



四川路桥 (600039.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q1 基建订单同增 28%，持续看好四川

基建景气

事件简评

2025年4月7日，公司披露2025年第一季度主要经营数据，Q1中标项目金额达346.81亿元，同比增长18.87%。

经营分析

(1) 基建订单占比88%，同增28%，贡献主要增量。拆分来看，Q1基建业务中标金额304.56亿元，同比增长27.95%，占整体比例为87.82%；中标项目数量为35个，同比减少15个，对应单个基建项目金额为8.70亿元，去年同期为4.76亿，基建订单单个规模明显提升。Q1房建业务中标项目21个，中标金额42.20亿元，同比下降21.19%。其他业务（包括勘察设计、咨询、监理、招标代理等服务类项目）中标金额528万元，同比下降71.67%。

(2) 四川是新时代西部大开发的核心区域，持续看好四川基建景气。根据《2025年四川省重点项目名单》，全年预计完成基础设施重点项目280个、预计完成投资3483亿元。具体到公司擅长的高速公路领域，2025年四川将确保建成高速公路900公里，力争完成公路水路交通建设投资2800亿元以上，同比增长4.48%。根据《四川省高速公路网布局规划(2022—2035年)》，规划形成由20条成都放射线、13条纵线、13条横线以及4条环线、44条联络线组成的高速公路网，到2035年全省高速公路总规模约2万公里（含扩容复线600公里），截至2024年底全省高速公路通车里程突破1万公里大关，推测2025—2035年川内高速公路里程仍有翻倍空间，对应CAGR达6.5%。

(3) 控股股东持续赋能，分红比例上调至60%。2020年以来大股东持续增加持股占比，截至2024年10月，蜀道集团及其一致行动人持股比例达79.6%。公司现金分红比例持续提升，从2020—2022年的不低于归母净利的30%，提升至2022—2024年的不低于50%，2025年公司发布《未来三年股东回报规划》，将2025—2027年的现金分红比例进一步上调至不低于60%，据此预计2025年股息率达6.5%以上。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2024—2026年归母净利润分别为73.13、80.70和88.07亿元，现价对应动态PE分别为10x、9x、8x，维持“买入”评级。

风险提示

四川省基建投资增速不及预期；控股股东支持力度不及预期；地方政府化债进展不及预期；股份解禁、减持风险；关联交易风险等。

建筑建材组

分析师：李阳 (执业 S1130524120003)

liyanyang10@gjzq.com.cn

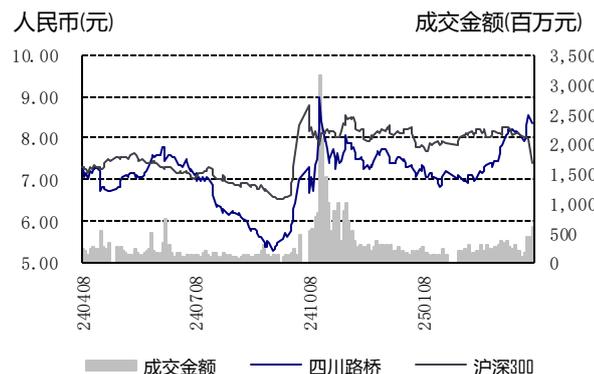
分析师：王龙 (执业 S1130525010002)

wanglong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.35 元

相关报告：

1. 《四川路桥公司深度研究：“基建川军”，开发大西部，蓬勃备出海》，2025.2.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	135,151	115,042	101,294	100,428	105,644
营业收入增长率	58.91%	-14.88%	-11.95%	-0.85%	5.19%
归母净利润(百万元)	11,213	9,004	7,313	8,070	8,807
归母净利润增长率	100.87%	-19.70%	-18.78%	10.36%	9.13%
摊薄每股收益(元)	1.801	1.033	0.839	0.926	1.011
每股经营性现金流净额	2.15	-0.24	-1.64	1.04	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	26.83%	19.95%	15.03%	15.09%	14.98%
P/E	6.17	7.25	9.95	9.01	8.26
P/B	1.66	1.45	1.50	1.36	1.24

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	85,049	135,151	115,042	101,294	100,428	105,644
增长率		58.9%	-14.9%	-12.0%	-0.9%	5.2%
主营业务成本	-71,318	-112,103	-94,171	-84,852	-82,930	-86,656
%销售收入	83.9%	82.9%	81.9%	83.8%	82.6%	82.0%
毛利	13,730	23,049	20,871	16,442	17,498	18,988
%销售收入	16.1%	17.1%	18.1%	16.2%	17.4%	18.0%
营业税金及附加	-423	-516	-349	-355	-351	-370
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-22	-20	-34	-46	-45	-48
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-1,109	-1,677	-2,121	-1,722	-1,707	-1,796
%销售收入	1.3%	1.2%	1.8%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用	-2,855	-4,428	-3,996	-2,634	-2,712	-3,169
%销售收入	3.4%	3.3%	3.5%	2.6%	2.7%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	9,321	16,408	14,371	11,686	12,683	13,606
%销售收入	11.0%	12.1%	12.5%	11.5%	12.6%	12.9%
财务费用	-2,382	-2,519	-2,710	-2,506	-2,506	-2,504
%销售收入	2.8%	1.9%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%
资产减值损失	-308	-652	-894	-325	-213	-200
公允价值变动收益	2	-7	-3	0	0	0
投资收益	71	200	193	-20	-200	-150
%税前利润	1.0%	1.5%	1.8%	n.a	n.a	n.a
营业利润	6,781	13,615	11,049	8,927	9,855	10,757
营业利润率	8.0%	10.1%	9.6%	8.8%	9.8%	10.2%
营业外收支	67	42	-81	35	35	35
税前利润	6,848	13,657	10,968	8,962	9,890	10,792
利润率	8.1%	10.1%	9.5%	8.8%	9.8%	10.2%
所得税	-1,154	-2,291	-1,931	-1,523	-1,681	-1,835
所得税率	16.8%	16.8%	17.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	5,694	11,366	9,037	7,438	8,208	8,958
少数股东损益	112	153	34	125	138	151
归属于母公司的净利润	5,582	11,213	8,999	7,313	8,070	8,807
净利率	6.6%	8.3%	7.8%	7.2%	8.0%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,694	11,366	9,037	7,438	8,208	8,958
少数股东损益	112	153	34	125	138	151
非现金支出	2,332	2,238	4,463	842	705	671
非经营收益	2,336	2,390	2,632	2,615	2,681	2,629
营运资金变动	-3,477	-2,605	-18,251	-25,180	-2,523	-1,988
经营活动现金净流	6,885	13,389	-2,118	-14,285	9,071	10,270
资本开支	-2,558	-5,328	-7,744	-2,360	-3,490	-3,490
投资	-1,121	-2,113	-2,824	0	0	0
其他	26	-403	63	-20	-200	-150
投资活动现金净流	-3,653	-7,844	-10,505	-2,380	-3,690	-3,640
股权募资	543	2,601	443	83	0	0
债权募资	6,603	7,593	11,401	19,435	66	328
其他	-4,434	-3,549	-9,088	-6,396	-5,745	-6,038
筹资活动现金净流	2,713	6,644	2,756	13,123	-5,679	-5,710
现金净流量	5,938	12,194	-9,886	-3,542	-298	920

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,292	31,440	21,721	18,125	17,789	18,683
应收款项	21,780	20,978	25,031	29,131	27,211	28,445
存货	3,295	4,929	5,386	7,207	6,589	6,410
其他流动资产	35,289	73,911	93,950	98,032	97,307	101,401
流动资产	72,656	131,258	146,088	152,495	148,896	154,939
%总资产	53.0%	63.0%	60.6%	60.5%	59.2%	59.5%
长期投资	14,018	19,724	30,557	30,557	30,557	30,557
固定资产	3,655	6,174	18,055	22,955	26,455	29,955
%总资产	2.7%	3.0%	7.5%	9.1%	10.5%	11.5%
无形资产	30,459	33,024	34,497	34,045	33,591	33,158
非流动资产	64,383	77,041	94,826	99,554	102,588	105,644
%总资产	47.0%	37.0%	39.4%	39.5%	40.8%	40.5%
资产总计	137,038	208,299	240,915	252,049	251,484	260,583
短期借款	9,031	5,911	13,253	26,375	25,440	24,768
应付款项	44,310	74,538	90,141	95,307	89,692	92,590
其他流动负债	8,952	28,032	20,910	4,602	4,651	5,054
流动负债	62,293	108,481	124,303	126,284	119,783	122,412
长期贷款	41,727	48,950	60,918	68,918	69,918	70,918
其他长期负债	2,486	4,867	4,944	2,452	2,408	2,443
负债	106,506	162,298	190,165	197,654	192,109	195,773
普通股股东权益	27,149	41,794	45,127	48,646	53,488	58,772
其中：股本	4,775	6,226	8,716	8,713	8,713	8,713
未分配利润	14,619	24,591	27,675	32,063	36,905	42,189
少数股东权益	3,383	4,207	5,624	5,749	5,887	6,039
负债股东权益合计	137,038	208,299	240,915	252,049	251,484	260,583

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	1.169	1.801	1.033	0.839	0.926	1.011
每股净资产	5.685	6.712	5.178	5.584	6.139	6.746
每股经营现金净流	1.442	2.150	-0.243	-1.640	1.041	1.179
每股股利	0.470	0.910	0.517	0.336	0.370	0.404
回报率						
净资产收益率	20.56%	26.83%	19.95%	15.03%	15.09%	14.98%
总资产收益率	4.07%	5.38%	3.74%	2.90%	3.21%	3.38%
投入资本收益率	9.38%	13.22%	9.31%	6.40%	6.72%	6.96%
增长率						
主营业务收入增长率	39.26%	58.91%	-14.88%	-11.95%	-0.85%	5.19%
EBIT 增长率	54.54%	76.04%	-12.42%	-18.68%	8.53%	7.28%
净利润增长率	84.52%	100.87%	-19.70%	-18.78%	10.36%	9.13%
总资产增长率	21.03%	52.00%	15.66%	4.62%	-0.22%	3.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.5	47.0	59.1	90.0	85.0	85.0
存货周转天数	13.5	13.4	20.0	31.0	29.0	27.0
应付账款周转天数	159.4	161.0	270.7	345.0	330.0	325.0
固定资产周转天数	12.7	10.0	42.4	56.8	64.6	68.3
偿债能力						
净负债/股东权益	129.19%	55.28%	106.86%	145.14%	133.64%	121.56%
EBIT 利息保障倍数	3.9	6.5	5.3	4.7	5.1	5.4
资产负债率	77.72%	77.92%	78.93%	78.42%	76.39%	75.13%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	12	14	33
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究