

山东路桥 (000498.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.42 元
目标价格 (人民币): 9.00-9.00 元

市场数据(人民币)

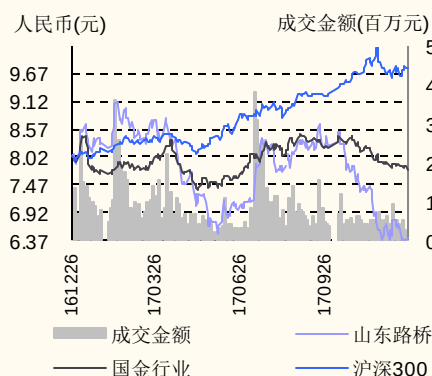
已上市流通 A 股(百万股) 354.17
总市值(百万元) 7,191.29
年内股价最高最低(元) 9.11/6.37
沪深 300 指数 4041.54
深证成指 11005.50

股权激励/引入战投国改加速, 低估值高增长价值显著

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.337	0.384	0.535	0.757	0.978
每股净资产(元)	1.77	2.03	2.11	2.41	2.85
每股经营性现金流(元)	0.48	0.46	0.36	0.65	1.01
市盈率(倍)	26.65	20.67	12.01	8.48	6.56
行业优化市盈率(倍)	10.06	10.06	10.06	10.06	10.06
净利润增长率(%)	21.13%	13.98%	39.38%	41.67%	29.11%
净资产收益率(%)	12.42%	12.39%	16.57%	20.60%	22.48%
总股本(百万股)	1,120.14	1,120.14	1,120.14	1,120.14	1,120.14

来源: 公司年报、国金证券研究所



业绩简评

- 公司公布 2017 年股权激励计划草案, 拟授予 1120 万份股票期权, 约占当前公司总股本的 1%。其中首次授予 1008.5 万份期权, 激励对象不超过 137 人, 授予股票期权行权价格为 6.65 元。

经营分析

- **6.65 元行权价显示管理层信心, 长期激励绑定利益同行:** 1) 公司于 12 月 25 日公布 2017 年股票期权激励计划, 拟授予 1120 万份股票期权, 其中首次授予 1008.5 万份 (约占总股本的 0.9%), 111.5 万份为预留期权。首次授予激励对象包括公司董事、高级管理人员以及中层管理人员, 预留激励对象为本计划获得股东大会批准时尚未确定但计划存续期间纳入激励计划的激励对象。2) 本次激励计划涉及到的股票来源为公司向激励对象定向发行 A 股普通股, 首次授权的股票期权行权价格为 6.65 元, 授予部分可在未来 36 个月内分三期行权, 可行权数量比例分别为 40%/30%/30%, 第一个行权期在首次授予日起 24 个月后开始, 不会摊薄公司 2018/2019 年 EPS。3) 本激励计划分年度进行绩效考核并行权, 其业绩条件为 5.6/5.8/6.0 亿, 低于市场一致预期, 我们判断行权条件可能性较大, 同时股权激励拟以 6.65 元为行权价高于公告日收盘股价 6.4 元, 彰显管理层信心。4) 由于业绩达到条件可能性较大且股权激励计划占总股本数总额较低, 我们认为此次股权激励的作用类似员工持股, 进一步绑定公司股东与高管利益, 助力公司发展进入新台阶。5) 根据公司测算, 首次授予的 1008.5 万份股票期权公允价值约为 1.8 亿, 摊销费用 18-21 年分别为 658/658/307/132 万元, 若不考虑股权激励的管理费用影响, 我们预计 2018/2019 年的业绩为 6/8.5 亿, 则股权激励的管理费用对 18/19 年的业绩影响甚微。
- **二股东减持成功引入齐鲁交通, 有望做大做强养护市场:** 1) 12 月 16 日公司公告未来六个月二股东山东高速投资控股有限公司拟以大宗减持公司股份不超过 0.45 亿股 (占总股本的 4%) 用于高速投资, 23 日公司公告完成减持 0.22 亿股 (占总股本的 2%), 买入方为齐鲁交通, 成交均价 6.36 元/股; 2) 此前公司拟通过公开发行股票引进齐鲁投资 (齐鲁交通全资子公司) 持有公司 7% 股权, 尽管定增被否, 我们认为此次二股东通过大宗交易

相关报告

1. 《业绩高增符合预期, 订单饱满未来业绩有保障-山东路桥公司点评》, 2017.10.20
2. 《业绩高增符合预期, 订单饱满未来业绩有保障-山东路桥公司点评》, 2017.10.13
3. 《营收与净利齐升, 营运/盈利能力向好-山东路桥公司点评》, 2017.8.25
4. 《定增未成功不影响强势基本面, 国改值得期待-山东路桥公司点评》, 2017.8.21
5. 《业绩大超预期, 低估值高增长国改可期-山东路桥公司点评》, 2017.7.12

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

减持引入齐鲁交通，齐鲁交通作为山东高速运营管理龙头，运营里程占山东高速通车里程 57%，未来公司有望借助齐鲁交通高速公路运营管理平台及经验，进一步做大做强养护业务。

- **订单饱满业绩增长确定性强 VS 绝对低估值，把握价值洼地：**1) 公司前三季度实现营收 78.6 亿（同增 86.9%），实现归母净利润 4.1 亿（同增 65.9%），业绩实现高增，截止 2017 年三季度，公司累计已签约未完工订单金额达 220 亿元，已中标未签约金额达 24 亿，为 16 年营收 3 倍，三季度后新中标（含预中标）项目投资金额约 47 亿元，公司在手订单充裕，未来业绩持续高增确定性强。2) 公司 PE (TTM) 仅 12 倍创历史三年最低水平，伴随整个四季度业绩预期估值将向 2018 年切换，截止 12 月 26 日，公司市值仅 74 亿元，对应 2018 年 PE 仅 9 倍，PE 估值极具吸引力。

投资建议

- 我们预测公司 17/18 实现营收 116/148 亿，净利润 6/8.5 亿；考虑明年基建增速下滑、环保维持高压、利率继续上行或压制建筑板块估值，我们给予 2018 年 12 倍 PE 估值，公司未来 3-6 个月 9 元目标价。

风险提示

- 1) 利率持续上升导致融资成本上升。2) 2018 年基建投资增速低于预期导致相关标的订单/业绩增速不及预期。3) 明年环保政策持续高压导致部分项目开工进度不及预期。4) “资管新规”影响 PPP 项目资本金融资及落地情况：“资管新规”要求分级产品中劣后级不能对优先级资金做出收益率承诺、分级产品中杠杆率只能为 1:1 以及资管产品最多“二级嵌套”的要求，将有可能使得 PPP 项目资本金融资或出现困难，从而导致 PPP 项目无法顺利开工。4) 业绩增长不达预期，包括开工进度（建筑项目的开工受到天气、资金和偶然的工程施工安全事故等不可预测风险，从而导致项目开工进度低于预期）、订单获取（建筑行业的订单获取与行业本身增速、竞争对手情况及公司销售人员关系较大，销售人员的流失或导致其订单获取能力下滑）不达预期等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	6,842	7,419	8,148	11,620	14,810	18,508
增长率		8.4%	9.8%	42.6%	27.5%	25.0%
主营业务成本	-5,871	-6,320	-6,983	-9,948	-12,642	-15,803
%销售收入	85.8%	85.2%	85.7%	85.6%	85.4%	85.4%
毛利	972	1,099	1,165	1,672	2,168	2,705
%销售收入	14.2%	14.8%	14.3%	14.4%	14.6%	14.6%
营业税金及附加	-196	-170	-32	-70	-89	-111
%销售收入	2.9%	2.3%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-299	-358	-390	-523	-666	-833
%销售收入	4.4%	4.8%	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	476	571	743	1,079	1,413	1,761
%销售收入	7.0%	7.7%	9.1%	9.3%	9.5%	9.5%
财务费用	-10	-57	-67	-134	-238	-238
%销售收入	0.1%	0.8%	0.8%	1.2%	1.6%	1.3%
资产减值损失	-37	15	-97	-103	9	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	22	0	10	0
%税前利润	0.0%	0.0%	3.6%	0.0%	0.8%	0.0%
营业利润	429	529	601	842	1,193	1,541
营业利润率	6.3%	7.1%	7.4%	7.2%	8.1%	8.3%
营业外收支	16	4	3	3	3	3
税前利润	445	533	604	845	1,196	1,544
利润率	6.5%	7.2%	7.4%	7.3%	8.1%	8.3%
所得税	-133	-155	-173	-245	-347	-448
所得税率	29.9%	29.1%	28.7%	29.0%	29.0%	29.0%
净利润	312	378	431	600	850	1,096
少数股东损益	1	1	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	311	377	430	599	849	1,095
净利率	4.5%	5.1%	5.3%	5.2%	5.7%	5.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	312	378	431	600	850	1,096
非现金支出	129	46	208	195	100	110
非经营收益	125	135	95	197	185	176
营运资金变动	-258	267	58	-380	-22	348
经营活动现金净流	308	826	793	611	1,111	1,731
资本开支	-27	-52	-81	-143	-170	-192
投资	0	0	0	-101	-200	-300
其他	0	0	-883	0	10	0
投资活动现金净流	-27	-52	-964	-244	-360	-492
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	11	-725	1,766	-40	-260	-569
其他	-177	-131	-72	-653	-540	-522
筹资活动现金净流	-166	-855	1,694	-693	-800	-1,091
现金净流量	115	-82	1,522	-325	-48	148

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	800	750	2,338	2,013	1,965	2,113
应收账款	3,295	4,184	4,447	5,972	7,364	8,991
存货	3,570	3,427	5,340	6,132	7,620	9,308
其他流动资产	1,367	1,086	1,028	950	1,004	1,067
流动资产	9,031	9,446	13,152	15,067	17,953	21,480
%总资产	90.1%	90.7%	87.4%	88.1%	88.6%	88.9%
长期投资	393	354	81	182	381	681
固定资产	426	452	568	579	592	606
%总资产	4.3%	4.3%	3.8%	3.4%	2.9%	2.5%
无形资产	71	72	83	84	85	88
非流动资产	995	970	1,891	2,044	2,308	2,675
%总资产	9.9%	9.3%	12.6%	11.9%	11.4%	11.1%
资产总计	10,026	10,416	15,043	17,111	20,261	24,154
短期借款	1,875	1,769	2,271	2,003	1,543	874
应付款项	4,453	5,223	7,453	9,075	11,836	15,381
其他流动负债	372	335	380	765	906	1,069
流动负债	6,699	7,327	10,104	11,843	14,285	17,324
长期贷款	0	0	1,300	1,600	1,800	1,900
其他长期负债	671	49	169	50	50	50
负债	7,370	7,376	11,573	13,493	16,135	19,274
普通股股东权益	2,653	3,037	3,467	3,614	4,120	4,873
少数股东权益	3	3	4	5	6	7
负债股东权益合计	10,026	10,416	15,043	17,111	20,261	24,154

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.278	0.337	0.384	0.535	0.757	0.978
每股净资产	1.550	1.774	2.025	2.111	2.407	2.847
每股经营现金净流	0.180	0.482	0.463	0.357	0.649	1.011
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	11.73%	12.42%	12.39%	16.57%	20.60%	22.48%
总资产收益率	3.10%	3.62%	2.86%	3.50%	4.19%	4.54%
投入资本收益率	6.48%	8.42%	7.53%	10.61%	13.43%	16.34%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.46%	8.42%	9.83%	42.62%	27.45%	24.97%
EBIT增长率	17.66%	19.90%	30.13%	45.28%	30.88%	24.66%
净利润增长率	19.14%	21.13%	13.98%	39.38%	41.67%	29.11%
总资产增长率	6.43%	3.89%	44.43%	13.75%	18.41%	19.22%
资产管理能力						
应收账款周转天数	130.7	156.4	160.8	162.0	155.0	150.0
存货周转天数	216.3	202.0	229.1	225.0	220.0	215.0
应付账款周转天数	205.3	226.6	261.7	230.0	230.0	235.0
固定资产周转天数	22.3	20.5	24.6	17.6	14.1	11.6
偿债能力						
净负债/股东权益	63.70%	33.54%	35.51%	43.94%	33.41%	13.54%
EBIT利息保障倍数	47.5	10.0	11.1	8.0	5.9	7.4
资产负债率	73.51%	70.82%	76.93%	78.85%	79.64%	79.80%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	2	3	8	10	21
	0	0	3	5	14
	0	0	0	2	8
	0	0	0	0	0
	1.00	1.00	1.27	1.53	1.70

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-03-29	买入	8.55	10.00~12.50
2	2017-07-12	买入	7.23	10.70~13.40
3	2017-08-21	买入	8.06	10.70~13.40
4	2017-08-25	买入	8.10	10.70~13.40
5	2017-10-13	买入	8.31	11.20~14.00
6	2017-10-30	买入	7.85	10.70~13.40

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH