下载日志已记录，仅供内部参考

# 如何看待山东路桥的投资价值

## ——山东路桥推荐报告

山东路桥（000498.SZ）
基础建设

证券研究报告/公司研究简报

2026 年 10 月 21 日

**评级：　买入（维持）**


**分析师：由子沛**

**执业证书编号：S0740523020005**

Email：youzp@zts.com.cn

**分析师：王雯**

**执业证书编号：S0740526040005**

Email：wangwen02@zts.com.cn

**分析师：侯希得**

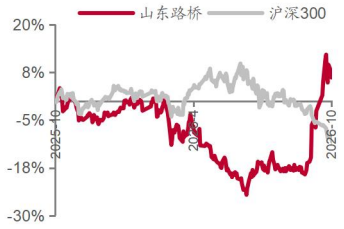
**执业证书编号：S0740523080001**

Email：houxd@zts.com.cn


**基本状况**

| | |
|---|---|
| 总股本(百万股) | 1,552.44 |
| 流通股本(百万股) | 1,449.35 |
| 市价(元) | 6.42 |
| 市值(百万元) | 9,966.68 |
| 流通市值(百万元) | 9,304.82 |

**股价与行业-市场走势对比**




**相关报告**

1、《大股东增持彰显信心，基本面改善明显》2026-09-25
2、《新签订单边际回暖，“进城出海”激发新动能》2026-08-26
3、《现金流改善显著，“进城出海”激发新动能》2026-05-10

**公司盈利预测及估值**

| 指标 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 71,348 | 68,568 | 69,253 | 71,191 | 73,186 |
| 增长率 yoy% | -2% | -4% | 1% | 3% | 3% |
| 归母净利润（百万元） | 2,322 | 2,227 | 2,166 | 2,252 | 2,332 |
| 增长率 yoy% | 1% | -4% | -3% | 4% | 4% |
| 每股收益（元） | 1.50 | 1.43 | 1.40 | 1.45 | 1.50 |
| 每股现金流量 | -3.31 | 0.17 | 3.23 | 4.23 | 1.58 |
| 净资产收益率 | 7% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| P/E | 4.3 | 4.5 | 4.6 | 4.4 | 4.3 |
| P/B | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |

备注：股价截止自2026 年 10 月 21 日收盘价，每股指标按照最新股本数全面摊薄

**报告摘要**


- **大股东增持彰显信心，市值管理与分红预期提升。**近期大股东公告大额增持计划，我们判断大股东持股比例有望从当前的 56%提升至 60%以上。本次增持规模在地方基建国企中属于高规格、大力度增持，实质落地后将有效稳定二级市场估值、修复市场情绪、改善公司过往低估值压制状态。考虑到新一轮国企改革开启，“市值考核”成硬指标，截止 10 月 19 日，山东路桥 PB（LF）为 0.55 倍，处于 2010 年以来 3.76%分位，公司仍处于深度破净的状态，从子公司股权的上翻和可转债的角度来看，我们认为公司对于市净率的提升仍有强烈诉求。2025 年山东路桥的分红比例为 15.38%，相较于四川路桥（58.56%）、广东建工（47.40%）、安徽建工（30.38%）等地方国企均有提升空间。以山东路桥为例，若其归母净利率提升 1%，则其潜在分红收益率（税前）有望提升至 7.65%，成本压降对建筑公司潜在分红收益率的提振效果明显。

- **基本面改善，“进城出海”激发新动能。**进入 2026 年以来，公司的新签订单改善明显，2026H1 公司新签订单 546.14 亿元，同比+10.88%，而从上半年的季度间趋势来看，2026Q1 新签订单增速为 8.54%，而在 2025Q2 较高基数的基础上，2026Q2 新签订单的增速进一步提升至 12.82%，新签订单的绝对值规模提升到 300 亿元以上，是 2024 年以来单季度的最高值，展望下半年，我们认为区域基建的回暖有望推动订单维持增长趋势，叠加较低基数的影响，下半年的订单有望呈现较好的弹性增长。2024 年之后，公司积极发掘增长的新动能，加大“进城出海”力度。开辟“进城”新路径，加大对华东、西南等重点区域市场开发力度，2025 年城市业务占比进一步提升至 51.91%，为稳增长提供核心支撑。2025 年公司海外业务中标额 167.93 亿元，海外业务遍布全球 44 个国家，同比增长 83.93%，继续保持高速增长。

- **区域基建保持弹性，“十五五”有望迎来发展新阶段。**根据山东省“十五五”规划，“十五五”期间预计完成综合交通投资 1.35 万亿元，到 2030 年全省高速铁路营业里程达到 4600 公里左右，实现“市市通高铁”，全省高速公路通车里程达到 1.1 万公里，实现“县县双高速”，我们计算未来五年山东省高速公路和高铁均仍有超 1500 公里的建设需求，根据山东省综合立体交通网规划纲要（2023-2035 年），对比“十四五”期末的数据来看，到 2035 年高速铁路仍有 3445 公里的建设需求，高速公路亦有 5700 公里的增长目标，高速公路的年均投资额或超过 600 亿元，高铁年均投资额达 689 亿元。立足于山东省本地的区域基建国企，仍受益于区域基建的增长弹性。

- **投资建议：**公司作为山东区域的基建龙头，“进城出海”战略激发公司增长新动能，基本面改善趋势明显，大股东增持背景下，我们看好后续分红比例的提升，维持“买入”评级。

- **风险提示：**区域基建投资不及预期、新签订单不及预期、市值管理不及预期、分红比例提升不及预期、研报使用信息更新不及时等。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 投资主题

### 报告亮点

市场对于山东路桥的担忧主要存在于中长期未来业绩增长的信心，我们详细分析了未来五年和未来十年维度的山东区域的基建投资的情况，我们认为未来十年山东省高速公路和高速铁路仍有增长空间，未来五年，山东省高速公路和高铁均仍有超 1500 公里的建设需求，未来十年，高速公路和高速铁路的年均投资额或超过 600 亿元，因此山东区域的基建需求仍能保持弹性。

我们认为建筑央企及地方国企普遍具备利润率偏低的特征，成本和费用降幅空间较大，后续若内在改革动力得到激发，即使营收仅维持低速增长，利润也有望取得较好的增长持续性，同时报表质量改善，亦有助于市场对其投资价值的重估。以山东路桥为例，公司推行两个“1%工程”，强化重点项目责任成本核算，以集约采购、资源统筹、工艺创新、能力提升推动降本增效。建立“一项目一清单”全周期监控机制，按月纠偏成本偏差、压实应收账款回收。

**上市公司层面对于市值亦有提升的诉求。当前山东路桥**仍处于深度破净的状态，从子公司股权的上翻和可转债的角度来看，我们认为公司对于市净率的提升仍有强烈诉求：**1）子公司股权上翻，增厚上市公司的利润：**2025 年 9 月底，山东路桥子公司路桥集团与原股东山东路桥及 5 家增资者共同签署了《增资协议书》及《股权合作协议》，本次增资扩股合计引入资金 40 亿元，若后续想实现子公司的股份上翻至上市公司层面，实现子公司战投的退出，则对于市净率的提升仍有迫切诉求；2）**可转债转股，降低财务成本：**上市公司 2023 年公开发行的可转换公司债券，发行总规模 48.36 亿元，转股期为 2023 年 10 月 9 日至 2029 年 3 月 23 日，后续可转债若能转股，对于上市公司的财务结构起到良好的优化作用。

### 投资逻辑

逻辑一：大股东增持彰显信心，市值管理与分红预期提升

逻辑二：基本面改善，“进城出海”激发新动能

逻辑三：区域基建保持弹性，“十五五”有望迎来发展新阶段

下载日志已记录，仅供内部参考



## 内容目录

**逻辑一：大股东增持彰显信心，市值管理与分红预期提升 ..... 4**
**逻辑二：基本面改善，“进城出海”激发新动能 ..... 6**
**逻辑三：区域基建保持弹性，“十五五”有望迎来发展新阶段 ..... 10**
**风险提示 ..... 13**

## 图表目录

*图表 1：* 增持后大股东持股比例测算 ..... 4
*图表 2：* 三轮国企改革方案的对比 ..... 5
*图表 3：* 山东路桥主要的资本市场操作 ..... 5
*图表 4：* 2020-2025 年主要地方国企的分红比例 ..... 6
*图表 5：* 成本压降对代表性建筑公司潜在分红收益率的提振效果 ..... 6
*图表 6：* 2020-2025 年山东路桥订单情况（单位：亿元） ..... 7
*图表 7：* 近 6 个季度的新签订单及同比增速情况（单位：亿元） ..... 7
*图表 8：* 2020-2025 年公司关联收入及其占比情况（单位：亿元） ..... 8
*图表 9：* 山东高速集团投资额情况 ..... 8
*图表 10：* 山东路桥海外收入及同比增速（亿元） ..... 9
*图表 11：* 海外收入占比情况 ..... 9
*图表 12：* 建筑地方国企海外收入情况（单位：亿元） ..... 9
*图表 13：* 2021-2026 年山东省交通基建投资计划值与完成值情况 ..... 10
*图表 14：* 山东省基建“十五五”规划重要方向 ..... 11
*图表 15：* “十五五”规划与“十四五”期末的数据对比 ..... 11
*图表 16：* “2035 交通规划纲要”与“十四五”期末的数据对比 ..... 12
*图表 17：* 山东省高速公路里程数（公里） ..... 12

下载日志已记录，仅供内部参考



## 逻辑一：大股东增持彰显信心，市值管理与分红预期提升

- **控股股东增持彰显信心。**9 月 23 日晚，公司公告控股股东山东高速集团有限公司及其一致行动人山东高速投资控股有限公司拟 6 个月内通过集中竞价方式增持公司股份，合计增持金额 4.5-9 亿元，其中，高速集团增持 3-6 亿元，高速投资控股增持 1.5-3 亿元。截至公告日，二者合计持股 8.69 亿股，占总股本 55.98%。增持资金来源于专项贷款和/或自有资金。恒丰银行济南分行已向高速集团授予 5.4 亿元、向高速投资控股授予 2.7 亿元股票回购增持专项贷款，贷款期限均不超过 36 个月，专项用于增持公司股票。增持基于对公司长期价值的信心，旨在维护股东利益与投资者信心。本次增持计划不设价格区间、无价格上限，增持主体将根据市场整体走势及对公司价值的合理判断，在实施期限内择机实施增持计划。

- **大股东持股比例有望进一步提升。**2026 年 9 月 30 日，高速投资控股通过集中竞价交易的方式增持公司股份 170.73 万股，占公司总股本的 0.11%，本次增持后，控股股东及其一致行动人合计持有公司股份 87076.90 万股，占公司总股本的比例由 55.98%增加至 56.09%，若按照 6 元/股均价去进行测算，增持后控股股东合计持股比例或提升至 60.81%-65.64%，我们认为本次增持规模在地方基建国企中属于高规格、大力度增持，实质落地后将有效稳定二级市场估值、修复市场情绪、改善公司过往低估值压制状态。

*图表 1：增持后大股东持股比例测算*

| 情景 | 增持均价（元/股） | 增持总金额（亿元） | 新增股份（万股） | 增持后合计持股比例 |
|---|---|---|---|---|
| 下限 | 5 | 4.5 | 9000.00 | 61.78% |
| 下限 | 6 | 4.5 | 7500.00 | 60.81% |
| 下限 | 7 | 4.5 | 6428.57 | 60.12% |
| 上限 | 5 | 9.0 | 18000.00 | 67.57% |
| 上限 | 6 | 9.0 | 15000.00 | 65.64% |
| 上限 | 7 | 9.0 | 12857.14 | 64.26% |

来源：WIND，中泰证券研究所

- **新一轮国企改革开启，“市值考核”成硬指标。**2026 年 5 月，《关于进一步深化国资国企改革的方案（2026—2029 年）》正式印发，这是“十五五”开局阶段国资国企领域最高层级的改革纲领，也是继国企改革三年行动、深化提升行动之后的第三轮系统性改革部署。其中重点提及，“市值、破净整改、分红回报三大指标，占负责人年度考核 20%-25%，直接挂钩薪酬、任免”、“连续 12 个月破净企业，半年内须出台估值修复方案，手段包括回购、增持、高分红、资产注入”。2026 年 9 月 3 日国资委官方部署上市公司质量提升、市值管理常态化落地工作，将“市值、分红、破净整改纳入负责人刚性考核”，对于国企的市值考核变得更为严格。

- **山东省国资对于市值考核的要求提升。**2025 年山东省国资委研究制定了市值管理考核具体规则，全面推动省属控股上市公司规范有序开展市值管理工作，促进其估值水平与在全省经济中的重要地位相匹配，2026 年 5 月 15 日，山东省委常委会召开专题会议研究深化国资国企改革工作，会议强调，要认真落实中央关于深化国资国企改革的部署要求，谋划和实施我省新一轮国企改革，引导企业持续做强做优主业，10 月 10 日全省进一步深化国资国企改革动员部署视频会议明确提出“落实差异化分类考核”，“破净整改”是国务院国资委对地方国企上市公司的统一工作要求，山东在本轮改革中将其纳入刚性考核，是中央部署与本省市值管理政策的结合落地。

下载日志已记录，仅供内部参考



*图表 2：三轮国企改革方案的对比*

| 对比维度 | 2020-2022 三年行动 | 2023-2025 深化提升行动 | 2026-2029 新一轮改革（本轮） |
|---|---|---|---|
| 改革定位 | 搭制度框架，完成基础改革全覆盖 | 提质增效，推进战略性重组专业化整合 | 体系重构：主业归核、市值提质、机制市场化三箭齐发 |
| 核心抓手 | 董事会应建尽建、经理层契约化、混改 | 省属企业战略性重组、内部专业化整合、“两非两资”清理 | 主业负面清单、上市平台市值考核、未等退出刚性化、EVA 价值考核 |
| 产业布局 | 初步清理非主业 | 推进省级集团合并重组 | 严格限定主业数量，大规模出清地产/贸易/金融非主业，严控非主业投资比例 |
| 上市公司管理 | 推动优质资产证券化 | 提升上市公司质量专项行动 | **市值、分红、破净整改纳入负责人刚性考核**，同类平台专业化整合 |
| 干部人事 | 任期制契约化全覆盖 | 推进管理人员竞争上岗 | 提高未等退出比例，扩大外部董事占比，薪酬与 EVA 深度绑定 |
| 考核导向 | 制度覆盖率、任务完成率 | 营收利润、资产增速、重组数量 | 主业集中度、EVA 价值创造、市值表现、研发转化、风险管控 |
| 执行弹性 | 弹性大，重形式 | 中等弹性，重数据 | 零弹性，量化指标刚性考核，绑定班子绩效与任免 |

来源：建设信息网，国资委，中泰证券研究所

- **上市公司层面对于市值亦有提升的诉求。**截止 10 月 19 日，山东路桥 PB(LF)为 0.55 倍，处于 2010 年以来 3.76%分位，公司仍处于深度破净的状态，考虑到 2026 年是《关于进一步深化国资国企改革的方案(2026—2029 年)》落地的关键起步期，从子公司股权的上翻和可转债的角度来看，我们认为公司对于市净率的提升仍有强烈诉求：

- **1）子公司股权上翻，增厚上市公司的利润：**2025 年 9 月底，山东路桥子公司路桥集团与原股东山东路桥及 5 家增资者共同签署了《增资协议书》及《股权合作协议》，本次增资扩股合计引入资金 40 亿元，若后续想实现子公司的股份上翻至上市公司层面，实现子公司战投的退出，则对于市净率的提升仍有迫切诉求；

- 2）**可转债转股，降低财务成本：**上市公司 2023 年公开发行的可转换公司债券，发行总规模 48.36 亿元，转股期为 2023 年 10 月 9 日至 2029 年 3 月 23 日，转股价为 7.39 元/股，截止 2026 年 9 月底，“山路转债”未转换比例为 99.9976%，后续可转债若能转股，对于上市公司的财务结构起到良好的优化作用。

*图表 3：山东路桥主要的资本市场操作*

| 改革阶段 | 山东路桥对应资本操作 |
|---|---|
| 2020-2022 三年行动 | 发行股份收购路桥集团少数股权，完成核心资产整体证券化；搭建完整上市平台，落实混改、董事会建设 |
| 2023-2025 深化提升行动 | 子公司路桥集团 40 亿元增资扩股，降杠杆、子公司混改；集团内部资产并购整合，推进专业化整合 |
| 2026-2029 新一轮改革行动 | 大股东大额增持 |

来源：公司公告，中泰证券研究所

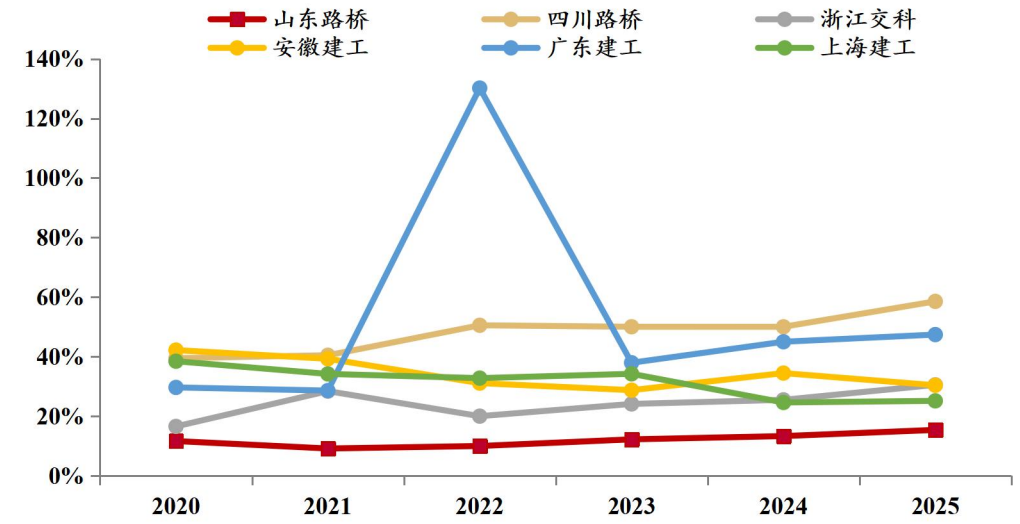
在草木间
更多资料请加V

- **重视分红比例的改善对于估值的抬升作用。**我们详细梳理了主要地方国企的分红比例情况，2020-2025 年山东路桥的分红比例仅从 11.63%提升到 15.38%，相较于四川路桥、广东建工、安徽建工等地方国企均有提升空间。其中四川路桥是所有地方国企中分红比例最高的企业。2025 年 2 月 20 日，四川路桥发布《未来三年(2025 年度-2027 年度)股东回报规划》，提及“公司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的净利润的 60%”，大股东增持+分红比例提升，对于四川路桥的估值提升具有明显的改善作用，截至 2026 年 10 月 19 日，四川路桥 PB（LF）为 1.55 倍，因此我们判断分红比例的改善对于估值的抬升具有显著帮助。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 4：2020-2025 年主要地方国企的分红比例




来源：WIND，中泰证券研究所

- **提质增效有望显著提高潜在分红收益率。**我们认为建筑央企及地方国企普遍具备利润率偏低的特征，成本和费用降幅空间较大，后续若内在改革动力得到激发，即使营收仅维持低速增长，利润也有望取得较好的增长持续性，同时报表质量改善，亦有助于市场对其投资价值的重估。以山东路桥为例，公司推行两个“1%工程”，强化重点项目责任成本核算，以集约采购、资源统筹、工艺创新、能力提升推动降本增效。建立“一项目一清单”全周期监控机制，按月纠偏成本偏差、压实应收账款回收。

- 从另一个角度看，假设建筑公司通过付现成本压降获得的额外净现金流全部用于分红，其分红收益率则有望明显提升。结合前文，我们选取了 5 家地方国企的数据进行分析对比，以山东路桥为例，若其归母净利率提升 1%，则其潜在分红收益率（税前）有望提升至 7.65%，成本压降对建筑公司潜在分红收益率的提振效果明显。

图表 5：成本压降对代表性建筑公司潜在分红收益率的提振效果

| 证券简称 | 25 年现金分红总额（亿元） | 25 年归母净利率 | 归母净利率提升 1%对应增加的净现金（亿元，税后） | 当前市值（亿元） | 对应 25 年分红收益率（税前） | 潜在分红收益率（税前） |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 广东建工 | 5.26 | 1.61% | 5.17 | 121.27 | 4.33% | 8.60% |
| 浙江交科 | 2.94 | 2.08% | 3.48 | 89.60 | 3.28% | 7.17% |
| 安徽建工 | 4.63 | 1.83% | 6.24 | 75.36 | 6.15% | 12.15% |
| 四川路桥 | 42.73 | 6.34% | 8.63 | 782.60 | 5.46% | 6.21% |
| 山东路桥 | 3.43 | 3.25% | 5.14 | 104.95 | 3.26% | 7.65% |

注：数据截至 2026 年 10 月 13 日收盘。归母净利率提升 1%对应增加的净现金所使用的税率均为 25%，25 年分红收益率=25 年现金分红/当前市值，潜在分红收益率=（25 年现金分红+归母净利率提升 1%对应增加的净现金）/当前市值。
来源：WIND，中泰证券研究所

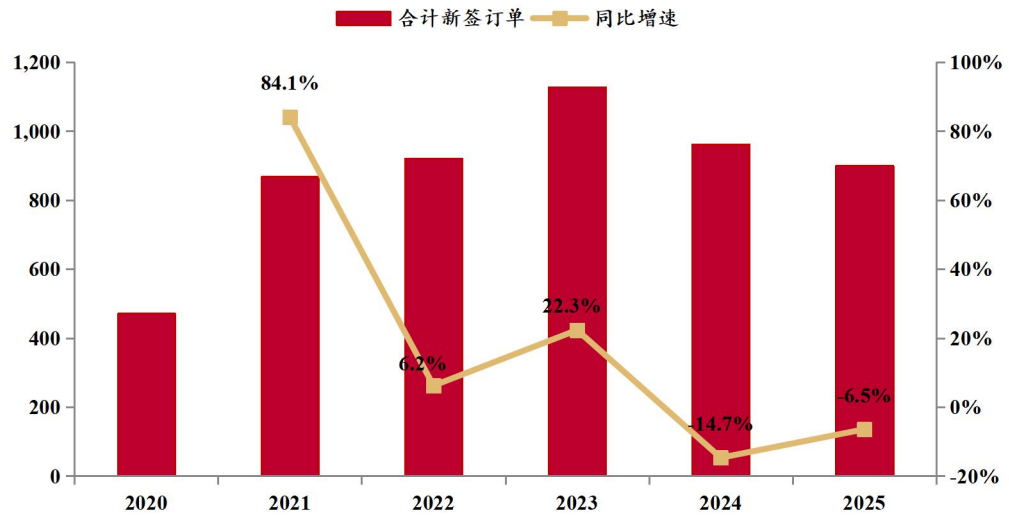
## 逻辑二：基本面改善，“进城出海”激发新动能

下载日志已记录，仅供内部参考



- **2020-2025 年公司新签订单呈现完整周期，2025 年订单降幅收窄。**我们以过去六年时间维度作为一个观测周期，2021-2023 年是公司新签订单高速增长的阶段，受益于区域基建景气度叠加积极开拓市政、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，2021 年公司新签订单同比增长 84.1%，2023 年公司新签订单达到本轮周期峰值，规模达到 1127 亿元，增速反弹至 22.3%，2024 年新签订单同比下滑 14.7%，首次转入负增长，2025 年订单体量继续小幅下行，但降幅收窄至- 6.5%，边际有所改善。整体来看，虽然当前订单绝对规模仍高于 2020-2021 年水平，但增长中枢较前期有所下移。

*图表 6：2020-2025 年山东路桥订单情况（单位：亿元）*




来源：公司公告，中泰证券研究所

- **新签订单呈现明显的改善趋势。**进入 2026 年以来，公司的新签订单改善明显，2026H1 公司新签订单 546.14 亿元，同比+10.88%，而从上半年的季度间趋势来看，2026Q1 新签订单增速为 8.54%，而在 2025Q2 较高基数的基础上，2026Q2 新签订单的增速进一步提升至 12.82%，新签订单的绝对值规模提升到 300 亿元以上，是 2024 年以来单季度的最高值，展望下半年，我们认为区域基建的回暖有望推动订单维持增长趋势，叠加较低基数的影响，下半年的订单有望呈现较好的弹性增长。

*图表 7：近 6 个季度的新签订单及同比增速情况（单位：亿元）*

| | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 2025Q4 | 2026Q1 | 2026Q2 | 2025H1 | 2026H1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 单季度新签订单 | 223.54 | 269.01 | 198.99 | 208.04 | 242.64 | 303.5 | 492.55 | 546.14 |
| 同比增速 | -25.04% | 58.91% | -28.64% | -3.36% | 8.54% | 12.82% | | 10.88% |

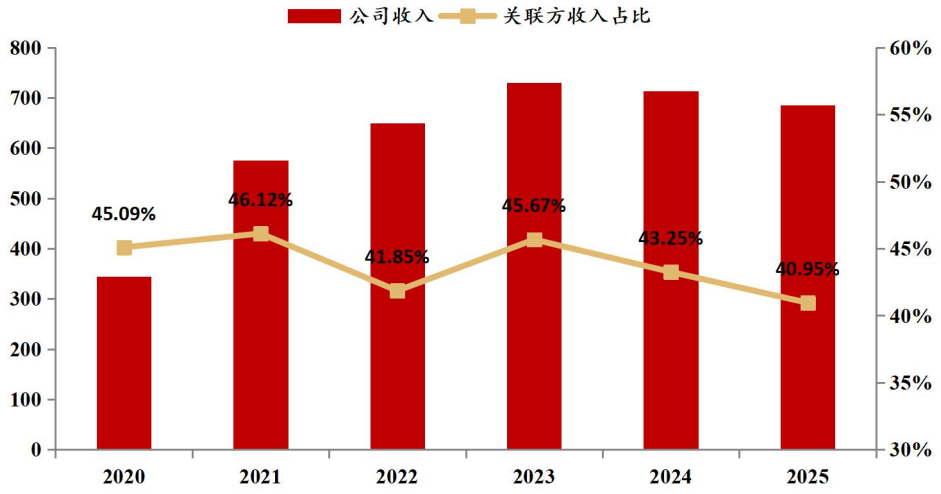
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **大股东山东高速集团对于公司的收入起到重要的支持作用。**公司前五大客户中，山东高速集团有限公司及其子公司为山东路桥的关联方，我们以公司对关联方提供劳务和销售商品取得的收入近似作为公司营业收入中来自于大股东山东高速体系的部分，2020-2023 年，公司营业总收入中来自山东高速集团及其下属子公司的收入占比分别为 45.09%、46.12%、41.85%和 45.67%，2024-2025 年该项占比有所下降，2025 年关联收入的占比为 40.95%，我们预计与大股东的投资下降有关。总体来看，山东高速及其下属子公司对于山东路桥的收入起到良好的支撑作用。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 8：2020-2025 年公司关联收入及其占比情况（单位：亿元）




来源：公司公告，中泰证券研究所

- **大股东投资额的恢复或对公司收入起到较好的改善作用。**我们详细列举了大股东山东高速集团 2021-2026 年的计划投资和实际完成额情况，可以发现山东路桥的收入增长趋势和大股东山东高速集团的投资额趋势基本相同，山东路桥的收入增速一定程度上受到了大股东投资额下降的影响。2021–2023 是山东高速集团投资的新建期，投资规模持续抬升、超额力度大，实际完成投资额由 2021 年 725.50 亿元攀升至 2023 年峰值 896 亿元，而在 2024-2026 年期间，山东高速集团的投资额缩减较多，我们判断，后续若大股东的投资额逐步恢复至 2024 年左右的水平，对于山东路桥的收入增长亦能起到较好的改善作用。此外，需要注意的是，2024-2025 年山东路桥的收入增速降幅明显低于大股东山东高速投资额下降的速度，我们判断与公司自身的经营战略的调整有关。

图表 9：山东高速集团投资额情况

| 年份 | 年度计划投资额（亿元） | 实际完成投资额（亿元） | 完成率 |
|---|---|---|---|
| 2021 | 703.70 | 725.50 | 103.10% |
| 2022 | 861.50 | 865.00 | 100.41% |
| 2023 | 880.00 | 896.00 | 101.82% |
| 2024 | 585.80 | 662.70 | 113.13% |
| 2025 | 432.00 | 440.00 | 101.85% |
| 2026 | 400.00 | | |

来源：大众日报、山东高速集团官网、2025 重点工程动员会、2026 年度工作会议报道，中泰证券研究所

- **开辟“进城”新路径，构建“出海”新格局。**2024 年之后，公司积极发掘增长的新动能，加大“进城出海”力度。开辟“进城”新路径，加大对华东、西南等重点区域市场开发力度，优选省市级及以上重点项目进行区域深耕，以城市更新为核心、在地下管网、老旧城区改造、城中村改造等细分领域加强专业聚焦，中标烟台城市更新等项目，“进城”业务占比 47.9%。构建“出海”新格局。围绕“一带一路”沿线国家，深耕中东欧、亚太市场，加快培育中亚、东南亚市场，2024 年海外业务拓展成效显著，实现中标额 91.3 亿元，同比增长 117.4%。凭借丰富的项目管理经验，在非洲区域取得新突破，首次开拓摩洛哥、喀麦隆等国别市场，中标 29.49 亿元的摩洛哥高速铁路项目，签约埃塞俄比亚 27.39 亿元的水泥厂项目等。

- 2025 年公司继续深耕，城市业务聚焦城市更新、市政工程、公共建筑、产业园区、轨道交通等领域，2025 年城市业务占比进一步提升至 51.91%，为

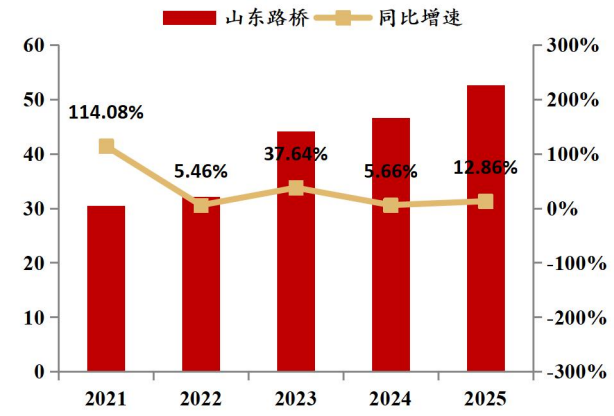
下载日志已记录，仅供内部参考



稳增长提供核心支撑。此外，海外业务遍布全球 44 个国家，海外布局市场版图持续扩大。2025 年公司海外业务中标额 167.93 亿元，同比增长 83.93%，继续保持高速增长。

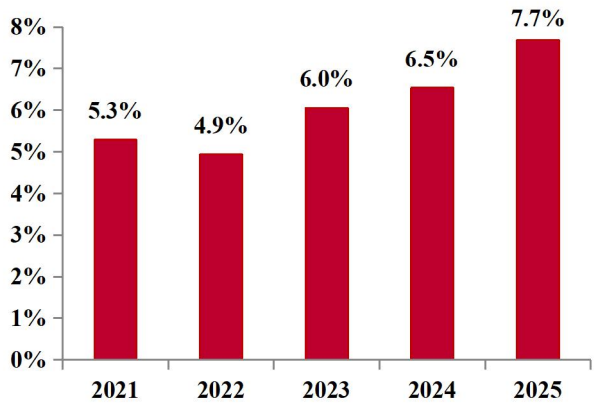
- 从山东路桥的海外收入情况来看，2021-2025 年山东路桥的海外收入从 30.43 亿元增长到 2025 年的 52.67 亿元，2025 年山东路桥的海外收入同比增速 12.86%，海外收入的占比也提升至 7.68%，海外业务持续巩固中东欧、非洲等传统市场，加快开拓南美、中亚、东南亚等新兴区域，有效地对冲了国内基建业务下滑对于收入的影响。

*图表 10：山东路桥海外收入及同比增速（亿元）*




来源：WIND，中泰证券研究所

*图表 11：海外收入占比情况*




来源：WIND，中泰证券研究所

- **海外收入规模明显超过同行。**我们将山东路桥的海外收入和其他主要地方国企进行对比，从绝对值的规模来看，山东路桥目前的海外收入一直处于国企领先地位，2024 年之后和其他三家地方国企的海外业务收入差距进一步拉开，且基本上保持逐年增长的态势，而其余三家的海外业务收入规模仍有所波动，我们认为，山东路桥海外业务的发展具备较为完善的战略布局和发展思路。

*图表 12：建筑地方国企海外收入情况（单位：亿元）*

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|---|---|---|---|---|
| 山东路桥 | 30.43 | 32.09 | 44.17 | 46.67 | 52.67 |
| 四川路桥 | 6.54 | 17.28 | 20.84 | 10.42 | 19.63 |
| 浙江交科 | 16.74 | 8.23 | 15.31 | 10.22 | 8.64 |
| 安徽建工 | 7.83 | 5.17 | 3.03 | 2.81 | 1.47 |

来源：WIND，中泰证券研究所

- **业务结构多元化，新兴产业助力增长。**近几年，公司积极开拓水利工程、生态环保、海洋工程、新能源、高铁地铁、高标准农田、核能供暖等新兴板块，2024 年新兴板块合计中标 101.8 亿元。打造了多极支撑的业务体系。2025 年，风电储能等新能源施工、水利工程、设施农业工程、生态环保等战略性产业加速崛起，公司中标项目覆盖 16 个业务领域，改变过去“一元独大”的产业格局。其中，新能源施工业务中标 99.47 亿元，同比增长 188%。2026 年上半年，公司海洋生态修复、新型储能、生态循环产业、数字智算等新兴业务领域增长动能持续释放，先后中标青岛海洋生态保护修复、100MW 飞轮储能调频电站等代表性项目，公司中标业务已拓展至 21 个业务领域，业务格局由单一主业驱动加快向多元协同布局转变。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 逻辑三：区域基建保持弹性，“十五五”有望迎来发展新阶段

- **“十四五”完成万亿投资，“十五五”跨入新阶段。**2026 年 1 月，山东省政府新闻发布会官宣，“十四五”时期（2021-2025）全省交通投资预计达 1.47 万亿元，较“十三五”增长超 80%，同时根据山东省交通运输会议披露数据，山东省“十五五”期间预计完成综合交通投资 1.35 万亿元，确保 2026 完成投资 2300 亿元（续建项目 1866 亿元、新建项目 434 亿元），力争完成投资 2500 亿元。我们认为，从“十五五”规划的内容来看，山东省的基建建设重心由大规模新建转向通道补空白、存量扩容改造、多式联运体系构建，对“质”的要求明显提升。

*图表 13：2021-2026 年山东省交通基建投资计划值与完成值情况*

| 年份 | 年度计划值（亿元） | 实际完成值（亿元） | 完成情况说明 |
|---|---|---|---|
| 2021 | 2405 | 2655 | 超额完成年度计划，同比增长 12.7%，创当时历史新高 |
| 2022 | 2700 | 3084 | 大幅超额完成，同比增速 16.2% |
| 2023 | 3100 | 3208 | 超额完成，创下山东交通年度投资“十四五”期间最高值 |
| 2024 | 3250 | 3252 | 基本持平计划目标，投资规模维持高位运行 |
| 2025 | 2500 | 2501 | “十四五”收官年，五年累计完成约 1.47 万亿元 |
| 2026 | 2300 | - | “十五五”开局之年计划目标，重点推进续建项目落地与新项目储备 |

来源：山东省交通运输厅、中国水运杂志、大众日报、路桥网、山东发布、济南日报，中泰证券研究所

- **铁路和公路仍是“十五五”建设阶段的重点方向。**“十五五”期间，山东将打造轨道上的半岛城市群，建成雄商、津潍、济滨、济枣、潍宿及青岛连接线等高铁项目，打通纵贯南北的京港台通道、京沪辅助通道，到 2030 年，全省高速铁路营业里程达到 4600 公里左右，实现“市市通高铁”。目前，山东有 6 条高铁在建，建设者正全力推进施工。高速公路方面，山东将推进高速公路主通道并行线和区域联络线建设，实施国家高速公路待贯通路段建设和繁忙路段扩容改造，推进城市绕城高速公路与快速路一体化衔接，提升济青都市圈及重点城市间连接效能和通达水平，到 2030 年全省高速公路通车里程达到 1.1 万公里，实现“县县双高速”。此外，机场方面，山东省预计到 2030 年全省运输机场达到 12 个，通用机场达到 40 个。

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 14：山东省基建“十五五”规划重要方向

| 板块 | 子领域 | 重点项目/方向 | 2030 年关键目标 |
|---|---|---|---|
| 铁路 | 高速铁路 | 建成雄商、津潍、济滨、济枣、潍宿及青岛连接线等项目，打通纵贯南北的京港台通道、京沪辅助通道；规划研究莱芜至临沂、德州至商河、日照至五莲、聊邯长等高铁 | 到 2030 年全省高速铁路运营里程达到 4600 公里左右，实现“市市通高铁” |
| | 货运铁路 | 实施董家口至五莲、泰安至肥城等铁路扩能改造，推动铁路专用线进港入园 | |
| 公路 | 高速公路 | 实施济聊高速改扩建、潍坊至邹城等 30 余个重点项目建设，实现“县县双高速” | 到 2030 年全省高速公路通车里程达到 1.1 万公里 |
| | 旅游公路 | 加快建设“千里滨海”“鲁风运河”“红色沂蒙”“黄河入海”“长城寻迹”等五大主题廊道旅游公路 | |
| 机场 | 运输机场 | 济南机场二期改扩建、新建聊城机场、迁建威海机场，研究新建淄博、滨州、泰安机场和迁建潍坊机场 | 到 2030 年全省运输机场达到 12 个，通用机场达到 40 个 |
| | 通用机场 | 构建覆盖所有县级行政区、4A 级及以上景区、农产品主产区和主要林区的通用航空服务网络 | |
| 水运 | 内河航运 | 京杭运河与小清河航道连通工程；京杭运河黄河以南段全线二级通航；支持济宁打造北方内河航运中心 | 到 2030 年内河高等级航道里程达到 700 公里以上 |
| 港口 | 沿海港口 | 提升青岛港发展能级，拓展国际航线和物流服务网络；加快日照港大宗干散货智慧绿色示范港口建设 | 到 2030 年沿海港口货物吞吐量达到 23 亿吨，集装箱吞吐量达到 5200 万标准箱 |

来源：山东省人民政府、建设通，中泰证券研究所

- **未来五年，山东省高速公路和高铁均仍有超 1500 公里的建设需求。**我们对比了“十五五”规划目标和“十四五”期末的高铁运营和高速公路通车里程数据，我们可以清晰的看到，至 2030 年，山东省高铁运营里程仍有 1545 公里新增量，高速公路通车里程仍有 1700 公里新增建设需求，而城市轨道交通运营里程亦有 222 公里的增长空间，总体来看，“十五五”期间，山东省区域的高铁和高速公路仍有新增需求，对于省内的交通基础设施投资起到重要支撑作用。

图表 15：“十五五”规划与“十四五”期末的数据对比

| 指标 | 十四五期末 | 十五五目标 | 增量 |
|---|---|---|---|
| 高铁运营里程 | 3055 公里 | 4600 公里 | 1545 公里 |
| 高速公路通车里程 | 突破 9300 公里 | 1.1 万公里 | 1700 公里 |
| 城市轨道交通运营里程 | 578 公里 | 800 公里 | 222 公里 |
| 民用运输机场 | 10 个 | 12 个 | 2 个 |
| 通用机场 | 25 个 | 40 个 | 15 个 |
| 沿海港口货物吞吐量 | 超 21 亿吨 | 达到 23 亿吨 | 2 亿吨 |

来源：山东省发改委，中泰证券研究所

- **中长期来看，山东省高速公路和高铁仍有望保持投资强度。**根据山东省综合立体交通网规划纲要（2023-2035 年），到 2035 年，全省综合立体交通网实体线网布局总规模达到 5.06 万公里以上，铁路网 12500 公里以上，其中高速（城际）铁路 6500 公里以上，干线公路网 35000 公里以上，其中高速公路 15000 公里以上，运输机场 16 个，通用机场 100 个，相较于“十五五”目标均有一定的增长空间。对比“十四五”期末的数据来看，到 2035 年高速铁路仍有 3445 公里的建设需求，高速公路亦有 5700 公里的增长目标，因此我们判断，立足于山东省本地的区域基建国企，仍受益于区域基建的增长弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考



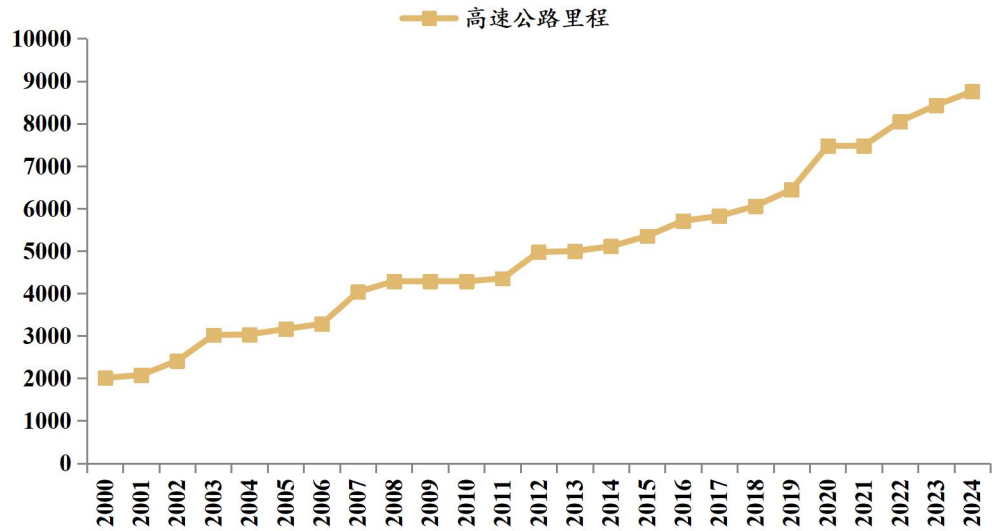
图表 16：“2035 交通规划纲要”与“十四五”期末的数据对比

| 项目 | 十四五期末 | 2035 目标 | 增量 |
|---|---|---|---|
| 高速铁路 | 3055 公里 | 6500 公里 | 3445 公里 |
| 普铁 | 5018 公里 | 6000 公里 | 982 公里 |
| 高速公路 | 9300 公里 | 1.5 万公里 | 5700 公里 |
| 民用运输机场 | 10 个 | 16 个 | 6 个 |
| 通用机场 | 25 个 | 100 个 | 75 个 |

来源：山东省发改委，中泰证券研究所

- **高速公路未来十年的年均投资额或超过 600 亿元。**从山东省高速公路的里程数来看，2025 年山东省高速公路里程数为 9300 公里，相较于 2024 年的 8755 公里增加 545 公里，若按照 2030 年达到 1.1 万公里，2035 年达到 1.5 万公里，则未来十年的建设公路数仍有 5700 公里的建设需求，则年均建设 570 公里，基本上与 2024-2025 年的建设强度基本同步，通常高速公路每公里的建设成本为 1-2 亿元，行业常用参考值为 1.2 亿元/公里，高造价主要源于高标准的路基路面工程、配套互通立交与服务区、监控通信系统，以及山区路段桥隧比高带来的额外成本，据此测算，未来十年山东省高速公路的年均投资额或超过 600 亿元。

图表 17：山东省高速公路里程数（公里）




来源：Wind，中泰证券研究所

- **高铁建设也有望带来一定的业务增量。**“十四五”期间，山东省高速铁路通车里程从 2020 年末 2110 公里增加到 2025 年末 3055 公里，五年净增 945 公里，复合增速约 7.68%。未来十年中，山东省高铁的投运里程有望从 2025 年 3055 公里增加到 2035 年 6500 公里，新增里程数达到 3445 公里，高铁的建设成本显著高于传统铁路。在东部平原地区，350 公里/小时线路的建设成本约为每公里 2 亿元，而在西南部分山区，成本高达每公里 4-5 亿元，因此我们按照每公里 2 亿元去进行计算，则未来十年的高铁建设投资额达 6890 亿元，未来十年的高铁年均投资额达 689 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 风险提示

- **区域基建投资不及预期：**考虑到规划时间需要跨穿的年度较久，因此山东省区域的基建投资规划仍有完成不了的可能性，因此对于山东区域的基建投资有所影响，区域基建存在不及预期的可能性；
- **新签订单不及预期：**2026 年前两个季度公司新签订单表现出较好的增长弹性，后续若新签订单增速放缓，则新签订单存在不及预期的可能，而后对公司的收入增长造成影响；
- **市值管理不及预期：**考虑到公司的市值管理仍受到经营战略和具体方针落地时间和节奏的影响，因此后续市值管理仍存在不及预期的可能性；
- **分红比例提升不及预期：**考虑到公司当前分红比例仍较低，我们预计在市值管理考核逐步深化的背景下，公司的分红比例仍有望提升，但是考虑到分红方案的制定和实行存在不确定性，因此后续分红比例的提升仍存在不及预期的可能性；
- **研报使用信息更新不及时：**考虑到研报的撰写使用的信息是过去历史数据的汇总和总结，因此存在使用信息更新不及时的风险，从而对公司未来的收入和利润预测造成影响。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 盈利预测表

资产负债表 单位：百万元

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 9,364 | 9,598 | 9,838 | 10,084 |
| 应收票据 | 1,453 | 1,385 | 1,424 | 1,464 |
| 应收账款 | 21,908 | 21,544 | 21,771 | 22,119 |
| 预付账款 | 1,590 | 1,483 | 1,524 | 1,567 |
| 存货 | 2,780 | 2,753 | 3,049 | 2,971 |
| 合同资产 | 77,014 | 69,253 | 68,476 | 74,191 |
| 其他流动资产 | 92,002 | 83,810 | 82,412 | 87,790 |
| 流动资产合计 | 129,097 | 120,572 | 120,018 | 125,995 |
| 其他长期投资 | 15,612 | 15,763 | 16,190 | 16,630 |
| 长期股权投资 | 8,695 | 9,195 | 9,395 | 9,495 |
| 固定资产 | 4,284 | 4,129 | 4,054 | 4,048 |
| 在建工程 | 408 | 508 | 508 | 408 |
| 无形资产 | 8,403 | 10,252 | 10,868 | 11,614 |
| 其他非流动资产 | 15,864 | 15,658 | 18,287 | 18,360 |
| 非流动资产合计 | 53,266 | 55,505 | 59,303 | 60,556 |
| **资产合计** | **182,363** | **176,077** | **179,320** | **186,551** |
| 短期借款 | 10,126 | 10,379 | 10,638 | 10,904 |
| 应付票据 | 2,338 | 4,023 | 3,867 | 3,435 |
| 应付账款 | 81,982 | 82,806 | 85,124 | 87,510 |
| 预收款项 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 合同负债 | 2,628 | 2,424 | 2,563 | 2,708 |
| 其他应付款 | 8,283 | 8,283 | 8,283 | 8,283 |
| 一年内到期的非流动负债 | 2,574 | 1,530 | 1,530 | 1,530 |
| 其他流动负债 | 7,202 | 6,748 | 6,661 | 6,521 |
| 流动负债合计 | 115,134 | 116,193 | 118,667 | 120,892 |
| 长期借款 | 12,164 | 13,164 | 14,164 | 15,164 |
| 应付债券 | 9,974 | 9,974 | 9,974 | 9,974 |
| 其他非流动负债 | 2,253 | 5,865 | 10,442 | 11,998 |
| 非流动负债合计 | 24,391 | 29,003 | 34,580 | 37,136 |
| **负债合计** | **139,525** | **145,196** | **153,247** | **158,028** |
| 归属母公司所有者权益 | 26,305 | 27,566 | 29,507 | 31,529 |
| 少数股东权益 | 16,533 | 17,461 | 18,381 | 19,288 |
| **所有者权益合计** | **42,838** | **45,026** | **47,888** | **50,817** |
| **负债和股东权益** | **182,363** | **176,077** | **179,320** | **186,551** |

现金流量表 单位：百万元

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | **257** | **817** | **743** | **1,021** |
| 现金收益 | 4,866 | 5,080 | 5,371 | 5,566 |
| 存货影响 | 59 | 27 | -296 | 77 |
| 经营性应收影响 | -3,261 | 2,039 | 1,092 | 919 |
| 经营性应付影响 | 11,685 | 2,509 | 2,163 | 1,954 |
| 其他影响 | -13,092 | -8,838 | -7,588 | -7,496 |
| **投资活动现金流** | **-2,955** | **-3,237** | **-5,225** | **-2,427** |
| 资本支出 | -2,244 | -3,258 | -2,197 | -2,372 |
| 股权投资 | -210 | -500 | -200 | -100 |
| 其他长期资产变化 | -501 | 521 | -2,828 | 45 |
| **融资活动现金流** | **4,899** | **2,654** | **4,722** | **1,652** |
| 借款增加 | -287 | -44 | 1,000 | 1,000 |

利润表 单位：百万元

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **68,568** | **69,253** | **71,191** | **73,186** |
| 营业成本 | 58,722 | 59,312 | 60,973 | 62,682 |
| 税金及附加 | 163 | 139 | 163 | 166 |
| 销售费用 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 管理费用 | 1,559 | 1,593 | 1,637 | 1,464 |
| 研发费用 | 2,109 | 2,285 | 2,421 | 2,635 |
| 财务费用 | 747 | 523 | 544 | 595 |
| 信用减值损失 | -571 | -350 | -350 | -450 |
| 资产减值损失 | -1,099 | -1,500 | -1,400 | -1,350 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 投资收益 | 216 | 300 | 250 | 190 |
| 其他收益 | 28 | 20 | 18 | 18 |
| **营业利润** | **3,839** | **3,887** | **3,983** | **4,069** |
| 营业外收入 | 20 | 10 | 10 | 10 |
| 营业外支出 | 36 | 30 | 28 | 30 |
| **利润总额** | **3,823** | **3,867** | **3,965** | **4,049** |
| 所得税 | 482 | 773 | 793 | 810 |
| **净利润** | **3,341** | **3,094** | **3,172** | **3,239** |
| 少数股东损益 | 1,114 | 928 | 920 | 907 |
| **归属母公司净利润** | **2,227** | **2,166** | **2,252** | **2,332** |
| NOPLAT | 3,994 | 3,512 | 3,607 | 3,715 |
| EPS（摊薄） | 1.43 | 1.40 | 1.45 | 1.50 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入增长率 | -3.9% | 1.0% | 2.8% | 2.8% |
| EBIT 增长率 | 3.5% | -3.9% | 2.7% | 3.0% |
| 归母公司净利润增长率 | -4.1% | -2.8% | 4.0% | 3.6% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 14.4% | 14.4% | 14.4% | 14.4% |
| 净利率 | 4.9% | 4.5% | 4.5% | 4.4% |
| ROE | 5.2% | 4.8% | 4.7% | 4.6% |
| ROIC | 8.6% | 9.8% | 10.7% | 9.9% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 76.5% | 82.5% | 85.5% | 84.7% |
| 债务权益比 | 86.6% | 90.3% | 96.5% | 96.0% |
| 流动比率 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 0.4 |
| 应收账款周转天数 | 104 | 113 | 110 | 108 |
| 应付账款周转天数 | 470 | 500 | 496 | 496 |
| 存货周转天数 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 1.43 | 1.40 | 1.45 | 1.50 |
| 每股经营现金流 | 0.17 | 3.23 | 4.23 | 1.58 |
| 每股净资产 | 10.77 | 11.58 | 12.83 | 14.13 |
| **估值比率** | | | | |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 股利及利息支付 | -2,219 | -1,180 | -1,210 | -1,271 | P/E | 4.5 | 4.6 | 4.4 | 4.3 |
| 股东融资 | 5,856 | 2,956 | 2,533 | 2,179 | P/B | 0.4 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| 其他影响 | 1,549 | 922 | 2,399 | -256 | EV/EBITDA | 211 | 193 | 183 | 177 |

来源：WIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



## 投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

## 重要声明

**中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。**

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。