

四川路桥（600039.SH）

深度解析地方国企市值管理、国资保值增值典范

四川路桥股价自 20 年 2 月最低点涨至 23 年 4 月最高点最大涨幅 478%，为近年来地方国企市值管理、国有资产保值增值的典范，我们总结公司股价驱动力主要来自以下三方面：

行情动力一：控股股东持续增持。蜀道集团系我国西部交通基础设施投资建设营运龙头，综合实力居全国交通行业“第一方阵”。四川路桥是蜀道集团控股核心资产，是其 A 股核心上市平台，也是集团“利润中心”（2023 年占集团净利润的 131%）。自 20Q1 开始，集团通过二级市场+定增方式连续增持四川路桥股份，从 43%提升至 24Q3 的 79.5%。

行情动力二：蜀道集团通过投建一体驱动四川路桥业绩放量。在该模式下四川路桥：1）仅需少量参股项目公司即可直接承接大型项目全部施工订单，可大幅减少资本开支压力；2）无需市场化招投标，项目利润率较高（23 年省内/省外业务毛利率分别为 20.3%/6.8%，其中省内业务主要为集团投建一体项目）；3）集团重点支持四川路桥项目回款。蜀道集团占据四川省内高速公路主要投资份额（累计建成省内高速公路 7400 公里，占省内 73%；在建超 2500 公里，占全省 81%），为四川路桥当前核心业务主方，持续为四川路桥提供投建一体订单，驱动其营收、利润、盈利能力持续扩张。四川路桥 22 年订单/收入/归母净利润分别是 19 年的 2.6/2.6/6.6 倍；22 年毛利率/净利率分别较 19 年提升 6.1/5.2pct；23 年净利率 7.9%，显著高于基建类央企。展望后续，四川规划到 2035 年高速公路达 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，后续四川路桥获取集团高质量投建一体订单仍有广阔空间。

行情动力三：高分红、高股息强化投资吸引力。四川路桥 19-23 年现金分红率分别为 15.2%/39.5%/40.5%/50.5%/50.0%，根据公司后续规划，24-27 年最低现金分红率分别为 50%/60%/60%/60%，呈阶梯提升趋势，预计后续仍有提升空间。高分红驱动公司具备显著高股息投资吸引力。同时，通过大股东高比例持股+高分红，四川路桥的资金可回流蜀道集团，构建集团“投资-利润-分红-再投资”闭环，还可驱动四川路桥持续重视回款。

未来动力：受益集团“高速公路+资源开发”新模式、及高速公路养护新业务。1）“高速公路+资源开发”新模式：随着高速公路网持续完善，新项目投资收益率降低，集团在省政府引导下有望持续推动“高速公路+资源开发”新模式，该模式将高速公路与矿产、新能源、旅游等资源项目联合开发，提升项目整体收益率，其中可将交通工程施工业务通过投建一体模式交由四川路桥承接，同时通过让四川路桥参股矿产新材料、新能源公司股权来分享资源开发项目未来的成长红利。2）高速公路养护新业务：24 年 5 月蜀道集团通过整合旗下 6 家高速公路养护子公司成立蜀道养护集团，交由四川路桥全资持股，后续有望打造四川路桥新增长点。

投资建议：预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 74.4/78.8/82.8 亿元，同比-17.4%/+5.9%/+5.1%，当前股价对应 PE 分别为 8.6/8.1/7.7 倍。假设 2024-2026 年公司分红率分别为 50%/60%/60%，当前股价对应股息率分别为 5.8%/7.4%/7.8%，维持“买入”评级。

风险提示：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，假设和测算结果误差风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	135,151	115,042	99,069	103,987	109,049
增长率 yoy（%）	31.8	-14.9	-13.9	5.0	4.9
归母净利润（百万元）	11,212	9,004	7,440	7,877	8,282
增长率 yoy（%）	67.3	-19.7	-17.4	5.9	5.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.29	1.03	0.85	0.90	0.95
净资产收益率（%）	26.8	20.0	15.1	14.8	14.4
P/E（倍）	5.7	7.1	8.6	8.1	7.7
P/B（倍）	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

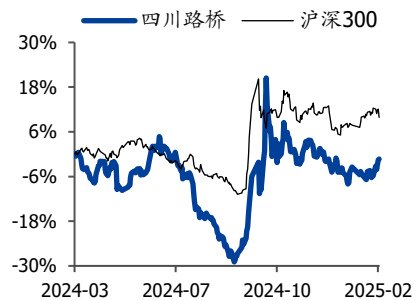
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 02 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	基础设施建设
前次评级	买入
02 月 28 日收盘价（元）	7.34
总市值（百万元）	63,948.02
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）	23.51

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）：最低现金分红率提升至 60%，高股息投资价值进一步凸显》 2025-02-21
- 《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

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	136772	140980	148972
现金	31440	21721	19028	14763	14002
应收票据及应收账款	17237	20960	23256	25604	28143
其他应收款	3417	3893	3390	3424	3485
预付账款	2609	2193	1909	1993	2084
存货	4929	5386	4710	4613	4496
其他流动资产	71626	91936	84479	90583	96761
非流动资产	77070	94826	106262	113383	118830
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	52499	54780
资产总计	208328	240915	243034	254364	267802
流动负债	108481	124303	112305	111786	113158
短期借款	1869	3245	5645	7745	9745
应付票据及应付账款	64227	76932	61934	57536	55189
其他流动负债	42384	44126	44725	46505	48224
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	188237	195549	204750
少数股东权益	4206	5624	5651	5681	5711
股本	6226	8716	8716	8716	8716
资本公积	8315	5558	5558	5558	5558
留存收益	26286	29857	33622	37610	41816
归属母公司股东权益	41793	45127	49146	53135	57341
负债和股东权益	208328	240915	243034	254364	267802

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	2870	3175	6034
净利润	11365	9037	7468	7906	8313
折旧摊销	1586	1903	3221	3479	3993
财务费用	2615	2806	2845	2921	3003
投资损失	-200	-193	-166	-175	-174
营运资金变动	-2605	-16585	-10678	-11572	-9876
其他经营现金流	627	913	182	616	775
投资活动现金流	-7844	-10505	-13852	-10511	-9480
资本支出	-5328	-7744	-6682	-6126	-6095
长期投资	-2113	-2824	-6010	-4010	-3010
其他投资现金流	-403	63	-1160	-375	-376
筹资活动现金流	6644	2756	8294	3071	2686
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	-4106	-7029	-7314
现金净增加额	12194	-9886	-2693	-4265	-760

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	135151	115042	99069	103987	109049
营业成本	112103	94171	81942	85555	89455
营业税金及附加	516	349	297	312	327
营业费用	20	34	30	31	33
管理费用	1677	2121	2130	2080	2126
研发费用	4428	3996	3121	3328	3653
财务费用	2519	2710	2628	2731	2855
资产减值损失	-265	-350	-340	-340	-390
其他收益	185	95	82	86	90
公允价值变动收益	-7	-3	0	0	0
投资净收益	200	193	166	175	174
资产处置收益	0	-4	693	104	65
营业利润	13615	11049	9023	9525	10048
营业外收入	101	81	90	120	90
营业外支出	59	162	50	50	50
利润总额	13657	10968	9063	9595	10088
所得税	2292	1931	1595	1689	1776
净利润	11365	9037	7468	7906	8313
少数股东损益	153	34	28	29	31
归属母公司净利润	11212	9004	7440	7877	8282
EBITDA	17789	15779	14911	15804	16937
EPS (元/股)	1.29	1.03	0.85	0.90	0.95

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	-13.9	5.0	4.9
营业利润(%)	67.0	-18.8	-18.3	5.6	5.5
归属母公司净利润(%)	67.3	-19.7	-17.4	5.9	5.1
获利能力					
毛利率(%)	17.1	18.1	17.3	17.7	18.0
净利率(%)	8.3	7.8	7.5	7.6	7.6
ROE(%)	26.8	20.0	15.1	14.8	14.4
ROIC(%)	13.1	9.0	6.6	6.4	6.1
偿债能力					
资产负债率(%)	77.9	78.9	77.5	76.9	76.5
净负债比率(%)	55.7	107.3	130.6	145.8	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	4.5	4.3	4.0
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	0.85	0.90	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	-0.24	0.33	0.36	0.69
每股净资产(最新摊薄)	4.80	5.18	5.64	6.10	6.58
估值比率					
P/E	5.7	7.1	8.6	8.1	7.7
P/B	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	5.3	7.6	9.1	9.5	9.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 02 月 28 日收盘价

内容目录

1. 行情复盘：大股东全方位协同驱动近 5 倍涨幅.....	4
2. 行情动力一：控股股东持续增持.....	5
3. 行情动力二：蜀道集团通过投建一体驱动四川路桥业绩放量.....	8
4. 行情动力三：高分红、高股息强化投资吸引力.....	11
5. 未来动力：受益集团“高速公路+资源开发”新模式，及高速公路养护新业务.....	12
6. 盈利预测、估值与投资建议.....	14
7. 风险提示.....	16

图表目录

图表 1: 公司 2020-2023 年行情复盘.....	4
图表 2: 蜀道集团股权结构.....	5
图表 3: 四川路桥在蜀道集团主要财务指标占比.....	6
图表 4: 蜀道集团旗下 4 家上市公司规模对比.....	6
图表 5: 公司控股股东持股比例走势.....	7
图表 6: 蜀道集团与四川路桥的投建一体化模式示意图.....	8
图表 7: 公司历年签单规模及增速.....	9
图表 8: 公司历年营收及增速.....	9
图表 9: 公司历年归母净利润及增速.....	9
图表 10: 公司历年毛利率与净利率.....	9
图表 11: 公司省内外毛利率对比.....	9
图表 12: 公司净利率与主要基建央企对比（2023 年）.....	9
图表 13: 四川历年公路投资额.....	10
图表 14: 四川历年高速公路总里程.....	10
图表 15: 四川省与全国公路建设投资增速对比.....	10
图表 16: 四川省公路建设投资占全国的比.....	10
图表 17: 四川路桥历年分红规模及分红率.....	11
图表 18: 四川路桥历年股息率.....	11
图表 19: 四川省主要矿产资源储量及全国占比.....	12
图表 20: 矿业集团和路桥矿业股权变化.....	13
图表 21: 清洁能源集团股权变化.....	13
图表 22: 公司预测至 2025 年高速公路里程及养护投入资金（累计值）.....	13
图表 23: 公司收入拆分预测.....	14
图表 24: 公司毛利率拆分预测.....	14
图表 25: 公司期间费用率拆分预测.....	15
图表 26: 可比公司估值表.....	15

1. 行情复盘：大股东全方位协同驱动近 5 倍涨幅

四川路桥股价复盘：20Q1 开始，随着控股股东持续大比例增持四川路桥股份、投建一体模式驱动四川路桥业绩快速爆发、以及高分红高股息增加投资吸引力，四川路桥迎来一轮显著上涨行情。四川路桥股价自 20 年 2 月最低点涨至 23 年 4 月最高点最大涨幅 478%，为近年来地方国企市值管理、国有资产保值增值的典范。

图表1: 公司 2020-2023 年行情复盘



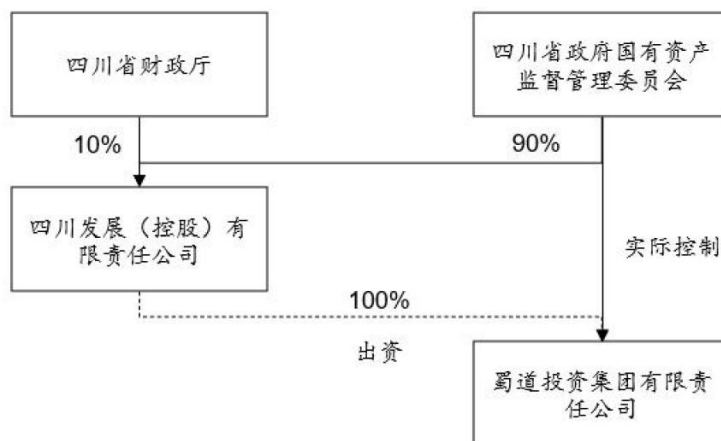
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行情动力一：控股股东持续增持

蜀道集团系西部交通基建投资龙头，主要财务指标均占四川省属国企半壁江山。蜀道集团系我国西部交通基础设施投资建设运营龙头，综合实力居全国交通行业“第一方阵”。蜀道集团 2023 年底总资产 1.34 万亿元，员工近 6 万人，旗下拥有四川路桥、四川成渝、蜀道装备、宏达股份 4 家上市公司，2023 年完成投资 1969 亿元，实现营收 2505 亿元，净利润 69 亿元，主要财务指标均占四川省属企业半壁江山，并已连续三年入围“世界 500 强”。

蜀道集团核心主业公路铁路投资建设运营。作为四川交通基建主力军和排头兵，累计投资建设省内高速公路总里程超 10000 公里，其中建成通车超 7400 公里、约占全省的 73%，在建超 2500 公里、约占全省的 81%；投资运营铁路里程超 6500 公里，其中建成通车超 4700 公里、约占全省的 71%，在建超 1600 公里、约占全省的 67%。2023 年蜀道集团公路铁路投资建设运营收入占比 61%（公路通行费 10%，铁路运输服务费 0.5%，工程施工 49%，设计咨询 2%），其余业务主要为交通物流、交通服务等多元化业务。

图表2：蜀道集团股权结构



资料来源：蜀道集团公告，国盛证券研究所

四川路桥系蜀道集团内最主要资产。四川路桥系蜀道集团体内交通工程施工平台，主要从事公路、铁路、桥梁等“大土木”基建领域的投资、设计、建设和运营。当前蜀道集团将四川路桥定位为集团内的“营收中心、利润中心、人才中心、技术中心、创新中心”。2023 年，四川路桥占蜀道集团总资产的 18%，总员工的约 30%，但却占据 46% 营收比例，104% 利润总额，131% 净利润。

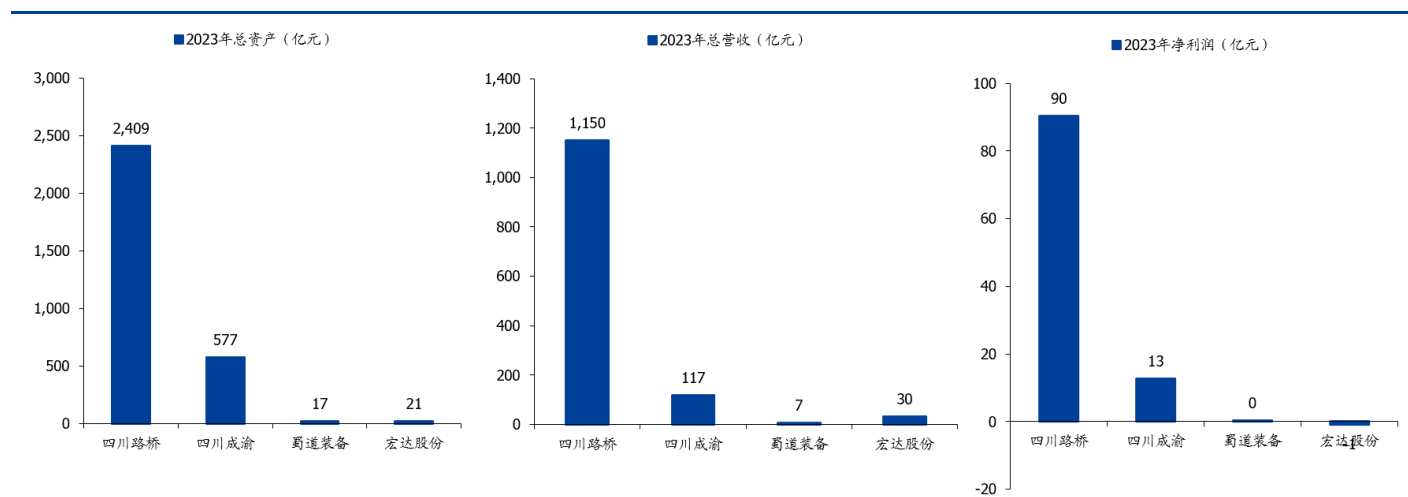
同时四川路桥也是蜀道集团 A 股核心上市主体。从蜀道集团旗下 4 个上市公司对比来看，四川成渝（主营高速公路运营）、蜀道装备（主营 LNG 装置、液体空分装置生产销售）、宏达股份（主营有色冶炼、磷化工）的总资产、营收、净利润、市值等指标都明显小于四川路桥，因此四川路桥亦是蜀道集团在 A 股中的核心上市主体。

图表3: 四川路桥在蜀道集团主要财务指标占比

项目	单位	四川路桥	蜀道集团	四川路桥占比
2023 年总资产	亿元	2,409	13,376	18%
2023 年总营收	亿元	1,150	2,505	46%
2023 年利润总额	亿元	110	105	104%
2023 年净利润	亿元	90	69	131%
2023 年员工总数	人	18,198	60000 (约)	30%

资料来源: Wind, 蜀道集团官网, 国盛证券研究所

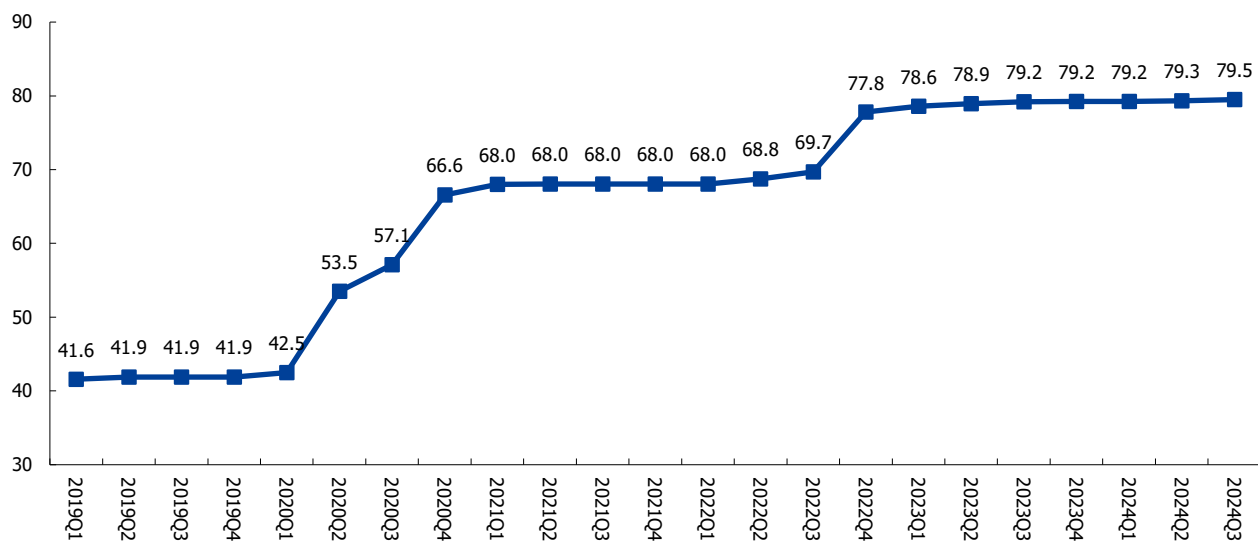
图表4: 蜀道集团旗下 4 家上市公司规模对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

20Q1 以来控股股东持续增持四川路桥股份，最新持股比例约 80%。四川路桥控股股东（即此前的四川铁投，和目前的蜀道集团）自 2020 年开始在二级市场上明显增持四川路桥股份，1 年之内持股比例快速从 43%提升至 68%。2021 年蜀道集团设立之后，2022Q4 开始继续增持四川路桥股份（二级市场增持+定增方式），截至 2024Q3，蜀道集团（含关联方）合计持有四川路桥 79.5%股份。

图表5: 公司控股股东持股比例走势

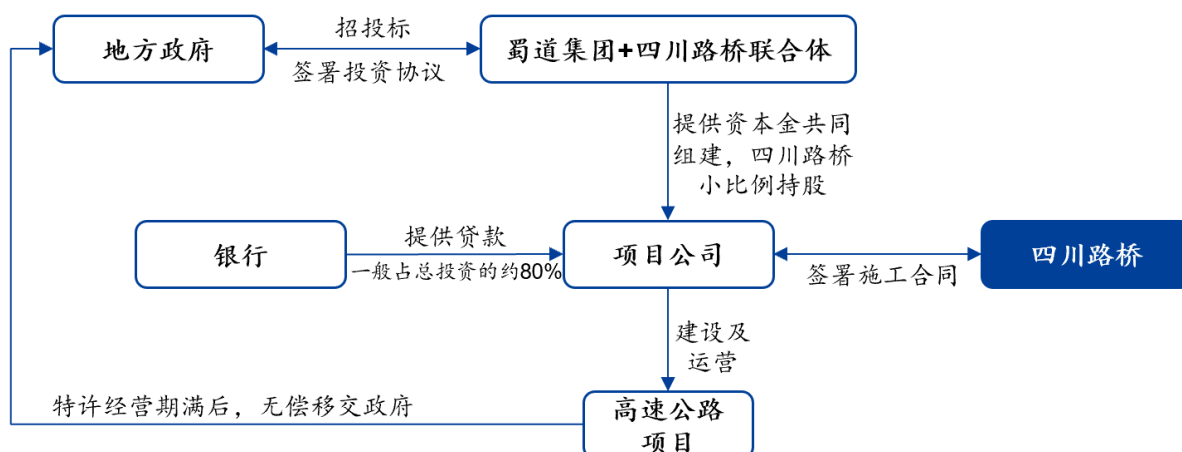


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3. 行情动力二：蜀道集团通过投建一体驱动四川路桥业绩放量

蜀道集团为四川路桥当前核心业主方。蜀道集团通过与四川路桥组成联合体参与政府方组织的公路工程项目社会投资人招标，中标后联合体与政府方签署投资协议，并组建项目公司。项目公司成立后，四川路桥与项目公司签署施工合同，按合同要求完成施工及管理任务。根据《招标投标法实施条例》，已通过招标方式选定的特许经营项目投资人依法能够自行建设、生产或者提供的，可以不进行招标，从而四川路桥依此获取投建一体工程施工业务。

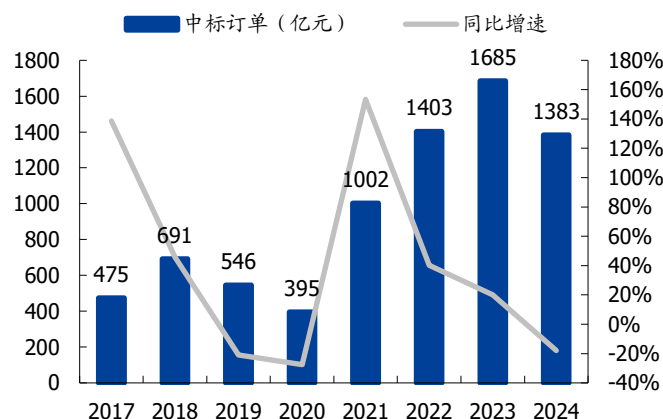
图表6: 蜀道集团与四川路桥的投建一体化模式示意图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理绘制

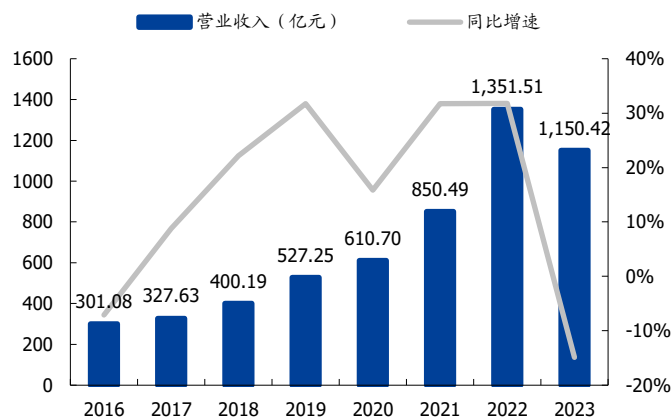
投建一体化模式下，四川路桥利润快速扩张、现金流改善。由于投建一体化项目不需要在市场竞争，项目利润率较高（23 年四川路桥省内/省外业务毛利率分别为 20.3%/6.8%，其中省内业务较大比例为投建一体项目），同时可以大幅减少四川路桥资本开支压力。近年来随着大股东持续为四川路桥提供投建一体化订单，四川路桥签单规模、营收规模、盈利规模以及盈利能力快速提升。四川路桥 22 年的订单/收入/归母净利润分别是 19 年的 2.6/2.6/6.6 倍；22 年毛利率/净利率分别较 19 年提升 6.1/5.2pct；23 年净利率 7.9%，显著高于基建类央企。

图表7: 公司历年签单规模及增速



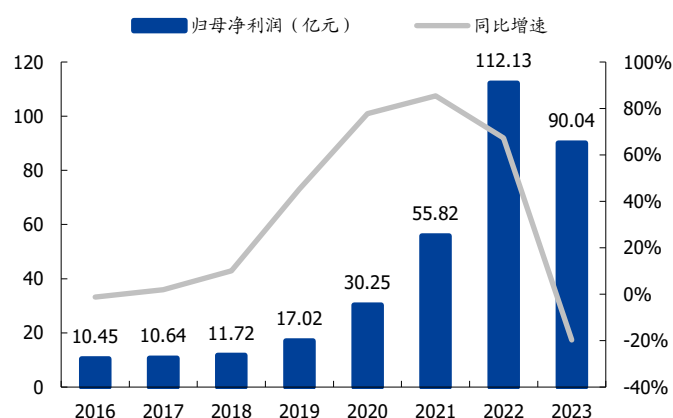
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司历年营收及增速



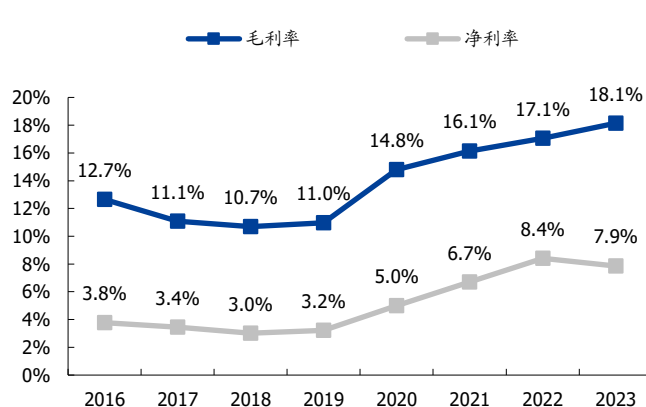
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司历年归母净利润及增速



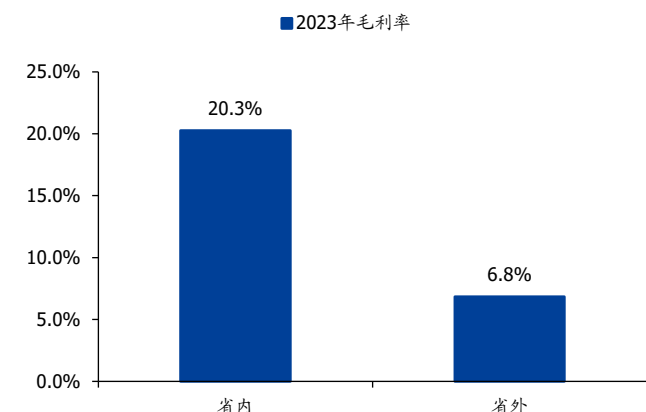
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 公司历年毛利率与净利率



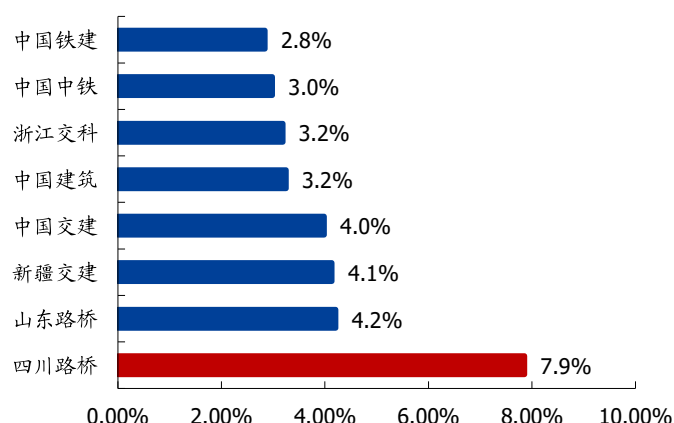
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 公司省内外毛利率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

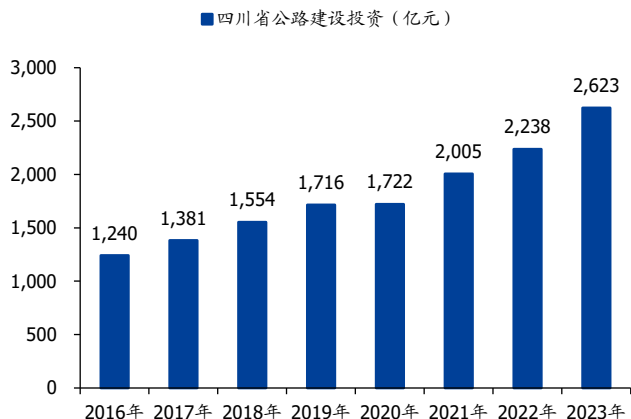
图表12: 公司净利率与主要基建央企对比 (2023 年)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

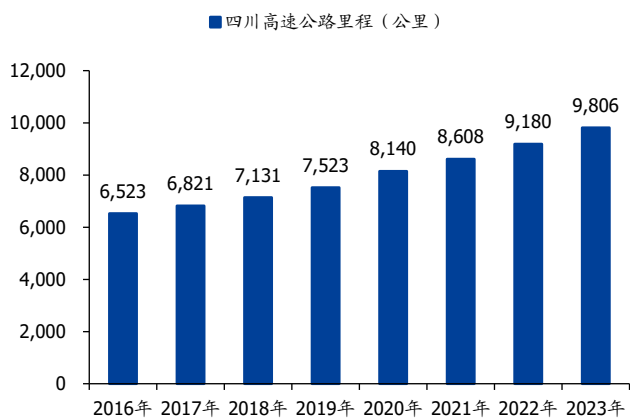
蜀道集团有望中长期持续为四川路桥提供投建一体项目。四川规划到 2035 年高速公路网达 2 万公里，截至 2024 年 9 月刚突破 1 万公里，未来 10 年省内高速公路有翻倍建设空间。蜀道集团是四川交通建设主体，有望持续分得省内基建投资主要份额，后续预计蜀道集团将持续通过投建一体化模式支持四川路桥获得充裕高质量订单，支撑四川路桥业绩长期不断成长。

图表13: 四川历年公路投资额



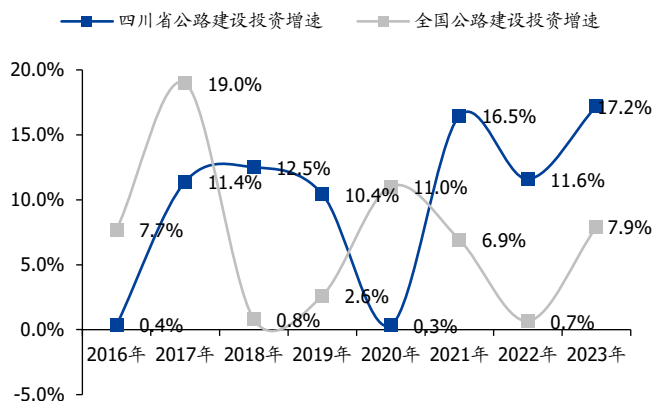
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 四川历年高速公路总里程



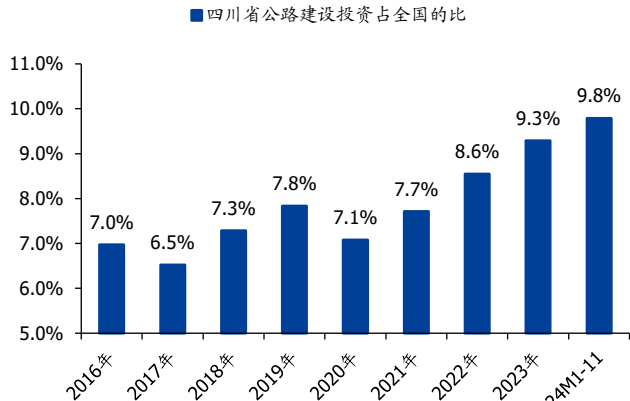
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表15: 四川省与全国公路建设投资增速对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表16: 四川省公路建设投资占全国的比



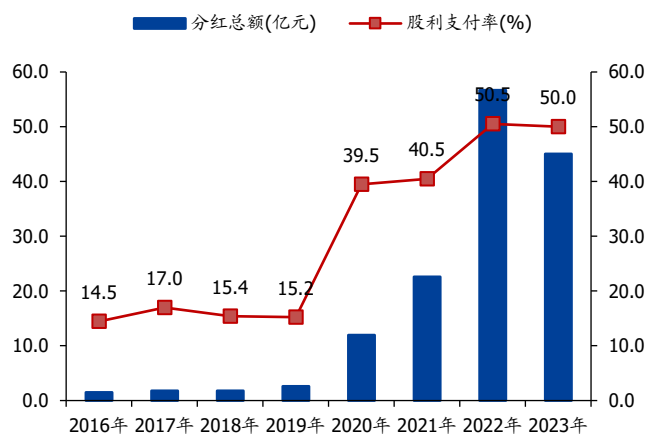
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4. 行情动力三：高分红、高股息强化投资吸引力

蜀道集团与四川路桥构建“投资—利润—分红—再投资”闭环。蜀道集团持有四川路桥约 80% 股份，四川路桥高分红后资金可以回到蜀道集团手中，使得蜀道集团回笼资金进行再投资，提高资金使用效率，形成良性循环，同时还可驱动四川路桥持续重视回款。

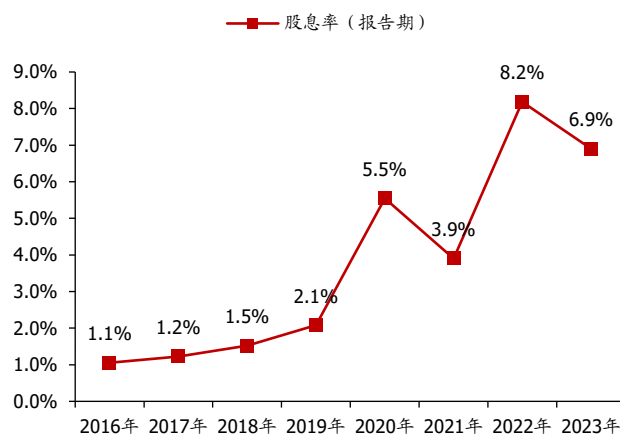
四川路桥已发文明确中长期高分红计划，四川路桥股息价值突出。根据四川路桥发布的《未来三年（2022 年度-2024 年度）股东回报规划》、《未来三年（2025 年度-2027 年度）股东回报规划》，2022-2024 年最低现金分红比例 50%，2025-2027 年最低现金分红比例提升至 60%，预计后续还有提升空间。2020 年以来，随着四川路桥业绩快速增长，以及分红率显著提升，四川路桥股息率持续攀升，2023 年股息率约 6.9%。我们预测四川路桥 2024-2026 年归母净利润分别为 74.4/78.8/82.8 亿元（详见后文），假设 2024-2026 年公司分红率分别为 50%/60%/60%，当前股价（2025/2/28）对应股息率分别为 5.8%/7.4%/7.8%。

图表17：四川路桥历年分红规模及分红率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表18：四川路桥历年股息率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

5. 未来动力：受益集团“高速公路+资源开发”新模式，及高速公路养护新业务

政府积极推动高速公路与资源打捆招商模式，促多方共赢。随着我国交通基础设施日趋完善，优质高速公路项目逐渐减少，新项目收益率趋于下降，高速公路投资可持续发展亟待新模式支撑。2022 年 7 月四川省政府发布《关于深化高速公路市场化改革的指导意见》，提出将高速公路项目与矿产、光伏、旅游等资源类项目打捆招商、一体实施新模式。该模式可实现多方共赢：1）政府端可减少财政压力，顺利完成交通基建项目建设与资源开发；2）居民端可实现高速路通车和利用当地资源创造就业岗位，实现脱贫致富；3）企业端可提升高速公路项目整体收益率。

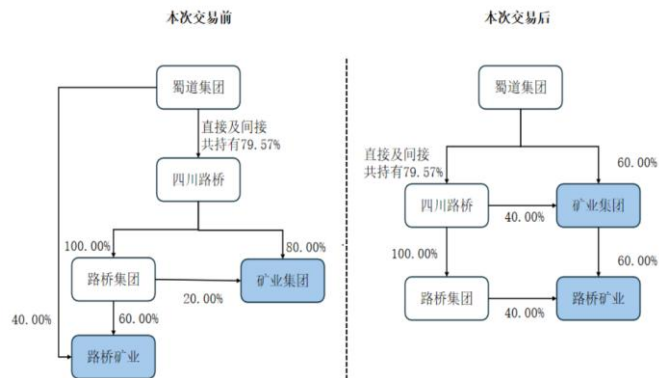
蜀道集团业务结构契合政府打捆招商模式，四川路桥有望受益相关工程需求增多及资源板块发展。四川省成矿条件优越、矿产资源丰富，光伏、水电等清洁能源资源也较为丰富，蜀道集团业务涵盖交通投资建设运营、矿产新材料、清洁能源等业务，契合省政府所推行的高速公路与资源打捆招商新模式，后续集团有望在该模式下持续推动相关项目承接。通过该模式，集团可将交通工程施工业务通过投建一体模式交由四川路桥承接，同时通过让四川路桥参股矿产新材料、新能源公司股权，分享资源开发项目未来的成长红利（24 年底蜀道集团优化股权架构，将矿产新材料、新能源公司控股权放入蜀道集团层面，四川路桥变为参股，降低对四川路桥的业绩拖累，并减少四川路桥的投资压力，且未来四川路桥还可获取参股收益）。

图表19：四川省主要矿产资源储量及全国占比

矿种	单位	四川查明资源储量（2017 年）	全国查明储量（2017 年）	四川占全国的比例
钛矿	TiO ₂ , 万吨	62290	81900	76%
天然气	亿立方米	29010	55221	53%
钒矿	V ₂ O ₅ , 万吨	1748	6428	27%
锂矿	Li ₂ O, 万吨	189	967	20%
芒硝	矿石, 亿吨	187	1171	16%
硫铁矿	矿石, 亿吨	10	61	16%
铂族金属	金属, 吨	51	365	14%
铁矿	矿石, 亿吨	96	849	11%
磷矿	矿石, 亿吨	28	253	11%
铅矿	铅, 万吨	373	8967	4%
锌矿	锌, 万吨	633	18494	3%
金矿	金, 吨	400	13196	3%
铜矿	铜, 万吨	259	10608	2%
银矿	银, 吨	5286	316000	2%
煤矿	亿吨	126	16667	1%

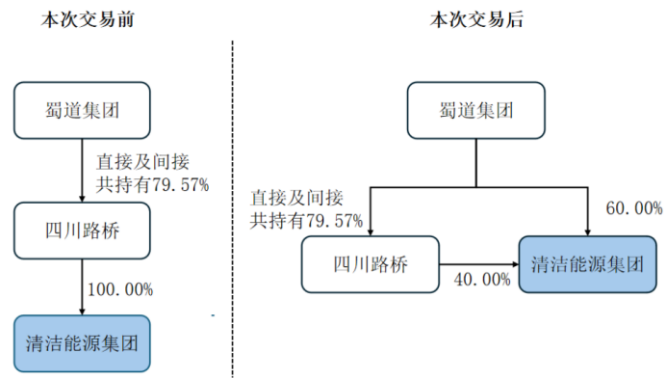
资料来源：四川省国土资源公报，中国矿产资源报告，国盛证券研究所

图表20: 矿业集团和路桥矿业股权变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表21: 清洁能源集团股权变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

蜀道集团积极培育四川路桥高速公路养护业务。2024 年 5 月, 蜀道集团成立蜀道养护集团, 内部由 6 家单位组成, 包括路桥集团养护分公司、高路绿化公司、交建集团交绿分公司、交建集团养护分公司、兴成锦智能交通科技公司、交建智晟新材料公司。截止 2023 年底, 6 家单位总资产规模达 63.26 亿元, 养护产值达 24.44 亿元。蜀道养护集团目前由四川路桥 100%持股, 后续蜀道养护集团有望以四川为基点, 持续扩张西南市场, 成为四川路桥新增长点。

图表22: 公司预测至 2025 年高速公路里程及养护投入资金 (累计值)

项目	单位	数值
全国高速公路总里程	万公里	19.0
四川省内在建和运营高速公路总里程	万公里	1.2
全国公路养护投入资金	亿元	13000
——高速公路养护投入	亿元	3500

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

6. 盈利预测、估值与投资建议

收入方面：2024 年公司受宏观经济及核心管理层短暂缺位的影响，预计核心主业收入同比有所下滑。同时 2024 年底公司将矿业新材料、新能源板块转入蜀道集团层面进行培育，因此 2024 年及之后相关业务不再贡献收入。因此我们预测公司 2024-2026 年工程施工收入分别同比-13%/+4%/+4%，贸易销售业务收入分别同增 0%/15%/13%，高速公路投资运营业务收入分别同增 10%/15%/13%。汇总预测公司 2024-2026 年收入分别为 991/1040/1090 亿元，同比变化-13.9%/+5.0%/+4.9%。

图表23：公司收入拆分预测

项目	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿元）	1,352	1,150	991	1,040	1,090
工程施工	1,141	1,039	904	940	978
矿业及新材料	39	17	0	0	0
清洁能源	2	5	0	0	0
贸易销售	141	52	52	60	68
高速公路投资运营	24	30	33	38	43
其他	2	2	2	2	2
同比增速	31.8%	-14.9%	-13.9%	5.0%	4.9%
工程施工	32.3%	-8.9%	-13.0%	4.0%	4.0%
矿业及新材料	183.7%	-56.8%	-100.0%	0.0%	0.0%
清洁能源	6.8%	130.5%	-100.0%	0.0%	0.0%
贸易销售	18.3%	-62.9%	0.0%	15.0%	13.0%
高速公路投资运营	4.1%	23.6%	10.0%	15.0%	13.0%
其他	-0.6%	-2.7%	0.0%	15.0%	15.0%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

毛利率方面：预测公司 2024-2026 年工程施工业务毛利率分别为 16.5%/16.9%/17.1%，2024 年受宏观经济影响毛利率有所承压，但随着公司投建一体项目持续落地实施，预计公司施工业务毛利率将持续呈上升趋势。预测公司 2024-2026 年贸易销售业务毛利率保持 0.5%，高速公路投资运营业务毛利率保持 66%，其他业务毛利率保持 5%。汇总预测公司 2024-2026 年毛利率分别为 17.3%/17.7%/18.0%。

图表24：公司毛利率拆分预测

项目	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
毛利率	17.1%	18.1%	17.3%	17.7%	18.0%
工程施工	18.5%	18.0%	16.5%	16.9%	17.1%
矿业及新材料	8.4%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
清洁能源	33.6%	37.7%	0.0%	0.0%	0.0%
贸易销售	0.6%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
高速公路投资运营	58.4%	66.3%	66.0%	66.0%	66.0%
其他	4.9%	14.8%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

费用率方面：预测公司 2024-2026 年销售费用率均与 2023 年持平，保持 0.03%；管理费用率 2024 年因收入有所下降，费用率相对刚性而费用率有所上升，后续有望平稳回落，预测三年分别为 2.15%/2.00%/1.95%；预测公司持续加大智能建造、信息化等领域研发投入，未来三年研发费用率分别为 3.15%/3.20%/3.35%；预测公司财务费用率随着宏观利率下行而下降，未来三年分别为 2.65%/2.63%/2.62%。汇总预测公司 2024-2026 年期间费用率分别为 7.98%/7.86%/7.95%。

图表25: 公司期间费用率拆分预测

项目	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.01%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
管理费用率	1.24%	1.84%	2.15%	2.00%	1.95%
研发费用率	3.28%	3.47%	3.15%	3.20%	3.35%
财务费用率	1.86%	2.36%	2.65%	2.63%	2.62%
期间费用率合计	6.40%	7.70%	7.98%	7.86%	7.95%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基于上述假设，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 74.4/78.8/82.8 亿元，同比变化-17.4%/+5.9%/+5.1%，当前股价对应 PE 分别为 8.6/8.1/7.7 倍。我们选取 A 股中 5 家基建国企作为可比公司，2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 7.8/7.1/6.6 倍，考虑到公司后续有望受益四川基建景气、大股东持续协同，同时具备显著高股息特征，投资性价比在同业可比公司中较高，我们维持“买入”评级。

图表26: 可比公司估值表

股票简称	股价（元）	EPS				PE				PB
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
安徽建工	4.50	0.91	0.94	1.01	1.09	5.0	4.8	4.4	4.1	0.74
上海建工	2.51	0.18	0.22	0.25	0.28	14.3	11.5	10.1	9.1	0.72
浙江交科	3.87	0.52	0.56	0.61	0.67	7.5	6.9	6.3	5.7	0.68
浦东建设	6.03	0.59	0.64	0.71	0.77	10.1	9.4	8.5	7.9	0.77
隧道股份	6.14	0.93	0.96	0.99	1.00	6.6	6.4	6.2	6.1	0.66
均值						8.7	7.8	7.1	6.6	0.71

资料来源: Wind, 国盛证券研究所，其中浙江交科盈利预测数据取自 Wind 一致预期，其余为国盛建筑团队预测，数据截至 2025/2/28

7. 风险提示

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，假设和测算结果误差风险等。

1) 大股东支持力度不及预期风险

如果未来四川省交通基建投资增长不达预期，或大股东蜀道集团对四川路桥支持力度不达预期，则公司的成长性可能受到影响。

2) 关联交易受限风险

未来公司订单预期有较大部分通过投建一体化模式来自大股东。如果因为监管或其他因素变化，限制关联交易的比例、数量等，可能会导致公司新签订单规模和盈利能力不达预期。

3) 项目承接和施工进度不及预期风险

如果公司受到土地指标、环评、或山洪灾害等因素影响，订单承接或者施工进度可能不及预期，则公司业绩释放将受到限制。

4) 假设和测算结果误差风险

报告内对未来预测的各个假设条件可能存在误差，对应市场前景、财务指标的未来测算结果也可能存在误差。

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