

四川路桥（600039）

证券研究报告
2024年07月25日

商业模式持续优化，关注低估值高股息投资价值

以投建一体模式参与承接大额施工订单

近期公司公告子公司拟以参股方式与公司关联方藏高公司、智慧高速，以及非关联方成都建工组成联合体，参与四川郎川高速、川汶高速、川红高速公路项目投资人打捆招标，估算总投资额分别为247/565/182亿元，建设期分别为4、5、3年，投资额合计994亿元，占23年公司营收的86%，占23年全年新签订单规模的59%，四川路桥对该项目的持股比例为1%。我们认为四川路桥与蜀道集团通过投建一体模式参与政府基建项目社会投资人招标，有望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。此外，四川基建投资仍在稳步推进，24年1-6月四川公路水路交通建设完成投资1302.88亿元，占年度目标2600亿元的50.1%，市场持续扩容或给公司业绩增长提供较好支撑。

我们认为投建一体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。

清洁能源板块持续发力

此前公司公告全资子公司清洁能源集团拟分别出资11.4、3.6亿元与川投集团合资成立蜀道清洁能源新疆有限公司、川投集团甘肃能源有限公司，公司持股比例分别为76%、24%。两家合资公司分别负责疆电入川、陇电入川的配套电源项目开发合作相关工作。公司通过收并购、成立合资公司等方式在清洁能源领域持续发力，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，且清洁能源业务盈利能力显著高于传统工程施工业务，我们预计后续有望打造第二成长曲线增厚利润。

高股息低估值蓝筹，维持“买入”评级

我们预计公司24-26年归母净利润分别为95、106、118亿元，对应PE分别为6.0、5.4、4.8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。公司此前公告22-24年现金分红比例不低于50%，截至7月24日收盘，公司总市值为567亿元，按我们预测的24年归母净利润及50%分红比例测算，对应股息率为8.33%，维持“买入”评级。

风险提示：基础设施投资景气度不及预期，新能源业务发展不及预期，订单结转速度放缓。

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	9,453.46	10,607.85	11,782.21
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)	5.06	6.30	6.00	5.35	4.81
市净率(P/B)	1.36	1.26	1.14	1.03	0.93
市销率(P/S)	0.42	0.49	0.44	0.40	0.37
EV/EBITDA	2.74	4.14	4.32	3.95	3.63

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	6.51元
目标价格	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)	56,720.45
流通A股市值(百万元)	43,484.21
每股净资产(元)	5.39
资产负债率(%)	77.82
一年内最高/最低(元)	9.93/6.46

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

任嘉禹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070001
renjiayu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《四川路桥-公司深度研究:当前时点，怎么看四川路桥的投资价值？》 2024-07-01
- 《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

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
流动资产合计	73,132.22	71,517.69	167,215.43	184,796.77	194,386.82
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
非流动资产合计	77,041.18	94,826.44	93,634.78	94,251.30	94,222.29
资产总计	208,298.74	240,914.76	260,850.21	279,048.06	288,609.11
短期借款	1,869.43	3,245.10	16,143.95	22,992.44	30,319.25
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
流动负债合计	98,171.49	119,161.79	138,970.22	157,743.10	165,420.91
长期借款	48,950.30	60,917.77	61,509.62	55,486.65	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
非流动负债合计	53,817.13	65,861.66	66,414.98	60,411.28	56,316.00
负债合计	162,297.65	190,164.65	205,385.20	218,154.38	221,736.91
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	8,712.82	8,712.82	8,712.82
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	34,583.97	39,887.90	45,779.01
其他	965.52	995.71	914.65	958.63	956.33
股东权益合计	46,001.09	50,750.11	55,465.01	60,893.68	66,872.20
负债和股东权益总计	208,298.74	240,914.76	260,850.21	279,048.06	288,609.11

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	11,365.83	9,037.38	9,453.46	10,607.85	11,782.21
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	2,779.64	2,942.40	2,883.61
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	178.82
经营活动现金流	13,388.76	(2,118.01)	8,719.91	9,457.63	11,435.85
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)
投资活动现金流	(7,843.72)	(10,504.83)	(1,480.73)	(2,767.96)	(2,150.92)
债权融资	2,603.63	16,372.15	7,841.79	(682.24)	(359.77)
股权融资	(2,007.31)	(4,741.65)	(4,882.53)	(5,340.72)	(5,983.11)
其他	6,047.97	(8,874.09)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	6,644.29	2,756.41	2,959.26	(6,022.97)	(6,342.88)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12,189.32	(9,866.44)	10,198.44	666.71	2,942.05

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
营业收入	135,151.16	115,041.51	127,677.38	141,678.48	154,470.01
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	2,779.64	2,942.40	2,883.61
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
营业利润	13,615.36	11,049.03	11,742.84	13,170.19	14,617.14
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
利润总额	13,657.08	10,968.14	11,647.84	13,070.19	14,517.14
所得税	2,291.24	1,930.76	2,050.41	2,300.80	2,555.51
净利润	11,365.83	9,037.38	9,597.43	10,769.40	11,961.63
少数股东损益	152.93	33.53	143.96	161.54	179.42
归属于母公司净利润	11,212.91	9,003.85	9,453.46	10,607.85	11,782.21
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
成长能力					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
资产负债率	77.92%	78.93%	78.74%	78.18%	76.83%
净负债率	55.32%	106.89%	98.57%	92.40%	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
营运能力					
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
每股指标(元)					
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	6.33	7.00
估值比率					
市盈率	5.06	6.30	6.00	5.35	4.81
市净率	1.36	1.26	1.14	1.03	0.93
EV/EBITDA	2.74	4.14	4.32	3.95	3.63
EV/EBIT	2.88	4.44	4.85	4.42	4.05

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	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com