

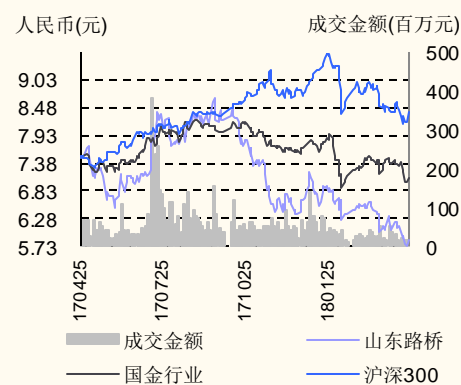
山东路桥 (000498.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 5.83 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)	440.70
总市值 (百万元)	6,530.41
年内股价最高最低 (元)	8.67/5.73
沪深 300 指数	3828.70
深证成指	10547.10



业绩稳增确定性强，基建预期改善有望修复估值

公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.384	0.514	0.726	0.940	1.169
每股净资产 (元)	2.03	2.35	2.71	3.26	3.97
每股经营性现金流 (元)	0.46	0.11	0.58	0.55	0.65
市盈率 (倍)	20.67	12.99	8.08	6.23	5.01
行业优化市盈率 (倍)	10.06	10.06	10.06	10.06	10.06
净利润增长率 (%)	13.98%	34.06%	41.09%	29.55%	24.32%
净资产收益率 (%)	12.39%	14.35%	17.53%	18.85%	19.27%
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 2017/2018Q1 年营收/归母净利润 123.85/19.8 亿元, 同增 52%/52%, 归母净利润 5.76 亿元/3226 万元, 同增 34%/20%, 符合预期。

经营分析

- **业绩稳健增长, 在手订单饱满公司发展有保障。** 1) 公司 2017 年实现营收/归母净利润 123.85/5.76 亿元, 同增 52%/34%, 业绩符合我们之前预期 (5.69 亿元)。2) 分业务看, 路桥工程施工/养护施工营收同增 59%/22%, 占总营收比重同比+3.9pct/-2.14pct。养护业务毛利率同减 12.17pct, 导致公司综合毛利率/净利率, 同减 1.61pct/0.62pct 至 12.69%/4.67%。3) 2017 年公司管理费/财务费率为 3.5%/0.64%, 同减 1.29pct/0.18pct。4) 公司 2017 年经营活动产生的现金流量净额同减 71.45%, 系公司 2017 年施工量大, 新开工工程较多, 前期采购原材料等较去年同期增加。5) 应收账款/存货周转天数同减 36/34 天, 公司营运能力增强。6) 公司 2017 年在手订单 254 亿, 订单营收比达 2 倍, 2018 年 Q1 公司营收/归母净利润同增 52%/20%, 业绩维系高增。7) 经营活动现金流出 3.36 亿元, 主要系 Q1 工程开工较多, 公司为减少材料价格影响支付款项而锁定价格, 预付款项同增 113%。
- **基建预期改善公司基本面向好, 股权激励+引入战投双轮驱动:** 1) 4 月 23 日的政治局会议提到扩大内需, 基建预期有所改善, 公司作为山东省公路龙头有望深度受益。“十三五”期间山东省将加大高速路投资力度, 公路建设市场规模预计超 2000 亿。2) 公司 12 月 25 日公布股票期权激励计划, 分年度进行绩效考核并行权, 2018/2019 业绩目标为 5.8/6.0 亿, 2 月 6 日授予激励对象股票期权。3) 12 月 16 日引入山东高速运营管理龙头齐鲁交通, 运营里程占山东高速通车里程 57%, 未来公司有望借力进一步做大做强养护业务。

投资建议

- 我们预测公司 18/19 年营收分别为 148/178 亿, 归母净利 8.1/10.5 亿, 维持目标价 9 元 (12*2018EPS)

风险提示

- 基建增速不及预期、利率持续上行、材料价格风险、工程施工周期风险。

相关报告

1. 《业绩低于预期, 低估值才是硬道理-山东路桥公司点评》, 2018.1.17
2. 《股权激励/引入战投国改加速, 低估值高增长价值显著-山东路桥公...》, 2017.12.26
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	7,419	8,148	12,385	14,862	17,834	21,401
增长率		9.8%	52.0%	20.0%	20.0%	20.0%
主营业务成本	-6,320	-6,983	-10,813	-12,811	-15,373	-18,448
%销售收入	85.2%	85.7%	87.3%	86.2%	86.2%	86.2%
毛利	1,099	1,165	1,571	2,051	2,461	2,953
%销售收入	14.8%	14.3%	12.7%	13.8%	13.8%	13.8%
营业税金及附加	-170	-32	-38	-45	-54	-64
%销售收入	2.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
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	-358	-390	-434	-520	-624	-749
%销售收入	4.8%	4.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
息税前利润 (EBIT)	571	743	1,100	1,486	1,783	2,140
%销售收入	7.7%	9.1%	8.9%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用	-57	-67	-79	-205	-201	-197
%销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	1.4%	1.1%	0.9%
资产减值损失	15	-97	-245	-228	-212	-236
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	22	-1	10	10	10
%税前利润	0.0%	3.6%	n.a	0.9%	0.7%	0.6%
营业利润	529	601	770	1,063	1,381	1,718
营业利润率	7.1%	7.4%	6.2%	7.2%	7.7%	8.0%
营业外收支	4	3	2	6	6	6
税前利润	533	604	771	1,069	1,387	1,724
利润率	7.2%	7.4%	6.2%	7.2%	7.8%	8.1%
所得税	-155	-173	-194	-257	-333	-414
所得税率	29.1%	28.7%	25.1%	24.0%	24.0%	24.0%
净利润	378	431	578	813	1,054	1,310
少数股东损益	1	1	2	0	1	1
归属于母公司的净利润	377	430	576	813	1,053	1,309
净利率	5.1%	5.3%	4.7%	5.5%	5.9%	6.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	378	431	578	813	1,054	1,310
少数股东损益	1	1	2	0	1	1
非现金支出	46	208	340	342	360	426
非经营收益	135	95	105	229	229	230
营运资金变动	267	58	-828	-393	-696	-848
经营活动现金净流	826	793	195	991	948	1,119
资本开支	-52	-81	-197	-215	-269	-321
投资	0	0	-116	-100	-150	-180
其他	0	-883	-691	10	10	10
投资活动现金净流	-52	-964	-1,004	-305	-409	-491
股权募资	0	0	23	0	0	0
债权募资	-725	1,766	420	-177	109	-78
其他	-131	-72	-147	-439	-348	-349
筹资活动现金净流	-855	1,694	296	-616	-239	-428
现金净流量	-82	1,522	-513	71	300	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	750	2,338	1,929	2,000	2,300	2,500
应收款项	4,184	4,447	5,446	6,250	7,822	9,826
存货	3,427	5,340	6,189	6,493	7,371	8,339
其他流动资产	1,086	1,028	940	973	1,014	1,063
流动资产	9,446	13,152	14,504	15,716	18,507	21,728
%总资产	90.7%	87.4%	82.3%	82.5%	83.7%	84.7%
长期投资	354	81	287	387	537	717
固定资产	452	568	668	762	871	990
%总资产	4.3%	3.8%	3.8%	4.0%	3.9%	3.9%
无形资产	72	83	102	116	132	150
非流动资产	970	1,891	3,123	3,330	3,607	3,923
%总资产	9.3%	12.6%	17.7%	17.5%	16.3%	15.3%
资产总计	10,416	15,043	17,627	19,046	22,114	25,651
短期借款	1,769	2,271	1,468	1,360	1,469	1,390
应付款项	5,223	7,453	8,802	9,741	11,689	14,027
其他流动负债	335	380	595	626	685	755
流动负债	7,327	10,104	10,866	11,727	13,843	16,173
长期贷款	0	1,300	1,705	1,705	1,705	1,705
其他长期负债	49	169	991	926	926	926
负债	7,376	11,573	13,562	14,358	16,475	18,805
普通股股东权益	3,037	3,467	4,014	4,637	5,587	6,793
少数股东权益	3	4	51	51	52	53
负债股东权益合计	10,416	15,043	17,627	19,046	22,114	25,651

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.337	0.384	0.514	0.726	0.940	1.169
每股净资产	1.774	2.025	2.345	2.709	3.264	3.969
每股经营现金净流	0.482	0.463	0.114	0.579	0.554	0.654
每股股利	0.000	0.114	0.174	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	12.42%	12.39%	14.35%	17.53%	18.85%	19.27%
总资产收益率	3.62%	2.86%	3.27%	4.27%	4.76%	5.10%
投入资本收益率	8.42%	7.53%	10.20%	13.15%	14.04%	15.09%
增长率						
主营业务收入增长率	8.42%	9.83%	52.00%	20.00%	20.00%	20.00%
EBIT增长率	19.90%	30.13%	48.07%	35.11%	20.00%	20.00%
净利润增长率	21.13%	13.98%	34.06%	41.09%	29.55%	24.32%
总资产增长率	3.89%	44.43%	17.17%	8.05%	16.11%	16.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	156.4	160.8	124.0	140.0	150.0	160.0
存货周转天数	202.0	229.1	194.6	185.0	175.0	165.0
应付账款周转天数	226.6	261.7	203.3	200.0	200.0	200.0
固定资产周转天数	20.5	24.6	19.0	18.0	17.1	16.2
偿债能力						
净负债/股东权益	33.54%	35.51%	50.76%	40.20%	30.04%	20.68%
EBIT利息保障倍数	10.0	11.1	13.9	7.3	8.9	10.9
资产负债率	70.82%	76.93%	76.94%	75.39%	74.50%	73.31%

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
	1	3	4	4	16
	0	0	0	1	11
	0	0	0	0	0
	0	0	0	0	0
	1.00	1.00	1.00	1.20	1.41

来源：朝阳永续

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

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
7	2017-12-26	买入	6.42	9.00~9.00
8	2018-01-17	买入	6.61	9.00~9.00

来源：国金证券研究所



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作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