

公司研究/年报点评

2019年03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): 5.88  
合理价格区间(元): 6.70-7.73

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

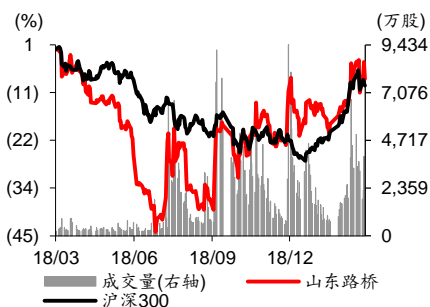
**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

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

相关研究

- 1 《山东路桥(000498,买入): 利润率回升,债转股优化资本结构》2019.01
- 2 《山东路桥(000498,买入): 收入持续高增,单季盈利延续回升》2018.10
- 3 《山东路桥(000498,买入): 收入持续高增长,多元化发力可期》2018.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业务稳健成长, 受益山东基建大发展

山东路桥(000498)

业绩稳健增长, 山东省迎来交通基建投资高峰, 维持“买入”评级

公司3月14日晚公告了18年年报,实现收入147.68亿元, YoY+19.25%, 实现归母净利润6.64亿元, YoY+15.20%。业绩增速符合我们预期。全年实际收入/净利润与18年预算数相比分别增加9.89/-0.01亿元, 基本完成经营计划。18年业绩稳健增长与开工项目较多, 对应产值增多有关, 也与山东省加大对交通基础设施的投入有关。截止18年底, 公司在手未完工项目金额达185.08亿元。我们对公司未来业绩充满信心, 预计19-21年EPS 0.67/0.76/0.82元, 对应价格区间6.70-7.73元, 维持“买入”评级。

业务结构稳定, 原材料涨价导致毛利率下滑, 现金流改善明显

路桥工程施工和养护施工收入增速分别为17.93%/28.50%, 收入占比分别达87.99%/9.38%, 是公司的主要业绩来源。公司整体毛利率同比下滑1.96pct至10.73%, 我们认为可能和原材料涨价有关。作为重要原材料之一的水泥, 根据数字水泥网, 华东地区18年高标散装水泥平均含税价为400.5元/吨, 相比较17年均价上涨51元/吨。得益于管理费用控制较好, 期间费用率同比下降0.65pct至3.49%。公司18年整体净利率4.58%, 相比较17年的4.67%基本保持稳定。此外, 经营性现金流改善明显, 净额为8.3亿元, 收现比同比提高了22.85pct。

市场化债转股引入新战投, 降低负债率, 强化铁路建设拿单能力

根据公司公告, 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。路桥集团是公司核心业务平台, 18年收入/净利润105.37/5.32亿元, 占公司收入/净利润71.35%/78.58%。公司将路桥集团作为实施债转股的平台, 表现出足够的诚意, 债转股的参与方利益也得到较好保障。债转股后铁发基金持有路桥集团14.88%股权, 与公司有望形成更加紧密的绑定关系。作为铁发基金大股东(持股50%)的铁投集团承担了全省铁路建设主体职能, 预计将对公司在山东省内承接铁路建设业务带来一定的促进作用。

山东省交通基建补短板

根据3月12日省政府新闻办公室的发布会, 山东省19年计划投资1622亿元用于交通基建, 相比较18年规划同比增长71.82%, 在已公告的省级单位中规划投资增速位居第二, 绝对体量也位居第二。其中公路/铁路/港航/机场/场站建设分别为997/327/80/180/38亿元。公路建设方面, 紧紧围绕2020年高速公路通车7400公里目标, 全面加快27个在建高速公路项目建设, 建成7条高速公路, 全省高速公路通车里程突破6400公里。

充分受益山东省基建大发展, 稳健增长可期, 维持“买入”评级

我们预计19-21年EPS 0.67/0.76/0.82元(前值19/20年0.71/0.81元), CAGR+12%。19年可比公司平均PE 9.95X, 我们认可给予19年10X-11X PE, 对应合理价格区间6.70-7.37元, 维持“买入”评级

风险提示: 市场化债转股实施低于预期, 材料价格上涨超预期。

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)	3.60-6.44
总市值(百万元)	6,586
总资产(百万元)	23,892
每股净资产(元)	4.46

资料来源: 公司公告

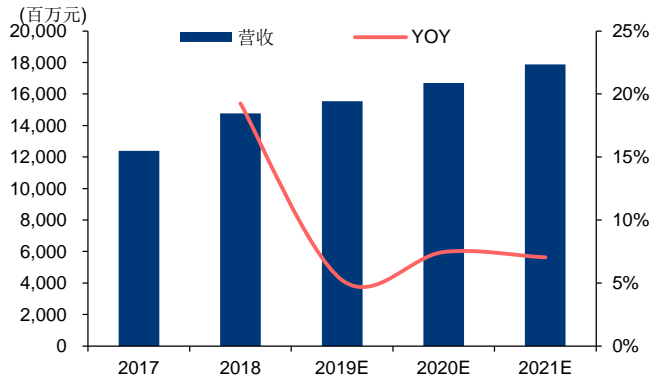
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,385	14,768	15,540	16,699	17,873
+/-%	52.00	19.25	5.22	7.46	7.03
归属母公司净利润(百万元)	576.06	663.62	746.90	845.91	921.36
+/-%	34.06	15.20	12.55	13.26	8.92
EPS(元, 最新摊薄)	0.51	0.59	0.67	0.76	0.82
PE(倍)	11.43	9.93	8.82	7.79	7.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

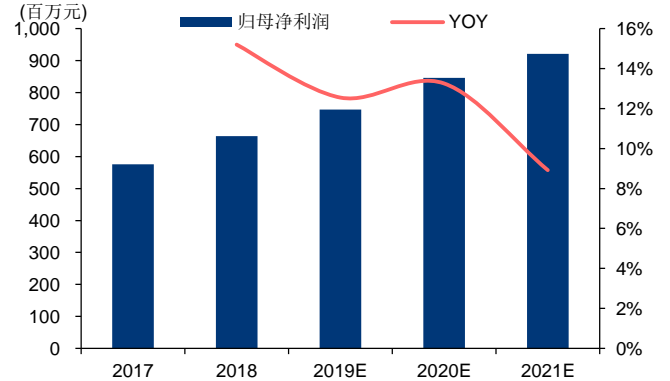
## 主要经营情况及可比公司估值

图表1: 2017-2021E 公司营收及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2017-2021E 公司归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 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	137.56	3.81	0.29	0.38	0.47	12.93	10.03	8.15
002061.SZ	浙江交科	123.12	8.95	0.81	0.88	1.08	11.12	10.14	8.29
002060.SZ	粤水电	39.92	3.32	0.13	0.16	0.21	25.25	20.16	16.00
600502.SH	安徽水利	80.03	4.65	0.45	0.53	0.63	10.24	8.72	7.34
	平均						14.88	12.26	9.95
000498.SZ	山东路桥	65.86	5.88	0.51	0.59	0.67	11.43	9.93	8.82

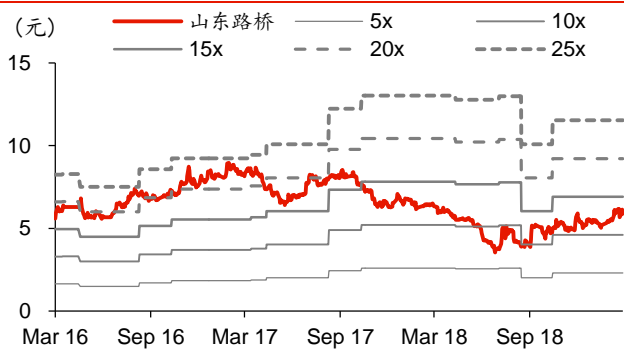
注: 1) 数据截止日 2019年3月14日收盘;

2) 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, 且2018年山东路桥EPS为实际值, PE为当前价格/2018年实际的EPS值。

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

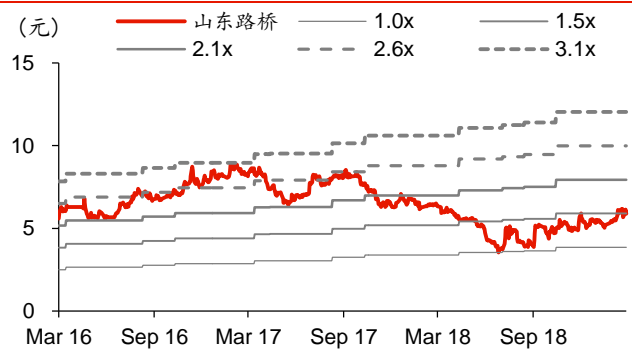
## PE/PB - Bands

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	14,504	17,588	23,233	26,291	28,598
现金	1,929	3,558	7,689	9,840	10,973
应收账款	4,839	4,665	4,908	5,274	5,645
其他应收账款	565.46	488.99	514.52	552.90	591.79
预付账款	171.96	340.92	355.58	382.46	409.41
存货	6,189	7,212	8,236	8,596	9,217
其他流动资产	808.64	1,324	1,530	1,646	1,761
非流动资产	3,123	6,303	6,684	6,872	6,595
长期投资	104.97	274.31	250.00	200.00	180.00
固定投资	643.25	647.71	623.32	591.42	556.95
无形资产	37.67	55.61	52.31	48.70	45.16
其他非流动资产	2,337	5,326	5,758	6,032	5,813
资产总计	17,627	23,892	29,917	33,163	35,193
流动负债	10,866	14,845	19,973	22,478	23,357
短期借款	1,430	1,800	1,400	1,300	1,300
应付账款	0.00	0.00	6,875	7,395	7,916
其他流动负债	9,436	13,045	11,698	13,783	14,141
非流动负债	2,696	2,686	2,821	2,700	2,910
长期借款	1,705	1,312	1,412	1,562	1,762
其他非流动负债	990.77	1,374	1,409	1,138	1,148
负债合计	13,562	17,531	22,795	25,177	26,268
少数股东权益	50.81	1,359	1,375	1,392	1,410
股本	1,712	1,712	1,712	1,712	1,712
资本公积	(556.62)	(178.33)	(178.33)	(178.33)	(178.33)
留存公积	2,774	3,370	4,214	5,060	5,982
归属母公司股东权益	4,014	5,001	5,748	6,594	7,515
负债和股东权益	17,627	23,892	29,917	33,163	35,193

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	232.44	830.10	4,511	2,318	896.11
净利润	577.87	677.10	762.07	863.10	940.08
折旧摊销	132.81	122.65	145.88	161.36	176.82
财务费用	79.25	117.23	117.25	48.19	23.10
投资损失	1.28	(2.67)	(2.67)	(2.67)	(2.67)
营运资金变动	(828.16)	(254.19)	3,903	1,311	(180.35)
其他经营现金	269.38	169.97	(415.00)	(63.25)	(60.87)
投资活动现金	(1,004)	(2,162)	239.81	229.94	180.43
资本支出	231.79	511.09	70.00	90.00	110.00
长期投资	116.05	1,284	(339.05)	(350.00)	(320.00)
其他投资现金	(656.23)	(366.67)	(29.24)	(30.06)	(29.57)
筹资活动现金	288.72	2,533	(619.10)	(397.17)	56.39
短期借款	(805.00)	370.00	(400.00)	(100.00)	0.00
长期借款	405.02	(392.80)	100.00	150.00	200.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	378.28	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	688.70	2,177	(319.10)	(447.17)	(143.61)
现金净增加额	(475.41)	1,209	4,131	2,151	1,133

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,385	14,768	15,540	16,699	17,873
营业成本	10,813	13,184	13,751	14,790	15,832
营业税金及附加	37.86	37.77	39.74	42.71	45.71
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	343.65	398.15	419.57	450.86	482.58
财务费用	79.25	117.23	117.25	48.19	23.10
资产减值损失	245.05	(9.77)	200.00	220.00	240.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.28)	2.67	2.67	2.67	2.67
营业利润	770.35	905.50	1,015	1,150	1,252
营业外收入	6.45	2.70	0.00	0.00	0.00
营业外支出	5.37	6.39	0.00	0.00	0.00
利润总额	771.43	901.81	1,015	1,150	1,252
所得税	193.56	224.71	252.91	286.43	311.98
净利润	577.87	677.10	762.07	863.10	940.08
少数股东损益	1.81	13.48	15.17	17.18	18.72
归属母公司净利润	576.06	663.62	746.90	845.91	921.36
EBITDA	982.42	1,145	1,278	1,359	1,452
EPS (元, 基本)	0.51	0.59	0.67	0.76	0.82

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	52.00	19.25	5.22	7.46	7.03
营业利润	27.54	17.54	12.09	13.26	8.92
归属母公司净利润	34.06	15.20	12.55	13.26	8.92
获利能力 (%)					
毛利率	12.69	10.73	11.51	11.43	11.42
净利率	4.65	4.49	4.81	5.07	5.15
ROE	14.35	13.27	12.99	12.83	12.26
ROIC	16.55	19.28	1,806	(65.95)	(74.88)
偿债能力					
资产负债率 (%)	76.94	73.38	76.19	75.92	74.64
净负债比率 (%)	23.40	23.46	15.85	14.15	13.94
流动比率	1.33	1.18	1.16	1.17	1.22
速动比率	0.75	0.69	0.75	0.79	0.83
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.71	0.58	0.53	0.52
应收账款周转率	2.75	2.90	3.04	3.07	3.06
应付账款周转率	3.85	0.00	4.00	2.07	2.07
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.59	0.67	0.76	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.74	4.03	2.07	0.80
每股净资产(最新摊薄)	3.58	4.46	5.13	5.89	6.71
估值比率					
PE (倍)	11.43	9.93	8.82	7.79	7.15
PB (倍)	1.64	1.32	1.15	1.00	0.88
EV_EBITDA (倍)	5.51	4.72	4.23	3.98	3.73

## 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，需在允许的范围内使用，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