

公司研究/公告点评

2017年10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): 8.52
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

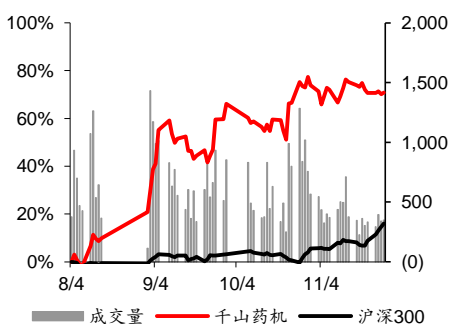
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 021-28972059
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1 《山东路桥(000498,买入): 业绩高速增长, 在手订单转化加快》 2017.08
- 2 《山东路桥(000498,买入): 定增终止影响有限, 业绩高度保障》 2017.08
- 3 《山东路桥(000498,买入): 项目进展超预期, 业绩同比翻番》 2017.07

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)	6.50-9.11
总市值 (百万元)	9,544
总资产 (百万元)	16,080
每股净资产 (元)	3.31

资料来源: 公司公告

大单持续落地, Q3 业绩符合预期

山东路桥(000498)

事件

公司 11 日晚间公告 2017 年前三季度业绩快报, 实现营业收入 78.62 亿元, 同比增长 86.90%; 实现归母净利润 4.11 亿元, 同比增长 65.87%, 符合预期, EPS 为 0.37 元, 每股净资产 3.46 元, 加权 ROE 为 11.20%。

前三季度业绩符合预期, Q3 收入增速受基数影响

受益于在建工程项目及完成工作量较去年同期增长, 公司前三季度实现营业收入 78.62 亿元, 同比增长 86.90%, Q1-Q3 单季度同比增速分别为 108.20%、117.82%、62.26%, Q3 收入占前三季度收入比重为 46.08%, 增速有所下滑与去年基数较高有关。去年 Q1 和 Q2 同比增速下滑, Q3 同比增长 33.64%。前三季度实现归母净利润 4.11 亿元, 同比增长 65.87%, Q1-Q3 单季度同比增速分别为 1375.28%、72.31%、32.11%。

ROE 同比环比继续改善, 净资产持续提升

公司前三季度加权 ROE 为 11.20%, 较去年同期提升 3.35 个百分点, 环比 1-6 月提升 3.98 个百分点; Q3 单季度 ROE 为 4.29%, 较去年同期提升 0.70 个百分点, 环比 Q2 下降 2.17 个百分点。公司 9 月末总资产 169.00 亿元, 较年初增长 12.35%; 净资产为 38.70 亿元, 较年初增长 11.64%。

在手订单饱满预收款大幅增长, 业绩增长确定性高

公司 2016 年新签重大施工合同约 218.16 亿元, 是 2015 年收入的 294.07%, 为 2015 年重大订单金额的 654.96%。2017 年 6 月末公司已签约未完工合同额为 128.6 亿元, 今年年初至今已公告新中标重大施工及养护合同 132.79 亿元, 根据重大施工合同及 Q3 收入 36.23 亿元测算, 我们预计公司 9 月末已签约未完工合同约为 180 亿元, 是去年全年收入的 2.2 倍, 未来业绩增长确定性较高。我们预计随着 Q4 业主开标速度加快, 公司今年全年实际新签订单有望超过去年。公司 2017H1 预收款大幅增长 5 倍, 主要是在手订单加速转化推动预收工程款上升。

看好国改与业绩持续高增长, 维持“买入”评级

山东高速集团 2015 年即被确认为国资投运试点企业, 今年 1 月山东省内印发企业员工持股细则, 未来公司有望受益省内国改快速推进。从行业景气度、新签订单增速和订单转化效率三个角度看, 公司全年及未来两年业绩有望高增长。我们预测公司 2017-19 年 EPS 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: 重大项目施工进度不及预期; 国企改革进度不及预期。

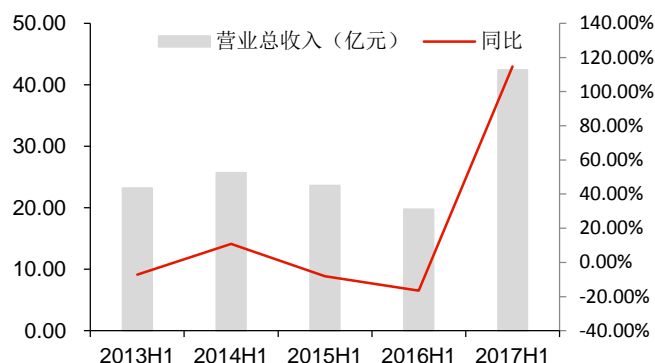
经营预测指标与估值

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

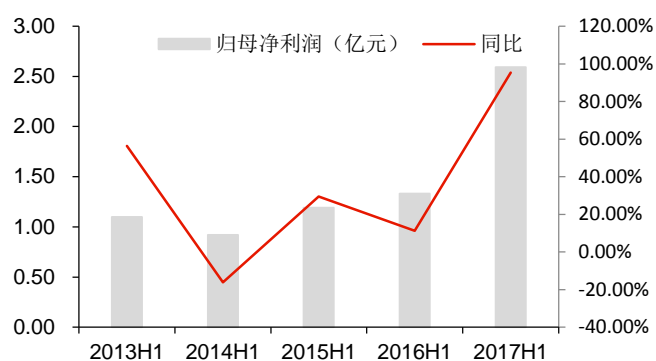
公司过往经营情况

图表1: 公司营收及同比增速



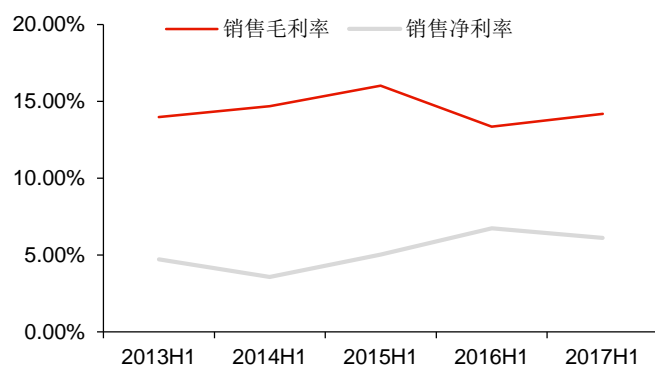
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及同比增速



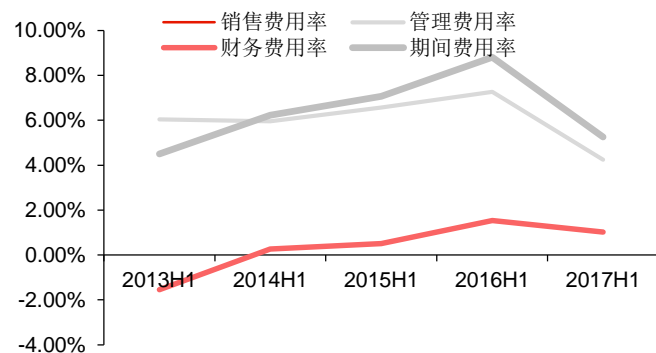
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司盈利能力



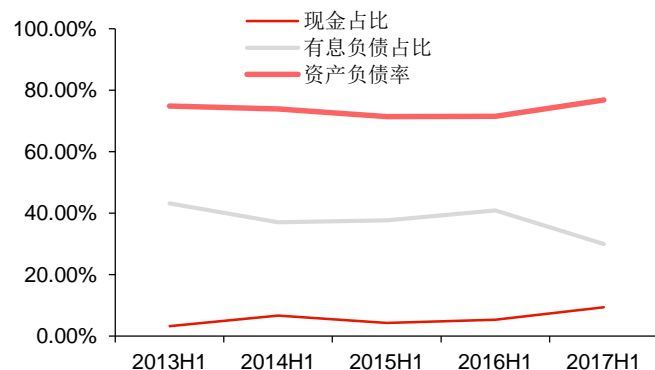
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司各项费用率



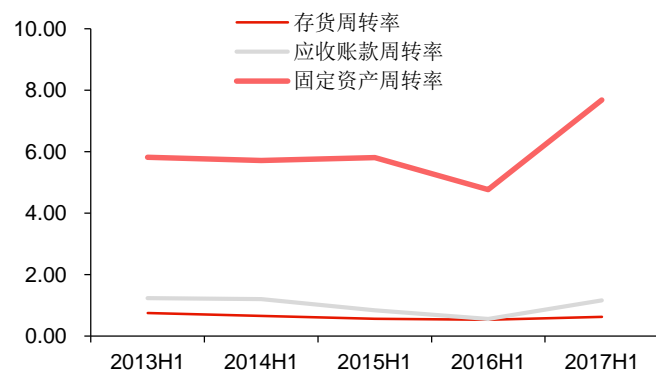
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司资本结构指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

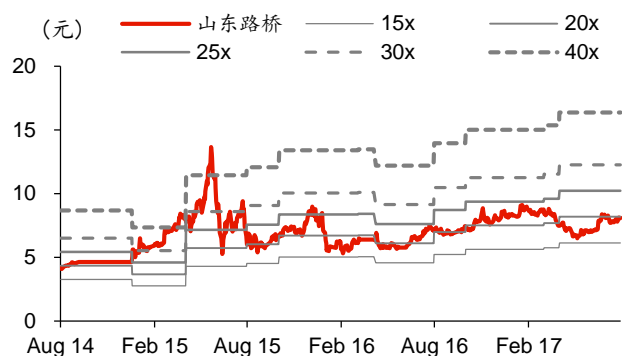
图表6: 公司各项周转指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

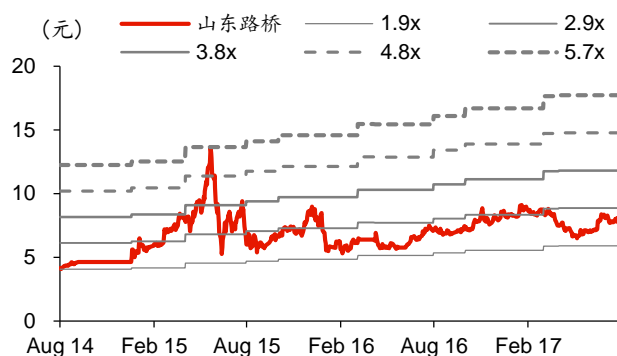
PE/PB-Bands

图表7: 山东路桥历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 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：A0K809

©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