

# 四川路桥 (600039)

## 关注高股息、高分红的中长期投资价值

### 低估值高分红弹性品种，关注中长期业绩弹性

23 年受山洪灾害等负面事件影响，公司施工及收入确认节奏有所放缓，但我们认为公司高分红、高成长的逻辑并未改变，23 年以来蜀道集团持续增持公司股份，截至 23 年 11 月 3 日，蜀道持股比例达 56.56%，蜀道及其关联方合计持股 79.25%，大股东增持或彰显对公司发展的信心。此前公司公告，计划 22-24 年现金分红比例不低于当年归母净利润的 50%，截至 24 年 1 月 8 日收盘，以 22 年现金分红计算的股息率为 8.6%。若以我们预测的 23 年归母净利润 119 亿元、50% 的现金分红比例来计算，当前股价对应的 23 财年股息率或超 9%。

### 省内基建投资持续发力，传统工程主业有望提升

23 年公司大股东蜀道集团实现营业收入超 2650 亿元、利润总额超 105 亿元，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，投资额在全省综合交通投资计划完成目标总额中占比近一半，新通车高速公路约占全省 77%。从省内投资情况来看，21-22 年四川公路水路交通建设分别完成投资 2158、2510 亿元，23 年预计完成投资 2685 亿元（23 年初设定目标为 2000 亿元以上），同比+7%。2024 年 1 月 8 日四川省交通运输工作会议上透露，四川 24 年计划建成通车高速公路 500 公里以上，力争完成公路水路交通建设投资 2600 亿元以上，24 年高速公路通车总里程预计突破 1 万公里，“十四五”以来公路水路交通建设投资有望突破 1 万亿元。在省内投资持续提速背景下，我们认为蜀道作为省内基建投资的主力军，有望给公司传统工程主业的成长持续赋能。

### 矿产新材料及清洁能源板块稳步推进

分业务看，1) 矿业及新材料：公司下属新材料集团取得了德阳吴华清平磷矿有限责任公司 85% 股权，此前在国内外布局的多金属矿、钾盐矿、磷矿等主要的矿山建设均有序推进中，此外磷酸铁锂及废旧电池回收项目均已进入试生产阶段，和当升科技合作的磷酸（锰）铁锂新材料项目一期已全面启动土建工程。2) 清洁能源：截至 23Q3 末，公司（含托管）在建及运营的清洁能源权益装机约 5GW。毛尔盖公司水电水光互补 420MW 光伏项目开工建设，同时公司也在积极布局省外清洁能源项目，预计后续有望持续增厚利润。

### 看好中长期成长，维持“买入”评级

考虑到公司受山洪事件影响，施工及收入确认节奏有所放缓，我们下调 23-25 年归母净利润的预测至 120/149/179 亿元（前值为 126/160/203 亿元），同比分别+7%、+24%、+21%，对应 24 年 1 月 8 日收盘 PE 分别为 5.5、4.4、3.7 倍，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       | 2021      | 2022       | 2023E      | 2024E      | 2025E      |
|---------------|-----------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)     | 85,048.51 | 135,151.16 | 155,471.25 | 183,789.36 | 213,395.18 |
| 增长率(%)        | 39.26     | 58.91      | 15.04      | 18.21      | 16.11      |
| EBITDA(百万元)   | 13,180.72 | 22,440.33  | 19,550.30  | 23,124.78  | 27,228.05  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 5,582.07  | 11,212.91  | 12,008.68  | 14,870.33  | 17,936.51  |
| 增长率(%)        | 84.52     | 100.87     | 7.10       | 23.83      | 20.62      |
| EPS(元/股)      | 0.64      | 1.29       | 1.38       | 1.71       | 2.06       |
| 市盈率(P/E)      | 11.80     | 5.88       | 5.49       | 4.43       | 3.67       |
| 市净率(P/B)      | 2.43      | 1.58       | 1.14       | 1.01       | 0.89       |
| 市销率(P/S)      | 0.77      | 0.49       | 0.42       | 0.36       | 0.31       |
| EV/EBITDA     | 5.35      | 2.74       | 2.76       | 2.31       | 2.00       |

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   | 7.56 元    |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股)   | 8,715.58   |
| 流通 A 股股本(百万股) | 6,639.30   |
| A 股总市值(百万元)   | 65,889.77  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 50,193.10  |
| 每股净资产(元)      | 5.10       |
| 资产负债率(%)      | 78.34      |
| 一年内最高/最低(元)   | 15.91/7.16 |

### 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:短期业绩阶段性承压，中长期逻辑有望加速兑现》 2023-10-31
- 《四川路桥-半年报点评:业绩稳步提升，价值属性凸显》 2023-08-31
- 《四川路桥-公司点评:上半年业绩稳步提升，清洁能源板块持续发力》 2023-07-31

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2021              | 2022              | 2023E             | 2024E             | 2025E             |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金             | 12,291.62         | 31,440.06         | 35,287.38         | 33,082.09         | 34,143.23         |
| 应收票据及应收账款        | 18,773.55         | 17,236.96         | 30,268.15         | 36,100.23         | 35,031.49         |
| 预付账款             | 1,576.61          | 2,608.50          | 2,758.40          | 2,798.85          | 3,438.42          |
| 存货               | 3,294.70          | 4,928.69          | 5,950.15          | 6,019.31          | 6,851.25          |
| 其他               | 6,530.89          | 16,918.01         | 50,704.54         | 61,870.06         | 62,163.06         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>42,467.37</b>  | <b>73,132.22</b>  | <b>124,968.62</b> | <b>139,870.54</b> | <b>141,627.44</b> |
| 长期股权投资           | 1,787.32          | 3,153.56          | 3,523.56          | 3,923.56          | 4,223.56          |
| 固定资产             | 2,954.21          | 3,710.05          | 4,218.34          | 4,330.10          | 4,162.46          |
| 在建工程             | 700.79            | 2,463.70          | 1,861.41          | 1,515.14          | 1,268.30          |
| 无形资产             | 29,952.13         | 32,214.28         | 33,141.34         | 34,036.55         | 34,948.92         |
| 其他               | 28,988.34         | 35,499.58         | 31,921.06         | 33,197.40         | 32,438.91         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>64,382.79</b>  | <b>77,041.18</b>  | <b>74,665.70</b>  | <b>77,002.75</b>  | <b>77,042.15</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>137,038.47</b> | <b>208,298.74</b> | <b>199,634.31</b> | <b>216,873.29</b> | <b>218,669.59</b> |
| 短期借款             | 1,890.22          | 1,869.43          | 4,000.00          | 8,816.00          | 8,192.57          |
| 应付票据及应付账款        | 36,619.19         | 64,227.31         | 48,187.46         | 54,407.93         | 44,596.33         |
| 其他               | 22,696.79         | 32,074.76         | 40,539.45         | 44,204.97         | 46,165.28         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>61,206.21</b>  | <b>98,171.49</b>  | <b>92,726.91</b>  | <b>107,428.91</b> | <b>98,954.18</b>  |
| 长期借款             | 41,727.00         | 48,950.30         | 41,323.91         | 35,600.00         | 37,000.00         |
| 应付债券             | 1,007.12          | 2,027.17          | 1,517.14          | 1,772.16          | 1,644.65          |
| 其他               | 1,479.07          | 2,839.67          | 2,159.37          | 2,499.52          | 2,329.44          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>44,213.19</b>  | <b>53,817.13</b>  | <b>45,000.42</b>  | <b>39,871.67</b>  | <b>40,974.09</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>106,506.16</b> | <b>162,297.65</b> | <b>137,727.33</b> | <b>147,300.58</b> | <b>139,928.27</b> |
| 少数股东权益           | 3,382.92          | 4,206.89          | 4,329.43          | 4,481.17          | 4,664.19          |
| 股本               | 4,775.43          | 6,226.34          | 8,715.58          | 8,715.58          | 8,715.58          |
| 资本公积             | 6,290.48          | 8,314.60          | 15,814.01         | 15,814.01         | 15,814.01         |
| 留存收益             | 15,300.76         | 26,287.75         | 32,292.09         | 39,727.25         | 48,695.51         |
| 其他               | 782.73            | 965.52            | 755.87            | 834.71            | 852.03            |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>30,532.32</b>  | <b>46,001.09</b>  | <b>61,906.98</b>  | <b>69,572.71</b>  | <b>78,741.32</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>137,038.47</b> | <b>208,298.74</b> | <b>199,634.31</b> | <b>216,873.29</b> | <b>218,669.59</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2021              | 2022              | 2023E             | 2024E              | 2025E              |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润            | 5,694.20          | 11,365.83         | 12,008.68         | 14,870.33          | 17,936.51          |
| 折旧摊销           | 1,083.65          | 1,585.93          | 1,466.96          | 1,669.29           | 1,852.12           |
| 财务费用           | 2,372.13          | 2,614.66          | 2,629.34          | 2,542.80           | 2,693.76           |
| 投资损失           | (71.37)           | (199.73)          | (600.00)          | (410.00)           | (420.00)           |
| 营运资金变动         | (8,054.90)        | 17,483.59         | (6,949.64)        | (7,098.20)         | (8,485.00)         |
| 其它             | (2,046.87)        | (19,461.52)       | 256.55            | 306.98             | 367.55             |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(1,023.17)</b> | <b>13,388.76</b>  | <b>8,811.89</b>   | <b>11,881.19</b>   | <b>13,944.94</b>   |
| 资本支出           | 1,819.48          | 5,932.99          | 3,350.30          | 2,389.85           | 2,820.07           |
| 长期投资           | 304.12            | 1,366.24          | 370.00            | 400.00             | 300.00             |
| 其他             | (5,776.44)        | (15,142.95)       | (5,251.62)        | (5,397.67)         | (5,212.67)         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(3,652.84)</b> | <b>(7,843.72)</b> | <b>(1,531.32)</b> | <b>(2,607.82)</b>  | <b>(2,092.59)</b>  |
| 债权融资           | 4,600.72          | 2,603.63          | (7,085.39)        | (3,970.60)         | (1,657.25)         |
| 股权融资           | (2,154.03)        | (2,007.31)        | 3,652.13          | (7,508.07)         | (9,133.95)         |
| 其他             | 266.34            | 6,047.97          | 0.00              | 0.00               | 0.00               |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>2,713.03</b>   | <b>6,644.29</b>   | <b>(3,433.25)</b> | <b>(11,478.67)</b> | <b>(10,791.20)</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>(1,962.98)</b> | <b>12,189.32</b>  | <b>3,847.32</b>   | <b>(2,205.29)</b>  | <b>1,061.14</b>    |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2021             | 2022              | 2023E             | 2024E             | 2025E             |
|------------------|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>85,048.51</b> | <b>135,151.16</b> | <b>155,471.25</b> | <b>183,789.36</b> | <b>213,395.18</b> |
| 营业成本             | 71,318.21        | 112,102.62        | 130,546.18        | 153,893.09        | 178,207.68        |
| 营业税金及附加          | 422.86           | 516.13            | 593.73            | 701.87            | 814.93            |
| 销售费用             | 21.58            | 19.79             | 31.09             | 36.76             | 42.68             |
| 管理费用             | 1,109.47         | 1,676.69          | 1,927.84          | 2,260.61          | 2,603.42          |
| 研发费用             | 2,855.37         | 4,427.56          | 5,130.55          | 6,065.05          | 7,042.04          |
| 财务费用             | 2,381.78         | 2,519.33          | 2,629.34          | 2,542.80          | 2,693.76          |
| 资产/信用减值损失        | (307.78)         | (651.65)          | (510.00)          | (510.00)          | (470.00)          |
| 公允价值变动收益         | 1.86             | (7.14)            | 11.48             | 3.50              | 1.50              |
| 投资净收益            | 71.37            | 199.73            | 600.00            | 410.00            | 420.00            |
| 其他               | 392.74           | 732.75            | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>营业利润</b>      | <b>6,781.04</b>  | <b>13,615.36</b>  | <b>14,714.00</b>  | <b>18,192.69</b>  | <b>21,942.18</b>  |
| 营业外收入            | 107.09           | 100.61            | 70.00             | 80.00             | 100.00            |
| 营业外支出            | 40.25            | 58.89             | 60.00             | 40.00             | 50.00             |
| <b>利润总额</b>      | <b>6,847.89</b>  | <b>13,657.08</b>  | <b>14,724.00</b>  | <b>18,232.69</b>  | <b>21,992.18</b>  |
| 所得税              | 1,153.69         | 2,291.24          | 2,470.24          | 3,058.89          | 3,689.62          |
| <b>净利润</b>       | <b>5,694.20</b>  | <b>11,365.83</b>  | <b>12,253.76</b>  | <b>15,173.80</b>  | <b>18,302.56</b>  |
| 少数股东损益           | 112.13           | 152.93            | 245.08            | 303.48            | 366.05            |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>5,582.07</b>  | <b>11,212.91</b>  | <b>12,008.68</b>  | <b>14,870.33</b>  | <b>17,936.51</b>  |
| 每股收益(元)          | 0.64             | 1.29              | 1.38              | 1.71              | 2.06              |

| 主要财务比率         | 2021    | 2022    | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 营业收入           | 39.26%  | 58.91%  | 15.04% | 18.21% | 16.11% |
| 营业利润           | 83.96%  | 100.79% | 8.07%  | 23.64% | 20.61% |
| 归属于母公司净利润      | 84.52%  | 100.87% | 7.10%  | 23.83% | 20.62% |
| <b>获利能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 毛利率            | 16.14%  | 17.05%  | 16.03% | 16.27% | 16.49% |
| 净利率            | 6.56%   | 8.30%   | 7.72%  | 8.09%  | 8.41%  |
| ROE            | 20.56%  | 26.83%  | 20.86% | 22.85% | 24.21% |
| ROIC           | 24.77%  | 33.47%  | 42.54% | 37.79% | 39.02% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 资产负债率          | 77.72%  | 77.92%  | 68.99% | 67.92% | 63.99% |
| 净负债率           | 129.28% | 55.32%  | 27.69% | 25.76% | 22.73% |
| 流动比率           | 1.17    | 1.21    | 1.35   | 1.30   | 1.43   |
| 速动比率           | 1.11    | 1.16    | 1.28   | 1.25   | 1.36   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |        |        |        |
| 应收账款周转率        | 5.64    | 7.51    | 6.55   | 5.54   | 6.00   |
| 存货周转率          | 32.32   | 32.87   | 28.58  | 30.71  | 33.16  |
| 总资产周转率         | 0.68    | 0.78    | 0.76   | 0.88   | 0.98   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |        |        |        |
| 每股收益           | 0.64    | 1.29    | 1.38   | 1.71   | 2.06   |
| 每股经营现金流        | -0.12   | 1.54    | 1.01   | 1.36   | 1.60   |
| 每股净资产          | 3.12    | 4.80    | 6.61   | 7.47   | 8.50   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |        |        |        |
| 市盈率            | 11.80   | 5.88    | 5.49   | 4.43   | 3.67   |
| 市净率            | 2.43    | 1.58    | 1.14   | 1.01   | 0.89   |
| EV/EBITDA      | 5.35    | 2.74    | 2.76   | 2.31   | 2.00   |
| EV/EBIT        | 5.71    | 2.88    | 2.98   | 2.49   | 2.14   |

### 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        |