

四川路桥 (600039.SH)

最低现金分红率提升至 60%，高股息投资价值进一步凸显

事件：公司发布《未来三年（2025年度-2027年度）股东回报规划》，重点包括：**1）现金分红**，每年度在弥补亏损、足额提取公积金、满足正常经营资金情况下，以现金方式分配的利润不低于当年度归属于上市公司股东净利润的**60%**；**2）股票股利分红**，在经营和成长性良好情况下，若董事会认为公司每股收益、股票价格、每股净资产等与股本规模不匹配，可在满足现金分红比例的前提下，同时进行股票股利分红。

最低现金分红比例从 50%提升至 60%，后续仍有望继续提升。相比于 2022-2024 年度股东回报规划，本次公告重点将分红比例从不低于 50% 提升至 60%。公司 2019-2023 年分红率分别为 15.2%/39.5%/40.5%/50.5%/50.0%，预计 2024 年实际分红率保持 50%，近年来公司分红率呈阶梯抬升趋势，且未来仍有提升空间。

公司保持高分红率的核心驱动力在于：1）公司是大股东蜀道集团的“利润中心”（2023 年占集团净利润的 131%），而蜀道集团持有公司约 80% 股份，公司高分红后利润可以大比例回笼蜀道集团再投资，构建“投资-利润-分红-再投资”闭环，同时还可倒逼四川路桥重视回款。2）四川政府去年 10 月份印发《关于推动资本市场高质量发展的实施方案》，强调“将上市公司市值管理情况纳入企业内外考核评价体系，加大对分红优质公司的激励力度”，市值考核要求下，公司高分红具进一步动力。

四川基建投资有望持续景气，公司高股息特征具备持续性。四川规划到 2035 年高速公路网达 2 万公里，截至 2024 年 9 月刚突破 1 万公里，未来 10 年省内高速公路有翻倍建设空间。蜀道集团建成四川 73% 高速公路，后续有望持续获省内基建投资主要份额，并通过投建一体化模式为四川路桥持续提供高质量订单（在该模式下四川路桥仅需少量参股即可直接承接大型项目全部施工任务），驱动公司盈利中长期稳步增长。当前公司股息率（ttm）7.9%，后续分红率稳中有升+业绩持续性较强，驱动公司高股息特征有望展现中长期持续性，当前已具备明显投资吸引力。

投资建议：预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 79/84/89 亿元，同比变化-12.2%/+6.6%/+6.1%，当前股价对应 PE 分别为 7.7/7.2/6.8 倍。假设 2024-2026 年公司分红率分别为 50%/60%/60%，测算对应股息率分别为 6.5%/8.3%/8.8%。若 2025 年股息率切换至 2024 年水平，则对应公司理论市值 780 亿元，较当前（2025/2/21）有 28% 空间，维持“买入”评级。

风险提示：分红率不及预期风险，大股东支持力度不及预期风险，关联交易受限风险，项目承接和施工进度不及预期风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	135,151	115,042	104,623	110,256	116,083
增长率 yoy（%）	31.8	-14.9	-9.1	5.4	5.3
归母净利润（百万元）	11,212	9,004	7,906	8,431	8,948
增长率 yoy（%）	67.3	-19.7	-12.2	6.6	6.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.29	1.03	0.91	0.97	1.03
净资产收益率（%）	26.8	20.0	16.0	15.7	15.4
P/E（倍）	5.4	6.8	7.7	7.2	6.8
P/B（倍）	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 02 月 21 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
02 月 21 日收盘价（元）	7.00
总市值（百万元）	60,985.85
总股本（百万股）	8,712.26
其中自由流通股（%）	76.94
30 日日均成交量（百万股）	22.78

股价走势



作者

分析师	何亚轩
执业证书编号：	S0680518030004
邮箱：	heyaxuan@gszq.com
分析师	廖文强
执业证书编号：	S0680519070003
邮箱：	liaowenqiang@gszq.com
分析师	程龙戈
执业证书编号：	S0680518010003
邮箱：	chenglongge@gszq.com

相关研究

- 《四川路桥（600039.SH）：拟将两大新板块转入集团培育，聚焦主业轻装上阵》 2024-12-05
- 《四川路桥（600039.SH）：投建一体模式持续发力，中长期高股息潜质凸显》 2024-07-19
- 《四川路桥（600039.SH）：23H1 经营性业绩快速增长，Q2 现金流明显改善》 2023-08-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	131258	146088	141376	145952	154436
现金	31440	21721	18136	13540	12745
应收票据及应收账款	17237	20960	24577	27122	29640
其他应收款	3417	3893	3583	3636	3719
预付账款	2609	2193	2013	2109	2212
存货	4929	5386	4970	4879	4775
其他流动资产	71626	91936	88097	94667	101344
非流动资产	77070	94826	106262	113373	118820
长期投资	3154	5501	6501	7501	8501
固定资产	3710	13370	16141	17698	18990
无形资产	32201	33636	34711	35685	36559
其他非流动资产	38005	42319	48909	52489	54770
资产总计	208328	240915	247639	259326	273256
流动负债	108481	124303	116674	116234	117762
短期借款	1869	3245	5645	7745	9745
应付票据及应付账款	64227	76932	65305	60871	58569
其他流动负债	42384	44126	45724	47618	49448
非流动负债	53848	65862	75932	83762	91592
长期借款	48950	60918	70918	78918	86918
其他非流动负债	4898	4944	5015	4845	4675
负债合计	162329	190165	192607	199997	209355
少数股东权益	4206	5624	5653	5684	5718
股本	6226	8716	8716	8716	8716
资本公积	8315	5558	5558	5558	5558
留存收益	26286	29857	33855	38120	42659
归属母公司股东权益	41793	45127	49379	53645	58184
负债和股东权益	208328	240915	247639	259326	273256

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13389	-2118	2273	3215	6306
净利润	11365	9037	7936	8462	8981
折旧摊销	1586	1903	3221	3479	3993
财务费用	2615	2806	2845	2921	3003
投资损失	-200	-193	-176	-185	-186
营运资金变动	-2605	-16585	-11805	-12262	-10555
其他经营现金流	627	913	253	800	1070
投资活动现金流	-7844	-10505	-13914	-10605	-9454
资本支出	-5328	-7744	-6753	-6230	-6080
长期投资	-2113	-2824	-6010	-4010	-3010
其他投资现金流	-403	63	-1151	-365	-364
筹资活动现金流	6644	2756	8061	2794	2353
短期借款	-21	1376	2400	2100	2000
长期借款	7223	11967	10000	8000	8000
普通股增加	399	2489	0	0	0
资本公积增加	1307	-2757	0	0	0
其他筹资现金流	-2264	-10319	-4339	-7306	-7647
现金净增加额	12194	-9886	-3585	-4596	-795

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	135151	115042	104623	110256	116083
营业成本	112103	94171	86402	90515	94934
营业税金及附加	516	349	314	331	348
营业费用	20	34	31	33	35
管理费用	1677	2121	2406	2315	2322
研发费用	4428	3996	3296	3528	3889
财务费用	2519	2710	2628	2740	2868
资产减值损失	-265	-350	-340	-350	-390
其他收益	185	95	86	91	96
公允价值变动收益	-7	-3	0	0	0
投资净收益	200	193	176	185	186
资产处置收益	0	-4	732	0	0
营业利润	13615	11049	9701	10200	10779
营业外收入	101	81	90	120	170
营业外支出	59	162	160	50	50
利润总额	13657	10968	9631	10270	10899
所得税	2292	1931	1695	1807	1918
净利润	11365	9037	7936	8462	8981
少数股东损益	153	34	29	31	33
归属母公司净利润	11212	9004	7906	8431	8948
EBITDA	17789	15779	15479	16488	17760
EPS (元/股)	1.29	1.03	0.91	0.97	1.03

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	31.8	-14.9	-9.1	5.4	5.3
营业利润(%)	67.0	-18.8	-12.2	5.1	5.7
归属母公司净利润(%)	67.3	-19.7	-12.2	6.6	6.1
获利能力					
毛利率(%)	17.1	18.1	17.4	17.9	18.2
净利率(%)	8.3	7.8	7.6	7.6	7.7
ROE(%)	26.8	20.0	16.0	15.7	15.4
ROIC(%)	13.1	9.0	6.9	6.7	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	77.9	78.9	77.8	77.1	76.6
净负债比率(%)	55.7	107.3	131.7	146.6	152.8
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	7.7	6.2	4.6	4.3	4.1
应付账款周转率	2.1	1.3	1.2	1.4	1.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.29	1.03	0.91	0.97	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	-0.24	0.26	0.37	0.72
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.18	5.67	6.16	6.68
估值比率					
P/E	5.4	6.8	7.7	7.2	6.8
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.3	7.6	8.6	9.0	8.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年02月21日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com