

公司研究/公告点评

2017年07月12日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.23
合理价格区间(元): 8.55~11.40

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

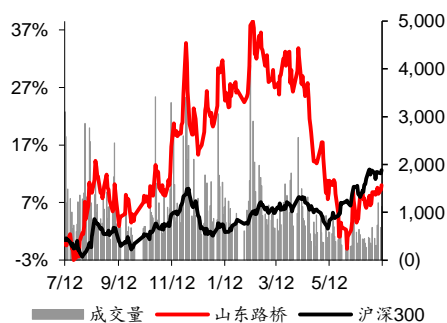
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《山东路桥(000498,买入): 订单饱满促成长, 国改 PPP 齐受益》2017.03
- 2 《山东路桥(000498):项目频落地, 投建一体化业务加速》2016.12
- 3 《山东路桥(000498):强强联合, 多举措促大单加速落地》2016.12

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,120
流通 A 股 (百万股)	354.17
52 周内股价区间 (元)	6.37-9.11
总市值 (百万元)	8,099
总资产 (百万元)	14,637
每股净资产 (元)	3.11

资料来源: 公司公告

项目进展超预期, 业绩同比翻番

山东路桥(000498)

事件

公司公告 2017 年半年度业绩快报, 今年 1-6 月完成营业收入 42.39 亿元, 同比增长 114.77%; 实现归母净利润 2.60 亿元, 同比增长 95.74%, 大超预期; EPS 0.23 亿元, 加权 ROE 7.22%。

项目进展加速, Q2 延续高增长

公司 2017 年 1-6 月实现营收 42.39 亿元, 同比增长 114.77%, 完成年度预算的 36.08%; 实现归母净利润 2.60 亿元, 同比增长 95.74%, 完成年度预算的 46.63%。其中, Q2 单季度实现营业收入 29.38 亿元, 同比增长 117.82%, 高于 Q1 的同比增速 108.20%; Q2 实现归母净利润 2.33 亿元, 同比增长 72.77%。业绩翻倍增长, 主要与公司去年同期基数较小, 而今年在建工程项目增加, 项目进度大超预期有关。去年泰东路项目仅完工 8.4%, 剩余工程额 28.83 亿元按施工要求将于今年年内完成, 占去年全部营收的 35.38%, 成为推动收入业绩增长的主要因素。

剩余合同收入比约 3.55 倍, 未来三年业绩增长有保障

公司 2016 年新签重大施工订单 (单项金额超过 3.5 亿元) 约 218.16 亿元, 是 2016 年收入的 2.68 倍, 也是 2015 年重大订单金额的 654.96%。今年上半年公司公告新签订单约 123 亿元 (与葛洲坝三个联合体项目按 30% 份额计算), 预计 6 月末公司剩余合同总额约 289 亿元, 是去年收入的 3.55 倍。今年 1-5 月全国公路建设累计完成固定资产投资 6492 亿元, 同比增长 32.7%, 年内预计总投资 1.8 万亿元; 且“十三五”期间山东省内公路铁路总投资预计达 3600 亿元, 入股施工一体化模式和省内两大交建集团股东的强大背景预计将助力公司获取更多订单。

增发二次反馈已回复, 持续推进改革预期高

公司此次增发募资 30 亿元, 拟引入山东齐鲁交通投资、山东铁投、山东社保基金等战投, 其中高速集团及子公司认购 30%, 齐鲁投资认购 21.67%, 我们预期后续将为公司带来更多增量业务和资本整合动作, 目前增发已进行二次反馈回复。公司大股东高速集团已于 2015 年被确定为山东省国有资本投资运营试点企业, 今年 1 月山东印发《山东省属国有企业员工持股试点工作实施细则》, 未来公司有望受益于省内改革的持续推进。

看好公司重大项目进展及国改, 维持“买入”评级

公司通过入股施工一体化及 PPP 等创新模式积极开拓省内外业务, 海外业务历史悠久经验丰富, 一带一路预计将带来较大业务增量。由于公司重大项目进展超预期, 且 PPP 占比提升, 我们小幅上调公司未来三年每年 EPS 0.04 元, 上调后公司 2017-19 年 EPS 为 0.57/0.76/0.97 元。认可 17 年 15-20 倍 PE, 对应价格区间 8.55~11.40 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 重大施工项目进度低于预期、关联交易占比较大、PPP/海外项目前期准备较长等。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	7,419	8,148	12,033	16,488	20,855
+/-%	8.42	9.83	47.69	37.02	26.49
归属母公司净利润 (百万元)	377.01	429.71	634.69	853.94	1,092
+/-%	21.13	13.98	47.70	34.55	27.85
EPS (元, 最新摊薄)	0.34	0.38	0.57	0.76	0.97
PE (倍)	21.48	18.85	12.76	9.48	7.42

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司在手订单及规模测算

公司在手订单饱满，未来业绩增长有保障。公司2016年新签重大施工订单（单项金额超过3.5亿元）约218.16亿元，是2016年收入的2.68倍。公司披露的2016年年末剩余重大合同额184.22亿元，我们粗略测算公司年末剩余合同额为205.72亿元（新签重大订单218.16亿元+15年剩余合同额65.68亿元-2016年施工收入78.12亿元）。今年上半年公司公告新签订单约123亿元（与葛洲坝三个联合体项目按公司30%份额计算，且不包括山东高速2017年养护维修专项工程设计施工总承包标段（1）），我们预计6月末公司剩余合同总额约289亿元，是去年收入的3.55倍。公司在手订单充足，按一般2-3年完工期来看，未来三年业绩增长有较高保障。

图表1：2016年以来公司公告新中标订单统计

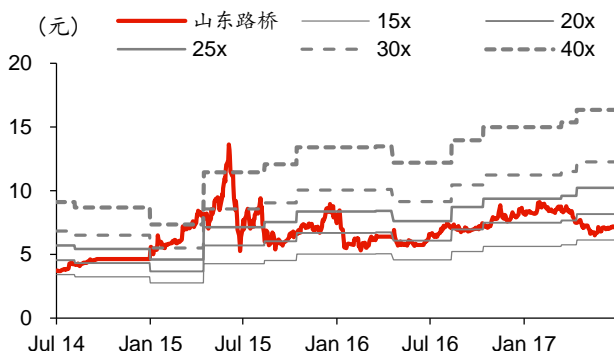
序号	项目名称	公告中标时间	金额（亿元）	项目类型
1	龙口至青岛公路龙口至莱西(沈海高速)段工程施工	2016年2月	24.69	入股施工一体化
2	国高青兰线泰安至东阿界(含黄河大桥)段第一标段、第三标段	2016年3月	41.26	入股施工一体化
3	荣乌国家高速公路潍坊至日照联络线潍城至日照段工程第三标段	2016年3月	28.99	入股施工一体化
4	济青北线第二标段、第六标段(中标)	2016年5月	54.62	
5	山东高速养护维修工程项目	2016年5月	4.24	
6	六盘水市“十三五”普通国省干线公路第LPSSJYYT1标段建养一体化项目	2016年6月	15.36	
7	国道234焦作至荥阳黄河大桥及连接线工程土建施工JZDQTJ-4标段	2016年8月	9.87	
8	岚山至菏泽公路临枣高速至枣木高速段	2016年11月	12.36	入股施工一体化
		2016年合计	191.39	
9	萍乡市老城区海绵城市建设PPP项目标段二	2016年12月	4.14	PPP
10	长深高速高青至广饶段项目施工总承包	2016年12月	25.94	入股施工一体化
11	岚山至枣菏公路枣庄至菏泽段项目	2016年12月	29.30	联合体97.68亿元
12	鲁南高铁临沂至曲阜段LQTJ-3标段	2016年12月	6.50	联合体24.11亿元
13	济南至泰安高速公路工程项目施工	2016年12月	18.70	联合体62.33亿元
14	青岛海湾大桥胶州连接线工程施工	2016年12月	7.23	
15	国家高速德上线巨野至单县(鲁皖界)段工程施工	2017年1月	14.57	联合体48.56亿元
16	K.K.二期第一阶段大市政项目标段二、十红线范围内中央景观带以东道路及绿化工程	2017年3月	3.61	
17	连城县市政基础设施PPP项目	2017年5月	5.58	PPP
18	沪沽至黄联关高速公路加宽改造工程漫水湾至黄联关段土建施工TJI标段	2017年7月	7.53	
		2017年合计	123.10	

资料来源：华泰证券研究所

注：联合体项目因未公告各自份额，我们按公司30%份额测算；鲁南高铁项目6-7亿元，我们取中间值

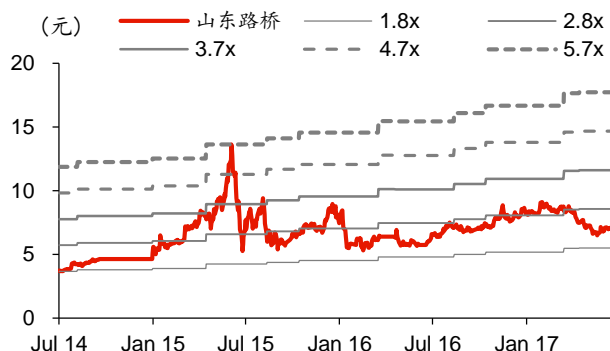
PE/PB - Bands

图表2：山东路桥历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：山东路桥历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,446	13,152	16,665	21,884	27,062
现金	749.61	2,338	2,338	2,338	2,338
应收账款	3,603	3,578	5,284	7,240	9,158
其他应收账款	537.28	843.45	1,246	1,707	2,159
预付账款	108.68	140.42	207.71	284.35	359.50
存货	3,427	5,340	6,882	9,593	12,313
其他流动资产	1,021	912.64	707.95	721.81	735.39
非流动资产	970.04	1,891	1,764	1,634	1,503
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	415.81	549.45	448.68	341.76	231.76
无形资产	27.89	42.70	40.50	38.26	35.97
其他非流动资产	526.34	1,299	1,275	1,254	1,235
资产总计	10,416	15,043	18,429	23,518	28,566
流动负债	7,327	10,104	12,970	17,203	21,155
短期借款	1,112	2,235	3,139	3,591	3,943
应付账款	4,393	5,621	7,582	10,622	13,487
其他流动负债	1,822	2,248	2,249	2,989	3,725
非流动负债	49.16	1,469	1,352	1,351	1,352
长期借款	0.00	1,300	1,300	1,300	1,300
其他非流动负债	49.16	168.95	51.97	51.48	52.29
负债合计	7,376	11,573	14,322	18,555	22,507
少数股东权益	3.17	3.80	5.66	8.16	11.36
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
资本公积	(556.62)	(556.62)	(556.62)	(556.62)	(556.62)
留存公积	1,768	2,198	2,946	3,800	4,892
归属母公司股	3,037	3,467	3,510	4,364	5,456
负债和股东权益	10,416	15,043	17,837	22,927	27,974

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	832.63	814.25	(784.24)	(303.73)	(182.43)
净利润	377.70	430.96	636.55	856.44	1,095
折旧摊销	67.98	133.22	127.08	129.63	131.01
财务费用	56.97	67.03	125.23	155.75	173.84
投资损失	0.00	(21.85)	(21.85)	(21.85)	(21.85)
营运资金变动	258.23	57.76	(1,716)	(1,542)	(1,678)
其他经营现金	71.75	147.13	65.23	118.68	117.66
投资活动现金	(52.37)	(963.97)	7.21	6.14	5.50
资本支出	55.25	81.72	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2.88	(882.25)	7.21	6.14	5.50
筹资活动现金	(861.81)	1,680	777.03	297.59	176.93
短期借款	(587.00)	1,123	903.97	452.49	351.19
长期借款	0.00	1,300	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1.68)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(273.12)	(743.07)	(126.94)	(154.90)	(174.26)
现金净增加额	(74.97)	1,544	0.00	0.00	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,419	8,148	12,033	16,488	20,855
营业成本	6,320	6,983	10,329	14,140	17,877
营业税金及附加	170.23	32.29	30.08	41.22	52.14
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	357.94	389.87	643.67	931.54	1,199
财务费用	56.97	67.03	125.23	155.75	173.84
资产减值损失	(14.76)	96.81	35.00	40.00	40.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	21.85	21.85	21.85	21.85
营业利润	528.68	600.93	892.27	1,201	1,535
营业外收入	5.99	6.25	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.08	3.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	532.59	604.10	892.27	1,201	1,535
所得税	154.89	173.14	255.73	344.07	439.89
净利润	377.70	430.96	636.55	856.44	1,095
少数股东损益	0.69	1.26	1.86	2.50	3.20
归属母公司净利润	377.01	429.71	634.69	853.94	1,092
EBITDA	653.63	801.18	1,145	1,486	1,840
EPS (元)	0.34	0.38	0.57	0.76	0.97

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.42	9.83	47.69	37.02	26.49
营业利润	23.23	13.67	48.48	34.55	27.85
归属母公司净利润	21.13	13.98	47.70	34.55	27.85
获利能力 (%)					
毛利率	14.81	14.30	14.16	14.24	14.28
净利率	5.08	5.27	5.27	5.18	5.23
ROE	12.42	12.39	18.08	19.57	20.01
ROIC	13.60	15.83	16.15	16.71	16.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	70.82	76.93	80.29	80.93	80.46
净负债比率 (%)	23.99	30.85	31.24	26.55	23.45
流动比率	1.29	1.30	1.28	1.27	1.28
速动比率	0.82	0.77	0.75	0.71	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.73	0.64	0.72	0.79	0.80
应收账款周转率	2.23	2.17	2.57	2.49	2.41
应付账款周转率	1.61	1.39	1.56	1.55	1.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.38	0.57	0.76	0.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.73	(0.70)	(0.27)	(0.16)
每股净资产(最新摊薄)	2.71	3.10	3.13	3.90	4.87
估值比率					
PE (倍)	21.48	18.85	12.76	9.48	7.42
PB (倍)	2.67	2.34	2.31	1.86	1.48
EV_EBITDA (倍)	12.66	10.33	7.23	5.57	4.50

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com