

公司研究/公告点评

2017年07月13日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.29
合理价格区间(元): 7.00~7.50

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

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

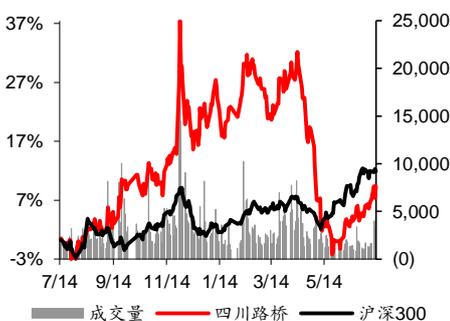
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1《四川路桥(600039,买入): 四季度业绩低于预期无碍增长趋势》2017.04
- 2《四川路桥(600039,买入): 订单增长持续, 定增过会助力》2017.04
- 3《四川路桥(600039,买入): 一带一路有突破, 国企改革有亮点》2017.03

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)	3.85-5.46
总市值 (百万元)	12,955
总资产 (百万元)	61,028
每股净资产 (元)	3.19

资料来源: 公司公告

新签订单翻番, 业绩高速增长可期

四川路桥(600039)

事件

公司近期公告, 截止 2017 年 6 月底, 公司今年累计中标施工项目 57 项, 新签合同额 208.46 亿元, 其中新签 PPP 项目总投资额 33.48 亿元。公司 6 月中标 10 亿元以上重大项目, 包含一个高速公路修建项目和一个高速公路改造 PPP 项目。

新签订单高增长, 行业景气度高, 未来三年业绩增长有保障

公司前 6 个月新签重大施工订单约 208.46 亿元, 同比增长 152.99%, 占 2016 年营业收入的 70%。公司 2016 年末在建项目总额为 997.53 亿元, 是 2016 年营收的 3.30 倍, 充足的在手订单对公司未来业绩形成较高保障。今年 1-5 月全国公路建设累计完成固定资产投资 6492 亿元, 同比大幅增长 32.7%, 我们预计今年公路固投总额将超过 1.8 万亿元; “十三五”期间四川省内公路铁路总投资预计达 7100 亿元, 行业高景气、区位优势和大股东项目资源优势预计将助力公司提升拿单能力。

BOT&PPP 项目助力提升毛利率, 优化业务结构

公司 2016 年逐步在公路、能源类 PPP/BOT 项目等新业务, 此类项目近年分别实现营业收入 9.50 亿元、9.76 亿元、11.22 亿元, 占总营业收入的 3.56%、3.52%、3.73%, 虽然现阶段营收规模不大, 但运营类业务毛利率高达 65%以上, 盈利能力强。截止 2016 年底, 公司 PPP 项目累计总投资额达 205 亿元, 未来 PPP 项目和基建运营收入占比的增加将进一步优化公司业务结构, 提升公司盈利能力。

“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。据四川省国资委透露, 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试点, 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。

看好公路投资高景气与公司业绩成长性, 维持“买入”评级

我们预计公司 2017-19 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。认可给予 2017 年 15~16 倍 PE, 目标价 7.0~7.5 元, 维持“买入”评级。

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
归属母公司净利润 (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

公司在手订单及规模测算

公司在手订单饱满，未来业绩增长有保障。公司 2017 年上半年新签重大施工订单约为 208.46 亿元，同比增长 152.99%，也是 2016 年营业收入的 0.69 倍。我们粗略测算公司 2016 年末剩余合同额为 256.37 亿元(新签重大订单 198.77 亿元+15 年剩余合同额 298.62 亿元-2016 年施工收入 241.02 亿元)。今年上半年公司公告新签订单约 208.46 亿元，我们预计 6 月末公司剩余合同总额约 344 亿元，是去年收入的 1.14 倍。公司在手订单充足，按一般 2-3 年完工期来看，未来三年业绩增长有较高保障。

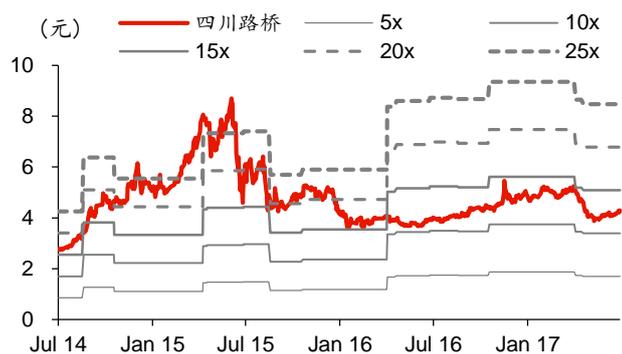
图表1：2017 年以来公司公告新中标订单统计

序号	项目名称	公告中标时间	金额 (亿元)
1	四川省宜宾南溪长江公路大桥 (PPP 项目)	2017 年 1 月	5.23
2	四川省仁寿至屏山新市公路井研至五指山段路基土建工程施工 LJ9 标段	2017 年 1 月	11.57
3	四川省仁寿至屏山新市公路井研至五指山段路基土建工程施工 LJ11 标段	2017 年 1 月	7.61
4	四川省金堂县观音山至云顶山旅游公路建设工程 (2 期) 2 标段	2017 年 1 月	1.67
5	四川省富顺县成自泸赤高速公路富顺连接线拓宽改造工程 EPC 勘察设计施工总承包	2017 年 1 月	1.15
6	四川省仁寿至屏山新市公路井研至五指山段路基土建工程施工 LJ15 标段	2017 年 1 月	6.64
7	新建川南城际铁路内江至自贡至泸州线站前工程 CN-5 标段	2017 年 1 月	14.79
8	贵州省江津 (渝黔界) 经习水至古蔺 (黔川界) 高速公路路面工程 (不含赤水河特大桥) 项目	2017 年 1 月	6.91
9	四川省桃园 (川陕界) 至巴中高速公路工程项目桃园 (川陕界) 至南江段路面工程施工第 LM1 标段	2017 年 2 月	1.87
10	与上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司组成联合体中标中和片区地下综合管廊工程勘察-施工图设计-施工总承包 (二批次) 二标段	2017 年 2 月	1.54
11	雅江县木绒乡通乡油路建设工程	2017 年 3 月	1.36
12	布拖县通乡油路施工及养护服务	2017 年 3 月	1.51
13	广西壮族自治区崇左至水口高速公路崇左西环线段、崇左至龙州段、龙州至水口段土建工程 CS-CL2 标段	2017 年 3 月	5.32
14	国道 338 线苏里格第三天然气处理厂至乌兰镇段公路土建工程施工一标段	2017 年 3 月	4.31
15	金沙江乌东德水电站建设征地交通工程龙街大桥施工	2017 年 4 月	1.20
16	与四川圣弘工程技术有限公司组成联合体中标金旌快速通道建设工程 (I 标段)	2017 年 4 月	1.28
17	国道 227 线稻城香格里拉乡至凉山州木里界段公路改建工程	2017 年 4 月	2.60
18	国道 215 线巴塘竹巴笼至得荣二龙桥段公路改建工程 (斯闸至二龙桥段) 土建施工 A 标段	2017 年 4 月	4.52
19	习水县环北大道 (伏龙至黄木坪段) 二标段建设项目 (PPP 项目)	2017 年 4 月	5.30
20	【中国供销·川北农副产品电商批发物流园】建筑工程建筑安装施工总承包(房建)	2017 年 5 月	11.64
21	马踏洞片区金南大道西延线二期工程设计-采购-施工总承包	2017 年 5 月	5.67
22	S105 线青川木鱼至沙州公路改建工程施工标段	2017 年 5 月	1.75
23	国道 213 线祁连县城叉路口至大通河桥段公路改建工程 QD-SG3 标段	2017 年 5 月	1.67
24	成都地铁 18 号线龙泉山隧道 1#斜井主洞区间工程	2017 年 5 月	1.92
25	宜宾临港经济技术开发区沿江老工业区基础设施项目 (二期) PPP 项目	2017 年 5 月	24.39
26	省高网 S26 蒙自至孟连高速公路元阳至绿春段惠民隧道工程	2017 年 5 月	7.32
27	泸州市渡改桥 (一期) PPP 项目	2017 年 6 月	8.98
28	四川省峨眉至汉源高速公路项目 1 标段施工总承包	2017 年 6 月	48.63
29	甘肃省平凉至天水公路土建工程 PT16 标段施工	2017 年 6 月	4.41
		2017 年合计	202.76
1	S206 线南充至蓬安段升级改造工程顺庆段 PPP 建设项目	2017 年 6 月	12.48
2	宜宾市盐坪坝长江大桥及连接线工程 (PPP 项目)	2017 年 1 月	21.00
		PPP 项目合计	33.48

资料来源: wind 华泰证券研究所

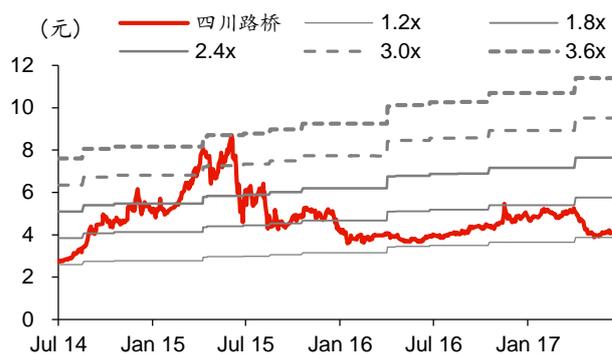
PE/PB - Bands

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

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

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