

公司研究/公告点评

2018年10月14日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.72  
合理价格区间(元): 5.50~6.60

**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

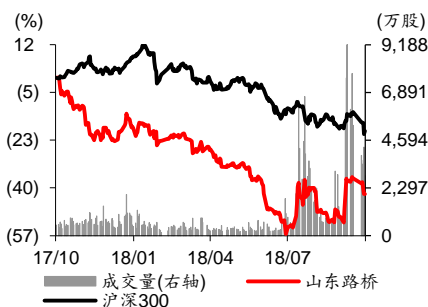
**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 021-28972059  
fangyanhe@htsc.com

**王涛** 021-28972059  
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1 《山东路桥(000498,买入): 收入持续高速增长, 多元化发力可期》2018.04
- 2 《山东路桥(000498,买入): 引战投助主业, 股权激励草案落地》2017.12
- 3 《山东路桥(000498,买入): 单季放缓不改全年高增, 国改可期》2017.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 收入持续高增, 单季盈利延续回升

## 山东路桥(000498)

### Q3 毛利率回升, 业绩降幅收窄

公司 2018 年 1-9 月预计实现营收 103.70 亿元, 同比增长 31.90%, 较 1-6 月增速回落 0.21pct, 收入维持高增长; 实现归母净利润 3.51 亿元, 同比下滑 14.63%, 较 1-6 月降幅收窄 33.30pct, 系毛利率较半年报有所增加。公司在手订单饱满, 落地维持较快节奏, 且公司股权激励对业绩增长有较强约束, 我们预计 18Q4 订单收入仍将快速增长。考虑环保和地材涨价等因素的影响, 我们小幅下调公司毛利率和盈利预测, 预计 2018-20 年 EPS 为 0.55/0.68/0.80 元, 维持“买入”评级。

### 单季盈利连续两季度回升, Q3 业绩增长 42%

公司 18Q3 实现营收 47.69 亿元, 同比增长 31.65%, 最近三个季度分别增长 14.75%、52.18%、23.22%; 实现归母净利 2.16 亿元, 同比增长 41.90%, 最近三个季度分别增长 -9.39%、20.25%、-55.81%, 扭转了 18Q2 大幅下滑的态势。为应对环保和地材涨价的影响, 公司积极采取措施, 17Q3 以来的盈利下滑逐渐得到改善, 2018 年单季度营业利润率分别为 2.26%、4.36%、6.13%, 其中 Q3 单季利润率已高于去年同期的 5.76%。建筑行业一般在年末会就当年材料人力大幅涨价等与业主协商补偿, 因此我们预计公司盈利在 Q4 或仍维持改善趋势。

### 在手订单饱满, 参股基金创新工程融资

根据公司经营情况披露, 截至 2018 年 6 月末, 公司累计已签约未完工订单为 286.36 亿元, 是去年收入的 2.31 倍。此外, 公司累计已中标未签约合同订单为 86.49 亿元, 在手订单饱满。公司子公司通过认缴 2.39 亿元参股设立基金合伙企业, 投资前期中标的新泰至台儿庄公路项目, 合同金额 11.79 亿元, 有利于扩大推广投资带动施工主业模式。

### 国改持续推进, 二股东齐鲁交通持股近 5%

公司今年 2 月初共向 137 名激励对象完成 1008.5 万份股权激励授予, 授予条件要求 2018-2020 年净利润不低于 5.6/5.8/6.0 亿元, 基本每股收益不低于 0.5/0.52/0.53 元, 行权价 6.59 元, 有利于调动高管和中层管理人员的积极性。齐鲁交通作为山东最大的高速公路运营商, 公司通过引入战投的方式有望实现多元业务协同。截至 2018 年 9 月 14 日, 齐鲁交通通过三次大宗交易, 持有公司比例已达 4.99%, 均价 5.64 元。

### 小幅下调盈利预测和估值, 维持“买入”评级

考虑地材涨价等因素后, 我们小幅下调公司 2018-20 年工程施工毛利率至 11.60%/11.80%/11.80% (调整前 12.50%/12.40%/12.30%), 调整后净利润 6.2/7.6/9.0 亿元, EPS 0.55/0.68/0.80 元, 较调整前下调 14%/11%/12%。当前可比路桥公司 18 年平均 9.5xPE, 考虑公司毛利率回升弹性较大且多元化融资积极推进, 我们相应给予公司 18 年合理 PE 为 10-12 xPE (调整前 11-13xPE), 对应合理价格为 5.5-6.6 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 毛利率回升不及预期; 订单转化快速放缓等。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,120
流通 A 股 (百万股)	440.70
52 周内股价区间 (元)	3.60-8.27
总市值 (百万元)	5,287
总资产 (百万元)	19,263
每股净资产 (元)	3.66

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8,148	12,385	16,086	19,477	22,561
+/-%	9.83	52.00	29.88	21.08	15.83
归属母公司净利润 (百万元)	429.71	576.06	621.18	763.78	895.52
+/-%	13.98	34.06	7.83	22.96	17.25
EPS (元, 最新摊薄)	0.38	0.51	0.55	0.68	0.80
PE (倍)	12.30	9.18	8.51	6.92	5.90

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值表

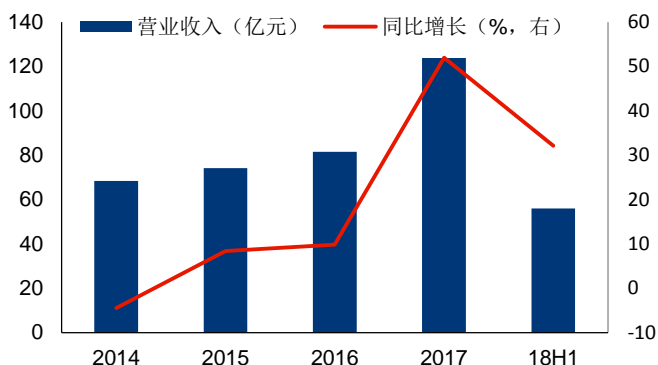
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (X)		
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
600039.SH	四川路桥	127.45	3.56	0.29	0.37	0.46	12.08	9.50	7.76
002061.SZ	浙江文科	99.87	7.36	0.81	1.07	1.27	9.14	6.88	5.78
601800.SH	中国交建	2075.22	12.28	1.27	1.38	1.52	9.65	8.90	8.08
002062.SZ	宏润建设	42.34	3.90	0.25	0.31	0.37	15.81	12.61	10.49
	平均						11.67	9.47	8.03
000498.SZ	山东路桥	52.87	4.72	0.51	0.55	0.68	9.18	8.51	6.92

注：1) 数据截止日 2018 年 10 月 12 日收盘；

2) 2018/2019 年 EPS 除山东路桥为华泰研究所预测外，其余为 Wind 一致预测。腾达建设无一致预测，因此予以剔除。

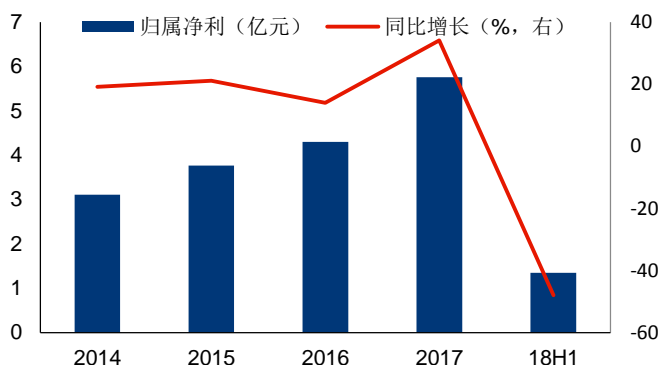
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：公司营收及同比增速变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

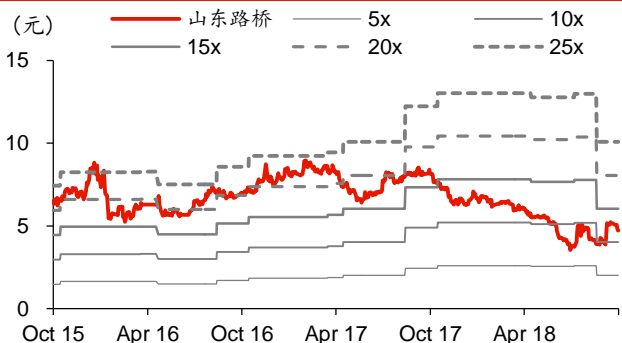
图表3：公司归母净利润同比增速变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

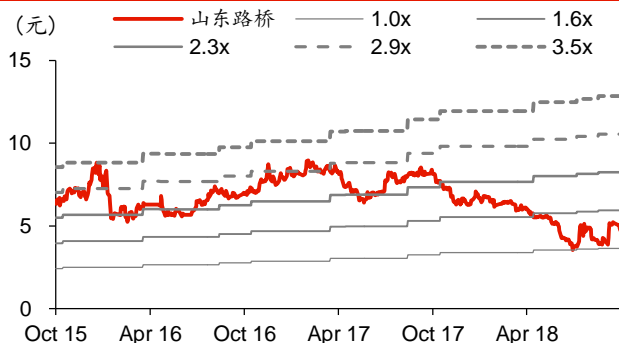
**PE/PB - Bands**

图表4：山东路桥历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	13,152	14,504	18,534	22,013	24,945
现金	2,338	1,929	1,929	1,929	1,929
应收账款	3,578	4,839	6,285	7,610	8,815
其他应收账款	843.45	565.46	734.44	889.28	1,030
预付账款	140.42	171.96	224.20	270.95	314.02
存货	5,340	6,189	9,006	10,947	12,480
其他流动资产	912.64	808.64	354.60	365.81	376.00
非流动资产	1,891	3,123	2,860	2,707	2,553
长期投资	0.00	104.97	0.00	0.00	0.00
固定投资	549.45	643.25	537.27	423.42	305.63
无形资产	42.70	37.67	34.90	31.91	28.73
其他非流动资产	1,299	2,337	2,288	2,252	2,219
资产总计	15,043	17,627	21,394	24,720	27,498
流动负债	10,104	10,866	15,018	17,578	19,459
短期借款	2,235	1,430	2,123	2,169	2,004
应付账款	5,621	6,427	9,607	11,467	13,087
其他流动负债	2,248	3,008	3,288	3,942	4,369
非流动负债	1,469	2,696	1,754	1,755	1,753
长期借款	1,300	1,705	1,705	1,705	1,705
其他非流动负债	168.95	990.77	49.48	49.62	48.36
负债合计	11,573	13,562	16,773	19,333	21,212
少数股东权益	3.80	50.81	52.76	55.17	57.98
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	2,198	2,774	3,413	4,177	5,073
归属母公司股东权益	3,467	4,014	3,977	4,741	5,636
负债和股东权益	15,043	17,627	20,802	24,128	26,906

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	814.25	232.44	238.87	113.57	332.25
净利润	430.96	577.87	623.13	766.18	898.33
折旧摊销	133.22	132.81	148.37	152.83	154.33
财务费用	67.03	79.25	118.12	134.75	132.06
投资损失	(21.85)	1.28	1.28	1.28	1.28
营运资金变动	57.76	(828.16)	(560.51)	(1,051)	(951.56)
其他经营现金	147.13	269.38	(91.51)	109.09	97.81
投资活动现金	(963.97)	(1,004)	85.81	(31.08)	(31.55)
资本支出	81.72	231.79	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	116.05	(114.33)	0.00	0.00
其他投资现金	(882.25)	(656.23)	(28.53)	(31.08)	(31.55)
筹资活动现金	1,680	288.72	(324.68)	(82.49)	(300.71)
短期借款	1,123	(805.00)	693.07	46.05	(165.54)
长期借款	1,300	405.02	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	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(743.07)	688.70	(1,018)	(128.54)	(135.16)
现金净增加额	1,544	(475.41)	0.00	0.00	0.00

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,148	12,385	16,086	19,477	22,561
营业成本	6,983	10,813	14,099	17,038	19,747
营业税金及附加	32.29	37.86	49.17	59.54	68.97
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	389.87	433.63	643.43	740.13	812.20
财务费用	67.03	79.25	118.12	134.75	132.06
资产减值损失	96.81	245.05	343.07	480.30	600.37
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.85	(1.28)	(1.28)	(1.28)	(1.28)
营业利润	604.00	769.90	831.85	1,023	1,199
营业外收入	2.66	6.90	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.55	5.37	0.00	0.00	0.00
利润总额	604.10	771.43	831.85	1,023	1,199
所得税	173.14	193.56	208.72	256.63	300.90
净利润	430.96	577.87	623.13	766.18	898.33
少数股东损益	1.26	1.81	1.95	2.40	2.82
归属母公司净利润	429.71	576.06	621.18	763.78	895.52
EBITDA	804.24	981.96	1,098	1,310	1,486
EPS (元, 基本)	0.38	0.51	0.55	0.68	0.80

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	9.83	52.00	29.88	21.08	15.83
营业利润	14.25	27.47	8.05	22.96	17.25
归属母公司净利润	13.98	34.06	7.83	22.96	17.25
获利能力 (%)					
毛利率	14.30	12.69	12.35	12.52	12.47
净利率	5.27	4.65	3.86	3.92	3.97
ROE	12.39	14.35	15.62	16.11	15.89
ROIC	15.90	16.54	16.56	17.05	17.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.93	76.94	80.63	80.12	78.84
净负债比率 (%)	30.85	23.40	23.05	20.24	17.66
流动比率	1.30	1.33	1.23	1.25	1.28
速动比率	0.77	0.75	0.63	0.63	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.76	0.82	0.84	0.86
应收账款周转率	2.17	2.75	2.68	2.60	2.55
应付账款周转率	1.39	1.79	1.76	1.62	1.61
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.51	0.55	0.68	0.80
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.21	0.21	0.10	0.30
每股净资产(最新摊薄)	3.10	3.58	3.55	4.23	5.03
估值比率					
PE (倍)	12.30	9.18	8.51	6.92	5.90
PB (倍)	1.53	1.32	1.33	1.12	0.94
EV_EBITDA (倍)	6.69	5.48	4.90	4.11	3.62

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：91320000704041011J。

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 2018 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