

四川路桥（600039）

证券研究报告
2024年10月31日

三季度业绩延续承压，关注后续订单结转速度

三季度收入转正，关注四季度收入确认节奏

公司24Q1-3实现营业收入718.77亿元，同比-19.74%，实现归母净利润47.73亿元，同比-38.45%，扣非归母净利润47.03亿元，同比-39.12%，其中Q3单季度实现营收260.93亿元，同比+13.25%，归母净利润15.78亿元，同比-24.92%，扣非归母净利润15.49亿元，同比-26.32%。受用地手续审批、征拆、地质条件、防汛形势等影响，公司营业收入、净利润同比延续承压态势。我们认为四川省基建投资仍具备现实需求，进入四季度以来，省内项目启动有所提速，10月8日四川省举行2024年第四季度重大项目现场推进活动，共推进项目1823个，总投资7855亿元，其中基础设施项目共601个，总投资3645亿元，占比46.4%，从公司订单层面看，8月末开始公司密集中标多个大型高速项目，我们预计四季度订单有望逐步转化为收入并在报表层面有所体现。

三季度订单降幅收窄，矿产项目稳步推进

分业务看，1)工程建设板块：24Q1-3累计中标订单776.4亿元，同比-18.8%，其中基建、房建分别中标654.07、120.96亿元，同比分别-25.1%、+55.4%，Q3单季度中标订单185亿元，同比-14.9%，降幅较上半年有所收窄。三季度公司下属施工企业以参股方式成功中标4条高速公路项目，总投资达1264亿元，在手订单充裕或给后续业绩增长提供较好基础。2)矿业及新材料板块：阿斯马拉铜金多金属矿项目迪巴瓦矿区直销矿实现销售约3万吨，各个矿产项目稳步推进，至24Q3末公司累计产销磷矿超60万吨，黄磷超2.2万吨，霞石超7.5万吨。3)清洁能源板块：全面推进优质清洁能源资源获取和重点在建项目加速并网工作，截至三季度末，公司（含托管）在建及运营的清洁能源权益装机约5.4GW。

盈利能力延续承压，Q3现金流净流出收窄

公司24Q1-3毛利率为15.8%，同比-1.28pct，其中Q3单季度毛利率15.54%，同比-4.26pct。24Q1-3公司期间费用率为6.9%，同比+0.79pct，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.03、+0.40、-0.55、+0.91pct，收入下降导致费用未能有效摊薄。综合影响下24Q1-3净利率为6.8%，同比-1.93pct。现金流方面，24Q1-3公司CFO净额为-56.06亿元，同比少流出9.97亿元，Q3单季度现金流净流出有所收窄，收现比同比-3.87pct至83.95%，付现比同比-6.38pct至93.79%。

关注中长期投资价值，维持“买入”评级

我们认为公司高股息高分红仍有望延续，考虑到24年以来公司业绩延续承压，我们下调24-26年归母净利润的预测至75.3、82.8、91.4亿元（前值为90、97、106亿元），同比分别-16%、+10%、+10%，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	110,515.16	120,277.93	130,379.37
增长率(%)	58.91	(14.88)	(3.93)	8.83	8.40
EBITDA(百万元)	22,440.33	20,288.96	15,601.13	16,991.15	18,414.83
归属母公司净利润(百万元)	11,212.91	9,003.85	7,528.91	8,279.89	9,136.72
增长率(%)	100.87	(19.70)	(16.38)	9.97	10.35
EPS(元/股)	1.29	1.03	0.86	0.95	1.05
市盈率(P/E)	5.65	7.04	8.41	7.65	6.93
市净率(P/B)	1.52	1.40	1.30	1.19	1.10
市销率(P/S)	0.47	0.55	0.57	0.53	0.49
EV/EBITDA	2.74	4.14	5.18	5.03	4.48

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	7.27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)	6,700.09
A股总市值(百万元)	63,342.19
流通A股市值(百万元)	48,709.64
每股净资产(元)	5.22
资产负债率(%)	79.55
一年内最高/最低(元)	9.12/5.19

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	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:财政刺激预期升温,关注Q4订单、收入及业绩弹性》2024-10-14
- 《四川路桥-半年报点评:工程板块承压,新业务前景可期》2024-09-02
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	31,440.06	21,720.90	27,628.79	27,663.92	29,987.26	营业收入	135,151.16	115,041.51	110,515.16	120,277.93	130,379.37
应收票据及应收账款	17,236.96	20,960.45	18,947.80	21,144.84	22,314.95	营业成本	112,102.62	94,170.56	91,258.38	99,300.49	107,624.15
预付账款	2,608.50	2,192.56	2,370.36	2,594.67	2,786.54	营业税金及附加	516.13	349.32	335.57	365.22	395.89
存货	4,928.69	5,386.18	4,753.64	6,279.75	5,678.49	销售费用	19.79	33.50	32.18	35.03	37.97
其他	16,918.01	21,257.60	78,797.28	114,074.77	92,805.83	管理费用	1,676.69	2,121.17	2,011.38	2,165.00	2,320.75
流动资产合计	73,132.22	71,517.69	132,497.87	171,757.95	153,573.07	研发费用	4,427.56	3,995.90	3,838.68	4,177.78	4,528.65
长期股权投资	3,153.56	5,501.46	5,871.46	6,271.46	6,571.46	财务费用	2,519.33	2,709.54	2,638.54	2,723.66	2,668.79
固定资产	3,710.05	13,369.66	14,204.65	14,387.45	14,172.65	资产/信用减值损失	(651.65)	(893.75)	(1,190.00)	(1,340.00)	(1,610.00)
在建工程	2,463.70	4,685.40	3,305.51	2,482.69	1,926.23	公允价值变动收益	(7.14)	(2.64)	1.12	1.10	(0.60)
无形资产	32,214.28	33,659.81	34,223.67	34,858.05	35,560.84	投资净收益	199.73	193.32	160.00	130.00	165.00
其他	35,499.58	37,610.12	36,029.50	36,251.66	35,991.12	其他	732.75	1,315.57	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	77,041.18	94,826.44	93,634.78	94,251.30	94,222.29	营业利润	13,615.36	11,049.03	9,371.55	10,301.85	11,357.57
资产总计	208,298.74	240,914.76	226,132.65	266,009.25	247,795.36	营业外收入	100.61	80.71	70.00	65.00	65.00
短期借款	1,869.43	3,245.10	12,634.37	18,082.41	21,191.92	营业外支出	58.89	161.60	165.00	165.00	165.00
应付票据及应付账款	64,227.31	76,932.05	57,420.56	80,496.79	63,002.09	利润总额	13,657.08	10,968.14	9,276.55	10,201.85	11,257.57
其他	32,074.76	38,984.63	40,007.49	48,846.27	43,890.53	所得税	2,291.24	1,930.76	1,632.99	1,795.87	1,981.71
流动负债合计	98,171.49	119,161.79	110,062.42	147,425.47	128,084.54	净利润	11,365.83	9,037.38	7,643.57	8,405.98	9,275.86
长期借款	48,950.30	60,917.77	56,652.64	54,899.96	51,401.00	少数股东损益	152.93	33.53	114.65	126.09	139.14
应付债券	2,027.17	1,799.31	1,913.24	1,856.28	1,884.76	归属于母公司净利润	11,212.91	9,003.85	7,528.91	8,279.89	9,136.72
其他	2,839.67	3,144.58	2,992.12	3,068.35	3,030.24	每股收益(元)	1.29	1.03	0.86	0.95	1.05
非流动负债合计	53,817.13	65,861.66	61,558.00	59,824.59	56,316.00						
负债合计	162,297.65	190,164.65	171,620.43	207,250.06	184,400.54	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	4,206.89	5,623.55	5,680.87	5,743.92	5,813.49	成长能力					
股本	6,226.34	8,715.58	8,712.82	8,712.82	8,712.82	营业收入	58.91%	-14.88%	-3.93%	8.83%	8.40%
资本公积	8,314.60	5,558.04	5,582.18	5,582.18	5,582.18	营业利润	100.79%	-18.85%	-15.18%	9.93%	10.25%
留存收益	26,287.75	29,857.24	33,621.70	37,761.65	42,330.01	归属于母公司净利润	100.87%	-19.70%	-16.38%	9.97%	10.35%
其他	965.52	995.71	914.65	958.63	956.33	获利能力					
股东权益合计	46,001.09	50,750.11	54,512.22	58,759.19	63,394.82	毛利率	17.05%	18.14%	17.42%	17.44%	17.45%
负债和股东权益总计	208,298.74	240,914.76	226,132.65	266,009.25	247,795.36	净利率	8.30%	7.83%	6.81%	6.88%	7.01%
						ROE	26.83%	19.95%	15.42%	15.62%	15.87%
						ROIC	33.47%	33.41%	15.49%	16.19%	15.40%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	77.92%	78.93%	75.89%	77.91%	74.42%
净利润	11,365.83	9,037.38	7,528.91	8,279.89	9,136.72	净负债率	55.32%	106.89%	92.82%	94.78%	82.44%
折旧摊销	1,585.93	1,903.37	1,981.04	2,135.64	2,268.47	流动比率	1.21	1.18	1.20	1.17	1.20
财务费用	2,614.66	2,806.36	2,638.54	2,723.66	2,668.79	速动比率	1.16	1.13	1.16	1.12	1.15
投资损失	(199.73)	(193.32)	(160.00)	(130.00)	(165.00)	营运能力					
营运资金变动	17,483.59	(24,469.56)	(450.52)	(8,580.61)	(1,157.49)	应收账款周转率	7.51	6.02	5.54	6.00	6.00
其它	(19,461.52)	8,797.74	115.77	127.19	138.54	存货周转率	32.87	22.31	21.80	21.80	21.81
经营活动现金流	13,388.76	(2,118.01)	11,653.74	4,555.77	12,890.03	总资产周转率	0.78	0.51	0.47	0.49	0.51
资本支出	5,932.99	16,726.83	2,522.46	2,453.77	2,538.11	每股指标(元)					
长期投资	1,366.24	2,347.90	370.00	400.00	300.00	每股收益	1.29	1.03	0.86	0.95	1.05
其他	(15,142.95)	(29,579.56)	(4,373.18)	(5,621.73)	(4,989.04)	每股经营现金流	1.54	-0.24	1.34	0.52	1.48
投资活动现金流	(7,843.72)	(10,504.83)	(1,480.73)	(2,767.96)	(2,150.92)	每股净资产	4.80	5.18	5.60	6.08	6.61
债权融资	2,603.63	16,372.15	(383.67)	2,406.34	(3,775.55)	估值比率					
股权融资	(2,007.31)	(4,741.65)	(3,881.46)	(4,159.02)	(4,640.23)	市盈率	5.65	7.04	8.41	7.65	6.93
其他	6,047.97	(8,874.09)	0.00	0.00	0.00	市净率	1.52	1.40	1.30	1.19	1.10
筹资活动现金流	6,644.29	2,756.41	(4,265.13)	(1,752.68)	(8,415.78)	EV/EBITDA	2.74	4.14	5.18	5.03	4.48
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	2.88	4.44	5.93	5.75	5.11
现金净增加额	12,189.32	(9,866.44)	5,907.89	35.13	2,323.33						

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	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