

2025年03月04日

新增推荐四川路桥

——建筑装饰行业周报（20250224-20250302）

投资评级：看好（维持）

投资要点：

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

板块表现：



本周观点：

四川路桥作为四川省基建领域的领军企业，成长动力强劲。核心逻辑如下：

- 区域基建龙头，受益四川基建需求旺盛与财政支持。**四川路桥是四川省基础设施建设的龙头企业，在公路、桥梁、隧道、高速公路等交通基础设施建设领域具备深厚积累。四川省作为中国西部经济最发达的省份之一，近年来持续加大交通基建投资力度。2016-2023年，四川公路固定资产投资年均复合增长率达10.89%，显著高于全国同期6.67%的水平。与此同时，成渝双城经济圈的崛起带来更多基建项目需求为四川路桥带来了广阔的发展空间。此外，四川财政实力稳健，为基础设施投资提供了有力支持。中央转移支付对四川的支持力度较大，2023年转移收入达9404亿元，占综合财力的48.5%。强劲的财政实力和稳定的资金来源确保了四川省基建投资的可持续性，为四川路桥提供了长期稳定的增长动力。
- 大股东赋能，“投建一体”模式提升盈利能力。**蜀道集团是四川省交通投资的核心主体，2021-2023年完成固定资产投资分别为1412亿元、1893亿元和1969亿元，其中高速公路投资占比最高，2023年达1196亿元，同比增长15%。作为蜀道集团的重要成员，四川路桥近年来获得了大量基建订单，来自蜀道集团的收入占比从2021年的51.42%提升至2023年的62.81%。此外，蜀道集团在2020年起持续增持四川路桥股份，截至2024年三季度末，控股股东及一致行动人合计持股79.56%，充分彰显其对公司的长期发展信心。通过与蜀道集团的协同，四川路桥采用“投建一体”模式，即仅需少量参股即可承接大型项目的全部施工任务，避免了传统承包模式中的多次招标，项目收益水平显著高于行业平均水平。
- 业务结构调整优化，高分红提升投资吸引力。**2024年12月，公司发布公告对蜀道清洁能源集团和蜀道矿业集团的股权调整。此前，清洁能源集团和矿业集团均未实现盈利。按照2023年亏损测算，股权调整后可减少亏损2.71亿元。在优化业务结构的同时，公司持续提升股东回报，高分红政策增强了投资吸引力。2019-2023年，公司现金分红比例从15.2%提高至50.0%，并在2025-2027年规划中承诺分红比例不低于60%。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。

市场回顾：

- 行业：**本周上证指数下滑1.72%、深证成指下滑3.46%、创业板指下滑4.87%，同期申万建筑装饰指数上涨0.70%。申万建筑子板块中，基建市政工程、国际工程、装修装饰涨幅居前，分别上涨2.28%、1.48%、1.47%。
- 个股：**本周申万建筑共有75只股票上涨，涨幅前五的分别为：汉嘉设计(+32.74%)、诚邦股份(+22.71%)、海南发展(+15.26%)、北新路桥(+14.62%)、蒙草生态(+12.55%)。

风险提示：经济恢复不及预期，基建/地产投资增速不及预期，政策落地不及预期。

内容目录

1. 本周观点	4
1.1. 本周专题：新增推荐四川路桥	4
1.2. 基建数据跟踪	6
2. 行业要闻简评	6
3. 公司动态简评	7
3.1. 订单类	7
3.2. 其他类	8
4. 一周市场回顾	8
4.1. 板块跟踪	9
4.2. 大宗交易	9
4.3. 资金面跟踪	10
5. 风险提示	10

图表目录

图表 1: 四川公路固定资产投资及增速	4
图表 2: 全国公路固定资产投资及增速	4
图表 3: 蜀道集团固定资产投资占四川省内比例	5
图表 4: 21-23 年公司营业收入中来自蜀道集团的比例	5
图表 5: 2018-2023 年现金分红及现金分红比例情况	6
图表 6: 可比公司股息率 (总市值取 2025/2/28)	6
图表 7: 专项债周发行量与累计发行量	6
图表 8: 城投债周发行量与净融资额	6
图表 9: 公司订单类公告梳理	7
图表 10: 公司重要公告梳理	8
图表 11: 申万建筑三级子行业本周涨跌幅	9
图表 12: 申万建筑板块本周涨跌幅前五	9
图表 13: 大宗交易	9
图表 14: 美元兑人民币即期汇率	10
图表 15: 十年期国债到期收益率与一个月 SHIBOR	10

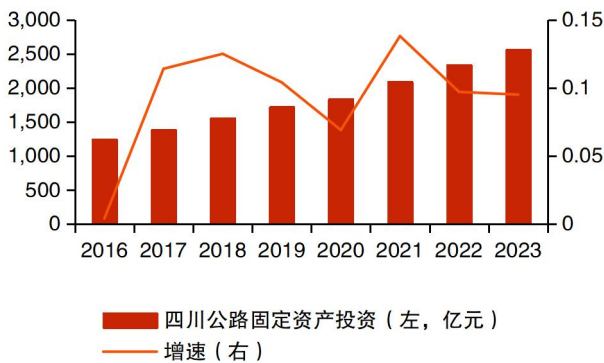
1. 本周观点

1.1. 本周专题：新增推荐四川路桥

四川路桥作为四川省基建领域的领军企业，成长动力强劲。核心逻辑如下：

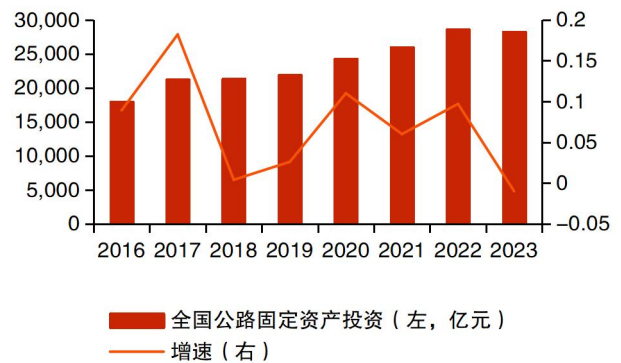
1) **区域基建龙头，受益四川基建需求旺盛与财政支持。**四川路桥是四川省基础设施建设的龙头企业，在公路、桥梁、隧道、高速公路等交通基础设施建设领域具备深厚积累。四川省作为中国西部经济最发达的省份之一，近年来持续加大交通基建投资力度。2016-2023年，四川公路固定资产投资从1239.8亿元增长至2555.7亿元，年均复合增长率(CAGR)达10.89%，显著高于全国同期6.67%的水平。根据规划，四川省计划在2025年完成公路水路交通投资超2800亿元，并新开工高速公路超1000公里，建成900公里以上，进一步提升区域交通网络。与此同时，成渝双城经济圈的崛起带来更多基建项目需求，2021-2023年成渝地区重大项目投资总额逐年递增，2023年达33000亿元，为四川路桥带来了广阔的发展空间。此外，四川财政实力稳健，为基础设施投资提供了有力支持。2023年，四川省综合财力达1.94万亿元，在统计的20省市中排名全国前五，债务率为105%，处于健康水平。中央转移支付对四川的支持力度较大，2023年转移收入达9404亿元，占综合财力的48.5%。强劲的财政实力和稳定的资金来源确保了四川省基建投资的可持续性，为四川路桥提供了长期稳定的增长动力。

图表 1：四川公路固定资产投资及增速



资料来源：四川省交通运输厅，华源证券研究所

图表 2：全国公路固定资产投资及增速



资料来源：中华人民共和国交通运输部，华源证券研究所

2) **大股东赋能，“投建一体”模式提升盈利能力。**四川路桥依托其控股股东蜀道集团的强大资源，持续提升市场竞争力和盈利能力。蜀道集团是四川省交通投资的核心主体，2021-2023年完成固定资产投资分别为1412亿元、1893亿元和1969亿元，其中高速公路投资占比最高，2023年达1196亿元，同比增长15%。作为蜀道集团的重要成员，四川路桥近年来获得了大量基建订单，来自蜀道集团的收入占比从2021年的51.42%提升至2023年的62.81%，显著受益于股东资源整合。此外，蜀道集团在2020年起持续增持四川路桥股份，并通过引入川高公司、藏高公司、高路文旅等一致行动人，截至2024年三季度末，控股股东及一致行动人合计持股79.56%，充分彰显其对公司的长期发展信心。通过与蜀道集团的协同，四川路桥

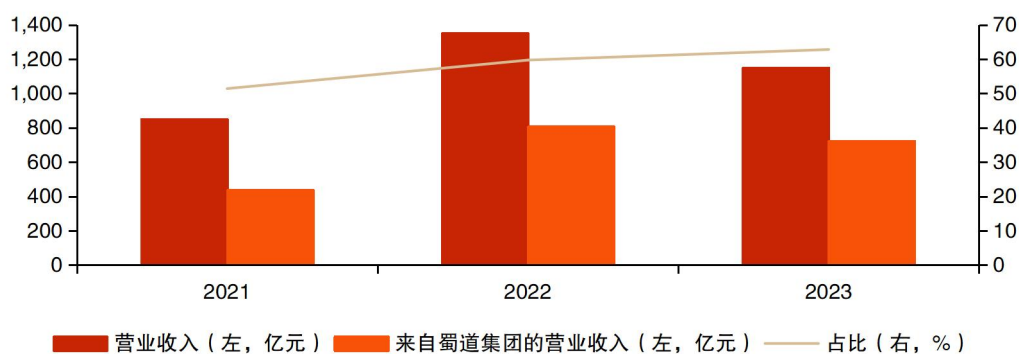
采用“投建一体”模式，即仅需少量参股即可承接大型项目的全部施工任务，避免了传统承包模式中的多次招标，项目收益水平显著高于行业平均水平。

图表 3：蜀道集团固定资产投资占四川省内比例

	2021	2022	2023
四川省			
交通固定资产投资（亿元）	3131	3661	3746.8
高速公路投资（亿元）	1136	1246	1421.9
铁路投资（亿元）	580	727	740.7
蜀道集团			
固定资产投资（亿元）	1412	1893	1969
高速公路投资（亿元）	908	1040	1196
铁路投资（亿元）	334	459	413
蜀道集团占全省比例			
固定资产投资（亿元）	45.10%	51.71%	52.55%
高速公路投资（亿元）	79.92%	83.45%	84.11%
铁路投资（亿元）	57.56%	63.18%	55.76%

资料来源：四川省交通运输厅，蜀道集团微信公众号等，华源证券研究所

图表 4：21-23 年公司营业收入中来自蜀道集团的比例

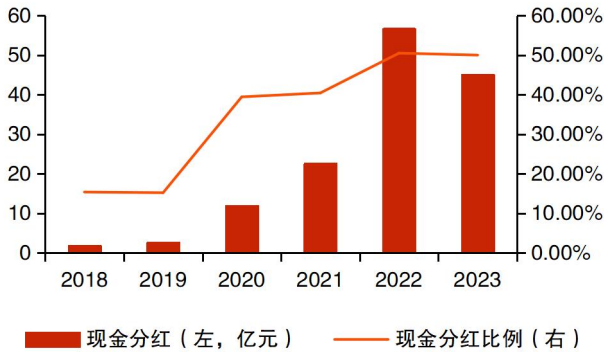


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3) 业务结构调整优化，高分红提升投资吸引力。四川路桥近年来积极优化业务结构，剥离非核心资产，集中资源发展基础设施建设主业。2024 年 12 月，公司发布公告对蜀道清洁能源集团和蜀道矿业集团的股权调整，不再并表这两家公司，仅保留优质矿业资产。此前，清洁能源集团和矿业集团均未实现盈利，2023 年归母净利润分别亏损 0.59 亿元和 3.94 亿元。按照 2023 年亏损额测算，股权调整后可减少亏损 2.71 亿元，进一步改善利润表，降低财务负担，同时优化现金流，使资源更聚焦于核心基建业务。在优化业务结构的同时，公司持续提

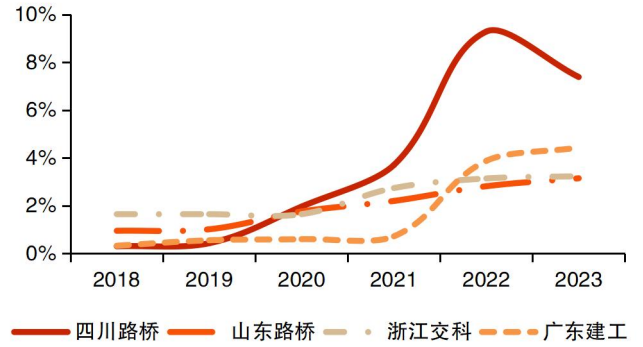
升股东回报，高分红政策增强了投资吸引力。2019–2023年，公司现金分红比例从15.2%提高至50.0%，并在2025–2027年规划中承诺分红比例不低于60%。假设2024–2026年公司分红率分别为50%、60%、60%，结合我们对归母净利润的预测，对应股息率将分别达到6.6%、8.5%和9.4%，高股息特征突出，投资吸引力增强。

图表 5：2018–2023 年现金分红及现金分红比例情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 6：可比公司股息率（总市值取 2025/2/28）

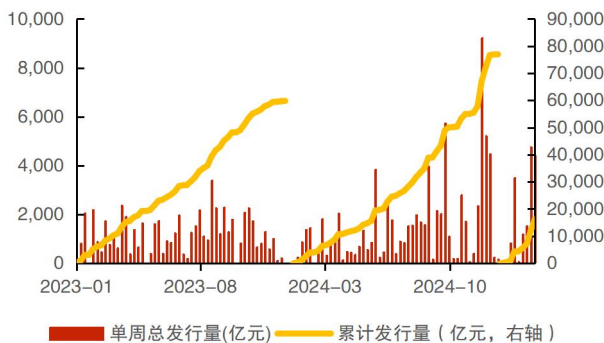


资料来源：Wind，华源证券研究所

1.2. 基建数据跟踪

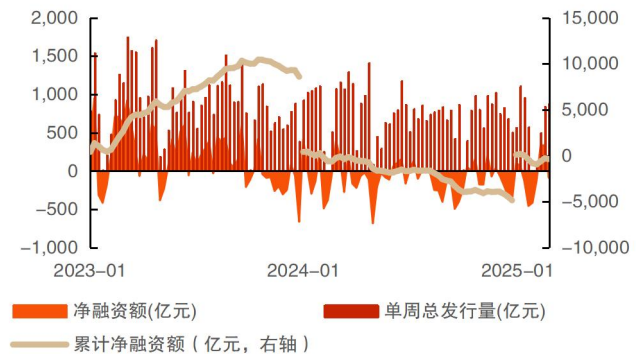
- 专项债：**本周专项债发行量 4398.79 亿元，截止 2025 年 3 月 2 日，累计发行量 16278.35 亿元，累计同比+156.34%。
- 城投债：**本周城投债发行量为 880.59 亿元，净融资额-90.40 亿元，截止 2025 年 2 月 23 日累计净融资额-370.76 亿元。

图表 7：专项债周发行量与累计发行量



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 8：城投债周发行量与净融资额



资料来源：Wind，华源证券研究所

2. 行业要闻简评

我国推动低空经济发展，民用航空法修订草案提请审议

2月24日，民用航空法修订草案提请十四届全国人大常委会初次审议。修订草案提出，要保障低空经济发展对空域利用的合理需求，并明确空域划分需兼顾低空经济发展需要，为产业发展提供法律支持。

多地土地市场活跃，北京、天津等地多宗地块成功出让

2月26日，北京、天津、长沙、苏州等地集中出让多宗地块。其中，北京顺义区两宗地块底价成交，总金额31.64亿元。天津共出让7宗涉宅用地，和平区宅地由津城建设和泰达建设联合体以2.96亿元竞得，成交楼面价43449元/m²，溢价率8.82%，创下自2018年以来全市新高。

全国城中村改造稳步推进，改善居民居住条件

2月28日，据住房和城乡建设部公布，2024年全国实施城中村改造项目1863个，惠及居民136.7万户，建设筹集安置房189.4万套。改造工作有效消除安全隐患、改善居住条件和生态环境，推动城市高质量发展，实现了一举多得的综合效益。

3. 公司动态简评

3.1. 订单类

本周，多家建筑相关企业发布中标公告，海外市场拓展和基建投资持续推进。中工国际与伊拉克穆萨纳卫生局签署100床位医院建设项目合同，金额5.89亿元。中国电建下属子公司签署埃及苏伊士1.1GW风电EPC项目合同，总金额59.70亿元，同时1月新签合同额1051.21亿元，其中海外新签合同同比增长31.49%，显示其在全球能源市场的拓展成效。中国建筑近期获得4个重大项目，合同总额达107.1亿元，进一步巩固其行业龙头地位。整体来看，国内基建市场保持稳健，海外业务表现亮眼。

图表9：公司订单类公告梳理

证券代码	证券简称	公告内容
------	------	------

002051.SZ	中工国际	发布经营合同公告，公司与与伊拉克卫生部下属穆萨纳卫生局签署伊拉克穆萨纳省 100 床位医院建设项目商务合同，合同金额折合人民币约 5.89 亿元 ，合同工期不超过 1095 天。
002431.SZ	棕榈股份	发布关于中标潢川县 14 万亩高标准农田示范区建设项目第一标段的公告，公司下属全资子公司河南棕建参与的联合体中标潢川县 14 万亩高标准农田示范区建设项目第一标段，项目计划总投资约 5.5 亿元，其中河南棕建涉及中标金额预计约 1 亿元 ，勘察设计周期及施工工期 2 年。
601669.SH	中国电建	发布关于签署重大合同的公告，公司下属子公司签订了埃及苏伊士 1.1GW 风电项目 EPC 合同，合同金额约为 59.70 亿元 ，项目总工期约 30 个月。
603357.SH	设计总院	发布 2025 年 1 月主要经营情况公告，公司 1 月份新签合同额 1051.21 亿元 ，同比+1.61%；其中境内新签合同额 818.32 亿元，同比-4.56%，境外新签合同额 232.89 亿元， 同比+31.49% 。
601668.SH	中国建筑	发布关于项目中标的公告，公司及所属子公司中标 16 个项目，总计金额为 65.60 亿元 。
601668.SH	中国建筑	发布重大项目公告，公司近期获得 4 个重大项目，合计金额为 107.1 亿元 。

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

3.2. 其他类

本周，多家建筑及工程企业发布公告，涉及股东减持、回购注销、控股股东变更等事项。其中，中材国际拟回购注销 2021 年限制性股票激励计划中未达解除限售条件的 206.37 万股，并调整回购价格至 5.04 元/股。镇海股份原一致行动协议到期终止，部分股东续签一致行动协议，控股股东持股比例下降至 21.22%，但实际控制人未变更，保持公司治理稳定性。全筑股份控股子公司科舸全筑提前归还全部 2,800 万元财务资助款项及利息，公司已无财务资助情况，改善资金流动性。山东路桥发布估值提升计划，计划增加中期分红，增强投资者回报，进一步提升公司投资吸引力。

图表 10：公司重要公告梳理

证券代码	证券简称	公告内容
002431.SZ	棕榈股份	发布关于持股 5%以上股东减持股份预披露公告，持有公司 5.18%股份的股东朱前记先生计划以集中竞价交易方式或大宗交易方式减持本公司股份数量 不超过总股本的 1% 。
600970.SH	中材国际	发布关于回购注销部分限制性股票及调整回购价格的公告， 公司拟回购注销 2021 年限制性股票激励计划中 18 名激励对象未达解除限售条件的 2,063,738 股限制性股票。
603637.SH	镇海股份	发布关于原一致行动协议到期终止、部分股东续签一致行动协议暨控股股东变更的提示性公告。此次变动导致公司控股股东由宁波舜通集团有限公司及其一致行动人宁波舜建集团有限公司、范其海先生 变更为 宁波舜通集团有限公司及其一致行动人宁波舜建集团有限公司， 合计持股比例由 23.23%降至 21.22% 。实际控制人未发生变更，仍为余姚市国有资产管理中心。
603030.SH	全筑股份	发布关于收回财务资助款项的公告，公司于 2024 年 5 月 24 日通过相关董事会和监事会会议，审议通过了向控股子公司科舸全筑提供不超过人民币 2,800 万元财务资助的议案，借款期限至 2024 年 12 月 31 日。科舸全筑于 2024 年 12 月 31 日归还了借款本金 2,364.12 万元及利息 91.88 万元，共计 2,456.00 万元。公司第五届董事会第二十五次会议审议通过了将剩余 435.88 万元财务资助展期至 2025 年 6 月 30 日的议案。2025 年 2 月 25 日，科舸全筑提前归还了剩余借款本金及利息。截至公告披露日， 科舸全筑已全额归还全部本金 2,800 万元及相应利息 ，公司对科舸全筑已无财务资助情况。
000498.SZ	山东路桥	发布估值提升计划，为提高公司发展质量，提升投资价值， 公司将增加中期分红 ，增强投资者回报。

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

4. 一周市场回顾

1	深桑达 A	2025/2/28	0.00	30.00	789.90
2	杭萧钢构	2025/2/27	0.00	68.50	202.08
3	华图山鼎	2025/2/27	-18.44	70.00	4680.20
4	雅博股份	2025/2/27	-2.14	435.38	796.75
5	中达安	2025/2/27	-1.66	30.00	301.50
6	北方国际	2025/2/27	0.00	17.70	201.60
7	中交设计	2025/2/27	0.00	22.90	201.98
8	华图山鼎	2025/2/26	-14.64	70.00	4680.20
9	华图山鼎	2025/2/26	-14.64	70.00	4680.20
10	北方国际	2025/2/24	0.00	16.30	201.79
11	永福股份	2025/2/24	-9.00	11.69	272.91
12	永福股份	2025/2/24	-9.00	8.60	200.81
13	永福股份	2025/2/24	-9.00	8.60	200.81
14	永福股份	2025/2/24	-9.00	8.60	200.81
15	永福股份	2025/2/24	-9.00	8.60	200.81
16	永福股份	2025/2/24	-9.00	10.00	233.50
17	永福股份	2025/2/24	-9.00	8.60	200.81
18	雅博股份	2025/2/24	-2.91	3806.33	6356.57

资料来源: Wind, 华源证券研究所

4.3. 资金面跟踪

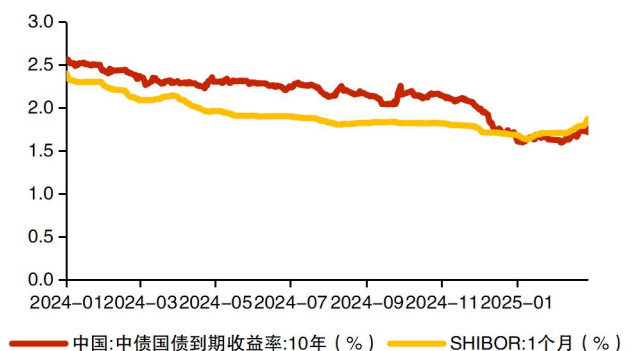
从宏观情况看,本周美元对人民币即期汇率为 7.2838,较上周收盘价上涨 2.84bp。十年期国债到期收益率为 1.7152%,较上周上涨 3.02bp。一个月 SHIBOR 为 1.8680%,较上周上涨 9.00bp。

图表 14: 美元兑人民币即期汇率



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15: 十年期国债到期收益率与一个月 SHIBOR



资料来源: Wind, 华源证券研究所

5. 风险提示

经济恢复不及预期: 在宏观调控政策的背景下,经济有望逐步回升,但复苏进程存在不确定性。如果经济恢复不及预期,可能抑制市场需求,影响行业增长和整体业绩表现。

基建/地产投资增速不及预期: 尽管“稳增长”政策预期将推动基建投资,但具体项目落地和资金到位速度存在不确定性。若基建投资超预期下行,则宏观经济压力或进一步提升。

政策落地不及预期：行业发展依赖政策支持，若政策的出台或执行力度低于预期，可能延缓行业增长，影响相关的市场预期和项目落地进度。

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股市场基准为沪深300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。