

收入延续高增，少数股东损益拖累归母净利

——山东路桥 (000498.SZ) 19 年前三季度业绩预告点评

公司简报

◆事件：山东路桥发布 19 年前三季度业绩预告，公司 19 年前三季度营收 157.9 亿，YoY +52.1%，归母净利 3.8 亿，YoY +7.0%；单 3Q19 营收 68.1 亿，YoY +42.8%，归母净利 2.0 亿，YoY -6.5%，基本符合我们预期。

◆收入延续高增长，归母净利增速受少数股东损益拖累：根据业绩预告披露数据，19 年前三季度收入 YoY +52.1%，增速同比+20.2pcts，3Q19 收入 YoY +42.8%，增速同比+11.1pcts；收入延续高增长，源于山东区域基建投资维持高景气，在手订单充足且推进顺利，其中部分大型项目施工进度较预期提前，料可持续。19 年前三季度营业利润 7.0 亿，营业利润率 4.4%，同比-0.4pct，其中 3Q19 营业利润率 5.5%，同比-0.6pct，我们判断营业利润率下降主要源于公司大型项目占比较高，水泥、砂石价格仍在高位，对部分项目利润率亦有影响，后续随着业主调价效应逐渐显现、在手项目结构回归合理水平，判断营业利润率有改善空间。19 年前三季度归母净利率 2.4%，同比-1.0pct，其中 3Q19 归母净利率 3.0%，同比-1.5pcts，受 18 年市场化债转股影响，带动少数股东损益明显增长，拖累归母净利增速大幅低于收入增速，后续随着新增少数股东权益陆续回购，其影响有望逐渐减弱。

◆在手订单充足且后续高增值得期待，区域基建投资高景气料持续：截止 1H19 末，公司已签约未完工订单额 312.7 亿，为 18 年收入之 2.1 倍，在手订单充足；1H19 新签合同额 133.4 亿，同增 95.9%，增速亮眼。10 月 9 日，交通运输部召开交通强国建设试点工作启动会议，宣传贯彻前期发布的《交通强国建设纲要》，公布包括山东省在内的 13 个首批交通强国试点区域，结合山东省前期交通网建设规划，判断山东区域基建投资高景气度有望维持；公司是山东区域高速公路建设龙头，债转股引进山东铁发基金有助于拓展高铁订单，未来新签订单增速值得期待。

◆维持“买入”评级：考虑到少数股东损益影响短期仍较大，小幅下调公司 19-21 年归母净利预测至 7.4/8.6/10.1 亿（前期预测为 7.6/8.8/10.4 亿），对应 EPS 分别为 0.66/0.77/0.91 元，当前股价对应 19-21 年 PE 分别为 7x/6x/5x，维持“买入”评级。

◆风险提示：原材料超预期涨价，工程进度不及预期，区域投资景气下滑

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,385	14,768	18,202	21,079	24,761
营业收入增长率	52.00%	19.25%	23.25%	15.81%	17.47%
净利润 (百万元)	576	664	737	861	1,014
净利润增长率	34.06%	15.20%	11.03%	16.82%	17.79%
EPS (元)	0.51	0.59	0.66	0.77	0.91
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.35%	13.27%	13.03%	13.41%	13.85%
P/E	9	8	7	6	5
P/B	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 10 日

买入 (维持)

当前价：4.82 元

分析师

孙伟凤 (执业证书编号：S0930516110003)

021-52523822

sunwf@ebscn.com

联系人

武慧东

010-58452063

wuhuidong@ebscn.com

市场数据

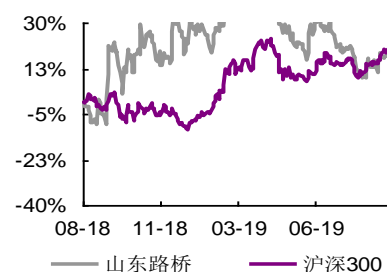
总股本(亿股)：11.20

总市值(亿元)：53.99

一年最低/最高(元)：4.24/6.68

近 3 月换手率：29.74%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.07	-10.67	-17.39
绝对	-2.21	-8.34	0.68

资料来源：Wind

相关研报

毛利率继续改善，受益区域基建投资高景气——山东路桥 (000498.SZ) 2019 年半年报点评

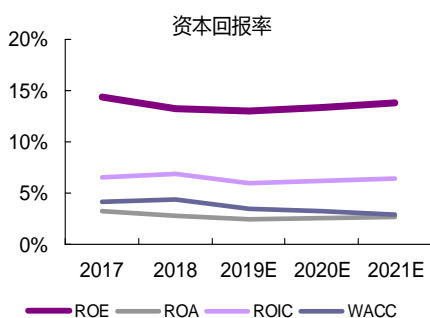
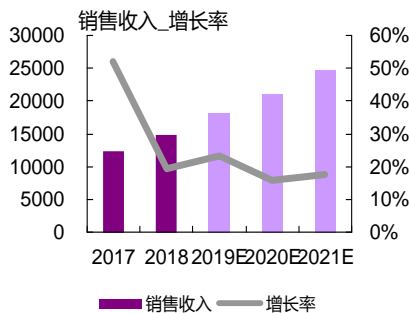
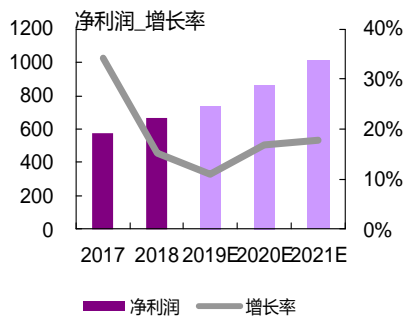
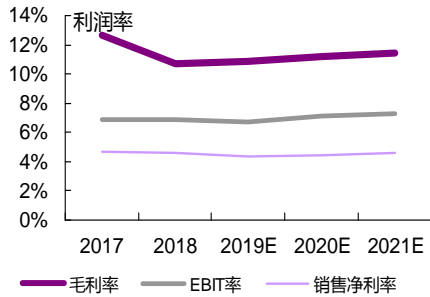
.....2019-08-27

1Q19 营收增速亮眼，净利率持续改善——山东路桥 (000498.SZ) 2019 年一季报点评

.....2019-04-25

盈利修复延续，铁发基金入股助拓展铁路业务——山东路桥 2018 年度报告点评

.....2019-03-17



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	12,385	14,768	18,202	21,079	24,761
营业成本	10,813	13,184	16,221	18,715	21,923
折旧和摊销	133	123	117	130	143
营业税费	38	38	47	54	63
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	434	539	664	769	904
财务费用	79	117	165	249	273
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	3	0	0	0
营业利润	770	906	1,052	1,243	1,527
利润总额	771	902	1,048	1,240	1,523
少数股东损益	2	13	50	70	130
归属母公司净利润	576	664	737	861	1,014

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	17,627	23,892	31,328	36,626	43,375
流动资产	14,504	17,588	23,425	27,551	32,832
货币资金	1,929	3,558	5,461	6,324	7,428
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4,839	4,665	5,762	6,680	7,846
应收票据	41	197	243	282	331
其他应收款	565	489	606	702	824
存货	6,189	7,212	8,887	10,263	12,033
可供出售投资	9	1,115	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	105	274	274	274	274
固定资产	643	648	714	770	814
无形资产	38	56	53	50	48
总负债	13,562	17,531	24,265	28,727	34,444
无息负债	9,568	12,299	15,693	18,464	22,077
有息负债	3,993	5,232	8,572	10,263	12,367
股东权益	4,065	6,360	7,063	7,899	8,931
股本	1,120	1,120	1,120	1,120	1,120
公积金	-293	138	212	298	382
未分配利润	2,510	3,054	3,633	4,313	5,131
少数股东权益	51	1,359	1,409	1,479	1,609

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	232	830	-803	-298	-432
净利润	576	664	737	861	1,014
折旧摊销	133	123	117	130	143
净营运资金增加	1,467	-476	1,586	1,368	1,686
其他	-1,943	520	-3,243	-2,657	-3,275
投资活动产生现金流	-1,004	-2,162	-402	-200	-200
净资本支出	-197	-495	-198	-200	-200
长期投资变化	105	274	0	0	0
其他资产变化	-912	-1,941	-203	0	0
融资活动现金流	289	2,533	3,107	1,361	1,737
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	422	1,239	3,340	1,691	2,104
无息负债变化	1,567	2,731	3,394	2,771	3,613
净现金流	-475	1,209	1,903	863	1,104

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	52.00%	19.25%	23.25%	15.81%	17.47%
净利润增长率	34.06%	15.20%	11.03%	16.82%	17.79%
EBITDA 增长率	26.75%	15.48%	16.91%	21.62%	19.78%
EBIT 增长率	32.32%	19.07%	19.47%	22.68%	20.65%
估值指标					
PE	9	8	7	6	5
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	11	12	11	11
EV/EBIT	13	13	14	12	12
EV/NOPLAT	17	17	18	16	15
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	12.69%	10.73%	10.88%	11.22%	11.46%
EBITDA 率	7.98%	7.72%	7.33%	7.69%	7.85%
EBIT 率	6.90%	6.89%	6.68%	7.08%	7.27%
税前净利润率	6.23%	6.11%	5.76%	5.88%	6.15%
税后净利润率 (归属母公司)	4.65%	4.49%	4.05%	4.08%	4.09%
ROA	3.28%	2.83%	2.51%	2.54%	2.64%
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.35%	13.27%	13.03%	13.41%	13.85%
经营性 ROIC	6.58%	6.90%	5.94%	6.26%	6.43%
偿债能力					
流动比率	1.33	1.18	1.09	1.06	1.04
速动比率	0.77	0.70	0.67	0.66	0.66
归属母公司权益/有息债务	1.01	0.96	0.66	0.63	0.59
有形资产/有息债务	4.35	4.51	3.62	3.54	3.49
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.51	0.59	0.66	0.77	0.91
每股红利	0.06	0.08	0.08	0.10	0.12
每股经营现金流	0.21	0.74	-0.72	-0.27	-0.39
每股自由现金流(FCFF)	-0.58	0.77	-0.62	-0.24	-0.29
每股净资产	3.58	4.46	5.05	5.73	6.54
每股销售收入	11.06	13.18	16.25	18.82	22.11

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼