

# 山东路桥 (000498)

证券研究报告  
2024年10月30日

## Q3 业绩表现亮眼，重视优质地方国企基本面底部反转

### 经营质量改善，利润稳步增长

24Q1-3 公司实现营收 426.79 亿，同比-6.33%，归母、扣非净利润为 14.56、13.10 亿，同比+3.52%、+2.77%，其中 Q3 单季度实现营收 141.82 亿，同比-1.20%，归母、扣非净利润为 4.37、4.00 亿，同比+52.54%、+49.20%。Q3 业绩表现亮眼主要系毛利率提升以及费用率下滑。24Q3 公司计划分红 0.16 亿（含税），分红比例为 1.07%。

### 毛利率有所改善，净利率同比提升

24 年前三季度公司综合毛利率为 12.30%，同比+0.20pct，Q3 单季毛利率为 12.61%，同比+0.67pct，环比+0.44pct。24Q1-3 期间费用率小幅上行 0.19pct 至 6.36%，销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.01%、2.36%、2.39%、1.60%，分别同比+0.00pct、-0.10pct、-0.04pct、+0.32pct；资产及信用减值损失为 4.49 亿，较去年同期增加 1 亿，其中信用减值损失同比+31.65%，主要系应收款项余额增加、组合账龄变化所致；投资收益为 1.18 亿，同比增加 0.61 亿，综合影响下公司净利率为 4.20%，同比+0.21pct，Q3 单季净利率提升 0.63pct 至 3.48%。24Q1-3CFO 净额为-60.30 亿元，较去年同期多流出 24.31 亿元，收/付现比分别为 74.06%/86.25%，分别同比-2.19pct/-1.44pct。

### 省内基建景气度延续，逆周期调节或助力公司基本面反转

公司巩固山东传统市场，子公司路桥集团中标并签约龙烟铁路市域化改造工程总包 LYSG-1 标段，合同金额为 10.96 亿元。山东省前三季度固定资产投资同比+3.9%，基础设施加快建设，交通、水利和能源领域分别完成投资 2430 亿元、623 亿元和 1665 亿元，分别达到年度计划的 75%、89%和 83%，省内基建景气度延续。考虑到四季度财政刺激预期升温，一揽子化债增量政策持续推进，地方项目有望加速推进，我们认为逆周期调节下公司基本面有望迎来底部反转。

### 看好中长期增长潜力，维持“买入”评级

考虑到近期一揽子化债增量政策持续推进，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，并上调公司盈利预测，预计 24-26 年公司归母净利润为 23.8、26.4、29.5 亿（前值 22.9、25.0、27.4 亿），对应 PE 为 4、3.6、3.2 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**基建投资弱于预期、减值风险、实物工作量落实较慢、地方债压力较大。

### 投资评级

行业	建筑装饰/基础设施建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.04 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,561.00
流通 A 股股本(百万股)	1,457.90
A 股总市值(百万元)	9,428.42
流通 A 股市值(百万元)	8,805.74
每股净资产(元)	9.04
资产负债率(%)	77.25
一年内最高/最低(元)	6.70/4.73

### 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

**王悦宜** 联系人  
wangyueyi@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《山东路桥-年报点评报告:毛利率改善明显，新签订单高增有望助力业绩提升》 2024-04-15
- 《山东路桥-季报点评:盈利能力阶段性承压，看好 Q4 经营反转》 2023-10-27
- 《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

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	65,018.94	73,024.16	71,909.78	77,600.71	84,223.58
增长率(%)	13.03	12.31	(1.53)	7.91	8.53
EBITDA(百万元)	7,459.75	9,006.09	6,828.73	7,802.57	8,203.69
归属母公司净利润(百万元)	2,504.64	2,288.68	2,381.07	2,637.76	2,947.45
增长率(%)	17.32	(8.62)	4.04	10.78	11.74
EPS(元/股)	1.60	1.47	1.53	1.69	1.89
市盈率(P/E)	3.76	4.12	3.96	3.57	3.20
市净率(P/B)	0.60	0.42	0.45	0.40	0.35
市销率(P/S)	0.15	0.13	0.13	0.12	0.11
EV/EBITDA	2.42	2.02	2.82	3.01	2.71

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,701.23	8,172.60	5,752.78	6,208.06	6,737.89	营业收入	65,018.94	73,024.16	71,909.78	77,600.71	84,223.58
应收票据及应收账款	11,215.53	16,046.32	10,720.10	21,182.42	11,571.20	营业成本	57,092.72	63,582.02	62,461.11	67,209.95	72,934.87
预付账款	1,488.83	1,739.58	1,588.63	2,026.50	1,896.56	营业税金及附加	152.38	175.43	172.75	186.42	202.33
存货	2,571.00	3,016.00	2,362.60	3,350.25	2,930.26	销售费用	5.75	7.39	7.19	7.76	9.26
其他	10,071.25	16,742.26	56,233.61	74,617.81	76,833.01	管理费用	1,531.66	1,685.24	1,653.92	1,707.22	1,920.30
<b>流动资产合计</b>	<b>32,047.84</b>	<b>45,716.75</b>	<b>76,657.71</b>	<b>107,385.03</b>	<b>99,968.91</b>	研发费用	1,682.70	2,213.30	2,135.72	2,304.74	2,476.17
长期股权投资	5,778.46	7,692.74	7,692.74	7,692.74	7,692.74	财务费用	391.45	853.49	972.88	1,478.31	1,600.56
固定资产	3,543.35	4,291.65	4,557.17	4,782.68	4,848.20	资产/信用减值损失	(521.50)	(1,025.75)	(715.00)	(670.00)	(388.00)
在建工程	4,667.15	288.42	288.42	1,788.42	1,788.42	公允价值变动收益	0.05	3.40	0.10	0.10	0.20
无形资产	419.04	6,233.10	6,194.74	6,156.38	6,118.02	投资净收益	195.19	196.93	111.71	155.00	100.00
其他	15,348.16	20,229.99	21,151.00	22,362.24	23,662.80	其他	609.45	1,604.46	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>29,756.16</b>	<b>38,735.91</b>	<b>39,884.07</b>	<b>42,782.46</b>	<b>44,110.19</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,879.08</b>	<b>3,728.26</b>	<b>3,903.01</b>	<b>4,191.42</b>	<b>4,792.29</b>
<b>资产总计</b>	<b>103,050.01</b>	<b>139,538.78</b>	<b>116,541.78</b>	<b>150,167.49</b>	<b>144,079.10</b>	营业外收入	24.36	13.13	13.38	15.00	6.00
短期借款	5,965.59	7,889.33	12,422.25	16,441.61	16,702.63	营业外支出	14.41	24.51	24.00	24.00	24.00
应付票据及应付账款	47,415.51	62,086.13	40,280.69	61,281.01	52,173.23	<b>利润总额</b>	<b>3,889.03</b>	<b>3,716.88</b>	<b>3,892.39</b>	<b>4,182.42</b>	<b>4,774.29</b>
其他	12,320.97	16,588.33	16,875.31	21,093.78	19,664.08	所得税	715.98	644.85	700.63	752.83	859.37
<b>流动负债合计</b>	<b>65,702.07</b>	<b>86,563.79</b>	<b>69,578.25</b>	<b>98,816.40</b>	<b>88,539.94</b>	<b>净利润</b>	<b>3,173.05</b>	<b>3,072.03</b>	<b>3,191.76</b>	<b>3,429.58</b>	<b>3,914.92</b>
长期借款	8,285.72	10,125.02	6,690.67	7,407.17	6,390.25	少数股东损益	668.41	783.35	810.69	791.82	967.46
应付债券	2,800.00	6,958.98	7,442.58	7,926.18	8,409.78	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,504.64</b>	<b>2,288.68</b>	<b>2,381.07</b>	<b>2,637.76</b>	<b>2,947.45</b>
其他	962.83	1,046.19	1,108.96	1,175.50	1,246.03	每股收益(元)	1.60	1.47	1.53	1.69	1.89
<b>非流动负债合计</b>	<b>12,048.55</b>	<b>18,130.19</b>	<b>15,242.22</b>	<b>16,508.85</b>	<b>16,046.07</b>						
<b>负债合计</b>	<b>80,097.75</b>	<b>106,865.58</b>	<b>84,820.47</b>	<b>115,325.26</b>	<b>104,586.00</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	7,242.61	9,981.47	10,719.20	11,439.75	12,320.15	<b>成长能力</b>					
股本	2,152.16	2,152.52	1,561.00	1,561.00	1,561.00	营业收入	13.03%	12.31%	-1.53%	7.91%	8.53%
资本公积	1,289.35	206.68	206.68	206.68	206.68	营业利润	14.30%	-3.89%	4.69%	7.39%	14.34%
留存收益	9,136.26	10,670.92	12,837.69	15,238.05	17,920.23	归属于母公司净利润	17.32%	-8.62%	4.04%	10.78%	11.74%
其他	3,131.88	9,661.61	6,396.75	6,396.75	7,485.04	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>22,952.26</b>	<b>32,673.20</b>	<b>31,721.31</b>	<b>34,842.23</b>	<b>39,493.09</b>	毛利率	12.19%	12.93%	13.14%	13.39%	13.40%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>103,050.01</b>	<b>139,538.78</b>	<b>116,541.78</b>	<b>150,167.49</b>	<b>144,079.10</b>	净利率	3.85%	3.13%	3.31%	3.40%	3.50%
						ROE	15.94%	10.09%	11.34%	11.27%	10.85%
						ROIC	21.14%	19.99%	13.92%	15.09%	13.98%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	资产负债率	77.73%	76.58%	72.78%	76.80%	72.59%
净利润	3,173.05	3,072.03	2,381.07	2,637.76	2,947.45	净负债率	49.69%	56.10%	70.71%	78.48%	67.51%
折旧摊销	861.77	696.99	772.84	1,012.84	1,272.84	流动比率	1.08	1.14	1.10	1.09	1.13
财务费用	890.71	1,270.11	972.88	1,478.31	1,600.56	速动比率	1.04	1.10	1.07	1.05	1.10
投资损失	(195.19)	(196.93)	(111.71)	(155.00)	(100.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(10,001.54)	(15,251.63)	(2,782.57)	(6,199.14)	(3,783.75)	应收账款周转率	6.14	5.36	5.37	4.86	5.14
其它	5,423.15	6,452.78	810.79	791.92	967.66	存货周转率	25.65	26.14	26.74	27.17	26.82
<b>经营活动现金流</b>	<b>151.97</b>	<b>(3,956.65)</b>	<b>2,043.30</b>	<b>(433.30)</b>	<b>2,904.77</b>	总资产周转率	0.70	0.60	0.56	0.58	0.57
资本支出	3,495.98	4,588.39	937.23	2,633.46	1,229.47	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	880.55	1,914.28	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.60	1.47	1.53	1.69	1.89
其他	(7,458.25)	(12,368.99)	(1,966.01)	(5,327.37)	(2,587.50)	每股经营现金流	0.10	-2.53	1.31	-0.28	1.86
<b>投资活动现金流</b>	<b>(3,081.71)</b>	<b>(5,866.31)</b>	<b>(1,028.78)</b>	<b>(2,693.91)</b>	<b>(1,358.03)</b>	每股净资产	10.06	14.54	13.45	14.99	17.41
债权融资	3,802.40	7,540.78	709.30	3,891.15	(1,752.86)	<b>估值比率</b>					
股权融资	(236.62)	5,252.42	(4,143.64)	(308.66)	735.95	市盈率	3.76	4.12	3.96	3.57	3.20
其他	(1,436.60)	(1,526.87)	0.00	0.00	0.00	市净率	0.60	0.42	0.45	0.40	0.35
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,129.19</b>	<b>11,266.33</b>	<b>(3,434.34)</b>	<b>3,582.48</b>	<b>(1,016.92)</b>	EV/EBITDA	2.42	2.02	2.82	3.01	2.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	2.68	2.14	3.18	3.46	3.21
<b>现金净增加额</b>	<b>(800.55)</b>	<b>1,443.36</b>	<b>(2,419.82)</b>	<b>455.27</b>	<b>529.83</b>						

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