

## 山东路桥(000498)

H1 业绩高增 121%，区域基建龙头将持续受益基建反弹

## ——山东路桥 2020 年中报点评

	韩其成(分析师)	陈笑(分析师)
	021-38676162	021-38677906
	hanqicheng8@gtjas.com	chenxiao015813@gtjas.com
证书编号	S0880516030004	S0880518020002

## 本报告导读:

公司作为区域基建龙头且背靠山东高速集团，具人才/技术/管理等多重优势，且积极开展路面养护/装配式建筑等绿色产业，看好订单业绩延续高增长。

## 投资要点:

**维持增持。**H1 营收 112 亿元(+18.7%)、归母净利润 4 亿元(+121%)、扣非净利 3.06 亿元(+113%)超预期，因在建和新开工大型项目增加/项目毛利率提升/投资收益等增长；考虑基建投资将趋势反弹、公司新签订单高增，上调预测公司 2020-21 年 EPS 至 0.76/0.90 元(原 0.75/0.83 元)增速 38/18%，预测 2022 年 EPS 为 1.07 元增速 18%；上调目标价至 7.22 元，目标价对应 2020/21/22 年 9.5/8/6.7 倍 PE，维持增持。

**Q2 营收/净利增速大幅提升，毛/净利率均改善。**1)Q1/Q2 单季度营收增速 -18.6/58.6%、归母净利润增速 -17.6/358.6%、扣非增速 -11.9/302.3%；2)H1 毛利率 10.1%(+2.0pct)，其中路桥施工 9.2%(+2.1pct)；净利率 4.7%(+1.9pct)；3)期间费用率 4.3%(+0.7pct)，管理费用率 2.1%(-0.3pct)/研发 1.6%(+1pct)；4)负债率 74.7%(+0.9pct)；5)经营净现金流 -3.3 亿元(上年同期 0.2 亿元)因受新冠疫情影响工程计量进度延缓及票据收款增加。

**H1 新签高增 54%，区域基建龙头将受益基建反弹。**1)H1 新签订单约 205 亿元(+53.7%)，Q1/Q2 单季度增速 127/41%；截至 H1 末已签约未完工+中标未签约合计约 636 亿元保障倍数 2.7 倍；2)围绕大交通/大基建，具人才/技术/管理等多重优势，积极拓展市政/铁路/城市综合开发等业务；拓展区域市场；3)积极开展路面再生养护/装配式建筑/建筑垃圾回收利用等绿色产业；4)拟以 4.66 元/股发行股份收购铁发基金和光大金瓯持有路桥集团 17.11%的股权，收购完成后路桥集团将成全资子公司；拟非公开发行不超过 10 亿元配套资金用于在手项目及补流(控股股东拟认购不超过 2 亿元)；5)拟发行 20 亿元公司债用于补充营运资金/调整债务结构。

**催化剂：**基建投资增速反弹、货币信用宽松、新业务推进提速等

**风险提示：**基建投资增速下滑、资金面转紧、新业务推进不及预期等

财务摘要(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15,272	23,260	30,170	36,822	44,181
(+/-)%	23%	52%	30%	22%	20%
经营利润(EBIT)	1,019	1,242	1,672	2,007	2,394
(+/-)%	-7%	22%	35%	20%	19%
净利润(归母)	671	620	854	1,011	1,193
(+/-)%	17%	-8%	38%	18%	18%
每股净收益(元)	0.60	0.55	0.76	0.90	1.07
每股股利(元)	0.08	0.08	0.09	0.10	0.10

利润率和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营利润率(%)	6.7%	5.3%	5.5%	5.5%	5.4%
净资产收益率(%)	12.5%	11.2%	13.4%	13.7%	13.9%
投入资本回报率(%)	6.4%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%
EV/EBITDA	8.97	8.38	8.35	7.25	6.25
市盈率	9.35	10.12	7.35	6.20	5.26
股息率(%)	1.3%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 7.22

上次预测: 5.93

当前价格: 5.60

2020.08.30

## 交易数据

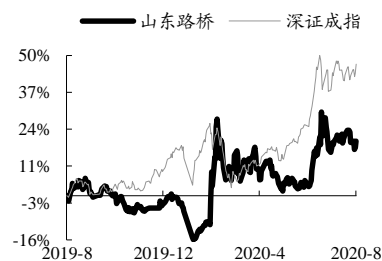
52 周内股价区间(元)	4.01-6.09
总市值(百万元)	6,273
总股本/流通 A 股(百万股)	1,120/1,120
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	10.91
日均成交值(百万元)	60.27

## 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	5,685
每股净资产	5.07
市净率	1.1
净负债率	96.35%

EPS(元)	2019A	2020E
Q1	0.10	0.08
Q2	0.06	0.28
Q3	0.17	0.21
Q4	0.22	0.19
全年	0.55	0.76

## 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	2%	14%	20%
相对指数	-3%	-16%	-28%

## 相关报告

H1 业绩增速 29%，区域龙头望受益基建好转 2019.08.28

Q1 业绩大增 222%，区域基建龙头受益基建反弹 2019.04.27

Q1 业绩爆发增长，区域基建龙头受益融资好转 2019.04.14

区域路桥基建龙头受益融资企稳基建反弹 2019.03.15

建材价格上涨拖累业绩，区域路桥龙头优势明显 2018.10.31

模型更新时间: 2020.08.30

股票研究

工业  
建筑工程业

山东路桥(000498)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **7.22**

上次预测: 5.93

当前价格: 5.60

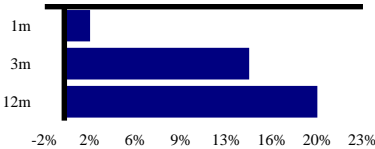
公司网址

www.sdlqgf.com

公司简介

公司具有多年从事路桥项目承揽、施工的业务经验,具备完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力,以路桥工程施工与养护施工为主营业务。公司先后四获国家建筑工程最高奖鲁班奖,十获国家优质工程金质奖和银质奖,两获国家科技进步奖,一获中国土木工程詹天佑奖,并创下我国公路与桥梁建设史上的诸多“第一”和“之最”。

绝对价格回报 (%)



52周内价格范围

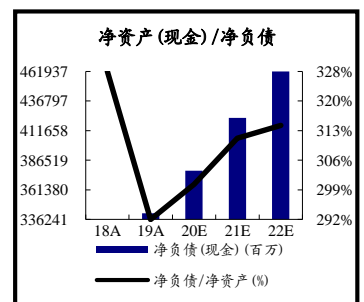
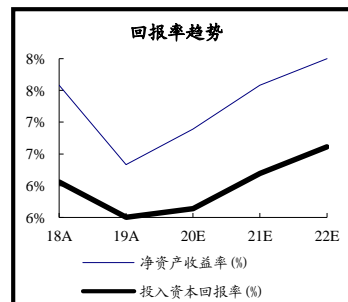
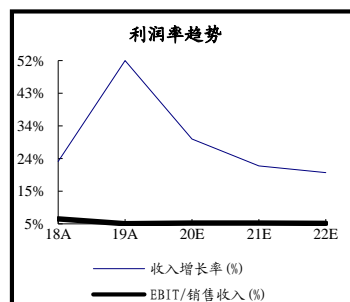
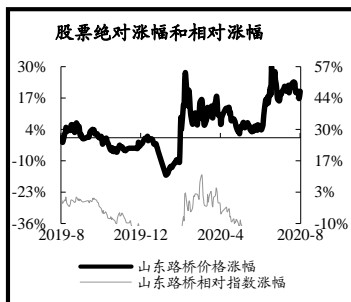
4.01-6.09

市值(百万)

6,273

财务预测 (单位: 百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>损益表</b>					
营业总收入	15,272	23,260	30,170	36,822	44,181
营业成本	13,642	21,103	27,311	33,362	40,046
税金及附加	38	58	78	93	112
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	426	523	759	911	1,083
EBIT	1,019	1,242	1,672	2,007	2,394
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资收益	3	35	24	34	43
财务费用	119	122	233	267	291
营业利润	915	1,068	1,292	1,564	1,864
所得税	226	250	312	376	447
少数股东损益	14	200	126	177	224
净利润	671	620	854	1,011	1,193
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	3,645	3,452	3,461	3,466	3,469
其他流动资产	1,105	1,632	2,132	2,632	3,132
长期投资	274	1,416	1,516	1,616	1,716
固定资产合计	648	908	1,208	1,488	1,738
无形及其他资产	4,000	1,117	1,115	1,113	1,111
资产合计	24,785	32,061	38,611	44,998	51,878
流动负债	15,385	18,490	23,309	27,759	32,471
非流动负债	2,686	5,320	6,070	6,820	7,570
股东权益	6,713	8,252	9,232	10,420	11,837
投入资本(IC)	11,945	15,416	17,233	18,992	20,800
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	766	951	1,268	1,525	1,820
折旧与摊销	123	159	22	22	22
流动资金增量	-957	174	624	561	621
资本支出	-495	-411	-379	-356	-328
自由现金流	-563	872	1,535	1,752	2,135
经营现金流	874	48	600	891	1,077
投资现金流	-2,150	-3,224	-1,100	-1,092	-1,074
融资现金流	2,534	3,276	500	202	-3
现金流净增加额	1,258	100	0	0	0
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	23.3%	52.3%	29.7%	22.0%	20.0%
EBIT增长率	-7.4%	21.9%	34.7%	20.0%	19.3%
净利润增长率	16.5%	-7.7%	37.7%	18.4%	18.0%
利润率					
毛利率	10.7%	9.3%	9.5%	9.4%	9.4%
EBIT率	6.7%	5.3%	5.5%	5.5%	5.4%
净利润率	4.4%	2.7%	2.8%	2.7%	2.7%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	12.5%	11.2%	13.4%	13.7%	13.9%
总资产收益率(ROA)	2.8%	2.6%	2.5%	2.6%	2.7%
投入资本回报率(ROIC)	6.4%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	199.6	168.7	168.7	168.7	168.7
应收账款周转天数	116.7	87.6	87.6	87.6	87.6
总资产周转天数	592.4	503.1	467.1	446.0	428.6
净利润现金含量	1.3	0.1	0.7	0.9	0.9
资本支出/收入	3.2%	1.8%	1.3%	1.0%	0.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	72.9%	74.3%	76.1%	76.8%	77.2%
净负债率	269.2%	288.5%	318.2%	331.9%	338.3%
<b>估值比率</b>					
PE	9.35	10.12	7.35	6.20	5.26
PB	1.06	0.95	0.99	0.85	0.73
EV/EBITDA	8.97	8.38	8.35	7.25	6.25
P/S	0.63	0.41	0.32	0.26	0.22
股息率	1.3%	1.4%	1.6%	1.7%	1.8%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		