

## 山东路桥 (000498.SZ)

## 公路铁路

评级：买入 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 8.06元  
 目标价格(人民币): 10.70-13.40元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

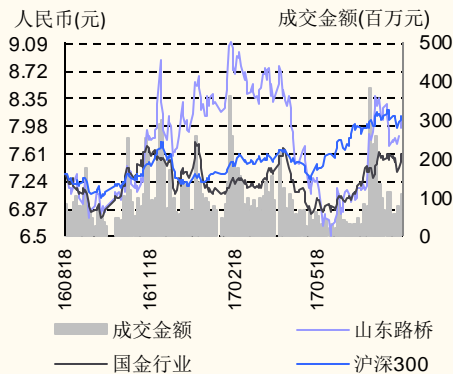
已上市流通A股(百万股)	354.17
总市值(百万元)	9,028.32
年内股价最高最低(元)	9.11/6.50
沪深300指数	3721.28
深证成指	10653.73

## 定增未成功不影响强势基本面，国改值得期待

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.337	0.384	0.536	0.747	1.223
每股净资产(元)	1.77	2.03	2.24	2.53	3.13
每股经营性现金流(元)	0.48	0.46	-0.73	0.61	-0.86
市盈率(倍)	26.65	20.67	15.22	10.93	6.67
行业优化市盈率(倍)	10.06	10.06	10.06	10.06	10.06
净利润增长率(%)	21.13%	13.98%	39.73%	39.33%	63.71%
净资产收益率(%)	12.42%	12.39%	15.66%	19.32%	25.57%
总股本(百万股)	1,120.14	1,120.14	1,120.14	1,120.14	1,120.14

来源: 公司年报、国金证券研究所



## 事件

- 8月16日公告，公司2016年非公开发行A股股票未通过证监会审核；同日，公司公告与葛洲坝的三项联合中标，三项中标共计208.57亿元，公司股份约为25%，对应合同额为52.14亿元。

## 经营分析

- 定增被否不影响公司基本面，订单饱满保证业绩继续高增：**1) 公司16年定增计划目的是筹资30亿用于泰东路项目(16亿)和龙青路项目(11亿)，3亿用来补流，虽然定增被否，但公司资金较充足且可以采用其他方式进行资金补足，我们认为对公司此次定增失败基本面影响不大；2) 公司订单饱满保证未来业绩：8月16日公司刚公告三单与葛洲坝联合中标，对应合同额为52.14亿，2017年至今累计中标金额281亿订单(包含联合中标)，订单营收比为3.45，考虑到2016年底有近200亿在手订单，若公司订单落地加速则业绩可持续爆发。
- 受益省内两千亿投资，山东省高速龙头十三五期间市场广阔：**1) 公司是山东高速公路建设龙头企业，背靠大股东山东高速集团在省内公路施工领域有绝对优势；2) “十三五”期间山东省将加大高速路投资力度，计划建设2246公里(相当于前30年总和)，假设投资额为1亿/公里，预计“十三五”期间山东省公路建设市场规模超2000亿，预计公司将较大程度受益。
- 资金无需忧虑，国改值得期待：**1) 公司资金面无忧，项目落地有保障：截至到2017年Q1末，公司账面货币资金为16.9亿元，银行授信额度充足高达64.6亿元，公司资金面充裕，定增被否不影响公司项目的落地；2) 公司国改预期强烈：①控股股东山东高速集团15年被确定为国资投资运营试点企业，拟通过非公开发行引进安邦和华融分别持股11.5%和1.3%，混改已实现突破，国改预期强烈；②国改总体遵循“地方先行先试”，山东作为国资大省，国企改革稳步推进，公司作为山东省国改稀缺标的，有望受益于省内和高速集团改革的持续推进。

## 投资建议

- 我们预测公司17/18实现营收116/148亿，净利润6/8.4亿；给予公司未来3-6个月10.7-13.4元目标价位，对应2017年PE估值分别为20-25倍。

## 风险提示

- 项目落地不达预期；养护业务及海务开拓不达预期；国改不达预期。

## 相关报告

- 《业绩大超预期，低估值高增长国改可期-山东路桥公司点评》，2017.7.12
- 《区域路桥龙头迎发展拐点-山东路桥公司研究》，2017.3.29

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjq.com.cn

石人望 联系人  
 shirenwang@gjq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,842</b>	<b>7,419</b>	<b>8,148</b>	<b>11,620</b>	<b>14,809</b>	<b>24,400</b>	货币资金	800	750	2,338	620	606	500
增长率		8.4%	9.8%	42.6%	27.4%	64.8%	应收款项	3,295	4,184	4,447	6,276	7,998	13,178
主营业务成本	-5,871	-6,320	-6,983	-9,948	-12,672	-20,841	存货	3,570	3,427	5,340	5,451	6,943	11,420
%销售收入	85.8%	85.2%	85.7%	85.6%	85.6%	85.4%	其他流动资产	1,367	1,086	1,028	246	255	419
毛利	972	1,099	1,165	1,672	2,137	3,559	流动资产	9,031	9,446	13,152	12,592	15,802	25,516
%销售收入	14.2%	14.8%	14.3%	14.4%	14.4%	14.6%	%总资产	90.1%	90.7%	87.4%	85.4%	91.9%	94.6%
营业税金及附加	-196	-170	-32	-70	-89	-146	长期投资	393	354	81	93	92	92
%销售收入	2.9%	2.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	426	452	568	773	1,134	1,288
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	4.3%	4.3%	3.8%	5.2%	6.6%	4.8%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	71	72	83	83	84	87
管理费用	-299	-358	-390	-523	-666	-1,171	非流动资产	995	970	1,891	2,149	1,388	1,469
%销售收入	4.4%	4.8%	4.8%	4.5%	4.5%	4.8%	%总资产	9.9%	9.3%	12.6%	14.6%	8.1%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	476	571	743	1,079	1,382	2,242	<b>资产总计</b>	<b>10,026</b>	<b>10,416</b>	<b>15,043</b>	<b>14,742</b>	<b>17,191</b>	<b>26,985</b>
%销售收入	7.0%	7.7%	9.1%	9.3%	9.3%	9.2%	短期借款	1,875	1,769	2,271	1,500	1,350	3,510
财务费用	-10	-57	-67	-115	-177	-256	应付款项	4,453	5,223	7,453	7,408	9,437	15,525
%销售收入	0.1%	0.8%	0.8%	1.0%	1.2%	1.1%	其他流动负债	372	335	380	594	656	1,158
资产减值损失	-37	15	-97	-54	-15	-45	流动负债	6,699	7,327	10,104	9,501	11,442	20,194
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	1,300	1,300	1,300	1,301
投资收益	0	0	22	5	5	5	其他长期负债	671	49	169	50	50	50
%税前利润	0.0%	0.0%	3.6%	0.5%	0.4%	0.3%	<b>负债</b>	<b>7,370</b>	<b>7,376</b>	<b>11,573</b>	<b>10,851</b>	<b>12,792</b>	<b>21,545</b>
营业利润	429	529	601	915	1,195	1,946	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,653</b>	<b>3,037</b>	<b>3,467</b>	<b>3,835</b>	<b>4,329</b>	<b>5,357</b>
营业利润率	6.3%	7.1%	7.4%	7.9%	8.1%	8.0%	少数股东权益	3	3	4	55	69	83
营业外收支	16	4	3	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,026</b>	<b>10,416</b>	<b>15,043</b>	<b>14,742</b>	<b>17,191</b>	<b>26,985</b>
税前利润	445	533	604	918	1,198	1,949	<b>比率分析</b>						
利润率	6.5%	7.2%	7.4%	7.9%	8.1%	8.0%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-133	-155	-173	-266	-347	-565	<b>每股指标</b>						
所得税率	29.9%	29.1%	28.7%	29.0%	29.0%	29.0%	每股收益	0.278	0.337	0.384	0.536	0.747	1.223
净利润	312	378	431	652	851	1,384	每股净资产	1.550	1.774	2.025	2.241	2.529	3.130
少数股东损益	1	1	1	51	14	14	每股经营现金净流	0.180	0.482	0.463	-0.727	0.614	-0.858
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>311</b>	<b>377</b>	<b>430</b>	<b>600</b>	<b>837</b>	<b>1,370</b>	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.200	0.200	0.200
净利率	4.5%	5.1%	5.3%	5.2%	5.6%	5.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	11.73%	12.42%	12.39%	15.66%	19.32%	25.57%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	3.10%	3.62%	2.86%	4.07%	4.87%	5.08%
净利润	312	378	431	652	851	1,384	投入资本收益率	6.48%	8.42%	7.53%	11.45%	13.92%	15.53%
非现金支出	129	46	208	153	144	205	<b>增长率</b>						
非经营收益	125	135	95	-961	1,204	217	主营业务收入增长率	-4.46%	8.42%	9.83%	42.62%	27.44%	64.76%
营运资金变动	-258	267	58	-1,088	-1,148	-3,273	EBIT增长率	17.66%	19.90%	30.13%	45.28%	28.06%	62.18%
经营活动现金净流	308	826	793	-1,244	1,051	-1,468	净利润增长率	19.14%	21.13%	13.98%	39.73%	39.33%	63.71%
<b>资本开支</b>	<b>-27</b>	<b>-52</b>	<b>-81</b>	<b>755</b>	<b>-488</b>	<b>-314</b>	总资产增长率	6.43%	3.89%	44.43%	-2.00%	16.61%	56.97%
投资	0	0	0	-12	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	0	-883	5	5	5	应收账款周转天数	130.7	156.4	160.8	170.0	170.0	170.0
投资活动现金净流	-27	-52	-964	748	-483	-309	存货周转天数	216.3	202.0	229.1	200.0	200.0	200.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应付账款周转天数	205.3	226.6	261.7	220.0	220.0	220.0
债权募资	11	-725	1,766	-843	-150	2,161	固定资产周转天数	22.3	20.5	24.6	20.5	17.9	11.5
其他	-177	-131	-72	-379	-432	-490	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	-166	-855	1,694	-1,223	-582	1,671	净负债/股东权益	63.70%	33.54%	35.51%	56.04%	46.48%	79.26%
<b>现金净流量</b>	<b>115</b>	<b>-82</b>	<b>1,522</b>	<b>-1,718</b>	<b>-14</b>	<b>-106</b>	EBIT利息保障倍数	47.5	10.0	11.1	9.4	7.8	8.7
							资产负债率	73.51%	70.82%	76.93%	73.61%	74.41%	79.84%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	2
增持	1	1	4	4	4
中性	0	1	3	3	3
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.50	2.11	2.11	2.11

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-29	买入	8.55	10.00~12.50
2	2017-07-12	买入	7.23	10.70~13.40

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD