



000498.SZ

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 4.20

板块评级: 中性

# 山东路桥

## 山东发展政策利好, 业绩有望持续高增

投资摘要: 公司是山东省内路桥骨干企业, 未来有望进军高铁业务, 贡献业绩增长点。

### 支撑评级的要点

- **营收高增, 业务表现喜人:** 2017年公司实现营业收入和经营产值“双百亿”的历史性突破。同年公司完成股权激励, 共向137人授予1008.5万股期权, 彰显公司成长信心。
- **订单量充沛, 业绩增长无忧:** 公司2017年年末在手订单216.08亿元, 已中标未签合同13.03亿元, 总额约为2017年营收1.84倍; 公司一季度新签合同金额为30.23亿元, 环比增长63%, 订单量保持增长; 随着山东交通强省战略持续推进, 新签有望维持高位; 随着订单逐渐释放, 公司业绩有望大幅提升。
- **公司渗透进军高铁业务, 有望引燃新的业绩爆发点:** 国家要求铁路施工必须有特级资质和相关铁路施工经验。公司目前拥有施工特级资质, 此前铁路施工一直为中铁与中铁将两家公司垄断。在山东省政府的引导下, 公司与中国铁建组成联合体中标济青/鲁南高铁项目, 参与高铁项目施工。未来, 公司凭借既有的铁路施工经验和资质, 有望在更多区域开展铁路施工业务。预计山东省内规划铁路建设总投资将达到7000亿元, 对公司来说是非常大的市场空间。

### 评级面临的主要风险

- 高铁业务开展不及预期, 地方政府财务困境, 宏观资金面趋紧

### 估值

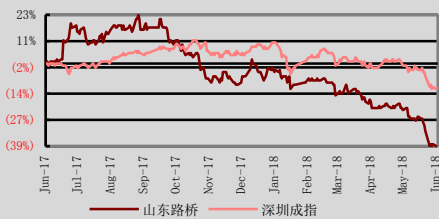
- 预计2018-2020年公司营收分别为154.81亿元, 185.77亿元, 213.63亿元; 归母净利润分别为9.64亿元, 11.92亿元, 14.01亿元; EPS分别为0.56, 0.70, 0.82。目前行业平均PE为11倍, 综合考虑公司增长预期以及整体规模, 给予11倍市盈率, 目标价6.16元。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	8,148	12,385	15,481	18,577	21,364
变动(%)	10	52	25	20	15
净利润(人民币 百万)	430	576	964	1,192	1,401
全面摊薄每股收益(人民币)	0.251	0.337	0.563	0.696	0.818
变动(%)	14.0	34.1	67.4	23.6	17.6
市场预期每股收益(人民币)	0.251	0.337	0.658	0.816	0.965
全面摊薄市盈率(倍)	17.2	12.8	7.7	6.2	5.3
价格/每股账面价值(倍)	3.6	23.0	10.3	6.3	4.7
每股现金流量(人民币)	1.20	0.19	0.42	0.69	0.92
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	7.5	4.7	4.0	3.5
每股股息(人民币)	0.00	0.06	0.06	0.07	0.08
股息率(%)	0.0	1.4	1.4	1.7	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(37.4)	(22.6)	(29.4)	(39.3)
相对深证成指	(20.9)	(12.0)	(17.8)	(28.0)

发行股数(百万)	1,120
流通股(%)	39
流通股市值(人民币 百万)	1,891
3个月日均交易额(人民币 百万)	19
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
山东高速集团有限公司	61

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 基础建设

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

\*余斯杰为本报告重要贡献者

**损益表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	8,148	12,385	15,481	18,577	21,364
销售成本	6,983	10,813	13,314	15,976	18,373
经营费用	422	471	604	725	833
息税折旧前利润	803	982	1,560	1,857	2,122
折旧及摊销	133	133	63	64	64
经营利润(息税前利润)	670	849	1,497	1,793	2,058
净利息收入/(费用)	(67)	(79)	(208)	(199)	(184)
其他收益/(损失)	25	0	11	11	11
税前利润	603	770	1,289	1,594	1,874
所得税	173	194	325	402	473
少数股东权益	1	2	12	15	18
净利润	430	576	964	1,192	1,401
核心净利润	405	576	953	1,181	1,390
每股收益(人民币)	0.251	0.337	0.563	0.696	0.818
核心每股收益(人民币)	0.236	0.336	0.557	0.690	0.812
每股股息(人民币)	0.000	0.060	0.060	0.070	0.080
收入增长(%)	10	52	25	20	15
息税前利润增长(%)	14	27	76	20	15
息税折旧前利润增长(%)	22	22	59	19	14
每股收益增长(%)	14	34	67	24	18
核心每股收益增长(%)	8	42	66	24	18

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	603	770	1,289	1,594	1,874
折旧与摊销	133	133	63	64	64
净利息费用	67	79	208	199	184
运营资本变动	(659)	998	562	331	155
税金	420	433	62	64	71
其他经营现金流	(1,067)	(184)	(380)	(457)	(534)
经营活动产生的现金流	814	232	680	1,132	1,505
购买固定资产净值	81	197	0	0	0
投资减少/增加	(22)	116	(8)	(8)	(8)
其他投资现金流	1,300	402	32	41	56
投资活动产生的现金流	1,241	89	40	49	64
净增权益	(4)	2	0	0	0
净增债务	1,766	420	0	0	0
支付股息	0	103	103	120	137
其他融资现金流	(119)	(30)	(235)	(235)	(235)
融资活动产生的现金流	1,643	289	(337)	(355)	(372)
现金变动	3,712	270	382	826	1,197
期初现金	750	2,338	1,929	2,312	3,138
公司自由现金流	2,055	321	720	1,181	1,569
权益自由现金流	3,703	711	485	946	1,334

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2,338	1,929	2,312	3,138	4,334
应收帐款	4,447	5,446	6,772	8,092	9,270
库存	5,340	6,189	7,681	9,166	10,491
其他流动资产	1,086	1,028	940	940	940
流动资产总计	13,152	14,504	17,705	21,336	25,036
固定资产	549	643	599	542	480
无形资产	43	38	38	37	35
其他长期资产	1,299	2,442	2,424	2,419	2,418
长期资产总计	1,891	3,123	3,061	2,997	2,933
总资产	15,043	17,627	20,766	24,333	27,969
应付帐款	5,911	6,986	8,904	10,947	12,785
短期债务	2,235	1,430	1,430	1,430	1,430
其他流动负债	1,957	2,450	2,789	3,219	3,730
流动负债总计	10,104	10,866	13,123	15,596	17,945
长期借款	1,300	1,705	1,705	1,705	1,705
其他长期负债	169	991	999	1,006	1,011
股本	1,712	1,712	1,712	1,712	1,712
储备	1,759	2,354	3,227	4,314	5,597
股东权益	3,471	4,065	4,939	6,026	7,308
少数股东权益	4	51	63	78	97
总负债及权益	15,043	17,627	20,766	24,333	27,969
每股帐面价值(人民币)	2.03	2.35	2.85	3.47	4.21
每股有形资产(人民币)	8.70	10.18	12.02	14.10	16.23
每股净负债/(现金)(人民币)	0.80	1.28	1.06	0.59	(0.11)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	9.9	7.9	10.1	10.0	9.9
息税前利润率(%)	8.2	6.9	9.7	9.6	9.6
税前利润率(%)	7.4	6.2	8.3	8.6	8.8
净利率(%)	5.3	4.7	6.3	6.5	6.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.3	1.4	1.4
利息覆盖率(倍)	12.0	12.4	7.5	9.3	11.6
净权益负债率(%)	39.4	54.0	36.9	16.6	(2.6)
速动比率(倍)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	17.4	13.0	7.7	6.3	5.3
核心业务市盈率(倍)	18.4	13.0	7.8	6.3	5.4
市净率(倍)	2.1	1.8	1.5	1.2	1.0
价格/现金流(倍)	3.6	23.0	10.3	6.3	4.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	9.2	7.5	4.7	4.0	3.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	239.2	182.4	181.1	180.1	179.2
应收帐款周转天数	199.2	160.5	159.7	159.0	158.4
应付帐款周转天数	309.0	235.8	244.1	250.1	254.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	17.8	10.7	10.1	9.8
净资产收益率(%)	12.4	14.2	19.8	20.0	19.4
资产收益率(%)	2.9	3.3	4.7	5.0	5.1
已运用资本收益率(%)	18.0	12.9	21.0	24.0	27.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测