

强烈推荐-A (维持)

山东路桥 000498.SZ

目标估值: NA
 当前股价: 6.61 元
 2018年01月16日

业绩保持较快增长, 四季度或受环保停工影响

基础数据

上证综指	3437
总股本(万股)	112014
已上市流通股(万股)	35417
总市值(亿元)	74
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	3.5
ROE(TTM)	15.3
资产负债率	77.0%
主要股东	山东高速集团有限公司
主要股东持股比例	60.66%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-17	-20
相对表现	-9	-31	-48



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《山东路桥(000498)——业绩继续高速增长, 现金流有所改善》2017-10-30
- 2、《山东路桥(000498)——业绩继续保持快速增长, 订单充足支撑长期发展》2017-10-12
- 3、《山东路桥(000498)——业绩高速增长, 现金流有所改善》2017-08-24

王彬鹏

021-68407543
 wangbinpeng@cmschina.com.cn
 S1090517070004

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

公司公告, 2017 年全年实现营收 123.69 亿元, 同比增长 51.82%; 实现归母净利润 5.69 亿元, 同比增长 32.49%。

评论:

1、业绩保持较快增长, 四季度或受环保停工影响

公司 2017 年实现营收 123.69 亿元, 增长 51.82%, 我们认为主要受益公路投资增加, 公司新签订单较多, 项目逐渐落地; 实现归母净利润 5.69 亿元, 增长 32.49%, 增速低于营收, 我们认为可能受原材料成本上升的影响, 导致项目毛利率有所下降。

分季度看, Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别增长 108.20%、117.82%、62.26%和 14.36%, 增速呈逐渐下降的趋势; 净利润方面, 17Q1 相比去年同期扭亏为盈, Q2 净利润增长 71.84%, Q3 增长 32.11%, Q4 下降 13.18%, 四季度增速下降或受环保停工影响。

2、股权激励提升员工积极性, 引入齐鲁交通有望做大养护业务

此前, 公司公告股权激励计划草案, 锁定期达 2 年, 首次授予部分期权分三次解锁, 比例分别为 4:3:3, 解锁条件为以 2014-2016 年净利润平均数(经计算, 约为 3.73 亿元)为基数, 2018、2019、2020 年净利润增长率分别不低于 50%、55%、60%, 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%, 解锁条件相对宽松, 大概率能完成。此次股权激励是员工激励的一种突破, 将有效提升员工的积极性, 加速项目的落地及业务拓展。

公司公告股东高速投资(占公司总股本 7.72%)拟在 6 个月内以大宗交易方式减持公司股份不超过 4%; 12 月 21 日, 高速投资以 6.37 元/股的价格通过大宗交易方式减持公司总股本的 1.99%, 交易买入方为齐鲁交通(主要负责运营管理的高速公路里程占山东省高速公路总里程的 65%), 公司引入齐鲁交通, 有望借助齐鲁发展的平台, 做大做强养护业务。

3、背靠大股东, 受益山东省公路投资建设, 订单有望延续增长

2017 年前三季度, 公司新签订单 67.76 亿元, 已签约未完工订单 220.60 亿元, 占 16 年营收的 270.74%, 订单充足。“十三五”期间, 山东省计划新建高速公路 2252 公里, 相当于全省前三十年累计建设规模, 仅高速公路建设方面将至少投资 1723 亿元, 空间可观。公司控股股东山东高速集团是山东省内最大高速公路和桥梁建设发包方, 作为其旗下路桥施工的龙头企业, 公司在拿单方面将具备明显优势, 订单有望继续保持较快增长。此外, 公司在做优做强路桥主业的同时, 全面开发铁路、市政、建筑、养护、隧道等市场; 并且与外经公司的同业竞争问题解决, 跟随“一带一路”战略及借助海外平台, 公司海外业务有望实现增长。

4、背靠大股东, 拿单有优势, 叠加股权激励, 维持“强烈推荐-A”评级

山东公路建设投资空间广阔, 公司背靠大股东, 订单将有望保持高增长; 同时, 股权激励计划实施, 同业竞争问题得以解决, 利于公司海外布局, 预计 17、18 年 EPS 分别为 0.54、0.68 元/股, 对应 PE 为 12.3、9.7 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示: 投资不及预期, 项目推进不及预期, 回款风险

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9446	13152	16815	20882	25549
现金	750	2338	929	1151	1673
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	43	25	37	46	56
应收款项	3603	3578	5235	6501	7863
其它应收款	537	843	1241	1541	1864
存货	3427	5340	7859	9764	11820
其他	1086	1028	1513	1878	2272
非流动资产	970	1891	1994	2074	2136
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	416	549	665	755	826
无形资产	28	43	38	35	31
其他	526	1299	1291	1284	1279
资产总计	10416	15043	18809	22956	27685
流动负债	7327	10104	13267	16645	20462
短期借款	1112	2235	1958	2715	3705
应付账款	4393	5621	8286	10294	12461
预收账款	416	1240	1827	2270	2748
其他	1406	1008	1196	1365	1548
长期负债	49	1469	1469	1469	1469
长期借款	0	1300	1300	1300	1300
其他	49	169	169	169	169
负债合计	7376	11573	14736	18114	21931
股本	1120	1120	1120	1120	1120
资本公积金	(557)	(557)	(557)	(557)	(557)
留存收益	2473	2903	3504	4271	5180
少数股东权益	3	4	6	8	10
归属于母公司所有者权益	3037	3467	4068	4834	5743
负债及权益合计	10416	15043	18809	22956	27685

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	833	814	(669)	(93)	22
净利润	377	430	601	767	909
折旧摊销	68	133	136	160	179
财务费用	126	129	192	210	259
投资收益	0	(22)	(7)	(10)	(13)
营运资金变动	252	152	(1608)	(1235)	(1328)
其它	10	(7)	18	15	15
投资活动现金流	(52)	(964)	(235)	(233)	(230)
资本支出	(55)	(82)	(243)	(243)	(243)
其他投资	3	(882)	7	10	13
筹资活动现金流	(862)	1680	(505)	548	731
借款变动	410	1627	(313)	758	990
普通股增加	(592)	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	(679)	53	(192)	(210)	(259)
现金净增加额	(82)	1530	(1409)	222	522

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7419	8148	11989	14887	18007
营业成本	6320	6983	10293	12787	15480
营业税金及附加	170	32	48	59	71
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	358	390	574	712	862
财务费用	57	67	192	210	259
资产减值损失	(15)	97	40	41	59
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	22	7	10	13
营业利润	529	601	851	1087	1289
营业外收入	6	6	6	6	6
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	533	604	854	1091	1292
所得税	155	173	252	321	380
净利润	378	431	602	769	912
少数股东损益	1	1	2	2	3
归属于母公司净利润	377	430	601	767	909
EPS (元)	0.34	0.38	0.54	0.68	0.81

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	8%	10%	47%	24%	21%
营业利润	23%	14%	42%	28%	19%
净利润	21%	14%	40%	28%	19%
获利能力					
毛利率	14.8%	14.3%	14.2%	14.1%	14.0%
净利率	5.1%	5.3%	5.0%	5.2%	5.0%
ROE	12.4%	12.4%	14.8%	15.9%	15.8%
ROIC	8.6%	6.7%	10.0%	10.3%	10.1%
偿债能力					
资产负债率	70.8%	76.9%	78.3%	78.9%	79.2%
净负债比率	17.0%	23.7%	17.3%	17.5%	18.1%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	1.8	1.6	1.6	1.5	1.4
应收帐款周转率	2.3	2.3	2.7	2.5	2.5
应付帐款周转率	1.6	1.4	1.5	1.4	1.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.34	0.38	0.54	0.68	0.81
每股经营现金	0.74	0.73	-0.60	-0.08	0.02
每股净资产	2.71	3.09	3.63	4.32	5.13
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	19.6	17.2	12.3	9.7	8.1
PB	2.4	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	34.0	28.2	18.6	15.0	12.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王彬鹏：上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

李富华：上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。