	5,932.99	3,350.30	2,389.85	2,820.07	每股指标(元)					
长期投资	304.12	1,366.24	370.00	400.00	300.00	每股收益	0.64	1.29	1.62	2.02	2.53
其他	(5,776.44)	(15,142.95)	(5,251.62)	(5,397.67)	(5,212.67)	每股经营现金流	-0.12	1.54	-2.23	2.70	-1.52
投资活动现金流	(3,652.84)	(7,843.72)	(1,531.32)	(2,607.82)	(2,092.59)	每股净资产	3.12	4.80	6.73	7.75	9.01
债权融资	4,600.72	2,603.63	20,613.63	(7,571.31)	30,534.87	估值比率					
股权融资	(2,154.03)	(2,007.31)	2,589.68	(8,920.58)	(11,237.34)	市盈率	14.01	6.97	5.55	4.43	3.54
其他	266.34	6,047.97	0.00	0.00	0.00	市净率	2.88	1.87	1.33	1.16	1.00
筹资活动现金流	2,713.03	6,644.29	23,203.31	(16,491.89)	19,297.53	EV/EBITDA	5.35	2.74	4.21	3.10	3.46
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	5.71	2.88	4.49	3.30	3.65
现金净增加额	(1,962.98)	12,189.32	2,269.69	4,415.03	3,954.68						

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com