

# 四川路桥（600039）

证券研究报告  
2024年12月05日

## 新业务板块股权调整，亏损资产出表有望轻装上阵

### 事件：

公司公告对旗下清洁能源及矿产资源业务股权进行调整，大股东蜀道集团通过受让股权和增资的方式取得蜀道矿业集团和蜀道清洁能源集团两个公司的控制权，上市公司不再并表。本次交易后，蜀道集团将成为清洁能源集团和矿业集团的控股方及投资主体，公司投资压力有望缓解，我们认为进一步体现了新董事长上任后蜀道集团对公司利润和现金端的支持，上市公司资产有望进一步优化。我们认为本次将亏损资产出表后，有望带动公司后续利润层面的改善。考虑到本次交易仍需时间，我们维持此前预测，预计24-26年归母净利润分别为75.3、82.8、91.4亿元，同比分别-16%、+10%、+10%，公司此前公告22-24年现金分红比例不低于50%，截至12月4日收盘，公司总市值为660亿元，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5.71%，维持“买入”评级。

### 交易过程：三家子公司出表，针对路桥矿业的持股比例提升

1) **蜀道矿业集团**：公司对蜀道矿业集团的持股比例由100%降至40%，该公司23FY、24M1-8净利润亏损4.6、2.5亿元，资产主要为磷矿、电池回收、正极材料和尚未矿建的库鲁里钾盐矿等。

2) **清洁能源集团**：公司对蜀道清洁能源集团的持股比例由100%降至40%，该公司23FY、24M1-7净利润亏损0.62、0.45亿元，资产主要为风电、光伏、水电站等新能源电站运营，此外，本次交易中蜀道集团还将持有的铁能电力60%股权、铁投康巴70%股权作价30亿元、并配套现金30亿元，合计60亿元用来增资清洁能源集团。

3) **路桥矿业公司**：公司对路桥矿业的持股比例由60%升至64%，该公司资产包含克尔克贝特以及阿斯马拉两个矿产项目，23FY、24M1-8净利润盈利0.18、0.04亿元，截至24H1阿斯马拉铜金多金属矿项目已实现直销矿的装船销售，预计后续对四川路桥的利润贡献有望提升。

### 对上市公司影响：亏损资产出表后轻装上阵，支撑分红并改善现金流

1) **利润减亏**：持股比例降低后，蜀道矿业集团及清洁能源集团对公司的利润拖累有望减小，在假定分红比例不变的情况下，利润增加有利于分红金额的进一步提升。

2) **改善现金流**：蜀道集团现金增资30亿元至蜀道清洁能源集团，我们认为四川路桥后续在该业务上的资本开支压力得以缓解，从而减少现金支出压力，并保障分红能力。

3) **投资收益**：公司仍持有三家公司的部分股权，若后续蜀道矿业集团和蜀道清洁能源集团实现盈利，以及路桥矿业公司的盈利水平提升，公司仍能享有较多的投资收益。

**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，资产出表进度不及预期的风险。

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	15,590.08	16,914.12	18,396.79
归属母公司净利润(百万元)	11,212.91	9,003.85	7,528.04	8,282.29	9,138.34
增长率(%)	100.87	(19.70)	(16.39)	10.02	10.34
EPS(元/股)	1.29	1.03	0.86	0.95	1.05
市盈率(P/E)	5.88	7.32	8.76	7.96	7.22
市净率(P/B)	1.58	1.46	1.35	1.24	1.15
市销率(P/S)	0.49	0.57	0.60	0.55	0.51
EV/EBITDA	2.74	4.14	5.35	5.20	4.62

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	7.57元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	8,712.26
流通A股股本(百万股)	6,700.09
A股总市值(百万元)	65,951.84
流通A股市值(百万元)	50,719.66
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

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

### 股价走势



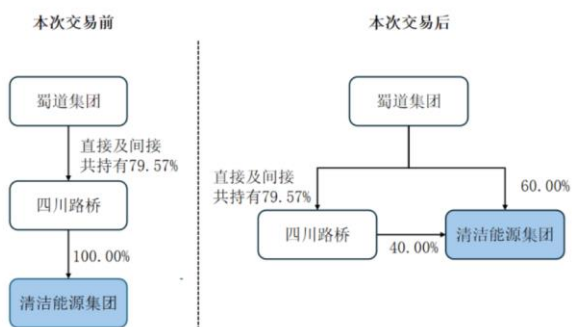
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《四川路桥-季报点评:三季度业绩延续承压，关注后续订单结转速度》 2024-10-31
- 《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

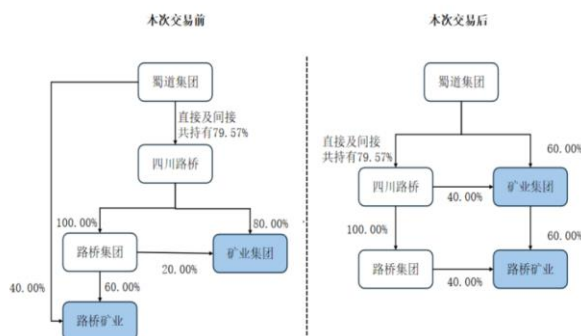
## 交易子公司的基本情况

图 1：清洁能源集团交易前后的股权结构变化



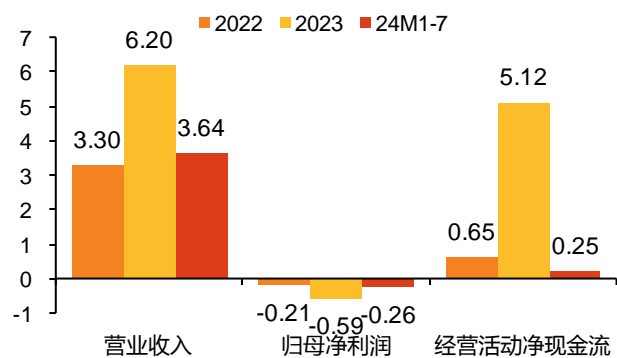
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：蜀道矿业集团及路桥矿业公司交易前后的股权结构变化



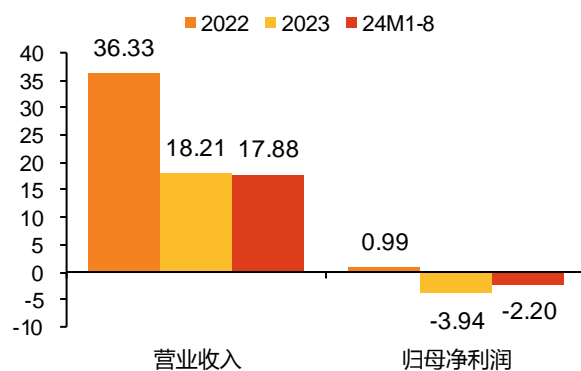
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：清洁能源集团营收、归母净利润及经营性净现金流（亿元）



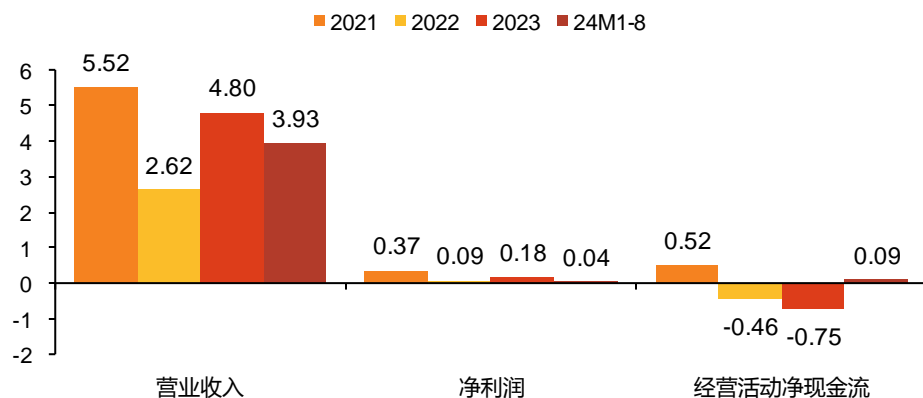
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：蜀道矿业集团营收及归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：路桥矿业公司营收、净利润及经营性净现金流（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：截至 12 月 4 日蜀道矿业集团持股公司情况

蜀道矿业集团持股公司名称	矿业集团持股比例
四川蜀矿环锂科技有限公司	100%
会东金川磷化工有限责任公司	100%
四川新矿企业管理有限公司	100%
四川新锂想能源科技有限责任公司	93.96%
德阳昊华清平磷矿有限公司	85%
四川蜀能矿产有限责任公司	67%
四川鑫展望碳材科技集团有限公司	65%
浙江三晟化工有限公司	60%
厄立特里亚库鲁里矿业股份公司	50%
当升蜀道（攀枝花）新材料有限公司	49%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：截至 12 月 4 日路桥矿业公司持股公司情况

路桥矿业持股公司名称	路桥矿业持股比例
通江县路元矿业有限公司	49%
阿斯马拉矿业股份公司	60%
克尔克贝特矿业股份公司	60%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：截至 12 月 4 日清洁能源集团持股公司情况

清洁能源集团持股公司名称	清洁能源集团持股比例
盐源蜀道清洁能源有限公司	100%
会东蜀道清洁能源有限公司	100%
乌鲁木齐市蜀清新能源有限公司	100%
四川蜀能众鑫企业管理有限责任公司	100%
吐鲁番众淼电力开发有限公司	100%
黑水县天源水电开发有限公司	100%
哈密市蜀清新能源有限公司	100%
盐边蜀道清洁能源有限公司	90%
四川鑫巴河电力开发有限公司	78%
四川巴郎河水电开发有限公司	65%
四川蜀兴智慧能源有限责任公司	60%
四川路桥城乡建设投资有限公司	51%
毛尔盖水电有限公司	50.10%
四川铁能电力开发有限公司	40%
四川阿坝华电清洁能源有限公司	39%
川投集团甘肃能源有限责任公司	24%
华电金上（甘孜）电力开发有限公司	10%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 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	27,628.79	27,663.92	29,987.26
应收票据及应收账款	17,236.96	20,960.45	18,947.80	21,144.84	22,314.95
预付账款	2,608.50	2,192.56	2,370.36	2,594.67	2,786.54
存货	4,928.69	5,386.18	4,753.64	6,279.75	5,678.49
其他	16,918.01	21,257.60	78,797.28	114,074.77	92,805.83
<b>流动资产合计</b>	<b>73,132.22</b>	<b>71,517.69</b>	<b>132,497.87</b>	<b>171,757.95</b>	<b>153,573.07</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>77,041.18</b>	<b>94,826.44</b>	<b>93,634.78</b>	<b>94,251.30</b>	<b>94,222.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>208,298.74</b>	<b>240,914.76</b>	<b>226,132.65</b>	<b>266,009.25</b>	<b>247,795.36</b>
短期借款	1,869.43	3,245.10	12,634.50	18,083.77	21,190.88
应付票据及应付账款	64,227.31	76,932.05	57,420.56	80,496.79	63,002.09
其他	32,074.76	38,984.63	40,007.49	48,846.27	43,890.53
<b>流动负债合计</b>	<b>98,171.49</b>	<b>119,161.79</b>	<b>110,062.56</b>	<b>147,426.83</b>	<b>128,083.49</b>
长期借款	48,950.30	60,917.77	56,653.50	54,898.37	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
<b>非流动负债合计</b>	<b>53,817.13</b>	<b>65,861.66</b>	<b>61,558.87</b>	<b>59,823.00</b>	<b>56,316.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>162,297.65</b>	<b>190,164.65</b>	<b>171,621.42</b>	<b>207,249.83</b>	<b>184,399.49</b>
少数股东权益	4,206.89	5,623.55	5,680.87	5,743.93	5,813.51
股本	6,226.34	8,715.58	8,712.26	8,712.26	8,712.26
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	33,621.26	37,762.41	42,331.58
其他	965.52	995.71	914.65	958.63	956.33
<b>股东权益合计</b>	<b>46,001.09</b>	<b>50,750.11</b>	<b>54,511.23</b>	<b>58,759.41</b>	<b>63,395.86</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>208,298.74</b>	<b>240,914.76</b>	<b>226,132.65</b>	<b>266,009.25</b>	<b>247,795.36</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	11,365.83	9,037.38	7,528.04	8,282.29	9,138.34
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	2,638.56	2,723.67	2,668.76
投资损失	(199.73)	(193.32)	(160.00)	(155.00)	(120.00)
营运资金变动	17,483.59	(24,469.56)	(450.52)	(8,580.61)	(1,157.49)
其它	(19,461.52)	8,797.74	115.76	127.23	138.56
<b>经营活动现金流</b>	<b>13,388.76</b>	<b>(2,118.01)</b>	<b>11,652.88</b>	<b>4,533.22</b>	<b>12,936.64</b>
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)	(5,596.73)	(5,034.04)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(7,843.72)</b>	<b>(10,504.83)</b>	<b>(1,480.73)</b>	<b>(2,742.96)</b>	<b>(2,195.92)</b>
债权融资	2,603.63	16,372.15	(382.70)	2,405.11	(3,776.34)
股权融资	(2,007.31)	(4,741.65)	(3,881.57)	(4,160.24)	(4,641.05)
其他	6,047.97	(8,874.09)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>6,644.29</b>	<b>2,756.41</b>	<b>(4,264.26)</b>	<b>(1,755.13)</b>	<b>(8,417.39)</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>12,189.32</b>	<b>(9,866.44)</b>	<b>5,907.89</b>	<b>35.13</b>	<b>2,323.33</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>135,151.16</b>	<b>115,041.51</b>	<b>110,515.16</b>	<b>120,277.93</b>	<b>130,379.37</b>
营业成本	112,102.62	94,170.56	91,258.38	99,300.49	107,624.15
营业税金及附加	516.13	349.32	335.57	365.22	395.89
销售费用	19.79	33.50	43.23	47.05	51.00
管理费用	1,676.69	2,121.17	2,011.38	2,165.00	2,320.75
研发费用	4,427.56	3,995.90	3,838.68	4,177.78	4,528.65
财务费用	2,519.33	2,709.54	2,638.56	2,723.67	2,668.76
资产/信用减值损失	(651.65)	(893.75)	(1,180.00)	(1,350.00)	(1,550.00)
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	155.00	120.00
其他	732.75	1,315.57	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>13,615.36</b>	<b>11,049.03</b>	<b>9,370.48</b>	<b>10,304.81</b>	<b>11,359.56</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>13,657.08</b>	<b>10,968.14</b>	<b>9,275.48</b>	<b>10,204.81</b>	<b>11,259.56</b>
所得税	2,291.24	1,930.76	1,632.80	1,796.39	1,982.06
<b>净利润</b>	<b>11,365.83</b>	<b>9,037.38</b>	<b>7,642.68</b>	<b>8,408.42</b>	<b>9,277.50</b>
少数股东损益	152.93	33.53	114.64	126.13	139.16
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>11,212.91</b>	<b>9,003.85</b>	<b>7,528.04</b>	<b>8,282.29</b>	<b>9,138.34</b>
每股收益(元)	1.29	1.03	0.86	0.95	1.05

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	58.91%	-14.88%	-3.93%	8.83%	8.40%
营业利润	100.79%	-18.85%	-15.19%	9.97%	10.24%
归属于母公司净利润	100.87%	-19.70%	-16.39%	10.02%	10.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.05%	18.14%	17.42%	17.44%	17.45%
净利率	8.30%	7.83%	6.81%	6.89%	7.01%
ROE	26.83%	19.95%	15.42%	15.62%	15.87%
ROIC	33.47%	33.41%	15.49%	16.19%	15.40%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.92%	78.93%	75.89%	77.91%	74.42%
净负债率	55.32%	106.89%	92.82%	94.78%	82.43%
流动比率	1.21	1.18	1.20	1.17	1.20
速动比率	1.16	1.13	1.16	1.12	1.15
<b>营运能力</b>					
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	21.80	21.80	21.81
总资产周转率	0.78	0.51	0.47	0.49	0.51
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.29	1.03	0.86	0.95	1.05
每股经营现金流	1.54	-0.24	1.34	0.52	1.48
每股净资产	4.80	5.18	5.60	6.09	6.61
<b>估值比率</b>					
市盈率	5.88	7.32	8.76	7.96	7.22
市净率	1.58	1.46	1.35	1.24	1.15
EV/EBITDA	2.74	4.14	5.35	5.20	4.62
EV/EBIT	2.88	4.44	6.13	5.95	5.28

### 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