

# 山东路桥 (000498.SZ)

## Q4 业绩回暖，债转股降杠杆助力长期发展

### ● 公司预计 18 年归母净利同增 16%，Q4 业绩大幅增长

公司预计 2018 年实现营业收入 147.6 亿元，同比增长 19.2%；实现归母净利润 6.7 亿元，同比增长 16.0%。其中，公司前三季度实现收入 103.7 亿元，同比增长 31.9%，归母净利润 3.5 亿元，同比下滑 14.6%，前三季度利润下滑的原因主要为原材料价格的上涨降低了公司路桥施工的毛利率。公司 Q4 实现营业收入 43.9 亿元，同比下滑 2.9%，实现归母净利润 3.2 亿元，同比大幅增长 92.1%，Q4 业绩明显回暖，预计主要与 Q4 原材料价格下跌以及收到部分前期原材料价格补偿款有关。

### ● 在手订单充足支撑未来收入增长，山东基建龙头有望受益于基建补短板

公司前三季度新签订单 89.4 亿元，Q3 新签订单 21.2 亿元，较去年同期明显下滑，但已中标尚未签约订单 52.7 亿元，两者合计 73.9 亿元，同比下滑 19.5%。截止三季度末，公司在手订单 225.08 亿元，为 2018 年收入的 1.52 倍，公司 2018 年虽然新签订单增速放缓，但是在手订单充足仍能保障公司未来收入的快速增长。2018 年下半年，国家连续出台政策推动基建“补短板”，高速公路为基建“补短板”重点领域，而公司二股东齐鲁交通承担了省内大部分高速公路的建设任务，公司作为山东省内最大的路桥施工企业有望充分受益。

### ● 子公司实施市场化债转股，有助于降低企业杠杆率

公司在子公司路桥集团层面实施市场化债转股，由铁发基金和光大金瓯两家投资者合计增资 11.5 亿元，路桥集团于 18 年 12 月 28 日已经收到全部增资款项。公司市场化债转股的实施，有助于公司积极稳妥降低企业杠杆率，降低公司债务负担。以 2018 年三季度末财务数据测算，公司资产负债率预计从 77.13% 降至约 71.80%，降低约 5.33 个百分点。同时债转股也有助于加强公司与铁发基金及其大股东铁发集团之间的密切关系，在后续运作中进一步加强合作。

### ● 盈利预测与评级

盈利预测假设如下：(1) 营业收入：公司路桥施工业务增长较快，在手订单充足，预计未来收入将保持稳定增长；(2) 毛利率：原材料涨价导致公司毛利率降低，未来随着原材料价格的逐渐回落，预计毛利率将企稳回升；公司为山东省最大的路桥施工企业，在手订单充足，未来有望受益于地方国企改革，股权激励的实施有望进一步激发公司活力，我们预计 18-20 年公司归母净利润分别为 6.68/7.84/8.95 亿元，对应 18 年-20 年 EPS 分比为 0.60/0.70/0.80 元。公司目前 PE (TTM) 为 12 倍，而其他路桥施工企业平均 PE (TTM) 在 15.3 倍左右，公司目前估值较低，维持“买入”评级。

● **风险提示：**固定资产投资不及预期，工程施工推进不及预期，国企改革不达预期，原材料价格上涨，路桥施工毛利率下滑。

### 盈利预测：

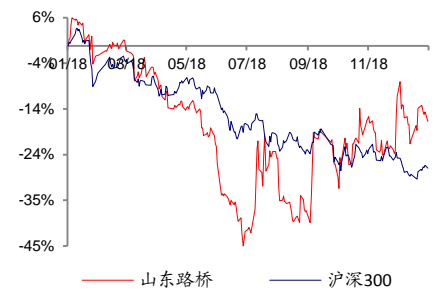
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8147.65	12384.73	14764.26	17509.03	20306.72
增长率(%)	9.83	52.00	19.21	18.59	15.98
EBITDA(百万元)	876.13	1232.81	1386.58	1567.10	1732.66
净利润(百万元)	429.71	576.06	668.36	783.76	895.29
增长率(%)	13.98	34.06	16.02	17.27	14.23
EPS (元/股)	0.38	0.51	0.60	0.70	0.80
市盈率 (P/E)	20.67	12.99	9.25	7.89	6.91
市净率 (P/B)	2.56	1.86	1.05	0.96	0.91
EV/EBITDA	11.55	7.74	4.39	4.44	4.38

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格	5.52 元
合理价值	7.00 元
前次评级	买入
报告日期	2019-01-15

### 相对市场表现



### 分析师：

姚遥



SAC 执证号：S0260517070002



SFC CE No. BMS332



021-60750610



gfyayao@gf.com.cn

### 相关研究：

山东路桥 (000498.SZ) :17 2018-04-26  
 年营收净利实现高增，在手订单充足有望驱动未来业绩增长

### 联系人：

尉凯旋 021-60750610



yukaixuan@gf.com.cn

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	13,152	14,504	18,040	19,838	23,154
货币资金	2,338	1,929	3,653	2,101	2,437
应收及预付	4,587	5,617	6,554	7,533	9,014
存货	5,340	6,189	7,129	9,500	10,998
其他流动资产	887	768	704	704	704
<b>非流动资产</b>	1,891	3,123	1,116	1,093	1,047
长期股权投资	0	105	105	105	105
固定资产	549	643	605	579	531
在建工程	19	25	25	25	25
无形资产	83	102	40	43	45
其他长期资产	1,239	2,248	341	341	341
<b>资产总计</b>	15,043	17,627	19,156	20,931	24,201
<b>流动负债</b>	10,104	10,866	11,336	12,581	15,508
短期借款	2,235	1,430	998	314	1,286
应付及预收	7,651	9,065	10,300	12,229	14,185
其他流动负债	218	370	38	38	38
<b>非流动负债</b>	1,469	2,696	2,525	2,525	2,525
长期借款	1,300	1,705	1,705	1,705	1,705
应付债券	0	820	820	820	820
其他非流动负债	169	171	0	0	0
<b>负债合计</b>	11,573	13,562	13,861	15,106	18,033
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
资本公积	-557	-557	-557	-557	-557
留存收益	2,198	2,774	3,442	4,226	5,121
归属母公司股东权益	3,467	4,014	5,908	6,437	6,777
少数股东权益	4	51	52	55	57
<b>负债和股东权益</b>	15,043	17,627	19,156	20,931	24,201

**现金流量表**

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	814	232	46	-29	171
净利润	431	578	670	786	898
折旧摊销	133	133	111	108	101
营运资金变动	58	-828	-1,134	-1,332	-1,258
其它	192	350	399	410	431
<b>投资活动现金流</b>	-964	-1,004	-618	-623	-601
资本支出	-81	-197	-73	-78	-56
投资变动	22	-116	10	10	10
其他	-905	-691	-555	-555	-555
<b>筹资活动现金流</b>	4,862	2,743	2,296	-900	766
银行借款	4,934	2,047	2,500	-683	971
股权融资	0	23	0	0	0
其他	-72	673	-204	-217	-206
<b>现金净增加额</b>	4,712	1,971	1,723	-1,552	336
期初现金余额	750	2,338	1,929	3,653	2,101
期末现金余额	5,462	4,309	3,653	2,101	2,437

**主要财务比率**

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	9.8	52.0	19.2	18.6	16.0
营业利润增长	13.7	28.1	16.1	23.0	13.5
归母净利润增长	14.0	34.1	16.0	17.3	14.2
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.3	12.7	12.9	12.8	12.8
净利率	5.3	4.7	4.5	4.5	4.4
ROE	12.4	14.3	11.3	12.2	13.2
ROIC	11.5	14.1	17.1	14.8	14.8
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	76.9	76.9	69.9	69.9	72.5
净负债比率	35.5	50.8	-1.5	12.0	20.7
流动比率	1.30	1.33	1.59	1.58	1.49
速动比率	0.76	0.75	0.94	0.80	0.77
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.76	0.80	0.87	0.90
应收账款周转率	2.20	2.85	2.70	2.81	2.70
存货周转率	1.59	1.88	1.83	1.62	1.62
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.38	0.51	0.60	0.70	0.80
每股经营现金流	0.73	0.21	0.04	-0.03	0.15
每股净资产	3.09	3.58	5.27	5.75	6.05
<b>估值比率</b>					
P/E	20.7	13.0	9.3	7.9	6.9
P/B	2.6	1.9	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	11.5	7.7	4.4	4.4	4.4

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	8148	12385	14764	17509	20307
营业成本	6983	10813	12853	15261	17699
营业税金及附加	32	38	45	54	62
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	390	434	591	735	914
研发费用	67	79	163	159	160
财务费用	97	245	228	210	234
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	22	-6	10	10	10
投资净收益	601	770	894	1100	1248
<b>营业利润</b>	6	7	6	10	5
营业外收支	3	5	6	3	6
<b>利润总额</b>	604	771	894	1107	1247
所得税	173	194	224	321	349
<b>净利润</b>	431	578	670	786	898
少数股东损益	1	2	2	2	2
<b>归属母公司净利润</b>	430	576	668	784	895
EBITDA	876	1233	1387	1567	1733
EPS(元)	0.38	0.51	0.60	0.70	0.80

## 广发建筑工程行业研究小组

姚 遥：首席分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，2015 年进入广发证券发展研究中心。  
尉凯旋：研究助理，复旦大学金融硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。  
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。  
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。  
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。  
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。  
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。  
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。  
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。  
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。