

公司研究/公告点评

2017年12月26日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.65
合理价格区间(元): 7.60~9.12

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

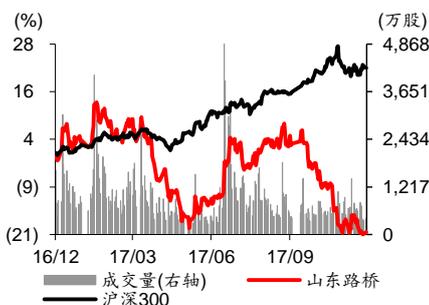
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 021-28972059
fangyanhe@htsc.com

王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1《山东路桥(000498,买入): 单季放缓不改全年高增, 国改可期》2017.10
- 2《山东路桥(000498,买入): 大单持续落地, Q3 业绩符合预期》2017.10
- 3《山东路桥(000498,买入): 业绩高速增长, 在手订单转化加快》2017.08

一年内股价走势图



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)	7,449
总资产 (百万元)	16,900
每股净资产 (元)	3.46

资料来源: 公司公告

引战投助主业, 股权激励草案落地

山东路桥(000498)

事件

公司于 12 月 25 日晚发布股票期权激励计划草案, 拟向激励对象授予 1120 万份股票期权; 其中首次授予 1008.5 万股, 预留 111.5 万份。本计划授予的股票期权的行权价格为 6.65 元。该计划首次授予的激励对象不超过 137 人, 包括公司(含下属分、子公司)的董事(不含独立董事)、高级管理人员、中层管理人员。股票期权行权的业绩条件为, 以 2014-2016 年净利润平均数为基数, 2018-20 年净利润增长率不低于 50/55/60%, 基本每股收益不低于 0.5/0.52/0.53。且上述指标均不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值水平, 主营业务收入占营业总收入比例不低于 90%。

山东地方国企股权激励试水, 示范意义大于实际意义

从业绩层面看, 我们预计公司 2017 年将实现归母净利润 6.35 亿元, 已高于 2018 年需要行权对应的净利润 5.59 亿元。所以我们判断公司行权条件对应的业绩并不能成为公司未来业绩的指引/预测。山东省国资委 2017 年工作要点中提出, 推动符合条件的国有上市公司以股票期权、限制性股票为主要方式实施激励。公司此次股权激励计划和山东国资委的工作要点相一致, 以股票期权的方式充分调动高管和中层管理人员的积极性, 有效将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起。

引入齐鲁交通发展作为战投, 助力主营业务

公司 12 月 15 日晚公告, 公司第二大股东山东高速投资预计在公告之日起 3 个交易日后的六个月内以大宗交易方式合计减持公司股份不超过 4480.6 万股(占股本不超过 4%), 其中在任意连续九十个自然日内不超过公司股份总数的 2%。12 月 22 日, 高速投资大宗交易减持 2228.8 万股(总股本 1.99%), 卖出均价 6.37 元/股。大宗交易的买入方为齐鲁交通。齐鲁交通为山东最大的高速公路运营商, 目前运营管理高速公路 3409 公里。我们认为齐鲁交通入股有望为公司从齐鲁交通获得更多订单打下良好基础。

在手订单饱满业绩保障度高, 铁路建设领域不断积累

公司公告 2016 年新签重大合同 218.16 亿元, 是 2015 年收入的 294.07%, 9 月末在手已签约未完工订单 220.6 亿元, 是 2016 年收入 2.7 倍, 对未来业绩形成较高保障。另一方面, 公司 12 月公告与中铁上海局及山东高速轨道交通公司组成的联合体中标潍坊至莱西铁路站前工程, 金额 15.82 亿元。这是继公司在 2016 年 12 月与中铁建大桥工程局组成联合体中标临曲高铁相关工程标段后, 又一铁路建设中标案例。我们预计公司在铁路建设领域还将不断发展, 铁路业务有望成为公司新的业绩增长点。

看好业绩持续高增长, 维持“买入”评级

我们维持盈利预测, 预计 2017-19 年 EPS 0.57/0.76/0.97 元。根据同行 18 年 PE 估值平均水平 (11.5X), 结合公司较高增速, 给予公司 18 年 10-12 倍 PE 估值, 调整合理价格区间至 7.60~9.12 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 环保限产停工对公司收入影响超预期, 公司新签订单不及预期。

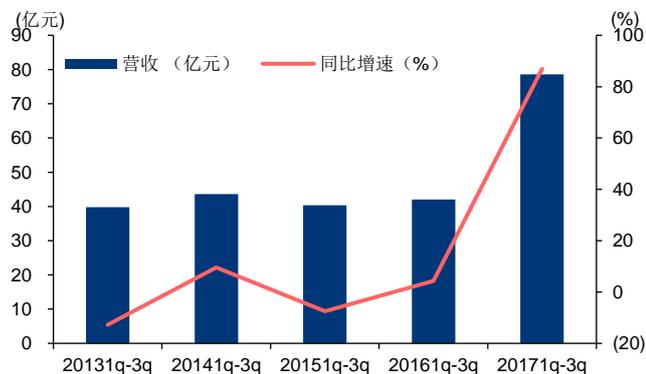
经营预测指标与估值

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)	19.07	16.74	11.33	8.42	6.59

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

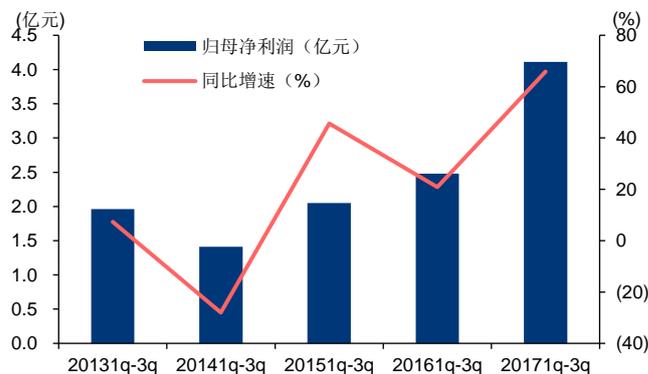
公司历史三季度经营情况一览

图表1: 公司历年前三季度营收及同比增速



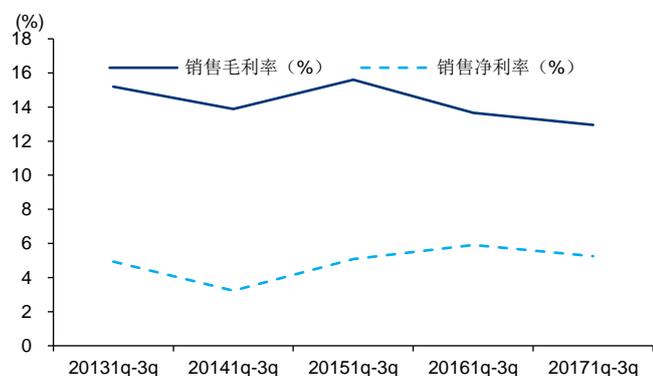
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司历年前三季度归母净利润及同比增速



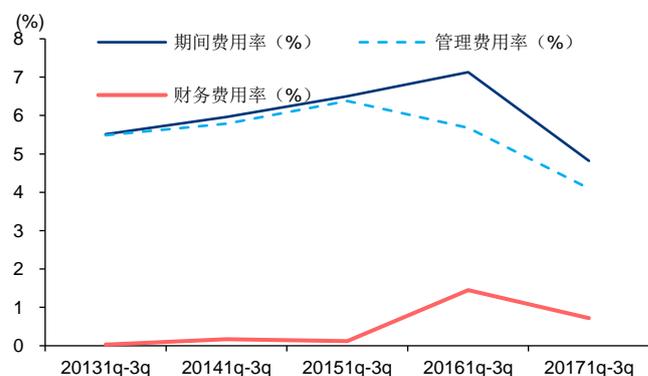
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司历年前三季度销售毛利率与净利率



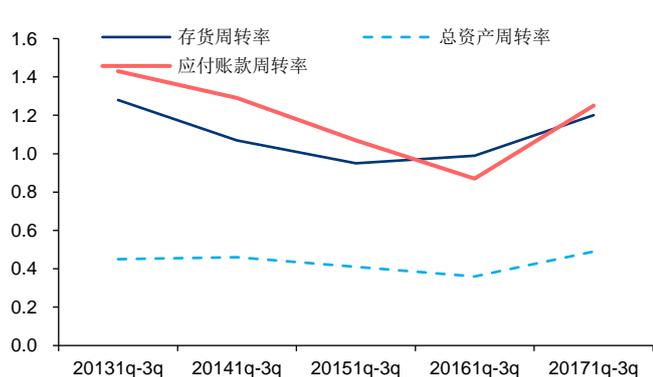
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司历年前三季度各项费用率变动情况



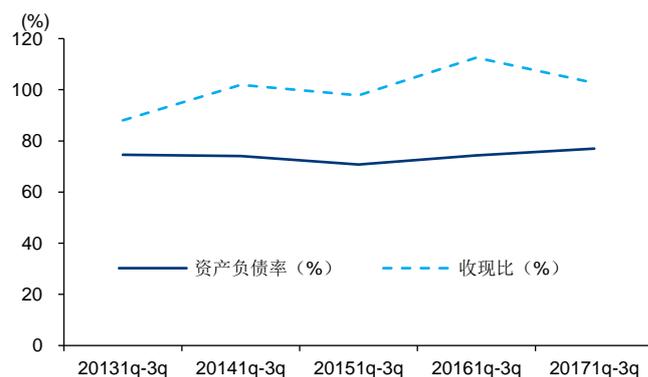
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司历年前三季度周转指标



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

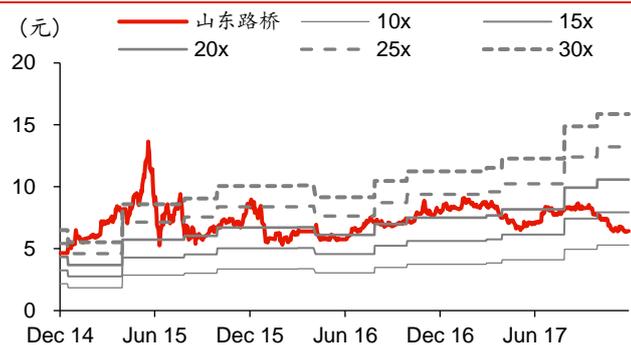
图表6: 公司历年前三季度资产负债率及收现比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

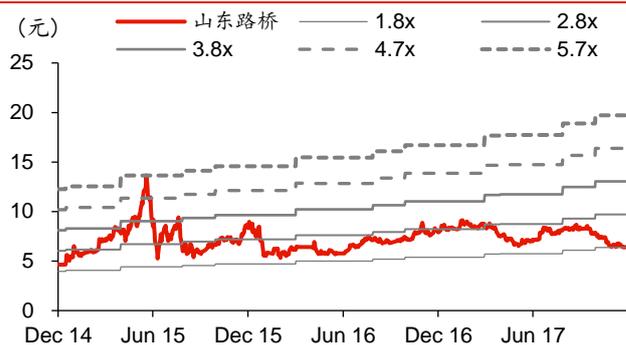
PE/PB - Bands

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, 基本)	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)	19.07	16.74	11.33	8.42	6.59
PB (倍)	2.37	2.07	2.05	1.65	1.32
EV_EBITDA (倍)	11.28	9.20	6.44	4.96	4.01

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