

山东路桥 (000498)

证券研究报告

2021 年 10 月 25 日

盈利与现金流表现俱佳，地方基建龙头再起航

业绩大超预期，继续看好中长期成长，维持“买入”评级

10 月 24 日晚公司发布 21 年三季报，21Q1-3 公司实现收入 391 亿元，YoY+87%，归母净利润 13.0 亿元，YoY+89%（2020 年发生非同一控制下企业合并，因此追溯调整期初数据，经调整后，若按调整前同比+105%），扣非归母净利润 12.8 亿元，YoY+125%（调整后，若按调整前同比+147%），其中 Q3 单季度收入 168 亿元，YOY+82%，归母净利润 5.2 亿元，YOY+131%（调整后，若按调整前同比+125%），扣非归母净利润 5.3 亿元，YOY+165%（调整后，若按调整前同比+151%），业绩大超我们与市场预期，预计与市政、环保等多品类业务扩张以及强化成本管控、促进降本增效有关，预计 21-23 年业绩 20.1/25.5/32.4 亿元，维持“买入”评级。

净利率提升彰显盈利能力改善，现金净流入大超预期

21Q1-3 公司销售毛利率 10.98%，同比+0.47pct，公司期间费用率 5.16%，同比+0.12pct，其中销售/管理/财务/研发费用率同比分别+0.03/-0.20/+0.30/-0.45pct，21Q1-3 公司资产（含信用）减值损失占收入的比重同比提升 0.53pct 至 0.72%，综合影响下 21Q1-3 公司净利率 4.18%，同比-0.01pct，21Q1-3 公司 CFO 净流入 19.2 亿元，同比多流入 30.2 亿元，为历史同期最好水平，大超预期。21Q1-3 公司收现比 61.9%，同比下降 9.29pct，付现比 71.49%，同比下降 6.62pct。21 年三季度末，公司资产负债率为 78.91%，同比+2.05pct，主要系短期借款同比+12.7 亿元。

21 年省内交通基建计划投资额超 30%，十四五阶段看好细分领域景气度

短期来看，自 2016 年以来，山东省交通实际投资完成额普遍超过当年规划的年度投资目标（16-20 年全省交通基建投资分别超额完成 8.80%/25.80%/69.49%/7.89%/27.9%），21 年的计划投资额相较于 20 年的计划投资额同比增长 30.56%，增速排名全国第五，我们认为 2021 年山东省交通基建投资有望在较高的基数上继续实现稳健增长，其中高速公路、铁路和轨道交通等细分基建领域有望获得较快增长。中长期来看，按照山东省“十四五”综合交通运输规划，到 2025 年，山东省高速公路、铁路和轨道交通通车运营里程较 2020 年分别增加 2527/2639/361 公里，十四五阶段省内细分领域交通基建投资空间仍然广阔。

业绩有望持续高增长，维持“买入”评级

我们看好区域基建的景气度以及公司的竞争优势，维持 21-23 年归母净利润 20.1/25.5/32.4 亿元，参考基建领域其他可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE8.41X，考虑到公司潜在成长速度有望显著好于行业水平，业务布局的不断扩展和成本管控有望持续转化为市占率和盈利能力的提升，给予公司 21 年 7 倍 PE，对应目标价 9.03 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料上涨超预期；工程回款不及预期；项目落地率不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	23,260.48	34,437.33	52,114.01	68,613.24	88,704.99
增长率(%)	57.50	48.05	51.33	31.66	29.28
EBITDA(百万元)	1,823.54	3,128.12	3,377.38	4,281.87	5,387.85
净利润(百万元)	619.78	1,338.65	2,007.92	2,553.70	3,242.13
增长率(%)	(6.61)	115.99	50.00	27.18	26.96
EPS(元/股)	0.40	0.86	1.29	1.64	2.08
市盈率(P/E)	17.52	8.11	5.41	4.25	3.35
市净率(P/B)	1.97	1.26	1.48	1.21	0.99
市销率(P/S)	0.47	0.32	0.29	0.22	0.17
EV/EBITDA	3.60	3.27	4.34	3.24	2.39

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.97 元
目标价格	9.03 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,558.03
流通 A 股股本(百万股)	744.85
A 股总市值(百万元)	10,859.46
流通 A 股市值(百万元)	5,191.62
每股净资产(元)	4.60
资产负债率(%)	78.91
一年内最高/最低(元)	7.56/4.58

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《山东路桥-公司点评:业绩持续大超预期，低估值高成长价值属性凸显》
2021-10-15
- 2 《山东路桥-半年报点评:现金流大超预期，低估值高成长价值属性凸显》
2021-08-31
- 3 《山东路桥-公司点评:21H1 业绩大超预期，低估值高成长价值属性凸显》
2021-07-15

可比公司估值表

表 1：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS(元)				PE (倍)			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600039.SH	四川路桥	487.57	10.21	0.63	0.88	1.12	1.34	16.21	11.60	9.12	7.62
600170.SH	上海建工	293.85	3.30	0.38	0.43	0.49	0.55	8.68	7.67	6.73	6.00
600502.SH	安徽建工	61.62	3.58	0.47	0.60	0.72	0.97	7.62	5.97	4.97	3.69
	平均							10.84	8.41	6.94	5.77
000498.SZ	山东路桥	108.59	6.97	0.86	1.29	1.64	2.08	8.11	5.40	4.25	3.35

注：股价时间 2021/10/24；除山东路桥外，其他业绩预测源自 Wind 一致预期；

资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	3,443.70	7,394.40	11,189.95	14,732.68	19,046.79
应收票据及应收账款	6,210.54	7,191.64	10,179.70	13,072.57	16,495.76
预付账款	329.06	844.68	847.95	1,324.03	1,695.77
存货	9,752.53	1,670.76	10,010.25	10,479.63	14,225.56
其他	2,047.55	23,072.46	23,007.58	21,922.63	25,200.02
流动资产合计	21,783.37	40,173.95	55,235.44	61,531.53	76,663.90
长期股权投资	1,415.67	2,579.21	3,139.21	3,739.21	4,439.21
固定资产	908.40	2,318.55	2,783.75	3,011.16	3,068.17
在建工程	2.03	2,183.60	1,570.52	1,169.37	888.56
无形资产	55.38	187.92	192.32	196.43	198.32
其他	7,844.00	7,589.34	7,025.79	6,564.47	6,132.52
非流动资产合计	10,225.48	14,858.62	14,711.59	14,680.63	14,726.77
资产总计	32,061.23	55,080.92	69,936.03	76,141.16	91,260.68
短期借款	2,210.94	3,609.30	6,325.87	8,592.85	11,638.20
应付票据及应付账款	10,116.50	22,398.08	26,791.96	29,555.19	36,619.40
其他	6,162.27	9,106.98	14,696.81	13,111.84	14,803.86
流动负债合计	18,489.70	35,114.36	47,814.64	51,259.88	63,061.46
长期借款	3,069.57	4,523.59	5,019.74	5,434.23	5,943.42
应付债券	1,620.00	1,820.00	1,900.00	2,000.00	1,906.67
其他	630.24	728.47	730.00	696.24	718.23
非流动负债合计	5,319.81	7,072.06	7,649.74	8,130.47	8,568.32
负债合计	23,809.51	42,186.42	55,464.38	59,390.35	71,629.78
少数股东权益	2,740.06	4,248.93	4,331.33	4,388.77	4,448.20
股本	1,711.67	2,148.49	2,148.49	2,148.49	2,148.49
资本公积	(33.96)	1,238.04	1,238.04	1,238.04	1,238.04
留存收益	3,694.81	6,224.87	7,991.84	10,213.56	13,034.21
其他	139.13	(965.82)	(1,238.04)	(1,238.04)	(1,238.04)
股东权益合计	8,251.71	12,894.50	14,471.65	16,750.81	19,630.89
负债和股东权益总计	32,061.23	55,080.92	69,936.03	76,141.16	91,260.68

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	819.31	1,475.51	2,007.92	2,553.70	3,242.13
折旧摊销	158.51	345.37	213.48	279.64	329.92
财务费用	157.23	341.13	296.19	382.01	498.78
投资损失	(34.66)	(108.43)	(40.00)	(10.00)	(5.00)
营运资金变动	(4,380.62)	(15,353.50)	(1,267.84)	(1,772.54)	(2,314.09)
其它	3,328.05	14,274.40	149.08	97.45	118.43
经营活动现金流	47.83	974.49	1,358.83	1,530.25	1,870.16
资本支出	1,051.47	5,088.96	68.47	143.76	86.00
长期投资	1,141.36	1,163.54	560.00	600.00	700.00
其他	(5,416.34)	(8,582.86)	(672.47)	(803.76)	(888.00)
投资活动现金流	(3,223.51)	(2,330.36)	(44.01)	(60.00)	(102.00)
债权融资	7,164.47	10,755.52	14,045.61	16,832.08	20,298.29
股权融资	33.81	1,669.78	(564.97)	(378.57)	(495.33)
其他	(3,922.73)	(8,397.05)	(10,999.91)	(14,381.04)	(17,257.00)
筹资活动现金流	3,275.55	4,028.25	2,480.73	2,072.47	2,545.95
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	99.86	2,672.38	3,795.55	3,542.73	4,314.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	23,260.48	34,437.33	52,114.01	68,613.24	88,704.99
营业成本	21,102.73	30,864.96	46,724.05	61,469.62	79,409.51
营业税金及附加	57.71	74.58	106.83	133.80	168.54
营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	522.91	793.59	1,042.28	1,303.65	1,649.91
研发费用	335.41	746.56	1,198.62	1,783.94	2,528.09
财务费用	121.89	209.53	296.19	382.01	498.78
资产减值损失	(102.86)	(84.98)	(75.00)	(90.00)	(105.00)
公允价值变动收益	0.91	14.99	6.68	(20.00)	(1.00)
投资净收益	34.66	108.43	40.00	10.00	5.00
其他	119.49	(111.90)	56.65	200.00	202.00
营业利润	1,067.63	1,821.56	2,717.70	3,440.22	4,349.15
营业外收入	7.32	4.24	4.00	3.50	3.00
营业外支出	5.15	8.33	7.00	8.00	8.00
利润总额	1,069.80	1,817.47	2,714.70	3,435.72	4,344.15
所得税	250.49	341.96	624.38	824.57	1,042.60
净利润	819.31	1,475.51	2,090.32	2,611.15	3,301.56
少数股东损益	199.53	136.86	82.40	57.45	59.43
归属于母公司净利润	619.78	1,338.65	2,007.92	2,553.70	3,242.13
每股收益（元）	0.40	0.86	1.29	1.64	2.08

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	57.50%	48.05%	51.33%	31.66%	29.28%
营业利润	17.90%	70.62%	49.20%	26.59%	26.42%
归属于母公司净利润	-6.61%	115.99%	50.00%	27.18%	26.96%
获利能力					
毛利率	9.28%	10.37%	10.34%	10.41%	10.48%
净利率	2.66%	3.89%	3.85%	3.72%	3.65%
ROE	11.24%	15.48%	19.80%	20.66%	21.35%
ROIC	32.88%	40.54%	26.74%	29.62%	32.69%
偿债能力					
资产负债率	74.26%	76.59%	79.31%	78.00%	78.49%
净负债率	45.09%	26.07%	19.73%	12.53%	6.38%
流动比率	1.18	1.15	1.16	1.20	1.22
速动比率	0.65	1.10	0.95	1.00	0.99
营运能力					
应收账款周转率	4.20	5.14	6.00	5.90	6.00
存货周转率	2.74	6.03	8.92	6.70	7.18
总资产周转率	0.83	0.79	0.83	0.94	1.06
每股指标（元）					
每股收益	0.40	0.86	1.29	1.64	2.08
每股经营现金流	0.03	0.63	0.87	0.98	1.20
每股净资产	3.54	5.55	4.72	5.75	7.07
估值比率					
市盈率	17.52	8.11	5.41	4.25	3.35
市净率	1.97	1.26	1.48	1.21	0.99
EV/EBITDA	3.60	3.27	4.34	3.24	2.39
EV/EBIT	3.83	3.52	4.63	3.47	2.55

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com