

# 四川路桥（600039）

证券研究报告  
2024年07月01日

## 当前时点，怎么看四川路桥的投资价值？

### 高持股比例+高现金分红比例，底层发展逻辑并未改变

近年来蜀道集团通过不断增持四川路桥的股份，已经和四川路桥形成了一套独特的良性发展模式：

- 1) 投建一体：**蜀道联合四川路桥通过投建一体模式参与政府基建项目社会投资人招标，增强四川路桥的盈利能力，进一步扩大四川路桥订单规模及市占率；
- 2) 高股比、高分红：**蜀道通过提高对四川路桥的持股比例（截至4月19日蜀道及其一致行动人持股比例达79.25%）以及提高四川路桥现金分红比例（22-24年不低于50%），在积极回报股东的同时，提高了蜀道集团的现金流支出弹性。

### 我们认为这种模式能够充分实现四川路桥和蜀道集团的双赢：

对蜀道集团来说，四川路桥仍是蜀道体系内收入和利润贡献的核心（23年利润贡献占比超60%），在支撑蜀道集团规模扩张方面所发挥的作用不可替代；对四川路桥来说，四川省基建投资需求仍存，蜀道集团作为省内交通投资的主体（蜀道投资规模占全省交通投资的近一半，高速公路投资占比超80%），也有望持续给四川路桥的增长提供原生动力。

### 新业务板块持续推进，工程+矿产+清洁能源齐头并进

- 1) 清洁能源发电：**23年末公司共控股5座水电站，已投产水电装机容量合计658MW，分布式光伏项目亦持续推进。此外，为解决同业竞争，公司还托管了大股东下属5家能源板块子公司，未来存在注入上市公司的可能。截至23年报披露日，公司（含托管）在建及运营的清洁能源权益装机约5.4GW，对应远期潜在的净利润体量可达9.4亿元。
- 2) 矿产：**24年3月起子公司新材料集团正式更名为矿业集团，反映公司进一步聚焦矿产资源板块，公司持有阿斯马拉铜矿（原矿产能400万吨/年）60%股权，预计全年产出及销售直销矿约20万吨。此外，公司此前收购的克尔克贝特金矿、库鲁里钾盐矿、清平磷矿等项目的投资和建设工作均有序开展中。

### 高股息低估值蓝筹，维持“买入”评级

总体看，我们预计公司24-26年归母净利润分别为95、106、118亿元，对应6月28日PE分别为7.3、6.5、5.8倍，仅反映了工程业务的价值。我们看好后续公司新能源及矿产业务带来的利润弹性，考虑到四川省基建投资仍处于高景气态势，我们预计随着公司业绩的逐步释放，估值中枢有望向着同样为工程+矿产业务布局的上海建工靠拢，给予24年9倍PE，对应目标价9.77元，截至6月28日收盘，公司总市值为687亿元，对应23年报股息率为6.55%，具备较好的投资价值，维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料价格波动超预期，基础设施投资景气度不及预期，新能源业务发展不及预期，大股东清洁能源资产注入不及预期的风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	135,151.16	115,041.51	127,677.38	141,678.48	154,470.01
增长率(%)	58.91	(14.88)	10.98	10.97	9.03
EBITDA(百万元)	22,440.33	20,288.96	18,113.52	20,078.23	21,889.22
归属母公司净利润(百万元)	11,212.91	9,003.85	9,453.50	10,607.92	11,782.28
增长率(%)	100.87	(19.70)	4.99	12.21	11.07
EPS(元/股)	1.29	1.03	1.09	1.22	1.35
市盈率(P/E)	6.13	7.63	7.27	6.48	5.83
市净率(P/B)	1.64	1.52	1.38	1.25	1.13
市销率(P/S)	0.51	0.60	0.54	0.49	0.45
EV/EBITDA	2.74	4.14	4.99	4.55	4.18

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	7.89元
目标价格	9.77元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	8,712.82
流通A股股本(百万股)	6,679.60
A股总市值(百万元)	68,744.14
流通A股市值(百万元)	52,702.06
每股净资产(元)	5.39
资产负债率(%)	77.82
一年内最高/最低(元)	10.17/6.95

### 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

**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-季报点评:一季度业绩承压，看好24年项目开工提速》2024-04-30
- 《四川路桥-年报点评报告:项目进度放缓致使业绩承压，新业务板块稳步推进》2024-04-23
- 《四川路桥-公司点评:山洪事件影响或基本出清，关注中长期投资价值》2024-02-06

## 内容目录

1. 公司股价复盘：业绩增长是股价上行的核心驱动力.....	4
2. 怎么看传统工程主业的增长持续性？ .....	6
2.1. 四川基建投资需求仍存，景气度有支撑 .....	6
2.2. 大股东高持股比例+高现金分红的底层逻辑并未改变 .....	8
3. 新业务板块更加聚焦，24 年有望迎来收获期.....	13
3.1. 清洁能源发电板块 .....	13
3.2. 矿业板块 .....	15
3.2.1. 克尔克贝特金矿 .....	15
3.2.2. 阿斯马拉铜矿 .....	15
3.2.3. 库鲁里钾盐矿 .....	16
3.2.4. 磷矿 .....	16
3.2.5. 铁矿、石墨、霞石等其他矿种 .....	17
4. 盈利预测和投资建议.....	18
5. 风险提示.....	20

## 图表目录

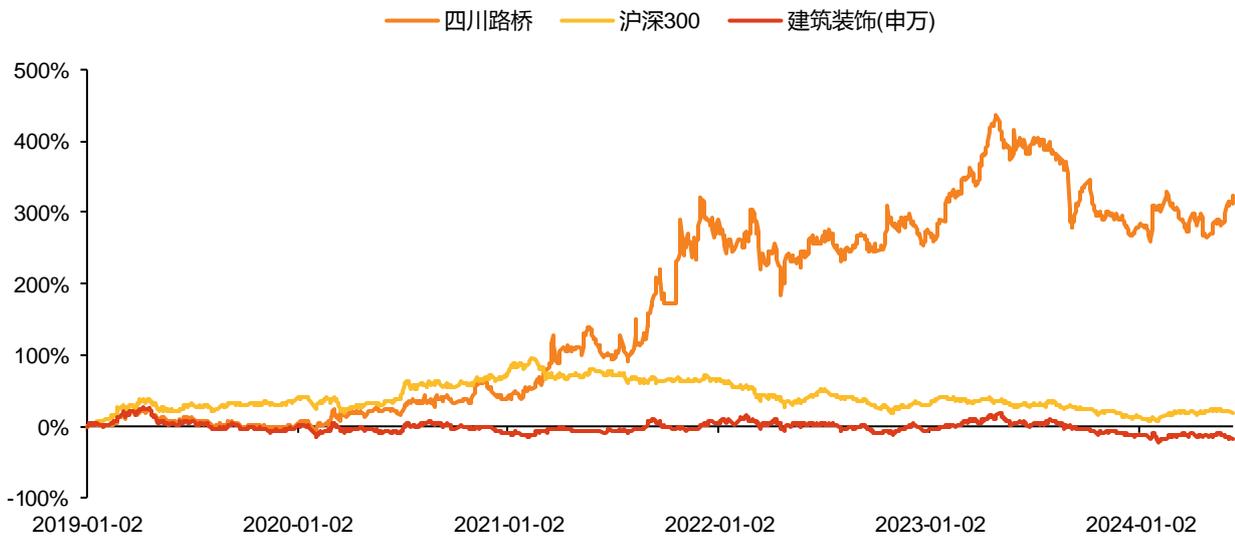
图 1：2019 年以来四川路桥、沪深 300、SW 建筑指数定基收益率（前复权） .....	4
图 2：2019 年以来四川路桥较沪深 300、SW 建筑指数超额收益 .....	4
图 3：四川路桥与部分可比公司市盈率（TTM）比较 .....	5
图 4：四川交通固定资产累计投资及增速 .....	6
图 5：全国交通固定资产累计投资及增速 .....	6
图 6：2022 年各省份综合财力情况 .....	7
图 7：2022 年地方政府债务余额及债务率 .....	7
图 8：投建一体模式下的股权结构 .....	8
图 9：投建一体模式下的业务和资金运转 .....	8
图 10：2016-2023 年部分建筑企业工程施工业务毛利率情况 .....	8
图 11：21-23 年公司营业收入中来自蜀道集团的比例 .....	8
图 12：2019-2023 年公司现金分红情况统计 .....	10
图 13：蜀道集团控股及参股上市公司情况 .....	10
图 14：2018 年以来公司季度累计新签订单及增速 .....	12
图 15：2016-2023 年公司清洁能源发电业务收入及毛利率 .....	13
表 1：四川省十三五、十四五交通投资规划及双城经济圈重大项目投资情况 .....	6
表 2：2019 年以来四川路桥大股东及其一致行动人持股比例变化统计 .....	9
表 3：四川路桥不同时期的《未来三年股东回报规划》 .....	9
表 4：21-23 年蜀道集团及控股上市公司营业收入及利润 .....	11
表 5：蜀道集团固定资产投资占四川省内比例 .....	11

表 6: 限制性股票解除限售的业绩考核目标 (2021 年 10 月 20 日公告)	12
表 7: 四川路桥主要子公司情况	13
表 8: 四川路桥水电运营情况	14
表 9: 蜀道集团委托给四川路桥管理的公司	14
表 10: 清洁能源板块单 GW 收入利润测算	14
表 11: 阿斯马拉铜金多金属矿项目情况	15
表 12: 库鲁里钾盐项目投资情况	16
表 13: 清平公司拥有的矿产资源 (数据截至 22 年 9 月末)	17
表 14: 南矿集团并入鑫展望公司的矿产板块梳理 (数据截至 2018 年 9 月)	17
表 15: 公司分业务营收预测表	18
表 16: 费用率预测	19
表 17: 可比公司估值表	19

## 1. 公司股价复盘：业绩增长是股价上行的核心驱动力

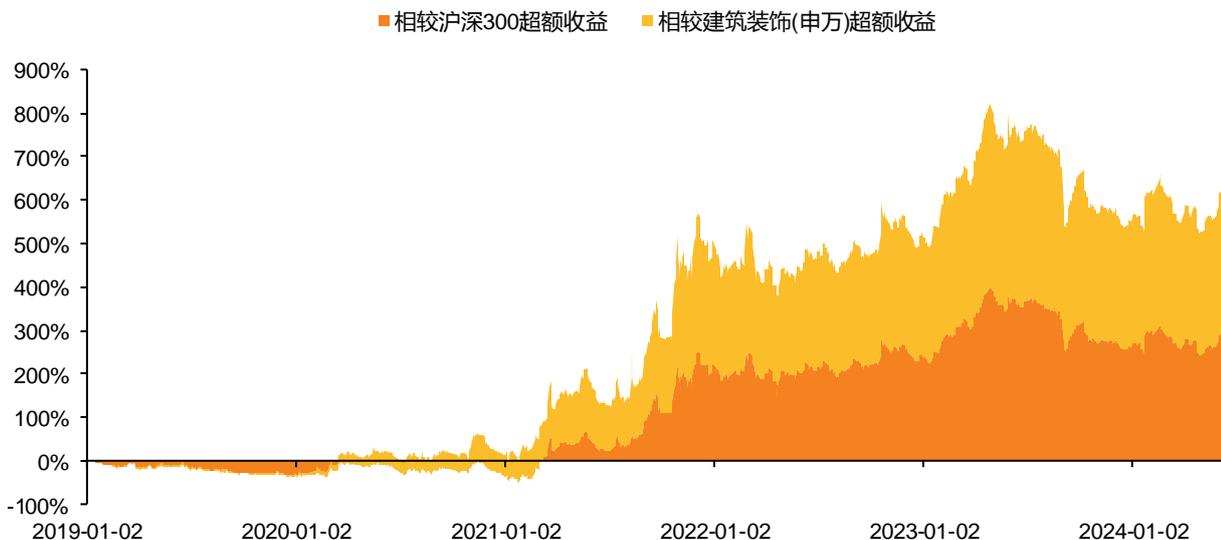
从近 5 年公司股价表现来看，以 2019 年 1 月 2 日收盘价为基数，截至 2024 年 6 月 13 日收盘，公司股价涨幅高达 323%，相较沪深 300 和申万建筑装饰指数分别取得 304%、340% 的超额正收益。分阶段来看，19-20 年公司股价表现相对比较平稳，21 年开始行情快速启动，我们认为除了产业资本增持、清洁能源及矿产资源业务的拓展之外，股价上涨的本质在于公司利润规模和体量的快速扩张，19-22 年，公司归母净利润由 17 亿元增长至 112 亿元，同比分别+45%、+78%、+85%、+67%，随之而来的，是公司股价于 23 年 4 月末披露 22 年报后达到了 19 年以来的历史高位。23 年下半年开始，由于“8·21”山洪事件影响，公司管理层出现人员调整，同时受防灾减灾、土地政策、征拆进度及安全隐患排查的影响，部分新开工项目实施进度放缓，导致 23 年业绩增长并未达到此前预期，公司股价有所回调，但仍持续跑赢指数。

图 1：2019 年以来四川路桥、沪深 300、SW 建筑指数定基收益率（前复权）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2019 年以来四川路桥较沪深 300、SW 建筑指数超额收益

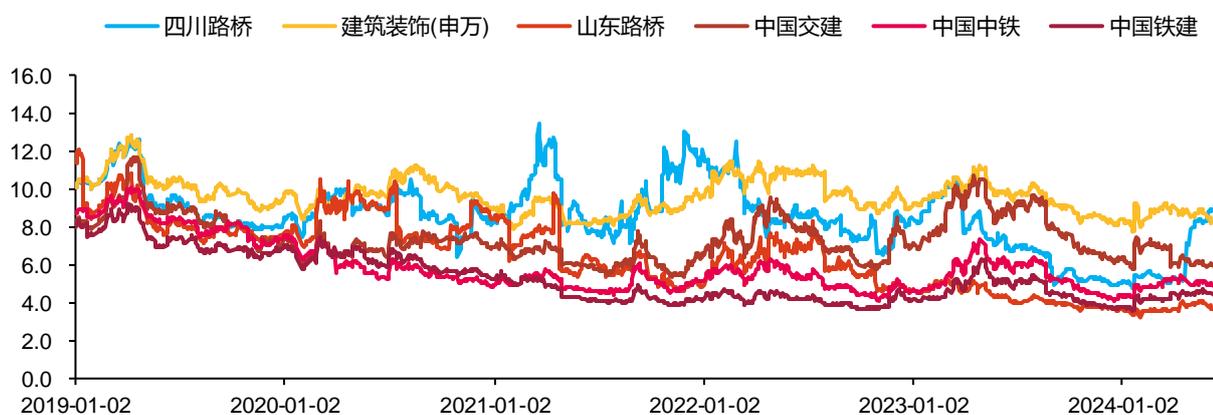


资料来源：Wind，天风证券研究所

短期来看，8.21 山洪事件影响或基本出清，公司生产经营有望重回正轨。24 年 2 月 5 日晚，公司对关于沿江高速 JN1 标段项目“8·21”山洪灾害进展情况进行了公告，披露了灾害最终的调查结果及相关责任追究情况。根据《调查报告》，此次 821 事件定性为自然灾害（山洪泥石流灾害），而非生产安全事故，致灾成灾原因中，短时强降雨是诱发灾害的重要因素；不利地形地貌和地质条件加重灾害危害性；河道行洪输砂不畅加剧了灾害效应；汛期违规住人、不及时转移避险是造成人员伤亡失联的重要原因。此外，灾害追责问责处罚的对象主要针对个人，且当中涉及到的主要公司领导（前董事长、前总经理等）此前公司均已公告，并未出现针对公司的处罚（比如取消资质、暂停投标等），当前公司新任领导已经到位，我们认为后续公司业务地开展有望重回正轨。

估值方面，截至 6 月 19 日收盘，公司市盈率（TTM）为 9.1 倍，位于 2019 年以来的 61% 分位。尽管公司近年来持续加快业务转型步伐，且业绩持续高增长，但除 21-22 年的部分时间段以外，其余时间里公司 PE（TTM）并未与其他建筑公司产生明显差距，我们认为主要原因在于公司基建房建施工业务仍然贡献了利润和收入的绝大部分，新业务的体量仍然较小。因此我们认为后续公司股价催化的核心因素在于：1) 传统工程主业的业绩释放能力；2) 新兴业务对业绩的增厚以及估值的拉动。

图 3：四川路桥与部分可比公司市盈率（TTM）比较



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 怎么看传统工程主业的增长持续性?

### 2.1. 四川基建投资需求仍存，景气度有支撑

“十三五”期间四川省交通基建战略地位高，十四五交通固定资产投资增速领跑全国。“十三五”期间，全国交通固定资产累计投资额 12.39 万亿元，四川省交通固定资产投资 0.81 万亿元，占全国投资额比例为 6.6%。西部交通在全国地位突出，而四川省作为西部地区的交通枢纽，在西部投资中占重要地位。从增速看，“十四五”以来四川省交通固定资产投资额仍保持较好的增长水平，2023 年四川省完成公路水路固定资产投资 2685 亿元，同比 +7%。

2024 年，四川省力争完成公路水路交通建设投资 2600 亿元以上，计划建成通车高速公路 500 公里以上，24 年高速公路通车总里程预计突破 1 万公里。从实际情况来看，24 年一季度四川已经完成“公铁水”投资超 760 亿元。截至 4 月 22 日，四川境内有 18 条、2495 公里铁路在建，总投资逾 5300 亿元，建设规模、投资总额居全国首位。

图 4：四川交通固定资产投资及增速



资料来源：Wind、《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》、四川省人民政府，天风证券研究所

图 5：全国交通固定资产投资及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

“十四五”期间，推动交通强省建设迈上新台阶：根据“十四五”规划，21-25 年四川省综合交通运输建设规划完成投资额 12000 亿元以上，较“十三五”期间增长 16.5%。投资结构中公路水路铁路均有较高增速，其中铁路完成额预计 3000 亿元，较“十三五”期间增长 30.43%，公路水路完成额预计 7000 亿元，较“十三五”期间增长 40%。此外，随着推动成渝地区双城经济圈建设、打造内陆开放战略高地政策的提出，四川、重庆双方共同将开展《成渝地区双城经济圈综合立体交通网规划（2021-2035）》相关项目的建设，为交通基建带来稳定需求。

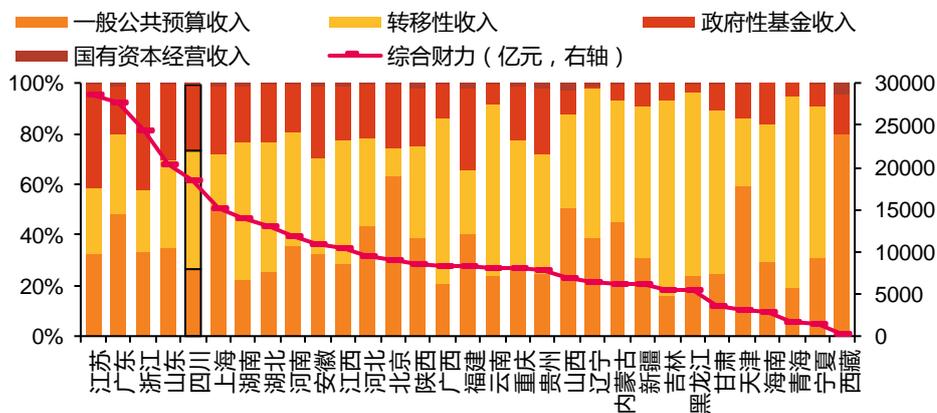
表 1：四川省十三五、十四五交通投资规划及双城经济圈重大项目投资情况

单位：亿元	“十三五”规划	“十四五”规划	变化幅度
全省综合交通运输建设规划完成投资额	10300	12000	16.5%
铁路完成额	2300	3000	30.4%
公路完成额	4800	7000	45.8%
水运完成额	200		
<b>成渝双城经济圈重大项目投资</b>			
单位：亿元	2021	2022	2023
项目数量（个）	67	160	248
总投资额	15674	20367	33000
计划投资额	1016	1835	3215

资料来源：四川省人民政府、重庆发改委，天风证券研究所

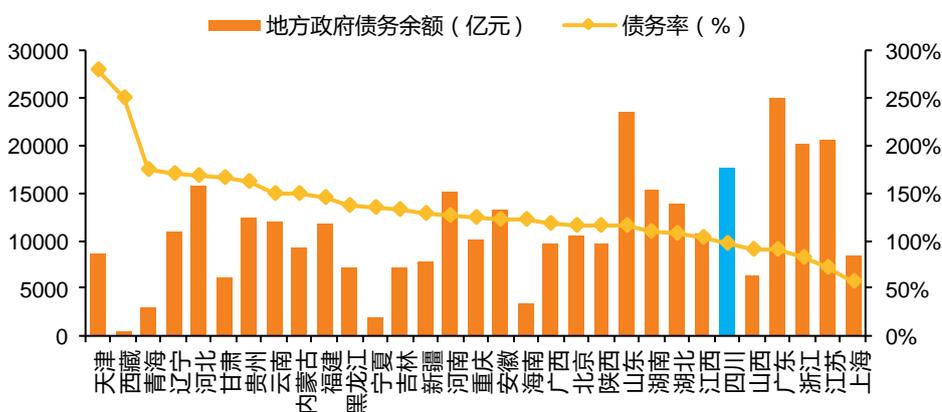
**区域资金保障仍较为充裕。**资金层面，我们以一般性公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入+国有资本经营收入四项合计作为衡量省份综合财力的标准。2022 年四川省综合财力为 18437 亿元，位居全国第五，债务率为 96%，居于全国倒数第六，整体财政收支结构较为健康，偿债能力较强。拆分来看，22 年四川省转移性收入为 8633.6 亿元，占整个综合财力比重达 46.8%。作为西部大开发的核心省区和成渝经济区的重点支持区域，四川省长期在中央转移支付中排名靠前，体现出政策对于四川省发展的支持。

图 6：2022 年各省份综合财力情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2022 年地方政府债务余额及债务率



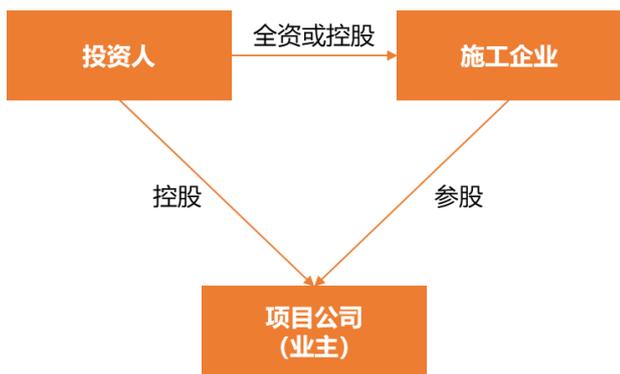
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 大股东高持股比例+高现金分红的底层逻辑并未改变

蜀道集团通过大比例持有四川路桥的股份，形成了一套独特的“高持股比例、高分红比例”的发展模式。简而言之，大致可以分为以下两个方面：

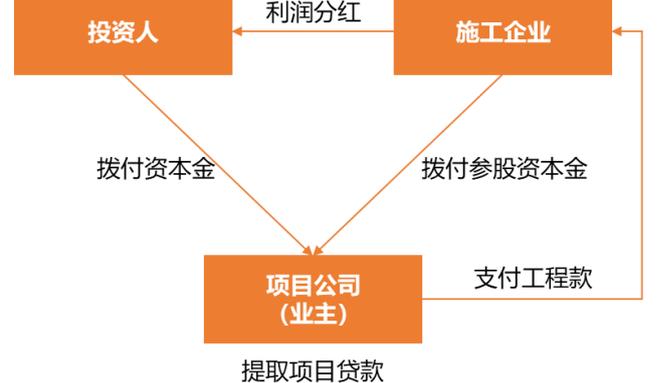
- 1) 蜀道集团参与完成省内交通投资建设，四川路桥通过投建一体模式参与政府方组织的公路工程项目社会投资人的招标。根据《招标投标法实施条例》，已通过招标方式选定的特许经营项目投资人依法能够自行建设、生产或者提供的，可以不进行招标，在这种投建一体模式下，施工利润能够留在上市公司的报表内，做大四川路桥的规模，并更好的发挥上市公司功能。

图 8：投建一体模式下的股权结构



资料来源：周磊《高速公路投建一体模式下建设期资金链闭环的探讨》，天风证券研究所

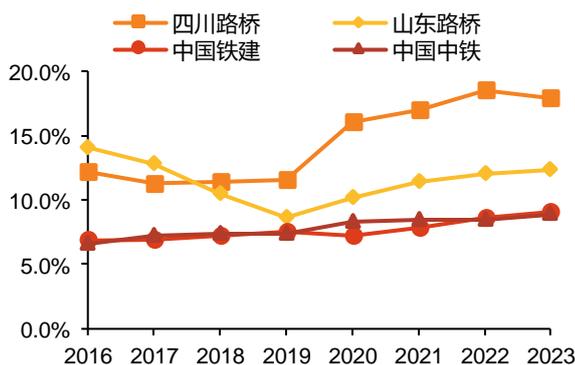
图 9：投建一体模式下的业务和资金运转



资料来源：周磊《高速公路投建一体模式下建设期资金链闭环的探讨》，天风证券研究所

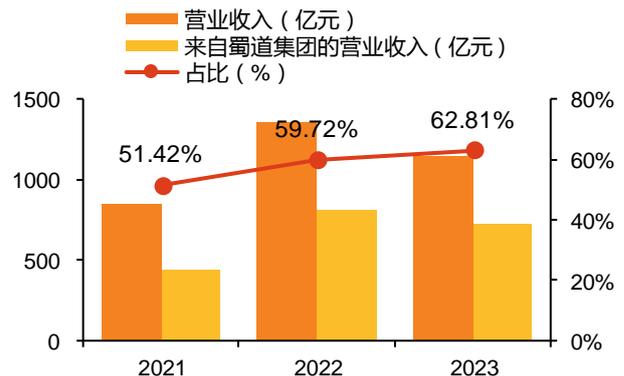
收入占比也反映出了蜀道集团对于四川路桥的支持力度。21 年蜀道集团成立以后，四川路桥营业收入中来自蜀道的比例快速提升。21 年四川路桥营业收入中有 51% 来自于蜀道集团，而到了 23 年来自蜀道的收入占比已经达到了 63%。并且与传统的承包工程项目相比，投建一体的项目收益水平更高，反映在报表层面，则是公司工程施工业务盈利能力的快速提升，且显著高于行业内的其他可比公司。

图 10：2016-2023 年部分建筑企业工程施工业务毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：21-23 年公司营业收入中来自蜀道集团的比例



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- 2) 通过提高对四川路桥的持股比例以及提高四川路桥的现金分红比例，在积极回报股东的同时，提高了蜀道集团在项目投资前期的现金流支出弹性。

**高持股比例：**2020 年以来，四川路桥原控股股东四川铁投集团密集增持公司股份，2020 年 1 月 8 日公司公告增持计划实施前，铁投集团持股比例为 41.89%。21 年 3 月铁投集团与交投集团实施战略重组，合并成立蜀道集团，并于 22 年参与了针对四川路桥的定增，在股东中引入了川高公司、藏高公司、高路文旅、蜀道资本作为蜀道集团的一致

行动人。根据四川路桥于 2023 年 10 月 20 日披露的最新一期控股股东增持计划，蜀道集团计划 12 个月内以 2-4 亿元自有资金择机增持公司股票。截至 2024 年 4 月 19 日，蜀道及其一致行动人持股比例高达 79.25%。

表 2：2019 年以来四川路桥大股东及其一致行动人持股比例变化统计

截止日期	蜀道集团及其一致行动人持股比例	变化
2019FY	41.89%	
2020Q1	42.50%	0.61%
2020Q2	53.51%	11.01%
2020Q3	57.12%	3.61%
2020FY	66.57%	9.45%
2021Q1	68.01%	1.44%
2021Q2	68.04%	0.03%
2021Q3	68.04%	0.00%
2021FY	68.04%	0.00%
2022Q1	68.04%	0.00%
2022Q2	68.76%	0.72%
2022Q3	69.71%	0.95%
2022FY	77.79%	8.08%
2023Q1	78.60%	0.81%
2023Q2	78.93%	0.33%
2023Q3	79.18%	0.25%
2023FY	79.23%	0.05%
2024Q1	79.24%	0.01%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

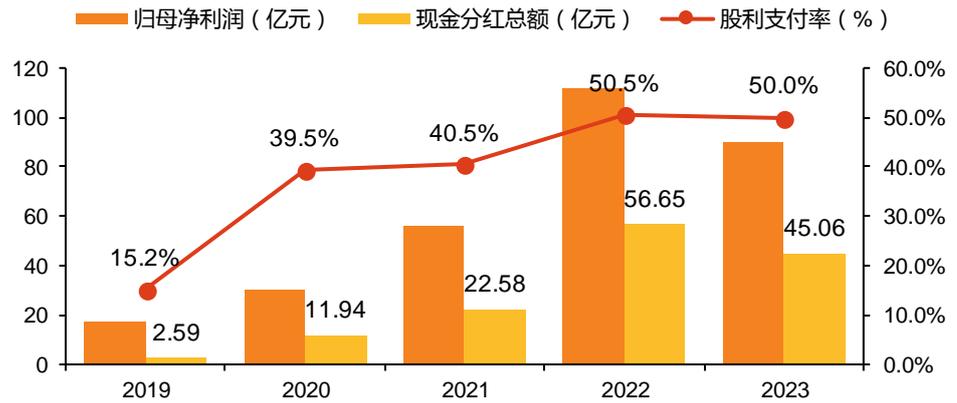
**高现金分红比例：**2023 年 1 月 18 日，公司公告未来三年（2022-2024 年）股东回报规划，要求 22-24 年公司以现金方式分配的利润不低于当年度归属于上市公司股东的净利润的 50%，较此前 30% 的分红比例再次大幅提升。23 年公司公告现金分红金额 45.06 亿元，现金分红比例为 50%，截至 6 月 28 日收盘，公司总市值为 687 亿元，对应的股息率为 6.55%，具备较好的投资价值。

表 3：四川路桥不同时期的《未来三年股东回报规划》

时间段	2012-2014	2015-2017	2020-2022	2022-2024
公告时间	2012.08.03	2015.9.15	2020.04.06	2023.01.17
分红比例	10%	30%	30%	50%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

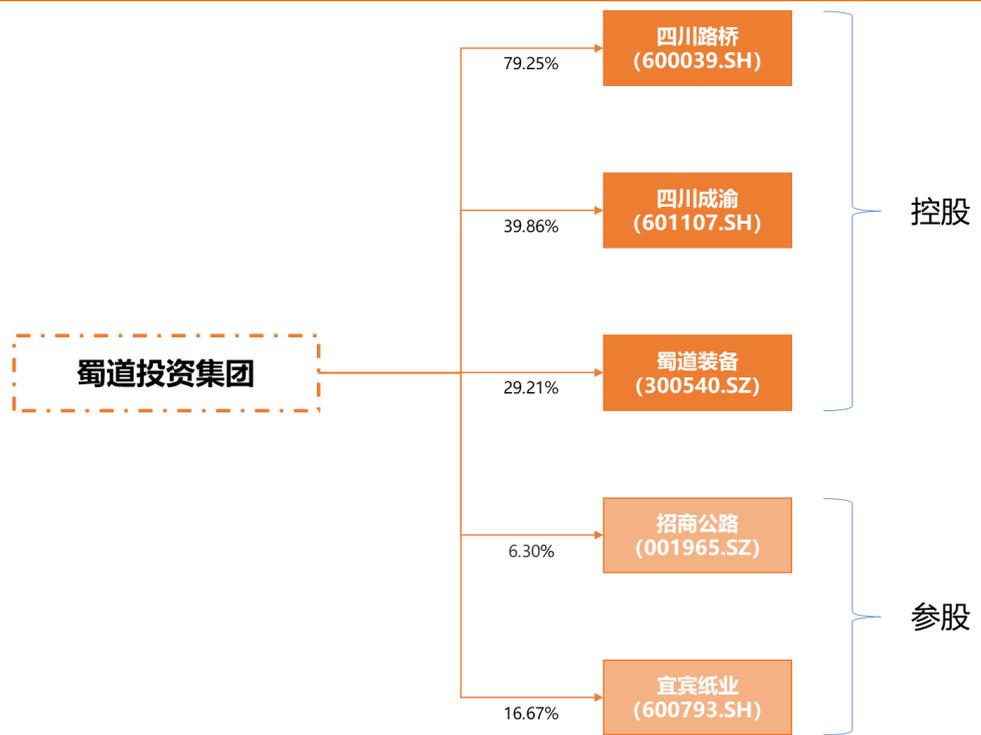
图 12：2019-2023 年公司现金分红情况统计



资料来源：Wind，天风证券研究所

对蜀道集团来说，我们认为四川路桥在支撑蜀道集团规模扩张方面所发挥的作用不可替代。截至 23 年末，蜀道集团一共控股三家上市公司，分别是四川路桥、蜀道装备、四川成渝，同时参股了招商公路和宜宾纸业。如果按照持股比例进行大致估算，23 年四川路桥的营业收入占蜀道集团营业收入比例超过 40%，利润占比超过 60%，仍是蜀道集团重要的利润和收入贡献主体，在没有其他不可抗力因素的扰动下，我们认为蜀道集团与四川路桥所形成的良性发展模式或仍将持续。

图 13：蜀道集团控股及参股上市公司情况



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

注：截至 24 年 4 月 19 日，蜀道及其一致行动人持有四川路桥 79.25% 股权，其余公司的持股比例均截至 23 年报

表 4：21-23 年蜀道集团及控股上市公司营业收入及利润

	2021	2022	2023
<b>蜀道集团</b>			
营业收入（亿元）	2200	2400	2660
利润总额（亿元）	75	92	115
<b>四川路桥</b>			
营业收入（亿元）	850	1352	1150
归母净利润（亿元）	56	112	90
<b>四川成渝</b>			
营业收入（亿元）	91	99	117
归母净利润（亿元）	19	8	12
<b>蜀道装备</b>			
营业收入（亿元）	5	2	7
归母净利润（亿元）	-1	0	0

资料来源：Wind，四川国资公众号，蜀道集团公众号，天风证券研究所

对四川路桥来说，蜀道集团作为四川省内交通投资的主体，也有望持续给四川路桥的增长提供原生动力。21-22 年蜀道集团完成固定资产投资 1412、1893 亿元，占全省比例分别为 45%、52%，其中高速公路和铁路投资占比更高，至 22 年分别为 83%、63%。23 年蜀道集团完成投资 1960 亿元，其中高速公路完成投资 1186 亿元，同比+14%，全年建成高速公路 654 公里，投资额在全省总额中占比近一半，新通车高速公路约占全省 77%。我们认为公司大股东蜀道集团作为四川省基建投资主力军，在高持股比例+高分红的模式加持下，有望给四川路桥的增长持续赋能。

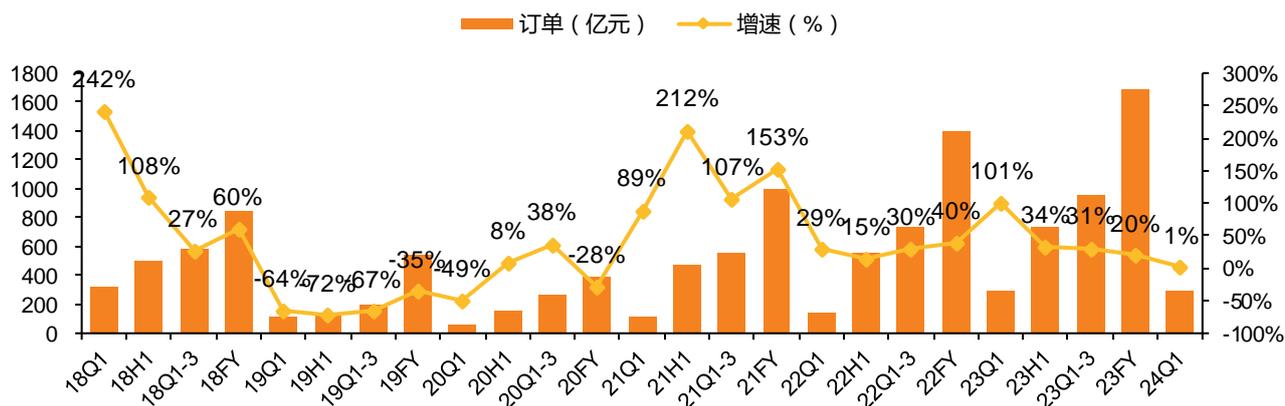
表 5：蜀道集团固定资产投资占四川省内比例

	2021	2022
<b>四川省</b>		
交通固定资产投资（亿元）	3131	3661
高速公路投资（亿元）	1136	1246
铁路投资（亿元）	580	727
<b>蜀道集团</b>		
固定资产投资（亿元）	1412	1893
高速公路投资（亿元）	908	1040
铁路投资（亿元）	334	459
<b>蜀道集团占全省比例</b>		
固定资产投资（%）	45%	52%
高速公路投资（%）	80%	83%
铁路投资（%）	58%	63%

资料来源：四川人民政府，四川交通运输厅，蜀道集团公众号，天风证券研究所

订单维持正常增长，给收入和业绩增长提供了较好支撑。23 年公司新签订单合计 1685 亿元，同比+20.1%，其中基建、房建订单分别为 1492、188 亿元，同比分别+15%、+74%。24Q1 新签订单 291.76 亿元，同比+1%，增速有所放缓，我们判断主要由于 23Q1 订单同比+101%导致同期基数较高。

图 14：2018 年以来公司季度累计新签订单及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**股权激励夯实成长动力。**2021 年 10 月 20 日公司公告拟向不超过 350 名高管及核心技术人员授予不超过 4375 万股限制性股票，其中解锁条件为：22/23/24 年的业绩考核要求为扣非归母净利润不低于 70/80/90 亿，收入不低于 1000/1100/1200 亿；我们认为激励机制自上而下理顺后，公司通过压降成本、效率提升实现了利润和财报报表质量的显著提升，本次激励方案划定了 2022-2024 年增长目标，有望进一步理顺激励机制，激发核心骨干工作动力，也彰显了未来发展信心。

表 6：限制性股票解除限售的业绩考核目标（2021 年 10 月 20 日公告）

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022 年扣非归母净利润不低于 70 亿元，且相较于 2020 年，扣非归母净利润增长率不低于同行业平均水平；2022 年营业收入不低于 1,000 亿元，且相较于 2020 年，营业收入增长率不低于同行业平均水平；2022 年应收账款周转率不低于 5.7。
第二个解除限售期	2023 年扣非归母净利润不低于 80 亿元，且相较于 2020 年，扣非归母净利润增长率不低于同行业平均水平；2023 年营业收入不低于 1,100 亿元，且相较于 2020 年，营业收入增长率不低于同行业平均水平；2023 年应收账款周转率不低于 5.7。
第三个解除限售期	2024 年扣非归母净利润不低于 90 亿元，且相较于 2020 年，扣非归母净利润增长率不低于同行业平均水平；2024 年营业收入不低于 1,200 亿元，且相较于 2020 年，营业收入增长率不低于同行业平均水平；2024 年应收账款周转率不低于 5.7。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 新业务板块更加聚焦，24 年有望迎来收获期

工程+矿产+清洁能源齐头并进，“1+2”产业布局逐渐清晰。公司近年来全面布局资源能源板块，加快构建以工程建设、矿业及新材料、清洁能源为主业的“1+2”产业格局，通过收并购、成立合资公司等方式，大力拓展新兴业务。截至 23 年，传统工程施工业务占公司营收比例仍高达 90%左右，其余板块的业绩贡献较少，我们认为主要由于大部分布局的项目仍处于前期培育阶段。随着公司持续优化对矿产、新能源板块的投入，我们预计未来 2-3 年内新业务板块有望逐步进入收获期。

表 7：四川路桥主要子公司情况

公司名称	主要业务	持股比例 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
四川公路桥梁建设集团有限公司	建设工程施工、设计、勘察	100	609.78	34.71
四川省交通建设集团有限责任公司	各类工程建设活动；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包；公路管理与养护	100	390.37	53.97
四川川交路桥有限责任公司	各类工程建设活动；爆破作业；建设工程设计	99.06	102.73	5.17
四川路桥盛通建筑工程有限公司	房屋建筑工程、公路工程、机电安装工程	100	75.60	3.00
四川省铁路建设有限公司	铁路工程、建筑工程、公路工程	51	30.28	0.89
四川智能建造科技股份有限公司	大数据服务；智能控制系统集成	60	0.73	0.06
四川蜀道清洁能源集团有限公司	发电业务、新兴能源技术研发	100	6.17	-0.62
四川蜀道矿业集团股份有限公司	选矿；矿产资源地质勘探；金属与非金属矿及制品销售；矿产资源（非煤矿山）开采；资源再生利用技术研发	80	18.21	-4.62

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

注：数据截至 2023 年

#### 3.1. 清洁能源发电板块

“风、光、水”多元一体，清洁能源板块持续发力。公司围绕风、光、水等绿色能源，整合下属公司，设立子公司四川蜀道清洁能源集团有限公司，开展运营相关业务，加快清洁能源资源的培育和获取。23 年以前营收规模基本在 1.7-2.0 亿左右，毛利率大约在 35%-40% 之间。2023 年，清洁能源板块营业收入达到 4.58 亿元，同比+130.31%，较以往显著增加，我们认为主要由于 23 年完成收购毛尔盖水电公司所致。

图 15：2016-2023 年公司清洁能源发电业务收入及毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

**光伏项目方面：**公司采取自我培育和兼并收购并举的方式，积极拓展光伏业务。截止 23 年末，子公司清洁能源集团实现新疆吐鲁番 100 万千瓦光热+光伏一体化项目落地，项目建设顺利推进；凉山州会东县 1# 地块 200MW 光伏项目已实现约 150MW 并网发电；毛尔盖水电水光互补 420MW 光伏项目建设按计划推进，计划 2024 年三季度首批并网发电；实现凉山盐源牦牛坪 680MW 光伏项目落地并完成备案，计划 2024 年第三季度开工建设；攀大、丽攀、久马、汶马、巴陕、巴达、达陕等 10 余条高速公路分布式光储项目已实现并网发电，德会、攀田、乐汉、仁沐、雅康等高速公路正在按照《四川省高速公路“绿电自给”工程建设规划（2024-2025 年）》全面实施投资建设；盐边县整县分布式光伏项目顺利推进，昔格达零碳示范村项目已建成并成功入选第四批智能光伏试点示范项目。

**水电项目方面：**截至 23 年，四川路桥一共控股 5 座水电站，下属巴郎河公司、鑫巴河公司、毛尔盖公司水电项目正常运营，已投产水电装机总容量合计 658MW。

表 8：四川路桥水电运营情况

水电运营公司	持股比例	持有水电站	已投产装机总容量（MW）
巴郎河水电公司	65%	华山沟水电站 巴郎口水电站	168
鑫巴河水电公司	78%	双滩水电站 风滩水电站	64
毛尔盖水电公司	50.1%	毛尔盖水电站	426
<b>合计</b>			<b>658</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**大股东清洁能源资产有望逐步注入。**由于避免同业竞争，公司亦受托管理了蜀道集团所属能源板块公司。蜀道集团采取委托管理的方式将下属涉及水力发电业务的 5 家公司股权对应的股东权利委托给四川路桥行使，并承诺投资的水力发电项目在建成投入运营且其净资产收益率达到四川路桥上一年度净资产收益率时逐步注入上市公司。截至 23 年末，公司受托管理的铁能电力公司水电、风电、光伏等项目均正常运营或按计划推进。

表 9：蜀道集团委托给四川路桥管理的公司

公司名称	铁投集团持股比例
四川铁能电力开发有限公司	60%
四川铁投康巴投资有限责任公司	70%
四川众源水电开发有限公司	10%
四川小金河水电开发有限责任公司	43%
四川蜀兴智慧能源有限责任公司	40%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**清洁能源板块远期的潜在利润空间可达 9.4 亿元。**截至 23 年报披露日，公司（含托管）在建及运营的清洁能源权益装机约 5.4GW。参考 2023 年中国电建、三峡能源、芯能科技清洁能源发电的收入利润装机情况，单 GW 对应净利润大约为 1.7 亿元。从远期来看，假设未来四川路桥托管的蜀道集团清洁能源资产全部逐步注入到上市公司体内，以及在建项目投产全部投产后，则我们预计未来清洁能源发电业务潜在的利润空间可达 9.4 亿元左右。

表 10：清洁能源板块单 GW 收入利润测算

2023 年	中国电建	三峡能源	芯能科技	平均
清洁能源装机容量（GW）	23.0	40.0	0.8	-
对应收入（亿元）	241.1	261.2	6.0	-
对应净利润（亿元）	25.5	71.8	1.9	-
单 GW 收入（亿元）	10.5	6.5	7.2	8.1
单 GW 净利润（亿元）	1.1	1.8	2.3	1.7

净利率 (%)	11%	27%	32%	23%
---------	-----	-----	-----	-----

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

### 3.2. 矿业板块

此前受制于锂电新材料产品价格大幅下跌及终端需求增速放缓，公司 23 年新业务板块利润显著承压，同时也对整体业绩形成了一定拖累。自 2024 年 3 月 18 日起，公司子公司四川蜀道新材料科技集团股份有限公司名称正式变更为四川蜀道矿业集团股份有限公司，我们认为更名或反映出公司后续的业务重心将进一步侧重于矿产资源板块。随着公司后续持续优化在矿产及新材料领域的投入，我们预计盈利情况有望迎来改善。

#### 3.2.1. 克尔克贝特金矿

**投资 0.3 亿美元布局克尔克贝特金矿。**2012 年，四川路桥组织省内地矿系统相关资深专家对厄特多次实地考察论证后，选取了 1000km<sup>2</sup> 区域作为金多金属矿探矿权，并于 2014 年 6 月取得了探矿证，投资 3000 万美元与厄立特里亚国家矿业公司成立了克尔克贝特矿业合资公司，四川路桥持有 60% 股权。该矿权分为 Mier 矿段、Aradaib 矿段、Mier 东、Shukula 南四个工作区域。2024 年 6 月 15 日，蜀道矿业集团投资的克尔克贝特矿业股份公司与厄立特里亚能矿部在阿斯马拉正式签署《克尔克贝特米尔金矿区采矿协议》，标志着蜀道矿业集团正式拥有对米尔金矿区的采矿权。

#### 3.2.2. 阿斯马拉铜矿

**投资 6 亿美元布局阿斯马拉多金属矿。**该项目属大型的多金属矿山，拥有较大的可采储量，与四川省内最大的拉拉铜矿比较，规模相当、综合品位高 30%、矿体更集中、开采条件更优。矿区内还有数千万吨的矿石远景资源潜力。同时，阿斯马拉具有快速投入产出的优势，主要矿山露天开采，地表开始即是可采矿，40-60 米深度为富矿（平均铜品位 15.6%）。2016 年 4 月，四川路桥通过克尔克贝特矿业合资公司，以 6500 万美元收购加拿大 Sunrige 公司在阿斯马拉矿的 60% 股权。根据中国恩菲工程技术有限公司提交的初步设计文件，阿斯马拉项目总投资 5.99 亿美元，设计利用矿石量 5893.4 万吨，折合含金属量：铜 47.05 万吨，锌 112.28 万吨，金 25.45 吨，银 755.26 吨。截至 23 年报披露日，阿斯马拉铜金多金属矿（原矿约 400 万吨/年）迪巴瓦矿区直销矿（DSO）采矿工作持续推进，完成首批产品装车并运送至港口，直销矿预计产出及销售约 20 万吨。

表 11：阿斯马拉铜金多金属矿项目情况

项目情况	内容	
总投资	5.99 亿美元	
工期	18 个月	
达产周期	27 个月	
设计产能	400 万吨/年	
设计利用矿石量	5893.4 万吨	
折合含金属量	铜	47.05 万吨
	锌	112.28 万吨
	金	25.45 吨
	银	755.26 吨

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2.3. 库鲁里钾盐矿

**布局厄立特里亚库鲁里钾盐矿，夯实矿业板块多元化布局。**公司 2022 年 10 月 10 日发布公告，正式披露了对库鲁里钾盐项目的收购意向。根据规划，子公司矿业集团（原新材料集团）拟以 1.35 亿美元收购澳大利亚 STB 所持 CMSC 全部 50% 股权，并承接 STB 对 CMSC 约 3100 万美元债权，合计投资 1.7 亿美元，且后续将继续投资建设厄立特里亚库鲁里钾盐矿项目，项目建设总投资约 7.8 亿美元，项目资本金为建设总投资的 30%，约 2.34 亿美元，其余 70% 资金通过项目融资解决，矿业集团合计共需出资 4 亿美元（约合人民币 26.8 亿元）。2023 年 3 月 30 日，公司已与 STB 完成了库鲁里钾盐矿项目的股权交割。截至 23 年报披露日，库鲁里钾盐项目正在积极推进一期年产 47.2 万吨硫酸钾（原矿约 261 万吨/年）项目融资及建设准备相关工作。

表 12：库鲁里钾盐项目投资情况

单位	美元（亿元）	人民币（亿元）
项目总投资	9.5	63.65
其中：用于收购	股权	1.35
	债权	0.31
	合计	1.7
其中：项目建设（一期）	30% 资本金	2.34
	70% 项目融资	5.46
	合计	7.8
<b>矿业集团共需出资</b>	<b>4</b>	<b>26.8</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2.4. 磷矿

公司目前规划持有三处磷矿资源：

- 1) **出资 6.7 亿获取马边磷矿。**川能动力、四川路桥、比亚迪、马边禾丰共同出资成立合资公司（蜀能矿产），综合开发马边县磷矿资源及磷酸铁锂项目，四川路桥为控股股东，出资 6.7 亿元持股 67%。从储量来看，老河坝磷矿已探明磷矿石资源量为 3,721.9 万吨，而马边县已探明磷矿远景储量达 24.8 亿吨，具备较好的资源潜力。截至 23 年报披露日，蜀能矿产公司马边磷矿项目（原矿 100 万吨/年）正在推进井巷工程开工建设。
- 2) **出资 10.4 亿获取金川磷矿。**四川路桥通过破产重整以现金方式出资 4.3 亿元收购金川公司 100% 股权；并投入 6.1 亿元用于复工复产等项目建设。金川公司下辖一个 6 万吨/年黄磷厂及四座磷矿山采矿权。其中大黑山矿权证延续工作已于 2022 年 4 月 22 日审批通过，有效期为 20 年，其余矿山因开采面积及储量小基本上难以通过采矿权延续的审批手续，最终或仅大黑山矿（开采面积 1.1 平方公里，远景资源储量约 10475.7 万吨，证载储量 2128.8 万吨，主要产高硅矿）可供开采。截至 23 年报披露日，金川公司会东大黑山磷矿矿山一期工程正在建设，黄磷厂（6 万吨/年）设备更新项目已完成验收，按计划组织生产。
- 3) **出资 8.4 亿收购清平磷矿。**23 年 9 月公司公告，四川蜀道新材料科技集团（现更名为矿业集团）以 8.41 亿元的价格收购了清平磷矿有限责任公司 85% 股权。清平公司拥有燕子岩和邓家火地两个磷矿采矿权及烂泥沟磷矿探矿权。此外，清平公司还拥有德阳昊华清平磷矿有限公司磷铵分厂，该厂于 2013 年 8 月投产，主要生产农业级磷酸一铵 20 万吨/年，磷酸 10 万吨/年，硫酸 30 万吨/年。截至 23 年报披露日，清平磷矿已完成股权交割，100 万吨/年磷矿延伸接替工程顺利完工，进入试运营阶段。

表 13：清平公司拥有的矿产资源（数据截至 22 年 9 月末）

项目	许可	保有资源量（万吨）	平均品位	开采规模（万吨/年）
燕子岩	采矿权	1635.9	27.20%	60
邓家火地	采矿权	797.7	30.62%	40
烂泥沟	探矿权	2437.1	15.35%	-

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.2.5. 铁矿、石墨、霞石等其他矿种

**出资 6.5 亿元获取铁矿、霞石矿、石墨矿。**2019 年四川路桥拟以现金认缴 6.5 亿元与南矿集团设立四川鑫展望公司，合作开发铁矿石、霞石、石墨等矿产项目，持股比例 65%，从而获得了南矿集团旗下的矿产业务。

**投资 3.29 亿元建设霞石新材料项目，每年有望贡献利润 0.3 亿元。**四川鑫展望霞石新材料项目是利用南江县的优质霞石矿资源打造的国内一流霞石采选及精深加工产业基地。项目总投资 3.29 亿元，建设用地 130 余亩，分两期建设，一期项目可年产加工霞石 15 万吨，年均可实现销售收入 1.7 亿元，利润 0.3 亿元，项目于 2022 年 3 月正式动工建设，23 年 10 月正式投产。

表 14：南矿集团并入鑫展望公司的矿产板块梳理（数据截至 2018 年 9 月）

项目	矿权类型	矿区面积（平方公里）	可采矿石量（万吨）	铁金属量（万吨）	平均品位	产能（万吨/年）
竹坝铁矿	采矿许可	0.15	363.2	132.1	36.38%	20
	探矿许可	5.26	119.77	42.8	35.70%	20
安家山铁矿	采矿许可	0.50	108.13	22.8	21.10%	20
五铜包铁矿	采矿许可	0.02	146.45	44.2	30.16%	6
李家河铁矿	采矿许可	0.34	186.64	-	20.89%	21
磊鑫山铜铁矿	探矿许可	0.72	87.05	-	19.07%	10
坪河石墨矿	采矿许可	0.63	232.65	-	-	34
	采矿许可	0.05	30.6	-	-	7
坪河霞石矿	采矿许可	0.24	201.7	-	-	15
	探矿许可	3.26	124.32	-	-	10
油房里钾长石矿	探矿许可	3.26	124.32	-	-	10
水马门铁矿	采矿许可	0.20	-	-	-	6

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测和投资建议

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出如下假设：

**1) 工程施工：**工程施工是公司的核心业务，我们认为公司在手订单饱满，和蜀道集团形成的良性发展模式有望持续，省内市占率仍有望持续提升，预计 24-26 年工程施工业务收入增速 8.6%/10.6%/8.3%，毛利率 18.0%/18.1%/18.2%。

**2) 矿业新材料：**我们认为公司将“1+2”业务为主线，预计随着后续在手矿业项目的逐步投产和产能释放，盈利能力有望改善，预计 24-26 年收入增速 116%/13.7%/14.1%，毛利率 4.0%/6.0%/8.0%。

**3) 清洁能源发电：**公司受托管理母公司能源板块，后续资产有望逐步注入上市公司体内，且在手项目持续推进中，后续清洁能源发电业务有望保持稳定增长，预计 24-26 年业务收入增速 10%/20%/20%，假设毛利率 38.0%/38.1%/38.2%。

**4) 高速公路运营：**高速公路运营业务主要受益于高速公路恢复带来车流量增加等因素，后续收入增速和毛利率均有望保持稳定，预计 24-26 年收入增速为 5%，毛利率为 65%。

表 15：公司分业务营收预测表

营业收入（百万元）		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营收合计	收入	135151	115042	127677	141678	154470
	YOY	58.91%	-14.88%	10.98%	10.97%	9.03%
	毛利率	17.05%	18.14%	17.81%	17.83%	17.85%
工程施工	收入	114073	103889	112840	124800	135200
	YOY	64.21%	-8.93%	8.62%	10.60%	8.33%
	毛利率	18.50%	17.97%	18.00%	18.10%	18.20%
矿业及新材料	收入	3906	1687	3637	4135	4718
	YOY	183.67%	-56.81%	115.52%	13.71%	14.09%
	毛利率	8.35%	0.86%	4.00%	6.00%	8.00%
清洁能源	收入	199	458	503	604	725
	YOY	6.80%	130.31%	10.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	33.63%	37.72%	38.00%	38.10%	38.20%
贸易销售	收入	14059	5222	6528	7507	8633
	YOY	18.28%	-62.86%	25.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	0.64%	0.34%	0.34%	0.34%	0.34%
高速公路运营	收入	2429	3002	3153	3310	3476
	YOY	4.08%	23.62%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	58.39%	66.28%	65.00%	65.00%	65.00%
其他	收入	484	782	1017	1322	1719
	YOY	48.96%	61.50%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	9.31%	1.52%	1.52%	1.52%	1.52%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

**4) 费用率：**公司降本增效已实现较好效果，我们认为趋势仍有望持续，预计 24-26 年销售费用率和研发费用率或持平，管理费用率和财务费用率有望保持小幅收窄。

表 16：费用率预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	1.2%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
研发费用率	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用率	1.9%	2.4%	2.2%	2.1%	1.9%
四费/营业收入	6.4%	7.7%	7.5%	7.4%	7.1%

资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

总体来看，公司订单饱满，矿山储备齐全，新能源业务布局顺利。我们认为公司工程业务规模有望保持稳定增长，利润率或持续受益管理提效及智能化施工；新能源及矿产资源有望贡献利润弹性；高分红水平均有望维持，预计 24-26 年归母净利润分别为 95、106、118 亿元，对应 6 月 28 日 PE 分别为 7.3、6.5、5.8 倍，仅反映了工程业务的价值。当前可比公司 24 年 Wind 一致预期 PE 为 7.1 倍，我们看好后续公司新能源及矿产业务带来的利润弹性，考虑到四川省基建投资仍处于高景气态势，我们预计随着公司业绩的逐步释放，估值中枢有望向着同样为工程+矿产业务布局的上海建工靠拢，给予 24 年 9 倍 PE，对应目标价 9.77 元，维持“买入”评级。

表 17：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000498.SZ	山东路桥	81.64	5.23	1.47	1.55	1.66	1.79	3.57	3.37	3.14	2.92
002061.SZ	浙江交科	94.87	3.65	0.52	0.64	0.82	0.80	7.04	5.70	4.46	4.59
002060.SZ	广东建工	128.40	3.42	0.41	0.45	0.49	0.54	8.37	7.62	6.99	6.33
600284.SH	浦东建设	51.81	5.34	0.59	0.67	0.75	0.87	8.98	8.02	7.09	6.16
600170.SH	上海建工	191.05	2.15	0.18	0.20	0.22	0.25	12.26	10.71	9.59	8.62
平均								8.04	7.09	6.25	5.72
600039.SH	四川路桥	687.44	7.89	1.03	1.09	1.22	1.35	7.63	7.27	6.48	5.83

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 20240628 收盘，除四川路桥为天风预测外，其余公司 24-26 年 EPS 为 Wind 一致预测。

## 5. 风险提示

**原材料价格波动超预期：**钢材、水泥等建筑原材料价格大幅波动，若未来建筑原材料价格继续上升，对公司进行的项目建设成本影响较大，拖累公司毛利率的提升。

**基础设施投资景气度不及预期：**“十四五”期间四川省内交通规划仍处于高景气，但若地方政府对基础设施建设投资放缓，预计公司主业工程建设的增速会相应放缓，一定程度上影响公司的主营业务收入。

**新能源业务发展不及预期：**公司新能源业务虽绑定较多行业优质公司，但矿产资源及正极材料业务仍处于建设或重组进程中，存在重组失败，建设减缓等因素从而影响新能源业务发展。

**大股东清洁能源资产注入不及预期的风险：**考虑到大股东清洁能源资产注入需满足一定的净资产收益率条件，因而可能存在公司托管风光水项目的 ROE 不达标的情况，从而导致资产注入进度不及预期。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	31,440.06	21,720.90	31,919.35	32,586.05	35,528.10
应收票据及应收账款	17,236.96	20,960.45	25,145.27	22,080.89	29,409.11
预付账款	2,608.50	2,192.56	3,054.57	2,766.14	3,578.59
存货	4,928.69	5,386.18	6,274.11	6,660.80	7,438.61
其他	16,918.01	21,257.60	100,822.14	120,702.88	118,432.40
<b>流动资产合计</b>	<b>73,132.22</b>	<b>71,517.69</b>	<b>167,215.43</b>	<b>184,796.77</b>	<b>194,386.82</b>
长期股权投资	3,153.56	5,501.46	5,871.46	6,271.46	6,571.46
固定资产	3,710.05	13,369.66	14,204.65	14,387.45	14,172.65
在建工程	2,463.70	4,685.40	3,305.51	2,482.69	1,926.23
无形资产	32,214.28	33,659.81	34,223.67	34,858.05	35,560.84
其他	35,499.58	37,610.12	36,029.50	36,251.66	35,991.12
<b>非流动资产合计</b>	<b>77,041.18</b>	<b>94,826.44</b>	<b>93,634.78</b>	<b>94,251.30</b>	<b>94,222.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>208,298.74</b>	<b>240,914.76</b>	<b>260,850.21</b>	<b>279,048.06</b>	<b>288,609.11</b>
短期借款	1,869.43	3,245.10	16,141.55	22,989.98	30,316.78
应付票据及应付账款	64,227.31	76,932.05	77,566.82	84,119.58	85,073.29
其他	32,074.76	38,984.63	45,259.45	50,631.08	50,028.37
<b>流动负债合计</b>	<b>98,171.49</b>	<b>119,161.79</b>	<b>138,967.82</b>	<b>157,740.65</b>	<b>165,418.44</b>
长期借款	48,950.30	60,917.77	61,509.62	55,486.67	51,401.00
应付债券	2,027.17	1,799.31	1,913.24	1,856.28	1,884.76
其他	2,839.67	3,144.58	2,992.12	3,068.35	3,030.24
<b>非流动负债合计</b>	<b>53,817.13</b>	<b>65,861.66</b>	<b>66,414.99</b>	<b>60,411.30</b>	<b>56,316.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>162,297.65</b>	<b>190,164.65</b>	<b>205,382.80</b>	<b>218,151.95</b>	<b>221,734.44</b>
少数股东权益	4,206.89	5,623.55	5,695.53	5,776.30	5,866.01
股本	6,226.34	8,715.58	8,715.20	8,715.20	8,715.20
资本公积	8,314.60	5,558.04	5,558.04	5,558.04	5,558.04
留存收益	26,287.75	29,857.24	34,583.99	39,887.95	45,779.09
其他	965.52	995.71	914.65	958.63	956.33
<b>股东权益合计</b>	<b>46,001.09</b>	<b>50,750.11</b>	<b>55,467.41</b>	<b>60,896.12</b>	<b>66,874.67</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>208,298.74</b>	<b>240,914.76</b>	<b>260,850.21</b>	<b>279,048.06</b>	<b>288,609.11</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	11,365.83	9,037.38	9,453.50	10,607.92	11,782.28
折旧摊销	1,585.93	1,903.37	1,981.04	2,135.64	2,268.47
财务费用	2,614.66	2,806.36	2,779.60	2,942.31	2,883.53
投资损失	(199.73)	(193.32)	(160.00)	(130.00)	(165.00)
营运资金变动	17,483.59	(24,469.56)	(5,479.31)	(6,260.91)	(5,512.26)
其它	(19,461.52)	8,797.74	145.08	162.64	178.83
<b>经营活动现金流</b>	<b>13,388.76</b>	<b>(2,118.01)</b>	<b>8,719.90</b>	<b>9,457.61</b>	<b>11,435.84</b>
资本支出	5,932.99	16,726.83	2,522.46	2,453.77	2,538.11
长期投资	1,366.24	2,347.90	370.00	400.00	300.00
其他	(15,142.95)	(29,579.56)	(4,373.18)	(5,621.73)	(4,989.04)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,843.72)</b>	<b>(10,504.83)</b>	<b>(1,480.73)</b>	<b>(2,767.96)</b>	<b>(2,150.92)</b>
债权融资	2,603.63	16,372.15	7,839.43	(682.19)	(359.72)
股权融资	(2,007.31)	(237.12)	(4,880.16)	(5,340.76)	(5,983.15)
其他	6,047.97	(13,378.62)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,644.29</b>	<b>2,756.41</b>	<b>2,959.27</b>	<b>(6,022.95)</b>	<b>(6,342.86)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>12,189.32</b>	<b>(9,866.44)</b>	<b>10,198.44</b>	<b>666.71</b>	<b>2,942.05</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>135,151.16</b>	<b>115,041.51</b>	<b>127,677.38</b>	<b>141,678.48</b>	<b>154,470.01</b>
营业成本	112,102.62	94,170.56	104,942.63	116,414.21	126,894.65
营业税金及附加	516.13	349.32	387.68	430.20	469.04
销售费用	19.79	33.50	37.18	41.26	44.98
管理费用	1,676.69	2,121.17	2,323.73	2,550.21	2,749.57
研发费用	4,427.56	3,995.90	4,434.80	4,921.12	5,365.42
财务费用	2,519.33	2,709.54	2,779.60	2,942.31	2,883.53
资产/信用减值损失	(651.65)	(893.75)	(1,190.00)	(1,340.00)	(1,610.00)
公允价值变动收益	(7.14)	(2.64)	1.12	1.10	(0.60)
投资净收益	199.73	193.32	160.00	130.00	165.00
其他	732.75	1,315.57	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>13,615.36</b>	<b>11,049.03</b>	<b>11,742.88</b>	<b>13,170.28</b>	<b>14,617.22</b>
营业外收入	100.61	80.71	70.00	65.00	65.00
营业外支出	58.89	161.60	165.00	165.00	165.00
<b>利润总额</b>	<b>13,657.08</b>	<b>10,968.14</b>	<b>11,647.88</b>	<b>13,070.28</b>	<b>14,517.22</b>
所得税	2,291.24	1,930.76	2,050.42	2,300.81	2,555.52
<b>净利润</b>	<b>11,365.83</b>	<b>9,037.38</b>	<b>9,597.46</b>	<b>10,769.47</b>	<b>11,961.70</b>
少数股东损益	152.93	33.53	143.96	161.54	179.43
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>11,212.91</b>	<b>9,003.85</b>	<b>9,453.50</b>	<b>10,607.92</b>	<b>11,782.28</b>
每股收益(元)	1.29	1.03	1.09	1.22	1.35

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	58.91%	-14.88%	10.98%	10.97%	9.03%
营业利润	100.79%	-18.85%	6.28%	12.16%	10.99%
归属于母公司净利润	100.87%	-19.70%	4.99%	12.21%	11.07%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.05%	18.14%	17.81%	17.83%	17.85%
净利率	8.30%	7.83%	7.40%	7.49%	7.63%
ROE	26.83%	19.95%	18.99%	19.25%	19.31%
ROIC	33.47%	33.41%	18.73%	18.61%	18.54%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.92%	78.93%	78.74%	78.18%	76.83%
净负债率	55.32%	106.89%	98.56%	92.39%	83.51%
流动比率	1.21	1.18	1.20	1.17	1.18
速动比率	1.16	1.13	1.16	1.13	1.13
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.51	6.02	5.54	6.00	6.00
存货周转率	32.87	22.31	21.90	21.91	21.91
总资产周转率	0.78	0.51	0.51	0.52	0.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.29	1.03	1.09	1.22	1.35
每股经营现金流	1.54	-0.24	1.00	1.09	1.31
每股净资产	4.80	5.18	5.71	6.32	7.00
<b>估值比率</b>					
市盈率	6.13	7.63	7.27	6.48	5.83
市净率	1.64	1.52	1.38	1.25	1.13
EV/EBITDA	2.74	4.14	4.99	4.55	4.18
EV/EBIT	2.88	4.44	5.60	5.09	4.66

### 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	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