山东路桥（000498）2019 年中报业绩快报点评

在建工程加速完工，订单充沛护航业绩增长

推荐（首次）

当前价：5.11 元

事项：

- **山东路桥发布 19H1 业绩快报：2019 年上半年公司实现营收 89.57 亿元，同比增 59.93%，利润总额/归母净利润各为 3.26 亿/1.84 亿元，同比增 61.87%/36.51%。**

评论：

- **在建工程提前完成，上半年营收增速强劲。**公司 19H1 业绩表现超预期，营收/利润总额各增 59.93%/61.87%至 89.57 亿/3.26 亿元，主要系大型项目较合同工期提前完成，19Q1 已签约未完成订单价值 223.87 亿元，同比减少 48.86%，单季营收增幅达 135.34%至 46.61 亿元。19Q2 单季营收增 18.67%至 42.96 亿元，增幅与 2018 全年（19.24%）持平，表现平稳，归母净利润为 0.80 亿元，同比减少 22.33%。
- **控股股东大力支持，订单充沛有保障。**2019 年上半年，公司 103.68 亿中标三大高速公路项目，占 18 年营收 70.21%。其中，京台高速公路改扩建项目两个，合计金额为 91.81 亿元，**占上半年总中标金额 88.55%，发包人均为控股股东高速集团。公司在手订单充沛，业绩持续增长有保障。截至 2019 年 4 月 26 日，山东路桥已签约未完工订单金额为 223.87 亿元，占 18 年营收 151.59%。**
- **省内发力高速公路，预计 2022 年全省高速里程达 8000 公里。**截至 2018 年 9 月，山东省内在建高速公路里程为 2293 公里，在建规模达历史峰值。根据《山东省综合交通网中长期发展规划(2018-2035 年)》，**将新增高铁里程 1000 公里**，2035 年将达 5700 公里；**新增高速公路里程 700 公里**，预计 2022 年全省路网规模将达 8000 公里，2035 年有望突破 9000 公里（2018 年底为 6000 公里）。**按 0.8 亿/公里的造价估算，未来四年仅山东的高速项目投资就将超 1600 亿元。**公司作为省内路桥施工企业翘楚，业绩增长可期。另外，**我国交通发展方式正由单一扩建转至扩建、养护并行，**交通部《“十三五”公路养护管理发展纲要》指出，“适应公路发展新趋势，必须由过去以基础设施建设为主向建设、养护、管理、服务并重转变”。**公司 2018 年路桥养护施工营收为 13.85 亿元，增幅连续两年超 20%，我们判断，未来公司路桥养护业务空间广阔。**
- **股票期权激励计划实施，助力公司业绩成长：**公司 2017 年 12 月公布股票期权激励计划，第一个行权期将于 2020 年 2 月 6 日开始，行权价为 6.59 元/股（目前股价为 5.1 元/股），行权条件为“以 2014-2016 年平均净利润 3.74 亿元为基数，2019/2020 年净利润增长率不低于 55%/60%”，**即 2019/2020 年净利润不低于 5.79 亿/5.98 亿元。18 年净利润为 6.77 亿元，公司业绩已达行权条件。**
- **盈利预测及评级：**我们预计 2019-2021 年公司归母净利各为 7.70 亿、9.79 亿、11.07 亿元，对应 EPS 为 0.69、0.87、0.99 元，计算 PE 为 7x、6x、5x。山东公路投资空间大，公司业绩稳健，估值低，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**山东省基建投资增速不达预期，订单落地不达预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	14,768	17,665	21,208	25,555
同比增速(%)	19.2%	19.6%	20.1%	20.5%
归母净利润(百万)	664	770	979	1,107
同比增速(%)	15.2%	16.0%	27.1%	13.1%
每股盈利(元)	0.59	0.69	0.87	0.99
市盈率(倍)	9	7	6	5
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2019 年 07 月 17 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com
执业编号：S0360519060002

公司基本数据

总股本(万股)	112,014
已上市流通股(万股)	112,008
总市值(亿元)	57.24
流通市值(亿元)	57.24
资产负债率(%)	70.6
每股净资产(元)	4.6
12 个月内最高/最低价	6.68/3.61

市场表现对比图(近 12 个月)

未经许可，禁止转载

图表 1　公司 2019 年订单情况及中标情况

19Q1 订单情况				2019 年中标情况（截至 2019/7/14）			
	数量	金额	同比增长	时间	项目	金额(亿元)	招标人
中标并新签订单	18	19.67	-34.93%	4/25	京台高速公路泰安至枣庄(鲁苏界)段改扩建工程项目主体工程施工第四、五标段	62.81	控股股东高速集团
累计已签约未完工订单	90	223.87	-48.86	5/8	京台高速公路德州（鲁冀界)至齐河段改扩建工程项目主体工程施工二、三标段	29	控股股东高速集团
已中标尚未签订合同订单	10	64.48	33.69%	7/6	潍日高速公路潍坊连接线工程	11.87	建设管理集团

资料来源：公司公告、华创证券

图表 2　山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035 年）

运输方式	指标	2017	2022	2025	2035
综合交通网总规模 （万公里）		28.9	30.7	31	31.7
铁路	运营里程 （公里）	5700	9000	9700	11000
	高速铁路里程 （公里）	1240	4500	5200	5700
	高铁通道进出口 （个）	3	10	12	15
公路	通车里程（万公里）	27.06	27.8	27.9	28
	高速公路里程 （公里）	5820	8000	8200	9000
	高速公路通道进出口 （个）	17	25	26	27
水路	沿海港口吞吐量 （亿吨）	15	16.5	17.3	18.5
	内河航道里程 （公里）	1150	1300	1540	1600
城市轨道交通	运营里程 （公里）	113	500	700	1500

资料来源：山东省政府办公厅、华创证券

图表 3　公司股票期权激励计划

股票期权激励计划		
授予计划概要	向激励对象授予 1120 万份股票期权；其中首次授予 1008.5 万股，预留 111.5 万份；行权价 6.59 元/股。	
首次授予部分行权安排	行权时间	可行权数量占获授权益数量比例
第一个行权期	2020/2/6-2021/2/6	40%
第二个行权期	2021/2/6-2022/2/6	30%
第三个行权期	2022/2/6-2023/2/6	30%
首次授予部分行权期	业绩考核目标（以 2014-2016 年净利润平均数 3.74 亿元为基数）	
第一个行权期	2018 年净利润增长率不低于 50%至 5.61 亿元，基本每股收益不低于 0.50;	
第二个行权期	2019 年净利润增长率不低于 55%至 5.79 亿元，基本每股收益不低于 0.52;	
第三个行权期	2020 年净利润增长率不低于 60%至 5.98 亿元，基本每股收益不低于 0.53;	
共同行权条件	净利润及 EPS 不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位值，主营业务收入占营业总收入比例不低于 90%	

资料来源：公司公告、华创证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,558	3,218	3,499	3,367
应收票据	197	236	283	341
应收账款	4,665	5,572	6,689	8,060
预付账款	341	406	488	591
存货	7,212	8,596	10,326	12,508
其他流动资产	1,615	1,934	2,322	2,798
流动资产合计	17,588	19,962	23,607	27,665
其他长期投资	2,200	2,413	2,674	2,993
长期股权投资	274	274	274	274
固定资产	648	759	855	939
在建工程	83	133	183	233
无形资产	56	50	45	41
其他非流动资产	3,043	3,022	3,008	2,995
非流动资产合计	6,304	6,651	7,039	7,475
资产合计	**23,892**	**26,613**	**30,646**	**35,140**
短期借款	1,800	1,825	2,004	1,946
应付票据	1,898	2,263	2,718	3,292
应付账款	6,206	7,398	8,887	10,765
预收款项	2,375	2,841	3,411	4,110
其他应付款	641	641	641	641
一年内到期的非流动负债	1,000	1,000	1,000	1,000
其他流动负债	926	1,155	1,423	1,736
流动负债合计	14,846	17,123	20,084	23,490
长期借款	1,312.00	1,750.00	1,900.00	1,964.00
应付债券	1,120.00	1,120.00	1,120.00	1,120.00
其他非流动负债	254	242	242	243
非流动负债合计	2,686	3,112	3,262	3,327
负债合计	**17,532**	**20,235**	**23,346**	**26,817**
归属母公司所有者权益	5,001	5,003	5,904	6,904
少数股东权益	1,359	1,375	1,396	1,419
所有者权益合计	**6,360**	**6,378**	**7,300**	**8,323**
负债和股东权益	**23,892**	**26,613**	**30,646**	**35,140**

现金流量表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**1,257**	**477**	**592**	**609**
现金收益	917	1,034	1,286	1,450
存货影响	-1,022	-1,385	-1,730	-2,182
经营性应收影响	-141	-1,129	-1,301	-1,586
经营性应付影响	2,319	2,022	2,514	3,151
其他影响	-815	-65	-178	-224
投资活动现金流	**-2,162**	**-250**	**-250**	**-250**
资本支出	-203	-267	-264	-261
股权投资	57	0	0	0
其他长期资产变化	-2,016	17	14	11
融资活动现金流	**2,533**	**-567**	**-61**	**-491**
借款增加	1,239	463	328	7
财务费用	-399	-231	-110	-124
股东融资	1,215	1,215	1,215	1,215
其他长期负债变化	478	-2,014	-1,494	-1,589

利润表

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**14,768**	**17,665**	**21,208**	**25,555**
营业成本	13,184	15,715	18,877	22,866
税金及附加	38	45	54	65
销售费用	0	0	0	0
管理费用	398	442	530	639
财务费用	117	136	165	187
资产减值损失	-10	118	54	54
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	3	7	7	7
其他收益	2	2	2	2
营业利润	**906**	**1,050**	**1,334**	**1,509**
营业外收入	2	3	3	3
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	**902**	**1,047**	**1,331**	**1,506**
所得税	225	261	332	376
净利润	**677**	**786**	**999**	**1,130**
少数股东损益	13	16	20	23
归属母公司净利润	**664**	**770**	**979**	**1,107**
NOPLAT	765	888	1,123	1,271
EPS(摊薄)（元）	0.59	0.69	0.87	0.99

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	19.2%	19.6%	20.1%	20.5%
EBIT 增长率	19.8%	16.1%	26.4%	13.2%
归母净利润增长率	15.2%	16.0%	27.1%	13.1%
获利能力				
毛利率	10.7%	11.0%	11.0%	10.5%
净利率	4.6%	4.4%	4.7%	4.4%
ROE	10.4%	12.1%	13.4%	13.3%
ROIC	14.0%	15.5%	17.1%	17.7%
偿债能力				
资产负债率	73.4%	76.0%	76.2%	76.3%
债务权益比	86.3%	93.1%	85.8%	75.4%
流动比率	118.5%	116.6%	117.5%	117.8%
速动比率	69.9%	66.4%	66.1%	64.5%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	116	104	104	104
应付账款周转天数	172	156	155	155
存货周转天数	183	181	180	180
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.69	0.87	0.99
每股经营现金流	1.12	0.43	0.53	0.54
每股净资产	4.46	4.47	5.27	6.16
估值比率				
P/E	9	7	6	5
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	15	13	11	10

资料来源：公司公告，华创证券预测

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4 年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019 年 5 月加入华创证券研究所。

高级分析师：师克克

武汉大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500