



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 盈利逐季显著修复，现金流大幅增加

——山东路桥（000498）2018 年报点评

2019 年 04 月 05 日

推荐/首次

山东路桥 财报点评

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 147.68 亿，同增 19.25%，实现归母净利润 6.64 亿，同增 15.2%，实现扣非 5.96 亿，同增 12.7%；
- **积极应对地材价格上涨，盈利逐季修复在意料之内，改善力度略超预期。全年净利率与上期基本持平，现金流大幅增加，债转股助力去杠杆。Q1-Q4 毛利率为 8.35%/6.2%/9.65%/16.7%，净利率为 1.63%/2.87%/4.61%/7.3%，地材价格上涨致 H1 归母同减 48%。公司为此积极采取引入调价机制、沟通业主改进合同、催要涨价补贴、参股材料商等举措，H2 以来盈利持续修复，Q4 毛利率/净利率环比提升 7.1pp/2.7pp，同比提升 4.5pp/3.7pp。全年毛利率 10.73%(-2pp)，销售/管理/财务/期间费率为 0%(+0pp)/3.89%(+0.2pp)/0.79%(+0.2pp)/4.44%(+0.3pp)；减值-977 万(-2.55 亿)，占净利润比例-1.44%(-44pp)；净利率 4.58%(-0.1pp)；收付现比 111.82%(+22.9pp)/104.7%(+16.1pp)，经营现金流 8.3 亿大幅同增 257%，系完成项目进度和回款较多；报告期内引入铁发基金/光大金瓯增资累计 11.5 亿并实施市场化债转股，期末负债率 73.38%(-1.8pp)；**
- **Q4 订单边际改善。施工订单充沛、养护市场攀升带动收入快速增长。Q4 新签订单 62 亿，同增 233%、环增 192%，报告期末已签约未完工订单 244 亿对应当期收入的 1.7 倍。受益于承接项目较多且已全面开工、同时公路逐步进入大修期释放养护需求，报告期内路桥工程施工和养护施工两项主业均快速增长，全年营收/归母增速 19.25%/15.2%保持在较高水平。分业务看，施工收入 130 亿，增速 17.9%(-41pp)，占比 88%(-1pp)，毛利率 10.59%(-2.2pp)；养护收入 14 亿，增速 28.5%(+6pp)，占比 9%(+1pp)，毛利率 9.4%(-3.2pp)。分地区来看，华东收入 119 亿，增速 21.6%，占比 81%(+2pp)，毛利率 10.9%；西南/中南/西北/海外收入为 11 亿/6 亿/1.8 亿/4.6 亿，占比分别为 8%/4%/1%/3%；**
- **山东基建龙头，背靠两大集团股东，充分受益省内旺盛投资需求。股权激励彰显经营信心。**山东路桥拥有施工设计双特双甲资质，背靠山东高速和齐鲁交通两大集团股东，在区域内竞争优势显著，报告期内与中铁建联合中标济南-鲁南高铁项目。山东地处中枢，基建投资需求旺盛，2018.1-11 完成公路投资 959 亿，YOY+35%，体量/增速分别位居全国第 6/5 位，其中高速公路投资 535 亿，YOY+71%，2016-2017 仅完成十三五规划铁路/高速公路里程的 21%，尚存较大缺口，未来相关投资有望持续高位增长；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 169.16 亿元、189.56 亿、208.04 亿元；归母净利润分别为 7.51 亿元、8.46 亿元和 9.23 亿元；EPS 分别为 0.67 元、0.76 元和 0.82 元，对应 PE 分别为 9.4X、8.4X 和 7.7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济风险；2、材料价格风险；3、财务风险。

### 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,384.7	14,768.3	16,915.8	18,955.9	20,803.5
增长率(%)	52.00%	19.25%	14.54%	12.06%	9.75%
净利润(百万元)	577.87	677.10	764.58	859.66	936.62
增长率(%)	34.09%	17.17%	12.92%	12.44%	8.95%
净资产收益率(%)	14.35%	13.27%	16.29%	17.10%	17.36%
每股收益(元)	0.51	0.59	0.67	0.76	0.82
PE	12.29	10.67	9.43	8.37	7.67
PB	2.69	2.16	1.54	1.43	1.33

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

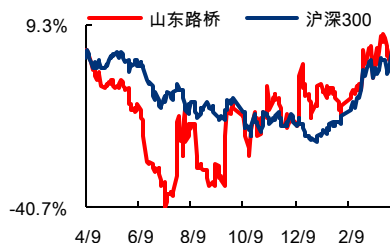
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间(元)	6.32-6.07
总市值(亿元)	70.79
流通市值(亿元)	27.85
总股本/流通 A 股(万股)	112014/44070
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	4.21

### 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 相关研究报告

---

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

---



## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	14504	17588	19793	21926	25567	<b>营业收入</b>	12385	14768	16916	18956	20804				
货币资金	1929	3558	3351	3221	4174	<b>营业成本</b>	10813	13184	14923	16710	18330				
应收账款	4839	4665	5561	6232	7409	营业税金及附	38	38	43	48	53				
其他应收	565	489	560	628	689	营业费用	0	0	0	0	62				
预付款项	172	341	532	746	981	管理费用	434	398	694	813	853				
存货	6189	7212	8177	9156	10044	财务费用	79	117	119	119	135				
其他流动	466	1105	1357	1660	1988	资产减值损失	245	(10)	107	110	113				
<b>非流动资产</b>	3123	6303	5529	5711	5914	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	105	274	315	347	382	投资净收益	(1)	3	3	4	6				
固定资产	643	648	661	674	687	<b>营业利润</b>	770	906	1033	1160	1263				
无形资产	38	56	61	67	71	营业外收入	7	3	5	5	4				
其他非流	1907	2822	2822	2822	2822	营业外支出	5	6	20	20	20				
<b>资产总计</b>	17627	23892	25323	27637	31481	<b>利润总额</b>	771	902	1018	1145	1247				
<b>流动负债</b>	10866	14845	16896	18811	22303	所得税	194	225	254	285	311				
短期借款	1430	1800	1800	1800	2469	<b>净利润</b>	578	677	765	860	937				
应付账款	6427	6206	7155	8011	8788	少数股东损益	2	13	13	13	13				
预收款项	1386	2375	3728	5245	6909	归属母公司净	576	664	751	846	923				
一年内到	38	1000	1000	900	810	EBITDA	938	1174	1207	1344	1475				
<b>非流动负</b>	2696	2686	2443	2491	2462	<b>EPS (元)</b>	0.51	0.59	0.67	0.76	0.82				
长期借款	1705	1312	1443	1487	1414	<b>主要财务比</b>									
应付债券	820	1120	896	896	896		率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E			
<b>负债合计</b>	13562	17531	19338	21302	24764	<b>成长能力</b>									
少数股东	51	1359	1373	1386	1400	营业收入增长	52.00%	19.25%	14.54%	12.06%	9.75%				
实收资本	1712	1712	1120	1120	1120	营业利润增长	28.12%	17.61%	14.08%	12.29%	8.89%				
资本公积	-557	-178	-178	-178	-178	归属于母公司	34.06%	15.20%	13.18%	12.66%	9.10%				
未分配利	2510	3054	2995	3019	3018	<b>获利能力</b>									
归属母公	4014	5001	4611	4949	5317	毛利率(%)	12.79%	10.47%	11.78%	11.85%	11.89%				
<b>负债和所</b>	17627	23892	25323	27637	31481	净利率(%)	4.67%	4.58%	4.52%	4.54%	4.50%				
<b>现金流</b>	单位:百万元					总资产净利润	7.81%	3.27%	2.78%	2.97%	3.06%				
<b>量表</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	14.35%	13.27%	16.29%	17.10%	17.36%				
<b>经营活动</b>	232	830	675	912	1486	<b>偿债能力</b>									
净利润	578	677	765	860	937	资产负债率(%)	77%	73%	76%	77%	79%				
折旧摊销	89	151	158	169	186	流动比率	1.33	1.18	1.17	1.17	1.15				
财务费用	79	117	119	119	135	速动比率	0.77	0.70	0.69	0.68	0.70				
应收账款	-1261	175	-897	-671	-1177	<b>营运能力</b>									
预收帐款	146	990	1353	1516	1664	总资产周转率	0.76	0.71	0.69	0.72	0.70				
<b>投资活动</b>	-1004	-2162	637	-347	-380	应收账款周转	2.94	3.11	3.31	3.21	3.05				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	2.06	2.34	2.53	2.50	2.48				
长期股权	0	0	802	-168	-185	<b>每股指标(元)</b>									
投资收益	-1	3	3	4	6	每股收益(最新)	0.51	0.59	0.67	0.76	0.82				
<b>筹资活动</b>	289	2533	-1477	-925	-166	每股净现金流	-0.28	0.70	-0.15	-0.32	0.84				
应付债券	0	0	-224	0	0	每股净资产(最)	2.35	2.92	4.12	4.42	4.75				
长期借款	0	0	6	-193	-94	<b>估值比率</b>									
普通股增	0	0	-592	0	0	P/E	12.29	10.67	9.43	8.37	7.67				
资本公积	0	378	0	0	0	P/B	2.69	2.16	1.54	1.43	1.33				
<b>现金净增</b>	-483	1201	-166	-360	940	EV/EBITDA	13.73	10.64	7.35	6.65	5.76				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士, 曾任职于正荣地产、Hilti Group, 对建筑产业链具备深入研究和理解, 2018 年加入东兴证券研究所, 从事建筑行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。