

四川路桥（600039）

证券研究报告
2025年02月23日

规划现金分红比例不低于60%，关注中长期高股息投资价值

事件：现金分红比例继续提升，高股息投资价值凸显

公司发布最新一期股东回报规划，预计25-27年现金分红比例不低于当年归母净利润的60%，较22-24年的不低于50%而言进一步增加，我们认为一方面反映出蜀道及四川路桥新管理层到任后，蜀道集团对四川路桥支持力度进一步加大；另一方面也说明蜀道集团和四川路桥所形成的高持股比例、高现金分红比例的发展模式并未改变。此前公司公告由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，意味着新业务板块的投资任务更多由蜀道来承担，出表后进一步减轻了四川路桥的资金压力，保障四川路桥的分红能力。考虑到亏损资产出表后的减亏效应，我们预计24-26年归母净利润为78.0、85.5、92.3亿元（前值为75.3、82.8、91.4亿元），若按照24年50%、25-26年60%分红比例计算，截至2月21日收盘股价对应24-26年股息率分别为6.4%、8.4%、9.1%，维持“买入”评级。

高分红背后的底层逻辑：蜀道集团和四川路桥的充分协同

近年来蜀道集团通过不断增持四川路桥的股份，已经和四川路桥形成了一套独特的良性发展模式：

- 1) 投建一体：**蜀道联合四川路桥通过投建一体模式参与基建项目社会投资人招标，增强四川路桥盈利能力，扩大四川路桥订单规模及市占率；
- 2) 高股比、高分红：**蜀道提高对四川路桥的持股比例（24年10月18日增持计划完成后，蜀道及其一致行动人持股比例达79.56%）并提高四川路桥现金分红比例，在回报股东的同时提高蜀道的现金流支出弹性。对蜀道来说，四川路桥仍是蜀道体系内收入和利润贡献的核心（23年利润贡献占比超60%），在支撑蜀道规模扩张方面所发挥的作用不可替代；对四川路桥来说，四川省基建投资需求仍存，蜀道作为省内交通投资的主体（蜀道投资规模占全省交通投资近一半，高速公路投资占比超80%），也有望持续给四川路桥的增长提供原生动力。

四川基建投资仍有空间，中长期业绩有支撑

2025年四川省交通厅计划力争完成交通投资2800亿，较24年2600亿增长7.7%，若从我们梳理的2035年规划来看，四川省为完成2035年交通目标，到2035年以前每年仍需建成850、544、311公里高速公路、铁路、高铁，较2018-2023年均里程增量分别增加315、240、83公里/年，意味着未来四川省高速公路、铁路投资要比18-23年平均强度高59%、79%，这奠定了四川省交通投资未来增长的基础，也给公司业绩增长提供了支撑。此外，24年5月公司整合体系内6家子公司成立蜀道养护集团，拓宽工程业务产业链，至23年底6家单位养护产值24.44亿元。预计到“十四五”末，蜀道养护集团将力争实现营收突破60亿元、利润超6亿元。

风险提示：基础设施投资景气度不及预期，新业务板块发展不及预期，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	105,852.99	114,389.91	123,039.94
增长率(%)	58.91	(14.88)	(7.99)	8.06	7.56
EBITDA(百万元)	22,440.33	20,288.96	15,852.91	17,085.64	18,378.56
归属母公司净利润(百万元)	11,212.91	9,003.85	7,803.35	8,551.89	9,227.21
增长率(%)	100.87	(19.70)	(13.33)	9.59	7.90
EPS(元/股)	1.29	1.03	0.90	0.98	1.06
市盈率(P/E)	5.44	6.77	7.82	7.13	6.61
市净率(P/B)	1.46	1.35	1.25	1.14	1.05
市销率(P/S)	0.45	0.53	0.58	0.53	0.50
EV/EBITDA	2.74	4.14	4.94	4.79	4.29

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)	6,703.64
A股总市值(百万元)	60,985.85
流通A股市值(百万元)	46,925.48
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-公司点评:新业务板块股权调整，亏损资产出表有望轻装上阵》
2024-12-05
- 《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

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	26,463.25	26,309.68	28,299.19
应收票据及应收账款	17,236.96	20,960.45	17,264.24	20,865.73	20,147.58
预付账款	2,608.50	2,192.56	2,139.75	2,544.58	2,497.10
存货	4,928.69	5,386.18	4,241.17	6,168.46	5,035.29
其他	16,918.01	21,257.60	72,814.17	112,174.48	84,879.44
流动资产合计	73,132.22	71,517.69	122,922.58	168,062.93	140,858.60
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
非流动资产合计	77,041.18	94,826.44	93,634.78	94,251.30	94,222.29
资产总计	208,298.74	240,914.76	216,557.36	262,314.22	235,080.89
短期借款	1,869.43	3,245.10	12,738.87	18,259.33	18,314.45
应付票据及应付账款	64,227.31	76,932.05	50,630.34	79,489.99	54,954.92
其他	32,074.76	38,984.63	38,362.04	48,334.38	41,763.94
流动负债合计	98,171.49	119,161.79	101,731.25	146,083.70	115,033.31
长期借款	48,950.30	60,917.77	55,255.77	52,255.88	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
非流动负债合计	53,817.13	65,861.66	60,161.13	57,180.51	56,316.00
负债合计	162,297.65	190,164.65	161,892.38	203,264.21	171,349.31
少数股东权益	4,206.89	5,623.55	5,682.96	5,748.08	5,818.34
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	5,596.18	5,596.18	5,596.18
留存收益	26,287.75	29,857.24	33,758.92	38,034.86	42,648.47
其他	965.52	995.71	914.65	958.63	956.33
股东权益合计	46,001.09	50,750.11	54,664.98	59,050.01	63,731.58
负债和股东权益总计	208,298.74	240,914.76	216,557.36	262,314.22	235,080.89

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	11,365.83	9,037.38	7,803.35	8,551.89	9,227.21
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	2,617.17	2,658.02	2,581.02
投资损失	(199.73)	(193.32)	(210.00)	(240.00)	(260.00)
营运资金变动	17,483.59	(24,469.56)	(476.44)	(7,732.60)	(1,126.93)
其它	(19,461.52)	8,797.74	119.95	131.33	139.92
经营活动现金流	13,388.76	(2,118.01)	11,835.07	5,504.28	12,829.69
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)	(4,323.18)	(5,511.73)	(4,894.04)
投资活动现金流	(7,843.72)	(10,504.83)	(1,430.73)	(2,657.96)	(2,055.92)
债权融资	2,603.63	16,372.15	(1,654.68)	1,297.20	(4,098.10)
股权融资	(2,007.31)	(4,741.65)	(4,007.32)	(4,297.09)	(4,686.16)
其他	6,047.97	(8,874.09)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	6,644.29	2,756.41	(5,662.00)	(2,999.89)	(8,784.26)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12,189.32	(9,866.44)	4,742.35	(153.57)	1,989.51

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
营业收入	135,151.16	115,041.51	105,852.99	114,389.91	123,039.94
营业成本	112,102.62	94,170.56	86,646.15	93,686.64	100,833.69
营业税金及附加	516.13	349.32	321.41	347.34	373.60
销售费用	19.79	33.50	41.41	44.75	48.13
管理费用	1,676.69	2,121.17	1,926.52	2,059.02	2,190.11
研发费用	4,427.56	3,995.90	3,676.74	3,973.26	4,273.72
财务费用	2,519.33	2,709.54	2,617.17	2,658.02	2,581.02
资产/信用减值损失	(651.65)	(893.75)	(1,125.00)	(1,225.00)	(1,530.00)
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	210.00	240.00	260.00
其他	732.75	1,315.57	0.00	0.00	0.00
营业利润	13,615.36	11,049.03	9,709.70	10,636.98	11,469.07
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
利润总额	13,657.08	10,968.14	9,614.70	10,536.98	11,369.07
所得税	2,291.24	1,930.76	1,692.51	1,854.87	2,001.34
净利润	11,365.83	9,037.38	7,922.19	8,682.12	9,367.73
少数股东损益	152.93	33.53	118.83	130.23	140.52
归属于母公司净利润	11,212.91	9,003.85	7,803.35	8,551.89	9,227.21
每股收益(元)	1.29	1.03	0.90	0.98	1.06

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	58.91%	-14.88%	-7.99%	8.06%	7.56%
营业利润	100.79%	-18.85%	-12.12%	9.55%	7.82%
归属于母公司净利润	100.87%	-19.70%	-13.33%	9.59%	7.90%
获利能力					
毛利率	17.05%	18.14%	18.14%	18.10%	18.05%
净利率	8.30%	7.83%	7.37%	7.48%	7.50%
ROE	26.83%	19.95%	15.93%	16.04%	15.93%
ROIC	33.47%	33.41%	15.90%	16.51%	15.59%
偿债能力					
资产负债率	77.92%	78.93%	74.76%	77.49%	72.89%
净负债率	55.32%	106.89%	92.32%	92.43%	80.13%
流动比率	1.21	1.18	1.21	1.15	1.22
速动比率	1.16	1.13	1.17	1.11	1.18
营运能力					
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	21.99	21.98	21.96
总资产周转率	0.78	0.51	0.46	0.48	0.49
每股指标(元)					
每股收益	1.29	1.03	0.90	0.98	1.06
每股经营现金流	1.54	-0.24	1.36	0.63	1.47
每股净资产	4.80	5.18	5.62	6.12	6.65
估值比率					
市盈率	5.44	6.77	7.82	7.13	6.61
市净率	1.46	1.35	1.25	1.14	1.05
EV/EBITDA	2.74	4.14	4.94	4.79	4.29
EV/EBIT	2.88	4.44	5.65	5.48	4.90

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