

# 山东路桥 (000498.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.73 元  
 目标价格 (人民币): 5.50-6.00 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)	5,298.26
年内股价最高最低 (元)	7.56/3.54
沪深 300 指数	3076.89
深证成指	7322.24



## 相关报告

- 《业绩稳增确定性高，基建预期改善有望修复估值-山东路桥公司点评》，2018.1.25
- 《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
- 《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
- 《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》，2017.10.30

刘妍雪 联系人  
liuyanxue@gjzq.com.cn

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

## Q3 业绩复苏，盈利性获边际修复

### 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	0.531	0.658	0.807
每股净资产 (元)	2.03	2.35	2.65	3.03	3.50
每股经营性现金流 (元)	0.48	0.14	0.16	0.24	0.48
市盈率 (倍)	20.67	12.99	8.91	7.19	5.86
净利润增长率 (%)	13.98%	34.06%	3.28%	23.83%	22.68%
净资产收益率 (%)	12.39%	14.35%	13.10%	14.19%	15.08%
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

- 10月29日公司发布2018年度三季报，2018年前三季度实现营收/归母净利润103.7/3.51亿元，同比+31.9%/-14.6%。

### 经营分析

- 业绩降幅收窄，Q3 毛利率大幅回升。**1) 公司前三季度实现营收/归母净利润103.7/3.51亿元，同比+31.9%/-14.6%，营收增速超预期，业绩增速不及预期，降幅较H1 (-48%)大幅收窄。分季度看 Q1/Q2/Q3 业绩分别同比+20.3%/-55.8%/+41.9%，对比 Q2 业绩较大降幅 Q3 业绩实际已回暖。2) 前三季度业绩同比下滑主要系原材料价格持续上涨影响下公司路桥施工毛利率大幅下降，前三季度毛利率为 8.2% 同比降 4.75pct。与业主协商补偿成效显著，Q3 毛利率达 9.65% 边际修复。3) 公司前三季度管理费率同比降 1.46pct 至 2.64% 为上市来最低水平，资产减值损失占营收比重为 -0.29% 同比降 1.13pct。毛利率大幅下滑的同时公司通过成本控制净利率/年化 ROE 降分别 1.82/3.73 pct 至 3.43%/11.2%。4) 应收账款周转天数/存货周转天数同比降 13/32 天至 121/193 天，收现比 92.6% 同比降 10%，回款速度加快、验收速度放缓。前三季度经营性现金流净额同比-42.3% 至 1.92 亿元，主要系前两季度拖累，Q3 单季度同比+160.4% 至 3.7 亿元，现金流明显好转。5) 预付款项同比+103% 主要为预付材料款以锁定原材料价格。
- 在手订单尚充沛+四季度基建发力+山东省高速路高投资力度公司，业绩具备可持续性。**1) 公司 Q3 新签订单+已中标尚未签约订单约 73.9 亿元同比降 19.6%。截至 Q3 末公司已签约未完工订单金额为 225 亿元 (约为 2017 年总营收 1.8 倍)，订单充足可保障公司四季度营收。2) 伴随四季度资金到位基建补短板既有动机亦有动能，交通投资有望率先发力，Q4 新签订单或将超预期。中长期来看“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，公司背靠大股东山东高速集团有望率先收割政策红利。3) 公司 10 月 19 日再发 3 亿元中期票据可进一步缓解资金压力。

### 盈利预测与估值

- 考虑公司业绩低于预期，我们下调盈利预测，预计公司 2018/2019 年 EPS 为 0.53/0.66 元，考虑市场风险偏好下降，我们下调公司目标价至 5.5 元 (10\*2018EPS)。

### 风险提示:

- 基建增速不及预期、利率持续上行、应收账款/存货减值风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>7,419</b>	<b>8,148</b>	<b>12,385</b>	<b>16,249</b>	<b>19,499</b>	<b>22,424</b>	货币资金	750	2,338	1,929	2,446	2,375	2,507
增长率		9.8%	52.0%	31.2%	20.0%	15.0%	应收款项	4,184	4,447	5,446	6,395	8,088	9,430
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,320</b>	<b>-6,983</b>	<b>-10,813</b>	<b>-14,787</b>	<b>-17,608</b>	<b>-20,137</b>	存货	3,427	5,340	6,189	8,021	9,170	10,268
%销售收入	85.2%	85.7%	87.3%	91.0%	90.3%	89.8%	其他流动资产	1,086	1,028	940	1,004	1,049	1,090
<b>毛利</b>	<b>1,099</b>	<b>1,165</b>	<b>1,571</b>	<b>1,462</b>	<b>1,891</b>	<b>2,287</b>	流动资产	9,446	13,152	14,504	17,867	20,682	23,295
%销售收入	14.8%	14.3%	12.7%	9.0%	9.7%	10.2%	%总资产	90.7%	87.4%	82.3%	80.1%	80.5%	80.6%
营业税金及附加	-170	-32	-38	-41	-49	-56	长期投资	354	81	287	587	837	1,117
%销售收入	2.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	452	568	668	762	871	990
营业费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	4.3%	3.8%	3.8%	3.4%	3.4%	3.4%
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	72	83	102	117	134	152
管理费用	-358	-390	-434	-341	-487	-561	非流动资产	970	1,891	3,123	4,425	5,002	5,618
%销售收入	4.8%	4.8%	3.5%	2.1%	2.5%	2.5%	%总资产	9.3%	12.6%	17.7%	19.9%	19.5%	19.4%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>571</b>	<b>743</b>	<b>1,100</b>	<b>1,081</b>	<b>1,355</b>	<b>1,671</b>	<b>资产总计</b>	<b>10,416</b>	<b>15,043</b>	<b>17,627</b>	<b>22,292</b>	<b>25,684</b>	<b>28,913</b>
%销售收入	7.7%	9.1%	8.9%	6.7%	7.0%	7.5%	短期借款	1,769	2,271	1,468	2,266	2,314	2,473
财务费用	-57	-67	-79	-162	-216	-242	应付款项	5,223	7,453	8,802	11,144	13,288	15,209
%销售收入	0.8%	0.8%	0.6%	1.0%	1.1%	1.1%	其他流动负债	335	380	595	590	638	686
资产减值损失	15	-97	-245	-101	-136	-211	流动负债	7,327	10,104	10,866	14,000	16,241	18,368
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	1,300	1,705	2,705	3,205	3,505
投资收益	0	22	-1	2	2	2	其他长期负债	49	169	991	995	995	995
%税前利润	0.0%	3.6%	n.a	0.2%	0.2%	0.2%	<b>负债</b>	<b>7,376</b>	<b>11,573</b>	<b>13,562</b>	<b>17,700</b>	<b>20,441</b>	<b>22,869</b>
<b>营业利润</b>	<b>529</b>	<b>601</b>	<b>770</b>	<b>840</b>	<b>1,025</b>	<b>1,240</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,037</b>	<b>3,467</b>	<b>4,014</b>	<b>4,541</b>	<b>5,192</b>	<b>5,993</b>
营业利润率	7.1%	7.4%	6.2%	5.2%	5.3%	5.5%	少数股东权益	3	4	51	51	51	51
营业外收支	4	3	2	-2	-2	-2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>10,416</b>	<b>15,043</b>	<b>17,627</b>	<b>22,292</b>	<b>25,684</b>	<b>28,913</b>
<b>税前利润</b>	<b>533</b>	<b>604</b>	<b>771</b>	<b>838</b>	<b>1,023</b>	<b>1,238</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	7.2%	7.4%	6.2%	5.2%	5.2%	5.5%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-155	-173	-194	-243	-287	-334	<b>每股指标</b>						
所得税率	29.1%	28.7%	25.1%	29.0%	28.0%	27.0%	每股收益	0.337	0.384	0.514	0.531	0.658	0.807
<b>净利润</b>	<b>378</b>	<b>431</b>	<b>578</b>	<b>595</b>	<b>737</b>	<b>904</b>	每股净资产	1.774	2.025	2.345	2.653	3.033	3.501
少数股东损益	1	1	2	0	0	0	每股经营现金净流	0.486	0.476	0.136	0.156	0.242	0.484
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>377</b>	<b>430</b>	<b>576</b>	<b>595</b>	<b>737</b>	<b>904</b>	每股股利	0.000	0.000	0.060	0.040	0.050	0.060
净利率	5.1%	5.3%	4.7%	3.7%	3.8%	4.0%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	12.42%	12.39%	14.35%	13.10%	14.19%	15.08%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	3.62%	2.86%	3.27%	2.67%	2.87%	3.13%
净利润	378	431	578	595	737	904	投入资本收益率	8.42%	7.53%	10.20%	7.38%	8.41%	9.48%
少数股东损益	1	1	2	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	53	230	378	227	295	410	主营业务收入增长率	8.42%	9.83%	52.00%	31.20%	20.00%	15.00%
非经营收益	135	95	105	250	312	339	EBIT增长率	19.90%	30.13%	48.07%	-1.77%	25.41%	23.27%
营运资金变动	267	58	-828	-803	-930	-824	净利润增长率	21.13%	13.98%	34.06%	3.28%	23.83%	22.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>833</b>	<b>814</b>	<b>232</b>	<b>268</b>	<b>414</b>	<b>829</b>	总资产增长率	3.89%	44.43%	17.17%	26.47%	15.22%	12.57%
资本开支	-52	-81	-197	-1,130	-487	-537	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	0	-116	-100	-150	-180	应收账款周转天数	177.3	160.3	142.6	125.0	135.0	140.0
其他	0	-883	-691	2	2	2	存货周转天数	197.9	279.1	208.9	200.0	192.0	188.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-52</b>	<b>-964</b>	<b>-1,004</b>	<b>-1,228</b>	<b>-635</b>	<b>-715</b>	应付账款周转天数	253.7	293.8	217.0	200.0	200.0	200.0
股权募资	0	0	23	0	0	0	固定资产周转天数	20.5	24.6	19.0	16.4	15.7	15.5
债权募资	-725	1,766	420	1,798	549	459	<b>偿债能力</b>						
其他	-131	-72	-147	-322	-398	-442	净负债/股东权益	33.54%	35.51%	50.76%	72.85%	75.61%	71.01%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-855</b>	<b>1,694</b>	<b>296</b>	<b>1,477</b>	<b>151</b>	<b>17</b>	EBIT利息保障倍数	10.0	11.1	13.9	6.7	6.3	6.9
<b>现金净流量</b>	<b>-75</b>	<b>1,544</b>	<b>-475</b>	<b>516</b>	<b>-70</b>	<b>131</b>	资产负债率	70.82%	76.93%	76.94%	79.40%	79.59%	79.10%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
买入	0	1	2	4	6
增持	0	3	3	5	6
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.75	1.60	1.70	1.71

来源：贝格数据

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	8.40	10.00~12.50
2	2017-07-12	买入	7.23	10.70~13.40
3	2017-08-21	买入	7.80	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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