

公司研究/更新报告

2017年03月26日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 5.07
合理价格区间(元): 6.9~7.4

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
021-28972085
baorongfu@htsc.com

王德彬 执业证书编号: S0570516090001
010-56793964
wangdebing@htsc.com

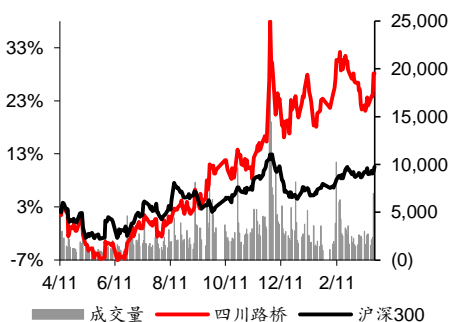
黄骥 执业证书编号: S0570516030001
021-28972066
huangji@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

1 《四川路桥(600039):西南基建投资发力,路桥施工龙头起飞》2016.11

股价走势图



资料来源: Wind

一带一路有突破, 国企改革有亮点

四川路桥(600039)

订单增长逻辑正兑现, “一带一路”和国企改革或有亮点

公司 1-2 月份订单量已经超过去年一季度, “一带一路”业务开展又有突破, 四川省国企改革也有进展。公司今年业绩和订单继续增长的确定性较高, 当前估值 11 倍 PE, 在建筑板块内显著低估。之前我们推荐四川路桥的主要逻辑是: 1) 受益于四川省高速公路投资加速和母公司四川铁投投资高股份额的提升, 公司来自高速公路施工订单将大幅增加, 每年 220 亿元; 2) 受益于四川省内铁路投资加速和公司铁路施工能力升级, 未来来自铁路施工订单将大幅增加, 每年 170 亿元; 3) 公司在运营四条高速公路, 其资产价值被忽视, 可贡献市值 80 亿元。

在手订单充足, 业绩增长持续性强

2016 年公司新签市场竞争性订单总额 199 亿元, 新签 PPP 投资协议 105 亿元, 我们预计在手订单额应该在 400 亿元以上。将 PPP 订单考虑在内后, 公司的新签订单和在手订单量都是自 2013 年以来的新高。今年 1-2 月公司新签订单 63 亿元, 已经超过去年一季度订单额 56 亿元。我们判断公司今年市场化订单和从母公司获取订单总额将超过 400 亿元, 施工收入和利润继续保持较快增长的概率很大。

“一带一路”布局较早, 今年将进入收获季

公司是海外业务开展较早的地方建筑国企, 已在非洲、北欧、东南亚等地区形成良好口碑, 并借助积累的政商资源投资开发了阿斯马拉铜金矿, 预计该项目明年可贡献 1.2 亿元利润。去年底公司跟铁投等四川省属国企合资设立四川国际投资公司, 抱团出海。今年 3 月已同柬埔寨政府签署金边至波贝至暹粒高速公路项目投资合作协议。我们估计公司在手海外合同占收入比例仅为 5%, 今年海外项目开拓会取得较大进展。

四川国企改革全力推进中, 公司可能受益

四川省国企改革进入方案落地实施阶段。据省国资委透露, 今年将选取 3-5 家省属国企试点员工持股计划。2020 年国企资产证券化率达到 30%。将铁投集团等改组为国有资本投资运营公司。对公司来说, 今年有机会被选为员工持股时点, 同时为了实现资产证券化率要求, 不排除有铁投集团旗下资产注入的可能。

维持买入评级

我们维持盈利预测, 2016-18 年净利润分别为 11.6/14.0/17.6 亿元, 对应 EPS 为 0.38/0.46/0.58 元。我们认为可给予公司 2017 年 15~16 倍 PE, 目标价 6.9~7.4 元。

风险提示: 固定资产投资增速大幅下滑; 中标项目推进低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,020
流通 A 股 (百万股)	3,020
52 周内股价区间 (元)	3.72-5.46
总市值 (百万元)	15,310
总资产 (百万元)	59,587
每股净资产 (元)	3.00

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	26,973	30,771	36,310	41,393	47,602
+/-%	6.08	14.08	18.00	14.00	15.00
净利润 (百万元)	893.28	1,025	1,013	1,326	1,742
+/-%	74.15	14.76	(1.19)	30.93	31.33
EPS (元, 最新摊薄)	0.30	0.34	0.34	0.44	0.58
PE (倍)	16.33	14.23	14.40	11.00	8.37

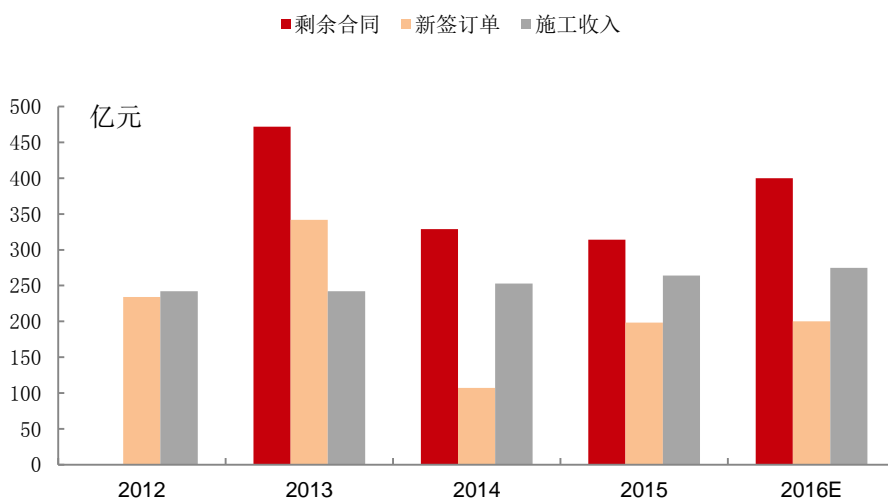
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

在手订单充足，业绩增长持续性强

之前我们推荐四川路桥的主要逻辑是：1) 受益于四川省高速公路投资加速和母公司四川铁投投资高速份额的提升，公司来自高速公路施工订单将大幅增加，每年 220 亿元；2) 受益于四川省内铁路投资加速和公司铁路施工能力升级，未来来自铁路施工订单将大幅增加，每年 170 亿元；3) 公司在运营四条高速公路，其资产价值被忽视，可贡献市值 80 亿元。

订单增长的逻辑在 2016 年已经开始初步显现。2016 年公司新签市场竞争性订单总额 199 亿元，新签 PPP 投资协议 105 亿元，我们预计在手订单额应该在 400 亿元以上。将 PPP 订单考虑在内后，公司的新签订单和在手订单量都是自 2013 年以来的新高。

图表1：四川路桥订单开始上升周期



资料来源：wind，华泰证券研究所

今年 1-2 月公司新签订单 63 亿元，已经超过去年一季度订单额 56 亿元。我们判断公司今年市场化订单和从母公司获取订单总额将超过 400 亿元，施工收入和利润继续保持较快增长的概率很大。

“一带一路”布局被市场忽视

公司的桥梁建造技术属于世界一流，在地方建筑国企中是较早开始海外业务的。早在 2013 年公司就在坦桑尼亚和挪威分别中标道路施工和桥梁建设订单。凭借积累的政商资源，后续公司又投资 34 亿元开发厄立特里亚的阿斯马拉铜金矿。

2016 年 10 月由四川铁投集团、四川华西集团有限公司、四川路桥集团、成都兴城投资集团有限公司共同出资的中国四川国际投资公司正式成立，注册资本为 2 亿美元，四家国有企业出资占比分别为 50%、20%、20%、10%。随着省国投公司成立，企业海外拓展升级为第二轮更高层次的行动，即成为投资人，以甲方的身份进行海外拓展。用投资带动施工业务的发展，用投资带动企业走出去。经过前期准备，目前平台已经储备了 10 多个投资项目。

根据过往签署的订单，我们判断公司目前在手的海外订单额度占施工收入比例在 5% 左右。今年 3 月 8 日四川铁投和路桥集团领导与柬埔寨政府官员签订协议，柬埔寨金边至波贝至暹粒高速公路项目投资合作协议。公司之前就在柬埔寨设立办事处，这项协议签订应该是前期开拓取得的回报。后续跟随其他四川国企抱团出海，预计自 2017 年开始海外订单会有较大提升。

国企改革有望取得进展

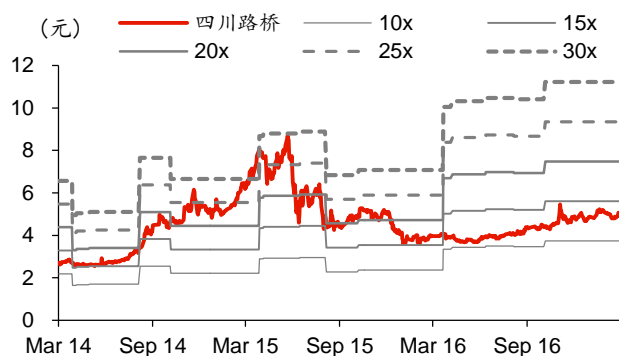
2016年12月《四川省深化国有企业改革实施方案》发布，接着四川省国资国企改革发展工作会在成都举行。四川省国企改革的一些目标与方向逐步清晰。

第一大目标是国有资产继续增值，2020年四川省国企资产总额达到4.8万亿元，相比2016年增长14%。其中要求四川省铁投集团力争将资产总额由2500亿元增加到4000亿元。第二个方向是员工持股，根据今年2月的发布会信息，2017年四川省将开展混合所有制企业员工持股试点，在省属国企选择3-5户进行试点。

第三个方向是资产证券化。四川省力争在2020年实现国企资产证券化率达到30%。其中四川铁投旗下只有四川路桥一家上市公司，按照2016年的数据计算，铁投资产证券化率为24%，到2020年需要有1200亿元资产实现证券化。据发布会介绍，四川接下来还将加快推进改组或组建一批国有资本投资运营公司，如交投集团、华西集团、铁投集团等。我们判断铁投集团如果改组为管资本的企业，那么旗下投资运营的高速公路有可能整体划转到旗下专业性公司，比如四川路桥。

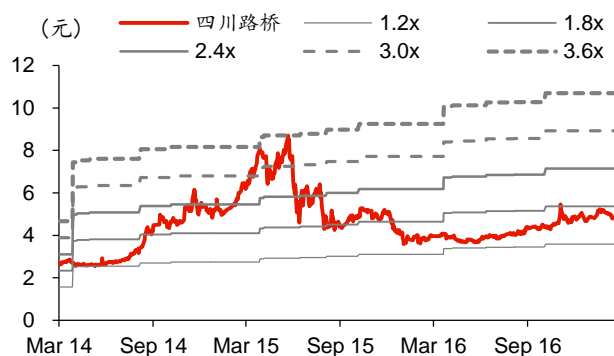
PE/PB - Bands

图表2：四川路桥历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3：四川路桥历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	27,737	26,681	29,864	33,493	37,466
现金	4,933	6,085	5,509	5,797	5,653
应收账款	1,100	1,079	1,279	1,455	1,675
其他应收账款	4,855	5,367	6,370	7,241	8,339
预付账款	883.30	984.95	1,201	1,366	1,568
存货	15,860	12,695	15,482	17,610	20,207
其他流动资产	106.11	470.66	23.11	23.77	24.58
非流动资产	24,438	28,361	30,913	33,517	36,706
长期投资	14.86	239.81	239.81	239.81	239.81
固定投资	2,672	2,543	2,331	2,119	1,905
无形资产	15,943	20,852	23,682	26,589	30,075
其他非流动资产	5,809	4,726	4,660	4,570	4,487
资产总计	52,175	55,042	60,777	67,010	74,172
流动负债	30,276	26,985	32,136	37,195	42,766
短期借款	4,711	4,027	5,462	8,093	10,008
应付账款	10,319	10,412	12,697	14,443	16,573
其他流动负债	15,247	12,547	13,977	14,659	16,185
非流动负债	13,593	18,650	18,332	18,331	18,331
长期借款	11,966	16,325	16,325	16,325	16,325
其他非流动负债	1,627	2,325	2,006	2,006	2,006
负债合计	43,869	45,635	50,468	55,526	61,097
少数股东权益	840.58	779.03	814.27	860.51	928.23
股本	3,020	3,020	3,020	3,020	3,020
资本公积	887.23	1,185	1,185	1,185	1,185
留存公积	2,976	3,850	5,286	6,410	7,928
归属母公司股	7,465	8,628	9,495	10,623	12,147
负债和股东权益	52,175	55,042	60,777	67,010	74,172

现金流量表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	1,777	3,053	1,330	2,755	2,999
净利润	924.95	1,021	1,048	1,372	1,809
折旧摊销	472.08	516.29	492.97	499.94	498.42
财务费用	1,277	1,160	1,346	1,319	1,317
投资损失	(12.06)	(33.11)	(10.00)	(20.00)	(50.00)
营运资金变动	(875.66)	258.53	(1,501)	(517.53)	(657.89)
其他经营现金	(9.60)	130.24	(46.39)	101.19	82.91
投资活动现金	(3,439)	(3,463)	(2,651)	(3,174)	(3,720)
资本支出	2,447	3,950	11.81	15.00	15.00
长期投资	1,089	(528.30)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	96.23	(41.80)	(2,639)	(3,159)	(3,705)
筹资活动现金	251.21	1,700	744.98	706.94	576.86
短期借款	720.65	(683.90)	1,435	2,631	1,915
长期借款	(492.16)	4,359	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,510	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,510)	297.63	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	22.58	(2,273)	(690.30)	(1,924)	(1,338)
现金净增加额	(1,412)	1,295	(576.01)	288.00	(144.00)

利润表

会计年度 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	26,973	30,771	36,310	41,393	47,602
营业成本	23,462	26,975	32,897	37,420	42,937
营业税金及附加	898.99	913.56	210.60	240.08	276.09
营业费用	6.87	10.52	12.42	14.16	16.28
管理费用	342.14	345.50	457.51	558.81	666.43
财务费用	1,277	1,160	1,346	1,319	1,317
资产减值损失	(178.75)	118.76	90.00	150.00	180.00
公允价值变动收益	1.22	4.60	4.60	4.60	4.60
投资净收益	12.06	33.11	10.00	20.00	50.00
营业利润	1,178	1,286	1,311	1,717	2,264
营业外收入	17.96	12.20	13.28	14.48	13.32
营业外支出	14.65	24.47	17.01	18.71	20.07
利润总额	1,182	1,274	1,308	1,712	2,258
所得税	256.66	252.89	259.56	339.87	448.08
净利润	924.95	1,021	1,048	1,372	1,809
少数股东损益	31.67	(3.88)	35.25	46.23	67.73
归属母公司净利润	893.28	1,025	1,013	1,326	1,742
EBITDA	2,927	2,962	3,150	3,535	4,079
EPS (元)	0.30	0.34	0.34	0.44	0.58

主要财务比率

会计年度 (%)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	6.08	14.08	18.00	14.00	15.00
营业利润	65.17	9.17	1.95	30.89	31.91
归属母公司净利润	74.15	14.76	(1.19)	30.93	31.33
获利能力 (%)					
毛利率	13.02	12.34	9.40	9.60	9.80
净利率	3.31	3.33	2.79	3.20	3.66
ROE	11.97	11.88	10.67	12.48	14.34
ROIC	8.84	8.47	7.85	8.06	8.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	84.08	82.91	83.04	82.86	82.37
净负债比率 (%)	44.02	46.86	46.81	46.56	45.78
流动比率	0.92	0.99	0.93	0.90	0.88
速动比率	0.39	0.52	0.45	0.43	0.40
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.57	0.63	0.65	0.67
应收账款周转率	27.18	26.88	29.24	28.78	28.90
应付账款周转率	2.44	2.60	2.85	2.76	2.77
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.34	0.34	0.44	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	1.01	0.44	0.91	0.99
每股净资产(最新摊薄)	2.47	2.86	3.14	3.52	4.02
估值比率					
PE (倍)	16.33	14.23	14.40	11.00	8.37
PB (倍)	1.95	1.69	1.54	1.37	1.20
EV_EBITDA (倍)	9.99	9.87	9.28	8.27	7.17

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com