

2017年08月25日

公司研究·证券研究报告

山东路桥 (000498.SZ)

动态分析

公路建设热情高涨 订单和业绩大幅增长

投资要点

2017年上半年营收42.39亿元，同比增长114.77%，归属母公司净利润2.60亿元，同比增长95.74%。

◆ **中报业绩大幅提升，符合预期**：受益山东区域公路建设高增长，公司在建工程项目大幅增加，完成工作量增加，营收和净利大幅增长，毛利率和净利率保持稳定，符合市场预期。年初至今，公司新签订单金额已达298.5亿（含联合体），已超去年全年223亿元订单总额，全年经营势头良好。

◆ **地方路桥建设和养护龙头，市场空间广阔**：山东“十三五”规划建设现代化公路网，在建项目和新订单均进入快速增长时期，2016年完成投资270亿元，同比增长85.8%。根据山东发改委等相关数据，山东上半年基础设施投资4178.9亿元，同比增长24.9%。全年交通建设计划投资721亿元，2017年底全省公路通车里程将达到26.8万公里，其中高速公路5800公里，2020年末，高速公路通车里程将达7600公里。公司作为山东高速施工龙头企业，区域竞争能力和市场地位突出，将面临一片广阔市场。

◆ **控股股东支持力度大，集团整合开拓新业务**：公司控股股东山东高速是山东省内最大的高速公路和桥梁建设发包方，运营管理高速公路3247公里，占山东全省高速公路通车里程的65%。经过集团内部业务调整，同业竞争问题有效改善，公司接手越南、安哥拉等海外市场并得到了进一步发展，2016年实现经营开发产值216.07亿元。随着国家“一带一路”战略的实施，公司的海外业务面临巨大的市场机遇，公司凭借集团资源和渠道，有望获得更多海外项目订单。

◆ **立足省内，开拓省外，新进军高铁建设市场**：公司近年来先后参与了全国二十几个省市的路桥施工建设，在福建、四川、云南、内蒙古等地积极进行PPP项目投标建设。上半年新签PPP项目金额已达9亿，占2016年收入13.01%，与央企组成联合体参与承建鲁南高铁，正式进入高铁市场，实现了新突破。

◆ **投资建议**：我们预测2017-2019年营业收入分别为111.45亿元、148.69亿元、194.73亿元；每股收益分别为0.53元、0.70元和0.96元，给予买入-A建议，6个月目标价为10.50元，相当于2018年15倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：宏观经济下行；原材料大幅波动；基建投资增长放缓；海外拓展进度不及预期等。

建筑 | 建筑施工 III

买入-A(首次)

投资评级

6个月目标价

10.5元

股价(2017-08-24)

8.10元

交易数据

总市值(百万元)

9,073.13

流通市值(百万元)

2,868.78

总股本(百万股)

1,120.14

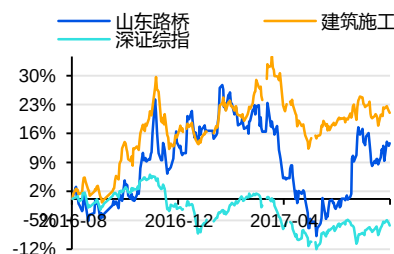
流通股本(百万股)

354.17

12个月价格区间

6.40/9.46元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

-2.67

16.34

19.48

绝对收益

-0.25

21.99

12.89

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.cn

021-20377099

报告联系人

王志杰

wangzhijie@huajinsec.cn

021-20377179

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7,418.7	8,147.7	11,145.2	14,869.4	19,472.9
同比增长(%)	8.4%	9.8%	36.8%	33.4%	31.0%
营业利润(百万元)	528.7	600.9	832.0	1,103.3	1,506.2
同比增长(%)	23.2%	13.7%	38.5%	32.6%	36.5%
净利润(百万元)	377.0	429.7	595.2	785.5	1,071.2
同比增长(%)	21.1%	14.0%	38.5%	32.0%	36.4%
每股收益(元)	0.34	0.38	0.53	0.70	0.96
PE	23.9	21.0	15.2	11.5	8.4
PB	3.0	2.6	2.8	2.3	1.9

数据来源：贝格数据 华金证券研究所

内容目录

一、中报业绩大幅提升，新签订单高增长，业绩有保障.....	4
二、地方路桥建设和养护龙头，市场空间广阔.....	5
三、控股股东支持力度大，集团整合开拓新业务.....	6
四、立足省内，以省外为支撑，正式进军高铁市场.....	6
五、投资建议及盈利预测.....	6
六、风险提示.....	6

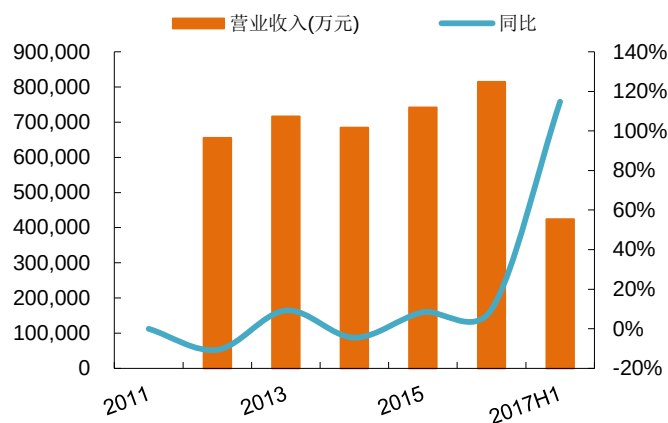
图表目录

图 1：公司营业收入（万元）.....	4
图 2：公司净利润（万元）.....	4
图 3：公司新签订单和营业收入.....	4
图 4：山东高速公路通车里程.....	5
图 5：公司各地区收入分布.....	5
图 6：海外收入及增速.....	6

一、中报业绩大幅提升，新签订单高增长，业绩有保障

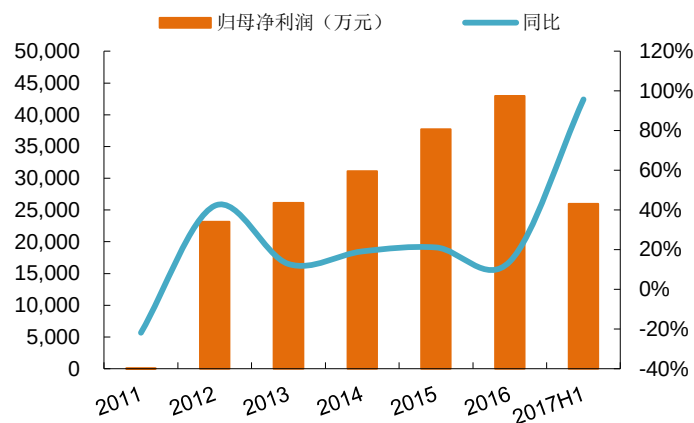
公司具有多年从事路桥项目承揽、施工的业务经验，以工程施工总承包、PPP 模式等为主要经营模式，以路桥工程施工与养护施工为主营业务。2017 年上半年营收 42.39 亿元，同比增长 114.77%，归属母公司净利润 2.60 亿元，同比增长 95.74%，主要系在建工程项目增加，完成工作量增加。毛利率 14.19%，同比增加 0.84 个百分点，净利率 6.12%，同比降低 0.6 个百分点。

图 1：公司营业收入（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

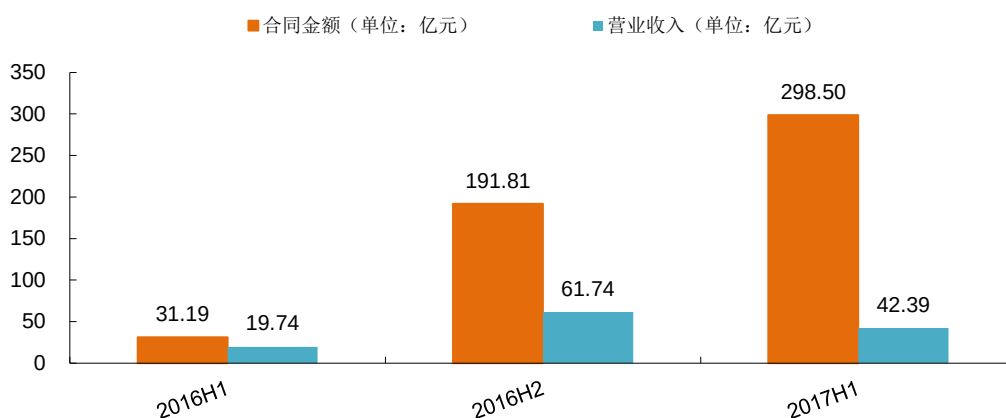
图 2：公司净利润（万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

17 年年初至今公司新签订单金额已达 298.5 亿（含联合体），已超去年全年订单总额（2016 年新签订单 223 亿元），预计归属于公司收入 124.4 亿元。其中公司与葛洲坝组成的联合体，顺利拿下济南至泰安高速公路工程、国家高速德上线巨野至单县（鲁皖界）段工程一标段以及日照（岚山）至菏泽公路枣庄至菏泽段三个项目，总金额达 208.57 亿，其中公司施工份额约为中标合同金额的 25%，即 52.14 亿，占 2016 年收入的 64%。

图 3：公司新签订单和营业收入

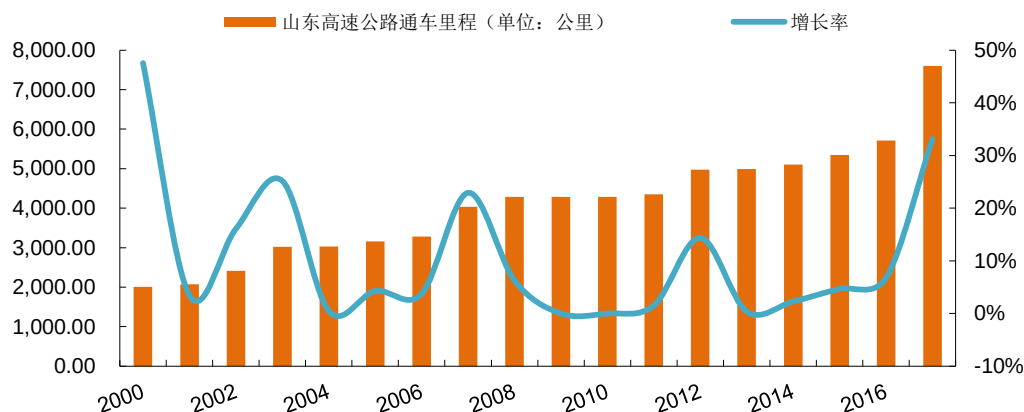


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、地方路桥建设和养护龙头，市场空间广阔

自 2013 年 5 月山东省政府决定全面加快高速公路建设以来，在建项目和新订单均进入快速增长时期，全省先后有 12 条、728 公里高速公路建成通车，累计完成投资 477.6 亿元，其中去年完成投资 270 亿元，同比增长 85.8%。2016 年底山东高速公路通车里程达到 5710 公里，到 2017 年底全省高速公路通车里程计划达到 5800 公里。未来，“十三五”时期，山东高速公路通车里程将达 7600 公里。根据山东发改委数据，山东上半年基础设施投资 4178.9 亿元，同比增长 24.9%，公司作为山东高速施工龙头企业，竞争能力和市场地位突出，市场空间广阔。

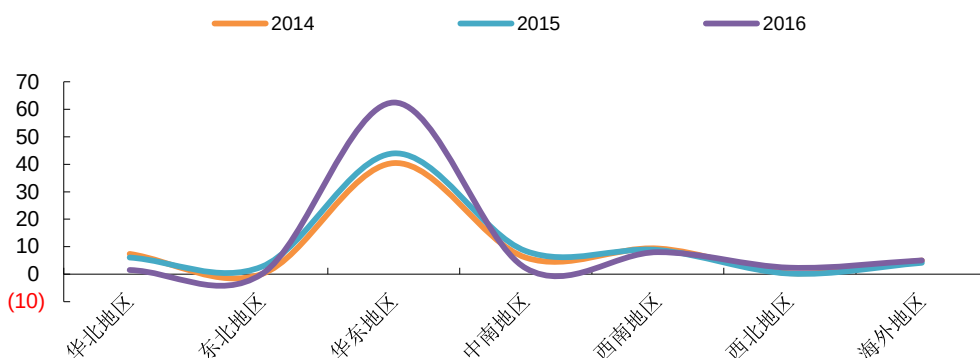
图 4：山东高速公路通车里程



资料来源：Wind 华金证券研究所

近年来公司在华东地区的收入占其总收入一半以上，2014、2015 年均占 59%，2016 年上升到 77%。公司作为山东高速施工龙头企业，区域竞争能力和市场地位突出，将面临一片广阔市场。

图 5：公司各地区收入分布

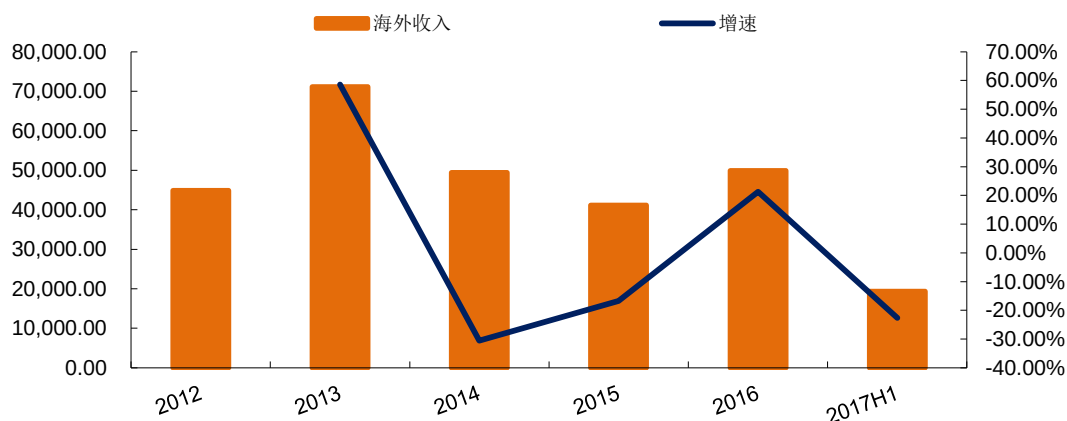


资料来源：Wind，华金证券研究所

三、控股股东支持力度大，集团整合开拓新业务

公司控股股东山东高速集团是山东省内最大的高速公路和桥梁建设发包方，运营管理高速公路 3247 公里，占山东全省高速公路通车里程的 65%。经过集团内部业务调整，同业竞争问题有效改善，公司接手越南、安哥拉等海外市场并得到了进一步发展，2016 年实现经营开发产值 216.07 亿元。随着国家“一带一路”战略的实施，公司的海外业务面临巨大的市场机遇。同时，公司作为山东高速集团旗下路桥施工企业，可以凭借集团资源和渠道，获得更多项目订单。

图 6：海外收入及增速



资料来源：Wind 华金证券研究所

四、立足省内，以省外为支撑，正式进军高铁市场

公司近年来先后参与了全国二十几个省市的路桥施工建设，国家推行 PPP 项目以来，公司在福建、四川、云南、内蒙古等地积极进行 PPP 项目投标建设。今年上半年新签 PPP 项目金额已达 9 亿，占 2016 年收入 13.01%。公司与央企组成联合体参与承建鲁南高铁，正式进入高铁市场，实现了新突破，对进军高铁领域及带来增量订单等有积极影响。

五、投资建议及盈利预测

我们预测 2017-2019 年营业收入分别为 111.45 亿元、148.69 亿元、194.73 亿元；每股收益分别为 0.53 元、0.70 元和 0.96 元，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 10.50 元，相当于 2018 年 15 倍的动态市盈率。

六、风险提示

宏观经济下行；原材料大幅波动；基建投资增长放缓；海外拓展进度不及预期等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,418.7	8,147.7	11,145.2	14,869.4	19,472.9	年增长率					
减:营业成本	6,216.3	6,982.6	9,545.2	12,716.5	16,648.6	营业收入增长率	8.4%	9.8%	36.8%	33.4%	31.0%
营业税费	170.2	32.3	89.2	119.0	155.8	营业利润增长率	23.2%	13.7%	38.5%	32.6%	36.5%
销售费用	-	-	-	-	-	净利润增长率	21.1%	14.0%	38.5%	32.0%	36.4%
管理费用	461.2	389.9	523.8	743.5	973.6	EBITDA 增长率	21.8%	20.6%	38.7%	29.2%	31.6%
财务费用	57.0	67.0	115.0	124.3	129.4	EBIT 增长率	33.4%	14.1%	41.8%	29.6%	33.2%
资产减值损失	-14.8	96.8	51.0	73.9	73.9	NOPLAT 增长率	35.0%	14.7%	41.2%	29.6%	33.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	2.4%	6.2%	39.8%	14.9%	6.8%
投资和汇兑收益	-	21.9	10.9	10.9	14.6	净资产增长率	14.5%	14.2%	-6.6%	19.4%	22.2%
营业利润	528.7	600.9	832.0	1,103.3	1,506.2						
加:营业外净收支	3.9	3.2	7.7	4.9	5.3	盈利能力					
利润总额	532.6	604.1	839.8	1,108.2	1,511.5	毛利率	16.2%	14.3%	14.4%	14.5%	14.5%
减:所得税	154.9	173.1	243.2	321.0	437.8	营业利润率	7.1%	7.4%	7.5%	7.4%	7.7%
净利润	377.0	429.7	595.2	785.5	1,071.2	净利润率	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.5%
						EBITDA/营业收入	8.7%	9.6%	9.7%	9.4%	9.4%
						EBIT/营业收入	7.9%	8.2%	8.5%	8.3%	8.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	70.8%	76.9%	80.4%	81.2%	81.5%
货币资金	749.6	2,338.2	1,337.4	1,635.6	2,336.8	负债权益比	242.6%	333.4%	410.2%	430.6%	439.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.29	1.30	1.24	1.22	1.21
应收帐款	4,140.5	4,421.2	5,485.7	7,318.5	9,449.9	速动比率	0.82	0.77	0.67	0.66	0.67
应收票据	43.2	25.3	80.1	56.9	119.0	利息保障倍数	10.28	9.97	8.24	9.88	12.64
预付帐款	108.7	140.4	164.3	254.7	303.2	营运能力					
存货	3,426.5	5,339.9	6,856.7	8,685.6	10,737.8	固定资产周转天数	20	21	18	14	10
其他流动资产	977.3	887.3	1,175.6	1,082.9	1,048.6	流动营业资本周转天数	104	99	90	86	75
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	448	499	456	413	398
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	180	189	160	155	155
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	170	194	197	188	180
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	496	562	510	449	426
固定资产	415.8	549.4	587.5	570.6	519.8	投资资本周转天数	124	118	107	100	84
在建工程	35.9	19.0	48.3	68.8	49.4						
无形资产	27.9	42.7	25.8	28.5	30.7	费用率					
其他非流动资产	490.5	1,279.7	779.9	843.4	946.5	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	10,415.9	15,043.2	16,541.3	20,545.4	25,541.5	管理费用率	6.2%	4.8%	4.7%	5.0%	5.0%
短期债务	1,112.0	2,235.0	2,654.1	2,942.4	3,285.9	财务费用率	0.8%	0.8%	1.0%	0.8%	0.7%
应付帐款	4,593.5	5,922.9	7,591.1	10,244.2	13,179.1	三费/营业收入	7.0%	5.6%	5.7%	5.8%	5.7%
应付票据	213.5	290.4	318.4	521.1	599.7	投资回报率					
其他流动负债	1,407.9	1,655.3	1,649.5	1,945.7	2,841.5	ROE	12.4%	12.4%	18.4%	20.3%	22.7%
长期借款	-	1,300.0	488.4	409.8	275.7	ROA	3.6%	2.9%	3.6%	3.8%	4.2%
其他非流动负债	49.2	168.9	597.5	609.9	627.8	ROIC	16.4%	18.4%	24.4%	22.7%	26.3%
负债总额	7,376.1	11,572.5	13,299.0	16,673.0	20,809.7	分红指标					
少数股东权益	3.2	3.8	5.1	6.9	9.4	DPS(元)	-	-	0.11	0.14	0.19
股本	1,711.7	1,711.7	1,120.0	1,120.0	1,120.0	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	1,211.3	1,641.0	2,117.2	2,745.5	3,602.5	股息收益率	0.0%	0.0%	1.3%	1.7%	2.4%
股东权益	3,039.8	3,470.6	3,242.2	3,872.4	4,731.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	377.7	431.0	595.2	785.5	1,071.2	EPS(元)	0.34	0.38	0.53	0.70	0.96
加:折旧和摊销	68.0	133.2	134.5	169.8	204.0	BVPS(元)	2.71	3.09	2.89	3.45	4.22
资产减值准备	-14.8	96.8	-	-	-	PE(X)	23.9	21.0	15.2	11.5	8.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.0	2.6	2.8	2.3	1.9
财务费用	126.2	128.9	115.0	124.3	129.4	P/FCF	-22.2	4.4	-24.3	21.7	9.2
投资损失	-	-21.9	-10.9	-10.9	-14.6	P/S	1.2	1.1	0.8	0.6	0.5
少数股东损益	0.7	1.3	1.3	1.8	2.5	EV/EBITDA	20.6	16.8	8.9	6.9	4.9
营运资金的变动	265.7	-755.9	-545.1	-629.5	-470.1	CAGR(%)	27.7%	35.6%	24.1%	27.7%	35.6%
经营活动产生现金流量	832.6	814.3	290.0	440.8	922.3	PEG	0.9	0.6	0.6	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-52.4	-964.0	-479.1	-64.0	-87.1	ROIC/WACC	1.9	2.1	2.8	2.6	3.1
融资活动产生现金流量	-861.8	1,679.9	-811.6	-78.6	-134.1						

资料来源: 贝格数据 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn