

山东路桥 (000498)

区域高景气+市占率提升，地方基建龙头再起航

区域基建龙头，首次覆盖，给予“买入”评级

作为山东区域基建龙头，16-20年公司收入复合增速为43.4%，17-20年订单复合增速为96.7%，其中20年新签订单701.5亿元，是当年收入的2倍，新签订单维持高速增长有望为公司业绩增长提供充足动能。根据公司财务预算，21年公司收入和净利润分别为521.1/20.9亿元，同比+51.3%/+41.5%，我们预计21年公司仍有望实现50%左右的业绩增长，而十四五阶段，我们预计山东省内的交通基建投资仍有望保持稳健增长，其中高速公路、铁路和轨道交通等细分市场景气度较高，公司受益于山东高速集团与齐鲁交通合并，省内市占率有望进一步提升，预计21-23年归母净利润为20.1/25.5/32.4亿元，对应PE为4.0/3.1/2.5倍，给予“买入”评级。

21年省内交通基建计划投资额超30%，十四五阶段看好细分领域景气度

短期来看，自2016年以来，山东省交通实际投资完成额普遍超过当年规划的年度投资目标（16-20年全省交通基建投资分别超额完成8.80%/25.80%/69.49%/7.89%/27.9%），21年的计划投资额相较于20年的计划投资额同比增长30.56%，增速排名全国第五，我们认为2021年山东省交通基建投资有望在较高的基数上继续实现稳健增长，其中高速公路、铁路和轨道交通等细分基建领域有望获得较快增长。中长期来看，按照《山东省综合交通网中长期发展规划(2018-2035年)》，到2025年，山东省高速公路、铁路和轨道交通通车/运营里程较2020年分别增加727/2639/172公里，十四五阶段省内细分领域交通基建投资空间仍然广阔。

大股东合并重组驱动省内市占率进一步提升，养护业务延续产业链

大股东山东高速集团是山东省最大的高速公路和桥梁建设发包方，目前公司45%左右以上的收入来自山东高速集团的路桥施工业务，20年公司中标山东高速集团投资项目总额351.93亿元（18-19年合计100亿元），订单额增长明显，而随着山东高速集团与二股东齐鲁交通合并，省内路桥资产进一步集中，公司在省内的市占率有望进一步提升，区域龙头地位不断夯实。此外，公司在全国建设布局绿色养护基地，积极培育养护新技术、新工艺、新材料、新设备，加快向养护产业链上游高附加值领域拓展。

业绩有望持续高增长，给予“买入”评级

我们看好公司路桥工程施工的显著优势以及养护施工带来的高成长性，预计21-23年归母净利润20.1/25.5/32.4亿元，参考基建领域其他可比公司21年Wind一致预期PE7.16X，考虑到公司潜在成长速度有望显著好于行业水平，业务布局的不断扩展和成本管控有望持续转化为市占率和盈利能力的提升，认可给予公司21年7倍PE，对应目标价9.03元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料上涨超预期；工程回款不及预期；项目落地率不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,260.48	34,437.33	52,114.01	68,613.24	88,704.99
增长率(%)	57.50	48.05	51.33	31.66	29.28
EBITDA(百万元)	1,823.54	3,128.12	3,377.38	4,281.87	5,387.85
净利润(百万元)	619.78	1,338.65	2,007.92	2,553.70	3,242.13
增长率(%)	(6.61)	115.99	50.00	27.18	26.96
EPS(元/股)	0.40	0.86	1.29	1.64	2.08
市盈率(P/E)	12.84	5.94	3.96	3.12	2.45
市净率(P/B)	1.44	0.92	1.08	0.89	0.72
市销率(P/S)	0.34	0.23	0.21	0.16	0.12
EV/EBITDA	3.60	3.27	3.15	2.31	1.65

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	5.11元
目标价格	9.03元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,556.96
流通A股股本(百万股)	1,120.14
A股总市值(百万元)	7,753.66
流通A股市值(百万元)	5,578.28
每股净资产(元)	5.67
资产负债率(%)	76.33
一年内最高/最低(元)	6.35/4.58

作者

鲍荣富	分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001 wangtaoa@tfzq.com	
王雯	联系人
wangwena@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《山东路桥-年报点评报告:营收与净利润高速增长，省内省外双轮驱动》2018-05-05
- 《山东路桥-公司点评:股权激励提升业绩释放动力，高在手订单保障未来业绩稳步增长》2017-12-28
- 《山东路桥-季报点评:营收增速略有放缓，订单充足增长仍有保障》2017-10-27

内容目录

1. 山东路桥：高市占率的区域基建龙头.....	4
1.1. 公司简介：专业的区域基础设施建设承包商和投资商	4
1.2. 财务分析：收入维持高增长，盈利能力增强	7
1.3. 订单分析：行业景气度提升，新签订单维持高速增长	9
2. 行业分析：省内交通投资空间广阔，“十四五”景气有望延续.....	10
2.1. 展望 2021 年，交通基建投资仍有望超额完成	10
2.2. 展望“十四五”阶段，省内交通基建仍具备广阔空间	14
3. 大股东合并重组，省内市占率有望进一步提高.....	17
3.1. 背靠山东高速集团，股东优势显著	17
3.2. 山东高速集团与齐鲁交通合并，助力公司省内业务增长	18
4. 公路养护业务为施工产业链形成有力补充	19
5. 盈利预测与投资建议.....	21
6. 风险提示.....	23

图表目录

图 1：企业发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2021 年 3 月 31 日）	4
图 3：2020 年分产品收入构成.....	5
图 4：2015-2020 年路桥工程施工收入占比情况.....	5
图 5：2016-2020 年研发投入金额及增速	6
图 6：2016-2020 年研发投入占营业收入比重变化.....	6
图 7：分地区营收占比情况	6
图 8：国内外营收占比变化情况.....	6
图 9：2016-2021Q1 公司营业收入及同比增速	7
图 10：2016-2021Q1 公司净利润及同比增速	7
图 11：公司历年财务预算和最终实际	7
图 12：2016-2021Q1 公司毛利率和净利率情况	8
图 13：2015-2020 工程施工和养护业务毛利率情况.....	8
图 14：2016-2021Q1 公司期间费用.....	8
图 15：2016-2021Q1 公司期间费用率	8
图 16：2016-2021Q1 公司经营性现金流量净额和收现比.....	9
图 17：2016-2021Q1 公司存货周转率和应收账款周转率	9
图 18：2015-2021Q1 公司资产负债率情况.....	9
图 19：2017-2021Q1 公司新签订单数和订单金额情况.....	10
图 20：山东省交通基础设施建设投资完成额及同比增速	11
图 21：山东省交通基础设施设计计划投资额与实际完成额	11

图 22: 2020-2021 年各省市交通领域投资情况.....	12
图 23: 山东省高速公路通车里程及同比增速	12
图 24: 山东省公路建设投资额及同比增速	12
图 25: 山东省铁路建设投资额及同比增速	13
图 26: 山东省铁路及高铁运营里程	13
图 27: 山东省轨道交通建设投资额及同比增速	13
图 28: 山东省轨道交通运营里程及同比增速	13
图 29: 山东省综合交通通道布局规划示意图	14
图 30: 山东省高速铁路网 “1、2、3 小时” 交通圈时效示意图	14
图 31: 2010-2019 年山东省公路里程	15
图 32: 2010-2019 年山东省高速公路里程	15
图 33: 山东高速集团组织架构图	17
图 34: 2013-2020 年公司营收中高速集团收入占比情况	17
图 35: 全国固定资产投资完成额:公路管理与养护	20
图 36: 全国公路养护里程与养护比例	20
表 1: 公司资质类别及等级情况	5
表 2: 公司参与海外重要项目	7
表 3: 公司近期重大订单情况	10
表 4: 山东省铁路网规划 (2022-2035 年)	15
表 5: 山东省公路网规划 (2022-2035 年)	15
表 6: 山东省城市轨道交通规划 (2022-2035 年)	16
表 7: 近年来山东路桥中标的山东高速集团的项目统计 (单位: 亿元)	18
表 8: 公司路桥养护施工类型	19
表 9: 中国公路养护市场化发展政策汇总	19
表 10: 公司公路养护研发与养护资质	21
表 11: 山东路桥主营业务盈利预测	21
表 12: 公司核心指标预测	22
表 13: 可比公司估值表	22

1. 山东路桥：高市占率的区域基建龙头

1.1. 公司简介：专业的区域基础设施建设承包商和投资者

业务经验丰富，经营范围不断拓展的地方基建龙头。公司前身为山东省公路运输总局工程处，是在原山东省交通工程总公司基础上改制组建的国有独资大型企业，始建于1948年，于2012年通过借壳上市。公司于2005年重组加入山东高速集团，并于2006年开始响应“走出去”战略，不断开拓海外市场，具有多年从事路桥项目承揽、施工的业务经验和直接面向市场独立经营的能力，先后六获国家建筑工程最高奖鲁班奖，三获国家优质工程金质奖，多次获国家优质工程银质奖，两获国家科技进步奖，两获詹天佑奖，并创下我国公路与桥梁建设史上的诸多“第一”和“之最”。2019年度，公司首次入围上榜国际工程界权威奖项《工程新闻纪录(ENR)》“全球最大250家承包商”“全球最大250家国际承包商”，并分别位列第124位和220位，此外公司荣膺中国建筑企业管理协会发布的《2019年中国建筑企业综合实力100强》榜单第十八位，位列山东省建筑企业第一。

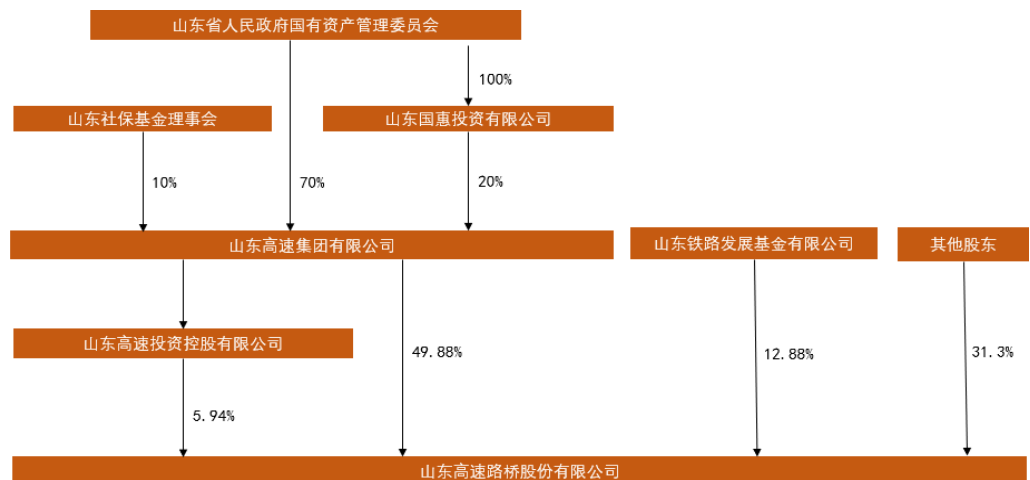
图 1：企业发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

控股股东为山东高速集团有限公司（控股比例达 49.88%），实际控制人为山东省国资委。截至 21 年 3 月 31 日，山东高速集团持有公司股份比例为 49.88%，是公司第一大股东，山东省国资委持有山东高速集团 70% 股份，是公司的实际控制人。公司下辖山东省公路桥梁建设、山东鲁桥建设、高速路桥养护有限公司、山东鲁桥建材等权属公司，分别负责公路施工、公路养护及公路建材销售等职能，在路桥施工和养护方面具有明显的区域竞争优势。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 3 月 31 日）

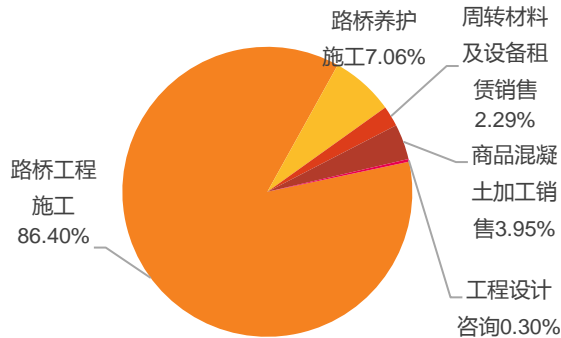


资料来源：Wind、天风证券研究所

路桥工程施工和养护施工为最主要的收入来源。公司主营业务为公路、桥梁、隧道、市政、港口与航道、铁路和城市轨道交通等项目的工程施工，其中收入占比最高的是路桥工程施工和路桥养护施工，占 2020 年末营业收入比重分别为 86.40% 和 7.06%。从过去五年的业务

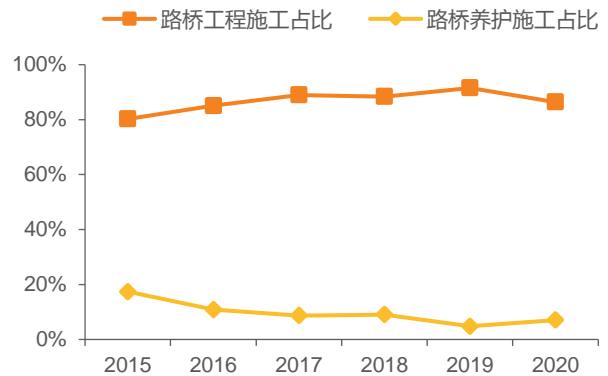
占比变化情况来看，2015-2020 年路桥工程施工占收入比例始终维持在 80%以上，而路桥养护施工业务亦为公司收入来源形成有力的补充。

图 3：2020 年分产品收入构成



数据来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：2015-2020 年路桥工程施工收入占比情况



数据来源：公司公告、天风证券研究所

资质优势明显，多年来深耕路桥施工领域具备丰富的项目经验。目前公司主要通过一级子公司路桥集团、二级子公司鲁桥建设公司、公路桥梁公司、路桥养护公司等开展路桥工程施工业务。作为公司的传统优势经营项目，路桥集团拥有公路工程、市政工程施工设计“双特双甲”资质，鲁桥建设公司拥有公路施工总承包特级资质和公路行业设计甲级资质等，公路桥梁公司拥有公路工程施工总承包壹级资质和桥梁工程专业承包壹级资质等，凭借区域优势不断扩大山东省内基础设施建设的市占率。公司主要通过二级子公司路桥养护公司等开展公路养护施工业务，该养护公司具有公路工程施工总承包壹级资质，桥梁工程、路面工程、路基工程专业承包壹级资质以及云南省交通厅颁发的公路养护工程一类、二类甲级、三类甲级等专业养护资质，多年来深耕公路养护市场，在全国建设布局绿色养护基地，加快向养护产业链上游高附加值领域拓展。

表 1：公司资质类别及等级情况

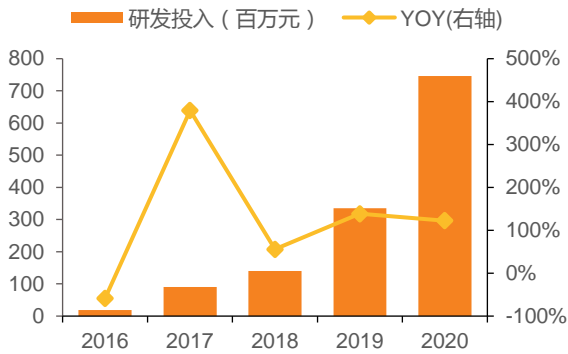
资质序列	资质类别及等级
施工总承包资质	公路工程施工总承包特级
	市政公用工程施工总承包特级
	建筑工程施工总承包壹级
	公路工程施工总承包壹级
专业承包资质	市政公用工程施工总承包壹级
	桥梁工程专业承包壹级
	路面工程专业承包壹级
	路基工程专业承包壹级
	钢结构工程专业承包壹级
	公路交通工程（公路安全设施）专业承包壹级
	建筑装饰装修工程专业承包壹级
建筑机电安装工程专业承包壹级	
设计资质	地基基础工程专业承包壹级
	工程设计公路行业甲级
	工程设计市政行业甲级
	公路行业（公路）专业甲级
工程勘察资质	工程设计市政行业轨道交通工程专业甲级
	勘察专业类（工程测量）甲级
工程监理资质	房屋建筑工程监理甲级资质
	市政公用工程监理甲级资质

资料来源：公司公告、天风证券研究所

研发实力不断增强，为传统施工业务的开展奠定技术基础。作为区域基建龙头，公司注重技术实力的积攒，截止 20 年年末，公司拥有 27 家各级研发平台，其中，1 家国家级、12

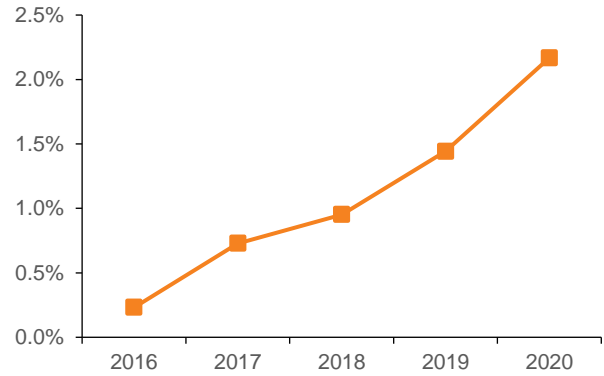
家省级科研平台，覆盖桥梁工程、隧道工程、道路工程、轨道交通工程、市政工程、工程信息数字化、境外项目管理等重点研发领域；公司拥有 3 家高新技术企业，享受国家关于高新技术企业的优惠政策；累计荣获各级科学技术奖 86 项，拥有国家级工法及省部级工法 165 项，专利授权 299 项，其中发明专利 62 项。此外，公司不断壮大技术设备力量，截止 20 年年末，公司拥有 20 万元以上设备 2140 台套，设备资产原值 19.04 亿元；200 万元以上设备 151 台套，设备资产原值 8.11 亿元，购置了混凝土搅拌站、沥青摊铺机、装载机、挖掘机等一批大型关键设备。

图 5：2016-2020 年研发投入金额及增速



数据来源：公司公告、天风证券研究所

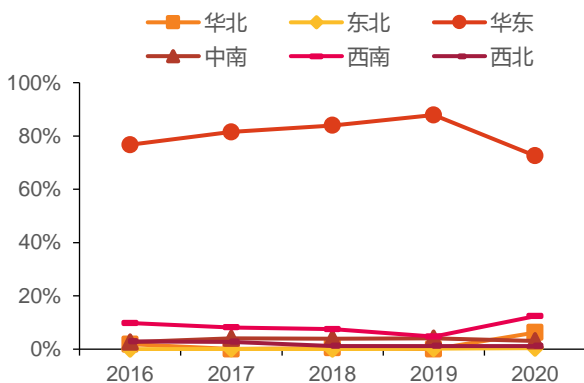
图 6：2016-2020 年研发投入占营业收入比重变化



数据来源：公司公告、天风证券研究所

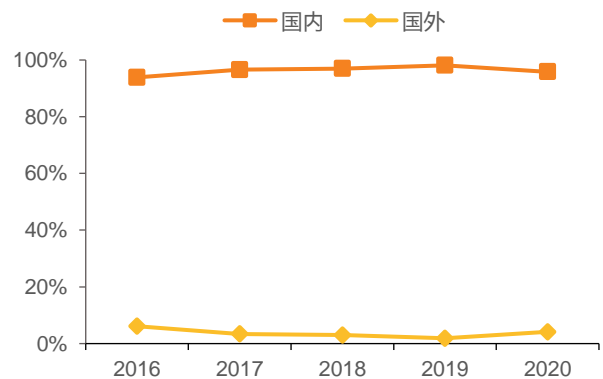
积极布局全国市场，提升国际知名度。区域布局角度来看，公司继续巩固山东、四川、云南等传统市场，推行区域化经营，成立区域性公司，开拓华南、华中、华北、西北等区域市场，经营产值进一步扩大。2020 年度，西南和华北地区营收占比大幅提高，占比分别为 12.37%（同比+7.64pct）、6.22%（同比+6.22pct），区域化经营成效显著。此外公司抢抓“一带一路”战略机遇，积极拓展海外市场，自主开发国外传统市场，通过结伴出海等方式开发海外新兴市场，成功收购中国山东国际经济技术合作有限公司及山东高速尼罗投资发展有限公司以及中标安哥拉、孟加拉、南苏丹、越南等国家项目，在国外继续开拓阿尔及利亚、安哥拉、越南、孟加拉、马拉维、埃塞俄比亚、南苏丹、哈萨克斯坦、塞尔维亚等国际市场，加快“走出去”步伐。

图 7：分地区营收占比情况



数据来源：公司公告、天风证券研究所

图 8：国内外营收占比变化情况



数据来源：公司公告、天风证券研究所

表 2：公司参与海外重要项目

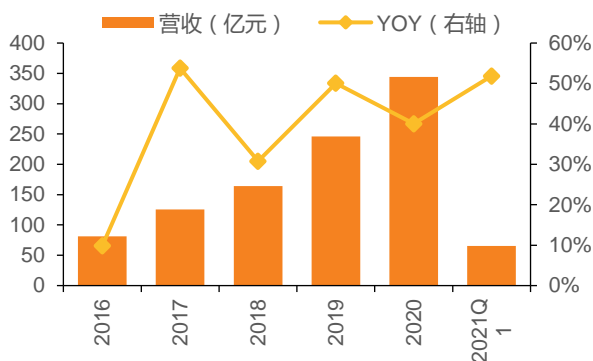
项目名称	国家	合同签订日期	交易价格 (亿元)
河内-海防高速公路项目	越南	2010 年 11 月 9 日	8.09
RELIZANE-TIARET-TISSEMSILT 185KM 铁路单 向新干线	阿尔及利亚	2014 年 5 月 14 日	3.19
岷港-广义高速公路项目 A2 标段	越南	2014 年 7 月 1 日	4.95
马斯卡拉至东西高速公路连接线工程 1 标段	阿尔及利亚	2015 年 1 月 22 日	4.71
安哥拉 K.K.二期第一阶段大市政项目	安哥拉	2017 年 3 月 8 日	3.59
TKU 公路改造项目	哈萨克斯坦	2018 年 6 月 1 日	5.60

资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 财务分析：收入维持高增长，盈利能力增强

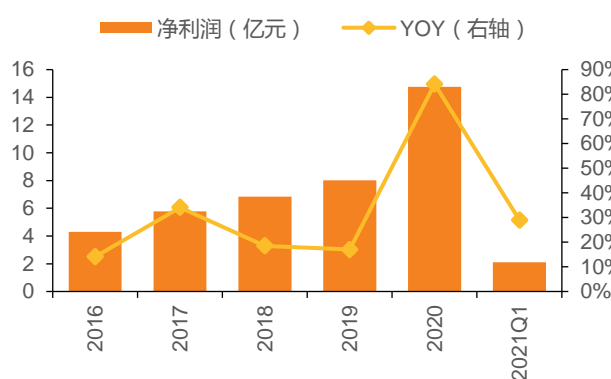
收入维持高增长，盈利能力明显增强。2016-2020 年公司营业收入从 81.48 亿元增加至 344.37 亿元，复合增速 43.38%，净利润从 16 年 4.31 亿元增长至 20 年 14.76 亿元，复合增速 36.03%。21Q1 公司实现营业收入 65.13 亿元，同比增加 51.84%，实现净利润 2.10 亿元，同比增加 28.96%，归母净利润 1.59 亿元，同比增长 28.52%，营收、净利润、归母净利润较 19Q1 同比分别+39.74%/+82.88%/+53.47%，营收和利润均保持较高增长，根据公司 21 年财务预算，公司预计 21 年实现收入 52.11 亿元，同比+51.33%，净利润 2.09 亿元，同比+41.47%，从公司历史上财务预算与最终实际完成情况来看，我们预计 21 年公司仍有望较好地完成年初制定的营收和净利润目标。

图 9：2016-2021Q1 公司营业收入及同比增速



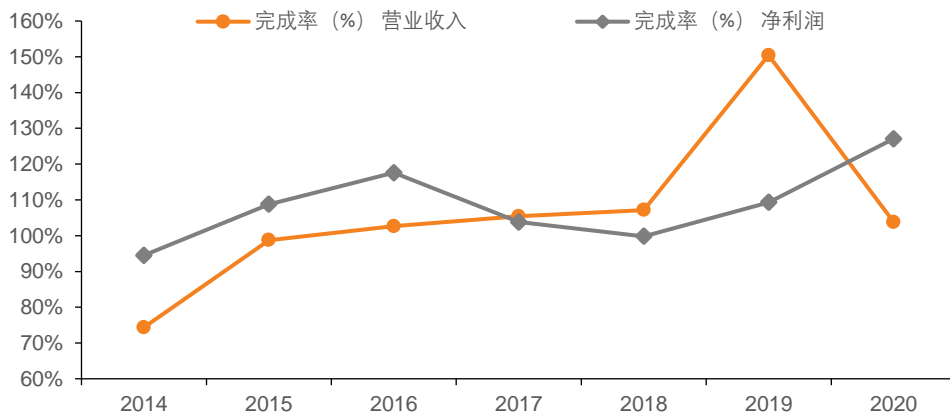
数据来源：公司公告、天风证券研究所

图 10：2016-2021Q1 公司净利润及同比增速



数据来源：公司公告、天风证券研究所

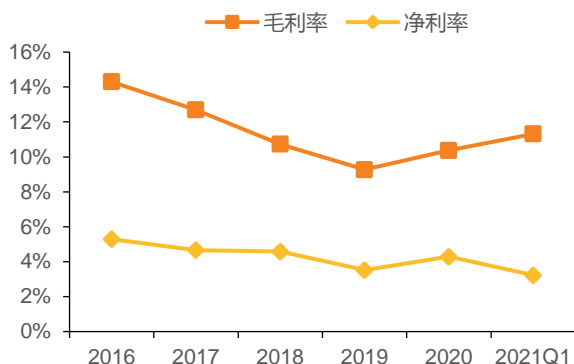
图 11：公司历年财务预算和最终实际



资料来源：公司公告、天风证券研究所

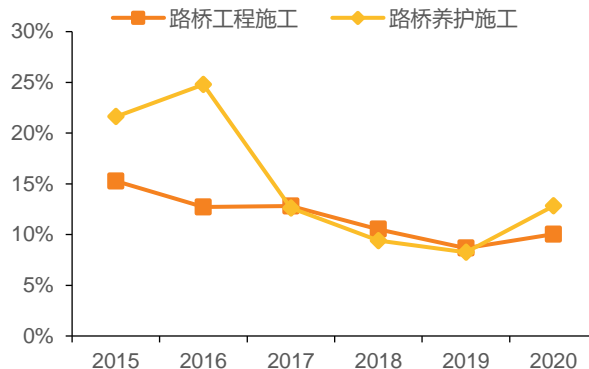
19年后逐步走出毛/净利率低点，盈利能力有望逐步增强。受原材料价格上涨影响，公司毛利率和净利率由16年14.30%、5.29%下降至19年9.28%、3.52%。进入20年公司毛利率和净利率呈现改善趋势，20年公司毛/净利率10.37%/4.28%，同比提升1.10/0.76pct。分业务来看，路桥工程施工、养护施工业务毛利率分别由15年15.27%、21.63%下降至19年末8.66%、8.25%，20年逐步回升至10.03%、12.82%，我们预计随着材料补价差机制推动公司逐步走出原材料涨价带来的不利影响，以及项目自身通过降本增效、成本合理管控等方式推动毛利率的改善，公司的盈利能力有望逐步增强。

图 12：2016-2021Q1 公司毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

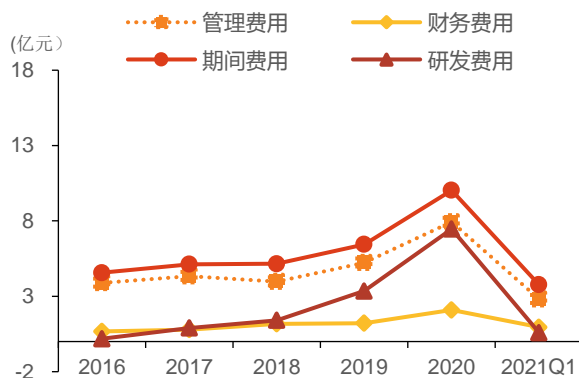
图 13：2015-2020 工程施工和养护业务毛利率情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

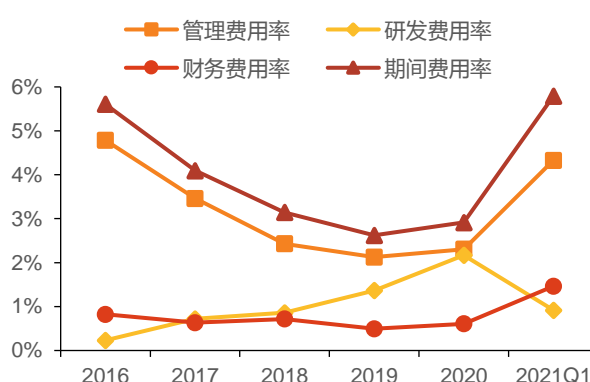
费用控制能力增强，研发费用支撑技术实力不断提高。2016-2020年公司的期间费用率从5.61%逐步下降至2.91%，管理费用率的下降是公司期间费用率整体下降的主要原因，2016-2020年公司财务费用率也呈现小幅下降的趋势，21Q1公司期间费用率5.79%，同比上升1.44pct，其中管理/财务费用率同比分别上升1.33/0.12pct，主要系疫情后公司的复工复产进度加快，费用同比增加较多。20年公司研发投入7.47亿元，同比增长122.58%，主要为公司在新技术、新产品、新工艺上持续加大创新研发投入，研发立项多于去年，其中在山东省交通运输厅研发立项7项，山东省工业和信息化厅研发立项48项，主要研发方向涵盖了路桥、隧道施工技术和再生施工技术及装备等，技术实力不断增强。

图 14：2016-2021Q1 公司期间费用



资料来源：公司公告、天风证券研究所

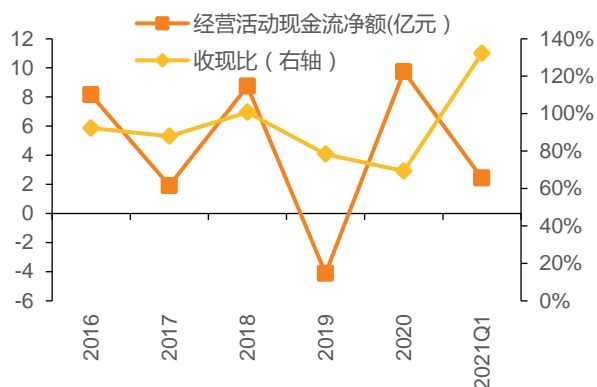
图 15：2016-2021Q1 公司期间费用率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

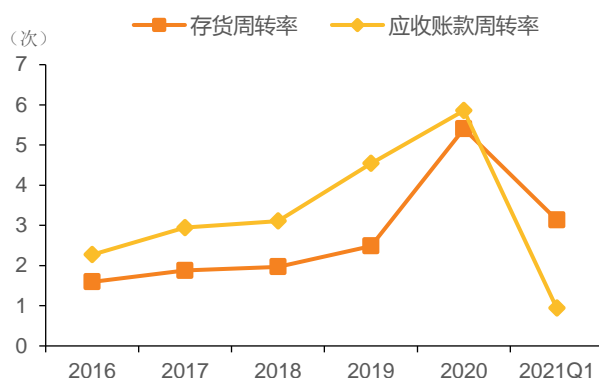
现金流明显改善，营运周转能力好转。总体来看公司现金流波动幅度较大，20年CFO净额为9.74亿元，同比大幅提升13.86亿元，21Q1经营现金流净额为2.43亿元，较20年同期的-11.88亿元明显改善，我们预计21年全年现金流仍有望维持较好的水平；2016年以来公司的营运周转能力也在不断改善，存货周转率从2016年的1.59次提升至2020年的5.40次，应收账款周转率也呈现相应的改善趋势。

图 16：2016-2021Q1 公司经营性现金流量净额和收现比



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 17：2016-2021Q1 公司存货周转率和应收账款周转率

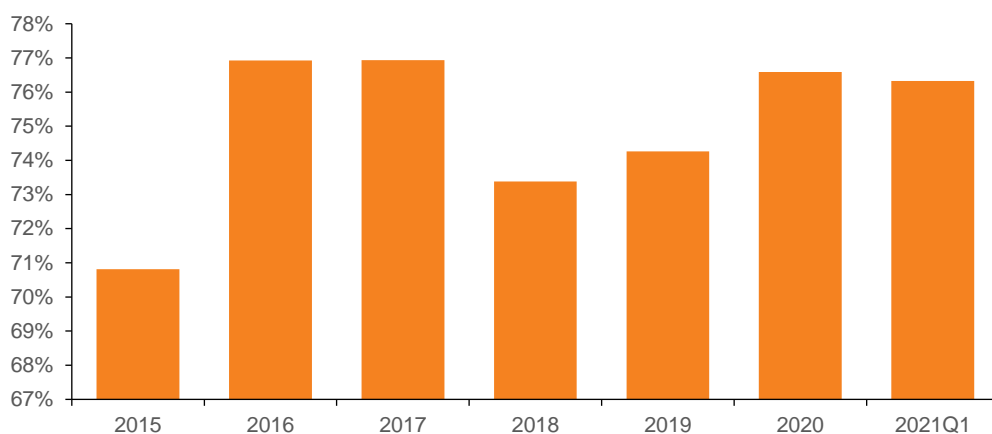


资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司债务结构改善，不断提高融资能力。21Q1 公司资产负债率 76.33%，总体保持稳定。19 年来，公司筹划并推动以发行股份方式购买铁发基金和光大金瓯通过市场化债转股持有的子公司路桥集团 17.11% 股权，并完成公开发行，募集 10 亿元配套资金用于在手项目建设及补充流动资金，我们认为此举有利于公司降低资产负债率，优化资本结构，为持续拓展主营业务奠定良好基础。

此外，截至 20 年年末，公司及子公司路桥集团双主体企业评级维持 AA+，成功发行了 5 亿元 5 年期公司债，票面利率 3.13%，创 2017 年以来同评级同期限利率新低，同时公司拓宽融资渠道，发行了 5 亿元超短期融资券，票面利率 2.5%，有效地降低了公司的融资成本，完成了 20 亿元公司债及 20 亿元中期票据的注册工作，储备部分中长期低利率资金，此外还开展供应链金融资产证券化业务，办理 50 亿元应付账款 ABS 储架，为公司规模化扩张提供有力的资金支持。

图 18：2015-2021Q1 公司资产负债率情况



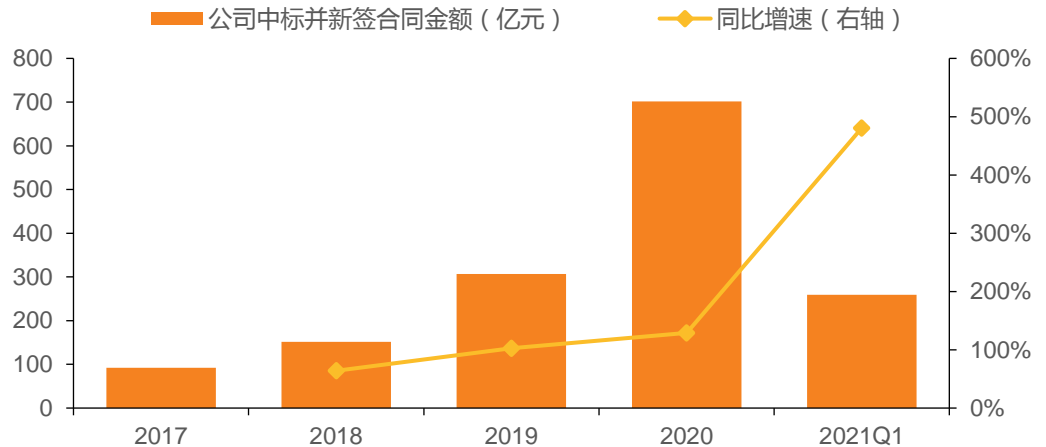
资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.3. 订单分析：行业景气度提升，新签订单维持高速增长

订单维持高增长，在手大订单为收入奠定良好基础。2017-2020 年公司新签订单金额从 17 年 92.24 亿元上升至 20 年 701.46 亿元，复合增速达到 96.65%，21Q1 新签订单金额 259.01 亿元，同比增长 480.48%，新签订单维持高速增长。“多元化经营” 战略的布局下，公司不断进军新业务领域，收购中铁隆公司，弥补轨道交通、生态修复等资质、人才、技术短板；拓展产业链上下游，收购绿建发展，完善了建筑钢结构产业链，为拓展装配式建筑领域奠定了基础；此外公司积极开拓区域市场，收购省内外地方施工企业畅通路桥、舜通路桥、滨州交发、宁夏公路，随着公司市场开发力度不断加大，订单的大型化特征明显，为公司

的营收奠定良好的基础。

图 19：2017-2021Q1 公司新签订单数和订单金额情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 3：公司近期重大订单情况

项目名称	金额 (亿元)	时间	期限
京台高速公路德州至齐河段改扩建工程项目主体工程 施工三标段	22.12	2019.08.05	1260 天
北京至雄安新区高速公路河北段项目主体工程 施工 SG4 标段	14.28	2019.08.20	22 个月
济南至微山公路济宁新机场至枣荷高速段工程	52.96	2020.03.09	36 个月
济南绕城高速公路二环线西环段工程 设计施工总承包项目一标段 (DXH-SJSG)	125.52	2020.7.08	1260 天
潍坊至青岛公路及连接线工程 施工三、四、五、六标段	63.07	2020.07.20	37 个月
临淄至临沂高速公路工程 施工项目施工 1 至 4 标	93.10	2020.12.22	1095 天
明村至董家口公路工程 施工项目施工二至四标	55.52	2021.04.11	36 个月

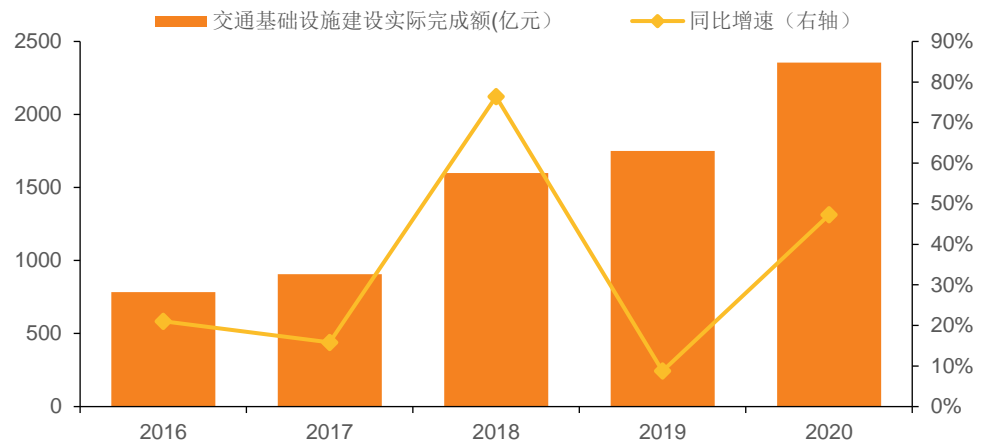
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2. 行业分析：省内交通投资空间广阔，“十四五”景气有望延续

2.1. 展望 2021 年，交通基建投资仍有望超额完成

20 年交通基建投资额大幅增加，区域基建景气度高。2014 年 11 月，山东省政府批复实施《山东省综合交通网中长期发展规划（2014-2030 年）》，全面优化综合交通网络布局，加快推进重大交通基础设施建设，全省交通运输发展取得显著成效。根据山东省交通运输厅数据，省内的交通固定资产投资从 2016 年的 783.38 亿元增加至 2020 年的 2356 亿元，复合增速 24.64%，其中 20 年交通基建投资同比增速 47.25%，区域基建景气度高。

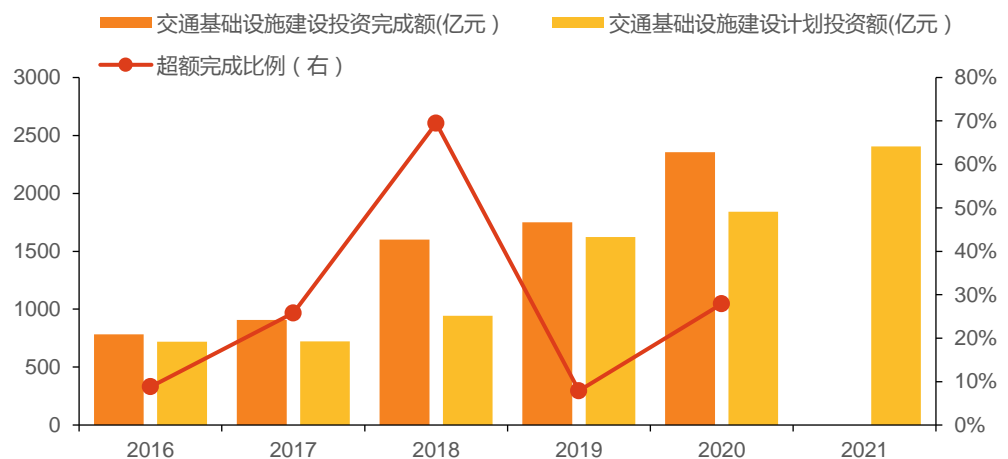
图 20：山东省交通基础设施建设投资完成额及同比增速



资料来源：山东省交通运输厅、天风证券研究所

20 年交通基建项目推进顺利，计划投资目标超额完成，21 年有望继续保持强劲势头。根据 2016 年以来省内每年的规划投资与实际完成情况，山东省的实际投资完成额普遍超过当年规划的年度投资目标，其中 2016-2020 年全省交通基础设施建设投资分别超额完成 8.80%、25.80%、69.49%、7.89%和 27.9%。作为“十三五”规划的收官之年，2020 年山东省交通基础设施建设实际投资 2356 亿元，相较于 2019 年的投资完成额提升 606 亿元，超额完成比例达 27.90%。21 年全省交通基础设施建设计划投资 2405 亿元，同比 20 年的计划投资额同比增速 30.56%，考虑到 21 年作为“十四五”开局之年，重点建筑项目有望加速推进，我们预计 21 年计划投资目标仍有望超额完成。

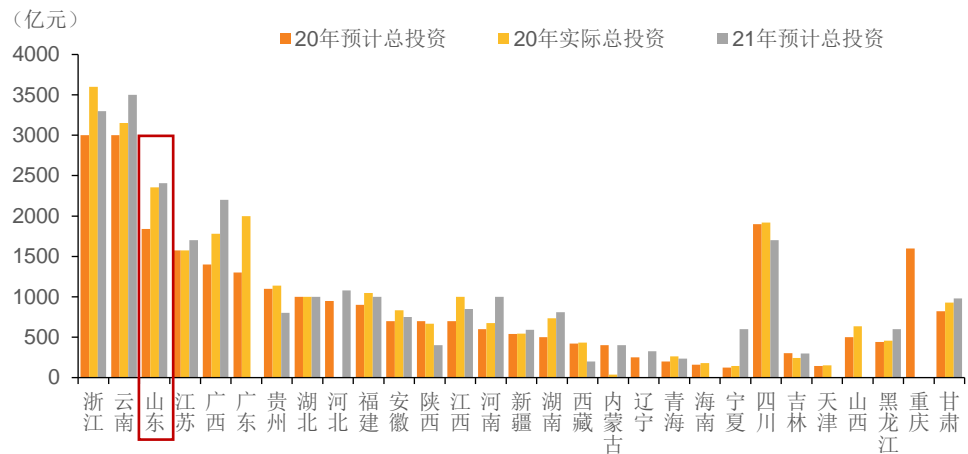
图 21：山东省交通基础设施建设计划投资额与实际完成额



资料来源：山东省交通运输厅、天风证券研究所

从交通运输厅已经公布的交通基建投资计划的数据来看，山东省 21 年综合交通投资计划值为 2405 亿元，从计划值的绝对额角度来看，山东省排名第三（仅次于云南、浙江），从计划值的同比增速来看，山东省 21 年的计划投资额相较于 20 年的计划投资额同比增速 30.56%，同比增速排名全国第五，山东省交通基建投资强度在全国范围内保持较高水平，我们认为 21 年山东省交通基建投资有望在较高的基数上继续实现稳健增长，其中高速公路、铁路和轨道交通等细分基建领域有望获得较快增长。

图 22：2020-2021 年各省市交通领域投资情况

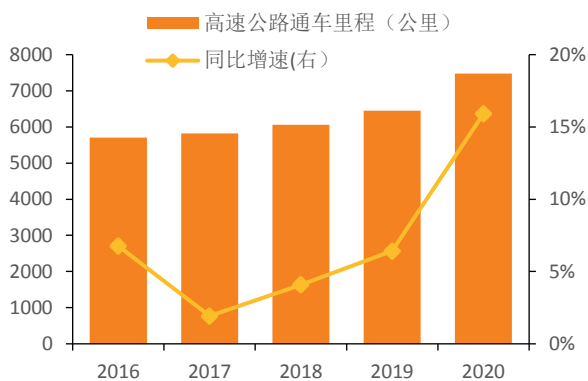


数据来源：各省市交通运输厅、中华人民共和国交通运输部、各省市新闻网、天风证券研究所

十三五期间省内高速公路建设快速发展。根据山东省交通运输厅数据，山东省内公路投资额自 2016 年的 629.4 亿元上升至 2020 年的 1294 亿元，到 2020 年底，全省公路通车里程达到 28.68 万公里，公路密度每百平方公里 183 公里，均居全国第 3 位。“十三五”末省内济青高速改扩建、潍坊至日照、巨野至单县、枣庄至菏泽等 37 个高速公路新建、改扩建项目建成通车，较“十二五”末新增通车里程 2125 公里，全省高速公路通车里程达到 7473 公里，由 2017 年底的全国第 10 位跃居到第 5 位，实现“县县通高速”，六车道以上高速公路增加 995 公里，占比由“十二五”末的 16%提升到 26%，普通国省道覆盖全省 90%以上乡镇和重要旅游景区。五年改造提升农村公路近 7 万公里，行政村通沥青（水泥）路率和通客车率均达到 100%，累计完成 6.4 万个行政村通户道路硬化。

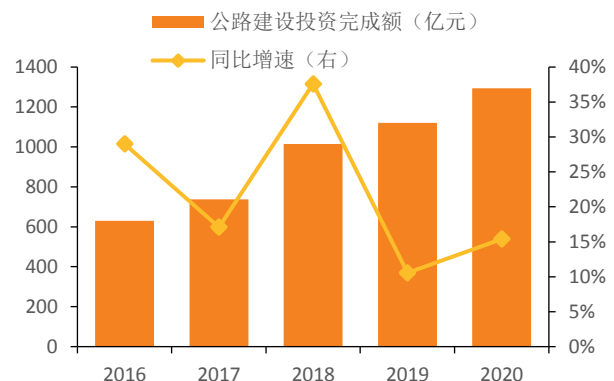
展望 2021 年，我们认为省内的高速公路建设持续加快，公路网络日益完善。1 月 27 日，山东省交通运输工作会议表示，21 年计划投资 2405 亿元用于综合交通建设，其中公路建设 1149 亿元，铁路建设 565 亿元，到 21 年底，全省高速铁路通车里程突破 2300 公里，确保建成 5 个高速公路新建、改扩建项目，全省六车道以上高速公路占比提升至 30%。3 月 9 日，山东省政府新闻办举行新闻发布会，介绍“十四五”时期综合交通运输发展规划计划：加快实施高速公路加密、提速、扩通道，到 2025 年，全省规划高速公路通车里程超过 10000 公里，新建、续建高速公路重点项目 40 个左右，总长约 3200 公里、总投资 5200 亿元。推进普通国省道瓶颈路段扩建和穿城路段改建，到 2025 年，实施普通国省道新改建约 2500 公里，打造“四好农村路”乡村振兴齐鲁样板。

图 23：山东省高速公路通车里程及同比增速



资料来源：山东省交通运输厅、天风证券研究所

图 24：山东省公路建设投资额及同比增速

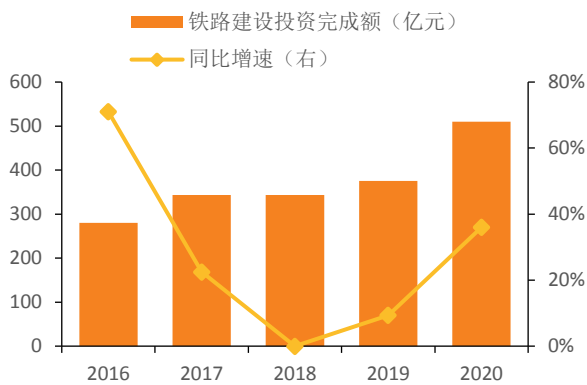


资料来源：山东省交通运输厅、天风证券研究所

铁路布局加密成网，高铁建设加速推进，预计 21 年全省高铁运营里程将达到 2300 公里。

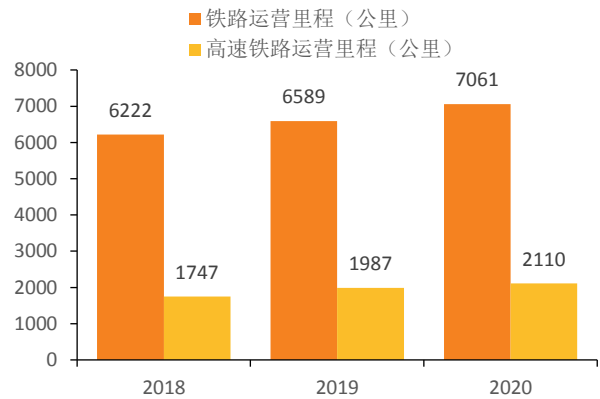
2018年，山东完成了全省综合交通运输网中长期发展规划编制工作，将全省高铁网由“三横五纵”调整为“四横六纵三环”总体布局，为铁路快速发展创造条件。2018年，山东省新增铁路运营里程522公里，铁路运营总里程达到6222公里，其中高铁运营里程达到1747公里。2020年，山东省铁路建设完成投资510亿元，同比增长36%。全省铁路运营里程达到7061公里，较“十二五”末增加1711公里，居全国第5位。济青高铁、石济客专、青盐铁路、潍莱高铁、鲁南高铁日照至临沂段和临沂至曲阜段等6条高速铁路建成通车，全省高速铁路运营里程达到2110公里，较“十二五”末增加1367公里，由2016年底的全国第13位跃居到第3位，形成“一纵两横”环鲁高速铁路网。全省在建鲁南高铁曲阜至菏泽段、菏泽至兰考段、济郑高铁、济莱高铁、黄台联络线、潍烟高铁、莱荣高铁、济枣高铁等8个高铁项目，在建里程达到1193公里。根据山东省政府数据，预计21年年底，全省铁路建设投资累计完成565亿元，高速铁路运营里程将达到2300公里。

图 25：山东省铁路建设投资额及同比增速



资料来源：山东省交通运输厅、天风证券研究所

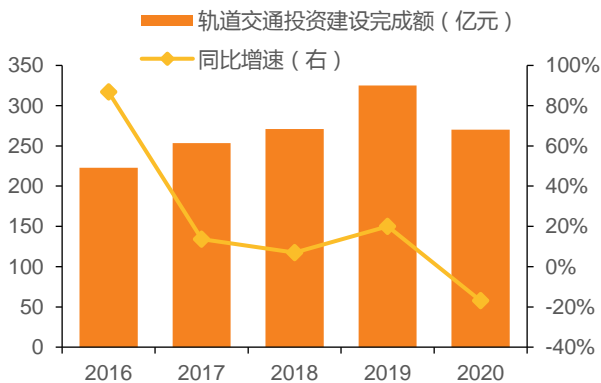
图 26：山东省铁路及高铁运营里程



资料来源：山东省交通运输厅、天风证券研究所

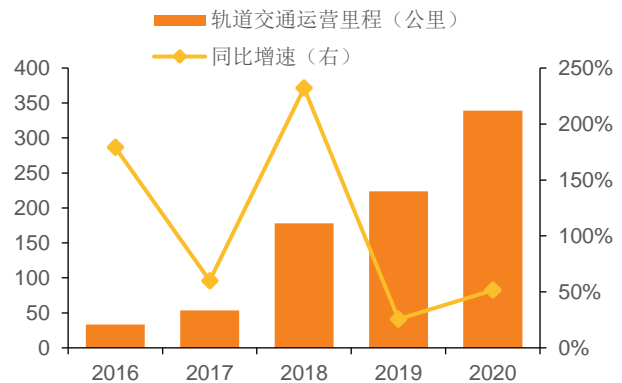
轨道交通建设取得突破，预计21年全省轨道交通通车里程超过370公里。2016年，山东首条地铁线路——青岛地铁3号线全线通车；2018年，济南轨道交通1号线、青岛地铁13号线建成试运营，结束济南不通地铁的历史，当年全省城市轨道交通运营里程达到178公里。到2020年底，全省城市轨道交通里程由“十二五”末的12公里增加到339.1公里，其中济南、青岛轨道交通里程分别达到84.1公里和255公里。2021年，山东省内有望新开工建设济南轨道交通6号线、济南东站至济阳区有轨电车等7个项目，加快8个在建项目建设，实现青岛地铁1号线全线通车，届时全省城市轨道交通通车里程超过370公里。根据“十四五”时期综合交通运输发展规划计划，到2025年，全省城市轨道交通通车里程将达到600公里，轨道交通建设仍有望保持较高的增长。

图 27：山东省轨道交通建设投资额及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 28：山东省轨道交通运营里程及同比增速



资料来源：山东省交通运输厅、天风证券研究所

2.2. 展望“十四五”阶段，省内交通基建仍具备广阔空间

根据山东省规划，计划到 2035 年，全面形成“四横五纵”综合交通大通道，省内交通基建仍具备广阔空间。2018 年 9 月，山东省人民政府印发《山东省综合交通网中长期发展规划(2018-2035 年)》(以下简称《规划》)，《规划》提出，到 2035 年，全面形成“四横五纵”综合交通大通道：建成功能完善、便捷高效、技术先进、安全绿色的铁路网、公路网、油气管线网，形成现代化沿海港口群和民航机场群，主要城市轨道交通基本成网，综合交通枢纽功能更加完善，综合交通科技创新能力和智慧化水平显著提升，为交通强省战略提供基础支撑。其中，“四横”通道包括北部沿海通道、济青通道、鲁中通道、鲁南通道；“五纵”通道包括东部沿海通道、京沪二通道、滨临通道、京沪通道、京九通道。

图 29：山东省综合交通通道布局规划示意图



资料来源：山东省人民政府、天风证券研究所

到 2035 年，山东省全面形成快捷高效的“1、2、3、12”综合交通圈。省内的综合交通圈主要是通过高铁实现覆盖全省、通达山东省周边主要城市的“1、2、3”小时陆上交通圈，其中济南至相邻 6 市半小时通达，济南至青岛、青岛至周边市、全省相邻各市 1 小时通达，济南与省内各市 2 小时通达，省内各市之间 3 小时通达，济南与北京、上海、天津等 14 个国内主要城市 3 小时左右通达；通过民航实现我省中心城市与世界主要城市 12 小时通达；通过航运实现我省沿海港口群与全球主要港口全面通达；通过打造以轨道交通为主的的城市交通体系，构建重点城市城区 40 分钟便捷生活交通圈。

图 30：山东省高速铁路网“1、2、3 小时”交通圈时效示意图



资料来源：山东省人民政府、天风证券研究所

十四五阶段铁路和高铁建设有望保持稳健增长。《规划》提出，山东省到 2022 年，重点推进济青、鲁南、北部沿海、京九、京沪高铁二通道、滨临、东部沿海通道铁路项目，争取在建和新开工高铁建设里程 3300 公里；到 2025 年，持续推进通道项目建设，积极推动渤海海峡跨海通道规划建设，尽快打通高铁通道“主动脉”，基本建成全省现代化的高铁网络；到 2035 年，全省路网总规模达到 5700 公里，同步规划 800 公里市域铁路，高铁网络覆盖县域范围达到 93% 以上，高铁通道进出口增加到 15 个，时速 350 公里高铁占比提高到 80% 以上，全面构建“四横六纵”现代化高铁网络，形成覆盖全省的“省会环、半岛环、省际环”格局。

表 4：山东省铁路网规划（2022-2035 年）

主要指标	单位	2020 年	2022 年	2025 年	2035 年
铁路运营里程	公里	7061	9000	9700	11000
高速铁路里程	公里	2110	4500	5200	5700
高铁通道进出口	个	4	10	12	15

资料来源：山东省人民政府、天风证券研究所

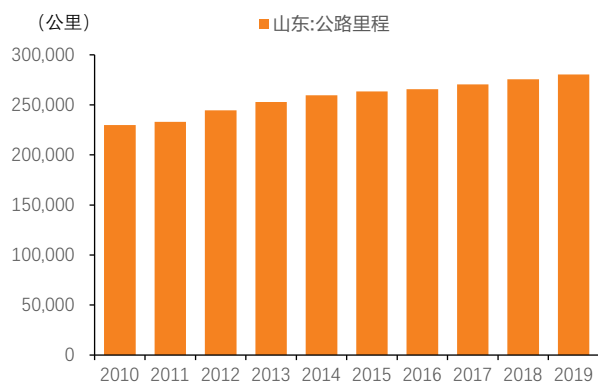
十四五阶段公路建设有望以高速公路为主。根据《规划》，山东省计划到 2022 年，以提升改造为重点，统筹新建项目与改扩建工程，加快优化布局、完善网络，解决主要通道及跨黄河路段拥堵问题，全省高速公路通车里程达到 8000 公里，到 2035 年，全省路网总规模达到 9000 公里，覆盖全省所有县（市、区），高速公路通道进出口增加到 27 个，与普通干线公路和城市主干道路高效衔接，力争实现通道内均有 2 条以上贯通的高速公路。此外需要注意的是，根据《规划》中对公路通车里程的目标，至 2025 年公路通车里程达到 28 万公里，而根据 Wind 披露的山东省通车里程数据，山东省 2019 年已经实现公路通车里程 28.03 万公里，超额完成至 2035 年的既定的任务目标，我们预计十四五阶段山东省的公路建设仍有望保持较为平稳的增长同时在高速公路领域重点着力，以提升省内高速公路运输里程为主要目的。

表 5：山东省公路网规划（2022-2035 年）

主要指标	单位	2020 年	2022 年	2025 年	2035 年
公路通车里程	万公里	-	27.8	27.9	28
高速公路里程	公里	7473	8000	8200	9000
高速公路通道进出口	个	-	25	26	27

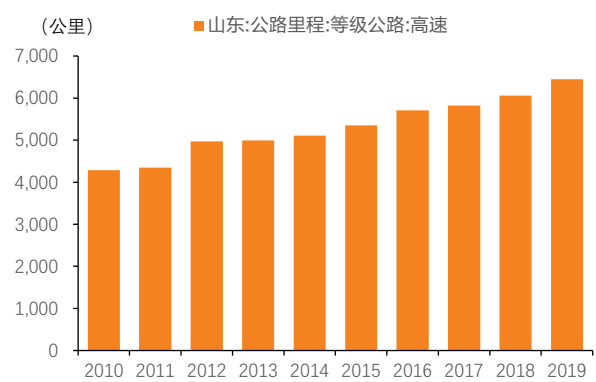
资料来源：山东省人民政府、天风证券研究所

图 31：2010-2019 年山东省公路里程



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 32：2010-2019 年山东省高速公路里程



资料来源：Wind、天风证券研究所

轨道交通亦有望成为“十四五”阶段山东省内交通基建的另一重点建设领域。《规划》对轨道交通的建设也明确提出，科学规划建设济南、青岛等城市轨道交通系统，积极推进市

域铁路网络建设，提升城市内通外联能力，2019年，济南地铁1号线、3号线一期相继建成通车，2020年济南地铁2号线一期、青岛地铁1号线北段、8号线北段等3个项目建成，全省城市轨道交通通车里程将达到328公里，按照《规划》指引，到2022年，全省运营里程力争达到500公里，2035年轨道交通运营里程达到1500公里，我们预计十四五阶段省内轨道交通领域建设仍有望保持较高增速。

表 6：山东省城市轨道交通规划（2022-2035 年）

主要指标	单位	2020 年	2022 年	2025 年	2035 年
轨道交通运营里程	公里	328	500	700	1500

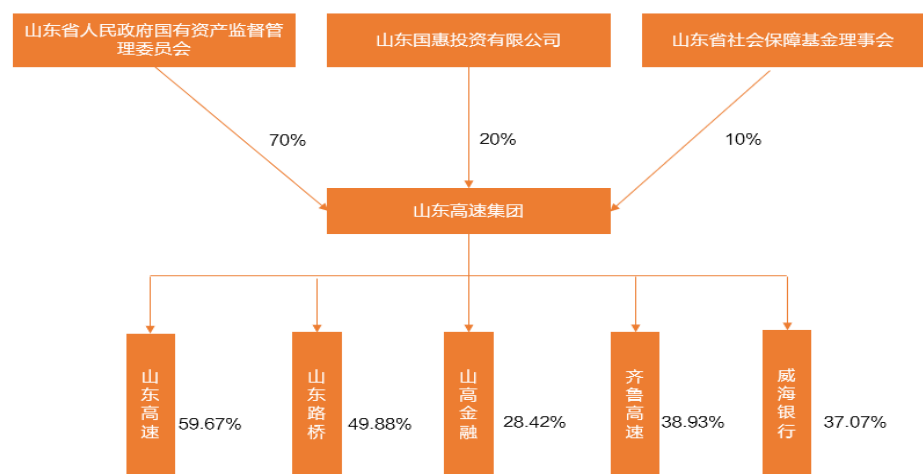
资料来源：山东省人民政府、天风证券研究所

3. 大股东合并重组，省内市占率有望进一步提高

3.1. 背靠山东高速集团，股东优势显著

公司控股股东山东高速集团资产规模雄厚，充分发挥资源协同效应推动交通主业发展。高速集团是由省委管理领导班子、省国资委履行出资人职责的国有独资大型企业集团，注册资本 459 亿元，资产总额 1 万亿元，资产规模当前约占省属企业总资产的 1/3。截至 2021 年 3 月，集团运营管理高速公路 7745 公里，其中省内 6156 公里，占全省的 83%。目前，山东高速集团已拥有 5 家上市公司，分别是山东高速、山东路桥、山高金融、齐鲁高速和威海银行，产融结合能力进一步增强，有利于充分发挥资源协同效应，积极推动交通主业发展。

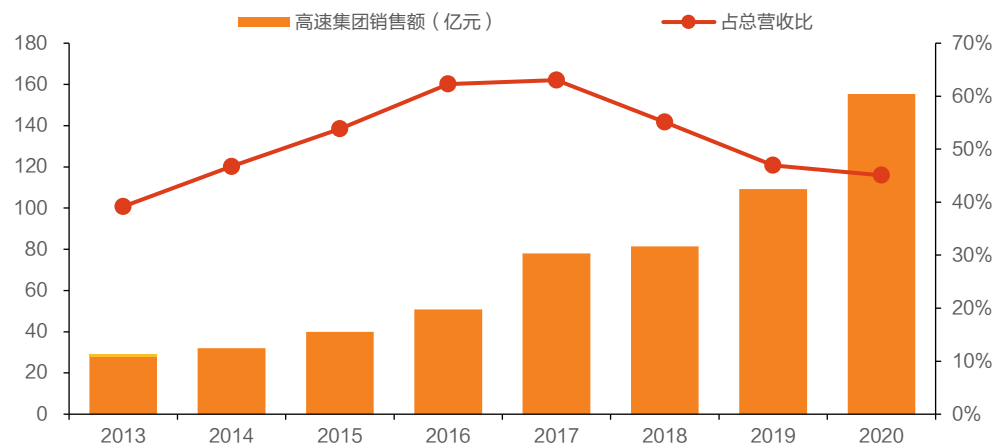
图 33：山东高速集团组织架构图



资料来源：山东高速官网、天风证券研究所

股东公路铁路项目投资丰富，集团资源助力公司业绩增长。高速集团管理的资产规模居全省企业和全国同行业第一位，其中，山东高速是全国路桥行业运营里程最长的上市公司，集团有大量高速公路及铁路项目的投资经验，山东路桥作为高速集团旗下路桥施工龙头企业，区域竞争优势明显。2013-2020 年期间山东高速集团始终是山东路桥的第一大客户，19 年后收入占比维持在 45%以上，凭借集团丰富的项目资源为山东路桥的业务发展奠定良好的基础。

图 34：2013-2020 年公司营收中高速集团收入占比情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

凭借着较强的区域竞争优势，在省内交通基建仍能保持稳健增长的背景下，公司仍有望获得较高的业绩增长。2018-2019 年公司中标高速集团投资项目合计金额超过 100 亿元，

2020 年公司中标的高速集团投资项目总投资额达 351.93 亿元，其中济南至潍坊高速公路工程施工项目施工五至八标段、济南至微山公路济宁新机场至枣菏高速段工程施工项目施工一标段、潍坊至青岛公路及连接线工程施工三四五六标段公司承建金额合计不低于 193.03 亿元，占 2019 年收入的比重接近 96%，2021 年作为“十四五”阶段的开局之年，我们预计区域基建景气度仍有望持续，整个“十四五”阶段省内交通基建有望保持较为稳健的增长，山东路桥凭借较强的区域竞争优势，仍有望获得较强的业绩增长。

表 7：近年来山东路桥中标的山东高速集团的项目统计（单位：亿元）

高速集团投资项目	年份	联合体中标价	路桥承建金额	占上一年营收比
临淄至临沂高速公路工程	2021	94.63	93.10	40.03%
济南至潍坊高速公路工程	2020	96.50	不低于 77	33%
潍坊至青岛公路及连接线工程	2020	76.95	63.07	27.12%
济南绕城高速公路二环线西环段工程	2020	125.52		
济南至微山公路济宁新机场至枣菏高速段工程	2020	52.96	52.96	35.86%
京台高速公路泰安至枣庄(鲁苏界)段改扩建工程	2019	62.81	62.81	42.53%
京台高速公路德州(鲁冀界)至齐河段改扩建工程	2019	38.84	不低于 29	19.64%
京沪高速公路莱芜至临沂(鲁苏界)段改扩建工程	2018	26.96	26.96	21.77%
新建潍坊至莱西铁路站前工程	2018	15.82	1.99	1.61%

注：济南绕城高速公路二环线西环段工程设计施工总承包项目一标段未确定具体承建金额；

资料来源：公司公告、天风证券研究所

3.2. 山东高速集团与齐鲁交通合并，助力公司省内业务增长

大股东山东高速集团与齐鲁交通合并，省内路桥资产进一步集中，公司省内市占率有望进一步提升。齐鲁交通发展集团有限公司（以下简称“齐鲁交通”），是山东省政府批准成立的省管功能型国有资本投资运营公司，成立于 2015 年，主要负责所辖高速公路的运营管理，承担省政府赋予的重大交通项目建设任务，对授权范围内的非公路类交通资产进行盘活整合和运营管理，是省政府交通运输事业发展的投融资平台，省内重大交通项目的投融资主体。截至 20 年上半年，齐鲁交通集团运营管理高速公路 3580 公里，占全省高速公路通车里程的 57%，在建高速公路 1120 公里，“十三五”、“十四五”期间高速公路建设规模预计达到 2200 多公里，总投资额 2400 亿元。

20 年 7 月 12 日，山东路桥收到公司控股股东山东高速集团发来的通知，获悉山东省政府正在筹划高速集团与本公司第二大股东齐鲁交通的联合重组事宜。合并完成后，齐鲁交通解散并注销，高速集团作为合并后公司继续存续。齐鲁交通的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由高速集团承继和承接，齐鲁交通的分支机构及持有的下属企业股权或权益归属于高速集团。21 年 1 月 29 日原股东齐鲁交通所持 5588.8 万股无限售条件股份已过户至山东高速集团名下，过户完成后，山东高速集团持有山东路桥的股权比例从 46.29% 增加至 49.88%，而山东省国资委仍为最终控制实体。我们认为重组完成后，公司在省内的市占率有望进一步提升，区域龙头地位基础得到进一步夯实。

4. 公路养护业务为施工产业链形成有力补充

公路养护政策加码，养护施工需求增加。公路养护是指为保持公路经常处于完好状态，防止其使用质量下降，并向公路使用者提供良好的服务所进行的作业，公路养护管理特指公路建成投入使用后所进行的养护作业管理。公路养护统一划分为日常养护、预防养护、修复养护、专项养护、应急养护五类。

表 8：公司路桥养护施工类型

养护类型	内容
日常养护	为保障道路正常运营而对公路路基、路面、桥涵、隧道、交安、绿化及其它附属设施进行的日常巡查、维修、保养、保洁以及一般性的防汛、除雪、防滑等施工作业。
预防养护	公路整体性能良好但有轻微病害，为延缓性能过快衰减、延长使用寿命而预先采取的主动防护工程。
修复养护	公路出现明显病害或部分丧失服务功能，为恢复技术状况而进行的功能性、结构性修复或定期更换，包括大修、中修、小修。
专项养护	为恢复、保持或提升公路服务功能而集中实施的完善增设、加固改造、拆除重建、灾后恢复等工程。
应急养护	在突发情况下造成公路损毁、中断、产生重大安全隐患等，为较快恢复公路安全通行能力而实施的应急性抢通、保通、抢修。

资料来源：公司公告、《公路养护工程管理办法》、天风证券研究所

近年来中国公路养护市场政策逐步发力，而山东省内对于公路养护的要求始终保持较高水平。2020 年《山东省深化农村公路管理养护体制改革实施方案》中提出到 2022 年，全省农村公路列养率达到 100%，年均养护工程比例不低于 7%，中等及以上农村公路占比不低于 80%。2021 年山东交通运输工作会议指出，推进“四好农村路”齐鲁样板建设，启动实施“四好农村路”提升行动，年内新改建农村公路 1 万公里，实施养护工程 1.8 万公里。

表 9：中国公路养护市场化发展政策汇总

时间	政策	主要内容
1995 年	《关于全面加强公路养护管理工作的若干意见》	提出改革完善公路养护管理运行体制，明确“管养分离，企业分开”的目标，公路养护运行机制市场化改革迈出第一步。
2001 年	《公路养护与管理发展纲要（2001-2010 年）》	提出“深化公路养护运行机制改革”的要求，全国大部分省份依此制定了深化改革的实施方案或指导意见。
2003 年	《公路养护工程市场准入暂行规定》	鼓励采取行之有效的市场准入管理措施，引入市场竞争机制，进一步支撑市场实现更有效的动态平稳发展，优化市场结构，初步建立了公平，公正，诚实，守信的市场环境。
2011 年	《公路安全保护条例》	明确授权交通运输主管部门制定养护资质管理办法。
2016 年	《“十三五”公路养护管理发展纲要》	提出“分类推动公路养护市场化改革”的推进思想，以及“基本建立政府与市场合理分工的公路养护运行机制，初步形成公开透明，开放有序的养护市场”的工作目标。
2018 年	《公路养护工程管理办法》	要求组织实施各类养护工程所涉及的技术服务与工程施工等相关作业，应当选择具备相关技术能力和资格条件的单位承担。
2019 年	《关于深化农村公路管理养护体制改革的意见》	加快推进农村公路养护市场化改革。分类有序推进农村公路养护市场化改革，逐步建立政府与市场合理分工的养护生产组织模式。
2020 年	《公路养护预算编制导则》	根据公路养护发展新理念，将适用范围由国道、省道、县道公路养护工程预算扩大到各级公路养护造价依据以及养护预算的编制和管理工作，增加了对高速公路和农村公路养护预算编制和管理工作的指导与规范。
2020 年	《公路养护工程质量检验评定标准》	《标准》为公路养护工程专用技术建立了相应的质量检验评

定标准；充分考虑养护工程在既有公路构造物上实施、在不中断交通情况下施工等特点，提出了系统的质量检验评定指标，其中涉及安全、环保等重要技术指标与新建工程保持一致；针对养护工程经常是针对具体病害或具体养护目标开展、工程内容较为单一的特点，建立了更为简洁的养护工程质量检验评定层级。

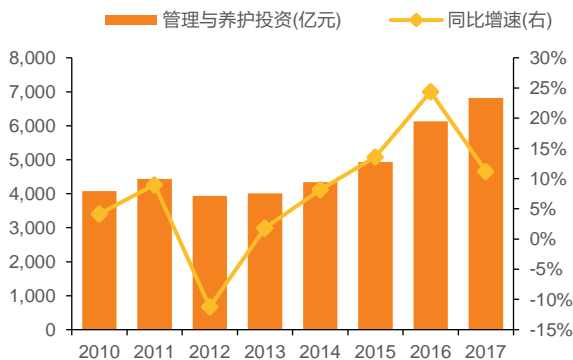
2021年 《农村公路中长期发展纲要》

推进农村公路养护市场化改革，建立政府与市场合理分工的养护生产组织模式，提高养护专业化、机械化、规模化水平。推进农村公路养护规范化发展，完善农村公路养护技术标准，推广低成本、高效率、标准化、易操作养护技术。创新多种养护模式，尝试对不同行政等级道路组成的农村公路骨干路网实行集中统一养护，探索破除传统国省干线公路和农村公路养护界限，合理划分养护区域，对区域内的国省干线公路和农村公路实施一体化养护。

资料来源：中华人民共和国交通运输部、天风证券研究所

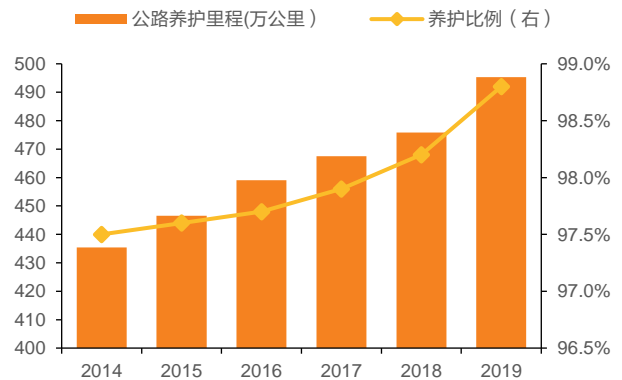
养护要求提高，公路养护市场空间将进一步释放。过去十年我国公路网络建设经历了飞速发展的阶段，因公路等级低且公路载荷压力大，过去投资建设的公路已逐步进入大修期，公路养护需求开始释放。全国公路平均里程养护费用自2014年的9.97亿元/万公里上升至2017年的14.58亿元/万公里，CAGR+13.53%，若以此复合增速来测算，我们测算出2020年公路平均里程养护费21.34亿元/万公里（2018、2019、2020年公路养护投资数据未公布）。根据2020年山东公路总里程28.68万公里估算（根据近几年全国公路数据养护比例假设为100%），山东省内养护市场容量达612亿元。

图 35：全国固定资产投资完成额:公路管理与养护



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 36：全国公路养护里程与养护比例



资料来源：公司公告、天风证券研究所

承包资质齐全，研发产出技术优势，路面再生技术需求提升。目前山东路桥主要通过二级子公司路桥养护公司等开展公路养护施工业务。近年来，先后承担京福高速公路、京沪高速公路、济青高速公路、潍莱高速公路、济菏高速公路、104国道、济南黄河大桥等多条高等级公路和大型桥梁的大中修施工任务，在立足省内养护市场的基础上，公司积极开展省外市场，先后在内蒙、天津、重庆、福建、浙江、江苏、湖南、湖北、黑龙江、河南、四川、云南、新疆等省市承担养护施工任务。目前，公司承担了省内外所有山东高速集团所管辖的高速公路和部分山东省公路局所管辖的高速公路的日常维修保养工作。此外公司在全国建设布局绿色养护基地，积极培育养护新技术、新工艺、新材料、新设备，加快向养护产业链上游高附加值领域拓展。

表 10：公司公路养护研发与养护资质

养护类型	内容
公司国家行业研发中心	公司承担国家交通运输部公路交通节能环保技术及装备交通运输行业研发中心核心任务，是全国唯一参编交通运输部《公路沥青路面再生技术细则》的施工企业。多项沥青再生成果达到国际领先水平，获国家级工法 1 项、省部级工法 6 项；国家级和省部级奖励 11 项；实用新型及发明专利 31 项。
省级研发中心	公司山东省沥青路面再生工程技术研究中心于 2012 年经山东省科学技术厅批准筹建。是山东省路面再生技术的产业化基地，下设四个分中心，重点进行沥青路面再生设备研制、再生技术研究、新型路用材料研发、再生装备及技术的推广。
路桥养护资质	路桥养护公司具有公路工程施工总承包壹级资质，桥梁工程、路面工程、路基工程专业承包壹级资质以及云南省交通厅颁发的公路养护工程一类、二类甲级、三类甲级等专业养护资质。

资料来源：公司官网、天风证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

- 1) **路桥工程施工业务：**收入增速方面：考虑到山东区域交通基建未来五年仍有望保持较高增长，且公司大股东山东高速与齐鲁交通合并后，公司在省内的市占率进一步提升，充足的在手订单有望为公司的业绩增长提供有利的支撑，我们认为路桥工程施工业务 21 年的收入仍然有望继续保持高增长，预计 2021-2023 年路桥工程施工业务的收入增速分别为 48.9%/32%/30%；毛利率方面：20 年路桥施工业务毛利率由 19 年的 8.66% 提升至 10.03%，进入 21 年，钢材等原材料涨价较多，短期内对公司的毛利率有所影响，但考虑到“成本加成”的施工服务属性以及项目合同的调价差机制，我们认为后期毛利率有所改善，预计 2021-2023 年路桥工程施工业务毛利率为 9.95%/10.1%/10.3%。
- 2) **路桥养护施工业务：**随着公路养护要求提高、山东省高等级公路建设提速，公路养护市场空间将进一步释放，据 2020 年山东公路总里程 28.68 万公里估算，山东省养护市场容量达 612 亿元，我们认为路桥养护施工业务将继续保持高速增长，但随着养护施工行业竞争的加剧，我们预计 2021-2023 年路桥养护施工业务的收入增速分别为 35%/28%/26%。毛利率方面：公司加快向养护产业链上游高附加值领域拓展，我们预计 2021-2023 年路桥养护施工业务毛利率分别为 12.9%/12.93%/12.95%。

表 11：山东路桥主营业务盈利预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
路桥工程施工（亿元）	134.98	212.87	297.54	443.08	584.86	760.32
增长率（YoY）	22.50%	57.70%	39.78%	48.91%	32.00%	30.00%
毛利率	10.52%	8.66%	10.03%	9.95%	10.10%	10.30%
路桥养护施工（亿元）	13.85	11.22	24.31	32.83	42.02	52.94
增长率（YoY）	28.48%	-18.99%	116.71%	35.00%	28.00%	26.00%
毛利率	9.39%	8.29%	12.82%	12.90%	12.93%	12.95%
商品混凝土加工销售（亿元）	1.77	3.95	13.59	27.19	33.99	40.78
增长率（YoY）	-2.21%	123.16%	244.16%	100.00%	25.00%	20.00%
毛利率	29.38%	13.67%	6.74%	7.00%	6.00%	6.00%
周转材料及设备租赁（亿元）	1.91	4.24	7.90	15.81	22.13	28.77
增长率（YoY）	114.87%	121.99%	86.38%	100.00%	40.00%	30.00%
毛利率	11.52%	36.79%	19.33%	19.00%	18.00%	18.00%
工程设计咨询（亿元）	0.22	0.33	1.02	2.24	3.14	4.24
增长率（YoY）	-24.14%	50.00%	208.79%	120.00%	40.00%	35.00%
毛利率	27.27%	36.36%	31.95%	30.00%	29.00%	29.00%

总收入 (亿元)	152.73	232.61	344.37	521.14	686.13	887.05
增长率 (YoY)	23.32%	52.30%	48.05%	51.33%	31.66%	29.28%
毛利率	10.67%	9.28%	10.37%	10.34%	10.41%	10.48%

资料来源: Wind、天风证券研究所

3) **费用率:** 16-20 年公司销售费用均为 0, 预计 21-23 年销售费用率仍为 0。随着公司新业务布局的继续加大, 智能化、数字化带来管理效率的提升, 我们预计 21-23 年管理费用率 2.0%/1.9%/1.86%。20 年公司应收账款放缓, 现金流大增, 我们认为公司资金充足, 财务控制能力强, 预计 21-23 年财务费用率 0.57%/0.56%/0.56%。技术优势是公司的核心竞争力, 公司在新技术、新产品、新工艺上持续加大创新研发投入, 我们预计 21-23 年研发费用率 2.3%/2.6%/2.85%。19 年公司资产减值损失 (含信用减值损失) 达到 1.03 亿, 系公司应收款项规模较大且公司已完工未结算资产较多所致, 20 年有所缓解, 预计公司 21-23 年资产减值损失 (含信用减值损失) 占营收的比逐步降低到相对稳定的水平。

表 12: 公司核心指标预测

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营收增速	19.25%	57.50%	48.05%	51.33%	31.66%	29.28%
毛利率	10.73%	9.28%	10.37%	10.34%	10.41%	10.48%
管理费用率	2.70%	2.25%	2.30%	2.00%	1.90%	1.86%
财务费用率	0.79%	0.52%	0.61%	0.57%	0.56%	0.56%
销售费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
研发费用率	0.95%	1.44%	2.17%	2.30%	2.60%	2.85%
资产减值损失 (含信用减值损失) 占营收的比率	0.07%	0.44%	0.25%	0.14%	0.13%	0.12%
净利率	4.49%	2.66%	3.89%	3.85%	3.72%	3.65%
归母净利润增速	15.20%	-6.61%	115.99%	50.00%	27.18%	26.96%
EPS (元)	0.43	0.40	0.86	1.29	1.64	2.08

资料来源: Wind、天风证券研究所

我们预计公司 21-23 年归母净利润为 20.08/25.54/32.42 亿元, EPS 为 1.29/1.64/2.08 元, 21-23 年 CAGR+27.1%。参考可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE7.16X, 由于公司有大量在手订单及预期订单带来的盈利能力有望大幅提升, 在山东省中长期规划公路铁路建设明显提速的大背景下, 叠加大股东山东高速集团和齐鲁交通合并, 将进一步巩固公司的区域龙头地位, 认可给予公司 21 年 7 倍 PE, 对应目标价 9.03 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600039.SH	四川路桥	339.53	7.11	0.63	0.88	1.12	1.34	11.29	8.08	6.35	5.31
600170.SH	上海建工	259.12	2.91	0.38	0.43	0.49	0.55	7.66	6.77	5.94	5.29
600502.SH	安徽建工	68.50	3.98	0.47	0.60	0.72	0.97	8.47	6.63	5.53	4.10
	平均							9.14	7.16	5.94	4.90
000498.SZ	山东路桥	79.56	5.11	0.86	1.29	1.64	2.08	5.94	3.96	3.12	2.45

注: 数据截止 6 月 1 日收盘, 除山东路桥为天风预测外, 其余公司 21-23 年 EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind、天风证券研究所

6. 风险提示

原材料价格上涨超预期：近期钢材等原材料价格大幅波动，若后续原材料价格的持续上涨，对公司当期的项目成本造成较大压力，一定程度拖累公司毛利率的提升；

工程回款不及预期：若业主与建筑公司的项目结算进度较慢，工程回款不及时则一定程度会影响后续项目的投资进度；

项目落地率不及预期：公司路桥施工业务受自然因素影响，且技术难度不一、前期投资资金较大。这些因素均将影响公司的项目开工、完成情况。公司新签订单规模扩大，所需设备及作业人员增加，可能导致订单落地速度下降，减缓公司业绩增速。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,443.70	7,394.40	11,189.95	14,732.68	19,046.79
应收票据及应收账款	6,210.54	7,191.64	10,179.70	13,072.57	16,495.76
预付账款	329.06	844.68	847.95	1,324.03	1,695.77
存货	9,752.53	1,670.76	10,010.25	10,479.63	14,225.56
其他	2,047.55	23,072.46	23,007.58	21,922.63	25,200.02
流动资产合计	21,783.37	40,173.95	55,235.44	61,531.53	76,663.90
长期股权投资	1,415.67	2,579.21	3,139.21	3,739.21	4,439.21
固定资产	908.40	2,318.55	2,783.75	3,011.16	3,068.17
在建工程	2.03	2,183.60	1,570.52	1,169.37	888.56
无形资产	55.38	187.92	192.32	196.43	198.32
其他	7,844.00	7,589.34	7,025.79	6,564.47	6,132.52
非流动资产合计	10,225.48	14,858.62	14,711.59	14,680.63	14,726.77
资产总计	32,061.23	55,080.92	69,936.03	76,141.16	91,260.68
短期借款	2,210.94	3,609.30	6,325.87	8,592.85	11,638.20
应付票据及应付账款	10,116.50	22,398.08	26,791.96	29,555.19	36,619.40
其他	6,162.27	9,106.98	14,696.81	13,111.84	14,803.86
流动负债合计	18,489.70	35,114.36	47,814.64	51,259.88	63,061.46
长期借款	3,069.57	4,523.59	5,019.74	5,434.23	5,943.42
应付债券	1,620.00	1,820.00	1,900.00	2,000.00	1,906.67
其他	630.24	728.47	730.00	696.24	718.23
非流动负债合计	5,319.81	7,072.06	7,649.74	8,130.47	8,568.32
负债合计	23,809.51	42,186.42	55,464.38	59,390.35	71,629.78
少数股东权益	2,740.06	4,248.93	4,331.33	4,388.77	4,448.20
股本	1,711.67	2,148.49	2,148.49	2,148.49	2,148.49
资本公积	(33.96)	1,238.04	1,238.04	1,238.04	1,238.04
留存收益	3,694.81	6,224.87	7,991.84	10,213.56	13,034.21
其他	139.13	(965.82)	(1,238.04)	(1,238.04)	(1,238.04)
股东权益合计	8,251.71	12,894.50	14,471.65	16,750.81	19,630.89
负债和股东权益总计	32,061.23	55,080.92	69,936.03	76,141.16	91,260.68

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	819.31	1,475.51	2,007.92	2,553.70	3,242.13
折旧摊销	158.51	345.37	213.48	279.64	329.92
财务费用	157.23	341.13	296.19	382.01	498.78
投资损失	(34.66)	(108.43)	(40.00)	(10.00)	(5.00)
营运资金变动	(4,380.62)	(15,353.50)	(1,267.84)	(1,772.54)	(2,314.09)
其它	3,328.05	14,274.40	149.08	97.45	118.43
经营活动现金流	47.83	974.49	1,358.83	1,530.25	1,870.16
资本支出	1,051.47	5,088.96	68.47	143.76	86.00
长期投资	1,141.36	1,163.54	560.00	600.00	700.00
其他	(5,416.34)	(8,582.86)	(672.47)	(803.76)	(888.00)
投资活动现金流	(3,223.51)	(2,330.36)	(44.01)	(60.00)	(102.00)
债权融资	7,164.47	10,755.52	14,045.61	16,832.08	20,298.29
股权融资	33.81	1,669.78	(564.97)	(378.57)	(495.33)
其他	(3,922.73)	(8,397.05)	(10,999.91)	(14,381.04)	(17,257.00)
筹资活动现金流	3,275.55	4,028.25	2,480.73	2,072.47	2,545.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	99.86	2,672.38	3,795.55	3,542.73	4,314.11

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,260.48	34,437.33	52,114.01	68,613.24	88,704.99
营业成本	21,102.73	30,864.96	46,724.05	61,469.62	79,409.51
营业税金及附加	57.71	74.58	106.83	133.80	168.54
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	522.91	793.59	1,042.28	1,303.65	1,649.91
研发费用	335.41	746.56	1,198.62	1,783.94	2,528.09
财务费用	121.89	209.53	296.19	382.01	498.78
资产减值损失	(102.86)	(84.98)	(75.00)	(90.00)	(105.00)
公允价值变动收益	0.91	14.99	6.68	(20.00)	(1.00)
投资净收益	34.66	108.43	40.00	10.00	5.00
其他	119.49	(111.90)	56.65	200.00	202.00
营业利润	1,067.63	1,821.56	2,717.70	3,440.22	4,349.15
营业外收入	7.32	4.24	4.00	3.50	3.00
营业外支出	5.15	8.33	7.00	8.00	8.00
利润总额	1,069.80	1,817.47	2,714.70	3,435.72	4,344.15
所得税	250.49	341.96	624.38	824.57	1,042.60
净利润	819.31	1,475.51	2,090.32	2,611.15	3,301.56
少数股东损益	199.53	136.86	82.40	57.45	59.43
归属于母公司净利润	619.78	1,338.65	2,007.92	2,553.70	3,242.13
每股收益(元)	0.40	0.86	1.29	1.64	2.08

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	57.50%	48.05%	51.33%	31.66%	29.28%
营业利润	17.90%	70.62%	49.20%	26.59%	26.42%
归属于母公司净利润	-6.61%	115.99%	50.00%	27.18%	26.96%
获利能力					
毛利率	9.28%	10.37%	10.34%	10.41%	10.48%
净利率	2.66%	3.89%	3.85%	3.72%	3.65%
ROE	11.24%	15.48%	19.80%	20.66%	21.35%
ROIC	32.88%	40.54%	26.74%	29.62%	32.69%
偿债能力					
资产负债率	74.26%	76.59%	79.31%	78.00%	78.49%
净负债率	45.09%	26.07%	19.73%	12.53%	6.38%
流动比率	1.18	1.15	1.16	1.20	1.22
速动比率	0.65	1.10	0.95	1.00	0.99
营运能力					
应收账款周转率	4.20	5.14	6.00	5.90	6.00
存货周转率	2.74	6.03	8.92	6.70	7.18
总资产周转率	0.83	0.79	0.83	0.94	1.06
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.86	1.29	1.64	2.08
每股经营现金流	0.03	0.63	0.87	0.98	1.20
每股净资产	3.54	5.55	4.72	5.75	7.07
估值比率					
市盈率	12.84	5.94	3.96	3.12	2.45
市净率	1.44	0.92	1.08	0.89	0.72
EV/EBITDA	3.60	3.27	3.15	2.31	1.65
EV/EBIT	3.83	3.52	3.36	2.47	1.76

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com