

定增完成+新签合同劲增 1.6 倍，助力业绩稳健增长

公司动态

◆ 非公开发行完成，改善公司资本结构，增强核心竞争力

公司本次非公开发行于 2017 年 8 月 7 日获证监会核准批复，于同年 9 月 11 日完成登记托管及限售手续办理。发行股票数量为 5.9 亿股，发行价格为 3.91 元/股，募集资金总额为 23.1 亿元。本次定增有望改善公司资本结构，提升盈利能力与持续经营能力，进一步增强公司的核心竞争力。

◆ 行业层面：四川省“十三五”交通投资同比增长 22.6%

四川省“十三五”综合交通运输计划投资 1.03 万亿元，较“十二五”规划增长 22.6%。其中铁路营业里程计划 6,000 公里（包括高速铁路 2,100 公里）；公路网总里程 34 万公里，高速公路通车里程 8,000 公里，普通国省干线公路省级改造项目 1.3 万公里，新改建农村公路 9.7 万公里。

◆ 股东层面：公司背靠省级基建投资平台，新签订单保障度较高

公司大股东铁投集团是四川省国有特大型基建投融资平台，代表四川省承担铁路、公路投资建设和运营管理等业务，在省内基础设施建设领域的市场份额约为 30%。公司作为铁投集团旗下技术实力最强、业务体量最大的路桥建设平台，有望从“十三五”交通工程投资规划中充分受益。

◆ 公司层面：新签合同同比大幅劲增 1.6 倍，海外矿产项目进展顺利

受新一轮项目开工进度放缓影响，公司 2016Q4 及 2017Q1 的营收与净利润出现一定下滑，但综合毛利率始终稳健上升，显示基本面向好趋势并未改变。公司 2017 年 1-8 月新签合同 281.52 亿元，同比大增 162%，已超去年全年水平。测算公司在手订单超 355.43 亿元，为去年施工业务营收 1.5 倍，对全年业绩形成强力保障。海外阿斯马拉矿已完成项目初步设计，并已启动水坝建设和加密钻孔勘查等前期建设工程。

◆ **盈利预测和投资建议：**2017 公路投资高度景气，四川省“十三五”交通投资同比增长 22.6%，PPP 助推西南地区基建井喷，公司作为铁投集团旗下的核心基建平台，基本面经营持续向好，海外矿业进展顺利，同时估值较低，安全边际较高。维持公司的盈利预测，定增摊薄后 2017-2019 年的 EPS 为 0.34/0.40/0.45 元，目标价 5.60 元，维持“买入”评级。

◆ **风险提示：**PPP、BOT 项目进展不及预期；海外矿业进展不及预期。

◆ 业绩预测和估值指标：

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	30,771	30,108	33,782	37,835	42,300
营业收入增长率	14.08%	-2.15%	12.20%	12.00%	11.80%
净利润（百万元）	1,025	1,045	1,245	1,444	1,639
净利润增长率	14.76%	1.90%	19.23%	15.96%	13.47%
EPS（元）	0.28	0.29	0.34	0.40	0.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.88%	10.83%	9.54%	10.08%	10.39%
P/E	16	16	13	11	10

买入（维持）

当前价/目标价：4.52/5.60 元

目标期限：6 个月

分析师

陈浩武（执业证书编号：S0930510120013）

021-22169050

chenhaowu@ebscn.com

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）

021-22169329

sunwf@ebscn.com

师克克（执业证书编号：S0930517070003）

021-22169158

shikk@ebscn.com

联系人

纪振鹏

021-22169044

jizp@ebscn.com

胡添雅

021-22169106

hutianya@ebscn.com

市场数据

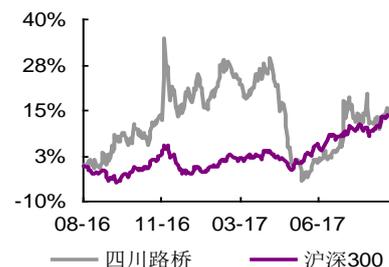
总股本(亿股)：36.11

总市值(亿元)：163.22

一年最低/最高(元)：3.83/5.49

近 3 月换手率：75.99%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.64	3.98	-5.45
绝对	1.58	11.30	10.22

相关研报

上半年业绩企稳回升，新签合同额大幅增长……2017-08-30
业绩不及预期，增长逻辑未变……2017-04-15
深耕西南，前出一带一路……2017-03-27

目 录

1、非公开发行完成，提升核心竞争力	4
1.1、发行价格 3.91 元/股，募集资金 23.1 亿元.....	4
1.2、定增募投项目：江习古高速公路 BOT 项目.....	6
2、主营业务持续好转，新签合同增长迅速	8
2.1、业绩受新开工不足拖累，综合毛利率稳健上升.....	8
2.2、新签合同爆发式劲增 1.6 倍，PPP 占比逐步提升.....	10
2.3、在手订单达 16 年施工营收 1.5 倍，业绩保障度较高.....	11
2.4、海外矿业完成初步设计，已启动前期建设工程.....	12
3、“十三五”规划落地，西部基建持续发力	13
3.1、四川“十三五”交通基建投资同比增长 22.6%.....	13
3.2、背靠省级基建投资平台，公司新签订单保障度高.....	16
4、盈利预测与投资建议	18
4.1、盈利预测.....	18
4.2、相对估值法.....	20
4.3、投资评级.....	21
5、风险分析	21

图目录

图 1：江习古高速公路 BOT 项目路线示意图	6
图 2：江习古高速公路 BOT 项目施工现场航拍图	6
图 3：2012-2017H1 年公司营业收入及增速	8
图 4：2012-2017H1 年公司归母净利润及增速	8
图 5：2012-2016 年 4 家同业可比公司的毛利率变化	9
图 6：2016 年公司主要分业务的毛利率变化	9
图 7：2016 年公司分业务的营业收入占比	9
图 8：2016 年公司分业务的毛利润占比	9
图 9：2012-2017 年 8 月公司新签合同额及增长率	10
图 10：2012-2017 年 8 月公司新签合同平均金额变化	10
图 11：2012-2017H1 公司工程施工营业收入与新签合同额变化趋势	11
图 12：阿斯马拉矿产所在国——非洲厄立特里亚	12
图 13：公司收购的阿斯马拉铜金多金属矿	12
图 14：四川省十一五、十二五、十三五交通基建投资情况	13
图 15：四川省“十三五”综合交通运输发展规划内容	13
图 16：四川省“十三五”综合运输大通道规划布局示意图	13
图 17：四川省十三五铁路规划建设示意图	14
图 18：四川省“十三五”高速公路建设项目示意图	15
图 19：“十三五”期间铁投集团的公路投资规划	16
图 20：“十三五”期间铁投集团铁路投资规划	17
图 21：四川路桥历史 PE-TTM 情况（2012-8-23 ~ 2017-8-23）	20

表目录

表 1：本次非公开发行具体配售发行对象及认购数量	4
表 2：本次发行后公司前十名股东情况（截至股份登记日）	4
表 3：非公开发行 A 股股票募集资金投资项目总体使用计划	5
表 4：江习古高速公路 BOT 项目的实施进度节点	6
表 5：江习古高速公路 BOT 项目经济效益指标测算表	6
表 6：江习古高速公路 BOT 项目的总体建设进度安排	7
表 7：公司已中标重大 PPP 项目一览（截至 2017 年 8 月）	10
表 8：公司剩余合同总额（在手订单）的测算依据	11
表 9：四川路桥盈利预测主要指标	18
表 10：四川路桥与可比公司的估值对比	20

1、非公开发行完成，提升核心竞争力

1.1、发行价格 3.91 元/股，募集资金 23.1 亿元

公司本次非公开发行于 2017 年 4 月 12 日获证监会发行审核委员会审核通过，于 2017 年 8 月 7 日收到证监会核准批复，于 2017 年 9 月 11 日完成登记托管及限售手续办理。发行股票数量为 5.9 亿股，发行价格为 3.91 元/股，募集资金总额为 23.1 亿元，除大股东四川省铁路产业投资集团有限责任公司（以下简称：铁投集团）锁定期为 3 年外，其余参与定增方锁定期均为 1 年。本次定增将有效改善公司的资本结构，提升盈利能力与持续经营能力，进一步增强公司的核心竞争力。

本次非公开发行的对象为包括公司控股股东铁投集团在内的 10 名特定对象，具体配售的发行对象与认购数量如下：

表 1：本次非公开发行具体配售发行对象及认购数量

序号	发行对象名称	获配股数（股）	获配金额（元）	锁定期（月）
1	四川省铁路产业投资集团有限责任公司	153,452,685	599,999,998.35	36
2	嘉实基金管理有限公司	51,150,895	199,999,999.45	12
3	鹏华资产管理有限公司-鹏华资产佛银 1 号资产管理计划	51,150,895	199,999,999.45	12
4	华泰资产管理有限公司-华泰策略投资产品	51,150,895	199,999,999.45	12
5	华泰资产管理有限公司-华泰资产定增全周期资产管理产品	51,150,895	199,999,999.45	12
6	兴证证券资产管理有限公司	51,150,895	199,999,999.45	12
7	红土创新基金管理有限公司	51,150,895	199,999,999.45	12
8	光大保德信基金管理有限公司	51,150,895	199,999,999.45	12
9	安徽省中安金融资产管理股份有限公司	51,150,895	199,999,999.45	12
10	孙卫平	28,132,993	110,000,002.63	12
合 计		590,792,838	2,309,999,996.58	-

资料来源：公司公告

本次定增完成后，公司股份总数由 30.20 亿股增至 36.11 亿股。公司第一大股东铁投集团的持股比例由 43.94% 下降至 41.00%，其对公司的实际控制权未受影响。

表 2：本次发行后公司前十名股东情况（截至股份登记日）

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）	股本性质
1	四川省铁路产业投资集团有限责任公司	1,480,241,455	41.00	A 股流通股
2	中央汇金资产管理有限责任公司	89,793,500	2.49	A 股流通股
3	华泰资产管理有限公司-策略投资产品	51,150,895	1.42	A 股流通股
4	华泰资管-广州农商行-华泰资产定增全周期资产管理产品	51,150,895	1.42	A 股流通股
5	鹏华资产-浦发银行-粤财信托-粤财信托-菁英 151 期单一资金信托计划	51,150,895	1.42	A 股流通股
6	安徽省中安金融资产管理股份有限公司	51,150,895	1.42	A 股流通股
7	兴业证券-兴业-兴业证券金麒麟 5 号集合资产管理计划	40,920,716	1.13	A 股流通股
8	全国社保基金五零四组合	38,363,171	1.06	A 股流通股
9	光大保德信基金-宁波银行-上海诚鼎新扬子投资合伙企业（有限合伙）	38,363,171	1.06	A 股流通股
10	孙卫平	28,132,993	0.78	A 股流通股

资料来源：公司公告

本次非公开发行合计募集资金总额为 23.1 亿元，扣除发行费用后将用于江习古高速公路 BOT 项目及偿还银行贷款。

表 3：非公开发行 A 股股票募集资金投资项目总体使用计划

序号	项目名称	项目内容	项目总投资 (亿元)	拟使用募集 资金 (亿元)
1	江习古高速公路 BOT 项目	对江习古公司进行增资、投资该 BOT 项目	101.74	16.2
2	偿还银行贷款	-	-	6.9
合 计			-	23.1

资料来源：公司公告

本次非公开发行募集资金投资项目有利于公司综合实力的进一步提升，将助力公司在省外重点项目实施、发展战略实现、财务结构改善、增强盈利能力等方面取得进步：

- 1、有助于重点投资项目的实施和公司向省外拓展战略的实现。**公司目前营业收入的 90%以上来源于工程施工，80%来源于省内。江习古高速公路 BOT 项目作为公司向省外拓展的重点项目，本次非公开发行将为该项目提供资金保障，确保项目顺利实施，有助于公司走出四川、面向全国战略规划的实现；
- 2、改善财务状况、优化资本结构。**本次定增完成后，公司资产负债率将由 83.21%下降至约 79.88%，总资产/净资产/股东权益规模将进一步增大，资本结构将获得优化，财务费用也将进一步降低；
- 3、提升持续经营能力，间接增强盈利能力。**本次发行将使公司筹资活动现金流入量大幅增加，建设江习古高速公路 BOT 项目将使投资活动现金流出相应增加。随着该项目效益的逐步实现，公司经营活动产生的现金流入量亦将逐步提升，提高公司未来的盈利能力与持续经营能力。

1.2、定增募投项目：江习古高速公路 BOT 项目

- ◆ **项目概述：**江习古高速公路 BOT 项目全称“江津（渝黔界）经习水至古蔺（黔川界）高速公路 BOT 项目”，总投资 101.74 亿元，于 2014 年底开工建设，预计 2018 年底建成。项目全长 80.5 公里，全线布设桥梁 29,644.75 米/99 座（其中特大桥 6,735.3 米/5 座，大中桥 22,909.45 米/94 座，涵洞 66 道）、隧道 6,849 米/9 座（其中长隧道 2,495 米/1 座，中长隧道 2,465 米/3 座，短隧道 1,916 米/5 座），全线设 8 处互通式立交。建设标准为双向四车道高速公路，设计速度 80 公里/小时，路基宽度 24.5 米。

图 1：江习古高速公路 BOT 项目路线示意图



资料来源：百度地图

图 2：江习古高速公路 BOT 项目施工现场航拍图



资料来源：四川广播电视台网

- ◆ **建设期与运营期：**项目建设期为 4 年，自项目开工日起至交工日止；运营期（含收费期）自交工日起至项目移交日止，其中收费期 29 年 11 月，自项目收费许可证颁发之日起计。特许经营期满后，江习古高速公路项目将无偿移交给贵州省交通运输厅。

表 4：江习古高速公路 BOT 项目的实施进度节点

时间	事件
2013 年 11 月	招标人贵州省交通厅发出招标文件
2014 年 1 月	通过公开招投标，路桥集团成为江习古高速公路项目的投资人
2014 年 3 月	贵州省交通厅与路桥集团签订《投资协议》
2014 年 6 月	路桥集团成立江习古公司负责该项目运作
2015 年 2 月	贵州省交通运输厅与江习古公司签订《特许权协议》

资料来源：公司公告

- ◆ **项目投资与经济效益：**项目预计总投资 101.74 亿元，包括建筑安装工程费 74.84 亿元、设备及工器具购置费 1.14 亿元、工程建设其他费用 20.35 亿元。项目建成后的经济效益测算如下表所示：

表 5：江习古高速公路 BOT 项目经济效益指标测算表

项目	经济指标	测算结果
江习古高速公路 BOT 项目	净现值 FNPV (万元)	255,572
	内部收益率 FIRR (%)	9.07
	投资回收期 FN (年)	26.24

资料来源：公司公告

- ◆ **项目建设进度:** 截至 2016 年底, 江习古高速公路 BOT 项目已完成全部勘察设计任务, 施工任务已完成路基工程总体形象进度 93%, 桥涵总体形象进度 69%, 隧道工程总体形象进度 92%, 路面工程总体形象进度 4%。该项目建设期为 2015-2018 年, 总体建设进度如下表所示:

表 6: 江习古高速公路 BOT 项目的总体建设进度安排

年度	工程进度安排
2015	路基土石方完成 80%, 桥梁桩基完成 90%, 墩柱盖梁完成 40%, 涵洞完成 95%, 挡防工程完成 40%
2016	土建 1-9 分部累计完成 90% 合同额, 土建 10-14 分部累计完成 70% 合同额; 适时进行路面备料和建场; 适时启动收费站、服务区、管养中心站房建设
2017	土建 1-9 分部累计完成 100% 合同额, 土建 10-14 分部累计完成 100% 合同额; 土建 1-9 分部完成路面、交安、绿化、房建、机电工程, 实现通车
2018	土建 10-14 分部完成路面、交安、绿化、房建、机电工程, 实现通车, 最终全线通车

资料来源: 公司公告

- ◆ **后续资金保障措施:** 截至 2016 年底, 江习古高速公路 BOT 项目已投入资金 39.83 亿元 (已投入资本金 19.98 亿元, 包括: 路桥集团自有资金 7 亿元、通过国家开发银行贷款专项资金 10 亿元以资本金形式投入、政府补助资金 2.98 亿元)。后续尚需投入资金 61.91 亿元, 该部分资金将通过本次非公开发行募集的资金、公司自有资金, 银行贷款以及政府补助资金等方式解决, 后续资金的保障度较高。

- 1、银行贷款:** 江习古公司于 2016 年 7 月与工商银行、农业银行、中信银行、进出口银行组建的银团签署贷款协议, 贷款总额 66 亿元。截至 2016 年底银团已发放贷款 12 亿元, 尚可发放贷款 54 亿元;
- 2、政府补助资金:** 据《投资协议》与《特许权协议》规定, 甲方贵州省交通运输厅在项目建设期内, 将向乙方江习古公司提供投资补助资金, 补助总额 14.25 亿元 (为发展改革部门对本项目总投资估算的 15%)。截至 2016 年底, 贵州省交通运输厅已明确提供政府补助资金 2.98 亿元, 尚需提供政府补助资金 11.27 亿元。

- ◆ **项目建成后可实现的社会效益:** 1) 江习古高速将组成兰海国高、成都至遵义国高、夏蓉国高、G93 成渝环线 4 条高速公路的重要连接线, 打通贵州出省通道, 构建西南重要交通枢纽; 2) 促进区域资源发展, 构建黔中经济区和成渝经济区经济走廊; 3) 推动提升渝西-黔北-川南地区旅游金三角的核心竞争力。

2、主营业务持续好转，新签合同增长迅速

公司1999年由四川公路桥梁建设集团公司创立,2003年3月实现上市,2009年引入四川省铁路产业投资集团有限责任公司为大股东,2012年通过重大资产重组实现四川路桥集团整体上市。

公司是四川省路桥工程建设骨干企业,主营交通基础设施的设计/投资/建设/运营业务,拥有省内唯一公路工程施工总承包特级资质、公路行业甲级设计资质和铁路施工总承包三级资质,在高速公路路面铺筑、深水大跨径桥梁及隧道施工领域具有核心技术优势。近年在夯实工程建设主业基础上,逐渐开拓清洁能源、矿产资源、物流商贸等新兴业务并取得一定成效。

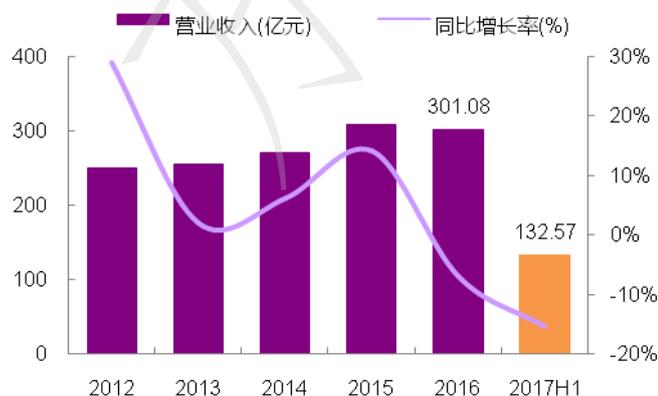
2.1、业绩受新开工不足拖累，综合毛利率稳健上升

公司自2012年获铁投集团入主实现整体上市后,经营业绩持续提升,盈利能力提升较快。2012-2016年,公司营业收入自249.30亿元增至301.08亿元,年均复合增长率CAGR为4.8%;扣非后归母净利润自5.00亿元增至10.36亿元,CAGR达20.0%。2016年四季度以来,受公司新一轮BOT路桥项目因前期征地拆迁进度缓慢等因素的影响,公司新开工项目较往年为少,导致营业收入与净利润均出现不同程度下滑。2016年单4季度营业收入大幅同减46.9%,归母净利润同减20.2%。

2017年上半年公司业绩企稳回升,实现营业收入132.57亿元,同比下降15.4%(其中工程施工业务实现营收109.43亿元,同比增长8.3%,营收下降主要为贸易收入减少所致);归母净利润3.75亿元,同比增长4.4%,EPS 0.12元。其中单2季度实现营收91.10亿元,同比增长4.3%;归母净利润2.84亿元,同比增长14.2%,已显现业绩回稳趋势。

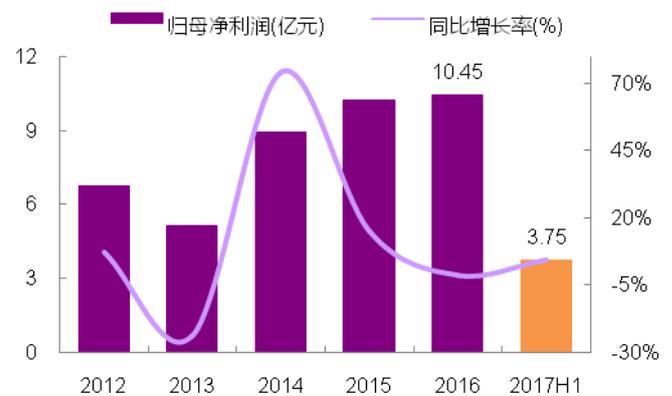
报告期内,扣除贸易收入后的营业收入为117亿,上期营业收入扣除贸易收入为108亿,扣除贸易收入后营业收入同比增长8.3%。物流贸易业务为集团协同业务,2016年公司物流贸易业务毛利率仅0.93%,该业务的缩减助力公司综合毛利率同比提升0.94个百分点。

图3：2012-2017H1年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

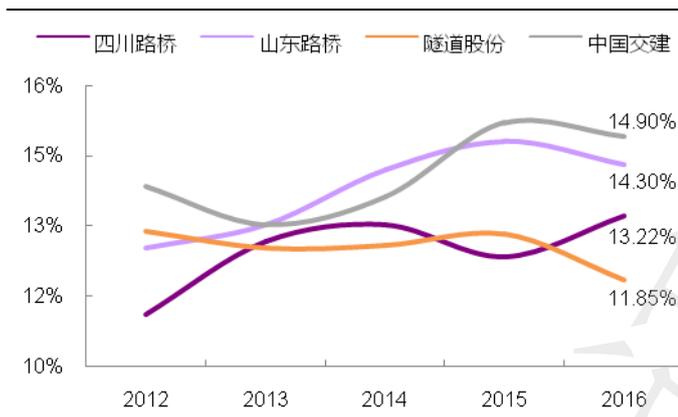
图4：2012-2017H1年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，光大证券研究所

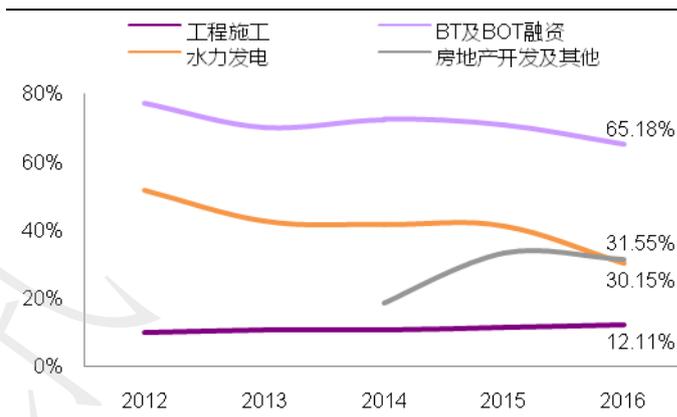
公司业绩虽受新开工不足影响出现下滑，但综合毛利率始终呈稳健上升趋势。2016 年为建筑业施行“营改增”首年，大部分建筑企业由于会计政策的变化导致毛利率均出现不同程度下降。以主营业务为路桥施工的中国交建、山东路桥和隧道股份为例，2016 年三家公司的综合毛利率分别同比下滑 0.30、0.51 和 0.97 个百分点。同年四川路桥受益于 BT&BOT 融资业务的毛利率持续维持 65% 高位，公司综合毛利率提升 0.88 个百分点至 13.22%，显示公司基本面经营向好、毛利率持续提升的趋势并未改变。

图 5：2012-2016 年 4 家同业可比公司的毛利率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

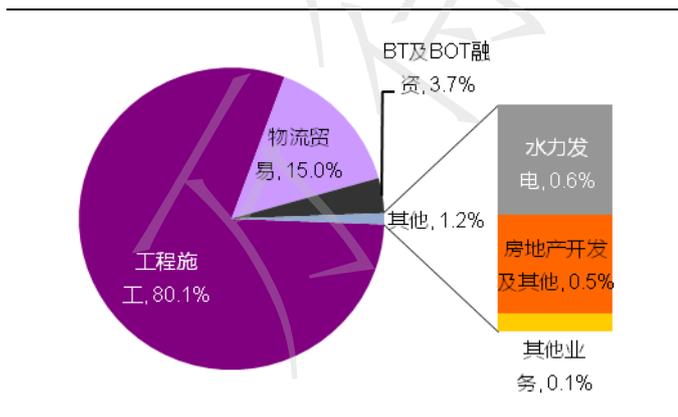
图 6：2016 年公司主要分业务的毛利率变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

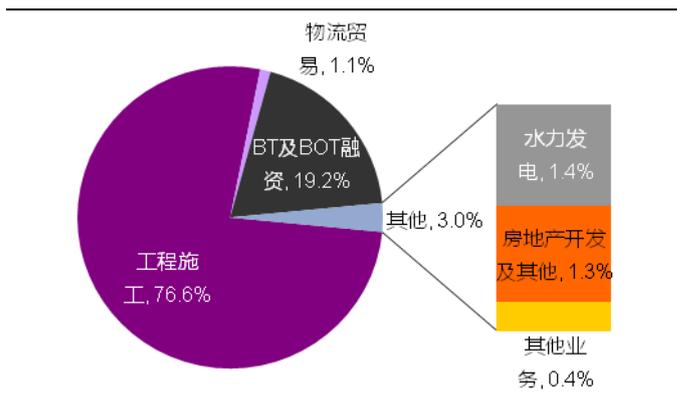
分业务看，2016 年公司工程施工业务的营业收入占比为 80.1%，毛利率自 2012 年的 9.86% 上升至 2016 年的 12.11%，显示主业盈利能力增长稳健；BT&BOT 融资业务的营业收入占比为 3.7%，毛利率 65.18%，对公司毛利润贡献达到 19.2%；2016 年公司新增的物流贸易业务的营业收入占比为 15.0%，毛利率为 0.93%，毛利润占比仅 1.1%。

图 7：2016 年公司分业务的营业收入占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：2016 年公司分业务的毛利润占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

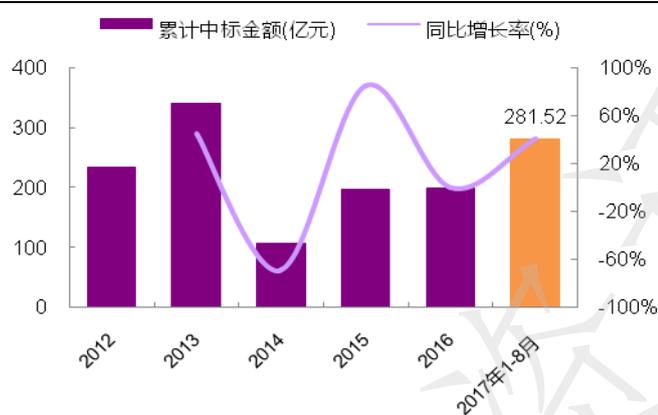
从毛利润构成看，工程施工业务占据公司营业收入及盈利能力的绝对主导。值得关注的是，随着早期 BT 项目均已进入回购期，部分已完成的 BOT 项目进入运营期，公司 BT&BOT 融资业务正在快速崛起，对公司的业绩贡献正在日益提升。

2.2、新签合同爆发式劲增 1.6 倍，PPP 占比逐步提升

公司 2017 年 1-8 月累计中标工程施工项目 81 个，累计中标金额 281.52 亿元，同比大幅增长 162.0%，已大幅超越去年全年水平。分地域看，四川省内订单占比约 86%，省外占比约 14%。公司新签合同增长显著，对全年业绩形成较强保障，同时向省外扩张趋势正在显现，尤以贵州、甘肃、广西等省份的进步较为明显。

从平均合同金额看，今年 1-8 月中标工程的平均合同金额达 3.48 亿元，为自 2013 年（5.03 亿元）以来的历史最好水平。平均合同金额的大幅增长，显示公司自 2013 年开始承接 BT 及 BOT 项目以来，在大型工程建设项目投融资、工程技术、施工管理与竞标能力等方面均有明显提升。

图 9：2012-2017 年 8 月公司新签合同额及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：2012-2017 年 8 月公司新签合同平均金额变化



资料来源：Wind，光大证券研究所

近年 PPP 模式在建筑业中的应用越来越广，政府出台多项政策为民间资本参与 PPP 项目保驾护航。公司背靠大股东四川省铁投集团，兼有西南地区基建龙头区位优势，同时具备大型基础设施工程项目的投融资与施工经验，PPP 业务发展极为迅速。

截至 2017 年 8 月，公司 PPP 项目累计总投资额约 252.28 亿元（其中 2016 年约 205 亿元）。未来随着 PPP 项目落地持续加快，公司新签合同额中 PPP&BOT 项目的运营收入占比持续提升，不仅能够拉动工程施工类订单加速增长，同时还将进一步优化公司业务结构，提升综合盈利能力。

表 7：公司已中标重大 PPP 项目一览（截至 2017 年 8 月）

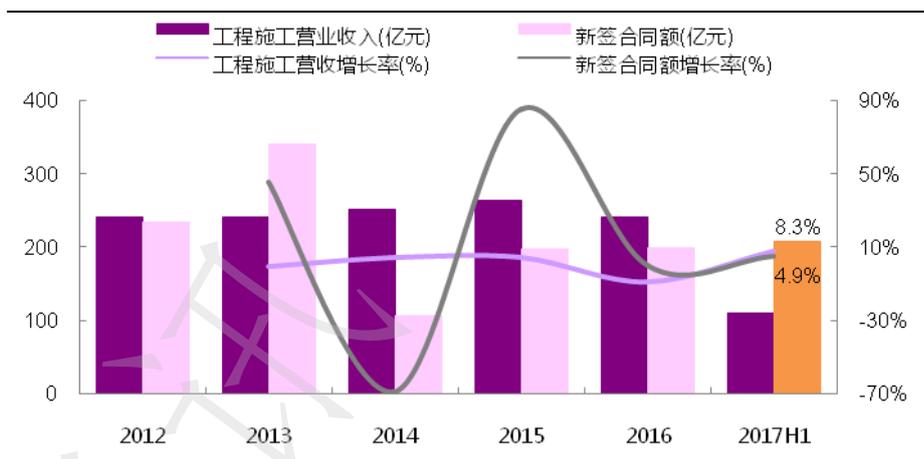
序号	PPP 项目名称	中标时间	总投资额(亿元)	综合投资回报率(%)	建设期(年)	运营维护期(年)
1	泸州市渡改桥（二期）白沙长江大桥及附属工程 PPP 项目	2017-08	6.30	-	3	10
2	乐山五通桥经犍为（高铁站）至沐川快速公路建设项目 PPP 项目	2017-08	7.50	-	2.5	15
3	S206 线南充至蓬安段升级改造工程顺庆段 PPP 建设项目	2017-06	12.48	7.88%	2	13
4	四川省宜宾市盐坪坝长江大桥及连接线 PPP 工程	2017-01	21.00	7.00%	3	12
5	乌蒙山叙永县水潦乡至古蔺县太平镇农村扶贫公路建设 PPP 项目	2016-11	12.30	7.90%	1.5	10
6	金堂县新型城镇化综合试验区项目	2016-11	50.00	9.00%	2	15
7	四川省泸州市渡改桥（一期）PPP 项目	2016-09	12.93	7.80%	单桥 1~2.5	10
8	四川省巴中市平昌县龙潭溪滨江路及河道治理工程 PPP 项目	2016-06	中标金额 3.78	-	2	-
9	浙江省“三路一桥”北环东路快速化改造工程 PPP 项目	2016Q1	中标金额 9.81	-	3	-

资料来源：公司公告，光大证券研究所

2.3、在手订单达 16 年施工营收 1.5 倍，业绩保障度较高

公司自 2012 年重组后，工程施工业务的年营业收入始终稳定在 240~270 亿元区间内，显示公司每年工程施工业务完成额较为稳定。从公司的新签合同额端来看，自 2014 年受行业整体影响、新签合同额仅 106.99 亿元之后，公司近三年的新签合同额均稳定增长，在手订单呈逐年递增趋势，对公司未来收入确认形成较强保障。

图 11：2012-2017H1 公司工程施工营业收入与新签合同额变化趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们以 2017 年 6 月底为测算节点，以 2016 年度与 2017 年半年度数据为计算依据，估算公司截至 2017 年 6 月底的剩余合同总额（在手订单）约为 355.43 亿元，测算过程为：

表 8：公司剩余合同总额（在手订单）的测算依据

项目	金额 (亿元)
2015 年剩余合同总额	298.62
减：2016 年工程施工业务营业收入	-241.02
加：2016 年新签合同额	+198.77
2016 年剩余合同总额	256.37
减：2017H1 工程施工业务营业收入	-109.40
加：2017H1 新签合同额	+208.46
2017H1 剩余合同总额	355.43

资料来源：公司公告，光大证券研究所

按测算在手订单 355.43 亿元为计算标准，公司 2016 年总营业收入为 301.08 亿元，目前在手订单是去年总营业收入约 1.2 倍；其中工程施工业务营业收入 241.02 亿元，在手订单达工程施工业务营业收入约 1.5 倍。公司在手订单充足，未来业绩增长保障度较高。

2.4、海外矿业完成初步设计，已启动前期建设工程

公司海外矿产项目以非洲阿斯马拉铜金多金属矿为主，该项目位于非洲厄立特里亚国首都阿斯马拉市，拥有 Medrizien、AdiNefas、Debarwa 三个勘探权，已发现 EmbaDerho、AdiNefas、Debarwa、Gupo、AdiRassi、Kodadu 六个矿床。其中四个为成熟矿床并已完成勘探工作，已探明矿石储量达 7,610 万吨，设计矿山服务年限为 16.2 年，设计采出矿石量 5,658.4 万吨，设计选出金属量铜 45.91 万吨、锌 94.43 万吨、金 26.40 吨、银 720.87 吨。

2016 年 6 月，路桥矿业以 7,833 万美元收购阿斯马拉矿业公司 (AMSC) 60% 的股份，委任 3 位董事（董事会由 5 名董事组成），相关工作已经完成。厄立特里亚国家矿业公司 (ENAMCO) 持有另外 40% 的股份（40% 股份中有 10% 股份为 ENAMCO 作为厄立特里亚国有公司，根据厄立特里亚法律无偿获得的无偿附带权益股权）。

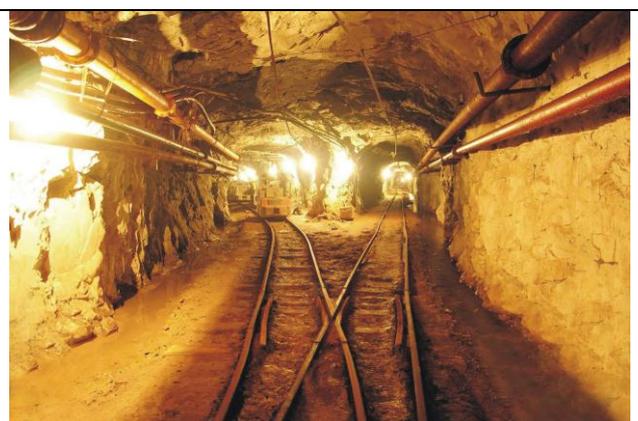
由于阿斯马拉矿业公司 (AMSC) 股东章程规定重大事项须经 80% 以上股东同意，路桥矿业持有 60% 股份，目前尚不能单独控制阿斯马拉矿业公司 (AMSC)。因此，路桥矿业拟通过 EPC 运营模式取得阿斯马拉铜金多金属矿项目的开发建设和运营的最终控制权，以及拟采取同步增资、设立离岸账户、实时现金分红等多项措施，确保项目的顺利实施以及项目收益的实现。2017 年 3 月，公司董事会决议该矿产项目将以自筹资金投资，不再使用非公开发行募集的资金。

图 12：阿斯马拉矿产所在国——非洲厄立特里亚



资料来源：百度地图

图 13：公司收购的阿斯马拉铜金多金属矿



资料来源：公司官方网站

公司已于 2017 年 3 月完成阿斯马拉矿的股权交割与第一阶段的矿产预查工作，包括：地表填图、物化探、槽探揭露和部分钻探深部验证工作，并采集各类样品近 3 万件。截至 2017 年 6 月底，公司矿业相关设计建设工作进展顺利，具体包括：

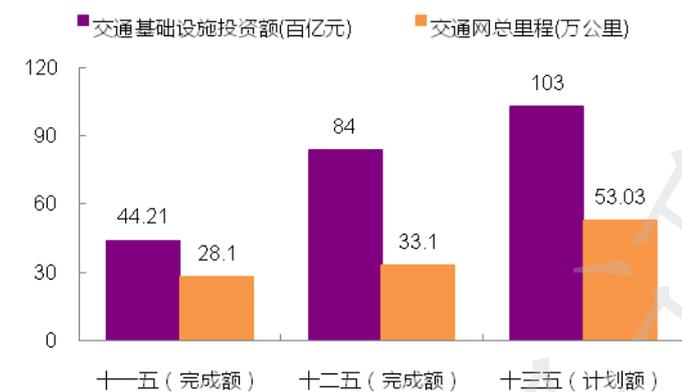
- 1、厄立特里亚克尔克贝特矿项目：野外初探技术成果已编制完成，矿权延续工作顺利完成。下一步将实施克尔克贝特勘查区的地质勘查工作；
- 2、阿斯马拉矿项目：已完成项目初步设计，将启动水坝建设工程和加密钻孔的勘查工作。

3、“十三五”规划落地，西部基建持续发力

3.1、四川“十三五”交通基建投资同比增长 22.6%

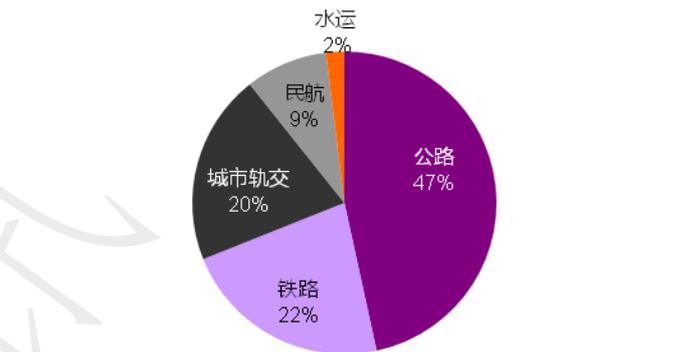
2017年4月10日，《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》发布。“十三五”期间，四川省综合交通运输建设计划完成投资1.03万亿元，交通精准扶贫投资2450亿元。其中：公路4,800亿元，铁路2,300亿元，城市轨道交通2,100亿元，民航900亿元，水运200亿元。对比“十二五”规划中交通基建已完成总投资额8,400亿元，同比增长22.6%。

图 14：四川省十一五、十二五、十三五交通基建投资情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：四川省“十三五”综合交通运输发展规划内容



资料来源：《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》

图 16：四川省“十三五”综合运输大通道规划布局示意图



资料来源：《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》

◆ **铁路板块：**“十三五”期间，四川省将重点推进高速铁路建设、加快干线铁路出川通道建设。铁路营业里程计划达到 6,000 公里，其中设计时速超过 200 公里的铁路里程计划达到 2,100 公里，具体包括：

- 1、**投资计划：**根据“十三五”规划安排，四川铁路建设计划投资 2,000 亿元以上，平均每年 400 亿元。2016 年，四川铁路建设投资计划 377.7 亿元，实际完成投资 382.9 亿元，位居全国第一；2017 年，四川铁路基建投资计划投资 263.4 亿元，力争突破 280 亿元。
- 2、**在建与新建项目：**四川全省现有西成、成贵、成昆等 17 个在建项目，其中西安至成都铁路、成昆铁路扩能改造成都至峨眉段、成都至蒲江铁路 3 个项目进入铺轨阶段。预计 5 年内还将新开工建设京蓉、蓉昆、西宁至成都、绵遂内、汉巴南、川藏、攀枝花至大理等 18 个项目。
- 3、**里程规划：**到 2020 年，四川省将新增 4 条、形成 13 条进出川铁路通道，全省铁路运营里程将达 6,000 公里以上，其中高速铁路 2,100 公里以上。形成成都至京津冀、长三角、珠三角等重要经济区 8 小时经济圈，至周边省会城市 1-4 小时经济圈，铁路覆盖全省 21 市州及 85% 以上县级城市。

图 17：四川省十三五铁路规划建设示意图



资料来源：《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》

◆ **公路板块：**2016 年，四川省公路水路完成投资 1,310 亿元，连续第 6 年起千亿元；全年建成高速公路项目 6 个、合计里程 503 公里，高速公路通车总里程 6,519 公里，位居全国第二；新开工里程 1,013 公里、总投资额 1,490 亿元，全省高速公路建成和在建里程超过 8,600 公里。

“十三五”期间，四川省将继续推行高速公路、普通国省道和农村公路三级公路网建设。公路网总里程将达 34 万公里；高速公路通车里程将达 8,000 公里；普通国道二级及以上、普通省道三级及以上比重分别达到 70%

和 50%；规划实施普通国省干线公路省级改造项目 1.3 万公里，新改建农村公路 9.7 万公里。

1、干线公路：计划完成新改建贫困地区国省干线公路 5,903 公里，规划完成投资 808 亿元。到 2020 年底，全省普通国道二级及以上公路比重达到 70%，普通省道三级及以上公路比重达到 50%，所有贫困县都有两个及以上的等级较高的对外出口公路通道；

2、农村公路：在全省五年规划实施的 9.7 万公里农村公路中，贫困地区约占一半，达到 4.8 万公里，规划完成投资 462 亿元。

图 18：四川省“十三五”高速公路建设项目示意图



资料来源：《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》

3.2、背靠省级基建投资平台，公司新签订单保障度高

四川省铁投集团是四川省委、省政府于2008年12月批准出资设立的国有特大型省级投融资平台，实际控制人为四川国资委。集团下辖四川路桥、川铁集团、城乡集团3大核心子集团和32家直属公司，主要代表四川省承担铁路、公路投资建设和运营管理，同时经营工程建设、资源开发、新型城镇化建设、现代服务业、现代农业等五大产业。到2020年，集团力争实现资产总额超4,000亿元，营业收入1,500亿元，投资总额超2,500亿元。

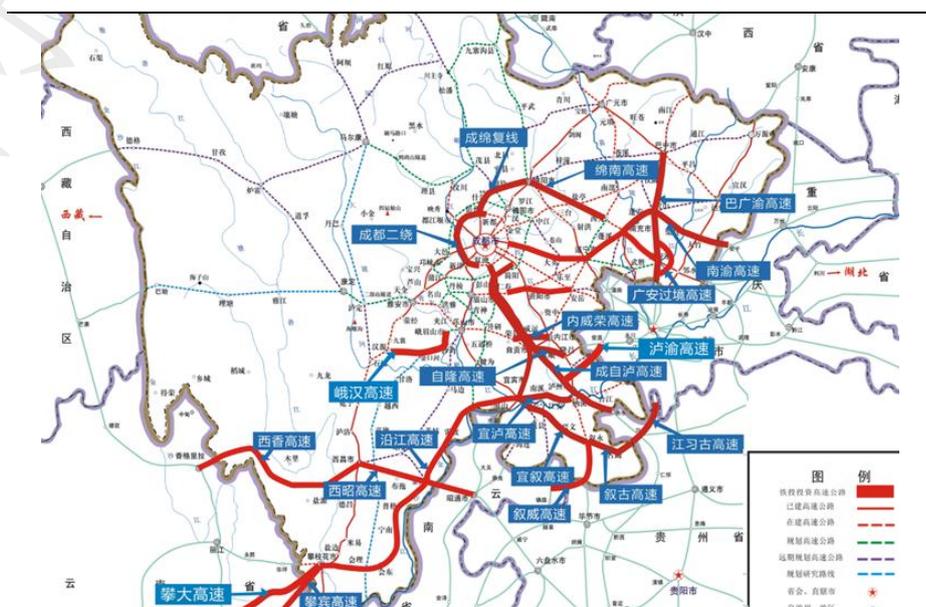
铁投集团承建了四川省多条高速公路施工和桥梁建设项目，在四川省内基础设施建设领域的市场份额占比约为30%。其中：

- ◆ **公路业务：**截至2017年3月末，铁投集团承担四川省高速公路30%以上的工程量，工程投资额超1,000亿元，包括：广陕路、达陕路、纳黔路、广甘路等出川大通道，以及雅西高速、广南高速等重点工程。同时大力介入四川灾后重建，已完成阿坝地区4县9条受灾道路的BT代建工作。

“十三五”时期，铁投集团肩负构建长江经济带综合立体交通走廊、提升省际互联互通、打造西部现代综合运输体系职责。至2020年，集团将参与投资高速公路总里程达2,537.1公里，总投资2,906.9亿元，其中“十三五”期间新增投资1,467.9亿元，新增里程987.1公里。未来5年，集团高速公路年营业收入将达100亿元，未来10年将达300亿元。

铁投集团“十三五”公路投资测算：“十三五”期间四川省公路投资额预计将达4,800亿元，铁投集团在四川省基础设施建设领域的市场份额约为30%，测算集团“十三五”期间有望获得公路新增投资额大约1,440亿元，年均公路新增投资接近300亿元（仅四川省内）。四川路桥作为铁投集团旗下的核心公路施工平台，有望从中显著受益。

图 19：“十三五”期间铁投集团的公路投资规划

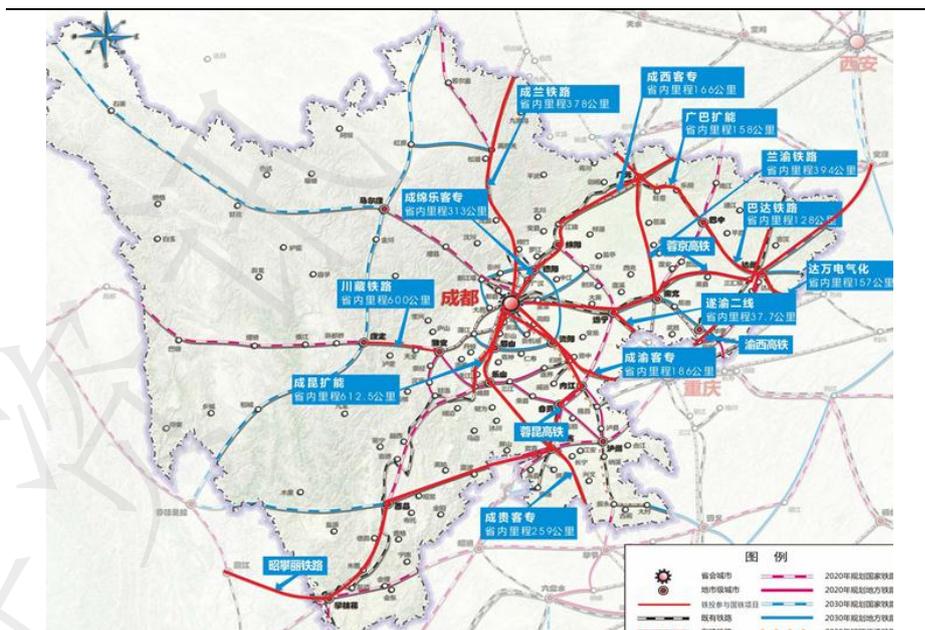


资料来源：铁投集团官方网站

- ◆ **铁路业务：**铁投集团铁路业务主要由川铁集团承担，截至2017年3月末，川铁集团建成3条已投入运营管理的铁路，总里程261.87公里。铁投集团铁路投资业务涉及的在建及拟建铁路项目13个，其中11项为部省合资铁路，2项为地方铁路，共涉及铁投集团支付的总投资金额达365.81亿元（合资铁路+地方铁路资本金总投入）。

“十三五”时期，铁投集团计划参与投资建设19条国家重点铁路和地方铁路项目（续建项目10个+新建项目9个），总里程4,677公里，总投资4,993亿元，省级项目资本金投入需600余亿元，已完成投入近300亿元。到“十三五”期末，将基本形成以资源运输为主、布局合理、功能完善的地方铁路网络，推动四川省深度融入高铁经济时代。

图 20：“十三五”期间铁投集团铁路投资规划



资料来源：铁投集团官方网站

总体来看，作为四川省政府铁路/公路等基础设施建设的投融资平台，铁投集团在四川省具有重要的战略地位，能够得到地方政府在资金与政策等方面的大力支持，省内基础设施建设领域的市场份额占比约为30%，具备很强的竞争力。四川路桥拥有公路工程施工总承包特级资质与铁路工程施工总承包三级资质，是铁投旗下技术实力最强、业务体量最大的基础设施建设平台，有望充分发挥自身技术优势，从“十三五”交通工程投资规划中充分受益。

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

公司作为铁投集团旗下的核心基建平台，自 2017 年二季度以来基本面经营持续向好。考虑到 2017 年公路投资维持高度景气，四川省“十三五”交通投资同比增长 22.6%，PPP 项目发展迅速，助推西南地区基建项目持续井喷等因素的共同影响，我们预计公司 2017-2019 年营业收入增长率为 12.20%/12.00%/11.80%，综合毛利率为 12.30%/11.98%/11.70%，归母净利润增长率为 19.23%/15.96%/13.47%，预计实现归母净利润 12.45/14.44/16.39 亿元。本次定增完成后，公司总股本增至 36.11 亿股，对应的 EPS 为 0.34/0.40/0.45 元。

表 9：四川路桥盈利预测主要指标

单位：亿元	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	254.27	269.73	307.71	301.08	337.80	378.39	423.05
同比增长(%)	1.99%	6.08%	14.08%	-2.15%	12.20%	12.00%	11.80%
工程施工	242.10	252.68	264.15	241.02	273.56	309.67	349.62
同比增长(%)	-0.06%	4.37%	4.54%	-8.76%	13.50%	13.20%	12.90%
分类占比(%)	95.21%	93.68%	85.84%	80.05%	80.98%	81.84%	82.64%
物流贸易	0.00	0.00	0.00	45.26	46.62	48.02	49.46
同比增长(%)	-	-	-	-	3.00%	3.00%	3.00%
分类占比(%)	0.00%	0.00%	0.00%	15.03%	13.80%	12.69%	11.69%
BT&BOT 融资	7.46	9.47	9.76	11.22	13.58	16.16	18.91
同比增长(%)	152.05%	27.01%	3.09%	14.96%	21.00%	19.00%	17.00%
分类占比(%)	2.93%	3.51%	3.17%	3.73%	4.02%	4.27%	4.47%
水力发电	2.08	1.94	1.93	1.74	1.81	1.88	1.95
同比增长(%)	13.88%	-6.86%	-0.71%	-9.79%	4.00%	4.00%	4.00%
分类占比(%)	0.82%	0.72%	0.63%	0.58%	0.54%	0.50%	0.46%
商品混凝土	1.32	1.17	1.01	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增长(%)	7.18%	-11.27%	-13.49%	-	0.00%	0.00%	0.00%
分类占比(%)	0.52%	0.43%	0.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
土地整理	0.14	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增长(%)	501.89%	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%
分类占比(%)	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
房地产开发及其他	0.00	1.21	0.19	1.55	1.86	2.19	2.54
同比增长(%)	-	-	-84.36%	717.10%	20.00%	18.00%	16.00%
分类占比(%)	0.00%	0.45%	0.06%	0.51%	0.55%	0.58%	0.60%
其他业务	1.17	3.26	30.67	0.29	0.38	0.47	0.57
同比增长(%)	14.15%	178.35%	841.55%	-99.05%	30.00%	25.00%	20.00%
分类占比(%)	0.46%	1.21%	9.97%	0.10%	0.11%	0.13%	0.13%
分类占比总和(%)	100.00%						
二、营业成本	222.11	234.62	269.75	262.99	296.24	333.07	373.54
同比增长(%)	0.22%	5.63%	14.97%	-2.50%	12.64%	12.43%	12.15%
工程施工	216.36	225.70	234.44	211.83	241.55	274.68	311.16
同比增长(%)	-0.91%	4.32%	3.87%	-9.64%	14.03%	13.71%	13.28%
分类占比(%)	97.41%	96.20%	86.91%	80.55%	81.54%	82.47%	83.30%
物流贸易	0.00	0.00	0.00	44.84	46.39	47.78	49.21

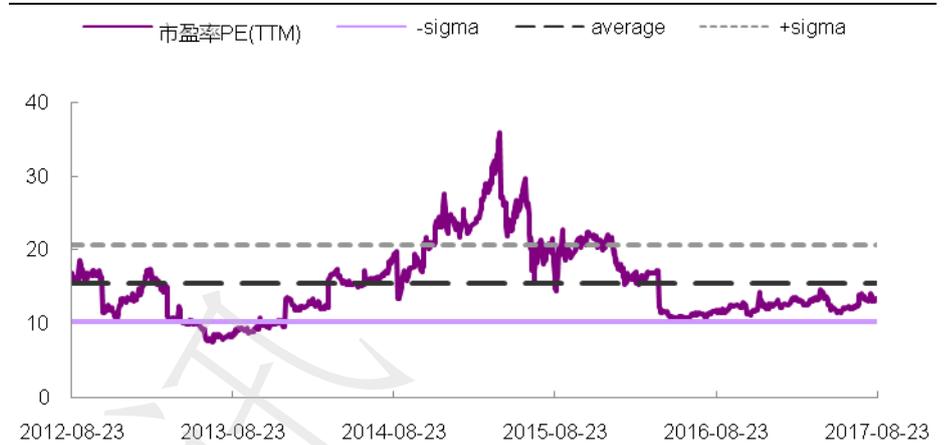
同比增长(%)	-	-	-	-	3.45%	3.00%	3.00%
分类占比(%)	0.00%	0.00%	0.00%	17.05%	15.66%	14.34%	13.17%
BT&BOT 融资	2.21	2.60	2.84	3.91	5.43	7.27	9.45
同比增长(%)	227.28%	17.41%	9.42%	37.40%	39.00%	33.88%	30.00%
分类占比(%)	1.00%	1.11%	1.05%	1.49%	1.83%	2.18%	2.53%
水力发电	1.19	1.13	1.13	1.21	1.32	1.47	1.51
同比增长(%)	35.63%	-5.42%	0.04%	7.39%	8.69%	11.12%	2.67%
分类占比(%)	0.54%	0.48%	0.42%	0.46%	0.45%	0.44%	0.40%
商品混凝土	1.39	1.12	1.04	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增长(%)	20.94%	-19.39%	-7.18%	-	0.00%	0.00%	0.00%
分类占比(%)	0.63%	0.48%	0.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
土地整理	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
同比增长(%)	908.40%	-	-	-	0.00%	0.00%	0.00%
分类占比(%)	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
房地产开发及其他	0.00	0.98	0.13	1.06	1.28	1.52	1.78
同比增长(%)	-	-	-87.18%	739.69%	20.96%	18.86%	16.83%
分类占比(%)	0.00%	0.42%	0.05%	0.40%	0.43%	0.46%	0.48%
其他业务	0.82	3.08	30.16	0.14	0.26	0.35	0.43
同比增长(%)	49.84%	274.52%	880.89%	-99.54%	92.63%	32.14%	23.24%
分类占比(%)	0.37%	1.31%	11.18%	0.05%	0.09%	0.11%	0.12%
分类占比总和(%)	100.00%						
三、毛利率(%)	12.65%	13.02%	12.34%	12.65%	12.30%	11.98%	11.70%
工程施工	10.63%	10.68%	11.25%	12.11%	11.70%	11.30%	11.00%
物流贸易	0.00%	0.00%	0.00%	0.93%	0.50%	0.50%	0.50%
BT&BOT 融资	70.31%	72.55%	70.87%	65.18%	60.00%	55.00%	50.00%
水力发电	42.65%	41.76%	41.32%	30.15%	27.00%	22.00%	23.00%
商品混凝土	0.00%	4.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
土地整理	16.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
房地产开发及其他	0.00%	18.77%	33.39%	31.55%	31.00%	30.50%	30.00%
其他业务	29.84%	5.60%	1.65%	52.76%	30.00%	26.00%	24.00%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

4.2、相对估值法

观察四川路桥自 2012 年 8 月至今的历史 PE (TTM) 情况，公司历史动态 PE 水平平均值为 15.5 倍，上限为 20.6 倍 PE 水平，下限为 10.3 倍 PE 水平。目前公司 PE 约 13 倍，低于历史 PE (TTM) 水平平均值，显示公司估值处于较低位置。

图 21：四川路桥历史 PE-TTM 情况 (2012-8-23 ~ 2017-8-23)



资料来源：Wind，光大证券研究所

与四川路桥主营业务相似、具有一定参考价值的可比公司还包括中国交建、山东路桥、隧道股份等 8 家上市公司。以当前估值水平对比，四川路桥估值对应 2017 年 PE 水平为 10.19 倍，PB (MRQ) 值为 1.40。从相对估值看，四川路桥当前估值处于行业底部，股价明显低于行业平均水平，具有较强的估值优势与较高的安全边际。

表 10：四川路桥与可比公司的估值对比

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率		市净率 PB(MRQ)	每股收益		
			16A	17E		16A	17E	18E
601800.SH	中国交建	2214.56	15.40	13.36	1.57	0.97	1.19	1.35
600820.SH	隧道股份	309.69	19.55	16.93	1.78	0.53	0.61	0.69
000498.SZ	山东路桥	93.64	21.01	14.73	2.59	0.38	0.55	0.73
600326.SH	西藏天路	100.04	32.21	18.50	3.87	0.34	0.59	0.82
600512.SH	腾达建设	81.06	88.58	32.37	1.60	0.07	0.14	0.25
600853.SH	龙建股份	31.99	108.43	-	3.88	0.04	-	-
002628.SZ	成都路桥	63.49	137.68	-	2.27	0.06	-	-
002307.SZ	北新路桥	87.67	225.69	-	4.79	0.05	0.12	0.19
中位值		93.64	32.21	15.83	2.27	-	-	-
600039.SH	四川路桥	163.22	12.89	10.19	1.40	0.34	0.40	0.45

资料来源：Wind，光大证券研究所

注 1：数据采集日期：2017 年 9 月 12 日收盘；

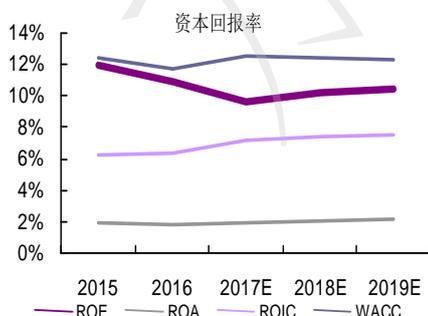
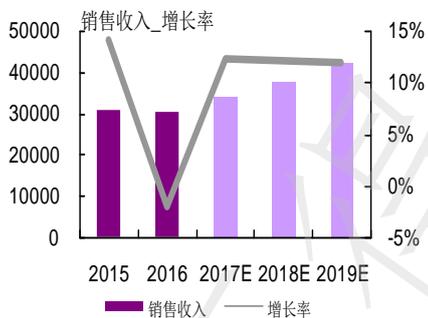
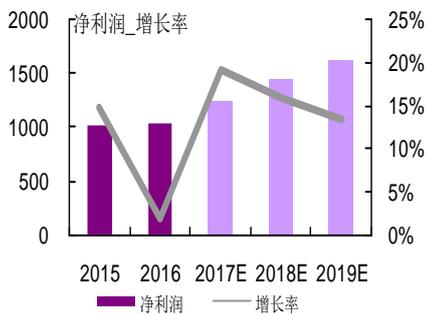
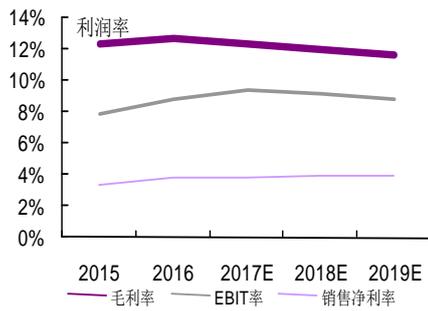
注 2：除四川路桥外，表中其余 8 家公司 EPS 均采用 Wind 一致预期，以反映市场对于公司盈利状况的预测。

4.3、投资评级

2017 公路投资高度景气，四川省“十三五”交通投资同比增长 22.6%，PPP 助推西南地区基建井喷，公司作为铁投集团旗下的核心基建平台，基本面经营持续向好，海外矿业进展顺利，同时估值较低，安全边际较高。维持公司的盈利预测，定增摊薄后 2017-2019 年的 EPS 为 0.34/0.40/0.45 元，目标价 5.60 元，维持“买入”评级。

5、风险分析

PPP 项目进展不及预期；BOT 项目进展不及预期；海外矿业进展不及预期。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	30,771	30,108	33,782	37,835	42,300
营业成本	26,975	26,299	29,626	33,303	37,351
折旧和摊销	516	525	1,495	1,440	1,388
营业税费	914	361	405	454	507
销售费用	11	9	10	12	13
管理费用	346	478	536	601	672
财务费用	1,160	1,257	1,610	1,647	1,699
公允价值变动损益	5	-3	-3	-3	-4
投资收益	33	-1	0	0	0
营业利润	1,286	1,398	1,561	1,803	2,040
利润总额	1,274	1,381	1,543	1,784	2,021
少数股东损益	-4	93	25	25	25
归属母公司净利润	1,025.10	1,044.55	1,245.39	1,444.21	1,638.78

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	55,042	63,480	67,602	72,719	78,528
流动资产	26,681	31,763	35,306	39,252	43,597
货币资金	6,085	7,437	8,344	9,345	10,448
交易型金融资产	18	14	15	12	8
应收帐款	1,079	2,322	2,605	2,918	3,262
应收票据	4	3	3	4	4
其他应收款	5,367	6,207	6,966	7,802	8,722
存货	12,695	14,809	16,669	18,744	21,029
可供出售投资	2,956	3,969	4,000	4,000	4,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	240	783	775	767	760
固定资产	2,543	2,469	2,167	1,863	1,542
无形资产	20,852	23,009	21,859	20,766	19,728
总负债	45,635	52,846	53,539	57,355	61,695
无息负债	22,256	23,981	25,921	29,055	32,492
有息负债	23,379	28,865	27,618	28,300	29,203
股东权益	9,407	10,634	14,063	15,364	16,833
股本	3,020	3,020	3,611	3,611	3,611
公积金	1,395	1,498	3,342	3,486	3,650
未分配利润	3,640	4,508	5,478	6,609	7,889
少数股东权益	779	989	1,014	1,039	1,064

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3,053	1,190	1,432	2,260	2,208
净利润	1,025	1,045	1,245	1,444	1,639
折旧摊销	516	525	1,495	1,440	1,388
净营运资金增加	-268	1,916	1,528	732	819
其他	1,780	-2,296	-2,836	-1,356	-1,638
投资活动产生现金流	-3,463	-3,815	249	-42	-22
净资本支出	-3,949	-3,220	-50	-50	-30
长期投资变化	240	783	8	8	8
其他资产变化	246	-1,379	291	0	0
融资活动现金流	1,700	4,042	-774	-1,217	-1,083
股本变化	0	0	591	0	0
债务净变化	2,575	5,486	-1,247	682	903
无息负债变化	-809	1,724	1,941	3,134	3,437
净现金流	1,295	1,420	907	1,001	1,103

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.08%	-2.15%	12.20%	12.00%	11.80%
净利润增长率	14.76%	1.90%	19.23%	15.96%	13.47%
EBITDA/EBITDA 增长率	0.36%	8.87%	46.65%	4.81%	4.84%
EBIT/EBIT 增长率	-1.38%	10.40%	19.38%	8.81%	8.38%
估值指标					
PE	16	16	13	11	10
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	13	12	9	9	8
EV/EBIT	15	15	13	12	11
EV/NOPLAT	19	18	16	15	14
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	12.34%	12.65%	12.30%	11.98%	11.70%
EBITDA 率	9.50%	10.57%	13.82%	12.93%	12.13%
EBIT 率	7.83%	8.83%	9.40%	9.13%	8.85%
税前净利润率	4.14%	4.59%	4.57%	4.72%	4.78%
税后净利润率 (归属母公司)	3.33%	3.47%	3.69%	3.82%	3.87%
ROA	1.86%	1.79%	1.88%	2.02%	2.12%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.88%	10.83%	9.54%	10.08%	10.39%
经营性 ROIC	6.21%	6.31%	7.09%	7.32%	7.47%
偿债能力					
流动比率	0.99	1.00	1.08	1.07	1.06
速动比率	0.52	0.53	0.57	0.56	0.55
归属母公司权益/有息债务	0.37	0.33	0.47	0.51	0.54
有形资产/有息债务	1.46	1.40	1.65	1.83	2.01
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.28	0.29	0.34	0.40	0.45
每股红利	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06
每股经营现金流	0.85	0.33	0.40	0.63	0.61
每股自由现金流(FCFF)	-0.31	-0.59	0.71	0.97	1.01
每股净资产	2.39	2.67	3.61	3.97	4.37
每股销售收入	8.52	8.34	9.36	10.48	11.72

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

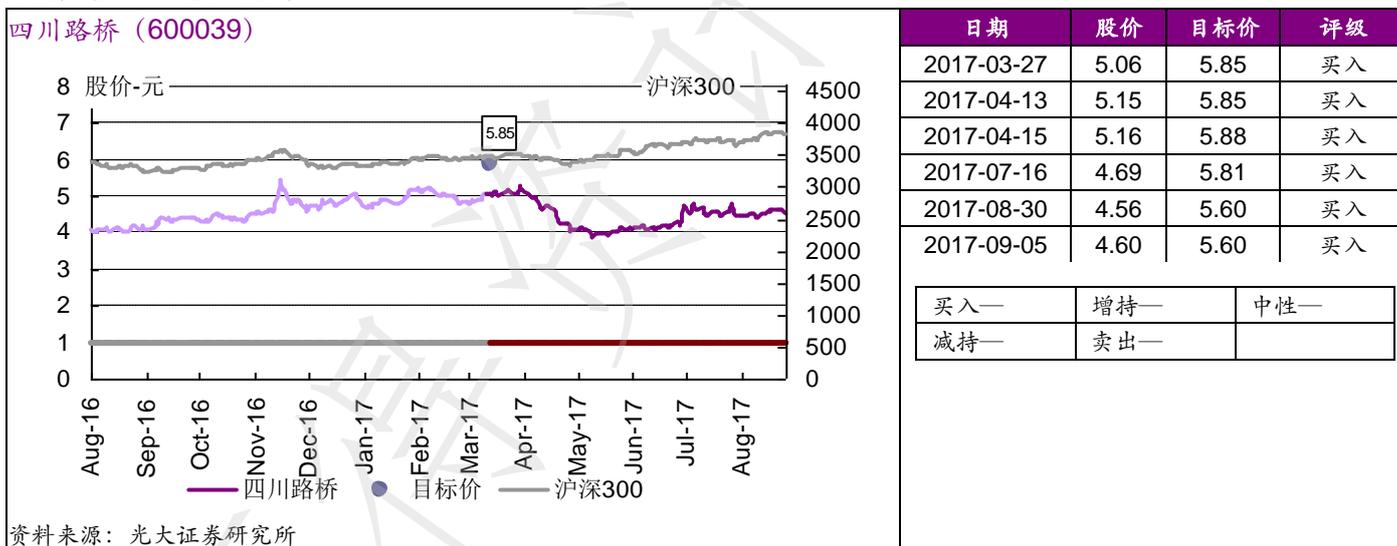
分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

师克克，武汉大学经济与管理学院金融硕士，光大证券研究所建筑建材行业研究员，熟悉水泥、玻纤、其他新型建材等行业。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 - 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 - 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 - 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 - 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
 - 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixu1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com