

盈利修复延续，铁发基金入股助拓展铁路业务

——山东路桥 (000498.SZ) 2018 年度报告点评

公司简报

◆事件：山东路桥发布 2018 年度报告，2018 年公司实现营业收入 147.7 亿元，YoY +19.3%，实现归母净利 6.6 亿元，YoY +15.2%；4Q18 公司实现营业收入 44.0 亿元，YoY -2.8%，实现归母净利 3.1 亿元，YoY +89.8%。盈利超市场预期和我们预期。

◆4Q18 营收增速放缓，盈利能力持续修复：公司 1Q18-4Q18 收入增速同比分别为 52.2%/23.2%/31.7/-2.7%，4Q18 营收增速为近年首次转负，或与 4Q18 国家基建投资处于低位、项目施工、结算时滞有关，考虑到基建投资正在回暖/前期施工进度陆续结算，19 年收入增速有望回升。公司 1Q18-4Q18 毛利率分别为 8.4%/6.2%/9.7%/16.7%，盈利能力持续修复，其中 4Q18 毛利率高于近年来平均水平，或与业主方弥补前期原材料上涨差价相关，我们预计 1H18 原材料上涨对公司毛利影响将逐渐消除，后续盈利能力修复有望持续。

◆订单充沛，区域投资向好：4Q18 公司新签订单总金额 61.9 亿元；截止 2018 年 12 月 31 日，公司已签约订单未完工部分金额 244.2 亿元，已中标尚未签约订单金额 52.1 亿元，公司订单充沛将保障后续业绩持续成长。2H18 国家连续出台政策推动基建“补短板”，山东经济工作会议提出要加快推进交通重点项目和交通强省建设，完善高速公路网。山东地区基建投资空间较大，“十三五”期间，山东预计将改扩建高速公路 800 公里，新建超 2,200 公里，区域景气度向好，公司备考高速集团优势，将显著受益。

◆铁发基金债转股有望拓展铁路业务，盈利修复料将持续，维持“买入”：铁发基金和光大金瓯分别以现金 10、1.5 亿元增资公司核心子公司路桥集团，实施市场化债转股，铁发基金增资后持股路桥集团 14.9%，有望提升公司获取铁路业务获取能力。综合考虑山东区域路桥建设景气度高，区域高铁建设业已启动；公司所采用的施工入股模式一体化不受 PPP 政策影响，综合融资成本较低，确保未来项目投资收益可观，18 年年度报告验证前期对利润率将逐步修复的判断，上调 19/20 年盈利预测至归母净利 7.44/8.64 亿元（前值 6.93/8.34 亿元），同时预测 2021 年公司归母净利为 9.53 亿元，短期成本波动不影响公司中长期成长轨迹，维持“买入”评级。

◆风险提示：与业主调价不及预期，工程进度不及预期，区域投资下滑

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,385	14,768	16,377	18,889	22,614
营业收入增长率	52.00%	19.25%	10.89%	15.34%	19.72%
净利润 (百万元)	576	664	744	864	953
净利润增长率	34.06%	15.20%	12.14%	16.13%	10.31%
EPS (元)	0.51	0.59	0.66	0.77	0.85
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.35%	13.27%	13.15%	13.43%	13.09%
P/E	12	10	9	8	7
P/B	1.7	1.4	1.2	1.1	0.9

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 03 月 15 日

买入 (维持)

当前价：6.09 元

分析师

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)

021-52523822

sunwf@ebsec.com

联系人

武慧东

010-58452063

wuhuidong@ebsec.com

市场数据

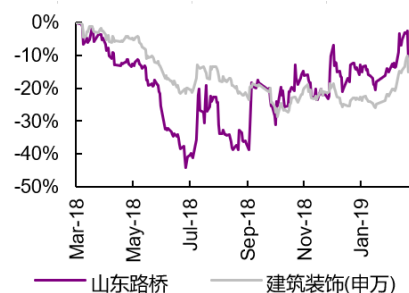
总股本(亿股)：11.20

总市值(亿元)：68.22

一年最低/最高(元)：3.60/6.49

近 3 月换手率：501.63%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.30	-0.96	8.71
绝对	11.04	6.31	-3.93

资料来源：Wind

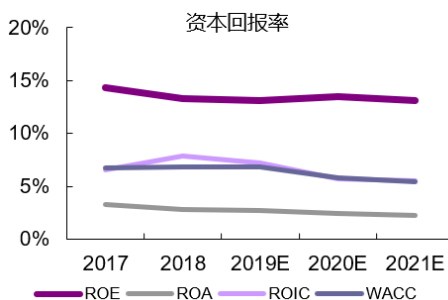
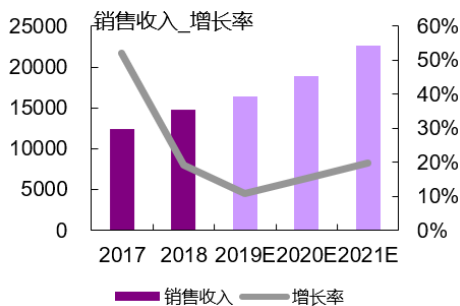
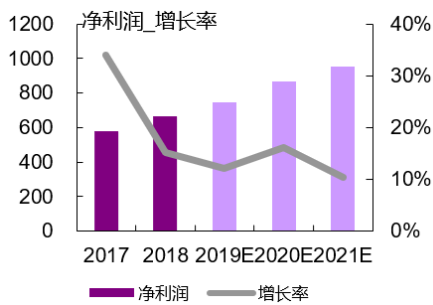
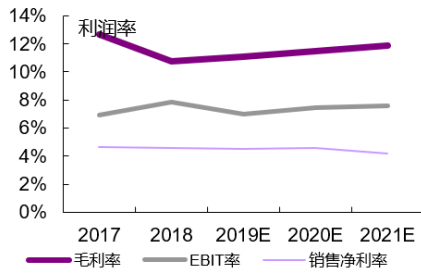
相关研报

夜空中最亮的星——建筑装饰行业 2019 年投资策略

..... 2018-12-27

盈利能力如期修复，营收高速增长趋势未减——山东路桥 (00498.SZ) 2018 年度 3 季度快报点评

..... 2018-10-12



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,385	14,768	16,377	18,889	22,614
营业成本	10,813	13,184	14,564	16,721	19,925
折旧和摊销	133	123	117	130	143
营业税费	38	38	42	48	58
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	434	398	598	689	825
财务费用	79	117	146	246	434
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	3	0	0	0
营业利润	770	906	996	1,157	1,276
利润总额	771	902	993	1,153	1,272
少数股东损益	2	13	1	2	2
归属母公司净利润	576	664	744	864	953

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	17,627	23,892	27,154	35,430	43,261
流动资产	14,504	17,588	20,650	27,895	34,240
货币资金	1,929	3,558	4,913	5,667	6,784
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4,839	4,665	5,107	8,024	9,636
应收票据	41	197	219	189	277
其他应收款	565	489	583	1,462	1,750
存货	6,189	7,212	7,970	9,975	12,118
可供出售投资	9	1,115	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	105	274	274	274	274
固定资产	643	648	714	770	814
无形资产	38	56	53	50	48
总负债	13,562	17,531	20,132	27,632	34,612
无息负债	9,568	12,299	15,039	16,561	19,922
有息负债	3,993	5,232	5,093	11,071	14,690
股东权益	4,065	6,360	7,021	7,798	8,649
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
公积金	-293	138	213	299	382
未分配利润	2,510	3,054	3,639	4,328	5,094
少数股东权益	51	1,359	1,361	1,362	1,364

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	232	830	1,419	-4,701	-1,780
净利润	576	664	744	864	953
折旧摊销	133	123	117	130	143
净营运资金增加	1,467	-476	-543	5,734	3,002
其他	-1,943	520	1,100	-11,429	-5,878
投资活动产生现金流	-1,004	-2,162	299	-200	-200
净资本支出	-197	-495	-198	-200	-200
长期投资变化	105	274	0	0	0
其他资产变化	-912	-1,941	497	0	0
融资活动现金流	289	2,533	-362	5,654	3,098
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	422	1,239	-139	5,979	3,619
无息负债变化	1,567	2,731	2,740	1,522	3,361
净现金流	-475	1,209	1,355	754	1,118

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	52.00%	19.25%	10.89%	15.34%	19.72%
净利润增长率	34.06%	15.20%	12.14%	16.13%	10.31%
EBITDA 增长率	26.75%	29.71%	-1.65%	21.65%	20.84%
EBIT 增长率	32.32%	35.52%	-1.36%	22.77%	21.86%
估值指标					
PE	12	10	9	8	7
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	13	11	11	13	13
EV/EBIT	15	12	13	14	14
EV/NOPLAT	20	16	17	19	19
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	12.69%	10.73%	11.07%	11.48%	11.89%
EBITDA 率	7.98%	8.68%	7.69%	8.12%	8.19%
EBIT 率	6.90%	7.85%	6.98%	7.43%	7.56%
税前净利润率	6.23%	6.11%	6.06%	6.10%	5.62%
税后净利润率 (归属母公司)	4.65%	4.49%	4.54%	4.57%	4.22%
ROA	3.28%	2.83%	2.74%	2.44%	2.21%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.35%	13.27%	13.15%	13.43%	13.09%
经营性 ROIC	6.58%	7.85%	7.25%	5.67%	5.57%
偿债能力					
流动比率	1.33	1.18	1.18	1.12	1.07
速动比率	0.77	0.70	0.73	0.72	0.69
归属母公司权益/有息债务	1.01	0.96	1.11	0.58	0.50
有形资产/有息债务	4.35	4.51	5.28	3.18	2.93
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.51	0.59	0.66	0.77	0.85
每股红利	0.06	0.08	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流	0.21	0.74	1.27	-4.20	-1.59
每股自由现金流(FCFF)	-0.58	0.86	1.21	-4.22	-1.50
每股净资产	3.58	4.46	5.05	5.75	6.50
每股销售收入	11.06	13.18	14.62	16.86	20.19

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼