

山东路桥（000498）

证券研究报告

2023 年 10 月 27 日

盈利能力阶段性承压，看好 Q4 经营反转

收入阶段性承压，新签项目进度放缓

公司发布 23 年三季报，23Q1-3 实现营收 455.63 亿元，同比-2.09%，归母净利润为 14.07 亿元，同比-16.11%，扣非归母净利润为 12.75 亿元，同比-12.35%。其中 Q3 单季度实现营收 143.55 亿元，同比-7.82%，归母净利润为 2.87 亿元，同比-49.70%，扣非归母净利润为 2.68 亿元，同比-44.60%。我们判断 23 年前三季度营收同比下降主要受土地政策、征拆等因素影响，利润同比下降主要由于新签项目进度放缓、产值降低，与此同时应收款项及合同资产减值计提以及财务费用同比增加较多对利润有所侵蚀。

毛/净利率基本稳定，现金流短暂承压

23Q1-3 综合毛利率为 12.10%，同比提升 0.92pct，期间费用率为 6.18%，同比上升 1.07pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动 0.0/+0.22/+0.34/+0.51pct，其中财务费用同比增加 2.27 亿元，主要系有息负债同比增加较多（短期借款同比+38.28 亿，长期借款同比+28.07 亿），23Q1-3 公司资产及信用减值损失为 3.50 亿元，较去年同期增加 1.10 亿元，其中信用减值损失同比多计提 1.19 亿元。综合影响下，23Q1-3 公司净利率为 3.98%，同比下降 0.40pct。现金流有所承压，23Q1-3CFO 净额为-35.98 亿元，较去年同期多流出 18.88 亿元，主要系 23Q1-3 销售回款与采购支付时间错配所致，收/付现比分别为 76.25%/87.69%，分别同比+5.98pct/+13.45pct。23Q1-3 公司资产负债率为 78.11%，同比小幅提升 0.38pct，总体维持较为稳定水平。

看好万亿国债增发加码基建投资，水利投资景气持续回升

10 月 24 日人大常委会批准国务院增发国债和 23 年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发 23 年国债 1 万亿，资金将重点用于灾后恢复重建、重点防洪治理工程、水土流失治理工程、自然灾害应急能力提升工程等八大方面。我们认为水利投资政策加码，对于传统基建景气的回升起到较好的作用，公司积极布局水利业务，拥有灌溉排涝、河道整治等专业甲级资质，有望优先受益。同时公司持续开拓省内外新增基建项目市场，扩大整体业务规模，传统基建业务景气持续回升。

看好中长期增长潜力，维持“买入”评级

考虑到近期万亿国债以及专项债额度提前下达，叠加十四五阶段山东基建维持高景气，我们看好公司传统主业景气的回升，经营情况有望实现回暖。但考虑到公司经营环境、新签项目进度放缓等因素影响，我们调整 23-25 年归母净利润至 25.8/29.7/34.2 亿元（前值为 28.9/33.7/39.4 亿元），对应 PE 为 3.6/3.2/2.7 倍，参考可比公司 23 年 5 倍平均 PE，认可给予公司 23 年 5 倍 PE，目标价为 8.27 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	71,627.49	80,975.57	92,936.34
增长率(%)	67.03	13.03	10.16	13.05	14.77
EBITDA(百万元)	6,226.74	7,459.75	6,289.66	7,399.92	8,577.65
归属母公司净利润(百万元)	2,134.92	2,504.64	2,582.83	2,972.97	3,424.00
增长率(%)	59.48	17.32	3.12	15.10	15.17
EPS(元/股)	1.37	1.60	1.65	1.90	2.19
市盈率(P/E)	4.40	3.75	3.64	3.16	2.74
市净率(P/B)	0.69	0.60	0.54	0.47	0.41
市销率(P/S)	0.16	0.14	0.13	0.12	0.10
EV/EBITDA	2.61	2.42	2.19	2.37	2.33

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	6.02 元
目标价格	8.27 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)	1,457.85
A 股总市值(百万元)	9,397.15
流通 A 股市值(百万元)	8,776.25
每股净资产(元)	8.12
资产负债率(%)	78.11
一年内最高/最低(元)	8.69/5.70

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

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-半年报点评:Q2 新签订单高增长，静待下半年业绩反转》
2023-08-30
- 《山东路桥-公司点评:Q2 订单同比增长 126%，看好公司养护业务布局》
2023-07-26
- 《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

1.可比公司估值表

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				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600039.SH	四川路桥	682.43	7.83	1.81	1.60	1.94	2.37	4.33	4.90	4.03	3.30
601186.SH	中国铁建	1095.87	8.07	1.76	2.16	2.40	2.65	4.59	3.73	3.36	3.05
600502.SH	安徽建工	83.77	4.88	0.80	0.95	1.15	1.37	6.10	5.14	4.25	3.57
601800.SH	中国交建	1335.25	8.21	1.09	1.31	1.46	1.62	7.53	6.26	5.62	5.08
平均								5.64	5.01	4.32	3.75
000498.SZ	山东路桥	93.97	6.02	1.60	1.65	1.90	2.19	3.75	3.64	3.16	2.74

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：时间截止于 2023/10/27，除山东路桥之外其余均为 Wind 一致预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,304.94	6,701.23	5,730.20	6,478.05	7,434.91
应收票据及应收账款	9,976.69	11,215.53	12,879.16	15,462.29	16,290.96
预付账款	1,782.91	1,488.83	1,598.78	2,142.29	2,147.76
存货	2,498.30	2,571.00	2,851.17	3,182.32	3,826.99
其他	8,150.76	10,071.25	53,482.67	59,865.79	64,245.91
流动资产合计	29,713.59	32,047.84	76,541.98	87,130.74	93,946.53
长期股权投资	4,897.90	5,778.46	5,778.46	5,778.46	5,778.46
固定资产	3,237.38	3,543.35	3,584.75	3,586.15	3,427.55
在建工程	2,929.65	4,667.15	4,667.15	6,167.15	6,167.15
无形资产	364.74	419.04	404.14	389.25	374.36
其他	10,289.62	15,348.16	16,594.01	16,876.67	17,373.34
非流动资产合计	21,719.30	29,756.16	31,028.51	32,797.68	33,120.85
资产总计	83,386.87	103,050.01	107,570.49	119,928.42	127,067.38
短期借款	4,491.13	5,965.59	7,051.30	10,020.61	12,283.77
应付票据及应付账款	37,253.34	47,415.51	48,084.64	50,501.82	48,985.20
其他	11,932.43	12,320.97	15,737.78	18,382.79	20,158.68
流动负债合计	53,676.90	65,702.07	70,873.72	78,905.23	81,427.66
长期借款	5,299.11	8,285.72	7,480.89	7,999.32	8,270.86
应付债券	1,800.00	2,800.00	3,283.60	3,767.20	4,250.80
其他	740.72	962.83	690.00	757.85	853.56
非流动负债合计	7,839.84	12,048.55	11,454.49	12,524.38	13,375.22
负债合计	63,373.71	80,097.75	82,328.20	91,429.61	94,802.88
少数股东权益	6,488.11	7,242.61	7,845.53	8,515.57	9,303.55
股本	2,149.60	2,152.16	1,560.99	1,560.99	1,560.99
资本公积	1,271.75	1,289.35	1,291.22	1,291.22	1,291.22
留存收益	6,964.81	9,136.26	11,409.15	13,995.64	16,974.52
其他	3,138.91	3,131.88	3,135.40	3,135.40	3,134.23
股东权益合计	20,013.16	22,952.26	25,242.29	28,498.81	32,264.50
负债和股东权益总计	83,386.87	103,050.01	107,570.49	119,928.42	127,067.38

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,751.04	3,173.05	2,582.83	2,972.97	3,424.00
折旧摊销	591.24	861.77	973.49	1,213.49	1,473.49
财务费用	637.62	890.71	691.37	1,042.55	1,216.58
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)	(4,069.02)	(5,113.53)	(6,090.61)
其它	3,244.21	5,423.15	685.14	770.17	905.72
经营活动现金流	(2,356.48)	151.97	680.67	730.65	829.18
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	173.10	3,078.80	1,921.71
股权融资	2,706.49	(181.86)	(977.94)	(486.61)	(564.03)
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	(804.84)	2,592.19	1,357.68
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)	(971.03)	747.85	956.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	57,522.29	65,018.94	71,627.49	80,975.57	92,936.34
营业成本	50,753.18	57,092.72	62,967.13	70,982.25	81,398.47
营业税金及附加	129.08	152.38	161.77	178.39	213.97
销售费用	11.23	5.75	7.16	8.10	10.21
管理费用	1,379.77	1,531.66	1,690.41	1,862.44	2,118.95
研发费用	1,257.45	1,682.70	1,847.99	2,072.97	2,360.58
财务费用	487.60	391.45	691.37	1,042.55	1,216.58
资产/信用减值损失	(371.87)	(521.50)	(440.00)	(400.00)	(405.00)
公允价值变动收益	(13.52)	0.05	0.00	0.00	0.00
投资净收益	166.29	195.19	183.14	155.00	100.00
其他	329.41	609.45	0.00	0.00	0.00
营业利润	3,393.67	3,879.08	4,004.80	4,583.87	5,312.57
营业外收入	11.78	24.36	11.92	15.00	6.00
营业外支出	13.67	14.41	10.39	11.70	12.54
利润总额	3,391.78	3,889.03	4,006.33	4,587.17	5,306.03
所得税	640.74	715.98	738.37	844.04	976.31
净利润	2,751.04	3,173.05	3,267.97	3,743.13	4,329.72
少数股东损益	616.12	668.41	685.14	770.17	905.72
归属于母公司净利润	2,134.92	2,504.64	2,582.83	2,972.97	3,424.00
每股收益（元）	1.37	1.60	1.65	1.90	2.19

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	67.03%	13.03%	10.16%	13.05%	14.77%
营业利润	86.31%	14.30%	3.24%	14.46%	15.90%
归属于母公司净利润	59.48%	17.32%	3.12%	15.10%	15.17%
获利能力					
毛利率	11.77%	12.19%	12.09%	12.34%	12.41%
净利率	3.71%	3.85%	3.61%	3.67%	3.68%
ROE	15.78%	15.94%	14.85%	14.88%	14.91%
ROIC	36.27%	21.14%	20.22%	21.06%	18.95%
偿债能力					
资产负债率	76.00%	77.73%	76.53%	76.24%	74.61%
净负债率	33.02%	49.69%	52.46%	58.30%	58.26%
流动比率	1.11	1.08	1.08	1.10	1.15
速动比率	1.07	1.04	1.04	1.06	1.11
营运能力					
应收账款周转率	6.70	6.14	5.95	5.71	5.85
存货周转率	27.59	25.65	26.42	26.84	26.52
总资产周转率	0.83	0.70	0.68	0.71	0.75
每股指标（元）					
每股收益	1.37	1.60	1.65	1.90	2.19
每股经营现金流	-1.51	0.10	0.44	0.47	0.53
每股净资产	8.66	10.06	11.14	12.80	14.71
估值比率					
市盈率	4.40	3.75	3.64	3.16	2.74
市净率	0.69	0.60	0.54	0.47	0.41
EV/EBITDA	2.61	2.42	2.19	2.37	2.33
EV/EBIT	2.84	2.68	2.60	2.83	2.81

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com