

山东路桥 (000498)

Q2 订单同比增长 126%，看好公司养护业务布局

Q2 订单高增，看好中长期成长性

公司发布二季度经营数据，山东路桥 Q2 新签订单 328.06 亿元，同比增长 126%；23H1 累计新签订单为 530.92 亿元，同比增长 141%，订单延续了 22 年下半年以来的高增长，后续为业绩释放形成较好的支撑。考虑到区域基建景气度高增，叠加养护业务布局的持续完善，我们看好公司中长期成长，预计 23-25 年归母净利润为 28.85/33.65/39.44 亿元，当前市值对应 PE 倍数为 3.6/3.08/2.63 倍，若给予 23 年 6xPE，对应市值空间达 67%，维持“买入”评级。

收购交建集团壮大养护业务，资源整合发挥协同效应

22 年公司养护业务实现收入 32.82 亿，占比 5.05%，毛利率为 16.6%，高于传统路桥施工业务 4.9pct。其收购的交建集团主营业务为路桥养护，在莱芜、烟台莱阳等地均设有养护基地，与山东路桥绿色养护基地可形成区位互补。其“公路养护基地生产智慧管控系统”已开始应用其养护基地生产运营，该系统通过对养护基地关键参数的实时采集、传输、分析、预警、评价，大幅提升了养护基地的生产效率，降低了养护基地的管控成本。此次交易完成后，有利于加强内部协同和养护市场的共同开拓，整合交建集团的施工业务板块，解决高速集团与山东路桥的同业竞争问题，扩大上市公司的资产规模，提升整体市场竞争力，公司盈利能力有望提升。

区域基建景气高增助力腾飞，省外市场开拓步伐扎实

23 年山东省交通投资计划完成 3100 亿以上，同比增速达 15%，22 年中标金额 876.2 亿，为 22 年收入的 1.35 倍，我们看好区域基建的景气度以及公司的竞争优势。在巩固山东传统市场的同时，加大对省外、国外市场开拓力度，聚焦区域化经营，深化二次开发。扎根四川、云南、河南等重点区域，合理布局永临结合的绿色养护基地，推进“滚动式发展”，22 年国内省外中标 339.4 亿元，占比 38.7%。22 年公司加快海外业务布局，海外订单首次突破 60 亿，订单占比达 7.4%，首次开拓尼泊尔、坦桑尼亚、阿联酋、土耳其等多个国家市场。

看好公司养护业务布局，维持“买入”评级

考虑到公司收购交建集团后将持续完善养护业务布局，叠加订单自 22 年下半年以来维持高增，为后续业绩释放奠定基础，我们略微上调 23/24/25 年公司归母净利润至 28.85/33.65/39.44 亿（前值为 27/33/38 亿），可比公司 23 年平均 PE 为 6.2 倍，认可给予 23 年公司约 6 倍 PE，对应目标价 11.09 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨超预期；工程回款不及预期；项目落地进度不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	57,522.29	65,018.94	73,304.76	85,061.23	98,786.91
增长率(%)	67.03	13.03	12.74	16.04	16.14
EBITDA(百万元)	6,226.74	7,459.75	6,494.51	7,711.47	9,111.34
归属母公司净利润(百万元)	2,134.92	2,504.64	2,884.60	3,365.48	3,944.16
增长率(%)	59.48	17.32	15.17	16.67	17.19
EPS(元/股)	1.37	1.60	1.85	2.16	2.53
市盈率(P/E)	4.86	4.14	3.60	3.08	2.63
市净率(P/B)	0.77	0.66	0.59	0.50	0.43
市销率(P/S)	0.18	0.16	0.14	0.12	0.11
EV/EBITDA	2.61	2.42	2.31	2.45	2.45

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	6.65 元
目标价格	11.09 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,560.99
流通 A 股股本(百万股)	1,457.89
A 股总市值(百万元)	10,380.57
流通 A 股市值(百万元)	9,694.99
每股净资产(元)	8.32
资产负债率(%)	78.03
一年内最高/最低(元)	10.52/6.34

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	wangtaoa@tfzq.com
王雯	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005	wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《山东路桥-公司点评:拟收购交建集团协同优势显著，看好公司成长前景》2023-06-11
- 《山东路桥-年报点评报告:Q1 订单大幅增长 170%，现金流迈入实质性改善阶段》2023-04-26
- 《山东路桥-公司点评:业绩增长符合预期，看好后续订单改善延续》2023-01-19

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价 格(元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600039.SH	四川路桥	846.28	9.71	1.81	1.59	1.93	2.34	5.36	6.12	5.04	4.15
601186.SH	中国铁建	1405.48	10.35	1.76	2.17	2.42	2.67	5.88	4.76	4.27	3.88
600502.SH	安徽建工	94.07	5.48	0.80	0.97	1.17	1.38	6.85	5.62	4.67	3.97
601800.SH	中国交建	1802.01	11.08	1.09	1.32	1.47	1.63	10.17	8.39	7.55	6.81
平均								7.07	6.22	5.38	4.70
000498.SZ	山东路桥	103.81	6.65	1.60	1.85	2.16	2.53	4.14	3.60	3.08	2.63

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：时间截止于 2023/7/25，除山东路桥外，其余均为 Wind 一致预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,304.94	6,701.23	5,864.38	6,804.90	7,902.95	营业收入	57,522.29	65,018.94	73,304.76	85,061.23	98,786.91
应收票据及应收账款	9,976.69	11,215.53	13,443.37	16,564.34	18,285.49	营业成本	50,753.18	57,092.72	64,337.40	74,488.39	86,349.24
预付账款	1,782.91	1,488.83	1,665.97	2,259.89	2,291.09	营业税金及附加	129.08	152.38	165.56	187.39	227.44
存货	2,498.30	2,571.00	2,969.16	3,362.35	4,073.28	销售费用	11.23	5.75	7.33	8.51	10.86
其他	8,150.76	10,071.25	55,588.58	62,639.99	68,114.71	管理费用	1,379.77	1,531.66	1,715.33	1,956.41	2,252.34
流动资产合计	29,713.59	32,047.84	79,531.47	91,631.46	100,667.52	研发费用	1,257.45	1,682.70	1,891.26	2,177.57	2,509.19
长期股权投资	4,897.90	5,778.46	5,778.46	5,778.46	5,778.46	财务费用	487.60	391.45	698.12	1,058.46	1,269.20
固定资产	3,237.38	3,543.35	3,584.75	3,586.15	3,427.55	资产/信用减值损失	(371.87)	(521.50)	(200.00)	(150.00)	(150.00)
在建工程	2,929.65	4,667.15	4,667.15	6,167.15	6,167.15	公允价值变动收益	(13.52)	0.05	0.00	0.00	0.00
无形资产	364.74	419.04	404.14	389.25	374.36	投资净收益	166.29	195.19	183.14	155.00	100.00
其他	10,289.62	15,348.16	16,594.01	16,876.67	17,373.34	其他	329.41	609.45	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	21,719.30	29,756.16	31,028.51	32,797.68	33,120.85	营业利润	3,393.67	3,879.08	4,472.89	5,189.51	6,118.64
资产总计	83,386.87	103,050.01	110,559.98	124,429.14	133,788.37	营业外收入	11.78	24.36	11.92	15.00	6.00
短期借款	4,491.13	5,965.59	7,103.87	10,271.94	13,378.53	营业外支出	13.67	14.41	10.39	11.70	12.54
应付票据及应付账款	37,253.34	47,415.51	50,162.88	53,293.22	52,244.74	利润总额	3,391.78	3,889.03	4,474.42	5,192.81	6,112.10
其他	11,932.43	12,320.97	16,020.87	18,805.60	20,741.62	所得税	640.74	715.98	824.64	955.48	1,124.63
流动负债合计	53,676.90	65,702.07	73,287.62	82,370.76	86,364.89	净利润	2,751.04	3,173.05	3,649.79	4,237.33	4,987.47
长期借款	5,299.11	8,285.72	7,720.47	8,268.56	8,716.41	少数股东损益	616.12	668.41	765.18	871.85	1,043.31
应付债券	1,800.00	2,800.00	3,283.60	3,767.20	4,250.80	归属于母公司净利润	2,134.92	2,504.64	2,884.60	3,365.48	3,944.16
其他	740.72	962.83	690.00	757.85	853.56	每股收益(元)	1.37	1.60	1.85	2.16	2.53
非流动负债合计	7,839.84	12,048.55	11,694.07	12,793.61	13,820.78						
负债合计	63,373.71	80,097.75	84,981.69	95,164.37	100,185.66						
少数股东权益	6,488.11	7,242.61	7,915.97	8,674.48	9,582.16	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	2,149.60	2,152.16	1,560.99	1,560.99	1,560.99	成长能力					
资本公积	1,271.75	1,289.35	1,291.22	1,291.22	1,291.22	营业收入	67.03%	13.03%	12.74%	16.04%	16.14%
留存收益	6,964.81	9,136.26	11,674.71	14,602.68	18,034.11	营业利润	86.31%	14.30%	15.31%	16.02%	17.90%
其他	3,138.91	3,131.88	3,135.40	3,135.40	3,134.23	归属于母公司净利润	59.48%	17.32%	15.17%	16.67%	17.19%
股东权益合计	20,013.16	22,952.26	25,578.29	29,264.77	33,602.70	获利能力					
负债和股东权益总计	83,386.87	103,050.01	110,559.98	124,429.14	133,788.37	毛利率	11.77%	12.19%	12.23%	12.43%	12.59%
						净利率	3.71%	3.85%	3.94%	3.96%	3.99%
						ROE	15.78%	15.94%	16.33%	16.35%	16.42%
						ROIC	36.27%	21.14%	22.26%	22.87%	20.74%
						偿债能力					
						资产负债率	76.00%	77.73%	76.86%	76.48%	74.88%
						净负债率	33.02%	49.69%	52.39%	57.44%	59.13%
						流动比率	1.11	1.08	1.09	1.11	1.17
						速动比率	1.07	1.04	1.04	1.07	1.12
						营运能力					
						应收账款周转率	6.70	6.14	5.95	5.67	5.67
						存货周转率	27.59	25.65	26.46	26.87	26.57
						总资产周转率	0.83	0.70	0.69	0.72	0.77
						每股指标(元)					
						每股收益	1.37	1.60	1.85	2.16	2.53
						每股经营现金流	-1.51	0.10	0.37	0.50	0.06
						每股净资产	8.66	10.06	11.31	13.19	15.39
						估值比率					
						市盈率	4.86	4.14	3.60	3.08	2.63
						市净率	0.77	0.66	0.59	0.50	0.43
						EV/EBITDA	2.61	2.42	2.31	2.45	2.45
						EV/EBIT	2.84	2.68	2.72	2.90	2.92

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,751.04	3,173.05	2,884.60	3,365.48	3,944.16
折旧摊销	591.24	861.77	973.49	1,213.49	1,473.49
财务费用	637.62	890.71	698.12	1,058.46	1,269.20
投资损失	(166.29)	(195.19)	(183.14)	(155.00)	(100.00)
营运资金变动	(9,414.31)	(10,001.51)	(4,563.00)	(5,579.21)	(7,541.42)
其它	3,244.21	5,423.15	765.18	871.85	1,043.31
经营活动现金流	(2,356.48)	151.97	575.27	775.08	88.76
资本支出	4,799.61	3,495.98	1,272.83	2,632.15	1,204.29
长期投资	2,318.69	880.55	0.00	0.00	0.00
其他	(10,063.56)	(7,458.25)	(2,119.69)	(5,207.15)	(2,434.29)
投资活动现金流	(2,945.25)	(3,081.71)	(846.86)	(2,575.00)	(1,230.00)
债权融资	2,670.05	3,802.40	458.50	3,291.29	2,888.84
股权融资	2,706.49	(181.86)	(1,023.76)	(550.85)	(649.54)
其他	(398.23)	(1,491.35)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	4,978.31	2,129.19	(565.26)	2,740.44	2,239.30
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(323.42)	(800.55)	(836.85)	940.52	1,098.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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