

## 省内交通投资力度大, 看好23年业绩提速

### 投资要点

- **事件:** 公司发布年报, 2022年全年实现营业收入650.2亿元, 同比增长13.0%, 实现归属于母公司所有者的净利润25.1亿元, 同比增长17.3%, 摊薄EPS 0.11元。
- **业绩基本符合预期, 看好23年业绩提速。** 2022年全年实现营业收入650.2亿元, 同比增长13.0%, 实现归属于母公司所有者的净利润25.1亿元, 同比增长17.3%, 业绩基本符合预期, 随着公司各项业务恢复正常, 看好23年业绩提速。公司以路桥工程施工与养护施工为主营, 2022年实现营业收入分别592.5亿元(+0.95%), 32.8亿元(-0.44%)。公司采取区域化经营开发策略, 不断巩固原有传统市场、开辟新市场, 首次开拓尼泊尔、坦桑尼亚、马达加斯加、阿联酋、土耳其、尼日利亚和黑山7个国家别市场, “走出去”步伐加快。2022年华东区域营收479.2亿元, 占比73.7%; 海外营收32.1亿元, 占比5.0%。
- **公司加强“两金”压降和清收管理, 现金流表现出色。** 公司2022年实现毛利润79.3亿元, 毛利率12.2%, 同比+0.4pp, 净利率4.9%, 同比+0.1pp。其中, 路桥施工业务实现毛利率11.7%, 同比+0.5pp; 路桥养护施工业务实现毛利率16.6%, 同比+2.9pp。期间费用率5.6%, 同比+0.1pp, 主要系管理费用同比+11.0%所致; 22年研发立项增多, 研发费用16.8亿元, 同比+33.8%。经营活动产生的现金流量净额1.5亿元, 同比大幅增长106.5%, 原因是22年公司持续加强“两金”压降和清收管理, 着力做好工程计量管理, 并大力推广商业汇票、供应链等支付方式, 最大限度减少销售收款与资金支付的错配, 较好地改善了公司经营活动产生的现金流量。计提资产和信用减值损失共5.2亿元, 同比多提1.5亿元。收现比62.63%, 付现比56.0%。
- **巩固山东市场的同时, 加大对省外、国外市场开拓力度。** 2022年公司实现中标额876.2亿元, 同比-13.3%。公司在巩固山东传统市场的同时, 加大对省外、国外市场开拓力度, 省内市场中标472.5亿元, 占比53.9%; 省外市场聚焦区域化经营, 扎根四川、云南、河南等重点区域, 省外中标339.4亿元, 占比38.7%; 海外市场新签合同额首次突破60亿元, 达到64.3亿元, 占比7.4%。
- **省内交通投资力度大, 公司业务潜力足。** 从区域市场看, 2023年山东省政府工作报告指出, 23年要大力深化基础设施“七网”行动。加快交通强国示范区建设, 交通投资完成3100亿元以上: 高铁方面, 开工京沪高铁辅助通道潍坊至宿迁段和青岛连接线, 加快建设雄商、津潍、潍烟、济滨等6个项目, 建成济郑、莱荣高铁; 高速公路方面, 开工济南至宁津等13个项目, 加快东营至青州改扩建等23个项目, 建成济青中线智慧高速公路; 计划完成新建和改造提升农村公路7000公里。资本运作方面, 2022年公司申请公开发行48.36亿元可转债项目, 本次可转债是公司上市十余年来最大规模的资本市场再融资, 为公司项目建设提供强有力的资金支持, 转股后还将降低资产负债率, 实现良性循环和健康发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2023-2025年归母净利润为30.5亿元, 36.6亿元, 43.1亿元。给予公司2023年5倍PE, 对应目标价9.80元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、中标不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	650.2	745.1	890.1	1064.0
增长率	13.0%	14.6%	19.5%	19.5%
归属母公司净利润(亿元)	25.0	30.5	36.6	43.1
增长率	17.3%	21.9%	20.0%	17.6%
每股收益EPS(元)	1.60	1.96	2.35	2.76
净资产收益率ROE	13.8%	15.2%	15.3%	15.6%
PE	5	5	4	3
PB	0.8	1.3	1.0	0.8

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春  
执业证号: S1250517090004  
电话: 021-58351883  
邮箱: yyc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	15.61
流通A股(亿股)	14.58
52周内股价区间(元)	6.76-11.68
总市值(亿元)	124.41
总资产(亿元)	818.88
每股净资产(元)	6.93

### 相关研究

1. 山东路桥(000498): 盈利能力提升, 新中标环比改善 (2022-10-29)
2. 山东路桥(000498): 业绩大幅提升, 主业核心优势凸显 (2022-08-31)
3. 山东路桥(000498): 业绩持续高增长, 进一步打开成长空间 (2022-04-28)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：2022 年公司积极拓展新领域，持续优化产业结构，不断提升市政、铁路、轨道交通、港航水利、产业园区、片区开发、城市更新、水环境治理等板块的竞争力，我们推测 2023-2025 路桥施工业务增速为 15.0%、20.0%、20.0%，毛利率 12%、12%、12%；

假设 2：公司未来将继续致力于发展绿色养护产业，预计公司养护工程施工业务 2023-2025 年增速为 10.0%、15.0%、15.0%，毛利率 15%、15%、15%；

假设 3：公司设计咨询与施工业务一体化发展，预计 2023-2025 年该业务增速为 30.0%、30.0%、30.0%，毛利率 35%、35%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
路桥施工	收入	592.5	681.3	817.6	981.1
	增速	14.2%	15.0%	20.0%	20.0%
	成本	523.2	599.58	719.50	863.39
	毛利率	11.7%	12.0%	12.0%	12.0%
养护工程施工	收入	32.8	36.1	41.5	47.7
	增速	3.86%	10.00%	15.00%	15.00%
	成本	27.4	30.69	35.29	40.58
	毛利率	16.6%	15.0%	15.0%	15.0%
周转材料、设备租赁及其他	收入	7.2	7.6	7.9	8.3
	增速	-0.96%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	5.0	6.1	6.4	6.9
	毛利率	30.4%	20.0%	20.0%	17.0%
商品混凝土加工及材料销售	收入	11.6	12.2	12.8	13.5
	增速	3.01%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	11.5	11.6	12.2	12.8
	毛利率	0.9%	5.0%	5.0%	5.0%
工程设计咨询	收入	6.1	7.9	10.2	13.3
	增速	-5.02%	30.00%	30.00%	30.00%
	成本	3.8	5.1	6.7	8.7
	毛利率	37.5%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	收入	650.2	745.1	890.1	1064.0
	增速	13.0%	14.6%	19.5%	19.5%
	成本	570.9	653.0	780.0	932.3
	毛利率	12.2%	12.4%	12.4%	12.4%

数据来源：Wind, 西南证券

同行业可比公司 2023 年平均估值 6.01 倍，根据可比公司估值，给予公司 2023 年 5 倍 PE，对应目标价 9.8 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2023/4/24)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600039.SH	四川路桥	15.48	2.05	2.48	3.31	7.57	6.24	4.68
601668.SH	中国建筑	6.24	1.40	1.56	1.67	4.45	4.00	3.74
平均值						6.01	5.12	4.21

数据来源：wind，西南证券整理

## 风险提示

宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险、中标不及预期风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	650.19	745.10	890.14	1064.00	净利润	31.73	38.90	46.59	54.82
营业成本	570.93	653.04	779.98	932.35	折旧与摊销	8.62	5.43	7.33	9.23
营业税金及附加	1.52	1.72	2.07	2.47	财务费用	3.91	3.65	4.45	6.92
销售费用	0.06	0.15	0.13	0.18	资产减值损失	-2.88	-3.00	-2.94	-2.97
研发管理费用	32.14	36.84	44.01	52.60	经营营运资本变动	8.08	-80.82	-34.70	-29.66
财务费用	3.91	3.65	4.45	6.92	其他	-47.94	5.53	4.32	1.63
资产减值损失	-2.88	-3.00	-2.94	-2.97	<b>经营活动现金流净额</b>	1.52	-30.30	25.06	39.97
投资收益	1.95	0.98	0.50	0.66	资本支出	-22.69	-23.00	-20.00	-20.00
公允价值变动损益	0.00	-0.04	-0.03	-0.03	其他	-8.12	-21.02	-29.36	-30.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-30.82	-44.02	-49.36	-50.15
<b>营业利润</b>	38.79	47.64	57.04	67.14	短期借款	14.74	94.71	38.94	42.42
其他非经营损益	0.10	0.04	0.07	0.05	长期借款	29.87	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	38.89	47.68	57.10	67.19	股权融资	0.20	0.00	0.00	0.00
所得税	7.16	8.78	10.51	12.37	支付股利	0.00	-3.76	-4.58	-5.50
净利润	31.73	38.90	46.59	54.82	其他	-23.52	-9.14	4.44	-9.37
少数股东损益	6.68	8.37	9.95	11.74	<b>筹资活动现金流净额</b>	21.29	81.82	38.80	27.56
归属母公司股东净利润	25.05	30.53	36.64	43.09	<b>现金流量净额</b>	-7.73	7.50	14.50	17.39
资产负债表 (亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	67.01	74.51	89.01	106.40	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	157.33	186.41	218.34	262.47	销售收入增长率	13.03%	14.60%	19.47%	19.53%
存货	25.71	29.41	33.12	40.99	营业利润增长率	14.30%	22.81%	19.72%	17.72%
其他流动资产	482.89	597.22	714.45	854.18	净利润增长率	15.34%	22.60%	19.77%	17.67%
长期股权投资	57.78	57.78	57.78	57.78	EBITDA 增长率	14.75%	10.52%	21.32%	21.03%
投资性房地产	3.25	3.25	3.25	3.25	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	82.11	79.45	76.79	74.13	毛利率	12.19%	12.36%	12.38%	12.37%
无形资产和开发支出	6.40	26.76	42.22	55.78	三费率	5.55%	5.45%	5.46%	5.61%
其他非流动资产	148.01	171.38	200.80	231.11	净利率	4.88%	5.22%	5.23%	5.15%
<b>资产总计</b>	1030.50	1226.18	1435.78	1686.10	ROE	13.82%	15.25%	15.35%	15.58%
短期借款	59.66	154.37	193.31	235.73	ROA	3.08%	3.17%	3.25%	3.25%
应付和预收款项	484.37	549.73	658.05	786.75	ROIC	18.69%	16.74%	15.12%	15.48%
长期借款	82.86	82.86	82.86	82.86	EBITDA/销售收入	7.89%	7.61%	7.73%	7.83%
其他负债	174.09	184.06	198.04	228.97	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	800.98	971.02	1132.25	1334.31	总资产周转率	0.70	0.66	0.67	0.68
股本	21.52	15.61	15.61	15.61	固定资产周转率	19.18	21.85	28.30	36.96
资本公积	12.89	18.81	18.81	18.81	应收账款周转率	6.81	6.77	6.81	6.87
留存收益	91.36	118.14	150.20	187.79	存货周转率	22.52	23.70	24.17	24.18
归属母公司股东权益	157.10	174.36	212.79	249.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	62.63%	—	—	—
少数股东权益	72.43	80.79	90.75	102.48	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	229.52	255.16	303.53	351.79	资产负债率	77.73%	79.19%	78.86%	79.14%
负债和股东权益合计	1030.50	1226.18	1435.78	1686.10	带息债务/总负债	21.29%	27.31%	26.86%	25.98%
					流动比率	1.08	1.04	1.04	1.04
					速动比率	1.04	1.01	1.01	1.01
					股利支付率	0.00%	12.30%	12.50%	12.76%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.60	1.96	2.35	2.76
					每股净资产	10.06	11.17	13.63	15.97
					每股经营现金	0.10	-1.94	1.61	2.56
					每股股利	0.00	0.24	0.29	0.35
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	51.32	56.03	65.84	73.23					
PE	4.97	5.13	3.97	3.42					
PB	0.79	1.35	1.04	0.82					
PS	0.19	0.25	0.20	0.18					
EV/EBITDA	2.52	-2.09	-4.90	-5.70					
股息率	0.00%	1.74%	2.93%	3.78%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn