

增持 (维持)

山东路桥 (000498)

结转受到疫情影响, 但 2023Q1 订单高增

2023 年 04 月 25 日

市场数据

市场数据日期	2023-04-25
收盘价(元)	7.97
总股本(百万股)	1560.99
流通股本(百万股)	1457.89
净资产(百万元)	15709.65
总资产(百万元)	103050.01
每股净资产(元)	10.06

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《山东路桥 2019 年报点评: 营收快速增长, 毛利率有所下降》
2020-04-21

《营收大幅增长, 期间费用率下降增厚利润》
2019-04-24

《山东路桥: 业绩稳健增长, 经营现金流有所改善》
2019-03-17

分析师:

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

投资要点

- **山东路桥发布 2022 年报及 2023 一季报:** 公司 2022 年实现营业收入 650.19 亿元, 同比增长 13.03%; 实现归母净利润 25.05 亿元, 同比增长 17.32%; 实现扣非后归母净利润 23.95 亿元, 同比增长 23.59%; 其中, Q4 实现营业收入 220.49 亿元, 同比增长 19.68%; 实现归母净利润 9.97 亿元, 同比增长 19.16%; 实现扣非后归母净利润 9.79 亿元, 同比增长 48.44%。公司 2023Q1 实现营业收入 105.55 亿元, 同比增长 0.29%; 实现归母净利润 2.37 亿元, 同比增长 0.42%; 实现扣非后归母净利润 2.30 亿元, 同比增长 2.31%。
- **2022H2 及 2023Q1 新签订单加速。**2022 年, 公司中标额 876.2 亿元, 同比下滑 13.3%, 新签订单 921.4 亿元, 同比+6.2%。分季度来看, Q1-Q4 新签订单 75.07/144.92/286.70/414.72 亿元, 同比-71%/-36.8%/+67.8%/98.8%。省内项目储备整体充足, H2 疫情后项目签约加速。2023Q1 公司新签订单 202.86 亿元, 同比+170%。截止到 2023Q1, 公司已签约未完工订单 1186.8 亿元, 相当于 2022 年收入的 1.8 倍。
- **收入结转受到疫情影响, 利润率总体保持平稳。**2022Q1-2023Q1, 公司季度收入增速分别为+61.61%、+15.79%、-15.60%、+19.68%、+0.28%, 其中 2022Q3 及 2023Q1 受到疫情扰动影响较大。2022 年公司利润率整体保持平稳。
- **2022 年现金流有所改善。**公司 2022 年每股经营性现金流净额为 0.10 元, 同比多流入 1.61 元。收、付现比分别为 62.6%、71.1%, 同比分别变动 1.0pct、-1.6pct, 体现公司 2022 年整体回款情况有所好转, 使得经营净现金流更加宽裕。公司 2023Q1 每股经营性现金流净额为-1.30 元, 同比多流出 0.46 元。
- **2023 年关注山东地区基建增长。**
- **盈利预测及评级:** 调整盈利预测。预计 2023-2025 年, EPS1.77/2.14/2.59 元, 对应 4 月 24 日收盘价 4.49/3.73/3.08x PE。维持“增持”评级。
- **风险提示:** 施工需求不及预期, 毛利率不及预期, 系统性风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	65019	72522	85386	100629
同比增长	13.0%	11.5%	17.7%	17.9%
归母净利润(百万元)	2505	2770	3337	4040
同比增长	17.3%	10.6%	20.5%	21.0%
毛利率	12.2%	12.3%	12.3%	12.3%
净资产收益率	15.9%	18.0%	18.2%	18.4%
每股收益(元)	1.60	1.77	2.14	2.59
市盈率	4.97	4.49	3.73	3.08

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **山东路桥发布 2022 年年报:** 公司 2022 年实现营业收入 650.19 亿元, 同比增长 13.03%; 实现归母净利润 25.05 亿元, 同比增长 17.32%; 实现扣非后归母净利润 23.95 亿元, 同比增长 23.59%; 其中, Q4 实现营业收入 220.49 亿元, 同比增长 19.68%; 实现归母净利润 9.97 亿元, 同比增长 19.16%; 实现扣非后归母净利润 9.79 亿元, 同比增长 48.44%。公司 2023Q1 实现营业收入 105.55 亿元, 同比增长 0.29%; 实现归母净利润 2.37 亿元, 同比增长 0.42%; 实现扣非后归母净利润 2.30 亿元, 同比增长 2.31%。

点评

- **2022 中标额 876.2 亿元, 新签订单 921.4 亿元, 2023Q1 公司新签订单 202.86 亿元, 同比+170%。**2022 年, 公司中标额 876.2 亿元, 同比下滑 13.3%, 新签订单 921.4 亿元, 同比+6.2%。分季度来看, Q1-Q4 新签订单 75.07/144.92/286.70/414.72 亿元, 同比-71%/-36.8%/+67.8%/98.8%。省内项目储备整体充足, H2 疫情后项目签约加速。2023Q1 公司新签订单 202.86 亿元, 同比+170%。截止到 2023Q1, 公司已签约未完工订单 1186.8 亿元, 相当于 2022 年收入的 1.8 倍。分地域看, 2022 年, 公司省内/省外中标 472.5/339.4 亿元, 分别占 53.9%/38.7%, 海外中标 64.3 亿元创新高, 占比 7.4%。
- **2022Q4 结转有所加速, 2023Q1 收入增速放缓。**2022 年分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现收入 105.25 亿元、182.32 亿元、142.12 亿元、220.49 亿元, 同比分别变动+61.61%、+15.79%、-15.60%、+19.68%, Q4 公司收入结转有所加速, 体现疫情管控政策优化后, 施工市场整体扰动减少, 公司项目执行有所加速。2023Q1 公司收入增速放缓至 0.28%, 判断主要是因为 1 月疫情影响施工进度。
- **利润率总体保持平稳。**
- 公司 2022 年实现综合毛利率 12.19%, 同比增长 0.42pct; 实现净利率 4.88%, 同比增长 0.10pct。净利率增幅小于毛利率增幅, 主要系期间费用率增加及减值有所增加所致。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现毛利率 9.91%、11.78%、11.32%、14.18%, 分别较去年同期变动-1.40pct、+0.70pct、+0.56pct、+0.74pct。公司 2022 年期间费用 36.12 亿元, 占收入端比重为 5.55%, 同比增加 0.10pct, 细分来看, 公司销售费用率为 0.01%, 同比减少 0.01pct; 管理费用率为 2.36%, 同比减少 0.04pct; 研发费用率为 2.59%, 同比增加 0.40pct; 财务费用率为 0.60%, 同比减少 0.25pct。
- 公司 2023Q1 实现综合毛利率 10.45%, 同比增长 0.53pct; 实现净利率 2.95%, 同比增长 0.14pct。公司 2023Q1 期间费用 6.73 亿元, 占收入端比重为 6.37%,

同比增加 0.49pct。细分来看，公司销售费用率为 0.01%，同比减少 0.01pct；管理费用率为 3.62%，同比增加 0.41pct；研发费用率为 1.15%，同比减少 0.44pct；财务费用率为 1.59%，同比增加 0.52pct。

- **2022 年现金流情况好转。**公司 2022 年每股经营性现金流净额为 0.10 元，同比多流入 1.61 元。1) 分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现每股经营性现金流净额-0.83 元、0.38 元、-0.64 元、1.19 元，同比分别变动-0.99 元、-0.88 元、2.90 元、0.57 元；2) 从收、付现比来看，公司 2022 年收、付现比分别为 62.6%、71.1%，同比分别变动 1.0pct、-1.6pct，体现公司 2022 年整体回款情况有所好转，使得经营净现金流更加宽裕。公司 2023Q1 每股经营性现金流净额为-1.30 元，同比多流出 0.46 元。
- **关注山东地区基建增长。**根据山东省十四五”综合交通运输发展规划，十四五期间，山东需要新增铁路/高速公路运营里程 2639/2527 公里，相较于十三五实际新增里程提升 77%/19%，在疫情管控政策优化后，山东基建投资及施工有望进一步加速，公司作为山东地区重点基建企业，有望核心受益。
- **盈利预测及评级：**调整盈利预测。预计 2023-2025 年，EPS1.77/2.14/2.59 元，对应 4 月 24 日收盘价 4.49/3.73/3.08x PE。维持“增持”评级。
- **风险提示：**施工需求不及预期，毛利率不及预期，系统性风险。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	73294	78649	93774	111643
货币资金	6701	13122	23570	37289
交易性金融资产	0	3	2	3
应收票据及应收账款	11216	12991	15030	17760
预付款项	1489	1864	2187	2533
存货	2571	3050	3533	4154
其他	51317	47618	49452	49904
非流动资产	29756	23980	24135	23198
长期股权投资	5778	4952	5218	5223
固定资产	3543	5266	5596	5228
在建工程	4667	2334	1167	583
无形资产	405	489	568	641
商誉	221	198	210	208
长期待摊费用	134	23	-90	-205
其他	15007	10718	11466	11520
资产总计	103050	102629	117909	134841
流动负债	68049	68763	78768	89574
短期借款	5966	5081	5278	5327
应付票据及应付账款	47416	49672	59125	70005
其他	14668	14010	14365	14242
非流动负债	12049	10511	11941	13348
长期借款	8286	9686	11086	12486
其他	3763	826	856	862
负债合计	80098	79275	90709	102922
股本	2152	2152	2152	2152
资本公积	1289	1289	1289	1289
未分配利润	8430	11071	13893	17365
少数股东权益	7243	7972	8850	9913
股东权益合计	22952	23355	27201	31920
负债及权益合计	103050	102629	117909	134841

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2505	2770	3337	4040
折旧和摊销	862	732	959	1075
资产减值准备	521	338	-19	23
资产处置损失	-16	-41	-42	-37
公允价值变动损失	0	2	3	2
财务费用	891	580	544	469
投资损失	-195	-180	-180	-180
少数股东损益	668	729	878	1063
营运资金的变动	-5154	1150	5753	6339
经营活动产生现金流量	152	8791	10249	13125
投资活动产生现金流量	-3082	2998	-504	72
融资活动产生现金流量	2129	-5368	703	521
现金净变动	-773	6421	10448	13718
现金的期初余额	6542	6701	13122	23570
现金的期末余额	5769	13122	23570	37289

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	65019	72522	85386	100629
营业成本	57093	63611	74879	88222
税金及附加	152	165	196	231
销售费用	6	8	10	11
管理费用	1532	1708	2011	2371
研发费用	1683	1849	2177	2566
财务费用	391	580	544	469
其他收益	27	19	21	21
投资收益	195	180	180	180
公允价值变动收益	0	-2	-3	-2
信用减值损失	-233	-260	-300	-350
资产减值损失	-288	-300	-350	-400
资产处置收益	16	41	42	37
营业利润	3879	4278	5157	6245
营业外收入	24	20	20	20
营业外支出	14	10	10	10
利润总额	3889	4288	5167	6255
所得税	716	789	951	1151
净利润	3173	3499	4216	5103
少数股东损益	668	729	878	1063
归属母公司净利润	2505	2770	3337	4040
EPS(元)	1.60	1.77	2.14	2.59

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	13.0%	11.5%	17.7%	17.9%
营业利润增长率	14.3%	10.3%	20.5%	21.1%
归母净利润增长率	17.3%	10.6%	20.5%	21.0%
盈利能力				
毛利率	12.2%	12.3%	12.3%	12.3%
归母净利率	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%
ROE	15.9%	18.0%	18.2%	18.4%
偿债能力				
资产负债率	77.7%	77.2%	76.9%	76.3%
流动比率	1.08	1.14	1.19	1.25
速动比率	1.04	1.10	1.15	1.20
营运能力				
资产周转率	69.7%	70.5%	77.4%	79.6%
应收账款周转率	680.6%	668.6%	676.6%	682.6%
存货周转率	2252%	2263%	2275%	2295%
每股资料(元)				
每股收益	1.60	1.77	2.14	2.59
每股经营现金	0.10	5.63	6.57	8.41
每股净资产	10.07	9.86	11.76	14.10
估值比率(倍)				
PE	5.0	4.5	3.7	3.1
PB	0.8	0.8	0.7	0.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。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，投资者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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn