

公司研究/公告点评

2019年01月15日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.33
合理价格区间(元): 6.00~7.20

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

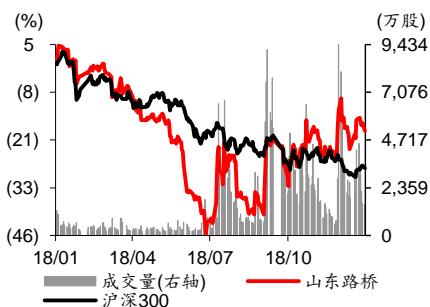
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

王涛 021-28972059
联系人 wangtao@htsc.com

相关研究

- 1 《山东路桥(000498,买入): 收入持续高增, 单季盈利延续回升》2018.10
- 2 《山东路桥(000498,买入): 收入持续高增长, 多元化发力可期》2018.04
- 3 《山东路桥(000498,买入): 引战投助主业, 股权激励草案落地》2017.12

一年内股价走势图



资料来源: Wind

利润率回升, 债转股优化资本结构

山东路桥(000498)

全年利润略超市场预期, 债转股后负债率有望下降, 维持“买入”评级

公司 1 月 14 日发布 18 年业绩快报, 18 年实现营收 147.6 亿元, YoY+19.2%, 归母净利润 6.68 亿元, YoY+16.02%, 利润增速略超市场和我们的预期。公司在上半年受到材料涨价利润率大幅下降情况下, 下半年盈利能力逐步回升, 全年营业利润率与 17FY 基本持平。公司 12 月 28 日收到子公司路桥集团债转股资金, 我们认为路桥集团作为公司的核心子公司, 债转股对其增强资金实力、降低负债率有望起到良好效果。我们认为公司作为山东基建龙头, 在建设和养护两方面具备能力和资源优势, 预计公司 18-20 年 EPS0.60/0.71/0.81 元, 维持“买入”评级。

Q4 收入增速有所放缓, 利润率回升或受收到材料补差影响

公司 1-4 季度单季收入同比增速 52.2%/23.2%/31.7%/-2.9%, Q4 单季度收入出现负增长, 我们判断或与整体基建环境及公司控制风险主动降低部分项目施工进度相关, 在既有项目风险排除且基建投资增速有望企稳回升情况下, 公司收入增速未来有望回升。1-4 季度公司单季归母净利同比增速 20.3%/-55.8%/41.9%/92.1%, 我们预计 Q4 利润增速显著提升与公司收到前期部分项目材料差价补偿款有关。公司全年营业利润率 6.22%基本与 2017 年持平, 因此我们判断 17Q4 和 18Q1 材料价格上涨对公司毛利率的影响基本消除, 未来公司投资类项目收入逐步转化仍可能提升公司毛利率。

核心子公司收到债转股资金, 有望降低负债率, 提升铁路业务接单能力

根据公司公告, 181228 子公司路桥集团已收到山东铁发基金和光大金瓯债转股资金 11.5 亿元, 资金将用于增加路桥集团注册资本并全部用来偿还银行债务。18H1 路桥集团实现营业收入 42.26 亿元, 占公司营收 75.5%, 是公司核心业务平台, 但 18H1 末其负债率达到 80.3%, 按中报数据测算, 若本次债转股资金立即偿还借款, 则路桥集团负债率有望下降至 71.5%, 对公司整体负债率的降低产生积极影响。债转股后铁发基金持有路桥集团 14.88% 股权, 与路桥集团有望形成了更加紧密的绑定关系, 我们预计有望对公司未来承接省内高铁土建施工业务产生促进作用。

根据业绩快报上调 18-20 年盈利预测, 维持“买入”评级

我们认为公司在手订单较为饱满, 目前上市公司及核心子公司在股权层面均实现了与省内高速公路、铁路投资主体的绑定, 未来在路桥、铁路和高速公路养护业务领域有望继续实现较高增长。根据公司 18 年业绩快报, 我们调高公司 18-20 年预测 EPS 至 0.60/0.71/0.81 元 (原值 0.55/0.68/0.80 元), 当前可比公司平均 18 年 Wind 一致预期 PE9.7 倍, 考虑到公司多元化业务发展前景及多种融资渠道推动项目进展, 认可给予 18 年 10-12 倍 PE, 目标价 6.0-7.2 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 订单转化速度放缓, 省内铁路业务拓展不及预期

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) | 3.60-6.93 |
| 总市值 (百万元) | 5,970 |
| 总资产 (百万元) | 21,579 |
| 每股净资产 (元) | 3.86 |

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 | 14,765 | 17,745 | 20,556 |
| +/-% | 9.83 | 52.00 | 19.22 | 20.19 | 15.84 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 429.71 | 576.06 | 668.38 | 792.84 | 903.21 |
| +/-% | 13.98 | 34.06 | 16.03 | 18.62 | 13.92 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.38 | 0.51 | 0.60 | 0.71 | 0.81 |
| PE (倍) | 13.89 | 10.36 | 8.93 | 7.53 | 6.61 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

可比公司估值及盈利预测调整

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 | 122.40 | 3.39 | 0.29 | 0.38 | 0.46 | 11.50 | 9.03 | 7.35 |
| 002061.SZ | 浙江交科 | 120.09 | 8.73 | 0.81 | 1.00 | 1.19 | 10.84 | 8.75 | 7.36 |
| 601800.SH | 中国交建 | 1785.69 | 11.04 | 1.27 | 1.37 | 1.51 | 8.68 | 8.03 | 7.29 |
| 002062.SZ | 宏润建设 | 44.10 | 4.00 | 0.25 | 0.31 | 0.37 | 16.22 | 12.94 | 10.76 |
| | 平均 | | | | | | 11.81 | 9.69 | 8.19 |
| 000498.SZ | 山东路桥 | 59.70 | 5.33 | 0.51 | 0.60 | 0.71 | 10.36 | 8.93 | 7.53 |

注: 1) 数据截止日 2019年1月14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。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

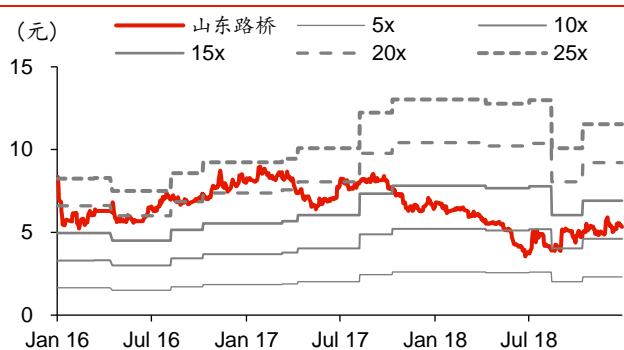
图表2: 盈利预测调整表

| 项目 | 原预测 (调整前) | | 现预测 (调整后) | | 变化幅度 (pct) | |
|------------|-----------|-------|-----------|-------|------------|-------|
| | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E | 2018E | 2019E |
| 收入增速 (%) | 29.9 | 21.1 | 19.2 | 20.2 | -10.7 | -0.9 |
| 毛利率 (%) | 12.4 | 12.5 | 13.4 | 13.2 | 1 | 0.7 |
| 期间费用率 (%) | 4.73 | 4.49 | 4.74 | 4.45 | 0.01 | -0.04 |
| 净利率 (%) | 3.9 | 3.9 | 4.5 | 4.5 | 0.6 | 0.6 |
| 归母净利润 (亿元) | 6.21 | 7.64 | 6.68 | 7.93 | 7.57% | 3.80% |
| EPS (元) | 0.55 | 0.68 | 0.6 | 0.71 | 7.57% | 3.80% |

资料来源: 华泰证券研究所

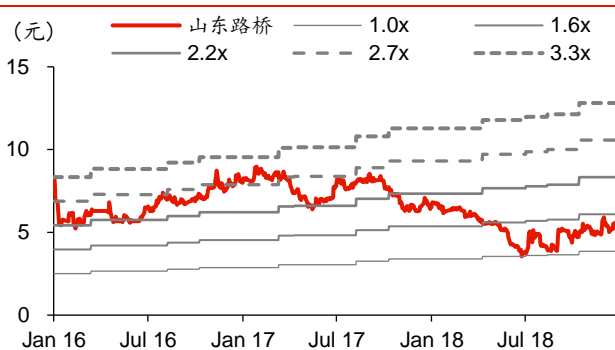
PE/PB - Bands

图表3: 山东路桥历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 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 | 17,091 | 20,170 | 22,892 |
| 现金 | 2,338 | 1,929 | 1,929 | 1,929 | 1,967 |
| 应收账款 | 3,578 | 4,839 | 5,769 | 6,934 | 8,032 |
| 其他应收账款 | 843.45 | 565.46 | 674.13 | 810.20 | 938.52 |
| 预付账款 | 140.42 | 171.96 | 203.28 | 244.84 | 284.37 |
| 存货 | 5,340 | 6,189 | 8,165 | 9,892 | 11,301 |
| 其他流动资产 | 912.64 | 808.64 | 350.23 | 360.08 | 369.37 |
| 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 | 19,952 | 22,878 | 25,445 |
| 流动负债 | 10,104 | 10,866 | 13,529 | 15,659 | 17,322 |
| 短期借款 | 2,235 | 1,430 | 1,747 | 1,645 | 1,430 |
| 应付账款 | 5,621 | 6,427 | 8,710 | 10,362 | 11,851 |
| 其他流动负债 | 2,248 | 3,008 | 3,071 | 3,652 | 4,041 |
| 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 | 15,283 | 17,414 | 19,075 |
| 少数股东权益 | 3.80 | 50.81 | 52.91 | 55.41 | 58.25 |
| 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 | 3,461 | 4,253 | 5,157 |
| 归属母公司股东权益 | 3,467 | 4,014 | 4,024 | 4,817 | 5,720 |
| 负债和股东权益 | 15,043 | 17,627 | 19,360 | 22,286 | 24,854 |

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 | 606.60 | 241.06 | 394.10 |
| 净利润 | 430.96 | 577.87 | 670.48 | 795.33 | 906.05 |
| 折旧摊销 | 133.22 | 132.81 | 148.37 | 152.83 | 154.33 |
| 财务费用 | 67.03 | 79.25 | 109.65 | 114.49 | 106.82 |
| 投资损失 | (21.85) | 1.28 | 1.28 | 1.28 | 1.28 |
| 营运资金变动 | 57.76 | (828.16) | (189.23) | (918.76) | (863.40) |
| 其他经营现金 | 147.13 | 269.38 | (133.95) | 95.88 | 89.02 |
| 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 | (692.41) | (209.98) | (325.11) |
| 短期借款 | 1,123 | (805.00) | 316.87 | (101.70) | (215.18) |
| 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 | (1,009) | (108.28) | (109.93) |
| 现金净增加额 | 1,544 | (475.41) | 0.00 | 0.00 | 37.45 |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 8,148 | 12,385 | 14,765 | 17,745 | 20,556 |
| 营业成本 | 6,983 | 10,813 | 12,783 | 15,397 | 17,882 |
| 营业税金及附加 | 32.29 | 37.86 | 45.13 | 54.24 | 62.83 |
| 营业费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 389.87 | 433.63 | 590.59 | 674.31 | 740.00 |
| 财务费用 | 67.03 | 79.25 | 109.65 | 114.49 | 106.82 |
| 资产减值损失 | 96.81 | 245.05 | 316.00 | 442.40 | 553.00 |
| 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 | 919.05 | 1,062 | 1,210 |
| 营业外收入 | 2.66 | 6.90 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 2.55 | 5.37 | 24.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 604.10 | 771.43 | 895.05 | 1,062 | 1,210 |
| 所得税 | 173.14 | 193.56 | 224.58 | 266.40 | 303.48 |
| 净利润 | 430.96 | 577.87 | 670.48 | 795.33 | 906.05 |
| 少数股东损益 | 1.26 | 1.81 | 2.10 | 2.49 | 2.84 |
| 归属母公司净利润 | 429.71 | 576.06 | 668.38 | 792.84 | 903.21 |
| EBITDA | 804.24 | 981.96 | 1,177 | 1,329 | 1,471 |
| EPS (元, 基本) | 0.38 | 0.51 | 0.60 | 0.71 | 0.81 |

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 | 19.22 | 20.19 | 15.84 |
| 营业利润 | 14.25 | 27.47 | 19.37 | 15.52 | 13.92 |
| 归属母公司净利润 | 13.98 | 34.06 | 16.03 | 18.62 | 13.92 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 14.30 | 12.69 | 13.42 | 13.23 | 13.01 |
| 净利率 | 5.27 | 4.65 | 4.53 | 4.47 | 4.39 |
| ROE | 12.39 | 14.35 | 16.61 | 16.46 | 15.79 |
| ROIC | 15.90 | 16.54 | 19.42 | 19.00 | 18.76 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 76.93 | 76.94 | 78.94 | 78.14 | 76.75 |
| 净负债比率 (%) | 30.85 | 23.40 | 22.84 | 19.46 | 16.63 |
| 流动比率 | 1.30 | 1.33 | 1.26 | 1.29 | 1.32 |
| 速动比率 | 0.77 | 0.75 | 0.66 | 0.66 | 0.67 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.64 | 0.76 | 0.79 | 0.83 | 0.85 |
| 应收账款周转率 | 2.17 | 2.75 | 2.58 | 2.59 | 2.55 |
| 应付账款周转率 | 1.39 | 1.79 | 1.69 | 1.61 | 1.61 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.38 | 0.51 | 0.60 | 0.71 | 0.81 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.73 | 0.21 | 0.54 | 0.22 | 0.35 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.10 | 3.58 | 3.59 | 4.30 | 5.11 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 13.89 | 10.36 | 8.93 | 7.53 | 6.61 |
| PB (倍) | 1.72 | 1.49 | 1.48 | 1.24 | 1.04 |
| EV_EBITDA (倍) | 7.54 | 6.18 | 5.15 | 4.56 | 4.12 |

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 2019 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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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