

强烈推荐-A (维持)

山东路桥 000498.SZ

目标估值: NA  
 当前股价: 5.61 元  
 2018 年 04 月 27 日

业绩持续高增长, 现金流略有恶化

基础数据

上证综指	3082
总股本 (万股)	112014
已上市流通股 (万股)	35417
总市值 (亿元)	63
流通市值 (亿元)	20
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	14.4
资产负债率	77.5%
主要股东	山东高速集团有限公
主要股东持股比例	60.66%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《山东路桥 (000498) 一业绩保持较快增长, 四季度或受环保停工影响》2018-01-17
- 2、《山东路桥 (000498) 一业绩继续高速增长, 现金流有所改善》2017-10-30
- 3、《山东路桥 (000498) 一业绩继续保持快速增长, 订单充足支撑长期发展》2017-10-12

王彬鹏

021-68407543  
 wangbinpeng@cmschina.com.cn  
 S1090517070004

事件:

2017 年公司实现营收 123.85 亿元, 增长 52%; 归母净利润 5.76 亿元, 增长 34.06%。2018 Q1 营收 19.8 亿元, 增长 52.18%; 归母净利润 0.32 亿元, 增长 20.25%。预测 2018 年营收 137.79 亿元, 增长 11.26%; 净利润 6.78 亿元, 增长 17.38%。

评论:

1、受益山东省公路建设的快速发展, 公司业务进入高速发展期

公司是山东省路桥施工领域国企龙头, 2017 年公司实现营收 123.85 元, 同比增长 52%, 增速远超去年同期, 我们认为主要原因是: 1) 受益于全国尤其是山东省公路建设投资快速增长, 2017 年全国公路建设投资同比增长 18.2%, 山东基建固定资产投资同比增长 15.8%; 2) 公司背靠山东高速集团, 凭借区域优势 2017 年新中标项目较多且全面开工, 完成量大增助力业绩高速增长。2017 年, 公司已竣工验收项目 25 个, 总计 49.1 亿元; 已建未完工项目 70 个, 共计 353.8 亿元, 累计确认收入 137.7 亿元, 未完工部分金额 216.1 亿元。分业务来看, 公司路桥工程施工和养护施工两大核心业务快速增长, 分别实现营收 110.1 亿元、10.8 亿元, 增长 58.97%、22.06%。分时段来看, 17 Q1-Q4/18Q1 营收同比增速分别为 108.2%、117.82%、62.26%、14.75%和 52.16%, 18Q1 增速虽有下降, 但仍维持高速增长。2017 年营收增幅远高于归母净利润增幅, 我们认为主要归因于: 1) 毛利率持续下降尤其是养护业务, 营业成本大幅增长; 2) 管理费用大幅增长, 增长 11.2%; 3) 资产减值损失增长 1.48 亿元, 主要由于坏账损失、存货跌价损失大幅增长。

2、毛利率净利率均小幅下降, 现金流恶化承压, 负债率基本持平

2017 年毛利率和净利率分别下降 1.62 和 0.62 个 pp, 至 12.69%和 4.67%。其中养护施工业务毛利率下降显著, 同比下降 12.17%。18Q1 毛利率和净利率均持续下滑, 同比下降 2.5pp 和 0.47pp。期间费用同比增长 12.25%, 其发生管理费用 4.34 亿元, 增加 0.44 亿元, 财务费用 0.79 亿元, 增加 0.12 亿元。收现比和付现比仍维持高位, 达到 88.97%和 77.35%。受公司 2017 年度完成工作量较大且新开工工程较多, 工程前期采购原材料较多影响, 经营性现金流恶化, 净额 2.32 亿元, 同比减少 71.45%。资产负债率上升 0.01pp 至 76.94%, 现金比率下降 0.55pp, 短期偿债能力略微下滑。

3、股权激励计划助力业绩弹性释放, 引入齐鲁交通扩大养护业务

股权激励计划落地, 有效提高员工积极性, 加速公司业务开拓, 未来业绩弹性可观。公司坚持生产经营和资本运作“双轮驱动”, 聚焦“交通基建、城市升级、工程科技、股权投资”四大业务板块, 全面提升公司的可持续发展能力。公司夯实路桥工程主业, 通过大宗交易方式引入齐鲁交通, 依托齐鲁交通平台做大做强养护业务, 重点布局市政、建筑、铁路、隧道等市场, 增厚公司业绩。同时, 紧跟国家战略, 积极融入“一带一路”建设, 提升国际化水平, 打造国际竞争力。

4、受益股权激励, 区域性行业龙头市场优势显著, 维持“强烈推荐-A”评级

公司是山东省路桥施工领域国企龙头, 受益山东省公路投资高增长, 高在手订单保障业绩持续增长; 同时, 公司股权激励政策落地叠加国企改革加速推进, 利好公司海外布局, 预计 18、19 年 0.63、0.73 元/股, 对应 PE 为 9.0、7.7 倍。维持“强烈推荐-A”评级。

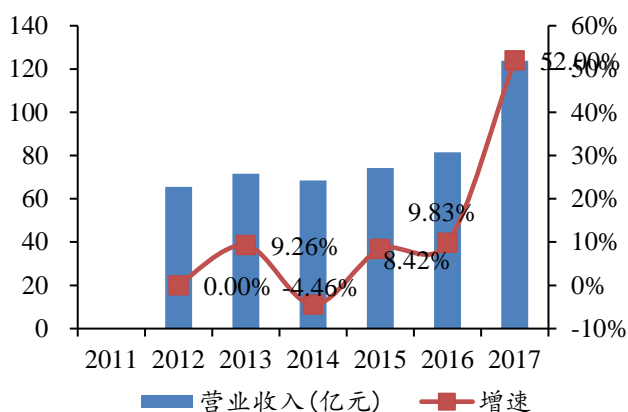
5、风险提示: 投资放缓、项目推进不及预期、国企融资渠道受限、回款风险

表 1: 公司盈利预测简表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	12385	14536	16746	19000
同比增长	52%	17%	15%	13%
营业利润(百万元)	770	935	1094	1256
同比增长	28%	21%	17%	15%
净利润(百万元)	576	702	821	941
同比增长	34%	22%	17%	15%
每股收益(元)	0.51	0.63	0.73	0.84
P/E(倍)	10.9	9.0	7.7	6.7
P/B(倍)	2.4	2.1	1.8	1.6

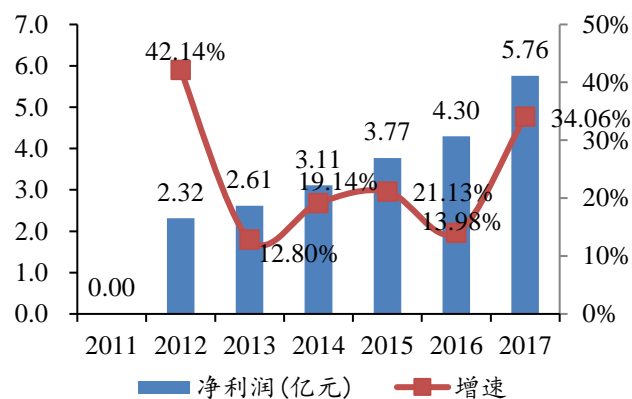
资料来源: Wind、招商证券

图 1: 2017 年营收增长 52%



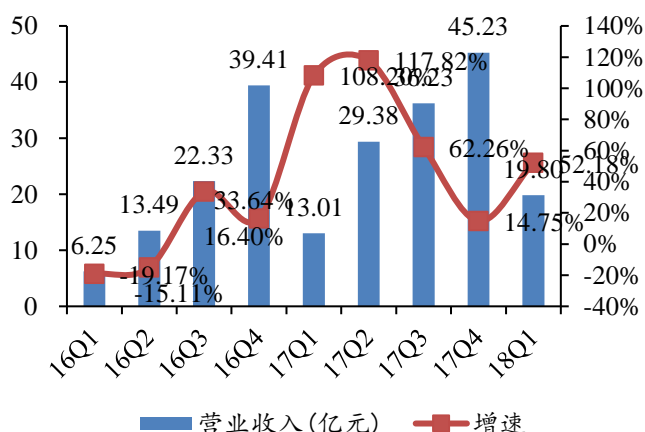
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 2017 年净利润增长 34.06%



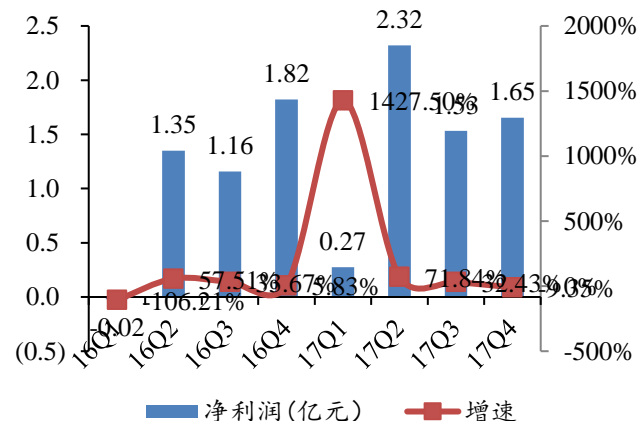
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 公司分季度营业收入情况



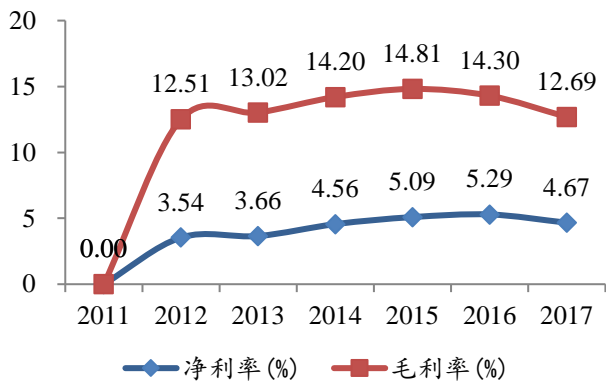
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 公司分季度净利润情况



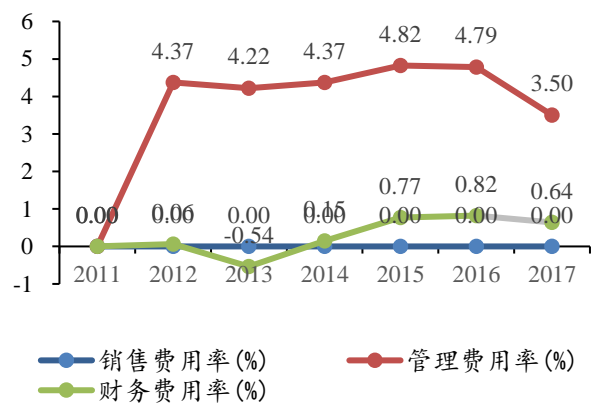
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 毛利率下降 1.61 个 pp, 净利率下降 0.62 个 pp



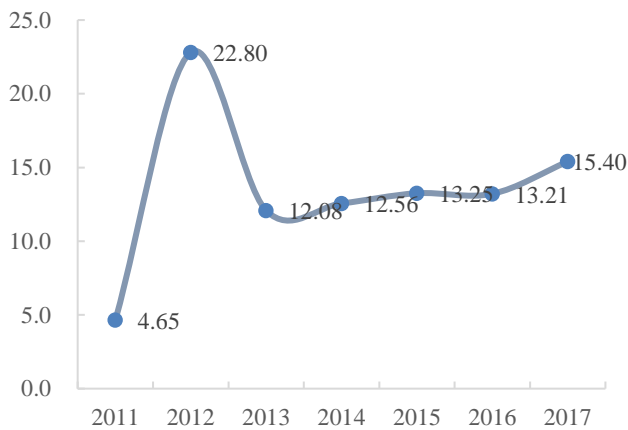
资料来源: Wind、招商证券

图 6: 期间费用率下降 1.47 个 pp



资料来源: Wind、招商证券

图 7: 2017 年 ROE 有所上升



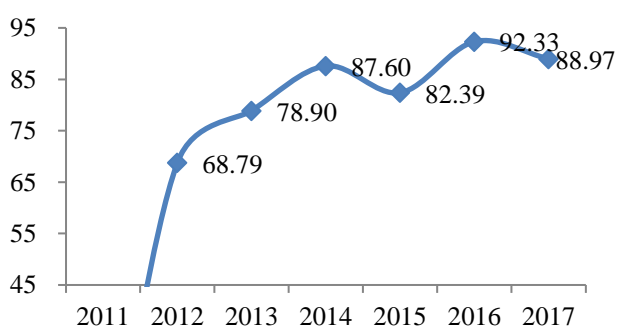
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 2017 年 ROIC 有所上升



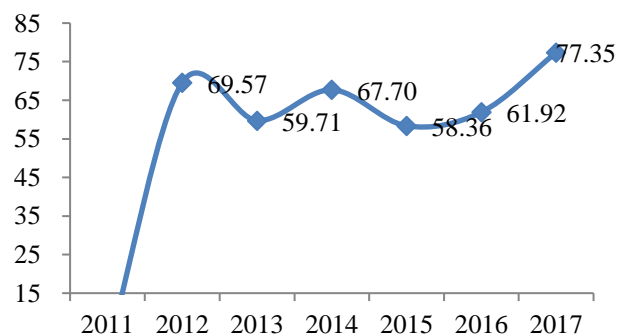
资料来源: Wind、招商证券

图 9: 2017 年收现比下降 3.36pp



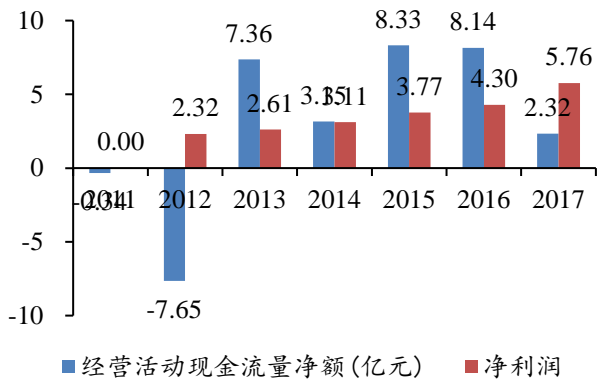
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 2017 年付现比上升 15.43pp



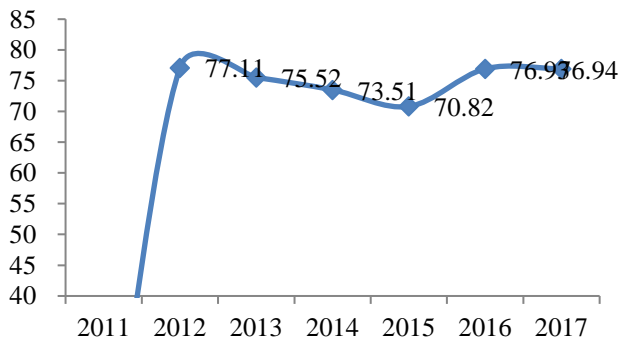
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 2017 年经营活动现金流进一步恶化



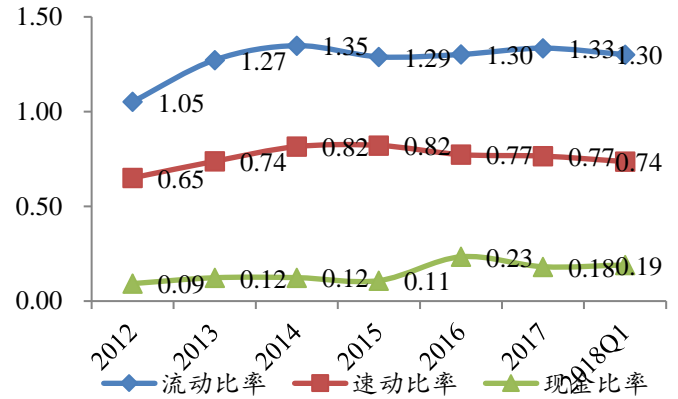
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 公司资产负债率相比去年略微上升



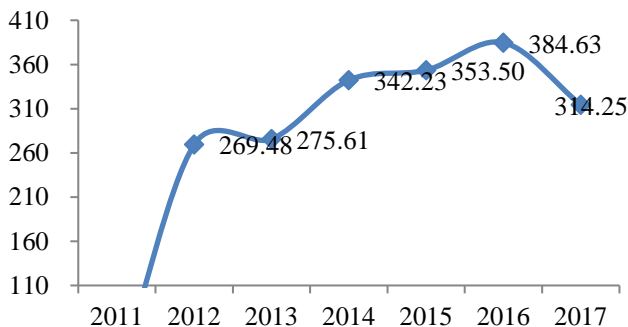
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 短期偿债能力基本和去年持平



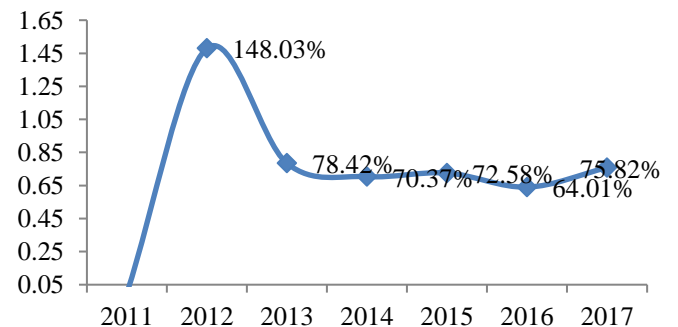
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 2017 年营业周期较去年同期有所下降



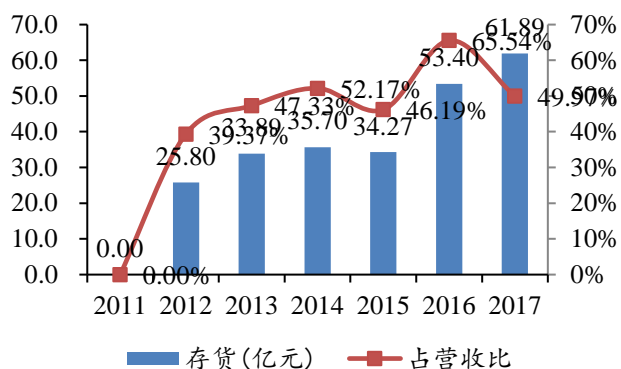
资料来源: Wind、招商证券

图 15: 2017 年总资产周转率较去年同期有所上升



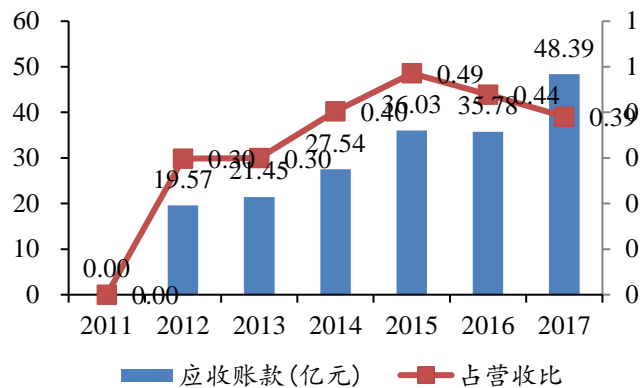
资料来源: Wind、招商证券

图 16: 2017 年存货占营收比重较去年明显下降



资料来源: Wind、招商证券

图 17: 2017 年应收账款占营收比重较去年有所下降



资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	13152	14504	17851	20890	23432
现金	2338	1929	1134	1566	1623
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	25	41	48	55	63
应收款项	3578	4839	7730	9006	10142
其它应收款	843	565	664	765	867
存货	5340	6189	7174	8231	9300
其他	1028	940	1101	1267	1436
<b>非流动资产</b>	1891	3123	3191	3250	3300
长期股权投资	0	105	105	105	105
固定资产	549	643	728	800	861
无形资产	43	38	34	31	27
其他	1299	2337	2324	2314	2306
<b>资产总计</b>	<b>15043</b>	<b>17627</b>	<b>21042</b>	<b>24140</b>	<b>26732</b>
<b>流动负债</b>	10104	10866	13680	16145	18017
短期借款	2235	1430	2884	3861	4228
应付账款	5621	6427	7460	8559	9671
预收账款	1240	1386	1608	1845	2085
其他	1008	1623	1728	1880	2034
<b>长期负债</b>	1469	2696	2696	2696	2696
长期借款	1300	1705	1705	1705	1705
其他	169	991	991	991	991
<b>负债合计</b>	<b>11573</b>	<b>13562</b>	<b>16376</b>	<b>18841</b>	<b>20713</b>
股本	1712	1712	1712	1712	1712
资本公积金	(552)	(558)	(558)	(558)	(558)
留存收益	2307	2861	3460	4090	4807
少数股东权益	4	51	53	56	59
归属于母公司所有者权益	3467	4014	4613	5243	5960
<b>负债及权益合计</b>	<b>15043</b>	<b>17627</b>	<b>21042</b>	<b>24140</b>	<b>26732</b>

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	814	232	(1662)	175	492
净利润	430	576	702	821	941
折旧摊销	133	133	115	125	133
财务费用	129	120	268	353	398
投资收益	(22)	1	(7)	(9)	(5)
营运资金变动	151	(561)	(2757)	(1125)	(986)
其它	(7)	(37)	18	11	11
<b>投资活动现金流</b>	(964)	(1004)	(178)	(176)	(180)
资本支出	(82)	(232)	(185)	(185)	(185)
其他投资	(882)	(772)	7	9	5
<b>筹资活动现金流</b>	1680	289	1045	433	(255)
借款变动	1624	(428)	1415	977	367
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	3	(6)	0	0	0
股利分配	0	0	(103)	(191)	(224)
其他	53	723	(268)	(353)	(398)
<b>现金净增加额</b>	<b>1530</b>	<b>(483)</b>	<b>(796)</b>	<b>432</b>	<b>57</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	8148	12385	14536	16746	19000
营业成本	6983	10813	12551	14400	16269
营业税金及附加	32	38	44	51	58
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	390	434	635	706	855
财务费用	67	79	268	353	398
资产减值损失	97	245	109	150	168
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	22	(1)	7	9	5
<b>营业利润</b>	601	770	935	1094	1256
营业外收入	6	7	7	7	7
营业外支出	3	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	604	771	937	1096	1258
所得税	173	194	233	272	314
<b>净利润</b>	431	578	704	823	944
少数股东损益	1	2	2	3	3
<b>归属于母公司净利润</b>	430	576	702	821	941
<b>EPS (元)</b>	0.38	0.51	0.63	0.73	0.84

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>年成长率</b>					
营业收入	10%	52%	17%	15%	13%
营业利润	14%	28%	21%	17%	15%
净利润	14%	34%	22%	17%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.3%	12.7%	13.7%	14.0%	14.4%
净利率	5.3%	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%
ROE	18.9%	21.9%	23.2%	23.9%	24.1%
ROIC	6.7%	8.8%	9.7%	10.0%	10.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	76.9%	76.9%	77.8%	78.0%	77.5%
净负债比率	23.7%	18.0%	21.8%	23.1%	22.2%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
存货周转率	1.6	1.9	1.9	1.9	1.9
应收帐款周转率	2.3	2.9	2.3	2.0	2.0
应付帐款周转率	1.4	1.8	1.8	1.8	1.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.38	0.51	0.63	0.73	0.84
每股经营现金	0.48	0.14	-0.97	0.10	0.29
每股净资产	2.03	2.35	2.70	3.06	3.48
每股股利	0.00	0.06	0.11	0.13	0.15
<b>估值比率</b>					
PE	14.6	10.9	9.0	7.7	6.7
PB	2.8	2.4	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.6	9.5	6.8	5.7	5.0



## 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。

## 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。