

建筑装饰

2024年12月06日

四川路桥 (600039)

——亏损资产拟溢价出表，工程主业再聚焦

报告原因：有信息公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024年12月05日

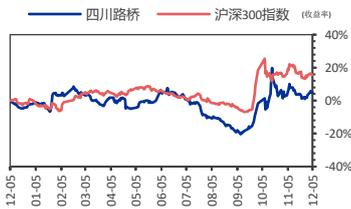
收盘价(元)	7.61
一年内最高/最低(元)	9.12/5.19
市净率	1.5
股息率(分红/股价)	7.28
流通A股市值(百万元)	50,988
上证指数/深证成指	3,368.86/10,634.49

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024年09月30日

每股净资产(元)	5.22
资产负债率%	79.55
总股本/流通A股(百万)	8,712/6,700
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
唐猛 A0230523080003
tangmeng@swsresearch.com

研究支持

唐猛 A0230523080003
tangmeng@swsresearch.com

联系人

唐猛
(8621)23297818x
tangmeng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **事件：**2024年12月4日晚公司发布公告，拟将旗下矿产资源板块、新能源板块通过协议股权转让或控股股东蜀道集团增资项目公司等方式转入到控股股东蜀道集团旗下，若操作完成，四川路桥不再将三家项目公司纳入合并财务报表范围内。
- **亏损资产溢价出表，盈利标的持股比例提升，上市公司利润有望获得增厚。**根据公司公告，1) 2023、2024M1-8 矿业集团净利润分别为-4.62 亿/-2.47 亿，四川路桥子公司路桥集团拟转让持有的矿业集团 20% 股权给到蜀道集团，作价 6.51 亿，资产增值率 8.40%。2) 2023、2024M1-8 路桥矿业净利润分别为+1823 万/+399 万，四川路桥子公司路桥集团拟转让持有的路桥矿业 20% 股权给到矿业集团，作价 3.57 亿，资产增值率 7.85%。3) 2023、2024M1-8 清洁能源集团净利润分别为-6219 万/-4483 万，清洁能源集团拟进行增资扩股，四川路桥放弃优先认缴权。操作完成后四川路桥对三家项目公司矿业集团、路桥矿业和清洁能源集团的直接和间接合计持股比例将分别由 100%→40%，60%→64%，100%→40%，我们认为亏损标的（矿业集团、清洁能源集团）溢价出表，持股比例下降，同时盈利标的（路桥矿业）持股比例提升，本次资产结构调整方案有望增厚上市公司利润，根据公司公告，如本次交易完成，本年度公司矿业板块、清洁能源板块预计分别增厚公司净利润 4 亿元，合计 8 亿元，占 2023 年上市公司净利润 8.9%。
- **蜀道集团资源实力强劲，矿产资源、新能源板块孵化进度预计加快，上市公司共享投资收益。**蜀道集团由四川省交投集团和铁投集团重组组建而成，根据中诚信国际信评报告，蜀道集团是四川省唯一的省级高速公路投资建设主体和省级铁路投资建设主体，同时公司加速培育交通相关多元化及其他业务，2023 年蜀道集团总资产 1.34 万亿，营业总收入 2505 亿，归母净利润 48.6 亿。我们认为蜀道集团资源实力强劲，矿产资源、新能源板块孵化进度预计加快，上市公司仍保留项目公司股权，共享投资收益。
- **公司聚焦工程建设主业，充分享受成渝经济圈发展建设红利。**2021 年 10 月 21 日国务院印发《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》，提出到 2025 年，出渝出川四向通道基本形成，重庆、成都间 1 小时可达，铁路网总规模达到 9,000 公里以上、覆盖全部 20 万以上人口城市，到 2035 年建成实力雄厚、特色鲜明的双城经济圈。公司作为成渝地区建设主力军，本次资产调整，助力公司聚焦工程建设主业，有望充分享受当地发展建设红利。
- **投资分析意见：下调 24-26 年盈利预测，维持“买入”评级。**受地方政府债务压力影响，前期区域投资阶段性放缓，根据公司财报，24H1 公司营业总收入 458 亿元，同比-31%，其中工程施工收入 418 亿元，同比-29%，24Q3 单季公司营业收入同比+13.3%，我们预计公司 Q4 有望延续 Q3 恢复态势，但全年水平仍低于年初我们给定的假设目标，在此下调公司全年工程板块收入增速预测至-5%，原值为+5%，同步下调公司 24-26 年盈利预测，预计 24-26 年归母净利润分别为 75.2 亿/82.8 亿/90.6 亿（24-26 年原值 96 亿/101 亿/107 亿），同比-16.4%/+10.1%/+9.4%，对应 PE9X/8X/7X。我们认为四川路桥作为四川省地方国企享受川渝区域投资机会，同时亏损资产出表更加助力公司轻装上阵，股息率 6.79%（按 24/12/5 收盘价计算），优于同期同行业地方建筑国企平均 3.50% 股息率，具备较强配置价值，综合考虑维持“买入”评级。
- **风险提示：施工转化不及预期；新签不及预期；资产整合进程不及预期。**

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	115,042	71,877	106,379	109,587	114,025
同比增长率(%)	-14.9	-19.7	-7.5	3.0	4.1
归母净利润(百万元)	9,004	4,773	7,524	8,282	9,064
同比增长率(%)	-19.7	-38.5	-16.4	10.1	9.4
每股收益(元/股)	1.04	0.55	0.86	0.95	1.04
毛利率(%)	18.1	15.8	17.4	18.0	18.8
ROE(%)	20.0	10.5	15.9	16.0	16.0
市盈率	7		9	8	7

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	135,151	115,042	106,379	109,587	114,025
其中: 营业收入	135,151	115,042	106,379	109,587	114,025
减: 营业成本	112,103	94,171	87,878	89,830	92,564
减: 税金及附加	516	349	323	333	346
主营业务利润	22,532	20,522	18,178	19,424	21,115
减: 销售费用	20	34	31	32	33
减: 管理费用	1,677	2,121	1,961	1,863	1,767
减: 研发费用	4,428	3,996	3,695	3,616	3,763
减: 财务费用	2,519	2,710	3,257	3,820	4,492
经营性利润	13,888	11,661	9,234	10,093	11,060
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-386	-544	-202	-208	-244
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-265	-350	0	0	0
加: 投资收益及其他	385	288	140	200	220
营业利润	13,615	11,049	9,171	10,084	11,036
加: 营业外净收入	42	-81	0	0	0
利润总额	13,657	10,968	9,171	10,084	11,036
减: 所得税	2,292	1,931	1,618	1,771	1,938
净利润	11,365	9,037	7,552	8,313	9,098
少数股东损益	153	34	28	31	34
归属于母公司所有者的净利润	11,212	9,004	7,524	8,282	9,064

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swyhsc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swyhsc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swyhsc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swyhsc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swyhsc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。