

业绩持续高增长，进一步打开成长空间

投资要点

- **事件：**公司发布年报，2021年全年实现营业收入575.2亿元，同比增长67.0%，实现归属股东净利润21.3亿元，同比增长59.5%，EPS 1.37元。同时公司发布2022年一季度报，一季度实现营收105.2亿元，同比上升61.6%，实现归属股东净利润2.4亿元，同比增长47.9%。
- **新兴业务支持业绩增长，降本增效提升盈利能力。**公司2021年实现营业收入575.2亿元，同比增长67.0%，实现归属股东净利润21.3亿元，同比增长59.5%。营收和归母净利润均实现近十年来最高增速，主要系1）公司在本年度巩固路桥施工业务的同时强化市场开拓，业务拓展迅速；2）通过标准化施工、内部资源调配等方式，降低施工成本，项目盈利能力提升；3）多家并购企业产能释放，贡献部分业绩。分业务来看，公司路桥工程施工业务实现收入518.7亿元，同比增长74.3%，占营业收入的90.2%；养护工程施工业务实现收入31.60亿元，同比增长30.0%，占营业收入的5.5%；工程设计咨询业务实现营收6.4亿元，同比增长526.1%，占营业收入的1.1%。
- **施工及咨询业务拉动毛利，减值计提致净利率降低。**公司2021年毛利率11.8%，同比上升1.4pp；净利率4.8%，同比下降0.5pp；期间费用率5.5%，同比上升0.4pp。毛利率上升主要受施工业务及工程设计咨询业务的拉动。公司经营活动产生的现金流量净额23.6亿，同比-341.8%，主要系业主通过商业汇票支付合同价款的情形增多，以及由于部分项目已完工未计量资产增多，应收账款增加所致。公司收现比、付现比分别为62%，66%。计提资产减值3.2亿，信用减值0.6亿。公司2022年一季度毛利率9.9%，主要受疫情影响同比下降1.4pp；净利率2.8%，同比下降0.4pp；期间费用率5.9%，同比下降0.9pp。
- **积极拓展新领域优质项目，新签订单金额同比大增。**2021年公司巩固传统路桥施工业务的同时，积极开拓市政、产业园区、城市片区综合开发、铁路、水环境治理、土地整理等业务领域，优质项目增多，抗风险能力增强。本年度新签订单中标额1010.4亿元，同比增长44.0%。
- **交通基建力度保持高位叠加股东优势，公司成长空间进一步打开。**山东省“十四五”期间，铁路总里程将达到9700公里，平均年增560公里；城市轨道交通营运及在建里程达到700公里；高速公路通车及在建里程达到10000公里，平均年增500公里。山东高速集团和齐鲁交通的强强联合后，山东高速路桥资产实现了“大一统”的局面，山东路桥作为子公司，有望在政策支持、业务协同、发展效益等各方面受益。同时，公司积极拓展铁路、轨交领域的市场，订单占比逐年增加，市场空间有望进一步打开。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润复合增长率23.8%。给予公司2022年业绩PE 7倍可比估值，对应目标价12.32元，首次覆盖给予“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。

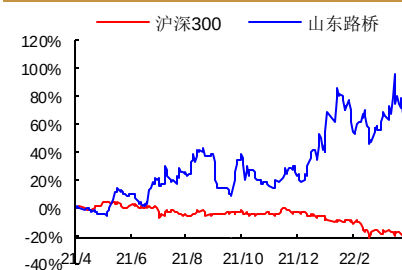
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	575.22	744.41	925.99	1107.00
增长率	67.03%	29.41%	24.39%	19.55%
归属母公司净利润（亿元）	21.35	27.53	34.17	40.52
增长率	59.48%	28.93%	24.12%	18.61%
每股收益EPS（元）	1.37	1.76	2.19	2.60
净资产收益率ROE	13.75%	16.66%	17.60%	17.55%
PE	6	5	4	3
PB	0.99	1.35	1.04	0.82

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：Wind

基础数据

总股本(亿股)	15.60
流通A股(亿股)	7.47
52周内股价区间(元)	4.84-10.37
总市值(亿元)	133.69
总资产(亿元)	751.24
每股净资产(元)	6.35

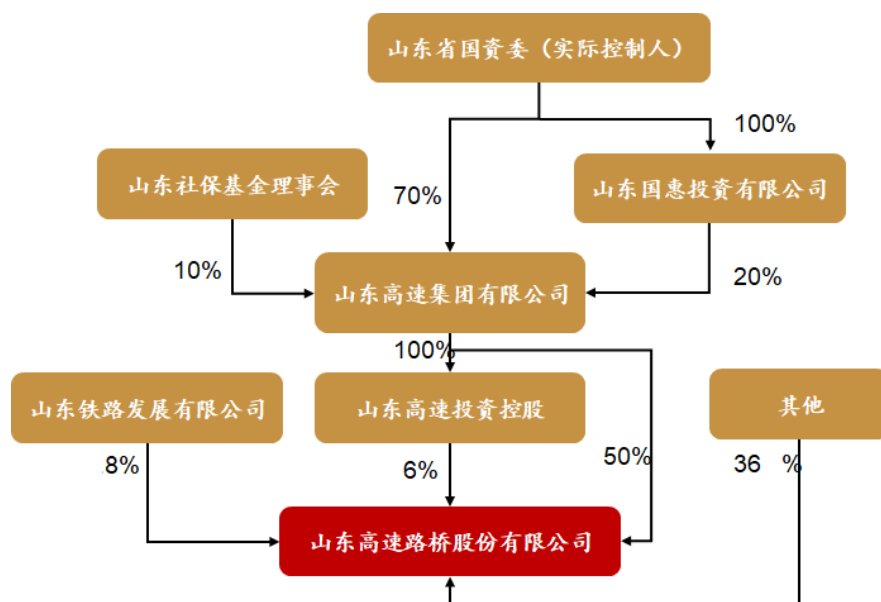
相关研究

1 公司概况：区域路桥行业领军者

山东路桥始建于 1948 年，原为山东省交通厅下属单位，2012 年通过借壳上市。公司主营业务为路桥工程施工和养护施工，具有多年路桥项目承揽和施工的业务经验，是山东省施工资质最全、资质等级最高的路桥工程施工企业。近年来，山东路桥不断发展壮大，坚持生产经营和资本运作“双轮驱动”，发展质量和效益增长“两翼齐飞”，成为拥有公路工程、市政工程“双特双甲”资质，旗下拥有 30 多家控股、参股公司的上市集团企业。

公司股权结构：山东省国资委为公司实控人，山东高速集团持有公司 56% 的股份，属于绝对控股，山东铁路发展有限公司持股约 10%，其余股东持股占比均低于 4%，前十大股东持股占比 74.1%，公司股权结构十分稳定。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司的主要业务包括：路桥工程施工、路桥养护施工、工程机械设备制造、商品混凝土加工及材料销售、工程设计咨询。

路桥工程施工：主要产品是高速公路、桥梁与隧道、高铁、地铁与轨道交通，参与的重点项目有：济青高速、沪宁高速、济南黄河公路大桥、南京长江大桥、鲁南高铁、潍莱高铁、青岛地铁、济南地铁、贵阳轨道交通 2 号线等

公路养护工程施工：公司子公司养护集团致力于大力发展绿色养护产业，是国内较早进入道路养护领域的企业，其预防性养护、路面材料循环利用等绿色养护技术应用广泛。

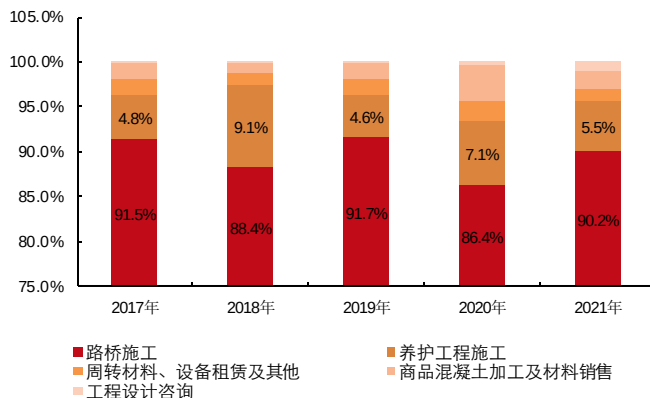
工程机械设备制造：公司拥有山东省首个钢结构桥梁工程技术研发中心和占地 7 万平方米钢结构加工制造基地、施工一体化专业团队，年加工能力 10 万吨。主要从事钢结构桥梁、钢结构工程及道路安全设施、桥梁隧道专用设备和特种设备(门式起重机)等产品的研发施工。

商品混凝土加工及材料销售：公司权属子公司山东鲁桥建材有限公司主要从事各种标号商品混凝土的生产、运输、泵送等业务，是济南市唯一一家同时拥有预拌商品混凝土专业承包二级资质和公路工程试验检测资质的专业商品混凝土生产企业。年生产运输能力 300 万方。

工程设计咨询：公司具有公路行业甲级、市政行业甲级等设计资质，涵盖公路行业、市政行业、建筑行业等 16 个专业工程设计。完成了省内外高级公路新建、改扩建 600 多公里，特大桥及大桥 150 多座，其他等级道路 3000 多公里的设计任务。

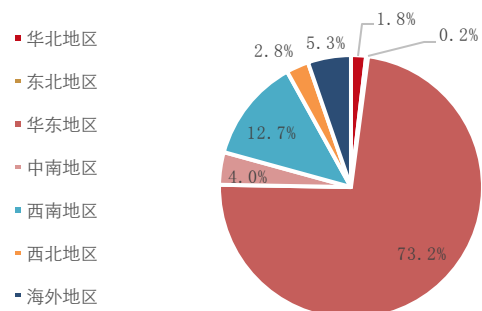
路桥施工贡献最大营收来源，布局全国，拓展海外。从公司各板块业务营收来看，路桥施工贡献最大的营收来源，近五年占比 90% 左右；其次是养护工程业务，2021 年营收占比 5.5%；周转材料、设备租赁及其他，商品混凝土加工及材料销售以及工程设计咨询业务营收占比较小，但工程设计咨询业务 2021 年营收大幅增加，同比+526.1%，占比 1.1%。从业务地区分布来看，国内业务占比 94.7%，国外业务占比 5.3%，公司在开展国内市场的同时深耕国际市场，通过搭船出海、结伴出海等方式开拓海外新兴市场，通过自主经营的形式开发国外传统市场，提高海外业务占比，加快“走出去”步伐。2021 年公司实现中标额 1010.40 亿元，较去年同期增长 44.04%，中标项目涉及路桥综合、市政工程、产业园区、养护维修等 16 个业务领域，其中非路桥传统板块占比 40%。国内市场，公司立足华北，积极布局全国，正向西北地区倾斜。

图 2：2017-2021 各业务板块收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

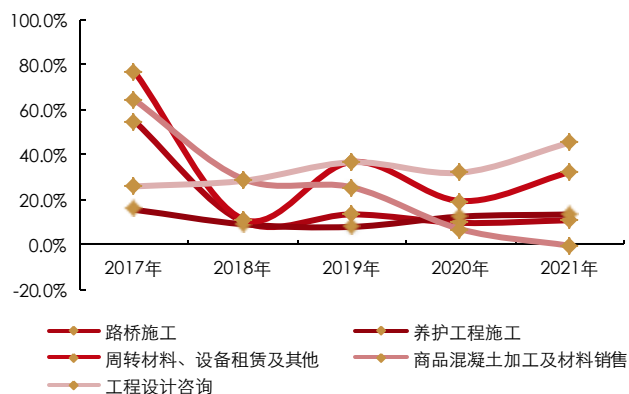
图 3：公司业务地区分布



数据来源：Wind，西南证券整理

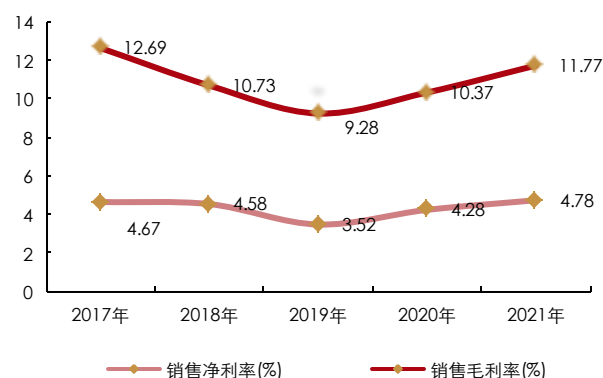
公司持续推进降本增效措施，盈利能力明显改善。受原材料价格上性因素的影响，2017-2019 年公司毛利率和净利率都有明显下滑态势，2020 年开始，公司持续推进积极落实降本增效措施，通过标准化施工、内部资源调配等方式，不断降低施工成本，项目盈利能力逐步提高。2021 年公司毛利率 11.8%，同比上升 1.4pp。分业务板块来看，工程设计咨询业务毛利较高，并逐年上升，2021 年该板块业务毛利 45.3%；周转材料、设备租赁及其他业务毛利近年来震荡上行，2021 年实现毛利率 32.2%；商品混凝土加工及材料销售业务毛利率有明显下滑趋势，2021 年毛利率为-0.6%；公司核心主营路桥施工和养护工程施工业务毛利率较为平稳。

图 4：公司 2017-2021 年各板块业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

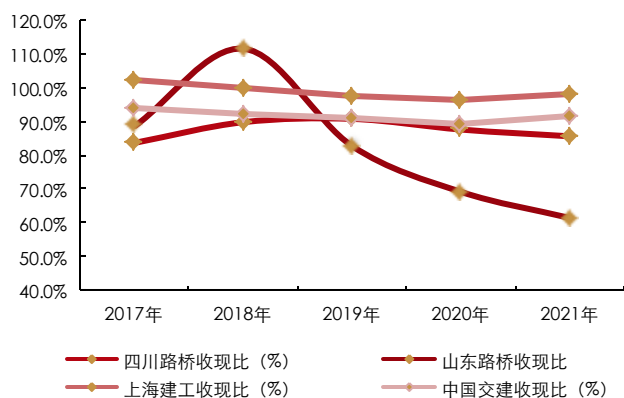
图 5：公司 2017-2021 年毛利率及净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

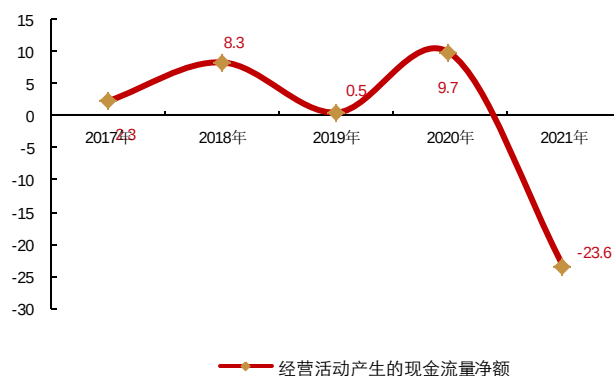
公司对流通资金的占用明显高于传统路桥公司。可比路桥公司收现比 90% 左右，公司收现比 2018 年之后逐年下滑，2021 年收现比 61.61%，工程回款能力较弱。2021 年公司经营活动产生的现金流净额 -23.6 亿元，主要由于 2021 年公司在手项目增多，营收规模增加，业主存在通过商业汇票支付合同价款的情形，同时由于部分项目根据合同约定付款账期较长，已完工未计量资产增多，应收账款增加，经营活动现金流入减少，导致经营活动产生的现金流量净额较上年同期大幅下降。

图 6：可比公司历年收现比(%)



数据来源：Wind，西南证券整理

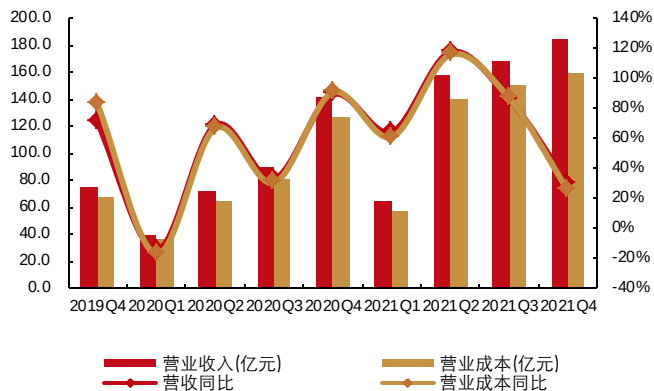
图 7：2017-2021 公司经营活动产生的现金流量净额



数据来源：Wind，西南证券整理

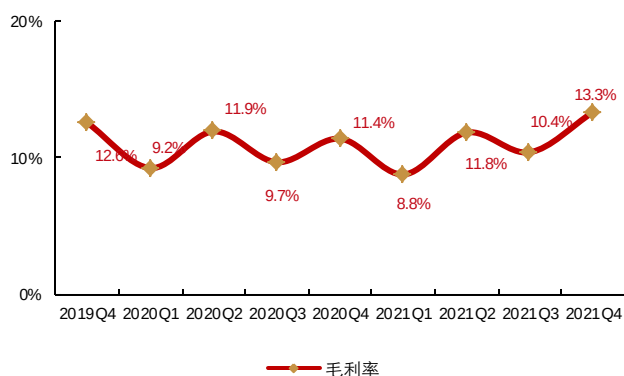
2 关键财务指标

图 8：2021 年实现营业收入 575.2 亿元，同比增长 67.03%



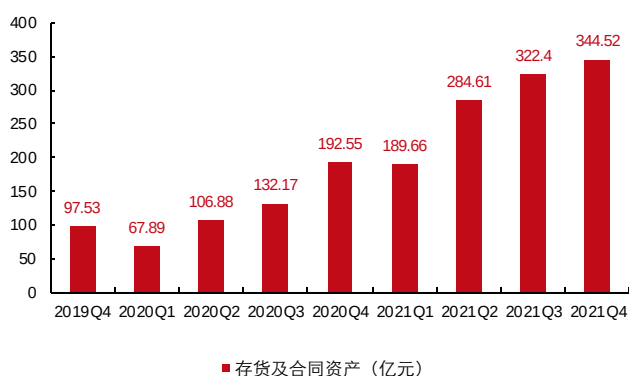
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2021 年毛利率 11.8%，较上年增加了 1.4 个百分点



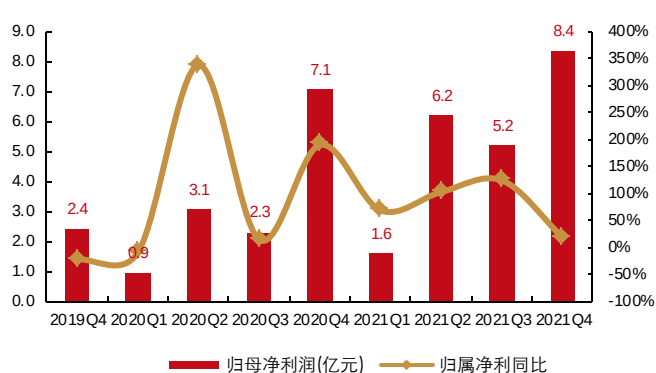
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2021 年存货及合同资产 344.5 亿元，较上年同期增加 6.9%



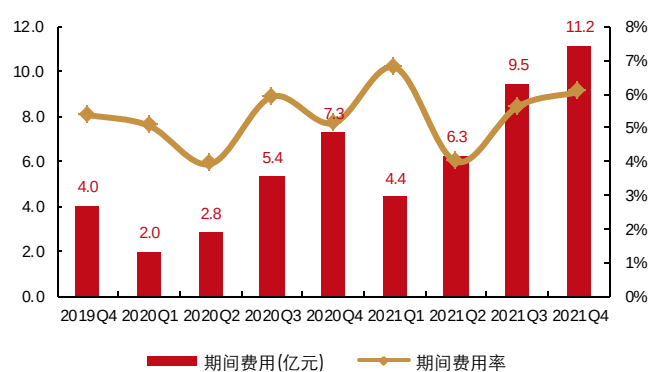
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2021 年实现归母净利润 21.35 亿元，同比增加 59.5%



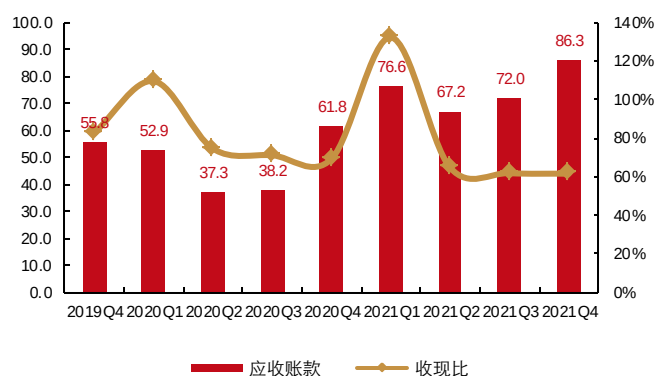
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2021 年期间费用率 5.5%，较上年同期上升 0.4 个百分点



数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2021 年收现比 61.61%，同比下降 7.7 个百分点



数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2021 年公司积极拓展新领域，路桥施工业务订单高增，未来公司将持续优化产业结构，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 2022-2024 路桥施工业务规模在 2021 年高增长的基础上增速为 30.0%、25.0%、20.0%，毛利率 11%、11%、11%；

假设 2：2021 年，公司积极推进养护区域化布局和绿色养护基地建设，结合养护项目和新建（改扩建）项目，制定绿色养护基地总体布局规划，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 2022-2024 年每年业务规模增速为 30.0%、20.0%、15.0%，毛利率 13%、13%、13%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 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		2021A	2022E	2023E	2024E
路桥施工	收入	518.7	674.3	842.8	1,011.4
	增速	74.3%	30.0%	25.0%	20.0%
	成本	460.5	600.09	720.11	792.12
	毛利率	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
养护工程施工	收入	31.6	41.1	49.3	56.7
	增速	29.96%	30.00%	20.00%	15.00%
	成本	27.3	35.74	42.89	49.32
	毛利率	13.7%	13.0%	13.0%	13.0%
合计	收入	575.2	744.4	926.0	1,107.0
	增速	67.0%	29.4%	24.4%	19.5%
	成本	507.5	659.4	820.0	979.9
	毛利率	11.8%	11.4%	11.5%	11.5%

数据来源：Wind，西南证券

同行业可比公司 2022 年平均估值 7 倍，给予公司 2022 年 7 倍 PE，对应目标价 12.32 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2022/4/26)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600039.SH	四川路桥	9.60	1.48	1.76	2.09	6.5	5.5	4.6
601800.SH	中国交建	9.82	1.28	1.43	1.58	7.7	6.9	6.2
平均值						7.1	6.2	5.4

数据来源：wind，西南证券整理

4 风险提示

宏观经济下行风险、基建投资不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	575.22	744.41	925.99	1107.00	净利润	27.51	33.09	41.53	49.15
营业成本	507.53	659.43	819.96	979.94	折旧与摊销	5.91	1.95	1.95	1.95
营业税金及附加	1.29	1.65	2.06	2.46	财务费用	4.88	3.65	4.63	7.20
销售费用	0.11	0.15	0.18	0.22	资产减值损失	-3.11	-5.67	-4.87	-4.21
研发管理费用	26.37	33.12	42.92	52.28	经营营运资本变动	-35.23	248.77	161.60	68.63
财务费用	4.88	3.65	4.63	7.20	其他	-23.52	5.67	6.92	3.30
资产减值损失	-3.11	-5.67	-4.87	-4.21	经营活动现金流净额	-23.56	287.45	211.76	126.01
投资收益	1.66	0.98	0.50	0.66	资本支出	-19.60	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.14	-0.89	-0.64	-0.72	其他	-9.85	-26.23	-27.04	-26.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-29.45	-26.23	-27.04	-26.97
营业利润	33.94	40.83	51.23	60.62	短期借款	8.82	-44.91	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.02	-0.04	-0.03	-0.03	长期借款	7.76	90.00	45.00	45.00
利润总额	33.92	40.79	51.20	60.59	股权融资	0.35	0.00	0.00	0.00
所得税	6.41	7.71	9.67	11.45	支付股利	0.00	-3.20	-4.13	-5.12
净利润	27.51	33.09	41.53	49.15	其他	32.86	-34.27	-3.63	-6.20
少数股东损益	6.16	5.56	7.36	8.62	筹资活动现金流净额	49.78	7.62	37.24	33.68
归属母公司股东净利润	21.35	27.53	34.17	40.52	现金流量净额	-3.46	268.84	221.96	132.72
资产负债表 (亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	73.05	341.89	563.85	696.57	成长能力				
应收和预付款项	142.08	203.83	249.24	295.31	销售收入增长率	67.03%	29.41%	24.39%	19.55%
存货	24.98	32.37	38.36	47.21	营业利润增长率	86.31%	20.32%	25.46%	18.34%
其他流动资产	376.57	148.98	92.70	110.80	净利润增长率	86.45%	20.28%	25.52%	18.33%
长期股权投资	48.98	48.98	48.98	48.98	EBITDA 增长率	88.20%	3.80%	24.51%	20.69%
投资性房地产	3.19	3.19	3.19	3.19	获利能力				
固定资产和在建工程	61.67	60.21	58.76	57.30	毛利率	11.77%	11.42%	11.45%	11.48%
无形资产和开发支出	5.86	5.52	5.18	4.84	三费率	5.45%	4.96%	5.16%	5.39%
其他非流动资产	97.49	124.25	151.01	177.77	净利率	4.78%	4.44%	4.49%	4.44%
资产总计	833.87	969.23	1211.26	1441.96	ROE	13.75%	16.66%	17.60%	17.55%
短期借款	44.91	0.00	0.00	0.00	ROA	3.30%	3.41%	3.43%	3.41%
应付和预收款项	382.43	466.21	597.57	711.08	ROIC	23.17%	62.76%	-33.82%	-23.49%
长期借款	52.99	142.99	187.99	232.99	EBITDA/销售收入	7.78%	6.24%	6.24%	6.30%
其他负债	153.40	161.40	189.66	217.84	营运能力				
负债合计	633.74	770.60	975.23	1161.91	总资产周转率	0.83	0.83	0.85	0.83
股本	21.50	21.50	21.50	21.50	固定资产周转率	20.71	23.52	30.67	38.53
资本公积	12.72	12.72	12.72	12.72	应收账款周转率	7.77	6.88	6.50	6.52
留存收益	69.65	93.97	124.01	159.41	存货周转率	24.35	22.96	22.52	22.12
归属母公司股东权益	135.25	128.19	158.22	193.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	61.61%	—	—	—
少数股东权益	64.88	70.44	77.81	86.43	资本结构				
股东权益合计	200.13	198.63	236.03	280.05	资产负债率	76.00%	79.51%	80.51%	80.58%
负债和股东权益合计	833.87	969.23	1211.26	1441.96	带息债务/总负债	18.29%	20.89%	21.12%	21.60%
					流动比率	1.11	1.21	1.24	1.28
					速动比率	1.07	1.16	1.19	1.22
					股利支付率	0.00%	11.63%	12.08%	12.65%
					每股指标				
					每股收益	1.37	1.76	2.19	2.60
					每股净资产	8.67	8.22	10.14	12.41
					每股经营现金	-1.51	18.43	13.57	8.08
					每股股利	0.00	0.21	0.26	0.33
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	44.73	56.03	65.84	73.23					
PE	6.26	5.13	3.97	3.42					
PB	0.99	1.35	1.04	0.82					
PS	0.23	0.25	0.20	0.18					
EV/EBITDA	3.23	-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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn