

公司研究/中报点评

2019年08月27日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.80
合理价格区间(元): 5.36~6.03

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

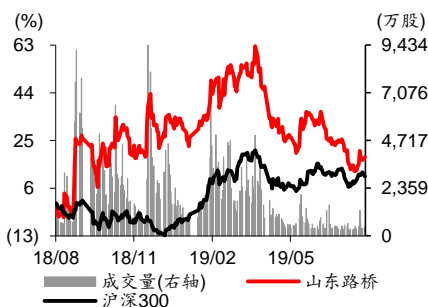
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

王涛 执业证书编号: S0570519040004
研究员 021-28972059
wangtao@htsc.com

相关研究

- 1 《山东路桥(000498,买入): 业务稳健成长, 受益山东基建大发展》2019.03
- 2 《山东路桥(000498,买入): 利润率回升, 债转股优化资本结构》2019.01
- 3 《山东路桥(000498,买入): 收入持续高增, 单季盈利延续回升》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

收入持续高增长, 改革望深入推进

山东路桥(000498)

收入实现高增长, 改革有望持续推进, 维持“买入”评级

公司发布 19 年中报, 19H1 营收 89.6 亿元, YoY+59.9%, 归母净利润 1.7 亿元, YoY+28.8%, 增速低于此前业绩快报值 (36.51%)。扣非归母净利润 1.4 亿元, YoY+37.4%。19H1 公司 CFO 净流入 0.23 亿元, 去年同期净流出 1.8 亿元, 现金流较大幅度改善。我们认为公司 H1 收入提速体现了过往在手大订单的加速转化, 未来公司在走出原材料涨价带来的不利影响后, 利润率有望提升。除去年末完成路桥集团债转股外, 公司 8 月公告拟在多个子公司层面开展股权多元化改革, 未来公司治理及经营活力有望进一步提升, 预计 19-21 年 EPS 0.67/0.76/0.82 元, 维持“买入”评级。

施工养护均实现收入高增长, 原材料对毛利率影响逐步消除

19H1 公司施工/养护业务营收增速 55%/135%, 我们认为施工业务主要受益山东交通基建较快发展, 养护业务则可能受益逐步来临的养护周期。据《山东省综合交通网中长期发展规划(2018—2035 年)》, 至 2035 年山东高速公路通车里程规划 9000 公里, 高铁 5700 公里, 而 2018 年底高速/高铁通车里程仅 6058/1240 公里, 我们预计中长期省内重大交通基建仍是公司收入重要驱动力。19H1 施工/养护毛利率 7.3%/8.8%, 同比变动 1.3/-2.3pct, 我们预计原材料差价补偿及收入提速是施工毛利率提升原因, 而养护毛利率下滑可能与公司加快网点建设相关, 我们预计公司毛利率仍有望提升。

债转股后负债率显著下行, 治理提升效果初显, 经营现金流改善显著

公司完成路桥集团债转股后, H1 末负债率 73.8%, 同比降 4.5pct。H1 公司管理 (不含研发)/财务费用率分别为 2.33%/0.71%, 同比变化 -0.22/-0.34pct, 我们认为部分反映债转股对公司经营效率的提升和财务负担的缓解, 未来若改革持续深入, 公司业绩释放能力有望持续增强。H1 公司 CFO 出现明显改善, 我们认为与公司回款改善及业主支付预付款增加有关, H1 末公司账面预收款 36.7 亿元, 接近 18 年收入的 25%, 同比增长 102%。PPP 项目及入股施工一体化使公司 CFI 净流出增加 33%, 但我们认为公司在手项目质量较好, 公司投入款项未来从 CFO 回流或较为顺畅。

在手订单饱满, 改革激活动力, 维持“买入”评级

19H1 公司新签订单 133 亿元, 截至 6 月末在手订单 313 亿元, 是 18 年收入 2.1 倍, 累计已中标未签合同额 74 亿元, 饱满在手订单或对公司收入持续高增长产生积极影响。我们认为山东基建重点市场项目前景较好, 且在改革不断深化过程中, 公司市场开拓和盈利能力有望不断增强, 治理结构的改善也有望使公司业绩释放动力更高。我们维持 19-21 年 EPS 0.67/0.76/0.82 元, 参考当前可比公司 19 年 Wind 一致预期 PE8.68 倍, 给予公司 19 年 8-9X PE, 对应合理价格区间 5.36-6.03 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司改革进度低于预期, 山东省内基建推进速度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,120
流通 A 股 (百万股)	1,120
52 周内股价区间 (元)	3.88-6.68
总市值 (百万元)	5,377
总资产 (百万元)	26,711
每股净资产 (元)	4.56

资料来源: 公司公告

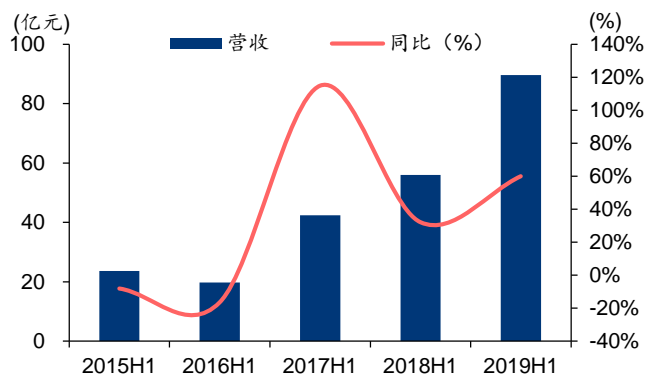
经营预测指标与估值

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)	9.33	8.10	7.20	6.36	5.84

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

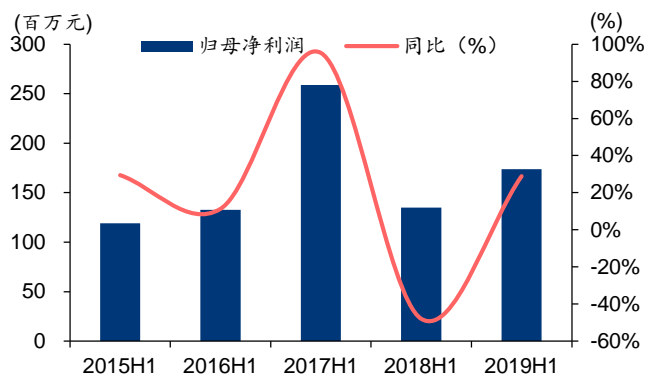
主要经营情况及可比公司估值

图表1: 公司历年中报营收及同比增速



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 公司历年中报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

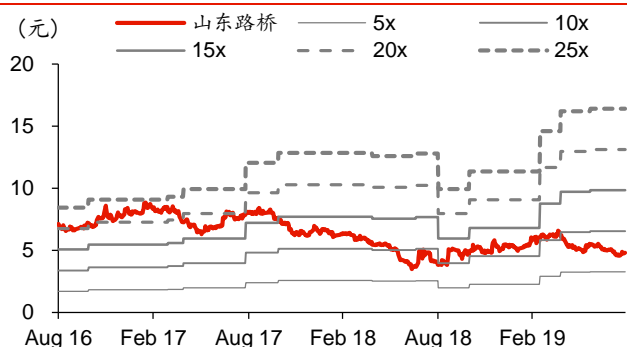
证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
600039.SH	四川路桥	119.15	3.30	0.32	0.40	0.47	10.17	8.25	6.99
002061.SZ	浙江交科	72.77	5.29	0.88	1.08	1.17	6.00	4.90	4.53
002060.SZ	粤水电	34.87	2.90	0.17	0.21	0.25	17.37	14.00	11.51
600502.SH	安徽建工	73.32	4.26	0.46	0.56	0.67	9.17	7.58	6.33
	平均						10.68	8.68	7.34
000498.SZ	山东路桥	53.77	4.80	0.59	0.67	0.76	8.10	7.20	6.36

注: 数据截至8月26日收盘, 19、20年EPS除山东路桥为华泰预测外, 其余公司均为Wind一致预测。

资料来源: Wind、华泰证券研究所

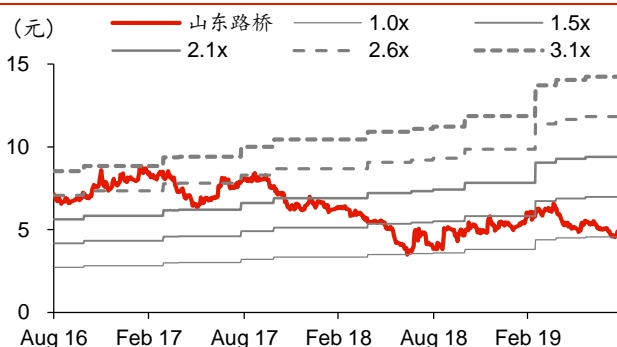
PE/PB - Bands

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	6,986	8,105	6,875	7,395	7,916
其他流动负债	2,450	4,940	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	4,519	2,344	941.67
净利润	577.87	677.10	762.07	863.09	940.08
折旧摊销	132.81	122.65	154.29	187.60	222.38
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)	109.81	99.94	50.43
资本支出	231.79	511.09	200.00	220.00	240.00
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	(619.09)	(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	(319.09)	(447.17)	(143.61)
现金净增加额	(475.41)	1,209	4,010	2,047	1,048

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	863.09	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	1,287	1,385	1,498
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	13.00	12.83	12.26
ROIC	(20.26)	(18.63)	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	1.72	1.75	1.84	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	2.09	0.84
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)	9.33	8.10	7.20	6.36	5.84
PB (倍)	1.34	1.08	0.94	0.82	0.72
EV_EBITDA (倍)	4.27	3.67	3.26	3.03	2.80

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