

四川路桥

600039.SH

审慎增持 (维持)

Q3 归母净利润同比增长 172%，毛利率持续改善

2022 年 10 月 29 日

市场数据

市场数据日期	2022-10-28
收盘价(元)	11.38
总股本(百万股)	4813.68
流通股本(百万股)	4711.82
总市值(百万元)	54779.72
流通市值(百万元)	53620.53
净资产(百万元)	31011.95
总资产(百万元)	157993.81
每股净资产(元)	6.44

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证建筑】四川路桥 2022 年前三季度业绩预增公告点评: 前三季度业绩同比增长 75%，加速“1+2”产业转型升级》2022-10-19

《【兴证建筑】四川路桥 2022 年半年度报告点评: 22H1 业绩同比增长 42%，战投合作加速低碳智能化转型升级》2022-08-30

《【兴证建筑】四川路桥 2021 年三季报点评: 归母同比翻倍，关注引入战投后新能源业务合作进展》2021-10-29

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	85049	119983	141711	162652
同比增长	31.7%	41.1%	18.1%	14.8%
归母净利润(百万元)	5582	8392	10049	11840
同比增长	85.4%	50.3%	19.7%	17.8%
毛利率	16.1%	16.6%	16.2%	16.1%
净利率	6.7%	7.1%	7.2%	7.4%
净资产收益率	20.6%	25.2%	24.9%	24.4%
每股收益(元)	1.16	1.74	2.09	2.46
每股经营现金流(元)	-0.21	3.58	3.23	3.52

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **四川路桥发布 2022 年三季报公告:** 公司 2022 年前三季度实现营业收入 666.59 亿元, 同比增长 25.58%, 实现归属于母公司的净利润 60.18 亿元, 同比增长 74.75%。其中 Q3 实现营业收入 223.12 亿元, 同比增长 16.67%; 实现归母净利润 23.59 亿元, 同比增长 171.96%。
- **公司 2022 年前三季度中标金额 729.67 亿元, 同比增加 30%。** 分业务来看, 基建工程、房屋建设、其他业务前三季度中标项目金额分别为 648.24 亿元、80.44 亿元、0.99 亿元, 同比分别变动+22%、+183%、+509%。基建工程新签订单占比 89%, 为公司核心主业, 支撑公司订单稳健增长。房屋建设业务在地产行业景气度下行背景下, 实现了逆势高增长。
- **公司 2022 年前三季度实现营业收入 666.59 亿元, 同比增长 25.58%。** 公司业绩实现了高速增长, 我们认为, 一方面系稳增长政策持续落地, 基建投资迎来阶段性加速; 另一方面系随着成渝地区双城经济圈建设、交通强国建设等国家战略和省委“一千多支”发展战略的深入实施, 公司作为四川省交通基建领域的龙头企业充分受益。
- **公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 18.27%, 同比增长 3.19pct; 实现净利率 9.12%, 同比增长 2.18pct。** 净利率增幅低于毛利率增幅, 主要系期间费用率上升、计提信用减值准备所致。
- **公司 2022 年前三季度每股经营性现金流净额为-0.54 元, 同比多流出 0.55 元。** 从收、付现比来看, 公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 88.3%、103.7%, 同比分别变动+5.2pct、+9.0pct。
- **盈利预测及评级:** 我们维持对公司的盈利预测, 预计公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 1.74 元、2.09 元、2.46 元, 10 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 6.5 倍、5.5 倍、4.6 倍, 维持“审慎增持”评级。

风险提示: 宏观经济下行风险、项目落地不达预期、新业务推进不及预期、应收账款产生坏账损失的风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **四川路桥发布 2022 年三季报公告：**公司 2022 年前三季度实现营业收入 666.59 亿元，同比增长 25.58%，实现归属于母公司的净利润 60.18 亿元，同比增长 74.75%。其中 Q3 实现营业收入 223.12 亿元，同比增长 16.67%；实现归母净利润 23.59 亿元，同比增长 171.96%。

点评

- **公司 2022 年前三季度中标金额 729.67 亿元，同比增加 30%。**
 - 1) 分季度来看，Q1、Q2、Q3 累计中标项目金额分别为 143.76 亿元、552.80 亿元、729.67 亿元，同比分别增长 29%、15%、30%。
 - 2) 分业务来看，基建工程、房屋建设、其他业务前三季度中标项目金额分别为 648.24 亿元、80.44 亿元、0.99 亿元，同比分别变动+22%、+183%、+509%。基建工程新签订单占比 89%，为公司核心主业，支撑公司订单稳健增长。房屋建设业务在地产行业景气度下行背景下，实现了逆势高增长。
- **公司 2022 年前三季度实现营业收入 666.59 亿元，同比增长 25.58%**

分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现收入 182.86 亿元、260.61 亿元、223.12 亿元，同比分别变动 32.77%、29.12%、16.67%。公司业绩实现了高速增长，我们认为，一方面系稳增长政策持续落地，基建投资迎来阶段性加速；另一方面系随着成渝地区双城经济圈建设、交通强国建设等国家战略和省委“一千多支”发展战略的深入实施，公司作为四川省交通基建领域的龙头企业充分受益。
- **公司 2022 年前三季度实现综合毛利率 18.27%，同比增长 3.19pct；实现净利率 9.12%，同比增长 2.18pct。净利率增幅低于毛利率增幅，主要系期间费用率上升、计提信用减值准备所致。**

分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 16.72%、16.76%、21.30%，分别较去年同期变动-1.07pct、+3.12pct、+6.65pct。Q2、Q3 季度毛利率提升，我们判断一方面系低毛利率的物流贸易占比减少，另一方面螺纹钢、水泥等材料价格降低所致。
- **公司 2022 年前三季度期间费用 43.72 亿元，占收入端比重为 6.56%，同比增加 0.33pct。**

细分来看,公司销售费用率为0.02%,同比减少0.01pct;管理费用率为1.08%,同比减少0.09pct;研发费用率为2.44%,同比增加0.68pct;财务费用率为3.02%,同比减少0.25pct。

- **公司 2022 年前三季度资产+信用减值损失为 3.09 亿元, 占收入端比重为 0.46%, 同比增加 0.27pct, 主要是计提信用减值准备所致。**

细分来看,资产减值损失 1.19 亿元,同比增加 0.56 亿元;信用减值损失 1.89 亿元,同比增加 1.52 亿元。

- **公司 2022 年前三季度每股经营性现金流净额为-0.54 元, 同比多流出 0.55 元。**

1)分季度来看,公司 Q1、Q2、Q3 分别实现每股经营性现金流净额-0.42 元、-0.05 元、-0.07 元,同比分别变动-0.03 元、+0.17 元、-0.69 元;

2)从收、付现比来看,公司 2022 年前三季度收、付现比分别为 88.3%、103.7%,同比分别变动+5.2pct、+9.0pct。

- **公司持续推进“1+2”转型升级,做强做优施工业务的同时,加大新材料和清洁能源两大产业的发展**

1) **战略合作当升科技,深入布局锂电产业链。**公司与当升科技签订战略合作框架,围绕锂电全产业链开展深度合作,包括但不限于矿产资源、上游配套产业、锂电正极材料及前驱体中间品、清洁能源保障等方面合作。我们认为,公司引入当升科技,有望加速公司“1+2”转型升级,深化新能源业务布局。

2) **定增项目优化调整,拟提名比亚迪人员担任公司非独立董事。**公司定增公告能投集团、比亚迪不再作为战略投资者认购定增,进一步优化与比亚迪的合作方式:1)公司控股股东蜀道集团承诺在行使四川路桥的非独立董事提名权时应当提名 1 名由比亚迪推选的人员,并促使比亚迪推选的人员担任四川路桥的非独立董事;2)比亚迪承诺自其承诺函签署之日(2022 年 9 月 30 日)次一交易日起的 6 个月内,通过二级市场购买四川路桥的股票,购买金额不低于 5,000 万元人民币,并承诺自上述最后一笔购买完成之日起 36 个月内,不减持上述股票。

3) **稳增长政策加码,区域基建龙头有望持续受益。**基建政策在 2022 年经济“稳增长”中发力的预期不断强化,上半年专项债发行明显提速,预计 8 月底前使用完毕,5 月、8 月国常会要求下发金融债用作重大项目资本金使用以及 5000 多亿元专项债结转余额预计在 10 月底前发行完成,对今年专项债空窗期形成了有利的补充,此外,5 年期 LPR 持续降低,基建资金相对较为充足,预计基建投资将保持较快增速,叠加成渝地区双城经济圈建设、交通强国建

设等国家战略和省委“一千多支”发展战略的深入实施，公司作为四川地区基建龙头，订单、业绩有保障。

- **盈利预测及评级：**我们维持对公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年的 EPS 分别为 1.74 元、2.09 元、2.46 元，10 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 6.5 倍、5.5 倍、4.6 倍，维持“审慎增持”评级。

风险提示：宏观经济下行风险、项目落地不达预期、新业务推进不及预期、应收账款产生坏账损失的风险

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	72656	101460	123683	146743
货币资金	12292	29101	43026	57917
交易性金融资产	28	25	26	26
应收票据及应收账款	18774	23731	29091	33403
预付款项	1577	2242	2715	3083
存货	3295	4290	5224	5955
其他	36692	42070	43601	46359
非流动资产	64383	60249	61034	61034
长期股权投资	1787	1644	1665	1679
固定资产	2954	3013	2870	2628
在建工程	701	350	175	88
无形资产	29948	30223	30516	30782
商誉	25	25	25	25
长期待摊费用	482	360	230	98
其他	28485	24634	25553	25735
资产总计	137038	161709	184718	207778
流动负债	62293	75392	85658	94746
短期借款	1890	2819	2654	2582
应付票据及应付账款	36619	51007	60900	69884
其他	23784	21566	22104	22280
非流动负债	44213	49475	55019	60778
长期借款	41727	46752	52322	58107
其他	2486	2722	2698	2671
负债合计	106506	124866	140677	155524
股本	4775	4814	4814	4814
资本公积	6290	6412	6412	6412
未分配利润	14619	20431	27046	34582
少数股东权益	3383	3486	3629	3802
股东权益合计	30532	36842	44040	52254
负债及权益合计	137038	161709	184718	207778

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	5582	8392	10049	11840
折旧和摊销	1084	1002	1044	1057
资产减值准备	91	131	142	131
资产处置损失	-0	-8	-8	-7
公允价值变动损失	-2	-4	-4	-4
财务费用	2372	3342	3149	2988
投资损失	-71	-60	-63	-62
少数股东损益	112	104	143	173
营运资金的变动	-3603	-1888	4080	3039
经营活动产生现金流量	-1023	17253	15550	16963
投资活动产生现金流量	-3653	-570	-985	-1001
融资活动产生现金流量	2713	126	-639	-1072
现金净变动	-1970	16809	13926	14890
现金的期初余额	14110	12292	29101	43026
现金的期末余额	12140	29101	43026	57917

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	85049	119983	141711	162652
营业成本	71318	100053	118761	136517
税金及附加	423	597	705	809
销售费用	22	33	38	44
管理费用	1109	1565	1849	2122
研发费用	2855	4069	4853	5626
财务费用	2382	3342	3149	2988
其他收益	76	52	57	58
投资收益	71	60	63	62
公允价值变动收益	2	4	4	4
信用减值损失	-216	-200	-200	-200
资产减值损失	-91	-65	-68	-71
资产处置收益	0	8	8	7
营业利润	6781	10184	12221	14406
营业外收入	107	80	84	87
营业外支出	40	47	48	46
利润总额	6848	10217	12257	14446
所得税	1154	1721	2065	2434
净利润	5694	8496	10192	12013
少数股东损益	112	104	143	173
归属母公司净利润	5582	8392	10049	11840
EPS(元)	1.16	1.74	2.09	2.46

主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	31.7%	41.1%	18.1%	14.8%
营业利润增长率	84.1%	50.2%	20.0%	17.9%
归母净利润增长率	85.4%	50.3%	19.7%	17.8%
盈利能力				
毛利率	16.1%	16.6%	16.2%	16.1%
净利率	6.7%	7.1%	7.2%	7.4%
ROE	20.6%	25.2%	24.9%	24.4%
偿债能力				
资产负债率	77.7%	77.2%	76.2%	74.9%
流动比率	1.17	1.35	1.44	1.55
速动比率	1.11	1.29	1.38	1.49
营运能力				
资产周转率	67.0%	80.3%	81.8%	82.9%
应收帐款周转率	535%	561%	531%	516%
存货周转率	2691%	2636%	2494%	2440%
每股资料(元)				
每股收益	1.16	1.74	2.09	2.46
每股经营现金	-0.21	3.58	3.23	3.52
每股净资产	5.64	6.93	8.40	10.07
估值比率(倍)				
PE	9.8	6.5	5.5	4.6
PB	2.0	1.6	1.4	1.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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、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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2
15层	32层01-08单元	座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn	邮箱：research@xyq.com.cn