

毛利率继续改善，受益区域基建投资高景气

——山东路桥 (000498.SZ) 2019 年半年报点评

公司简报

◆事件：山东路桥发布 19 年半年报，公司 1H19 营收 89.6 亿，YoY +59.9%，归母净利 1.7 亿，YoY +28.8%；其中 2Q19 营收 43.0 亿，YoY +18.7%，归母净利 0.7 亿，YoY -31.9%。

◆收入维持较高增速，毛利率继续改善：分业务来看，路桥工程施工、养护施工业务 1H19 收入 YoY 分别为+54.9%、+134.7%，增速分别同比变动+22.6、+80.6pcts，源于 1H19 公司在手订单充沛及收入相对集中确认，但 2Q19 收入依然维持较高水平。1H19 公司综合毛利率为 8.0%，同比提升 1.0pct，其中传统主业（1H19 收入占比 89.6%）路桥工程施工毛利率同比提升 1.2pcts 至 7.3%，显示受原材料涨价影响正逐渐减弱。单 2Q19 综合毛利率为 9.3%，同比提升 3.1pcts。受项目周期跨度久等影响，原材料对公司毛利率仍有拖累，判断其影响将继续减小，毛利率仍有继续提升空间。受 18 年市场化债转股影响，1H19 少数股东损益达 0.72 亿（占收入比例高达 0.8%，同比提升 0.8pct），拖累 1H19 净利率同比下降 0.5pct 至 1.9%。随着新增少数股东权益陆续回购，其影响有望逐渐减弱。

◆在手订单充足且未来增速值得期待，回款改善明显：截止 1H19 末，公司已签约未完工订单额 312.7 亿，已中标尚未签约合同订单 74.3 亿，已签约未完工订单额为 18 年全年营收的 2.1 倍，在手订单充足。山东区域基建投资景气度高，高速公路、高铁投资强度大，公司于山东省内高速公路市场占有率超 40%，债转股引入山东铁发基金有助于拓展高铁订单，公司未来新签订单额增速值得期待。1H19 末公司负债率、带息负债比率分别为 73.8%、20.8%，分别同比变动-4.6、+1.6pcts，处于相对合理水平；1H19 公司收现比同比提升 12.7pcts 至 109.1%，回款改善明显。

◆区域基建投资高景气，国改深化有望激发公司活力，维持“买入”评级：山东区域基建投资景气度高，公司作为区域龙头有望充分受益。在手订单充足，公司业绩具备保障；此外公司近期公告控股股东山东高速路桥集团拟在子公司层面引进战略投资者，以开展股权多元化改革，其中包括公司部分子公司，有助于优化子公司股权结构、与战略投资者形成协同等，有望进一步激发公司活力。我们维持 19-21 年归母净利润预测 7.6/8.8/10.4 亿，当前股价对应 PE 分别为 7.1x、6.1x/5.1x，维持“买入”评级。

◆风险提示：原材料超预期涨价，工程进度不及预期，区域投资景气度下滑

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	16,778	18,816	20,909
营业收入增长率	52.00%	19.25%	13.61%	12.14%	11.13%
净利润 (百万元)	576	664	760	881	1,039
净利润增长率	34.06%	15.20%	14.50%	16.01%	17.91%
EPS (元)	0.51	0.59	0.68	0.79	0.93
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.35%	13.27%	13.39%	13.63%	14.04%
P/E	9	8	7	6	5
P/B	1.3	1.1	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 08 月 26 日

买入 (维持)

当前价：4.80 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

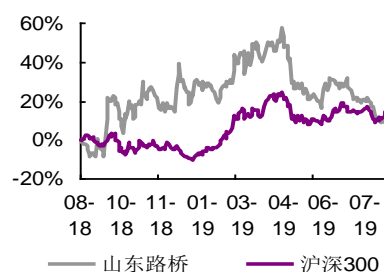
总股本(亿股)：11.20

总市值(亿元)：53.77

一年最低/最高(元)：3.76/6.68

近 3 月换手率：33.46%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.54	-9.81	3.92
绝对	-4.75	-5.02	17.17

资料来源：Wind

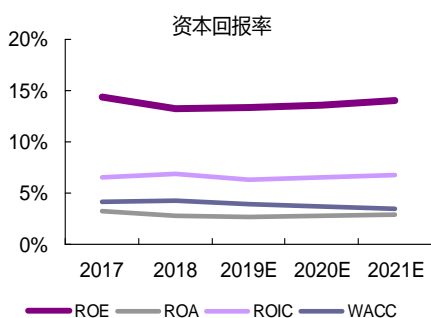
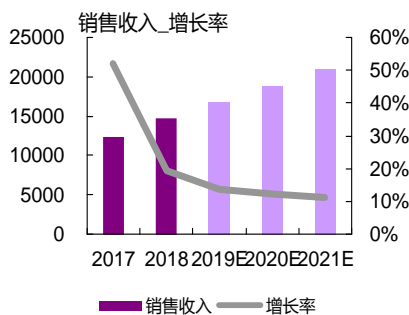
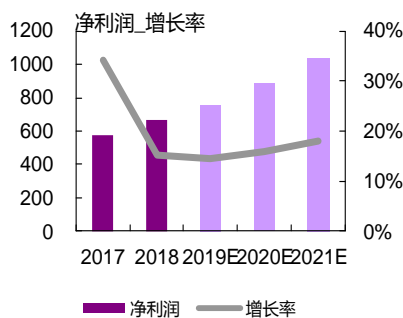
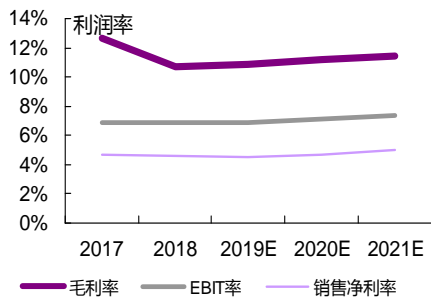
相关研报

1Q19 营收增速亮眼，净利率持续改善——山东路桥 (000498.SZ) 2019 年一季报点评

.....2019-04-25

盈利修复延续，铁发基金入股助拓展铁路业务——山东路桥 2018 年度报告点评

.....2019-03-17



	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,385	14,768	16,778	18,816	20,909
营业成本	10,813	13,184	14,951	16,705	18,514
折旧和摊销	133	123	117	130	143
营业税费	38	38	43	48	53
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	434	539	612	687	763
财务费用	79	117	128	163	148
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	1,017	1,180	1,390
利润总额	771	902	1,014	1,176	1,387
少数股东损益	2	13	1	2	2
归属母公司净利润	576	664	760	881	1,039

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	17,627	23,892	28,177	31,944	35,798
流动资产	14,504	17,588	21,366	24,282	27,277
货币资金	1,929	3,558	5,033	5,645	6,273
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4,839	4,665	5,311	5,962	6,626
应收票据	41	197	224	251	279
其他应收款	565	489	559	626	696
存货	6,189	7,212	8,186	9,154	10,152
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	21,140	24,115	27,034
无息负债	9,568	12,299	14,412	16,403	18,514
有息负债	3,993	5,232	6,728	7,712	8,520
股东权益	4,065	6,360	7,037	7,829	8,764
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
公积金	-293	138	214	302	382
未分配利润	2,510	3,054	3,653	4,355	5,209
少数股东权益	51	1,359	1,361	1,362	1,364

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	232	830	38	72	264
净利润	576	664	760	881	1,039
折旧摊销	133	123	117	130	143
净营运资金增加	1,467	-476	802	934	894
其他	-1,943	520	-1,641	-1,874	-1,812
投资活动产生现金流	-1,004	-2,162	145	-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	343	0	0
融资活动现金流	289	2,533	1,293	739	564
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	422	1,239	1,496	984	808
无息负债变化	1,567	2,731	2,112	1,991	2,111
净现金流	-475	1,209	1,476	611	628

资料来源: Wind, 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%	13.61%	12.14%	11.13%
净利润增长率	34.06%	15.20%	14.50%	16.01%	17.91%
EBITDA 增长率	26.75%	15.48%	10.74%	16.57%	14.15%
EBIT 增长率	32.32%	19.07%	12.55%	17.16%	14.57%
估值指标					
PE	9	8	7	6	5
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	11	12	11	10
EV/EBIT	13	13	13	12	11
EV/NOPLAT	17	17	17	15	14
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%	10.89%	11.22%	11.45%
EBITDA 率	7.98%	7.72%	7.53%	7.83%	8.04%
EBIT 率	6.90%	6.89%	6.83%	7.13%	7.36%
税前净利润率	6.23%	6.11%	6.04%	6.25%	6.63%
税后净利润率 (归属母公司)	4.65%	4.49%	4.53%	4.68%	4.97%
ROA	3.28%	2.83%	2.70%	2.76%	2.91%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.35%	13.27%	13.39%	13.63%	14.04%
经营性 ROIC	6.58%	6.90%	6.38%	6.60%	6.79%
偿债能力					
流动比率	1.33	1.18	1.16	1.13	1.12
速动比率	0.77	0.70	0.71	0.71	0.70
归属母公司权益/有息债务	1.01	0.96	0.84	0.84	0.87
有形资产/有息债务	4.35	4.51	4.15	4.11	4.17
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.51	0.59	0.68	0.79	0.93
每股红利	0.06	0.08	0.08	0.09	0.11
每股经营现金流	0.21	0.74	0.03	0.06	0.24
每股自由现金流(FCFF)	-0.58	0.77	0.00	0.03	0.22
每股净资产	3.58	4.46	5.07	5.77	6.61
每股销售收入	11.06	13.18	14.98	16.80	18.67

资料来源: Wind, 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与, 也不, 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見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