

2025年02月24日

## 四川路桥(600039.SH)

投资评级: 买入(维持)

——分红率提高, 股息率具备吸引力

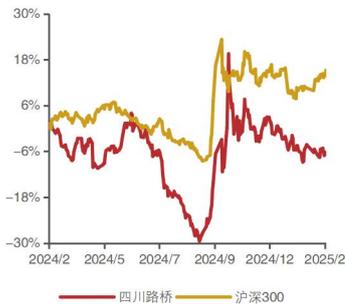
## 证券分析师

王彬鹏  
SAC: S1350524090001  
wangbinpeng@huayuanstock.com  
戴铭余  
SAC: S1350524060003  
daimingyu@huayuanstock.com  
郇悦轩  
SAC: S1350524080001  
liyexuan@huayuanstock.com

## 联系人

唐志玮  
tangzhiwei@huayuanstock.com  
林高凡  
lingaofan@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 基本数据 2025年02月21日

收盘价(元)	7.00
一年内最高/最低(元)	9.12/5.19
总市值(百万元)	60,985.85
流通市值(百万元)	46,925.48
总股本(百万股)	8,712.26
资产负债率(%)	79.55
每股净资产(元/股)	5.22

资料来源: 聚源数据

## 投资要点:

- 事件:** 公司发布《未来三年(2025年度-2027年度)股东回报规划》, 明确在遵守法律法规和公司章程的前提下, 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的净利润的60%。此外, 若公司经营状况、成长性良好, 且董事会认为每股收益、股票价格、每股净资产与股本规模不匹配时, 公司在满足现金分红比例要求的基础上, 可同时采取发放股票股利的方式分配利润。
- 四川路桥持续提升股东回报, 高分红提升投资吸引力。** 在《未来三年(2025年度-2027年度)股东回报规划》中, 公司承诺分红比例不低于当年归母净利润的60%, 较2023年提出的2022-2024年规划中的50%提高10个百分点。回顾2019-2023年, 公司分红比例依次为15.2%、39.5%、40.5%、50.5%和50.0%, 呈现明显的阶梯式上升趋势。假设2024-2026年公司分红率分别为50%、60%、60%, 结合我们对归母净利润的预测, 对应股息率将分别达到6.6%、8.5%和9.4%, 高股息特征突出, 投资吸引力增强。
- 四川省基建景气度持续向好, 大股东持续助力发展。** 2025年, 四川省计划进一步提升交通建设投入, 力争公路水路交通投资突破2800亿元, 新开工高速公路超过1000公里, 建成900公里以上。截至2025年1月23日, 四川省高速公路通车里程达10310公里, 按照规划, 到2035年这一数字将提升至2万公里, 未来10年高速公路建设空间接近翻倍。蜀道集团作为四川路桥的大股东, 截至2024年9月, 已建成通车高速公路超7390公里, 约占全省74%, 预计未来将持续获得省内基建投资的主要份额。依托蜀道集团的强力支持, 四川路桥有望保持稳健增长, 并持续提升分红水平。
- 市值管理政策驱动下, 分红策略有望持续优化。** 2024年初以来, 国务院国资委和证监会多次发文并召开会议, 强调央企需加强市值管理, 并推动建立考核体系。2024年10月24日, 四川省发布《关于推动资本市场高质量发展的实施方案》, 要求“将上市公司市值管理情况纳入企业内外部考核评价体系, 加大对分红优质公司的激励力度”。四川路桥作为地方国企, 受益于政策导向, 有望持续优化分红策略, 提高股东回报水平。
- 盈利预测与评级:** 公司聚焦主业, 受益于基建高景气度和大股东支持, 业绩有望稳步增长; 分红比例持续提升, 高股息特征突出, 投资价值凸显。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为80.18/86.37/95.38亿元, 当前股价对应的PE分别为8/7/6倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 基建投资增速不及预期, 分红不及预期, 大股东支持力度不及预期。**

## 盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	135,151	115,042	104,590	112,360	122,705
同比增长率(%)	58.91%	-14.88%	-9.08%	7.43%	9.21%
归母净利润(百万元)	11,213	9,004	8,018	8,637	9,538
同比增长率(%)	100.87%	-19.70%	-10.94%	7.71%	10.44%
每股收益(元/股)	1.29	1.03	0.92	0.99	1.09
ROE(%)	26.83%	19.95%	16.32%	16.16%	16.39%
市盈率(P/E)	5.44	6.77	7.61	7.06	6.39

资料来源: 公司公告, 华源证券研究所预测

**附录：财务预测摘要**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	21,721	31,377	33,708	36,811
应收票据及账款	95,709	71,472	73,110	86,979
预付账款	2,193	1,840	2,096	2,262
其他应收款	3,893	3,229	3,678	3,986
存货	5,386	4,208	5,095	5,396
其他流动资产	17,187	11,296	13,886	14,123
<b>流动资产总计</b>	<b>146,088</b>	<b>123,422</b>	<b>131,574</b>	<b>149,557</b>
长期股权投资	5,501	5,915	6,449	6,955
固定资产	13,619	15,284	17,633	20,641
在建工程	4,685	4,765	3,987	2,425
无形资产	33,636	33,661	34,449	35,986
长期待摊费用	837	289	451	612
其他非流动资产	36,547	34,859	37,329	37,521
<b>非流动资产合计</b>	<b>94,826</b>	<b>94,773</b>	<b>100,298</b>	<b>104,141</b>
<b>资产总计</b>	<b>240,915</b>	<b>218,196</b>	<b>231,872</b>	<b>253,698</b>
短期借款	3,245	2,771	1,375	4,417
应付票据及账款	76,932	59,045	66,052	76,953
其他流动负债	44,126	33,790	38,001	42,573
<b>流动负债合计</b>	<b>124,303</b>	<b>95,606</b>	<b>105,429</b>	<b>123,942</b>
长期借款	62,899	65,381	64,512	62,755
其他非流动负债	2,962	2,351	2,667	2,860
<b>非流动负债合计</b>	<b>65,862</b>	<b>67,733</b>	<b>67,180</b>	<b>65,615</b>
<b>负债合计</b>	<b>190,165</b>	<b>163,339</b>	<b>172,609</b>	<b>189,557</b>
股本	8,716	8,712	8,712	8,712
资本公积	5,558	5,561	5,561	5,561
留存收益	30,853	34,860	39,161	43,922
归属母公司权益	45,127	49,133	53,435	58,196
少数股东权益	5,624	5,723	5,828	5,945
<b>股东权益合计</b>	<b>50,750</b>	<b>54,857</b>	<b>59,263</b>	<b>64,141</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>240,915</b>	<b>218,196</b>	<b>231,872</b>	<b>253,698</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	9,037	7,884	8,492	9,441
折旧与摊销	1,903	3,083	2,509	2,686
财务费用	2,710	3,149	3,126	3,089
投资损失	-193	-155	-183	-177
营运资金变动	-18,332	4,103	5,396	592
其他经营现金流	2,757	7,153	-1,414	-878
<b>经营性现金净流量</b>	<b>-2,118</b>	<b>25,217</b>	<b>17,926</b>	<b>14,753</b>
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-10,505</b>	<b>-10,401</b>	<b>-5,875</b>	<b>-5,066</b>
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>2,756</b>	<b>-5,160</b>	<b>-9,720</b>	<b>-6,584</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-9,886</b>	<b>9,656</b>	<b>2,331</b>	<b>3,103</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>115,042</b>	<b>104,590</b>	<b>112,360</b>	<b>122,705</b>
<b>营业成本</b>	<b>94,171</b>	<b>85,666</b>	<b>91,684</b>	<b>99,990</b>
税金及附加	349	329	543	720
销售费用	34	26	27	28
管理费用	2,121	1,813	1,928	2,103
研发费用	3,996	3,503	3,748	4,081
财务费用	2,710	3,149	3,126	3,089
资产减值损失	-350	-225	-400	-455
信用减值损失	-544	-372	-554	-660
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	193	155	183	177
公允价值变动损益	-3	1	1	-1
资产处置收益	-4	-1	-2	-2
其他收益	95	119	133	115
<b>营业利润</b>	<b>11,049</b>	<b>9,781</b>	<b>10,664</b>	<b>11,867</b>
营业外收入	81	96	92	90
营业外支出	162	87	102	117
其他非经营损益	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>10,968</b>	<b>9,790</b>	<b>10,654</b>	<b>11,840</b>
所得税	1,931	1,672	1,913	2,185
<b>净利润</b>	<b>9,037</b>	<b>8,118</b>	<b>8,742</b>	<b>9,655</b>
少数股东损益	34	100	105	117
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>9,004</b>	<b>8,018</b>	<b>8,637</b>	<b>9,538</b>
EPS(元)	1.03	0.92	0.99	1.09

**主要财务比率**

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营收增长率	-14.88%	-9.08%	7.43%	9.21%
营业利润增长率	-18.85%	-11.48%	9.04%	11.28%
归母净利润增长率	-19.70%	-10.94%	7.71%	10.44%
经营现金流增长率	-115.82%	1,290.60%	-28.91%	-17.70%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	18.14%	18.09%	18.40%	18.51%
净利率	7.86%	7.76%	7.78%	7.87%
ROE	19.95%	16.32%	16.16%	16.39%
ROA	3.74%	3.67%	3.72%	3.76%
<b>估值倍数</b>				
P/E	6.77	7.61	7.06	6.39
P/S	0.53	0.58	0.54	0.50
P/B	1.35	1.24	1.14	1.05
股息率	7.39%	6.58%	7.11%	7.83%
EV/EBITDA	8	8	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。