



四川路桥 (600039.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

现金流表现突出, Q4 扣非业绩改善明显

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): 8.50 元

相关报告:

- 《四川路桥公司点评: Q1 基建订单同增 28%, 持续看好四川基建景...》, 2025.4.7
- 《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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	115,042	107,238	108,365	113,743	119,430
营业收入增长率	-14.88%	-6.78%	1.05%	4.96%	5.00%
归母净利润(百万元)	9,004	7,210	8,027	8,886	9,543
归母净利润增长率	-19.70%	-19.92%	11.33%	10.71%	7.39%
摊薄每股收益(元)	1.033	0.828	0.922	1.020	1.096
每股经营性现金流净额	-0.24	0.39	-0.49	1.01	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.95%	15.07%	16.37%	16.34%	15.88%
P/E	7.25	8.80	9.22	8.33	7.76
P/B	1.45	1.33	1.51	1.36	1.23

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

2025年4月22日, 公司披露2024年报, 实现收入1072.38亿元, 同比下降6.78%; 归母净利润72.10亿元, 同比下降19.92%; 扣非净利润63.40亿元, 同比下降29.69%。其中Q4收入353.61亿元, 同比增长38.73%; 归母净利润24.37亿元, 同比增长94.97%; 扣非净利润16.38亿元, 同比增长26.61%。

经营分析

(1) **Q4 扣非业绩改善明显。** Q4 扣非归母净利同环比分别增长26.61%、5.75%。归母净利同比高增95%, 增速快于扣非业绩, 主因剥离矿业新材料板块和清洁能源板块业务, 产生股权投资收益7.73亿, Q4 投资收益合计8.20亿元, 而去年同期为1.31亿元。Q4 毛利率、净利率分别15.51%、7.01%, 同比-6.50、+2.21pct, 环比-0.03、+0.74pct。资产+信用减值损失1.72亿元, 同比-75.14%。

(2) **工程进度影响全年收入, 现金流、分红较好。** 全年收入略有下降, 主因工程建设板块阶段性衔接影响。分业务看, 工程施工、贸易销售、矿业及新材料、清洁能源、公路投资运营收入分别为929.52、67.06、33.43、6.10、28.84亿元, 同比-10.53%、+28.42%、+98.13%、+33.26%、-3.96%。全年毛利率、净利率15.68%、6.87%, 同比-2.46、-0.99pct。经营性现金流净额34.27亿元, 同比转正, 主因本期对外支付、税费支出减少。2024年累计分红金额预计为(含中期分红)36.06亿, 占归母净利润比例为50.02%, 公司规划将2025-2027年的现金分红比例上调至不低于60%, 预计2025年股息率达6.5%以上。

(3) **25Q1 基建订单增速亮眼。** 2024年累计中标项目金额1382.66亿元, 同比-17.95%, 其中Q4新签606.25亿元, 同比-16.83%。25Q1中标项目金额346.81亿元, 同比增长18.87%。其中基建业务中标金额304.56亿元, 同比增长27.95%, 占整体比例为87.82%。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为80.27、88.86和95.43亿元, 现价对应动态PE分别为9x、8x、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。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	135,151	115,042	107,238	108,365	113,743	119,430
增长率		-14.9%	-6.8%	1.1%	5.0%	5.0%
主营业务成本	#####	-94,171	-90,427	-90,409	-94,245	-98,709
%销售收入	82.9%	81.9%	84.3%	83.4%	82.9%	82.6%
毛利	23,049	20,871	16,811	17,957	19,498	20,721
%销售收入	17.1%	18.1%	15.7%	16.6%	17.1%	17.4%
营业税金及附加	-516	-349	-390	-379	-398	-418
%销售收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-20	-34	-57	-49	-51	-54
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-1,677	-2,121	-2,260	-2,384	-2,502	-2,389
%销售收入	1.2%	1.8%	2.1%	2.2%	2.2%	2.0%
研发费用	-4,428	-3,996	-2,698	-2,817	-3,071	-3,583
%销售收入	3.3%	3.5%	2.5%	2.6%	2.7%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	16,408	14,371	11,406	12,327	13,475	14,278
%销售收入	12.1%	12.5%	10.6%	11.4%	11.8%	12.0%
财务费用	-2,519	-2,710	-2,864	-2,249	-2,249	-2,248
%销售收入	1.9%	2.4%	2.7%	2.1%	2.0%	1.9%
资产减值损失	-652	-894	-411	-347	-262	-225
公允价值变动收益	-7	-3	1	0	0	0
投资收益	200	193	831	-20	-200	-150
%税前利润	1.5%	1.8%	9.1%	n.a	n.a	n.a
营业利润	13,615	11,049	9,144	9,802	10,855	11,660
营业利润率	10.1%	9.6%	8.5%	9.0%	9.5%	9.8%
营业外收支	42	-81	11	35	35	35
税前利润	13,657	10,968	9,155	9,837	10,890	11,695
利润率	10.1%	9.5%	8.5%	9.1%	9.6%	9.8%
所得税	-2,291	-1,931	-1,790	-1,672	-1,851	-1,988
所得税率	16.8%	17.6%	19.6%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	11,366	9,037	7,365	8,165	9,039	9,707
少数股东损益	153	34	155	138	152	164
归属于母公司的净利润	11,213	9,004	7,210	8,027	8,886	9,543
净利率	8.3%	7.8%	6.7%	7.4%	7.8%	8.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	11,366	9,037	7,365	8,165	9,039	9,707
少数股东损益	153	34	155	138	152	164
非现金支出	2,238	4,463	4,551	815	709	654
非经营收益	2,390	2,632	2,108	2,485	2,424	2,373
营运资金变动	-2,605	-18,251	-10,596	-15,707	-3,375	-1,807
经营活动现金净流	13,389	-2,118	3,427	-4,242	8,797	10,928
资本开支	-5,328	-7,744	-7,553	5,671	-3,490	-3,490
投资	-2,113	-2,824	-1,486	0	0	0
其他	-403	63	-1,124	-20	-200	-150
投资活动现金净流	-7,844	-10,505	-10,162	5,651	-3,690	-3,640
股权募资	2,601	443	251	-2,474	0	0
债权募资	7,593	11,401	10,544	6,378	1,618	-186
其他	-3,549	-9,088	-5,284	-6,604	-5,815	-6,077
筹资活动现金净流	6,644	2,756	5,511	-2,700	-4,197	-6,263
现金净流量	12,194	-9,886	-1,217	-1,291	910	1,025

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,440	21,721	20,776	19,450	20,336	21,344
应收款项	20,978	25,031	30,769	31,089	30,658	31,936
存货	4,929	5,386	5,949	7,679	7,488	7,302
其他流动资产	73,911	93,950	99,749	98,326	103,097	107,458
流动资产	131,258	146,088	157,243	156,543	161,579	168,040
%总资产	63.0%	60.6%	65.6%	66.3%	66.2%	66.2%
长期投资	19,724	30,557	38,412	38,412	38,412	38,412
固定资产	6,174	18,055	3,931	8,831	12,331	15,831
%总资产	3.0%	7.5%	1.6%	3.7%	5.1%	6.2%
无形资产	33,024	34,497	32,491	32,088	31,674	31,277
非流动资产	77,041	94,826	82,530	79,474	82,553	85,650
%总资产	37.0%	39.4%	34.4%	33.7%	33.8%	33.8%
资产总计	208,299	240,915	239,773	236,017	244,132	253,690
短期借款	5,911	13,253	13,568	12,291	12,909	11,723
应付款项	74,538	90,141	95,827	101,613	102,094	105,656
其他流动负债	28,032	20,910	21,658	5,031	5,490	5,750
流动负债	108,481	124,303	131,053	118,934	120,493	123,129
长期贷款	48,950	60,918	52,657	60,657	61,657	62,657
其他长期负债	4,867	4,944	5,403	4,419	4,490	4,522
负债	162,298	190,165	189,114	184,009	186,640	190,308
普通股股东权益	41,794	45,127	47,837	49,047	54,379	60,105
其中：股本	6,226	8,716	8,712	8,710	8,710	8,710
未分配利润	24,591	27,675	29,670	34,486	39,818	45,544
少数股东权益	4,207	5,624	2,823	2,961	3,113	3,277
负债股东权益合计	208,299	240,915	239,773	236,017	244,132	253,690

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	1.801	1.033	0.828	0.922	1.020	1.096
每股净资产	6.712	5.178	5.491	5.631	6.243	6.901
每股经营现金净流	2.150	-0.243	0.393	-0.487	1.010	1.255
每股股利	0.910	0.517	0.037	0.369	0.408	0.438
回报率						
净资产收益率	26.83%	19.95%	15.07%	16.37%	16.34%	15.88%
总资产收益率	5.38%	3.74%	3.01%	3.40%	3.64%	3.76%
投入资本收益率	13.22%	9.31%	7.58%	7.95%	8.24%	8.38%
增长率						
主营业务收入增长率	58.91%	-14.88%	-6.78%	1.05%	4.96%	5.00%
EBIT 增长率	76.04%	-12.42%	-20.63%	8.08%	9.32%	5.96%
净利润增长率	100.87%	-19.70%	-19.92%	11.33%	10.71%	7.39%
总资产增长率	52.00%	15.66%	-0.47%	-1.57%	3.44%	3.92%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.0	59.1	81.4	90.0	85.0	85.0
存货周转天数	13.4	20.0	22.9	31.0	29.0	27.0
应付账款周转天数	161.0	270.7	314.9	345.0	330.0	325.0
固定资产周转天数	10.0	42.4	8.8	16.8	22.4	27.5
偿债能力						
净负债/股东权益	55.28%	106.86%	96.98%	109.94%	100.72%	89.48%
EBIT 利息保障倍数	6.5	5.3	4.0	5.5	6.0	6.4
资产负债率	77.92%	78.93%	78.87%	77.96%	76.45%	75.02%

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	2	4	13	16	31
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	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