仅供内部参考，请勿外传！

财通证券 CAITONG SECURITIES

区域景气业绩有望稳增，高股息构筑安全边际

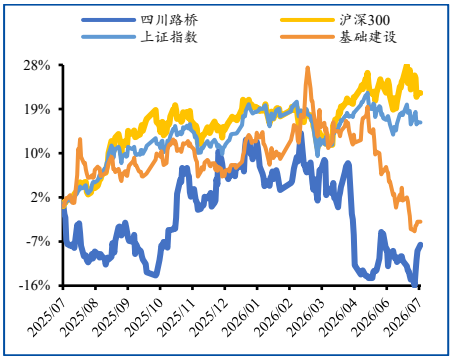
四川路桥（600039）

证券研究报告

投资评级:买入（首次）

基本数据	2026-07-06
收盘价（元）	8.56
流通股本（亿股）	86.96
每股净资产（元）	6.09
总股本（亿股）	86.96

最近 12 月市场表现



分析师 王涛
SAC 证书编号：S0160526020003
wangtao01@ctsec.com

相关报告

核心观点

- **区域景气带动业绩稳步改善，高股息构筑安全边际。**我们认为进入“十五五”时期，四川省在战略腹地+川渝经济圈双重战略叠加下，区域投资景气度有望持续。在“投建一体”的模式下，公司深度受益于蜀道集团带来的优质项目，订单及现金流有持续保障，有望持续支持公司后续业绩维持稳增；另一方面，公司公告 2025-2027 年现金分红不低于当年度归属于上市公司股东净利润的 60%，持续强化投资者回报。当前公司股息率（TTM）达 5.93%，位于全 A 股票前 1.65%，具备较好的安全边际。

- **国家战略叠加下区域能级抬升，省内投资有望维持景气。**在战略腹地及+川渝经济圈双重战略定位下，四川省成为承担国家安全保障、产业链供应链稳定、资源能源开发、区域协同开放等复合功能的战略承载地。四川省 “十五五”规划提出实现进出川大通道达 70 条以上，较“十四五”提出的 53 条进一步新增，重大交通项目有望持续落地。同时，中央对四川的支持力度长期全国居前，在化债进展稳步推进及中央财政持续大力支持下，我们预计四川省内资金到位情况有望维持充足，相关项目实物工作量有望稳步推进落地。

- **“投建一体”优势显著，聚焦主业运营能效再提升。**蜀道集团是省内基础设施投资建设运营的核心主体，“投建一体”的模式下公司以少量股权投资参与蜀道集团主导的基建项目，避免了公开市场的低价，项目毛利率优势显著； 2024 年公司已将矿业及新材料、清洁能源两大新兴业务出表，新兴板块未来大规模资本金投入、培育期亏损及现金流压力由集团承接，进一步轻资产运营后，公司 ROE 及现金流的改善有望后续在报表端体现。

- **投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 78、82、86 亿元，同比+7%、+5%、+6%，对应 PE9.5、9.1、8.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**稳增长力度不及预期，分红比例不及预期，订单推进不及预期。

盈利预测

币种（人民币）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	107,238	115,111	119,444	123,459	127,723
收入增长率（%）	-6.8	7.3	3.8	3.4	3.5
归母净利润（百万元）	7,210	7,297	7,795	8,184	8,639
净利润增长率（%）	-19.9	1.2	6.8	5.0	5.6
EPS（元）	0.83	0.84	0.90	0.94	0.99
PE	8.8	11.8	9.5	9.1	8.6
ROE（%）	15.1	13.8	14.0	13.8	13.8
PB	1.3	1.6	1.3	1.3	1.2

数据来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 07 月 06 日收盘价计算）

内容目录

1 四川省基建龙头，蜀道集团核心上市平台 4
1.1 聚焦工程建设，业务布局多元化 4
1.2 业绩持续回暖，盈利能力较强 5
1.3 财务质量改善，经营效率持续提升 6
2 省内基建需求景气，公司订单持续饱和 7
2.1 国家战略叠加下区域能级抬升，省内投资有望维持景气 7
2.2 “投建一体”深度绑定蜀道集团，区域龙头充分受益省内基建市场 10
3 聚焦主责主业，轻资产运营效率再提升 11
4 盈利预测 13
5 风险提示 14

图表目录

图 1：公司标志工程项目 4
图 2：公司发展历程 4
图 3：公司股权结构（截至 2026 年 4 月 29 日） 5
图 4：2025 年公司营收同比+7.34% 5
图 5：公司 2025 归母净利润同比微增 5
图 6：工程主业占比持续提升 6
图 7：工程施工毛利率阶段性承压 6
图 8：管理费用率较为稳定 6
图 9：公司减值风险较小 6
图 10：2025 年投资支出随出表显著收缩 7
图 11：公司净现比显著改善 7
图 12：公司货币资金回升 7
图 13：公司有息负债率持续降低 7
图 14：2019-2035 四川省高速公路规划示意图 8
图 15：2025 年中央对四川省转移支付达 6840 亿元，在全国居前 9
图 16：蜀道集团对公司收入贡献维持 50%以上 10
图 17：公司工程端毛利率领先同行 10
图 18：公司四川省内业务收入贡献在 80%以上 11
图 19：公司四川省内业务毛利率显著优于其他地区 11

图 20：公司长期维持较高的分红比例.....11
图 21：交易前后公司股权结构变化.....12
图 22：公司两大新兴业务营收.....12
图 23：公司两大新兴业务毛利率.....12
图 24：公司 2025 年新签订单同比实现高增.....13

表 1：四川省重大战略规划.....8
表 2：当前四川省内重点项目.....9
表 3：四川省 2024-2025 化债估算进度（单位：亿元）.....10
表 4：公司分业务盈利预测.....13
表 5：期间费用率预测.....14
表 6：可比公司估值比较.....14
表 7：可比公司财务分析.....14

1 四川省基建龙头，蜀道集团核心上市平台

1.1 聚焦工程建设，业务布局多元化

四川省内交通基建领军企业，积极构建全产业链布局。公司起源于上世纪 50 年代修建川藏公路的 18 军筑路工程队及西南公路局桥工处，是“两路”精神的重要缔造者。公司坚持“专业化分工、差异化发展”，持续开展延链、补链、强链，提升工程建设主业的竞争实力，业务覆盖公路、铁路、市政、房建、港航等“大土木”领域。截至 2025 年末，公司累计参与投资 BOT 高速公路里程达 3464 公里、PPP 项目投资规模达 290 亿元；设计端累计完成高速公路设计里程超 2000 公里；养护里程占四川省高速公路总里程超八成，是四川省内交通基建的领军建设企业。

图1: 公司标志工程项目



数据来源：公司公告、财通证券研究所

历史沿革深厚，剥离“新兴业务”聚焦主业发展。公司于 1999 年 12 月注册为股份有限公司，并在 2003 年 3 月在 A 股上市。2012 年，公司向铁投集团发行股份购买路桥集团 100%股权，施工资产实现整体上市，解决资产完整性问题。2021 年，铁投集团与交投集团合并组建蜀道集团，公司控股股东升级，并于 2022 年购买交建集团 95%股权等资产，对核心资产进行进一步整合，降低同业内部竞争。2024 年公司完成战略重组，将清洁能源集团、矿业集团股权变更为蜀道集团持股 60%，公司持股 40%且不再并表。资产层面上，公司更聚焦“大土木”主业，治理与利润结构进一步优化，并以明确的高分红政策把经营成果回馈股东。

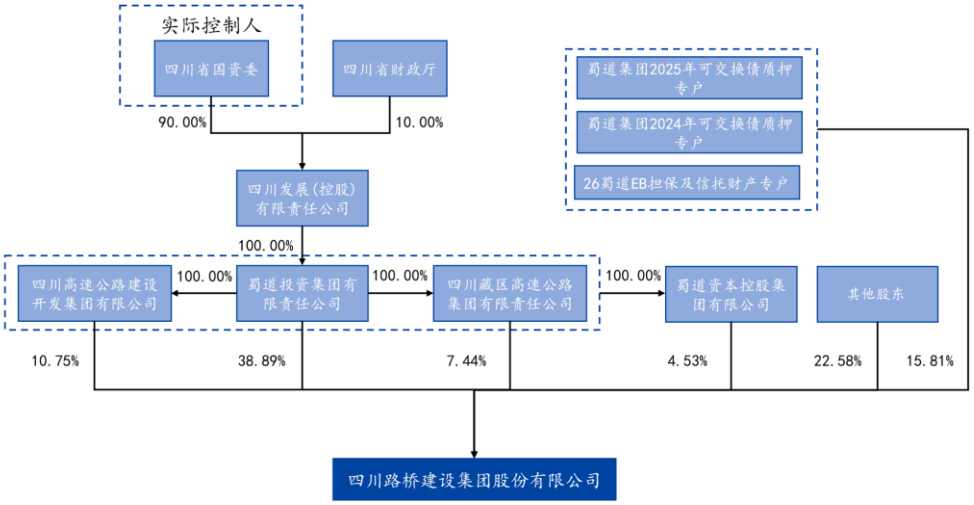
图2: 公司发展历程



数据来源：公司公告、财通证券研究所

公司股权结构高度集中，控股股东实力雄厚有望赋能公司发展。截至 2026 年 4 月 29 日，蜀道集团及其一致行动人川高公司、藏高集团、蜀道资本共持有的公司股份占总股本的比例为 77.42%，国有资本控股地位稳固。蜀道集团是省属国有资本投资公司和交通基础设施投资建设运营的核心主体，“投建一体”的模式下，其施工订单和融资资源可集中导向公司，充分赋能公司后续发展。

图3: 公司股权结构（截至 2026 年 4 月 29 日）

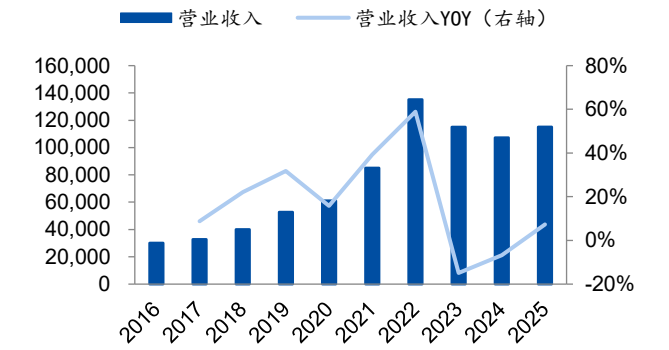


数据来源：公司公告、财通证券研究所

1.2 业绩持续回暖，盈利能力较强

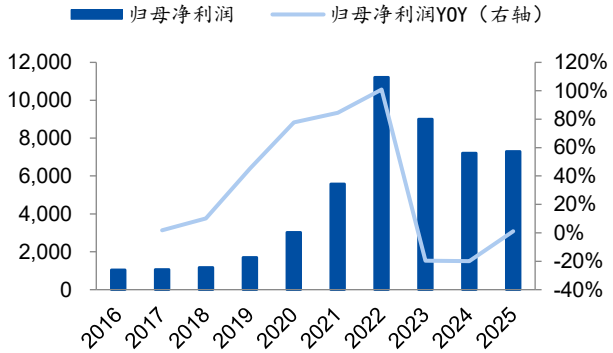
受益川内基建投资，公司收入业绩整体稳步上行。2016-2022 年公司收入从 301 亿元增长至 1352 亿元，期间 CAGR 达+28.44%，2022 年同比+59%，主要因四川省基建投资保持高位，公司订单充裕、项目加速推进。其中，2022 年公司收入及业绩同比显著高增，主要因公司收购交建集团后，成为蜀道集团工程建设板块唯一实施主体，高速公路及地方道路的市场份额大幅提升。2023 年起受宏观经济增速放缓影响，部分项目施工节奏调整，项目执行放缓挤压利润空间，公司收入与业绩均有下滑。2024 年公司战略重组将清洁能源集团、矿业集团出表并聚焦工程施工主业，2025 年公司收入业绩重回增长趋势，2025 年实现营收 1,151 亿元，同比+7.34%，归母净利润达 73 亿元，同比+1.00%。

图4: 2025 年公司营收同比+7.34%



数据来源：iFinD、财通证券研究所（单位：百万元）

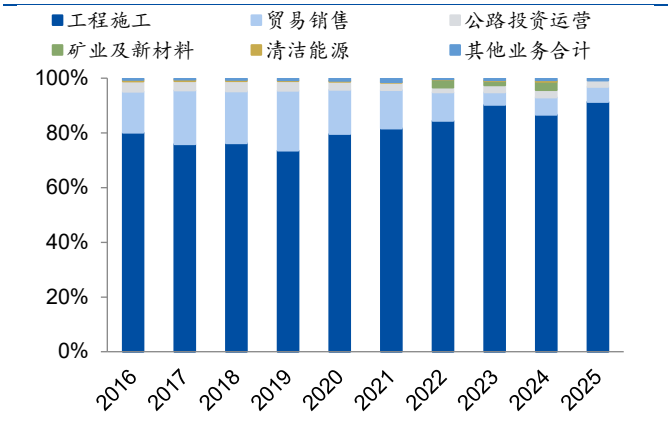
图5: 公司 2025 归母净利润同比微增



数据来源：iFinD、财通证券研究所（单位：百万元）

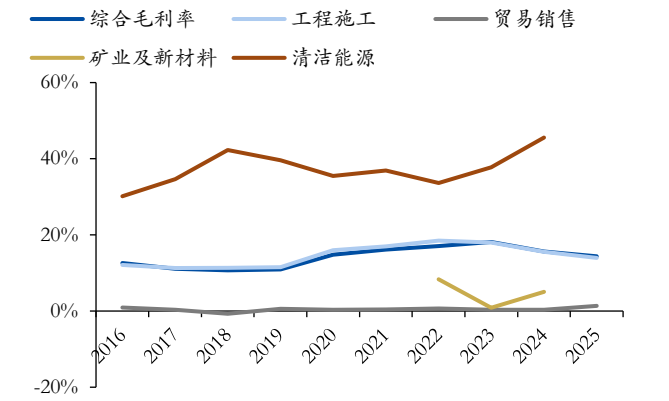
公司工程施工主业占比持续提升，毛利率阶段性承压。工程施工业务为公司核心营收来源，2024 年公司战略重组后，工程施工进一步突出，收入贡献从 2024 年的 86.68%提升至 2025 年的 91.37%。毛利率来看，受益于四川省内基建投资需求景气，公司工程施工毛利率自 2016 年起整体呈现上升趋势。2023 年以来受宏观经济下行影响，行业竞争加剧影响，公司毛利率水平阶段性承压，2025 年公司工程业务毛利率 13.95%，同比-1.61pct、综合毛利率 14.36%，同比-1.32pct。

图6: 工程主业占比持续提升



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图7: 工程施工毛利率阶段性承压

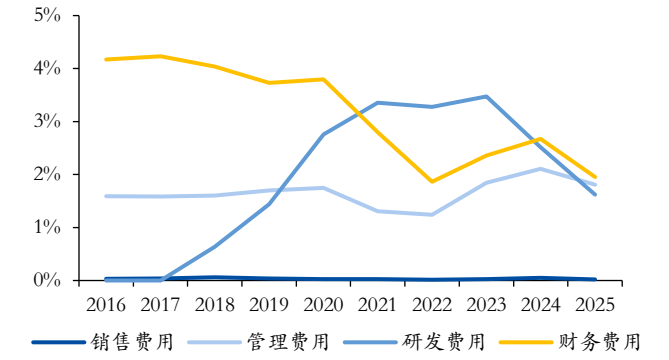


数据来源：iFinD、财通证券研究所

1.3 财务质量改善，经营效率持续提升

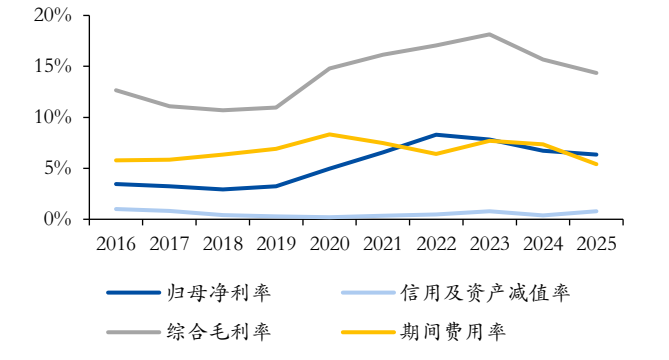
新兴业务出表后公司费用率水平改善明显。公司自 2017 年开始加码智能建造，数字化施工等技术投入，研发费用持续升高至 2023 年的 3.47%，2024 年后研发费用大幅下降，或因研发投入高峰期已过，公司将重心由研发转入推广阶段。后续自清洁能源集团、矿业集团出表后，费用率明显改善。2025 年公司综合毛利率同比-1.32pct 至 14.36%，主要受行业竞争加剧，业务毛利率承压影响。

图8: 管理费用率较为稳定



数据来源：iFinD、财通证券研究所

图9: 公司减值风险较小

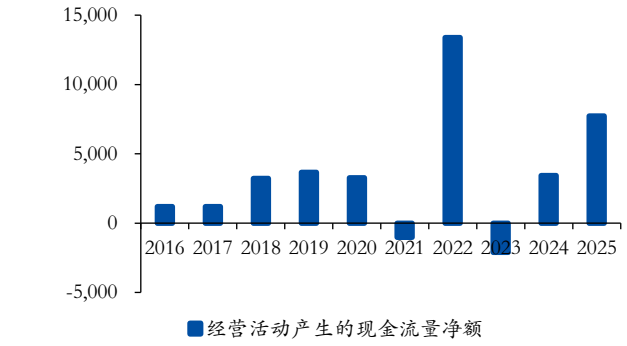


数据来源：iFinD、财通证券研究所

经营现金流整体净流入，2025 年回款显著改善。2021 年 5 月蜀道集团通过重组整合四川交投与四川铁投成立后，四川交投旗下川高、藏高等省内高速公路投资主体成为四川路桥股东，重组后公司现金流显著改善，2022 年经营性现金流净额达 133.89 亿元，净现比提升至 119.4%。2023 年受项目推进节奏放缓及收付款周期变化影响，现金流表现同比有所回落。2024 年以来，蜀道集团作为公司主要业主方，

积极实施对公司应收账款清欠，2025 年经营性现金流净额 77.23 亿元，同比+125.3%，公司净现比达 105.84%，同比+58.3pct，公司回款及造血能力显著改善。

图10: 2025 年投资支出随出表显著收缩



数据来源：iFinD、财通证券研究所（单位：百万元）

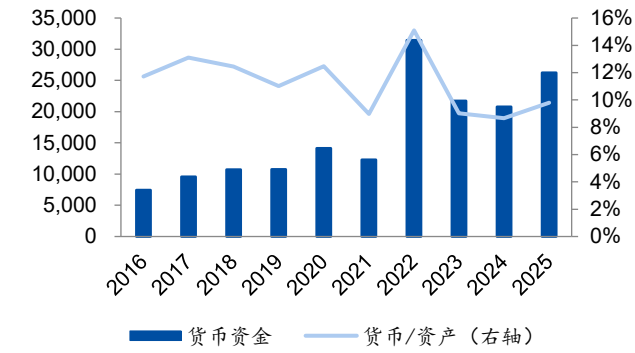
图11: 公司净现比显著改善



数据来源：iFinD、财通证券研究所

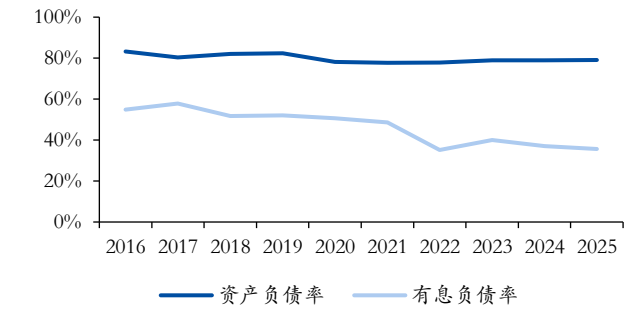
财务状况健康，账面资金充足。2016 年以来，公司资产负债率/有息负债率稳步下行，截至 2025 年分别达 79.12%/35.71%，，较 2016 年-4.12、-19.22pct。主要因将原有的矿业新材料和清洁能源板块出表后，公司自身的资产规模和负债规模整体下行，同时，2025 年以来公司通过专门推进资金归集和存量资金盘活，实现所有资金基本归集，大幅提升资金集约利用率，降低无效负债。公司账面资金储备充足，截至 2025 年公司货币资金达 262.3 亿元，同比+26.27%。货币资金相对充裕下，公司业务执行较为稳定，同时亦为公司后续分红提供充足保障。

图12: 公司货币资金回升



数据来源：iFinD、财通证券研究所（单位：百万元）

图13: 公司有息负债率持续降低



数据来源：iFinD、财通证券研究所

2 省内基建需求景气，公司订单持续饱和

2.1 国家战略叠加下区域能级抬升，省内投资有望维持景气

成渝地区双城经济圈叠加国家战略腹地，省内后续投资需求强劲。1）2024 年 9 月国务院批复《四川省国土空间规划（2021—2035 年）》，明确四川是“我国发展的战略腹地”，是支撑新时代西部大开发、长江经济带发展等国家战略实施的重要地区；在此定位下，四川省成为承担国家安全保障、产业链供应链稳定、资源能源开发、区域协同开放等复合功能的战略承载地；2）在成渝地区双城经济圈持续升维背景下，区域经济总量已快速做大。2025 年川渝地区 GDP 达到 10.14 万亿元，占全国比重升至约 7.2%。随着双城经济圈向全国区域发展“第四极”加速迈进，交通互联互通、物流体系升级、产业协同配套与公共服务一体化建设需求同步增长。

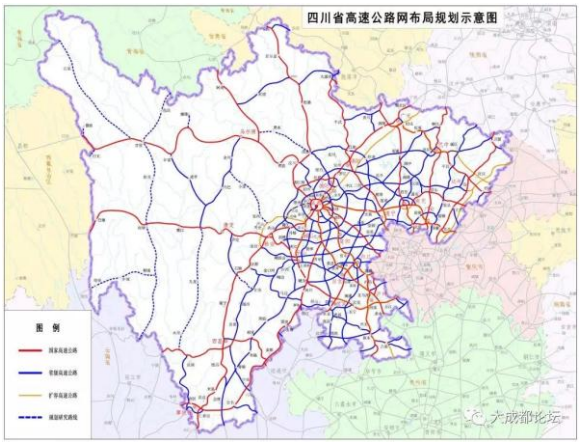
表1: 四川省重大战略规划

四川省投资主线	具体表现
国家战略腹地	重大项目储备 2.15 万亿元，2025 年重点项目投资超万亿元
成渝双城经济圈	2025 年 320 个共建项目完成投资 5332.4 亿元，2026 年 350 个项目计划投资 4992 亿元
“十四五”综合交通建设	综合交通投资 1.2 万亿元以上，公路水路投资 7000 亿元
高速公路扩容	高速公路总里程由 8140 公里提升至 1.1 万公里
交通强省延续	“十五五”进出川大通道目标 70 条以上

数据来源：四川省政府望，中国交通报，财通证券研究所

“十四五”期间四川省交通基建投资显著扩张，“十五五”期间进一步扩容。从规划端看，四川省“十四五”综合交通建设计划完成投资 1.2 万亿元以上，较“十三五”目标值增长 16.5%。2026 年 4 月发布的《四川省国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》提出，四川将围绕拓展多向连通的战略通道、增强国际航空枢纽功能、优化区域互联互通网络、促进通道网物流网数联网融合四大方向，加快建设交通强省，实现进出川大通道达 70 条以上。较“十四五”提出到 2025 年进出川大通道达到 53 条新增至少 17 条。

图14: 2019-2035 四川省高速公路规划示意图



数据来源：四川新闻网，财通证券研究所

重大项目稳步落地，省内实物工作量持续推进。2024 年 4 月四川印发《加快前期工作重点项目名单》，估算总投资 2.15 万亿元，涉及交通、能源、水利、产业多领域，相关项目与战略腹地定位相契合，有望持续重塑区域产业和经济发展动能。2025 年四川省 810 个省重点项目完成投资超万亿，年度投资完成率达 133.2%。

2025 年四川省提出谋划 4 个总投资 7360 亿元的交通“重大项目包”，为“十五五”公路水路完成万亿元投资奠定基础；并全面提速 2026 年计划开工的 13 个、总里程 1572 公里高速公路项目前期工作，同时启动 41 个、总里程 2790 公里公路项目前期工作，建立三年项目库，实现“两个五年规划”有效衔接。

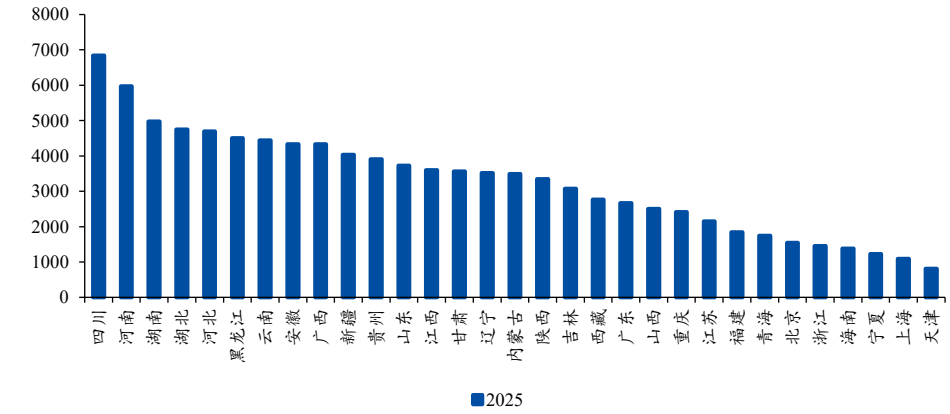
表2：当前四川省内重点项目

项目名称	投资金额	最新进展
成渝中线高铁（四川段）	约 183 亿元	全线隧道全部完工，即将进入轨道铺设阶段。
成达万高铁	851 亿元	光明隧道顺利贯通，全线隧道工程建设取得阶段性成果
绵遂内铁路（遂宁-内江段）	208.83 亿元	绵阳至遂宁段于 2024 年开工
南充至广安铁路	197.15 亿元	2025 年 9 月已开工，全长 93.8 公里，工期 4 年
成都外环铁路一期	约 533 亿元	积极推进，处于规划研究阶段
南三高速（南江-三台）	约 470 亿元	2026 年 3 月底正式开工，今年全省投资规模最大的交通项目，工期 3 年
镇广高速	约 489 亿元	镇广高速通江至广安段檬子梁隧道双幅顺利贯通，较计划工期提前 2 个月，镇广高速全线预计 2026 年建成通车。
西昭高速	314.17 亿元	在建推进，老营盘 1 号隧道右线已贯通，连接西昌与昭通
金西高速	约 496.52 亿元	于 2025 年 4 月开工建设
西香高速	约 587.38 亿元	全线第四座双幅贯通隧道邓家坪隧道顺利贯通，预计 2029 年全线通车
川汶高速	约 565.18 亿元	在建推进中，于 2025 年 10 月全线开工
炉康高速	约 344.17 亿元	于 2025 年 9 月破土动工
引大济岷工程	超 575 亿元	2025 年 11 月正式启动建设，总工期 96 个月（8 年）

数据来源：国务院网站、四川政府网、财通证券研究所

省财政资金实力充足，看好项目长期稳步落地。一方面，在重大政策支持下，中央对四川的支持力度全国居前，2025 年中央对四川省转移支付达 6840 亿元，位居全国各省之首；另一方面，据联合资信估算，2024-2025 年成都市自行化解的隐债规模为 1753 亿元，四川省隐债总化解规模不低于 2878 亿元。“中央+地方”多层次化债下，截至 2025 年末四川省隐性债务累计化解进度不低于 65%。在化债进展稳步推进及中央财政持续大力支持下，我们预计四川省内资金到位情况有望维持充足，相关项目实物工作量有望稳步推进落地。

图15：2025 年中央对四川省转移支付达 6840 亿元，在全国居前



数据来源：Wind、财通证券研究所（单位：亿元）

表3: 四川省 2024-2025 化债估算进度（单位：亿元）

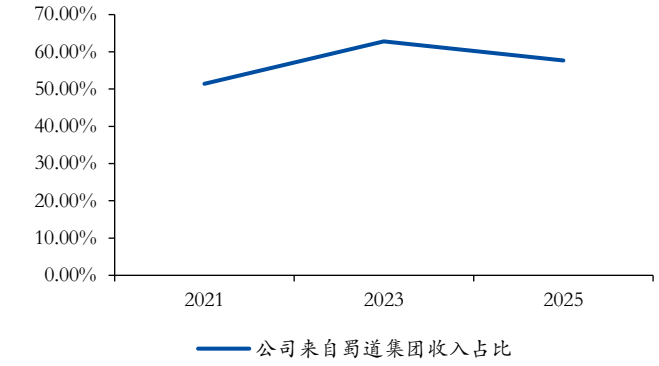
	全国	四川	成都
2023 年隐债余额	143000	8208	3384
置换隐债的地方政府债务限额(分三年发行)	60000	3444	1420
2024-2025 年隐债化解规模	/	5330	2707
其中:中央财政化解置换政策化解	/	3569	947
地方自行化解	/	1761	1761

数据来源：财政部、四川省财政厅、中证鹏元、财通证券研究所（下划线为中证鹏元估算数据）

2.2 “投建一体”深度绑定蜀道集团，区域龙头充分受益省内基建市场

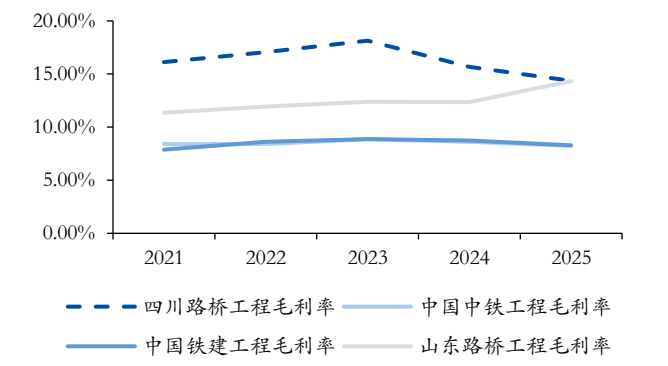
深度绑定大股东蜀道集团，独特的"投建一体"模式构筑核心壁垒。公司与大股东蜀道集团深度绑定，通过"投建一体"模式，公司以少量股权投资参与蜀道集团主导的基建项目，从而作为投资人直接获取施工总承包业务，避免了公开市场的低价竞标。从收入结构来看，2021 年以来公司 50%以上收入均来自控股股东蜀道集团。此外，该模式保证了公司订单的稳定性和较高的盈利能力，公司 2021 年以来工程端毛利率均在 10%以上，显著高于同行建筑企业。

图16: 蜀道集团对公司收入贡献维持 50%以上



数据来源：Wind、财通证券研究所

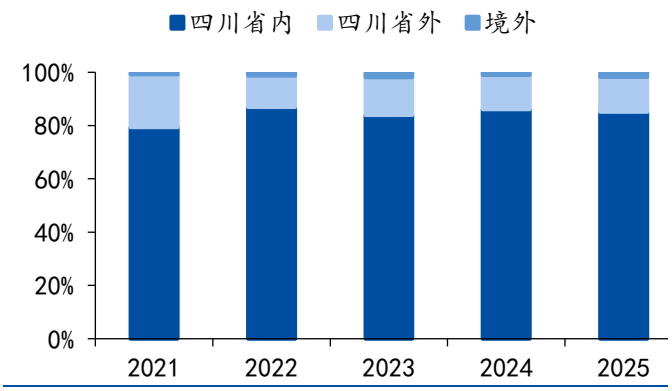
图17: 公司工程端毛利率领先同行



数据来源：Wind、财通证券研究所

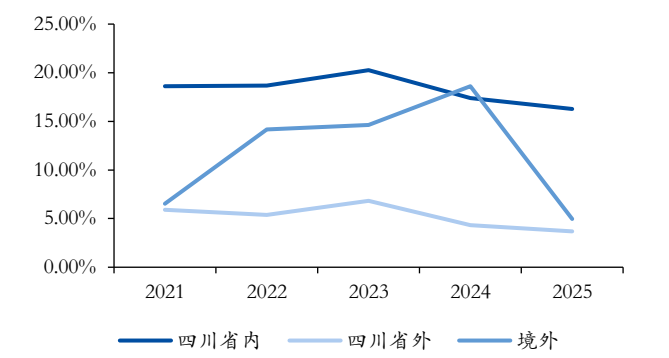
坐拥四川省万亿级基建市场，区域龙头充分受益。蜀道集团是省属国有资本投资公司和交通基础设施投资建设运营的核心主体，累计投资建设运营高速公路超 1.2 万公里、铁路超 6700 公里，占全省总量约七成，建成 43 条出川大通道。依托控股股东在省内基建投资领域的主导地位，公司直接受益于区域持续高强度的基建投资， 2022 年以来公司 80%以上的收入来自四川省内。

图18: 公司四川省内业务收入贡献在80%以上



数据来源：iFind、财通证券研究所

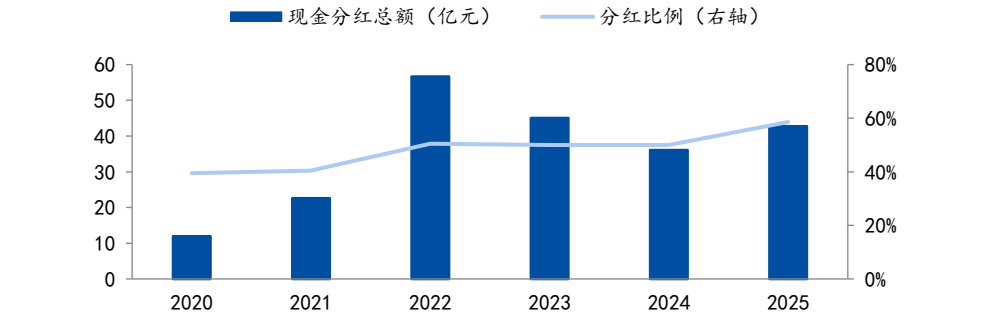
图19: 公司四川省内业务毛利率显著优于其他地区



数据来源：iFind、财通证券研究所

高分红政策常态化，股东回报价值明确。公司与大股东形成了"投建一体+高持股比例+高分红比例"的良性发展模式。公司通过"投建一体"获取高利润，再通过高比例分红将现金返还给控股股东的蜀道集团，为其后续投资提供现金流支持，以此形成良性正循环。2025 年公司发布《四川路桥未来三年（2025 年度-2027 年度）股东回报规划》，规划期内每一年度以现金方式分配的利润不低于当年度归属于上市公司股东净利润的 60%，持续强化投资者回报。高分红比例下，公司股息率位于行业较高水平，截至 2026 年 7 月 2 日，公司股息率达 4.95%，股东回报可观。

图20: 公司长期维持较高的分红比例

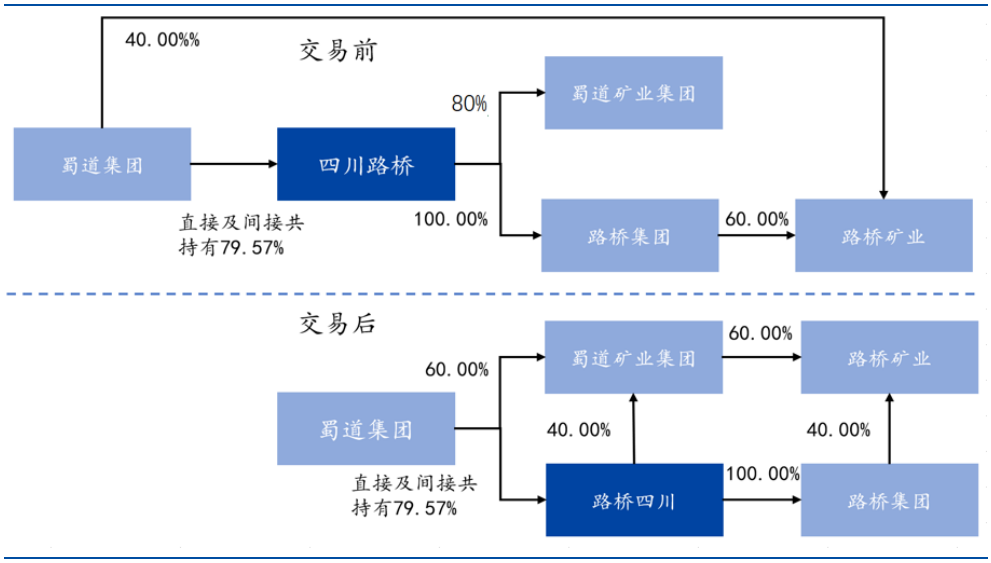


数据来源：Wind、财通证券研究所

3 聚焦主责主业，轻资产运营效率再提升

公司此前围绕“工程建设、矿业及新材料、清洁能源”的“1+2”产业布局推进多元发展，其中 1）矿业及新材料板块已覆盖矿山资源开发、磷矿及铜金多金属矿、钾盐矿以及锂电正极材料、磷酸铁锂、废旧锂电池回收等业务。到 2023 年末，公司拥有矿山超 10 座，主要分布于四川南江县、马边县、会东县及厄立特里亚等地；阿斯马拉铜金多金属矿、克尔克贝特金多金属矿、库鲁里钾盐矿等海外项目持续推进，新锂想三元正极材料项目、蜀能矿产磷酸铁锂项目、蜀矿环锂废旧锂电池回收项目一期等已建成投产。2）清洁能源方面，公司此前通过收购毛尔盖公司、推进水光互补与分布式光储项目，逐步形成水电、风电、光伏协同布局；2023 年清洁能源板块实现营业收入 4.58 亿元，同比增长 130.31%，截至 2023 年末公司含托管在建及运营的清洁能源权益装机约 540 万千瓦，并已落地新疆吐鲁番光热+光伏一体化、凉山会东光伏、盐源牦牛坪光伏及高速公路分布式光储等项目。

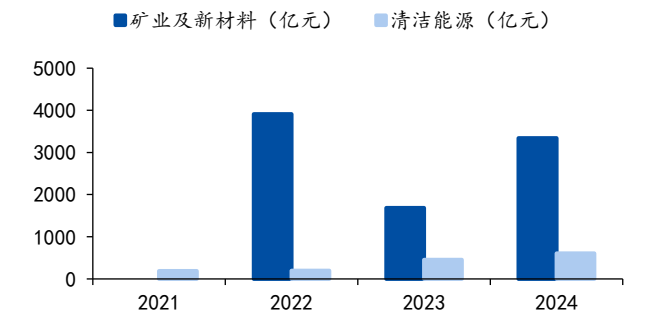
图21：交易前后公司股权结构变化



数据来源：iFinD、财通证券研究所

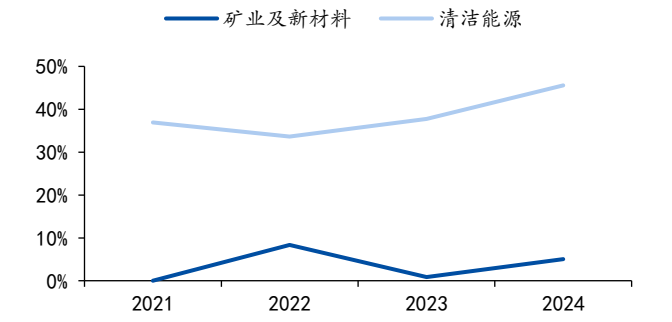
矿业及新材料、清洁能源两大新兴板块普遍具有投资周期长、资本开支大、培育期利润波动强等特征。在此背景下，公司于 2024 年 12 月对相关业务实施股权重组：清洁能源集团由蜀道集团以股权及现金合计 60.31 亿元增资后，注册资本由 30 亿元增至 75 亿元，股权结构变更为蜀道集团 60%、四川路桥 40%；矿业集团由蜀道集团受让股份并增资后，注册资本由 30 亿元增至 60 亿元，股权结构同样调整为蜀道集团 60%、四川路桥 40%，同时路桥矿业股权结构变更为矿业集团 60%、路桥集团 40%。交易完成后，四川蜀道清洁能源集团、四川蜀道矿业集团、四川路桥矿业投资开发有限公司均不再纳入公司合并报表范围，公司转而以 40%参股方式继续参与矿业新材料与清洁能源领域的投资运营。

图22：公司两大新兴业务营收



数据来源：Wind、财通证券研究所

图23：公司两大新兴业务毛利率

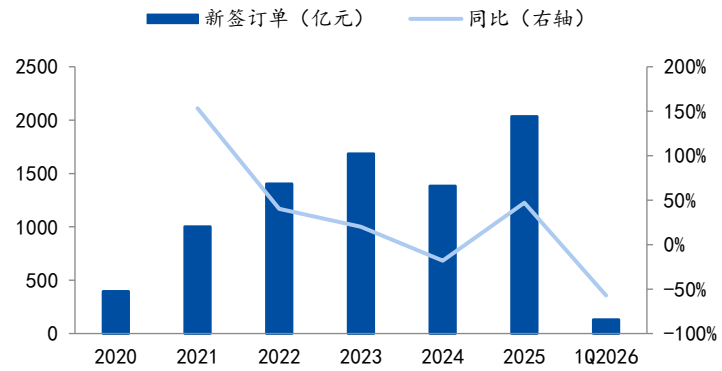


数据来源：Wind、财通证券研究所

聚焦主责主业，轻装上阵财务压力有望缓解。公司整体经营策略已从原有“1+2”结构，实质转向聚焦工程建设与桥梁装备主业、以参股方式分享矿业和新能源成长红利的新阶段。一方面，蜀道集团将矿业、清洁能源等重资产新兴产业上收为集团控股平台，又推动更贴近施工主业的桥梁功能部件资产向四川路桥归集，意味着公司未来的资产结构将更加围绕交通基建施工主链条展开，使公司主业边界更清晰，资本与管理资源更集中于最具竞争优势的工程建设和产业链延伸领域。从公司订单层面来看，得益于“投建一体”下控股股东的深度赋能，公司新签订单从 2020 年 395 亿元稳步增至 2025 年 2035 亿元，期间 CAGR 达 38.8%。其中，

得益于公司进一步聚焦主责主业，2025年公司新签订单同比高增47%；另一方面，新兴板块未来大规模资本金投入、培育期亏损及现金流压力由集团更多承接，有助于改善上市公司 ROE、自由现金流和分红可持续性，截至 2026 年 7 月 2 日，公司股息率达 5.93%，位于全 A 上市公司前 1.65%。

图24: 公司 2025 年新签订单同比实现高增



数据来源：iFinD，财通证券研究所

4 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年实现营收增速分别为 3.8%、3.4%、3.5%；其中，公司目前在手订单充裕，“十五五”期间四川省内众多大型项目稳步推进，公司工程端收入有望维持稳健正增长，预计公司 2026-2028 年工程施工业务营收分别+3.8%、+3.4%、+3.5%。同时，在“投建一体”及“十五五”期间优质重大项目稳步落地的背景下，预计公司工程端毛利率有望稳步改善；公司贸易销售及高速公路运营业务维持稳步推进，预计 2026-2028 年将维持小个位数增幅。

表4: 公司分业务盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
工程施工					
营业收入	929.52	1,051.73	1,091.70	1,128.81	1,168.32
YoY	-10.5%	13.1%	3.8%	3.4%	3.5%
毛利率	15.6%	13.9%	14.1%	14.0%	14.1%
贸易销售					
营业收入	67.06	62.80	64.06	65.34	66.65
YoY	28.4%	-6.4%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	0.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
高速公路投资运营					
营业收入	28.84	27.59	29.24	30.71	32.24
YoY	28.4%	-6.4%	2.0%	2.0%	2.0%
毛利率	63.4%	63.1%	60.0%	60.0%	60.0%
营业总收入	1,072.38	1,151.11	1,194.44	1,234.59	1,277.23
YoY	-6.8%	7.3%	3.8%	3.4%	3.5%
毛利率	15.7%	14.4%	14.5%	14.4%	14.5%

数据来源：Wind，财通证券研究所

我们预计公司在“十五五”期间收入规模稳步增加的背景下，公司内部管理效能有望持续增强，销售、管理费用有望持续稳定在相对较低的水平。同时公司研发高峰已过，预计“十五五”期间研发费用率或整体略有收窄。

表5：期间费用率预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.05%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用率	2.11%	1.81%	1.80%	1.80%	1.76%
研发费用率	2.52%	1.62%	1.50%	1.50%	1.45%

数据来源：Wind，财通证券研究所

我们预计公司 2026-2028 年归母净利润 78、82、86 亿元，同比+7%、+5%、+6%，该预测下，结合公司每年不低于 60%的分红比例规划，预计公司 2026 年现金分红金额达 46.8 亿元，对应公司当前市值的股息率达 6.1%，有望实现较好的股东回报。当前公司高股息构建的下方安全边际稳健，叠加后续业绩有较好改善预期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值比较

代码	简称	总市值（亿元）	收盘价	EPS					PE				
				2024	2025	2026E	2027E	2028E	2024	2025	2026E	2027E	2028E
000498.SZ	山东路桥	75.91	4.89	1.23	1.16	1.33	1.43	1.55	3.98	4.21	3.68	3.42	3.15
600502.SH	安徽建工	78.10	4.55	0.78	0.80	0.95	1.01	1.10	5.83	5.69	4.79	4.50	4.14
002061.SZ	浙江交科	96.01	3.59	0.50	0.36	0.40	0.43	0.48	7.18	9.97	8.98	8.35	7.48
行业平均									5.67	6.62	5.81	5.42	4.92
600039.SH	四川路桥	744.34	8.56	0.83	0.84	0.90	0.94	0.99	10.31	10.19	9.55	9.09	8.62

数据来源：Wind，财通证券研究所
注：股价市值相关数据截至 2026 年 7 月 6 日；浙江交科采用 Wind 一致预期，其余均采用财通证券研究所预测。

表7：可比公司财务分析

		销售毛利率（%）			销售期间费用率（%）			归母净利率（%）		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
000498.SZ	山东路桥	12.9	13.2	14.4	6.5	6.4	6.4	3.1	3.3	3.2
600502.SH	安徽建工	12.4	12.4	14.8	7.0	7.0	7.9	1.7	1.4	1.8
002061.SZ	浙江交科	8.0	7.9	7.5	3.9	4.3	4.1	2.9	2.7	2.1
行业平均		11.1	11.2	12.2	5.8	5.9	6.1	2.6	2.5	2.4
600039.SH	四川路桥	18.1	15.7	14.4	7.7	7.3	5.4	7.8	6.7	6.3
		经营性现金流/营业利润（%）			资产负债率（%）			存货周转天数（天）		
		2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
000498.SZ	山东路桥	-106.1	-140.5	6.7	76.6	78.3	76.5	288.5	378.3	465.4
600502.SH	安徽建工	140.1	46.3	42.2	86.0	86.5	86.5	168.5	170.7	221.2
002061.SZ	浙江交科	31.3	58.2	87.9	78.3	78.2	77.2	227.2	254.0	268.8
行业平均		21.8	-12.0	45.6	80.3	81.0	80.1	228.1	267.7	318.5
600039.SH	四川路桥	-19.2	37.5	82.6	78.9	78.9	79.1	273.3	329.2	325.7

数据来源：Wind，财通证券研究所

5 风险提示

稳增长力度不及预期：建筑行业景气度受整体稳增长力度影响较大，若稳增长进

度不及预期，或导致固投增速压力较大，基建资金到位不足影响公司项目结转。

分红比例不及预期：公司高分红比例是股东回报的重要前提，若后续分红比例不及预期，或影响我们对公司的价值判断。

订单推进不及预期：若资金到位放缓，或导致公司在手订单结转受阻，公司收入形成不及预期，进而影响公司业绩。

公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**107238.18**	**115111.41**	**119444.09**	**123458.64**	**127723.19**
减:营业成本	90427.18	98585.22	102172.05	105685.43	109184.87
营业税费	390.37	208.60	238.89	246.92	255.45
销售费用	56.88	22.42	23.89	24.69	25.54
管理费用	2260.06	2081.96	2149.99	2222.26	2247.93
研发费用	2698.07	1868.93	1791.66	1851.88	1851.99
财务费用	2864.38	2249.19	1864.47	1925.24	2262.58
资产减值损失	-200.19	-131.24	-470.00	-180.00	-100.00
加:公允价值变动收益	**1.37**	**6.71**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
投资和汇兑收益	831.42	85.36	119.44	123.46	127.72
营业利润	**9143.80**	**9353.43**	**9936.18**	**10432.11**	**11011.97**
加:营业外净收支	11.24	7.05	7.05	7.05	7.05
利润总额	**9155.04**	**9360.48**	**9943.23**	**10439.16**	**11019.02**
减:所得税	1790.48	1900.99	1988.65	2087.83	2203.80
净利润	**7209.87**	**7296.87**	**7795.49**	**8184.30**	**8638.91**

资产负债表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	20776.12	26233.12	28333.66	32086.56	34709.57
交易性金融资产	19.25	25.97	25.97	25.97	25.97
应收账款	27071.64	40333.22	43791.53	44539.93	45505.77
应收票据	228.12	114.52	119.44	123.46	127.72
预付账款	2999.27	2964.62	3065.16	3170.56	3275.55
存货	5948.89	5702.54	5556.23	5651.41	5765.83
其他流动资产	13534.27	13740.63	13890.63	13990.63	14090.63
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期股权投资	10019.21	9087.83	9087.83	9087.83	9087.83
投资性房地产	188.28	181.50	181.50	181.50	181.50
固定资产	2590.45	2684.21	2927.20	3041.01	3071.75
在建工程	1340.72	1870.49	2144.85	3211.78	5211.78
无形资产	31782.63	30964.23	30153.25	29359.77	28573.79
其他非流动资产	6885.06	6739.15	6643.47	6643.47	6643.47
资产总额	**239773.35**	**267673.54**	**275193.75**	**283456.59**	**291931.16**
短期债务	846.32	942.83	892.83	862.83	842.83
应付账款	79646.60	91865.78	93657.72	96878.31	100086.13
应付票据	1545.30	1370.91	1419.06	1467.85	1516.46
其他流动负债	12947.00	13673.80	14173.80	14673.80	15173.80
长期借款	52656.79	58604.57	58677.86	58677.86	58677.86
其他非流动负债	25.45	174.12	175.33	175.33	175.33
负债总额	**189113.55**	**211795.06**	**216121.49**	**220825.60**	**225543.76**
少数股东权益	**2823.20**	**3061.42**	**3220.51**	**3387.53**	**3563.84**
股本	8712.26	8695.59	8695.59	8695.59	8695.59
留存收益	32240.21	35915.52	39144.72	42536.43	46116.54
股东权益	**50659.80**	**55878.47**	**59072.25**	**62630.99**	**66387.40**

现金流量表（百万元）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	7209.87	7296.87	7795.49	8184.30	8638.91
加:折旧和摊销	2373.51	2120.67	1450.81	1635.89	1785.24
资产减值准备	410.57	922.57	1470.00	1280.00	1100.00
公允价值变动损失	-1.37	-6.71	0.00	0.00	0.00
财务费用	2973.34	2330.52	2171.74	2171.91	2651.79
投资收益	-831.42	-85.36	-119.44	-123.46	-127.72
少数股东损益	154.69	162.62	159.09	167.03	176.30
营运资金的变动	-8829.26	-4891.53	-3521.89	-641.72	-948.65
经营活动产生现金流量	**3427.38**	**7722.66**	**9439.08**	**12666.89**	**13268.83**
投资活动产生现金流量	**-10162.30**	**-3053.16**	**-1305.92**	**-1919.49**	**-2915.23**
融资活动产生现金流量	**7909.55**	**316.77**	**-5981.24**	**-6964.50**	**-7710.60**

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入增长率	-6.8%	7.3%	3.8%	3.4%	3.5%
营业利润增长率	-17.2%	2.3%	6.2%	5.0%	5.6%
净利润增长率	-19.9%	1.2%	6.8%	5.0%	5.6%
EBITDA 增长率	-13.1%	0.4%	-3.6%	5.6%	7.6%
EBIT 增长率	-18.3%	2.7%	1.5%	4.7%	7.4%
NOPLAT 增长率	-20.3%	1.7%	1.9%	4.7%	7.4%
投资资本增长率	-4.9%	8.9%	3.1%	2.6%	2.7%
净资产增长率	-0.2%	10.3%	5.7%	6.0%	6.0%
利润率					
毛利率	15.7%	14.4%	14.5%	14.4%	14.5%
营业利润率	8.5%	8.1%	8.3%	8.4%	8.6%
净利润率	6.9%	6.5%	6.7%	6.8%	6.9%
EBITDA/营业收入	12.8%	12.0%	11.1%	11.3%	11.8%
EBIT/营业收入	10.6%	10.1%	9.9%	10.0%	10.4%
运营效率					
固定资产周转天数	27	8	8	9	9
流动营业资本周转天数	**16**	**31**	**43**	**43**	**41**
流动资产周转天数	509	533	565	570	572
应收账款周转天数	80	105	127	129	127
存货周转天数	23	21	20	19	19
总资产周转天数	807	793	818	814	811
投资资本周转天数	416	394	402	400	397
投资回报率					
ROE	15.1%	13.8%	14.0%	13.8%	13.8%
ROA	3.1%	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%
ROIC	7.6%	7.1%	7.0%	7.1%	7.4%
费用率					
销售费用率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用率	2.1%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
财务费用率	2.7%	2.0%	1.6%	1.6%	1.8%
三费/营业收入	4.8%	3.8%	3.4%	3.4%	3.6%
偿债能力					
资产负债率	78.9%	79.1%	78.5%	77.9%	77.3%
负债权益比	373.3%	379.0%	365.9%	352.6%	339.7%
流动比率	1.20	1.27	1.29	1.30	1.31
速动比率	0.39	0.48	0.51	0.52	0.53
利息保障倍数	3.81	4.99	5.44	5.69	5.01
分红指标					
DPS(元)	0.41	0.49	0.52	0.55	0.58
分红比率	0.50	0.59	0.59	0.59	0.59
股息收益率	5.7%	4.9%	6.1%	6.4%	6.8%

业绩和估值指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS(元)	0.83	0.84	0.90	0.94	0.99
BVPS(元)	5.49	6.07	6.42	6.81	7.22
PE(X)	8.8	11.8	9.5	9.1	8.6
PB(X)	1.3	1.6	1.3	1.3	1.2
P/FCF					
P/S	0.6	0.8	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	8.2	9.9	9.2	8.5	7.7
CAGR(%)					
PEG	—	9.8	1.4	1.8	1.6
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind，财通证券研究所（以 2026 年 07 月 06 日收盘价计算）

仅供内部参考，请勿外传！

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%～10%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；
无评级：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。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：
看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；
中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；
看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。
A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；中国香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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邀请或向他人作出邀请。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。
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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。
本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；
本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。