

四川路桥（600039.SH）

再论四川路桥高分红的持续性如何？

四川交通基建需求广阔、财政充沛，四川路桥订单充裕、有望向业绩持续转化。

从四川交通基建需求来看，2024 年四川完成公路水路交通固定资产投资 2608 亿元，连续 4 年超 2000 亿元，2024 年占全国的比为 9.3%，连续 4 年稳步提升，2015-2024 年投资额复合增速 8.2%；2024 年底四川高速公路通车里程 10310 公里，占全国的比为 5.4%，连续 10 年占比提升。四川规划到 2035 年高速公路网达 2 万公里，因此未来 10 年省内高速公路有翻倍建设空间。此外，四川省已被明确定义为国家战略腹地省市，预计后续将在国家战略腹地建设中占据核心地位，若后续国家战略腹地顶层设计出台，四川高速公路项目及大量基建项目有望获国家专项补助资金，保障项目现金流、利润率，并驱动项目加快推进。

从四川财政情况来看，2024 年四川省地方财政收入 5635 亿元，全国排名第 7；地方财政支出 1.34 万亿元，全国排名第 3。四川财政支出规模较大，收支差额主要来自中央转移支付。四川省系我国人口大省，常住人口超 8000 万，居全国第 5（2020 年人口普查），但人均 GDP 较低（2024 年全国排名第 17），过去为了平衡区域发展，中央对四川转移支付持续较大，其中 2024 年转移支付超 6700 亿，各省市排名第 1。2024 年四川财政收入+转移支付合计 1.24 万亿元，在 31 个省市中仅次于广东，整体看，四川财政资金相对充沛，对四川交通基建投资提供重要基础。

从四川路桥在手订单看，2024 年底公司在手订单 2913 亿（是 24 年营收的 2.7 倍），同时 24H2 以来公司陆续公告参与蜀道集团投建一体化项目合计超 2600 亿，预计今年会陆续转化为四川路桥施工订单，其中四川路桥与蜀道集团的投建一体项目毛利率较高（24 年省内/省外业务毛利率分别为 17.4%/4.3%，其中省内业务主要为集团投建一体项目），充足的高毛利订单有望保障公司业绩持续稳健增长。

蜀道集团支持意愿充足、实力雄厚，分红对集团资金压力小，有望持续对四川路桥进行有力支持。

从蜀道集团支持意愿上看，四川路桥系蜀道集团的核心资产，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”。2024 年，四川路桥占蜀道集团总资产的 16%，总员工的约 31%，但却占据 42% 营收比例，101% 利润总额，125% 净利润。同时从蜀道集团旗下 5 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）、新筑股份（光伏业务）的资产、营收、净利润、市值、蜀道集团持股比例等指标都明显小于四川路桥，因此四川路桥也是蜀道集团在 A 股中的核心上市主体。因此四川路桥作为蜀道集团的核心资产、核心上市平台，预计将持续获蜀道集团资源倾斜。

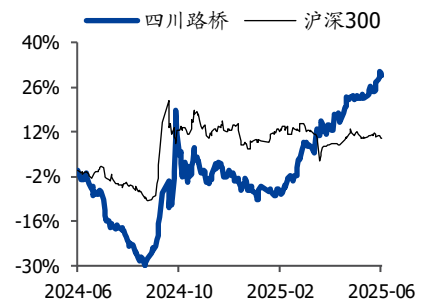
从四川路桥现金分红能力上看，2024 年四川路桥实现净利润 74 亿元，经营性现金流量净额 34 亿元（较 2023 年已有明显改善），在手货币资金 208 亿元。2024 年度分红额 36.1 亿元，依托经营性现金流已可基本覆盖分红额；同时四川路桥在手货币资金充裕，2024 年底货币资金是年度分红额的 5.8 倍，因此分红规模对于四川路桥而言现金压力较小。2025 年 3 月底公司召开合同资产压降专题会，提出系列改善压降措施，公司当前合同资产规模偏大（约 800 亿元），后续随着压降合同资产系列举措强力实施，公司现金流有望持续改善，进一步降低分红对现金流的压力。

买入（维持）

股票信息

行业	基础建设
前次评级	买入
06 月 20 日收盘价（元）	9.78
总市值（百万元）	85,184.19
总股本（百万股）	8,710.04
其中自由流通股（%）	76.96
30 日日均成交量（百万股）	15.34

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）：25Q1 业绩稳健符合预期，看好后续稳步提速》 2025-04-29
- 《四川路桥（600039.SH）：24 年盈利低点已过，25 年有望迈入成长新周期》 2025-04-23
- 《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》 2025-03-03

从蜀道集团整体角度看分红能力，蜀道集团经营性现金流量净额常年为正，投资性现金流因集团承担省内基建投资任务而持续保持较大净流出，缺口主要由筹资性现金流补充。蜀道集团的筹资方式主要为增加长期借款，当前蜀道集团资产负债率不到 70%（并且近 5 年均控制在 70% 以下，较为平稳，也没有出现大幅提高），如果参考央企普遍管控的 75% 负债率水平还有较大空间，因此债务监管或限制较小，外部债务融资预计较为灵活；且蜀道集团的融资成本较低，2024 年利息费用率仅 2.2%；因此蜀道集团整体现金流情况及资产负债表较为健康，有能力对四川路桥进行持续支持。同时考虑到蜀道集团对四川路桥的大比例持股（近 80%），四川路桥高比例分红后，实际分红给至蜀道集团体外中小股东的现金规模较小，计算 2022-2024 年分别仅为 12.6/9.4/7.4 亿元，对于集团整体现金流及资产情况影响较小（集团 2024 年账面货币资金 612 亿元）。

投资建议：整体看，四川省中长期基建景气确定性高，省内基建资金较为充沛，预计蜀道集团作为四川省交投平台将承担主要基建任务。其中四川路桥是蜀道集团的施工平台，也是旗下核心资产和核心上市平台，预计后续将持续获蜀道集团优质施工订单，当前四川路桥在手订单充裕，后续业绩有望持续稳健。四川路桥当前现金流呈恢复趋势，在手现金充裕，分红压力较小，且对集团整体而言，资产负债率 70% 以下，融资灵活成本低，且高分红后大比例资金依然在集团体内，净流出体外的资金较少。因此后续四川路桥业绩稳定性、分红意愿、分红能力均有较高保障。我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 80/90/100 亿元，同增 11%/12%/11%，当前 PE 分别为 11/10/9 倍，股息率分别为 5.6%/6.3%/7.1%，若公司 25 年切换至当前上市头部建筑国企股息率 4%-5%（取 4.5%），则理论市值 1069 亿，对应 25% 市值空间。

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等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	115,042	107,238	116,689	126,319	136,676
增长率 yoy（%）	-14.9	-6.8	8.8	8.3	8.2
归母净利润（百万元）	9,004	7,210	8,016	9,007	10,038
增长率 yoy（%）	-19.7	-19.9	11.2	12.4	11.4
EPS 最新摊薄（元/股）	1.03	0.83	0.92	1.03	1.15
净资产收益率（%）	20.0	15.1	15.5	16.0	16.4
P/E（倍）	9.5	11.8	10.6	9.5	8.5
P/B（倍）	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 06 月 20 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	146088	157243	164346	173271	188840
现金	21721	20776	16512	14648	15969
应收票据及应收账款	20960	27300	28876	29714	33920
其他应收款	3893	3454	3709	3969	4252
预付账款	2193	2999	3239	3486	3742
存货	5386	5949	6339	6744	7168
其他流动资产	91936	96765	105671	114711	123789
非流动资产	94826	82530	90994	97903	103596
长期投资	5501	10019	11019	12019	13019
固定资产	13370	2590	5434	8014	9983
无形资产	33636	31783	32885	33888	34791
其他非流动资产	42319	38138	41655	43981	45802
资产总计	240915	239773	255340	271173	292437
流动负债	124303	131053	134609	137916	144114
短期借款	3245	846	2346	3846	5846
应付票据及应付账款	76932	81192	80326	79157	80281
其他流动负债	44126	49015	51937	54913	57987
非流动负债	65862	58060	65890	73720	83550
长期借款	60918	52657	60657	68657	78657
其他非流动负债	4944	5403	5233	5063	4893
负债合计	190165	189114	200499	211636	227665
少数股东权益	5624	2823	2995	3188	3404
股本	8716	8712	8712	8712	8712
资本公积	5558	5561	5561	5561	5561
留存收益	29857	32240	36255	40758	45777
归属母公司股东权益	45127	47837	51846	56349	61368
负债和股东权益	240915	239773	255340	271173	292437

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-2118	3427	3669	5987	7152
净利润	9037	7365	8188	9200	10253
折旧摊销	1903	2374	1977	2431	2846
财务费用	2806	2973	3045	3498	4011
投资损失	-193	-831	-175	-174	0
营运资金变动	-16585	-8829	-9766	-9378	-10444
其他经营现金流	913	377	401	410	485
投资活动现金流	-10505	-10162	-10211	-9180	-8630
资本支出	-7744	-7553	-5826	-5795	-5570
长期投资	-2824	-1486	-4010	-3010	-2510
其他投资现金流	63	-1124	-375	-376	-550
筹资活动现金流	2756	5511	2271	1328	2800
短期借款	1376	-2399	1500	1500	2000
长期借款	11967	-8261	8000	8000	10000
普通股增加	2489	-3	0	0	0
资本公积增加	-2757	3	0	0	0
其他筹资现金流	-10319	16170	-7229	-8172	-9200
现金净增加额	-9886	-1217	-4264	-1865	1322

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	115042	107238	116689	126319	136676
营业成本	94171	90427	97643	105094	112828
营业税金及附加	349	390	425	460	498
营业费用	34	57	62	67	72
管理费用	2121	2260	2661	2817	3007
研发费用	3996	2698	2936	3183	3417
财务费用	2710	2864	2838	3333	3865
资产减值损失	-350	-200	-305	-305	-305
其他收益	95	174	86	90	0
公允价值变动收益	-3	1	0	0	0
投资净收益	193	831	175	174	0
资产处置收益	-4	6	104	65	0
营业利润	11049	9144	9915	11180	12474
营业外收入	81	80	120	90	80
营业外支出	162	69	50	50	50
利润总额	10968	9155	9985	11220	12504
所得税	1931	1790	1797	2020	2251
净利润	9037	7365	8188	9200	10253
少数股东损益	34	155	172	193	215
归属母公司净利润	9004	7210	8016	9007	10038
EBITDA	15779	13706	14799	16984	19215
EPS (元/股)	1.03	0.83	0.92	1.03	1.15

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-14.9	-6.8	8.8	8.3	8.2
营业利润(%)	-18.8	-17.2	8.4	12.8	11.6
归属母公司净利润(%)	-19.7	-19.9	11.2	12.4	11.4
获利能力					
毛利率(%)	18.1	15.7	16.3	16.8	17.4
净利率(%)	7.8	6.7	6.9	7.1	7.3
ROE(%)	20.0	15.1	15.5	16.0	16.4
ROIC(%)	9.0	7.6	7.8	8.1	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	78.9	78.9	78.5	78.0	77.9
净负债比率(%)	107.3	97.2	114.6	124.4	130.6
流动比率	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	6.2	4.5	4.2	4.3	4.3
应付账款周转率	1.3	1.2	1.2	1.3	1.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.03	0.83	0.92	1.03	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.24	0.39	0.42	0.69	0.82
每股净资产(最新摊薄)	5.18	5.49	5.95	6.47	7.05
估值比率					
P/E	9.5	11.8	10.6	9.5	8.5
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.6	8.2	10.0	9.4	8.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 20 日收盘价

内容目录

再论四川路桥高分红的持续性如何？	5
投资建议	9
风险提示	9

图表目录

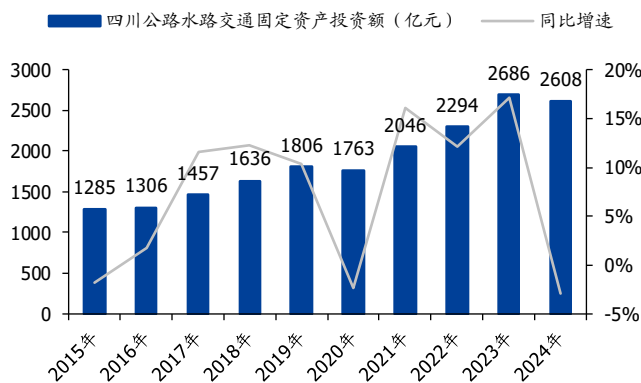
图表 1: 四川省公路水路交通固定资产投资及增速	5
图表 2: 四川省公路水路交通固定资产投资占全国的比	5
图表 3: 四川省高速公路通车里程及增速	5
图表 4: 四川省高速公路通车里程占全国的比	5
图表 5: 各省市财政收支对比	6
图表 6: 公司 24H2 以来公告投建一体化项目汇总	6
图表 7: 四川路桥在蜀道集团主要财务指标占比	7
图表 8: 蜀道集团旗下 5 个上市公司概况	7
图表 9: 蜀道集团与四川路桥现金流相关数据一览	8
图表 10: 四川路桥对于中小股东的分红规模	8

再论四川路桥高分红的持续性如何？

四川交通基建需求广阔、财政充沛，四川路桥订单充裕、有望向业绩持续转化。

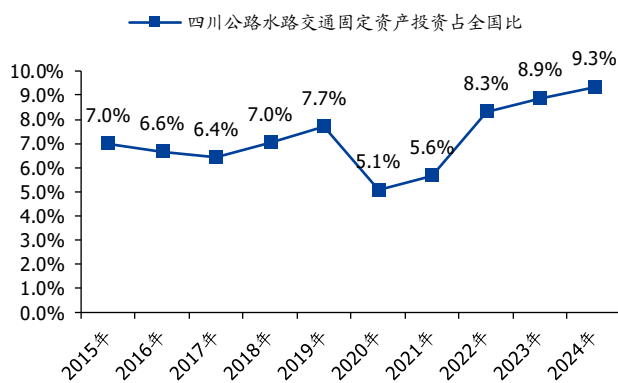
- 从四川交通基建需求来看，2024 年四川完成公路水路交通固定资产投资 2608 亿元，连续 4 年超 2000 亿元，2024 年占全国的比为 9.3%，连续 4 年稳步提升，2015-2024 年投资额复合增速 8.2%；2024 年底四川高速公路通车里程 10310 公里，占全国的比为 5.4%，连续 10 年占比提升。四川规划到 2035 年高速公路网达 2 万公里，因此未来 10 年省内高速公路有翻倍建设空间。此外，四川省已被明确定义为国家战略腹地省市，预计后续将在国家战略腹地建设中占据核心地位，若后续国家战略腹地顶层设计出台，四川高速公路项目及大量基建项目有望获国家专项补助资金，保障项目现金流、利润率，并驱动项目加快推进。

图表1：四川省公路水路交通固定资产投资及增速



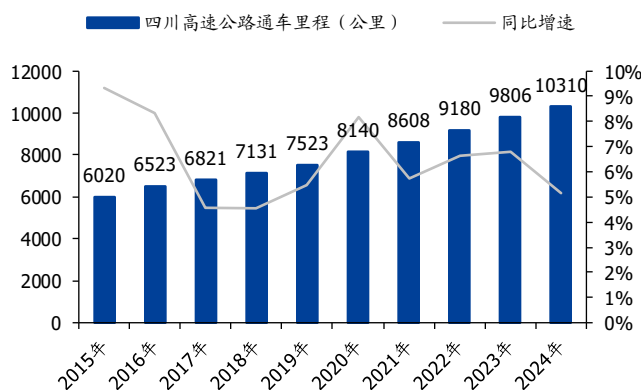
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2：四川省公路水路交通固定资产投资占全国的比



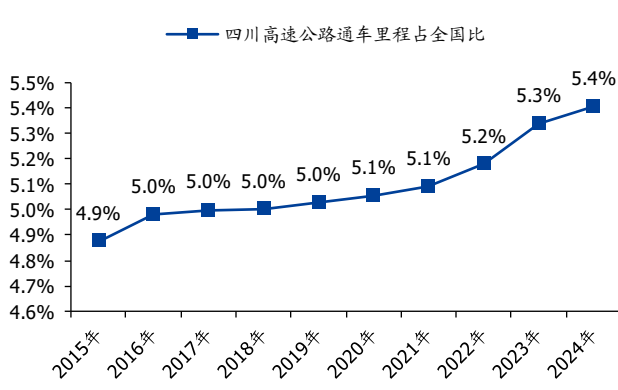
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：四川省高速公路通车里程及增速



资料来源：Wind，四川省政府网，国盛证券研究所

图表4：四川省高速公路通车里程占全国的比



资料来源：Wind，四川省政府网，中国政府网，国盛证券研究所

- 从四川财政情况来看，2024 年四川省地方财政收入 5635 亿元，全国排名第 7；地方财政支出 1.34 万亿元，全国排名第 3。四川财政支出规模较大，收支差额主要来自中央转移支付。四川省系我国人口大省，常住人口超 8000 万，居全国第 5（2020 年人口普查），但人均 GDP 较低（2024 年全国排名第 17），过去为了平衡区域发展，中央对四川转移支付持续较大，其中 2024 年转移支付超 6700 亿，各省市排名第

1. 2024 年四川财政收入+转移支付合计 1.24 万亿元, 在 31 个省市中仅次于广东, 整体看, 四川财政资金相对充沛, 对四川交通基建投资提供重要基础。

图表5: 各省市财政收支对比

省市	2024 年地方财政收入 (亿元)	省市	2024 年地方财政支出 (亿元)	省市	2024 年转移支付执行数 (亿元)
广东	13533	广东	17956	四川	6715
江苏	10038	江苏	15294	河南	5854
浙江	8706	四川	13445	新疆	5072
上海	8374	山东	13077	湖南	4906
山东	7711	浙江	12565	河北	4880
北京	6373	河南	11461	湖北	4737
四川	5635	河北	10326	黑龙江	4509
河南	4399	湖北	9974	安徽	4427
河北	4310	上海	9875	云南	4377
安徽	4041	湖南	9534	广西	4241
湖北	3937	安徽	8995	贵州	3870
福建	3615	北京	8396	山东	3716
山西	3542	江西	7697	江西	3582
湖南	3449	陕西	7298	内蒙古	3452
陕西	3393	内蒙古	6928	甘肃	3431
内蒙古	3150	云南	6863	辽宁	3404
江西	3067	辽宁	6853	陕西	3294
辽宁	2906	贵州	6522	吉林	2958
重庆	2595	广西	6485	西藏	2568
新疆	2409	山西	6318	重庆	2455
云南	2193	新疆	6240	山西	2414
贵州	2170	福建	6081	广东	2387
天津	2134	重庆	5621	江苏	2073
广西	1837	黑龙江	5327	福建	1810
黑龙江	1452	甘肃	4782	北京	1722
吉林	1191	吉林	4673	青海	1707
甘肃	1051	天津	3621	浙江	1520
海南	890	西藏	2920	海南	1280
宁夏	517	海南	2294	宁夏	1212
青海	371	青海	2165	上海	940
西藏	277	宁夏	1769	天津	882

资料来源: Wind, 财政部, 国盛证券研究所

- 从四川路桥在手订单看, 2024 年底公司在手订单 2913 亿(是 24 年营收的 2.7 倍), 同时 24H2 以来公司陆续公告参与蜀道集团投建一体化项目合计超 2600 亿, 预计今明年会陆续转化为四川路桥施工订单, 其中四川路桥与蜀道集团的投建一体项目毛利率较高 (24 年省内/省外业务毛利率分别为 17.4%/4.3%, 其中省内业务主要为集团投建一体项目), 充足的高毛利订单有望保障公司业绩持续稳健增长。

图表6: 公司 24H2 以来公告投建一体化项目汇总

公告日	投建一体化项目	规模 (亿元)	建设期
2024/7/19	参与 G0611 郎木寺 (川甘界) 至川主寺段	246.71	4 年
2024/7/19	G0611 川主寺至汶川段	565.16	5 年
2024/7/19	S14 川主寺至红原高速公路项目	182.22	3 年
2024/8/31	邛崃经芦山至蒙经高速公路项目	270.70	4 年
2024/10/26	金口河至西昌、昭觉至普格高速公路项目	673.23	5 年
2025/1/24	炉霍至康定新都桥高速公路项目	344.31	4 年
2025/3/5	攀枝花至盐源高速公路项目	349.57	6 年
合计		2631.90	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

蜀道集团支持意愿充足、实力雄厚，分红对集团资金压力小，有望持续对四川路桥进行有力支持。

- **从蜀道集团支持意愿上看**，四川路桥系蜀道集团的核心资产，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”。2024 年，四川路桥占蜀道集团总资产的 16%，总员工的约 31%，但却占据 42% 营收比例，101% 利润总额，125% 净利润。同时从蜀道集团旗下 5 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）、新筑股份（光伏业务）的资产、营收、净利润、市值、蜀道集团持股比例等指标都明显小于四川路桥，因此四川路桥也是蜀道集团在 A 股中的核心上市主体。因此四川路桥作为蜀道集团的核心资产、核心上市平台，预计将持续获蜀道集团资源倾斜。

图表7: 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
2024 年总资产	亿元	2,398	15,003	16%
2024 年总营收	亿元	1,072	2,571	42%
2024 年利润总额	亿元	92	91	101%
2024 年净利润	亿元	74	59	125%
2024 年员工总数	人	18,474	60000（约）	31%

资料来源: Wind, 蜀道集团官网, 国盛证券研究所

图表8: 蜀道集团旗下 5 个上市公司概况

项目	四川路桥	四川成渝	蜀道装备	宏达股份	新筑股份
2024 年总资产（亿元）	2,398	611	21	23	149
2024 年总营收（亿元）	1,072	104	9	34	25
2024 年利润总额（亿元）	92	19	1	0	-3
2024 年净利润（亿元）	74	15	1	0	-3
2024 年员工总数（人）	18,474	4,548	458	2,551	1,428
蜀道集团 2025Q1 持股比例	79.6%	39.9%	29.1%	23.9%	8.6%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 新筑股份持股比例为 2025/5/23 数据

- **从四川路桥现金分红能力上看**，2024 年四川路桥实现净利润 74 亿元，经营性现金流量净额 34 亿元（较 2023 年已有明显改善），在手货币资金 208 亿元。2024 年度分红额 36.1 亿元，依托经营性现金流已可基本覆盖分红额；同时四川路桥在手货币资金充裕，2024 年底货币资金是年度分红额的 5.8 倍，因此分红规模对于四川路桥而言现金压力较小。2025 年 3 月底公司召开合同资产压降专题会，提出系列改善压降措施，公司当前合同资产规模偏大（约 800 亿元），后续随着压降合同资产系列举措强力实施，公司现金流有望持续改善，进一步降低分红对现金流的压力。
- **从蜀道集团整体角度看分红能力**，蜀道集团经营性现金流量净额常年为正，投资性现金流因集团承担省内基建投资任务而持续保持较大净流出，缺口主要由筹资性现金流补充。蜀道集团的筹资方式主要为增加长期借款，当前蜀道集团资产负债率不到 70%（并且近 5 年均控制在 70% 以下，较为平稳，也没有出现大幅提高），如果参考央企普遍管控的 75% 负债率水平还有较大空间，因此债务监管或限制较小，外

部债务融资预计较为灵活;且蜀道集团的融资成本较低,2024 年利息费用率仅 2.2%;因此蜀道集团整体现金流情况及资产负债表较为健康,有能力对四川路桥进行持续支持。同时考虑到蜀道集团对四川路桥的大比例持股(近 80%),四川路桥高比例分红后,实际分红给至蜀道集团体外中小股东的现金规模较小,计算 2022-2024 年分别仅为 12.6/9.4/7.4 亿元,对于集团整体现金流及资产情况影响较小(集团 2024 年账面货币资金 612 亿元)。

图表9: 蜀道集团与四川路桥现金流相关数据一览

项目	年份	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
资产负债率	蜀道集团	68.6%	69.3%	69.2%	69.7%	69.6%
	四川路桥	78.1%	77.7%	77.9%	78.9%	78.9%
净利润(亿元)	蜀道集团	7	55	57	69	59
	四川路桥	30	57	114	90	74
经营性现金流量净额(亿元)	蜀道集团	89	100	117	121	87
	四川路桥	33	-10	134	-21	34
投资性现金流量净额(亿元)	蜀道集团	-770	-1,165	-1,362	-1,160	-1,255
	四川路桥	-53	-37	-78	-105	-102
经营+投资性现金流量净额(亿元)	蜀道集团	-681	-1,065	-1,245	-1,039	-1,168
	四川路桥	-20	-47	55	-126	-67
筹资性现金流量净额(亿元)	蜀道集团	638	1,102	1,253	910	1,361
	四川路桥	54	27	66	28	55
利息费用率	蜀道集团	3.3%	3.0%	3.4%	2.5%	2.2%
	四川路桥	5.0%	4.5%	4.4%	3.6%	4.2%
应收账款+合同资产(亿元)	蜀道集团	321	550	623	609	668
	四川路桥	324	490	754	955	1,068
货币资金(含交易性金融资产,亿元)	蜀道集团	587	654	658	513	612
	四川路桥	142	123	315	217	208

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表10: 四川路桥对于中小股东的分红规模

年份	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
四川路桥分红规模(亿元)	11.9	22.6	56.7	45.0	36.1
大股东持股比例	66.6%	68.0%	77.8%	79.2%	79.6%
其余中小股东持股比例	33.4%	32.0%	22.2%	20.8%	20.5%
给中小股东的分红规模(亿元)	4.0	7.2	12.6	9.4	7.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

投资建议

整体看，四川省中长期基建景气确定性高，省内基建资金较为充沛，预计蜀道集团作为四川省交投平台将承担主要基建任务。其中四川路桥是蜀道集团的施工平台，也是旗下核心资产和核心上市平台，预计后续将持续获蜀道集团优质施工订单，当前四川路桥在手订单充裕，后续业绩有望持续稳健。四川路桥当前现金流呈恢复趋势，在手现金充裕，分红压力较小，且对集团整体而言，资产负债率 70% 以下，融资灵活成本低，且高分红后大比例资金依然在集团体内，净流出体外的资金较少。因此后续四川路桥业绩稳定性、分红意愿、分红能力均有较高保障。我们预测公司 25-27 年归母净利润分别为 80/90/100 亿元，同增 11%/12%/11%，当前 PE 分别为 11/10/9 倍，股息率分别为 5.6%/6.3%/7.1%，若公司 25 年切换至当前上市头部建筑国企股息率 4%-5%（取 4.5%），则理论市值 1069 亿，对应 25% 市值空间。

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等。

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