

四川路桥 (600039)

证券研究报告
2024年09月02日

工程板块承压，新业务前景可期

项目推进放缓致使业绩承压，期待新业务板块放量

公司发布24年半年报，24H1公司实现营业收入457.8亿元，同比-31.16%，实现归母净利润31.95亿元，同比-43.47%，扣非归母净利润31.53亿元，同比-43.91%。单季度看，24Q2公司收入、归母净利润分别为236.78、14.38亿元，同比分别-33.52%、-50.72%，受用地手续审批、征拆、地质条件、防汛形势等影响，上半年公司收入业绩显著承压。新业务方面，24H1公司主要矿产资源项目稳步推进，依托路网资产优势，积极获取各类清洁能源项目资源。此前公司发布股东回报规划，预计22-24年现金分红比例不低于当期归母净利润的50%，截至8月30日收盘，公司股息率(TTM)为9.15%，我们认为公司高股息高分红的风格仍有望延续。

工程板块承压，矿产&清洁能源稳步推进

分业务来看，24H1公司工程建设、矿业及新材料、清洁能源分别实现收入417.93、11.36、2.63亿元，同比分别-28.57%、-19.20%、+168.56%；毛利率分别为14.78%、12.28%、40.49%，同比分别-1.55、+8.42、+58.31pct，部分工程项目施工进度有所滞后，矿产项目按照计划有序推进，但新材料市场环境较差导致收入承压，清洁能源方面取得了较好进展，截至24H1末公司已建成13条高速分布式光伏项目，正在推进12条高速分布式光伏建设，盈利能力亦明显改善，截至24H1末，公司(含托管)在建及运营的清洁能源权益装机约5.4GW。订单方面，24H1公司累计中标合同591亿元，同比-19.96%，其中基建、房建订单分别中标490、100亿元，同比分别-31%、+235%，在手订单总金额超2800亿元。

现金流及费用率仍有优化空间

24H1公司毛利率为15.9%，同比-0.2pct，我们判断主要由于收入占比较高的工程业务盈利能力下滑所致。期间费用率为6.72%，同比+1.44pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.03、+0.66、-0.59、+1.31pct，公司收购清平磷矿公司使得销售费用增加，同时公司加强市场开拓，贷款及发债导致利息费用增加，除研发外，各项费用绝对值均有所上行。24H1公司计提资产及信用减值损失合计1.35亿元，同比少损失0.71亿元，综合影响下净利率为7.1%，同比-1.5pct。24H1公司CFO净额为-47.23亿元，同比多流出1.82亿元，收现比、付现比分别同比+11.5、+13.0pct至93.3%、105.3%。

低估值高股息价值属性凸显，维持“买入”评级

考虑到上半年行业景气度较差，公司业绩面临较大压力，我们下调公司24-26年归母净利润的预测至90、97、106亿元(前值为95、106、118亿元)，维持“买入”评级。

风险提示：省内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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	135,151.16	115,041.51	122,997.38	132,058.48	142,250.01
增长率(%)	58.91	(14.88)	6.92	7.37	7.72
EBITDA(百万元)	22,440.33	20,288.96	17,534.42	18,876.33	20,347.81
归属母公司净利润(百万元)	11,212.91	9,003.85	9,011.28	9,705.80	10,627.34
增长率(%)	100.87	(19.70)	0.08	7.71	9.49
EPS(元/股)	1.29	1.03	1.03	1.11	1.22
市盈率(P/E)	4.39	5.47	5.46	5.07	4.63
市净率(P/B)	1.18	1.09	0.99	0.90	0.82
市销率(P/S)	0.36	0.43	0.40	0.37	0.35
EV/EBITDA	2.74	4.14	3.98	3.74	3.47

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	5.65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)	49,227.42
流通A股市值(百万元)	37,739.75
每股净资产(元)	5.05
资产负债率(%)	79.71
一年内最高/最低(元)	8.87/5.53

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-公司点评:商业模式持续优化，关注低估值高股息投资价值》
2024-07-25
- 《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

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	30,749.35	30,373.45	32,717.50
应收票据及应收账款	17,236.96	20,960.45	23,455.27	20,564.23	26,852.44
预付账款	2,608.50	2,192.56	2,862.69	2,564.08	3,280.85
存货	4,928.69	5,386.18	5,847.71	6,211.78	6,776.96
其他	16,918.01	21,257.60	94,816.14	113,828.77	108,945.29
流动资产合计	73,132.22	71,517.69	157,731.15	173,542.31	178,573.06
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	251,365.93	267,793.61	272,795.35
短期借款	1,869.43	3,245.10	14,346.51	20,646.64	26,107.21
应付票据及应付账款	64,227.31	76,932.05	71,917.02	78,826.63	77,038.29
其他	32,074.76	38,984.63	43,801.37	48,880.57	47,706.09
流动负债合计	98,171.49	119,161.79	130,064.90	148,353.84	150,851.59
长期借款	48,950.30	60,917.77	61,130.98	54,279.66	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	66,036.34	59,204.30	56,316.00
负债合计	162,297.65	190,164.65	196,101.24	207,558.14	207,167.59
少数股东权益	4,206.89	5,623.55	5,692.16	5,766.06	5,846.98
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	5,582.18	5,582.18	5,582.18
留存收益	26,287.75	29,857.24	34,362.88	39,215.78	44,529.45
其他	965.52	995.71	914.65	958.63	956.33
股东权益合计	46,001.09	50,750.11	55,264.69	60,235.47	65,627.76
负债和股东权益总计	208,298.74	240,914.76	251,365.93	267,793.61	272,795.35

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	11,365.83	9,037.38	9,011.28	9,705.80	10,627.34
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	2,745.37	2,851.94	2,765.14
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)	(4,272.91)	(5,468.91)	(4,864.77)
其它	(19,461.52)	8,797.74	138.35	148.90	161.24
经营活动现金流	13,388.76	(2,118.01)	9,443.13	9,243.37	10,792.42
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	5,699.97	(1,968.48)	(900.56)
股权融资	(2,007.31)	(4,741.65)	(4,633.93)	(4,882.83)	(5,396.89)
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	1,066.04	(6,851.31)	(6,297.44)
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)	9,028.44	(375.89)	2,344.05

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	122,997.38	132,058.48	142,250.01
营业成本	112,102.62	94,170.56	101,105.03	108,535.43	116,898.69
营业税金及附加	516.13	349.32	373.47	400.99	431.93
销售费用	19.79	33.50	35.82	38.46	41.42
管理费用	1,676.69	2,121.17	2,238.55	2,377.05	2,532.05
研发费用	4,427.56	3,995.90	4,272.24	4,586.97	4,940.97
财务费用	2,519.33	2,709.54	2,745.37	2,851.94	2,765.14
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	11,198.01	12,058.75	13,194.20
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	11,103.01	11,958.75	13,094.20
所得税	2,291.24	1,930.76	1,954.51	2,105.14	2,305.02
净利润	11,365.83	9,037.38	9,148.51	9,853.60	10,789.18
少数股东损益	152.93	33.53	137.23	147.80	161.84
归属于母公司净利润	11,212.91	9,003.85	9,011.28	9,705.80	10,627.34
每股收益(元)	1.29	1.03	1.03	1.11	1.22

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	58.91%	-14.88%	6.92%	7.37%	7.72%
营业利润	100.79%	-18.85%	1.35%	7.69%	9.42%
归属于母公司净利润	100.87%	-19.70%	0.08%	7.71%	9.49%
获利能力					
毛利率	17.05%	18.14%	17.80%	17.81%	17.82%
净利率	8.30%	7.83%	7.33%	7.35%	7.47%
ROE	26.83%	19.95%	18.18%	17.82%	17.78%
ROIC	33.47%	33.41%	17.98%	17.52%	17.36%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	77.92%	78.93%	78.01%	77.51%	75.94%
净负债率	55.32%	106.89%	97.11%	91.18%	82.96%
流动比率	1.21	1.18	1.21	1.17	1.18
速动比率	1.16	1.13	1.17	1.13	1.14

营运能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
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	21.90	21.90
总资产周转率	0.78	0.51	0.50	0.51	0.53

每股指标(元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	1.29	1.03	1.03	1.11	1.22
每股经营现金流	1.54	-0.24	1.08	1.06	1.24
每股净资产	4.80	5.18	5.69	6.25	6.86

估值比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率	4.39	5.47	5.46	5.07	4.63
市净率	1.18	1.09	0.99	0.90	0.82
EV/EBITDA	2.74	4.14	3.98	3.74	3.47
EV/EBIT	2.88	4.44	4.49	4.21	3.90

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