

公司研究/年报点评

2017年04月16日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 5.16
合理价格区间(元): 7.0~7.5

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

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

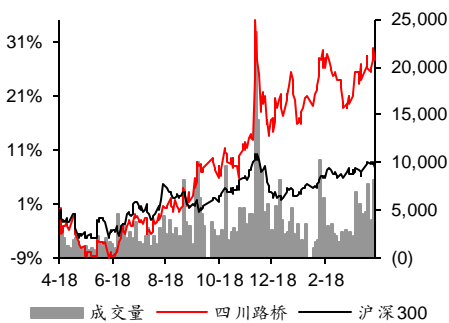
黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

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

相关研究

- 1 《四川路桥(600039,买入): 订单增长持续, 定增过会助力》2017.04
- 2 《四川路桥(600039,买入): 一带一路有突破, 国企改革有亮点》2017.03
- 3 《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

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)	15,582
总资产(百万元)	63,480
每股净资产(元)	3.19

资料来源: 公司公告

四季度业绩低于预期无碍增长趋势

四川路桥(600039)

业绩低于预期但订单充足, 定增过会将助力后续增长

公司 2016 年收入和归母净利润分别为 301 亿元和 10.4 亿元, 同比增长 -7.1%和-1.3%, 低于预期。不过考虑在手订单充足和定增过会后资金将在年内到位, 我们继续看好公司未来 3 年的业绩增长。

项目开工滞后使得收入增速低于预期, 利润率小幅抬升

由于公司去年收购控股股东旗下的路航公司 60% 股权, 业绩回溯后收入同比下降 7.1%, 其中施工收入 241 亿元同比下滑 12.8%。主要因为新签 BOT 项目前期进度较慢使得开工延迟。BT 及 BOT 运营类收入 11.2 亿元同比增长 15.0%, 其中高速公路收费收入 9 亿元, 增长 14%。受业主支付计量款放缓影响, 应收账款占比有所提升, 导致资产减值损失同比增加 1.8 亿元。不过综合毛利率提升 0.31pct, 带动归母净利率提高 0.2pct 到 3.47%, 为历史最高。我们判断增发资金到位后, 净利率还会保持小幅抬升的态势。

在手订单充足, 未来增长无忧

2016 年公司新签市场竞争性订单总额 199 亿元, 新签 PPP 总投资额 205 亿元(计入去年底两个新项目), 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。今年一季度公司新签订单 74 亿元, 同比增长 32%。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, 施工收入和利润实现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

暂不考虑增发影响, 我们预计公司 2017-19 年净利润分别为 14.1/17.8/21.5 亿元, 对应 EPS 为 0.47/0.59/0.71 元。我们认为可给予公司 2017 年 15~16 倍 PE, 目标价 7.0~7.5 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。

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	32,398	30,108	36,732	41,507	46,903
+/-%	20.12	(7.07)	22.00	13.00	13.00
净利润(百万元)	1,058	1,045	1,409	1,780	2,152
+/-%	18.43	(1.26)	34.89	26.32	20.93
EPS(元, 最新摊薄)	0.35	0.35	0.47	0.59	0.71
PE(倍)	14.73	14.92	11.06	8.75	7.24

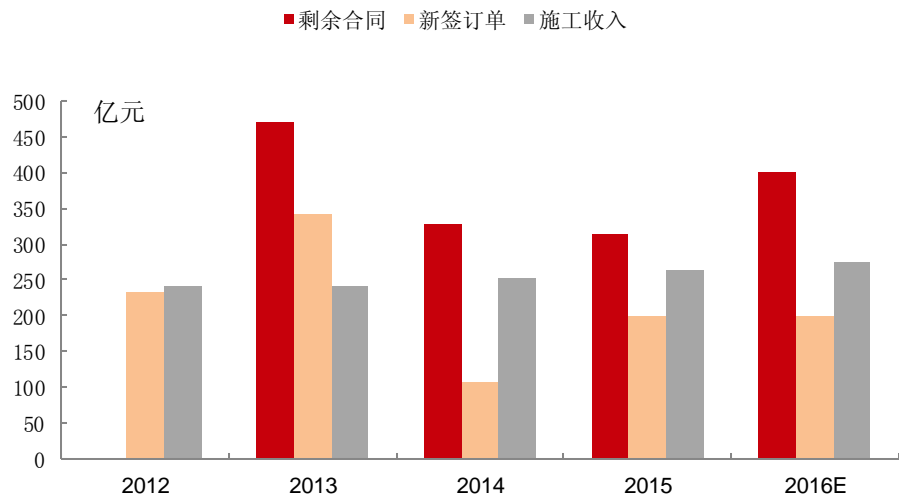
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

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

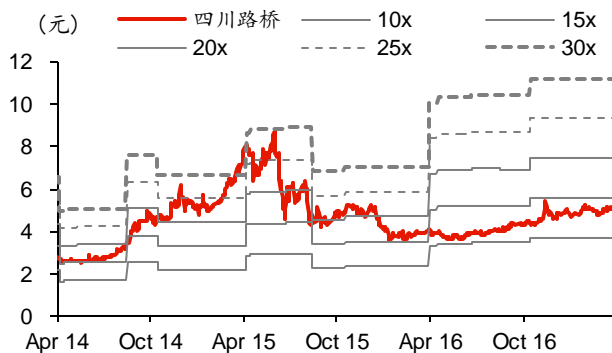
2016年12月《四川省深化国有企业改革实施方案》发布，接着四川省国资国企改革发展工作会在成都举行。四川省国企改革的一些目标与方向逐步清晰。

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。

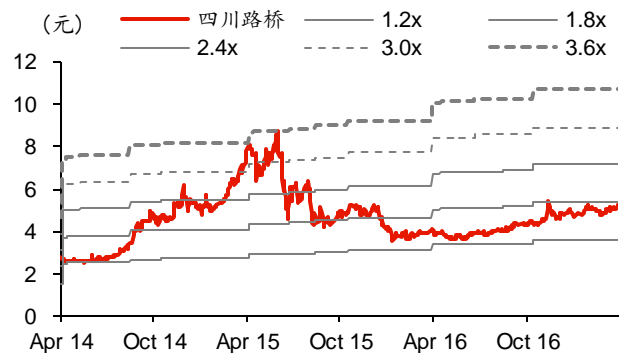
PE/PB - Bands

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	28,651	31,763	32,511	37,124	42,004
现金	6,325	7,437	3,078	3,963	4,492
应收账款	1,175	2,322	2,833	3,201	3,617
其他应收账款	5,901	6,207	7,727	8,645	9,818
预付账款	1,102	477.65	584.41	659.43	745.70
存货	13,677	14,809	18,159	20,490	23,171
其他流动资产	470.66	510.09	128.36	165.85	160.52
非流动资产	28,425	31,717	25,740	25,546	25,351
长期投资	222.17	783.17	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	2,594	2,469	2,284	2,090	1,907
无形资产	20,854	23,009	23,010	23,003	22,997
其他非流动资产	4,755	5,455	446.10	453.69	447.03
资产总计	57,077	63,480	58,251	62,671	67,354
流动负债	28,668	31,694	25,874	29,038	31,912
短期借款	4,027	4,705	0.00	0.00	0.00
应付账款	11,055	10,770	12,851	14,685	16,502
其他流动负债	13,587	16,219	13,023	14,353	15,410
非流动负债	18,700	21,152	20,523	20,651	20,594
长期借款	16,375	18,258	18,258	18,258	18,258
其他非流动负债	2,325	2,894	2,265	2,393	2,336
负债合计	47,368	52,846	46,397	49,689	52,506
少数股东权益	903.45	989.35	1,115	1,273	1,464
股本	3,020	3,020	3,020	3,020	3,020
资本公积	1,316	1,229	914.18	914.18	914.18
留存公积	3,884	4,777	6,805	7,776	9,451
归属母公司股	8,805	9,645	10,739	11,709	13,384
负债和股东权益	57,077	63,480	58,251	62,671	67,354

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	3,077	1,190	848.70	2,935	2,452
净利润	1,066	1,137	1,534	1,938	2,344
折旧摊销	525.72	525.21	232.09	235.20	238.32
财务费用	1,181	1,257	1,410	1,332	1,334
投资损失	(29.26)	0.59	0.59	0.59	0.59
营运资金变动	159.13	(2,049)	(2,238)	(757.80)	(1,557)
其他经营现金	174.66	319.45	(89.84)	186.98	92.56
投资活动现金	(2,848)	(3,815)	5,161	(34.10)	(50.05)
资本支出	3,963	3,220	33.86	30.00	45.00
长期投资	(1,156)	763.44	(4,774)	0.00	0.00
其他投资现金	(41.49)	168.53	421.05	(4.10)	(5.05)
筹资活动现金	896.12	4,042	(10,368)	(2,016)	(1,873)
短期借款	(683.90)	678.40	(4,705)	0.00	0.00
长期借款	4,409	1,882	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	428.47	(86.63)	(314.90)	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,258)	1,568	(5,348)	(2,016)	(1,873)
现金净增加额	1,130	1,420	(4,358)	884.43	528.81

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	32,398	30,108	36,732	41,507	46,903
营业成本	28,399	26,299	32,177	36,308	41,058
营业税金及附加	974.84	361.01	440.43	497.68	562.38
营业费用	10.69	9.23	11.69	12.97	14.79
管理费用	389.66	478.11	512.53	664.12	750.45
财务费用	1,181	1,257	1,410	1,332	1,334
资产减值损失	137.54	302.24	300.00	320.00	320.00
公允价值变动收益	4.60	(3.16)	0.72	(1.22)	(0.25)
投资净收益	29.26	(0.59)	(0.59)	(0.59)	(0.59)
营业利润	1,340	1,398	1,880	2,371	2,863
营业外收入	13.39	18.27	18.27	18.27	18.27
营业外支出	25.32	35.18	35.18	35.18	35.18
利润总额	1,328	1,381	1,863	2,354	2,847
所得税	261.74	244.03	329.18	415.80	502.83
净利润	1,066	1,137	1,534	1,938	2,344
少数股东损益	7.96	92.88	125.29	158.26	191.38
归属母公司净利润	1,058	1,045	1,409	1,780	2,152
EBITDA	3,046	3,180	3,522	3,938	4,435
EPS(元)	0.35	0.35	0.47	0.59	0.71

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	20.12	(7.07)	22.00	13.00	13.00
营业利润	13.68	4.39	34.47	26.08	20.78
归属母公司净利润	18.43	(1.26)	34.89	26.32	20.93
获利能力(%)					
毛利率	12.34	12.65	12.40	12.53	12.46
净利率	3.27	3.47	3.84	4.29	4.59
ROE	12.01	10.83	13.12	15.20	16.08
ROIC	8.63	8.11	9.33	10.37	11.27
偿债能力					
资产负债率(%)	82.99	83.25	79.65	79.29	77.96
净负债比率(%)	45.68	49.91	39.35	36.74	34.77
流动比率	1.00	1.00	1.26	1.28	1.32
速动比率	0.52	0.53	0.55	0.57	0.59
营运能力					
总资产周转率	0.59	0.50	0.60	0.69	0.72
应收账款周转率	27.17	16.45	13.64	13.17	13.17
应付账款周转率	2.66	2.41	2.72	2.64	2.63
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.35	0.47	0.59	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	1.02	0.39	0.28	0.97	0.81
每股净资产(最新摊薄)	2.92	3.19	3.56	3.88	4.43
估值比率					
PE(倍)	14.73	14.92	11.06	8.75	7.24
PB(倍)	1.77	1.62	1.45	1.33	1.16
EV_EBITDA(倍)	10.82	10.37	9.36	8.37	7.43

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：AOK809

©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 1063211166/传真：86 1063211275

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