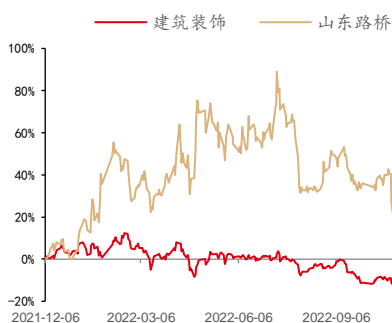


股票投资评级

买入|首次覆盖

个股表现



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

公司基本情况

52周内高	11.87
52周内低	5.98
总市值(亿元)	116.40
流通市值(亿元)	108.70
总股本(亿股)	15.61
A股(亿股)	15.61
—已流通(亿股)	14.58
—限售股(亿股)	1.03

研究所

分析师: 丁士涛
 SAC 登记编号: S1340522090005
 Email: dingshitao@cnpsec.com

研究助理: 刘依然
 SAC 登记编号: S1340122090020
 Email: liuyiran@cnpsec.com

山东路桥 (000498.SZ)
交通强省潜力十足, 山东基建龙头再腾飞
● 东部基建排头兵, 订单充沛成长可期

公司是山东高速集团旗下交通基建领军企业, 重点发力路桥施工和养护业务。21年公司营业总收入575亿元, YOY+67.0%, 归母净利润21.4亿元, YOY+59.5%。公司立足山东, 积极拓展省外及海外市场, 21年新签订单1010.4亿元, YOY+44%。借助“十四五”东风, 公司将继续培育工程主业, 扩大品牌影响力。

● 交通强省战略托底, 未来市场静待机遇

“十三五”期间山东交通基建投资7405亿元, 高速和铁路通车里程升至7473/6881公里, 投资力度位于各省前列。但是, 高速公路人均保有量较低, 交通运输在一般公共预算支出占比2.5%, 有较大上升空间。为响应交通强省战略, “十四五”期间山东高速和铁路里程计划增长至10000/9700公里, 省内交通基建市场空间广阔。

● 公路养护需求扩张, 多元业务再添助力

国内公路养护政策逐渐完善, “十四五”期间山东计划完成高速公路、普通国省道养护工程3000/6000公里。经测算得出21-25年省内公路养护市场约265亿元, 基建后周期市场潜力十足。公司还通过投资并购延伸业务资质, 致力于多元化发展, 积极扩张业务版图。

● 大股东重组合并, 夯实省内龙头地位

公司大股东山东高速集团合并齐鲁交通后, 省内高速公路市占率上升至82.4%。“十四五”期间山东高速计划投资总额5200亿元, 借助集团协同优势, 我们预计公司有望获得近2000亿元业务订单。

● 盈利预测与投资建议

看好公司在省内“十四五”规划下路桥施工和养护业务的发展机遇。我们预计22-24年营业收入698.43/847.41/1030.40亿元, 归母净利润25.80/32.65/41.72亿元。按照22年12月2日收盘价计算, 22-24年对应PE 4.5/3.6/2.8倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

省内交通投资景气度不足; 原材料价格上涨; 工程回款缓慢; 突发因素对施工进度的影响。

盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	57,522.29	69,843.45	84,741.00	103,039.89
增长率（%）	67.04%	21.42%	21.33%	21.59%
归属母公司净利润（百万元）	2,579.52	3,264.98	4,171.84	2,579.52
增长率（%）	59.45%	20.82%	26.57%	27.78%
毛利率（%）	11.77%	11.79%	12.01%	12.27%
净利率（%）	3.7%	3.7%	3.9%	4.0%
EPS(元/股)	1.37	1.65	2.09	2.67
市盈率（P/E）	5.45	4.51	3.57	2.79
ROE	15.78%	16.21%	17.03%	17.87%

数据来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所预测
注：股价为 2022 年 12 月 2 日收盘价

目录

1 东部基建排头兵，订单充沛成长可期.....	6
1.1 发展历史悠久，项目经验丰富.....	6
1.2 业绩持续优化，业内竞争力加强.....	7
1.3 订单结构优化，省内市场依赖度有效缓解.....	10
2 交通强省战略托底，未来市场静待机遇.....	11
2.1 “十三五”成绩优越，省内交通投资空间可期.....	11
2.2 “十四五”景气度有望延续，省内交通基建空间广阔.....	13
3 公路养护需求扩张，多元业务再添助力.....	16
3.1 布局基建后周期市场，公路养护业务潜力十足.....	16
3.2 积极并购拓展业务资质.....	18
4 大股东重组合并，夯实省内龙头地位.....	20
5 多种融资工具并行，计划发行可转债.....	21
6 盈利预测与投资建议.....	22
6.1 收入预测.....	22
6.2 利润预测.....	22
6.3 投资建议.....	24
7 风险提示.....	24

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 世界第一跨海大桥山东高速胶州湾跨海大桥.....	6
图表 3: 公司所建苏通长江大桥.....	6
图表 4: 公司股权结构 (截至 2022Q3)	7
图表 5: 2015-2022Q3 公司营业总收入及同比.....	8
图表 6: 2015-2022Q3 公司归母净利润及同比.....	8
图表 7: 2016-2022H1 公司各区域营收占比.....	8
图表 8: 2020 年公司各区域毛利占比	8
图表 9: 2015-2022H1 公司各项业务收入.....	9
图表 10: 2022H1 各项业务营收占比	9
图表 11: 2017-2022Q3 公司毛利率及净利率.....	9
图表 12: 2017-2022Q3 公司各项期间费率.....	9
图表 13: 2015-2022Q3 公司经营性净现金流.....	10
图表 14: 2015-2022Q3 公司资产负债率.....	10
图表 15: 2016-2021 年公司新签施工合同金额及数量	10
图表 16: 2016-2021 年公司未完工施工合同金额及数量	10
图表 17: 2016-2021 年公司新签订单区域结构.....	11
图表 18: 2016-2021 年公司省内订单结构.....	11
图表 19: 2016-2021 年山东省交通运输投资额.....	11
图表 20: 2016-2021 年山东省铁路&高速公路通车里程	11
图表 21: 2022 年 1-7 月东部地区各省市公路水路交通固定资产投资占比.....	12
图表 22: 2021 年全国 25 省交通固定资产投资额(亿元)	12
图表 23: 2021 年全国 25 省高速公路通车里程 (公里)	12
图表 24: 2021 年 25 省高速网密度(公里/万平方公里)	13
图表 25: 2021 年 25 省人均高速公路里程(公里/万人)	13
图表 26: 近十年山东交通公共预算支出及占比	13
图表 27: 近十年国家交通公共预算支出及占比	13
图表 28: 山东高速铁路“123 小时”交通圈.....	14
图表 29: 山东省高速公路“十四五”规划建设	14
图表 30: 山东省十四五交通规划重点项目目标值	14
图表 31: 2022-2035 年省内主要交通方式客运比重.....	15
图表 32: 2022-2035 年省内主要交通方式货运比重.....	15
图表 33: 2021-2025E 省内铁路里程预测.....	15
图表 34: 2021-2025E 省内高速公路里程预测.....	15
图表 35: 公路养护主要政策.....	16

图表 36: 山东“十三五”和“十四五”规划中公路养护标准对比	17
图表 37: 2015-2020 山东收费公路里程及占比	17
图表 38: 2015-2020 山东收费公路养护支出及单位支出	17
图表 39: 2015-2020 山东收费高速公路里程及占比	18
图表 40: 2015-2020 山东收费高速养护支出及单位支出	18
图表 41: 公司主要业务资质	18
图表 42: 2019-2021 年投资收购子公司所贡献收入及利润 (亿元)	19
图表 43: 2013-2021 年山东高速集团及其子公司销售额&占比	20
图表 44: 2017-2021 年公司各类融资金额	21
图表 45: 2017-2021 年公司主要融资方式融资成本	21
图表 46: 公司可转债计划	21
图表 47: 盈利预测与公司估值 (亿元)	23
图表 48: 可比公司估值	24

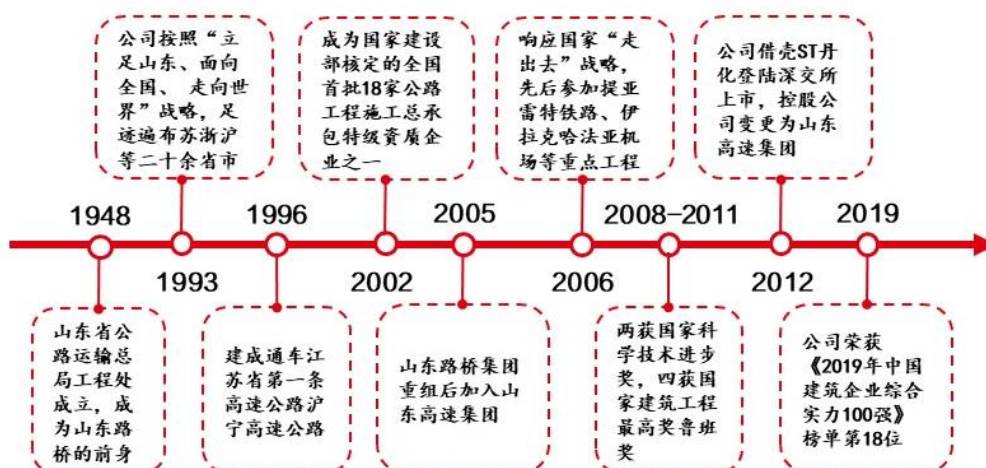
1 东部基建排头兵，订单充沛成长可期

1.1 发展历史悠久，项目经验丰富

公司始建于1948年，拥有多种路桥工程资质，项目遍布国内三十几个省市自治区，在海外参建了尼泊尔、巴基斯坦、阿尔及利亚、越南、伊拉克、哈萨克斯坦等十余个国家的高速公路、市政、房建、机场及铁路项目。公司先后获得国家科学技术进步奖、鲁班奖、国家优质工程金质奖、詹天佑奖、国家优质工程奖等，授权专利200余项，参加建设的青岛胶州湾跨海大桥获乔治·理查德森奖，是迄今我国桥梁工程获得的最高国际奖项。公司荣获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18位，位列山东省建筑企业首位。

公司曾参与修建淮上淮河特大桥、威海香水河大桥、潍日高速、宁梁高速、四川夹江S307线千佛岩隧道等工程，在稳固路桥建设的基础上，积极拓展市政、铁路、港航、隧道等领域。目前，公司在建主要工程有济南大西环（EPC模式）、郑济高铁、潍烟高铁，济南地铁4号线等。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

图表2：世界第一跨海大桥山东高速胶州湾跨海大桥



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

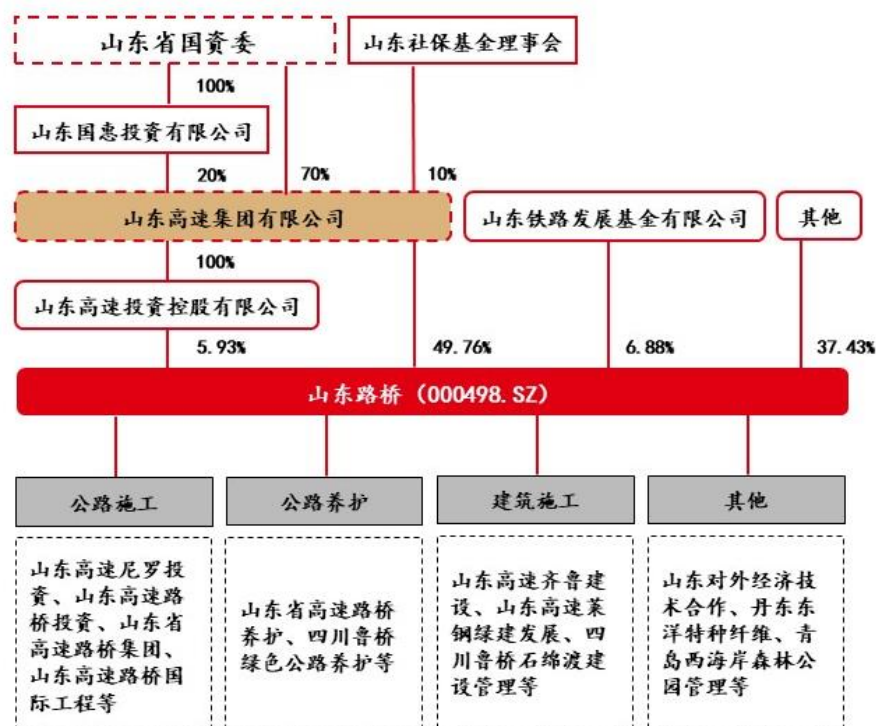
图表3：公司所建苏通长江大桥



资料来源：公司官网，中邮证券研究所

背靠山东国资委，隶属山东高速集团。公司实际控制人为山东省国资委，目前第一大股东为山东高速集团有限公司，截至 2022 年第三季度山东高速持股比例高达 49.76%，通过山东高速投资控股有限公司间接持股 5.93%，合计持股 55.69%。公司主要布局路桥施工、公路养护和建筑施工业务，旗下含有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 30 余家权属公司，业务资质十分丰富。

图表4：公司股权结构（截至 2022Q3）



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

1.2 业绩持续优化，业内竞争力加强

大股东合并提升经营业绩竞争力。2020 年公司第一大股东山东高速集团与第二大股东齐鲁交通集团合并重组，公司业绩充分增厚，当年营业收入为 344 亿元，YOY+48.1%，归母净利润为 13.4 亿元，YOY+123.1%。2021 年公司继续发挥业务优势，营业收入增长至 575 亿元，YOY+67.0%，2015-2021 年 CAGR 高达 40.7%。公司积极落实降本增效措施，盈利能力得到大幅提升，2021 年公司归母净利润为 21.4 亿元，YOY+59.5%，2015-2021 年 CAGR 高达 33.5%。大股东合并后原齐鲁交通旗下山高交建、日照建设、港通建设与公司存在业务重合。2021 年山东高速集团出具《关于避免同业竞争的承诺函》，承诺将在 36 个月内启动注入山东路桥的程序，后续有望继续增厚公司业绩。

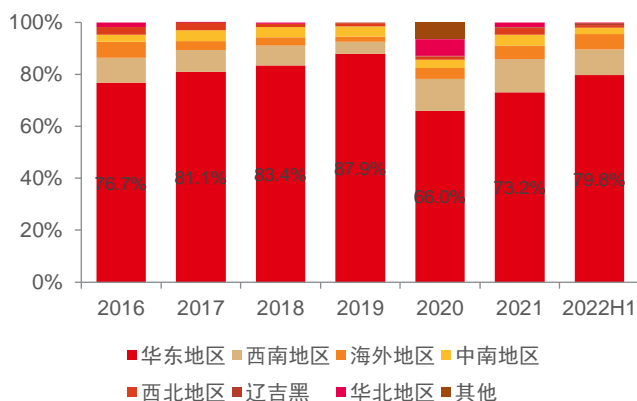
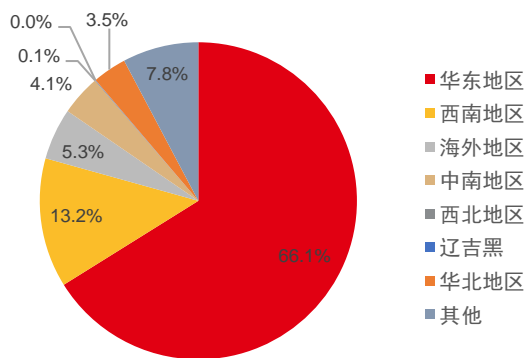
图表5：2015-2022Q3 公司营业总收入及同比

图表6：2015-2022Q3 公司归母净利润及同比


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

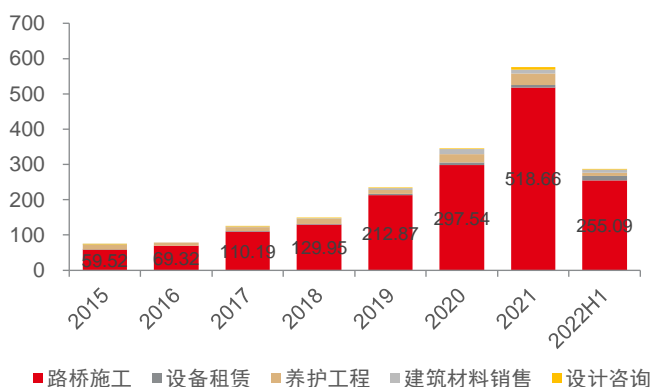
立足华东基本盘，积极布局全国及海外市场。公司深耕华东市场，除 2020 年受疫情影响外，2016-2021 年华东地区营业收入占比均在 70% 以上。同时公司继续发力其他区域市场，推动收购布局优化。2020 年起西南区域在公司布局中的重要性增强，收入和毛利分别占比 12.4%/13.2%，成为国内重点培育市场。此外，公司借助国内“一带一路”战略拓张海外市场，截至 2022 上半年海外市场营收占比 6.1%，公司国际品牌影响力不断提升。

图表7：2016-2022H1 公司各区域营收占比

图表8：2020 年公司各区域毛利占比


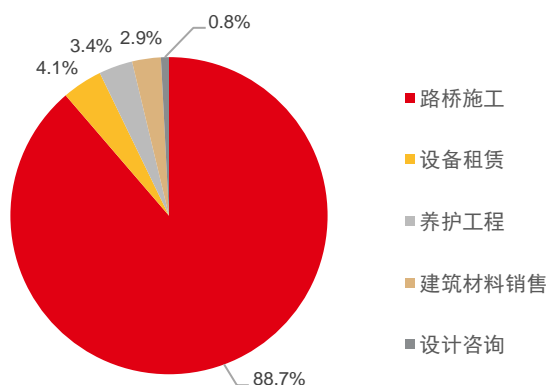
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

路桥施工和养护工程为公司贡献主要收入。公司以路桥工程施工与养护为主营业务，2021 年公司路桥施工和养护工程业务收入分别为 518.66/31.60 亿元，YOY+74.3%/+30.0%。2022 上半年两项主营业收入分别为 255.09/9.89 亿元，合计占比 92%。随着集团大股东高速集团在山东及全国市场占有率的提升，公司主营业务优势有望得到巩固，进一步为公司贡献收入。

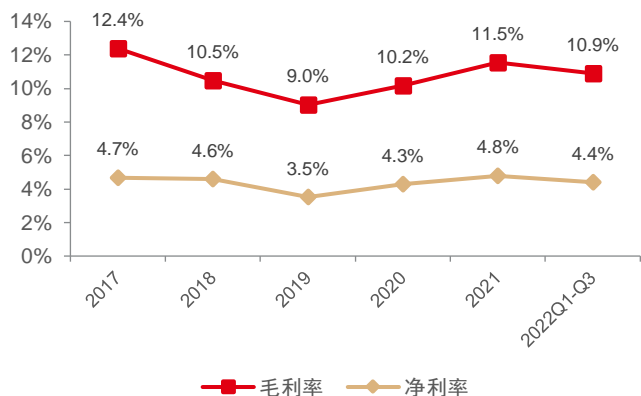
图表9：2015-2022H1 公司各项业务收入


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

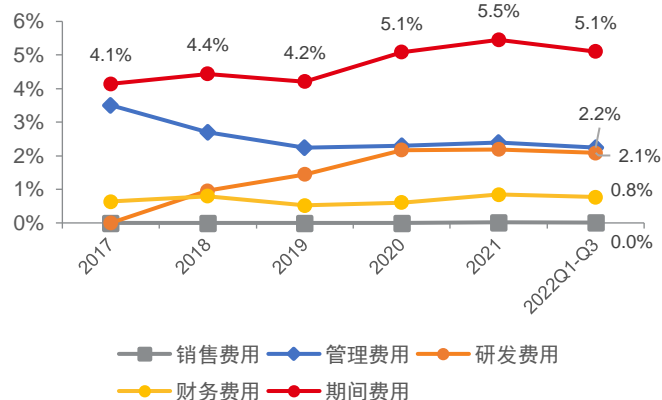
图表10：2022H1 各项业务营收占比


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

管理增效提升明显，逐渐走出盈利低点。受原材料价格上涨影响，2017-2019 年公司毛利率及净利率分别由 12.4%/4.7% 下降至 9.0%/3.5%，2020 年起逐渐得到恢复，到 2021 年分别回升至 11.5%/4.8%。2017-2022Q3 年期间费率由 4.1% 上升至 5.1%。尽管随着降本增效取得初步成果，管理费率由 3.5% 下降至 2.2%，但公司加大新技术研发投入力度，使研发费用逐步升高，拉动整体期间费率上升。我们预计随着公司原材料补价差机制的不断完善，上游原材料价格波动的影响将逐渐减小，加之公司技术实力不断增强，盈利能力将持续得到改善。

图表11：2017-2022Q3 公司毛利率及净利率


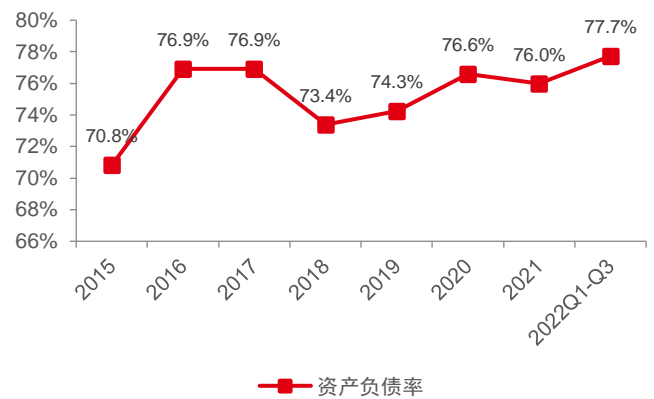
资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表12：2017-2022Q3 公司各项期间费率


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

保理公司缓解现金流压力，可转债有望降低负债率。2019-2021 年公司相继收购齐鲁建设、中铁隆、绿建发展、滨州交发等公司进行业务拓展，营收规模逐渐增大，但业主存在通过商业汇票支付合同价款的情况，导致应收账款增加，公司经营性现金流承压。截至 2022 年第三季度，公司资产负债率上升至 77.7%，达到近年高点。为了改善现金流及降低资产负债率，公司出资设立山高保理，授权开展应收账款保理业务，并发行可转债 48.36 亿元以偿还银行贷款并补充流动资金。未来若成功转股，将进一步优化公司负债结构。

图表13: 2015-2022Q3 公司经营净现金流

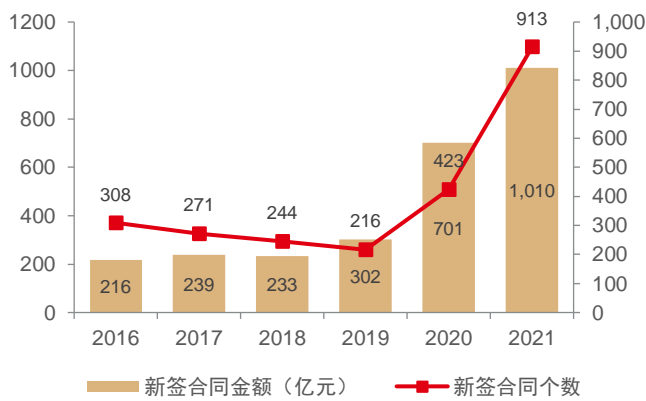
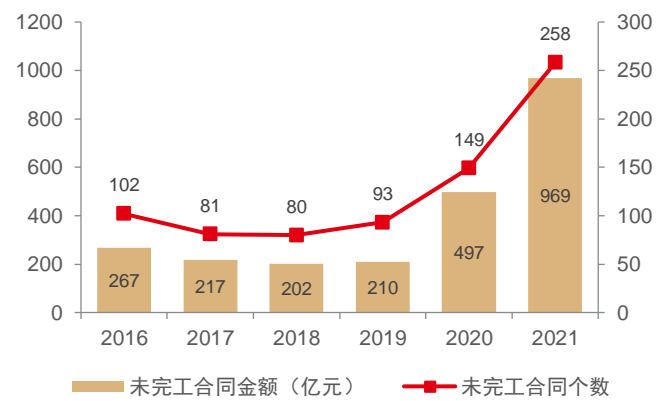
图表14: 2015-2022Q3 公司资产负债率


资料来源: iFind, 中邮证券研究所

资料来源: iFind, 中邮证券研究所

1.3 订单结构优化, 省内市场依赖度有效缓解

在手订单数量充足, 十四五期间有望接力增长。2021 年末公司在手订单为 1979 亿元, 是公司当年营业收入的 3.44 倍, 其中新签订单金额为 1010.4 亿元, 同比增长 44%, 近五年 CAGR 高达 36.1%, 新签订单维系较高增速; 21 年在手未完工订单金额为 969 亿元, 近五年 CAGR 高达 29.4%, 亦保持较高增速。我们预计在大股东业务协同作用下, “十四五” 期间公司在手订单将持续保持增量, 为公司营收增长提供强劲保障。同时在多元业务的战略布局下, 公司不断进军新领域, 多元市场开发力度不断加强, 订单规模有望扩大。

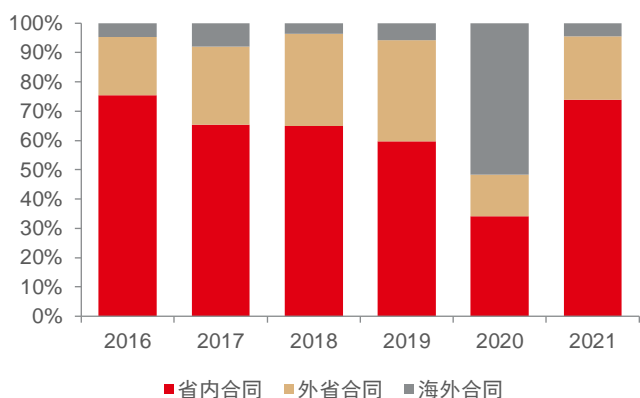
图表15: 2016-2021 年公司新签施工合同金额及数量

图表16: 2016-2021 年公司未完工施工合同金额及数量


资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

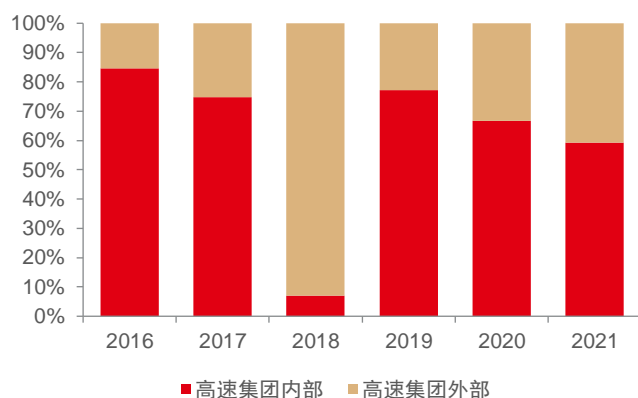
省外市场积极拓张, 订单结构持续优化。受益于大股东合并, 公司品牌影响力得以提升, 集团内部协同效应加深, 加之逐渐摆脱疫情影响, 2021 年公司省内订单金额上升至 746.89 亿元, YOY+61%, 其中 442.84 亿元来自于高速集团内部订单, 较上年增长 43.3%, 内部协同优势凸显。同时公司不断深化外省和海外市场的布局, 2016-2021 年公司外省、海外中标订单分别由 42.83/10.12 亿元上升至 217.63/45.89 亿元, 我们预计省外和海外订单增长将进一步打开公司增长空间。

图表17: 2016-2021 公司新签订单区域结构



资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

图表18: 2016-2021 公司省内订单结构



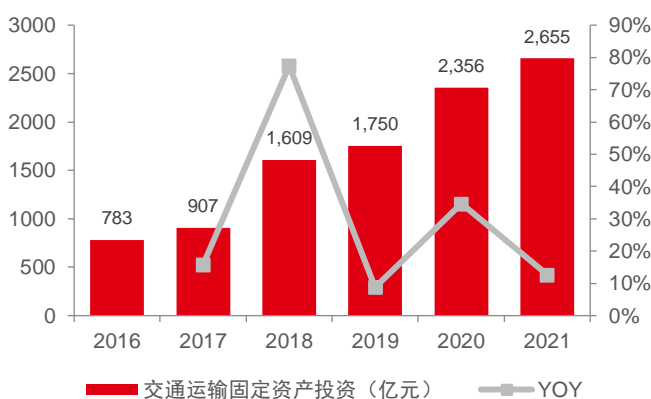
资料来源: 公司公告, 中邮证券研究所

2 交通强省战略托底, 未来市场静待机遇

2.1 “十三五”成绩优越, 省内交通投资空间可期

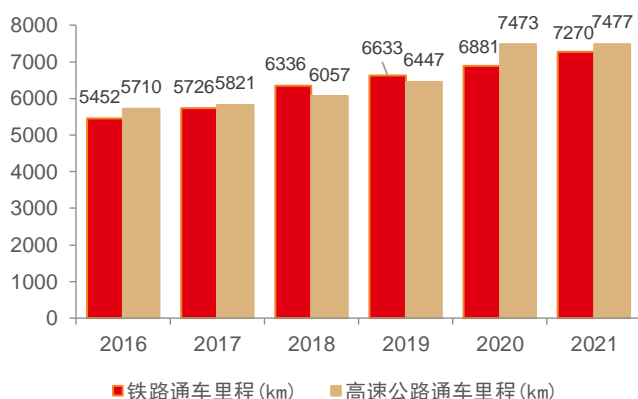
“十三五”期间山东交通基建投资力度持续加强。2016-2020 年山东交通运输固定资产投资额由 783 亿元上升至 2356 亿元, CAGR+24.6%。省内铁路通车里程由 5452 公里上升至 6881 公里, CAGR+4.8%, 省内高速公路通车里程由 5710 公里上升至 7473 公里, CAGR+5.5%。“十四五”期间交通基建投资有望延续高景气度, 2021 年山东交通投资高达 2655 亿元, YOY+12.7%, 铁路和高速公路通车里程分别增长至 7270/7477 公里, YOY+5.7%/+0.1%。

图表19: 2016-2021 年山东省交通运输投资额



资料来源: 山东省交通运输厅, 山东省人民政府, 中邮证券研究所

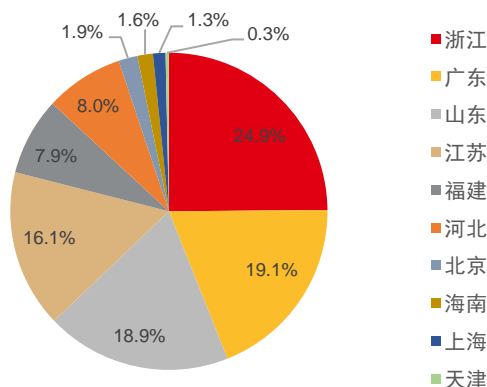
图表20: 2016-2021 年山东省铁路&高速公路通车里程



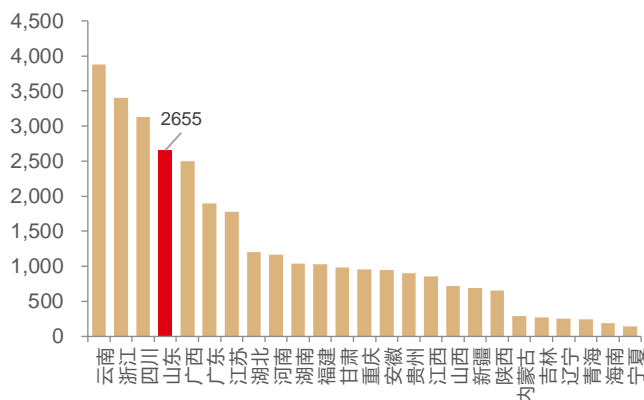
资料来源: 中国产业信息网, 《2020 年山东省国民经济与社会发展统计公报》, 中邮证券研究所

山东交通基建投资力度在全国及东部地区名列前茅。2021 年山东省交通固定资产投资额为 2655 亿元，仅次于云南/浙江/四川（分别为 3878/3400/3131 亿元）。截至 2022 年 7 月，山东省交通固定资产投资额为 1024.12 亿元，占东部地区 18.9%，仅次于浙江和广东。

图表21：2022 年 1-7 月东部地区各省市公路水路交通固定资产投资占比



图表22：2021 年全国 25 省交通固定资产投资额(亿元)

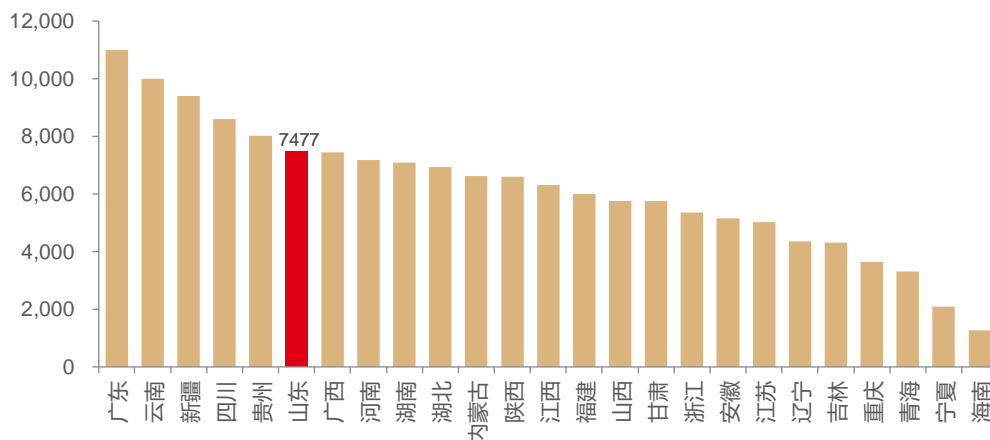


资料来源：中国产业信息网，中邮证券研究所

资料来源：中国交通新闻网，中国财经信息网，中国公路网，中原经济网，各省政府官网，中邮证券研究所

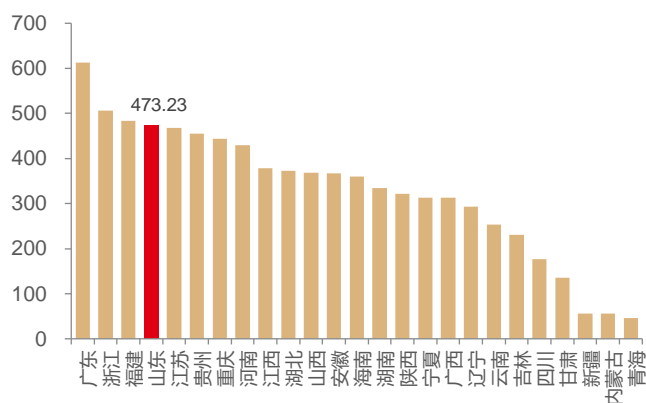
山东交通基建尚有较大改善空间。以高速公路为例，相较其他省份，2021 年山东省高速公路通车里程高达 7477 公里，在全国 25 个主要省市中排名第六，仅次于广东/云南/新疆/四川/贵州（分别为 11000/10000/9400/8600/8010 公里）。高速公路网密度亦位于国内前列水平，2021 年山东省高速公路网密度为 473.2 公里/万平方公里，在全国 25 省市排名第四，仅次于广东/浙江/福建（分别为 612.13/506.56/483.87 公里/万平方公里）。但山东是人口大省，常住人口超过 1 亿人，人均交通需求较大。2021 年山东省高速公路人均保有量为 0.74 公里/万人，仅高于河南和江苏，与其他省份差距较大。此外，省内交通系统还有布局不均衡、互通能力不足的问题，交通改善空间仍然较大。

图表23：2021 年全国 25 省高速公路通车里程（公里）

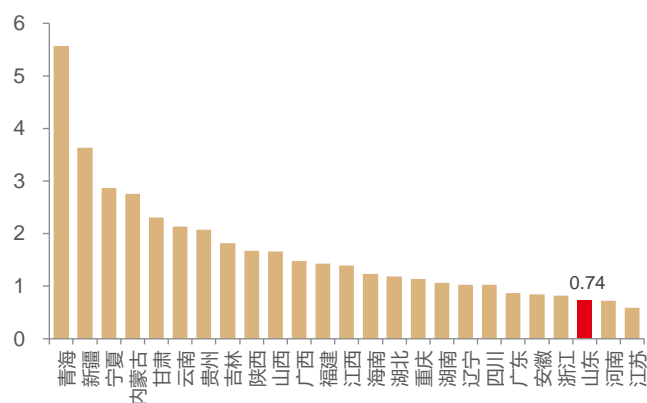


资料来源：中国公路网，各政府官网，中邮证券研究所

图表24: 2021年25省高速网密度(公里/万平方公里)



图表25: 2021年25省人均高速公路里程(公里/万人)

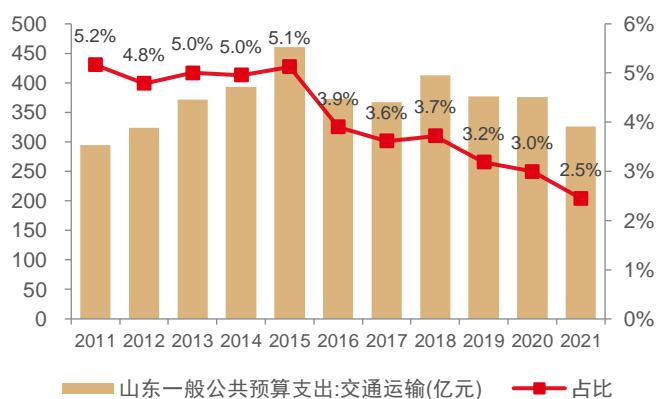


资料来源: iFinD, 中国公路网, 各政府官网, 中邮证券研究所

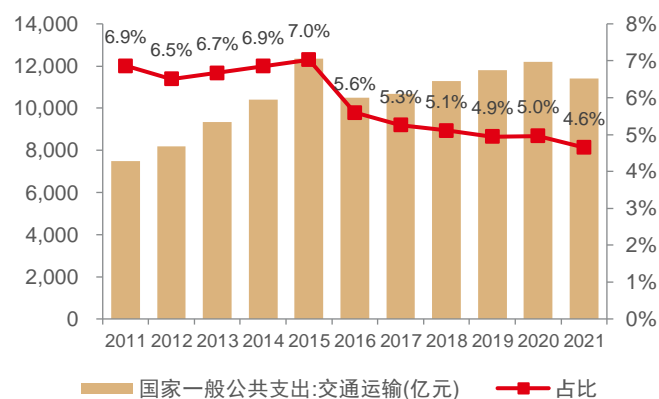
资料来源: iFinD, 中国公路网, 各政府官网, 中邮证券研究所

交通支出低于全国平均水平, 财政支持尚有倾斜空间。2021年全国交通运输一般公共预算支出高达11420.68亿元, 占一般公共预算支出4.6%, 而山东2021年交通运输一般公共预算支出326.59亿元, 仅占一般公共预算支出2.5%, 与全国水平相差较大, 因此山东省财政支出仍有向交通运输领域倾斜的余地。

图表26: 近十年山东交通公共预算支出及占比



图表27: 近十年国家交通公共预算支出及占比



资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

资料来源: iFinD, 中邮证券研究所

2.2 “十四五”景气度有望延续, 省内交通基建空间广阔

“十四五”期间山东交通基建有望保持稳健增长。为积极响应国家交通强国战略, 山东省出台《山东省综合交通网中长期发展规划(2018-2035年)》, 提出到2035年全省路网总规模达到5700公里, 高铁网络覆盖县域范围达到93%以上, 时速350公里高铁占比提高到80%以上, 全省路网总规模达到9000公里, 全面构建四横六纵现代化高铁网络和“九纵五横一环七射多连”的高速公路网络布局。此外, 《山东省十四五综合交通运输发展规划》提出, 要实施大通道、大网络、大枢纽“三大工程”, 加快构建以综合运输通道为骨干、以多层次网络为依托、以综合交

通枢纽为支点的综合交通网，支撑和引领新时代现代化强省。

图表28：山东高速铁路“123小时”交通圈



资料来源：《山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035年）》，中邮证券研究所

图表29：山东省高速公路“十四五”规划建设



资料来源：山东高速集团官网，中邮证券研究所

“十四五”交通规划提出构建“铁公水”综合交通大网络。加快完善全国领先的轨道网、公路网、水运网，构建多层次、广覆盖的综合立体交通网络。进一步提高省内高速公路连接能效和通达水平，到2025年全省高速公路里程增长至10000公里，新建及改扩建高速公路近4000公里；同时打造轨道上的山东，实现“市市通高铁”，到2025年，全省铁路总里程力争达到9700公里，高速（城际）铁路里程达到4400公里，省际出口达到10个以上；积极推进具备条件的城市开展轨道交通规划建设，到2025年，城市轨道交通里程达到700公里。

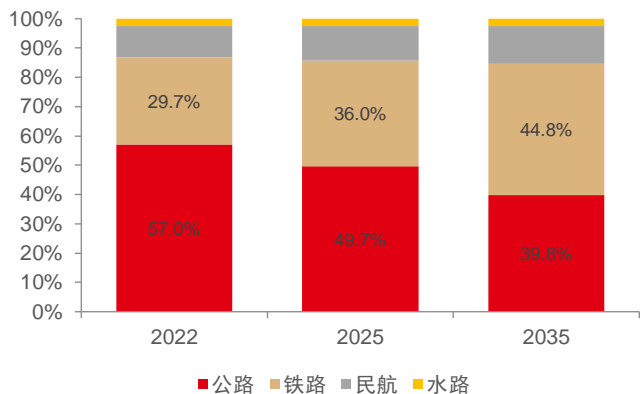
图表30：山东省十四五交通规划重点项目目标值

项目	单位	2020	2025	变化值	属性
铁路里程	公里	7061	9700	2639	预期性
高速（城际）铁路里程	公里	2110	4400	2290	预期性
公路里程	公里	287000	297000	10000	预期性
高速公路里程	公里	7473	10000	2527	预期性
内河高等级航道里程	公里	281	500	219	约束性
通用机场个数	个	13	30	17	预期性
城市轨道交通里程	公里	339	700	361	约束性

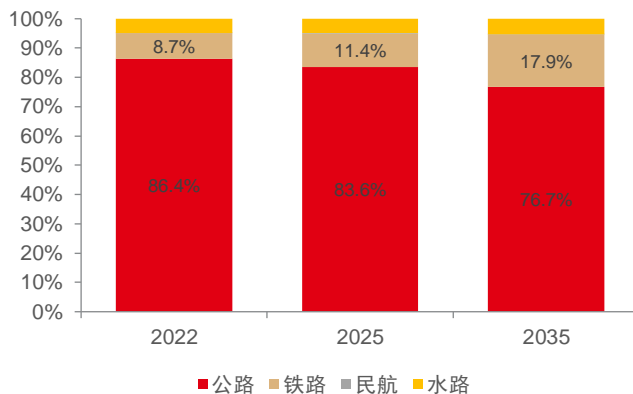
资料来源：《山东省“十四五”综合交通运输发展规划》，《图解 | 山东交通“十三五”成绩单》，中邮证券研究所

“十四五”期间公路铁路仍主导省内交通运输需求。根据《山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035年）》，2022-2035年（含2025年）山东省内公路和铁路合计客运比重分别为86.7%/85.7%/84.6%，合计货运比重分别为95.1%/95.0%/94.6%，在交通运输领域占据绝对比重。由于高速公路是公路投资的重点，山东省内铁路及高速公路基建投资空间广阔。

图表31：2022-2035年省内主要交通方式客运比重



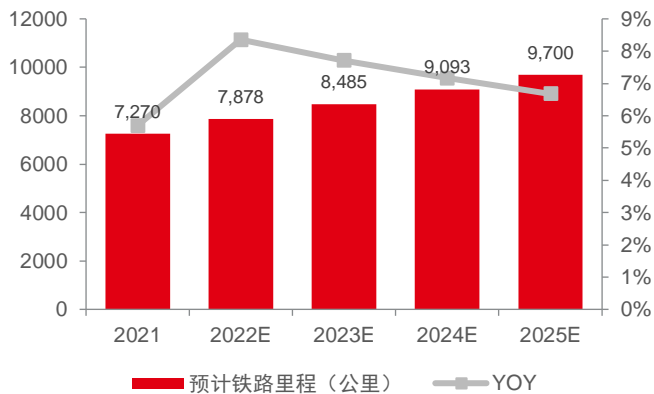
图表32：2022-2035年省内主要交通方式货运比重



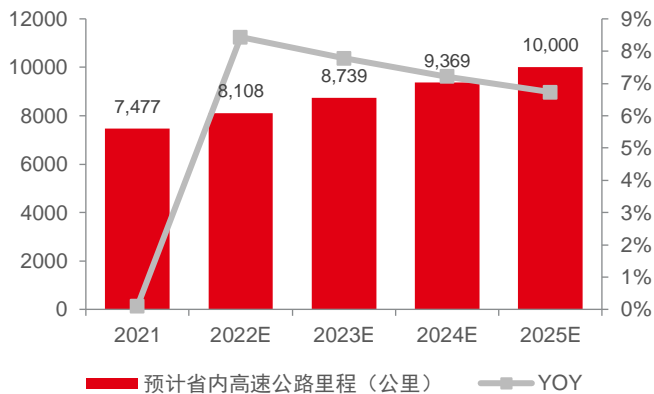
资料来源：《山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035年）》，中邮证券研究所

资料来源：《山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035年）》，中邮证券研究所

图表33：2021-2025E省内铁路里程预测



图表34：2021-2025E省内高速公路里程预测



资料来源：《山东省“十四五”综合交通运输发展规划》，中邮证券研究所

资料来源：《山东省“十四五”综合交通运输发展规划》，中邮证券研究所

3 公路养护需求扩张，多元业务再添助力

3.1 布局基建后周期市场，公路养护业务潜力十足

公路养护政策为需求加码。近年来随着国内公路养护行业政策不断完善，山东省内也逐步明确要求和标准。2020 年山东省政府印发《山东省深化农村公路管理养护体制改革实施方案》，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提出要在年内新建农村公路 1 万公里，实施养护工程 1.8 万公里。山东省积极响应政府交通强国战略，在公路养护市场积极发力，不断丰富完善相关政策。

图表35：公路养护主要政策

公路养护政策	主要内容
《公路养护与管理发展纲要(2001-2010 年)》	深化公路管理体制改工作，建立形成较为完善的公路管理行政法规、养护技术规范体系，适应依法治路、规范管理的需要。国省干线公路总里程中二级以上(含二级)技术登记的比例不低于 60%，国省干线公路中高级、次高级路面铺装率达到 90%以上，全国平均好路率达到 80%以上。
《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。
《公路安全保护条例》	公路管理机构、公路经营企业应当加强公路养护，保证公路经常处于良好技术状态。应当按国务院交通运输主管部门规定的技术规范实施作业。
《“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”，以及“基本建立政府与市场合理分工的公路养护运行机制，形成公开透明，开放有序的养护市场”的目标。
《公路养护工程管理办法》	明确公路养护分类标准，提出公路养护机构要合理编制养护工程计划，以专项检测或评估为依据，做好养护安全作业方案设计，保障养护作业安全。
《公路养护预算编制导则》	为公路工程标准体系公路养护板块提供造价模块总领性标准，成为制修订其他公路养护造价依据的基础，对于推进养护预算文件编制标准化、统一全国公路养护预算口径、引导公路养护持续健康发展将发挥重要作用。
《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不中断交通情况下施工等特点。兼顾了技术先进性与工程实用性。反映了工程实际水平，填补了公路养护工程质量检评标准的空白。
《山东省深化农村公路管理养护体制改革实施方案》	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%，通行条件和路域环境明显提升，为打造乡村振兴齐鲁样板提供坚实交通保障。健全管理养护体制，加强相关法律和政策宣传，引导社会各界支持、参与农村公路管护工作。

资料来源：各政府官网，中邮证券研究所

“十四五”规划明确省内公路养护目标，养护力度有望逐步释放。山东省高速公路优良率早在 2017 年就已达 99%，普通国省干线优良率已达 94.6%，农村公路中等路以上比例达 75%，内河高等级航道维护里程比例达 100%，提前完成十三五公路养护规划指标。“十四五”交通规划明确提出，提升公路预防养护实施力度，实施高速公路、普通国省道养护大中修工程 3000 公

里/6000公里，年度预防养护里程占比分别不低于8%/5%，优良路率分别达到100%/94%；一、二类以上桥梁比例分别达到99%/95%以上；普通干线公路养护水平取得示范性成果。深化农村公路管理养护体制改革，农村公路列养率100%，每年大中修及预防性养护里程达到总量的7%以上，消除主干路的简易铺装路面，整体技术状况优良中等路率达到88%以上。

图表36：山东“十三五”和“十四五”规划中公路养护标准对比

养护指标	2017	“十三五”	“十四五”
高速公路优良率	99.0%	≥99%	100%
普通国省干线优良率	94.6%	≥93%	94%
农村公路中等路以上比例	75.0%	≥75%	—
内河高等级航道维护里程比例	100%	≥98%	—
农村公路技术状况(MQI)优良中等路率	—	—	88%
农村公路列养率	—	—	100%

资料来源：《山东省“十四五”综合交通运输发展规划》，山东省发改委，中邮证券研究所

“十四五”期间省内公路养护市场近300亿。山东公路等级普遍较低且载荷压力大，目前已逐步进入大修期，养护需求开始释放。2020年山东收费公路里程8347公里，占总公路里程的2.9%，单位养护成本32万元/公里；2022年山东收费高速公路总里程7318公里，占总里程97.9%，单位养护成本30万元/公里。我们根据山东省“十四五”交通规划进行测算：

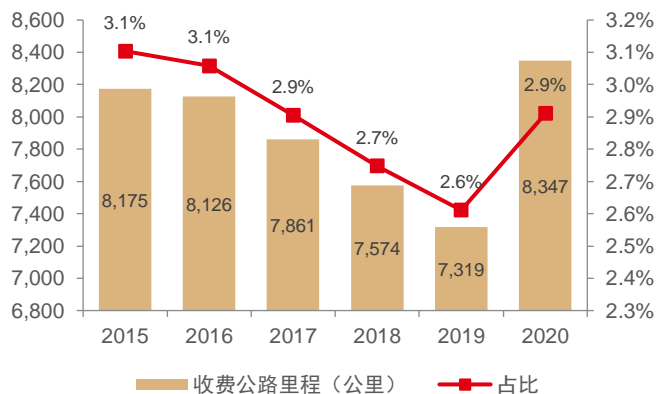
①“十四五”交通规划指出，到25年山东省内公路通车里程达到29.7万公里，20年省内公路里程为28.7万公里，假设21-25年省内公路里程为28.9/29.1/29.3/29.5/29.7万公里；

②规划同时指出，到25年山东省内高速公路通车里程达到1万公里，20年省内高速公路里程为0.74万公里，假设21-25年省内高速公路里程为0.75/0.81/0.87/0.94/1.00万公里；

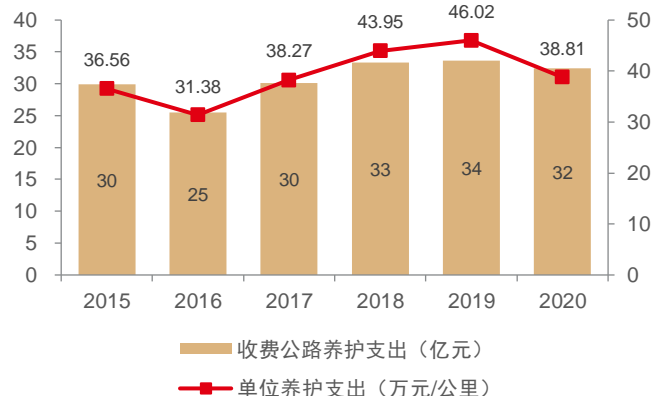
③假设“十四五”期间普通收费公路里程占比稳定在3%，单位养护支出稳定在32万元/公里。收费高速公路里程占比稳定在98%，单位养护支出稳定在30万元/公里；

根据以上假设可以得出，21-25年省内普通公路养护市场为27.0/27.2/27.3/27.4/27.6亿元；21-25年省内高速公路养护市场为21.9/23.8/25.7/27.6/29.4亿元，“十四五”期间省内公路养护市场空间约为265亿元。

图表37：2015-2020 山东收费公路里程及占比

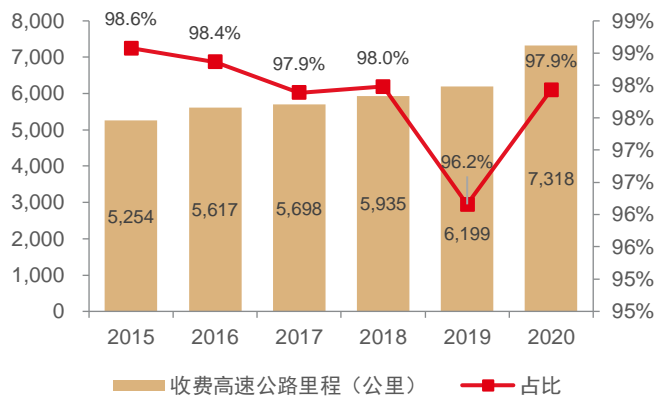


图表38：2015-2020 山东收费公路养护支出及单位支出

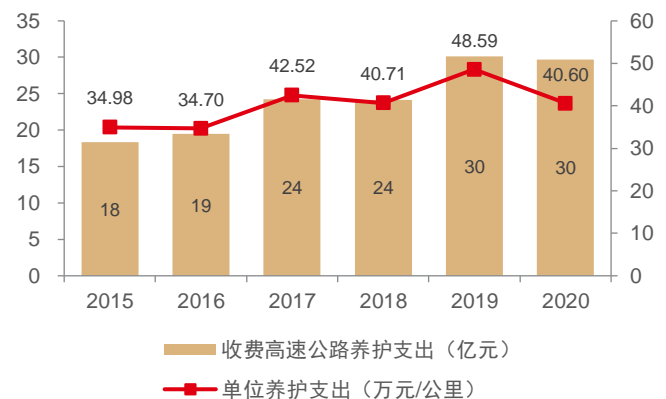


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表39：2015-2020 山东收费高速公路里程及占比


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

图表40：2015-2020 山东收费高速养护支出及单位支出


资料来源：iFinD，中邮证券研究所

3.2 积极并购拓展业务资质

除主业路桥工程施工和公路养护外，公司积极通过收并购方式延伸业务版图。近年来公司在市政工程、水利工程、房建业务和设计咨询均有所涉及，丰富各项业务资质，不断开拓多种基建分项业务。2019年，公司收购齐鲁建设，新增建筑装修装饰工程专业承包壹级资质及建筑机电安装工程专业承包壹级资质等10项资质；2020年公司收购中铁隆，具有工程设计市政行业轨道交通工程专业甲级、铁路工程施工总承包贰级等资质。同年，公司收购绿建发展，具有钢结构制造特级资质、钢结构工程专业承包一级资质等。历次收购丰富了公司在相关领域的业务资质，加强了公司在机电安装、市政工程和钢结构领域的实力，为公司进军其他业务领域打下了基础。截至2021年公司拥有各项资质298项，其中施工类资质200项。

图表41：公司主要业务资质

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
专业承包资质	桥梁、路面、路基、地基、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 建筑装修装饰、机电安装工程专业承包壹级
工程设计资质	工程设计公路、公路行业甲级
	公路行业（公路）专业甲级
	工程设计市政行业轨道交通工程专业甲级
工程勘察资质	勘察专业类（工程测量）甲级
	工程勘察专业类岩土工程（勘察）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，中邮证券研究所

投资并购为公司贡献收入和利润增长。公司于2019年收购齐鲁建设，于2020年收购中铁隆/山东外经/尼罗公司/绿建发展，于2021年新收购滨州交发/宁夏公路/中工武大。21年被收购子公司净利润5.27亿元，由于齐鲁建设/山东外经/尼罗公司三家子公司未披露营业收入，其余5家子公司21年营业收入94.71亿元。被投资公司具有良好业绩预期，在扩展公司业务资质的同时，能够有效贡献营收和利润。

图表42：2019-2021年投资收购子公司所贡献收入及利润（亿元）

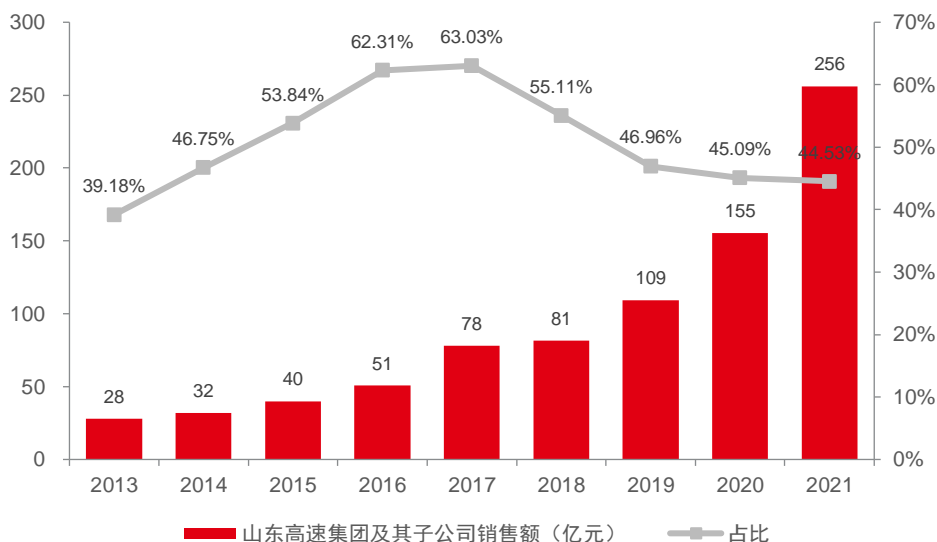
收购标的	主营业务	股权获得成本	股权比例	21年营收	21年净利润
齐鲁建设	建筑施工	4.02	100.00%	—	0.26
中铁隆	城市轨道交通工程、市政、水环境改造工程施工	3.56	49.82%	23.32	0.56
山东外经	许可证规定范围内的因私出入境中介服务	17.34	100.00%	—	1.96
尼罗公司	公路工程	1.61	100.00%	—	0.58
绿建发展	建筑工程设计施工、钢结构工程等	3.52	51.00%	24.82	0.55
滨州交发	工程施工	3.61	51.00%	34.27	0.75
宁夏公路	工程施工	2.81	51.00%	9.38	0.41
中工武大	专业技术服务	1.78	51.00%	2.92	0.20
合计	—	38.25	—	94.71	5.27

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4 大股东重组合并，夯实省内龙头地位

公司控股股东山东高速集团为山东国资委下属国有投资公司，于 2001 年成立，经营主业涵盖交通基础设施及智慧交通投资运营建设、金融资产投资管理、新能源新材料等多个领域，是山东省内交通投建运领域的龙头企业，目前旗下拥有山东高速(600350.SH)、山东路桥(000498.SZ)、山高控股(412.HK)、齐鲁高速(1576.HK)、威海银行(9677.HK)、山高新能源(1250.HK) 6 家上市公司。公司是集团旗下唯一一家主业为路桥建设的上市企业。高速集团及其子公司为公司贡献的销售金额逐年提升，2021 年已升至总销售额的 44.53%，大股东优质资源为公司长期稳健发展提供了有力保障。近年来公司依托项目资源持续稳固省内路桥基建龙头地位。

图表43：2013-2021 年山东高速集团及其子公司销售额&占比



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

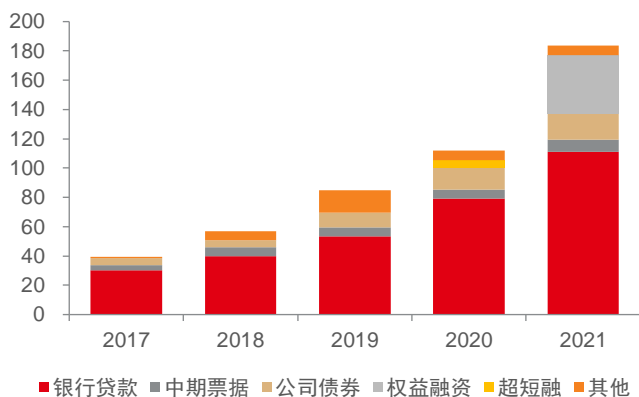
大股东合并后市占率得到有效提升。2020 年 9 月，公司第一大股东山东高速与第二大股东齐鲁交通签署合并协议，山东高速作为合并后公司承继齐鲁交通所有资产及负债，成为省内唯一省属高速公路建设投资运营主体。2021 年末，新山东高速集团总资产已达 1.13 万亿元，居全省国有企业和全国同行业第一。2021 年实现营业收入 2008.4 亿元，同比增长 28.8%，实现净利润 112.4 亿元，同比增长 282.32%，彰显并购后协同效应。根据官网数据，截至 2022 年第三季度山东高速集团运营高速公路 7779.2 公里，其中省内 6170.4 公里，占全省总里程的 82.4%。大股东合并进一步提升市场占有率，奠定省内交通基建龙头地位。

集团内部协同优势彰显，有望贡献近 2000 亿元订单增量。“十四五”期间，山东高速集团计划新建、续建高速公路项目约 40 个，总里程约 3200 公里，总投资 5200 亿元，助力省内高速公路通车里程突破 10000 公里。2021 年山东高速集团高速公路投资 726 亿元，公司与高速集团的关联销售额为 256 亿元，约占投资总额的 35%。若该比例保持稳定，“十四五”期间来自集团内部的高速公路施工订单有望达 1833 亿元，较“十三五”期间将大幅增长。

5 多种融资工具并行，计划发行可转债

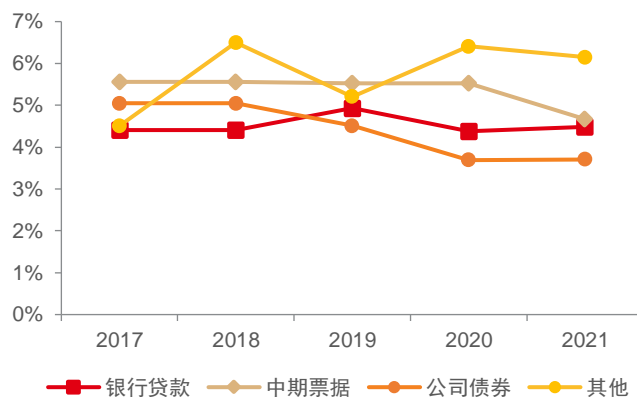
随着公司业务不断拓展，资金需求不断增大，融资方式不断丰富。2021年公司融资金额为183.7亿元，较2017年增加144.2亿元，其中银行贷款为最主要的融资方式，2021年融资金额高达111.0亿元。但对比近五年融资成本可以发现，公司银行贷款成本有增加趋势，2017-2021年由4.41%上升至4.48%；票据及债券融资成本有所下降，分别由5.56%/5.05%滑落至4.67%/3.71%。多种融资方式并行为公司拓展业务提供了充足的资金保障。

图表44：2017-2021年公司各类融资金额



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表45：2017-2021年公司主要融资方式融资成本



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

可转债有望改善公司资产负债结构。公司的可转债申请已经获得证监会审核通过，拟募集资金48.36亿元，其中35亿元用于支持公司项目：23亿元支持PPP项目建设，12亿元用于支持改建工程项目，剩余13.36亿元拟用于偿还银行贷款和补充流动资金。可转债的发行有利于公司以较低融资成本补充流动资金，扩大项目规模，进而强化省内交通基建龙头地位。若未来成功转股，则将有效降低公司资产负债率。

图表46：公司可转债计划

项目名称	拟投资总额 (亿元)	拟用募集资金投资金额 (亿元)	资本性投入金额 (亿元)
国道212线苍溪回水至阆中PPP项目	14.00	6.00	6.00
石城县工业园建设PPP项目	10.26	7.00	7.00
会东县绕城公路、城南新区规划区道路工程项目、老城区道路改造工程PPP项目	7.95	5.00	5.00
S242临商线聊城绕城段改建工程项目	17.55	7.00	7.00
S246临邹线聊城绕城段改建工程项目	14.42	5.00	5.00
莱阳市东部城区基础设施建设PPP项目	6.49	5.00	5.00
补充流动资金	8.36	8.36	0.00
偿还银行贷款	5.00	5.00	0.00
合计	84.04	48.36	35.00

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

6 盈利预测与投资建议

6.1 收入预测

我们预计公司 2022-2024 年营业总收入分别为 698.43/847.41/1030.40 亿元，YOY+21.42%/+21.33%/+21.59%：

- 1) 路桥施工：预计 2022-2024 年营业收入分别为 615.00/727.00/855.00 亿元，YOY+18.57%/+18.21%/+17.61%。
 - ① 未完工订单：截至 2021 年，公司有未完工订单 968.7 亿元，若以 20%/30%/30%/20% 的比例分四年进行释放，预计 22-24 年公司获得已签订单收入为 193.74/290.61/290.61 亿元；
 - ② 集团内新签订单：根据上文测算，“十四五”期间来自集团内部的高速公路施工订单有望达 1833 亿元，若 22-24 年分别释放其中的 20%/20%/25%，则 22-24 年可获得新签订单约为 367/367/458 亿元。若订单当年结转比例为 50.3%/52.1%/51.0%，则 22-24 年可获得集团内部新签订单收入为 184.63/191.26/247.36 亿元；
 - ③ 集团外部订单：2021 年集团外部订单占比 56.2%，可大致测算 22-24 年来自集团外部订单金额约为 470.37/470.37/621.60 亿元。若该部分订单当年结转比例为 50.3%/52.1%/51.0%，则公司 22-24 年可获得集团外部新签订单收入 236.63/245.13/317.03 亿元。
- 2) 养护工程：“十四五”期间省内公路养护市场高达近 300 亿元，预计 22-24 年营业收入为 44.24/66.36/99.54 亿元，YOY+40.00%/+50.00%/+50.00%。
- 3) 商品混凝土销售：预计 22-24 年业务营收保持稳定增长，分别为 11.85/13.04/14.34 亿元，YOY+5%/+10%/+10%。
- 4) 周转材料及设备租赁：该项业务将随着省内交通基建需求的释放而快速增长，预计 22-24 年营业收入为 14.58/21.87/32.81 亿元，YOY+100.00%/+50.00%/+50.00%。
- 5) 工程设计咨询：该项业务基数较小，增速或将略快于其他主业。预计 22-24 年营业收入为 12.76/19.14/28.71 亿元，YOY+100.00%/+50.00%/+50.00%。

6.2 利润预测

预计公司 2022-2021 年毛利率为 11.79%/12.01%/12.27%，考虑公司各项业务经营稳健，毛利率整体保持平稳：

- 1) 路桥施工：考虑公司主营业务利润挖潜空间较小，毛利率保持稳定，预计 22-24 年毛利率为 11.00%/11.00%/11.00%。

- 2) 养护工程：根据近五年省内公路单位养护成本可以看出，路桥养护业务盈利空间较为稳定，预计 22-24 年毛利率为 13.50%/13.50%/13.50%。
- 3) 周转材料及设备租赁：运营业务成本较低，将继续保持较高盈利水平，预计 22-24 年毛利率为 25.00%/25.00%/25.00%。
- 4) 商品及混凝土销售：业务模式导致盈利空间较小，毛利率将继续保持低位，预计 2022-2024 年毛利率为 5%/5%/5%。
- 5) 工程设计咨询：咨询类业务主要涉及人工成本，单位成本较低且相对稳定，预计 22-24 年毛利率为 35%/35%/35%。

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 25.80/32.65/41.72 亿元，YOY 为+20.82%/+26.57%/+27.78%。

图表47：盈利预测与公司估值（亿元）

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
路桥施工	297.54	518.66	615.00	727.00	855.00
YOY	39.78%	74.32%	18.57%	18.21%	17.61%
毛利率	10.03%	11.22%	11.00%	11.00%	11.00%
养护工程	24.31	31.60	44.24	66.36	99.54
YOY	116.67%	29.99%	40.00%	50.00%	50.00%
毛利率	12.82%	13.75%	13.50%	13.50%	13.50%
商品混凝土销售	13.59	11.29	11.85	13.04	14.34
YOY	244.1%	-16.92%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	6.74%	-0.56%	5.00%	5.00%	5.00%
周转材料及设备租赁	7.90	7.29	14.58	21.87	32.81
YOY	86.32%	-7.72%	100.00%	50.00%	50.00%
毛利率	19.33%	32.24%	25.00%	25.00%	25.00%
工程设计咨询	1.02	6.38	12.76	19.14	28.71
YOY	209.09%	525.49%	100.00%	50.00%	50.00%
毛利率	31.95%	45.31%	35.00%	35.00%	35.00%
公司营业收入	344.37	575.22	698.43	847.41	1030.40
YOY	48.05%	67.04%	21.42%	21.33%	21.59%
毛利率	10.37%	11.77%	11.79%	12.01%	12.27%
归母净利润	13.39	21.35	25.80	32.65	41.72
YOY	123.07%	59.45%	20.82%	26.57%	27.78%
EPS（元/股）	1.12	1.37	1.65	2.09	2.67

资料来源：公司数据，中邮证券研究所

6.3 投资建议

我们采用相对估值法对公司进行估值，选取主营业务为工程建设的陕西建工/中国交建/隧道股份/安徽建工作为可比公司。截至 2022 年 12 月 2 日，根据 iFinD 一致预期，2022E-2024E 可比公司平均 PE 分别为 6.1X/4.9X/4.2X，公司 2022E-2024E 之 PE 分别为 4.5X/3.6X/2.8X，与可比公司基本持平。我们看好公司在“十四五”政策支持下路桥施工、养护工程将迎来发展机遇，首次覆盖给予“买入”评级。

图表48：可比公司估值

股票代码	公司	收盘价(元)	市值(亿元)	EPS				PE			
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
600248.SH	陕西建工	4.63	170.80	0.94	1.11	1.38	1.72	5.09	4.16	3.35	2.70
601800.SH	中国交建	8.97	1205.00	1.11	1.13	1.42	1.60	7.71	8.01	6.39	5.67
600502.SH	安徽建工	5.44	93.38	0.64	0.72	0.90	1.09	6.52	7.63	6.12	5.03
600820.SH	隧道股份	5.44	171.00	0.76	0.87	0.92	1.04	7.07	6.29	5.98	5.31
	平均							6.40	6.09	4.87	4.19
000498.SZ	山东路桥	7.46	116.40	1.37	1.65	2.09	2.67	5.45	4.51	3.57	2.79

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

注：陕西建工/中国交建/安徽建工/隧道股份 22-24 年 EPS 均来自 iFinD 一致预测，山东路桥 22-24 年 EPS 为中邮证券研究所预测，股价时间为 2022-12-2

7 风险提示

省内交通基建投资景气度不足预期：若山东政府对交通基建投资力度放缓，或将导致公司未来新签订单数量不达预期，减少公司路桥施工业务收入；

上游原材料价格出现波动：基建原材料如钢筋、混凝土等出现价格大幅上扬，导致公司营业成本抬升，可能会导致公司工程施工业务利润收窄；

工程回款不及预期：若项目结算进度缓慢，项目工程回款不及时，或将影响后续项目的投资进度。

突发因素对施工进度影响：施工进度影响公司收入确认进度，短期突发因素可能会施工进度产生不利影响。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	57,522.29	69,843.45	84,741.00	103,039.89	营业收入	67.03%	21.42%	21.33%	21.59%
营业成本	50,753.18	61,611.00	74,564.00	90,395.00	营业利润	86.31%	21.75%	26.60%	27.76%
税金及附加	129.08	167.62	194.90	236.99	归属于母公司净利润	59.48%	20.83%	26.57%	27.78%
销售费用	11.23	0.00	0.00	0.00	获利能力				
管理费用	1,379.77	1,711.16	2,076.15	2,524.48	毛利率	11.77%	11.79%	12.01%	12.27%
研发费用	1,257.45	1,536.56	1,864.30	2,266.88	净利率	3.71%	3.69%	3.85%	4.05%
财务费用	487.60	344.68	405.56	466.58	ROE	15.78%	16.21%	17.03%	17.87%
资产减值损失	-310.94	-500.00	-600.00	-700.00	ROIC	9.40%	10.38%	11.35%	12.40%
营业利润	3,393.67	4,131.69	5,230.64	6,682.46	偿债能力				
营业外收入	11.78	13.19	15.96	19.47	资产负债率	76.00%	76.21%	75.77%	75.22%
营业外支出	13.67	16.54	20.01	24.41	流动比率	1.11	1.10	1.11	1.13
利润总额	3,391.78	4,128.35	5,226.59	6,677.52	营运能力				
所得税	640.74	778.32	986.36	1,259.54	应收账款周转率	7.77	7.39	7.42	7.50
净利润	2,751.04	3,350.03	4,240.23	5,417.98	存货周转率	27.59	32.55	46.26	48.79
归母净利润	2,134.92	2,579.52	3,264.98	4,171.84	总资产周转率	0.83	0.77	0.81	0.84
每股收益(元)	1.37	1.65	2.09	2.67	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.37	1.65	2.09	2.67
货币资金	7,304.94	10,550.13	11,072.46	12,815.07	每股净资产	8.67	10.19	12.29	14.96
交易性金融资产	9.80	9.80	9.80	9.80	估值比率				
应收票据及应收账款	9,976.69	12,036.19	14,432.26	17,548.83	PE	5.45	4.51	3.57	2.79
预付款项	1,782.91	1,925.22	2,474.67	2,912.37	PB	0.86	0.73	0.61	0.50
存货	2,498.30	1,793.67	1,870.14	2,354.00	现金流量表				
流动资产合计	61,667.56	72,562.11	85,362.66	101,685.99	净利润	2,751.04	3,350.03	4,240.23	5,417.98
固定资产	3,237.38	4,594.88	5,861.88	7,219.38	折旧和摊销	677.18	210.95	193.11	191.78
在建工程	2,929.65	3,429.65	3,929.65	4,429.65	营运资本变动	-6,444.40	1,213.52	-2,854.77	-2,886.87
无形资产	359.69	419.69	489.69	519.69	其他	659.70	703.57	833.02	960.88
非流动资产合计	21,719.30	24,808.36	27,765.25	30,773.47	经营活动现金流净额	-2,356.48	5,478.08	2,411.59	3,683.77
资产总计	83,386.87	97,370.46	113,127.90	132,459.45	资本开支	-532.31	-2,098.58	-1,976.94	-2,000.38
短期借款	4,491.13	5,356.82	6,230.58	7,100.30	其他	-2,412.94	-960.31	-880.52	-843.92
应付票据及应付账款	37,253.34	45,579.23	55,082.17	66,699.98	投资活动现金流净额	-2,945.25	-3,058.90	-2,857.46	-2,844.30
其他流动负债	13,789.40	14,926.39	15,566.90	16,492.94	股权融资	313.92	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	55,533.87	65,862.44	76,879.64	90,293.22	债务融资	2,122.86	500.00	500.00	500.00
其他	20.41	20.41	20.41	20.41	其他	2,541.53	326.01	468.20	403.14
非流动负债合计	7,839.84	8,339.84	8,839.84	9,339.84	筹资活动现金流净额	4,978.31	826.01	968.20	903.14
负债合计	63,373.71	74,202.27	85,719.48	99,633.06	现金及现金等价物净增加	-346.35	3,245.19	522.34	1,742.61
股本	2,149.60	2,149.60	2,149.60	2,149.60					
资本公积金	1,271.75	1,271.75	1,271.75	1,271.75					
未分配利润	6,362.16	8,359.75	11,134.99	14,681.05					
少数股东权益	6,488.11	7,258.61	8,233.87	9,480.00					
其他	3,741.55	4,128.48	4,618.23	5,244.00					
所有者权益合计	20,013.16	23,168.19	27,408.42	32,826.40					
负债和所有者权益总	83,386.87	97,370.46	113,127.90	132,459.45					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	买入	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。