

强烈推荐-A (首次)

四川路桥 600039.SH

目标估值:

当前股价: 4.63 元

2017 年 09 月 15 日

中标大体量项目，订单充足保障业绩增长

基础数据

上证综指	3371
总股本 (万股)	361053
已上市流通股 (万股)	301973
总市值 (亿元)	167
流通市值 (亿元)	140
每股净资产 (MRQ)	2.8
ROE (TTM)	10.6
资产负债率	83.0%
主要股东	四川省铁路产业投资
主要股东持股比例	41.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-3	12
相对表现	0	-14	-6



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

王彬鹏

021-68407543

wangbinpeng@cmschina.com.cn

S1090517070004

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

公司公告全资子公司四川公路桥梁建设集团有限公司中标四川省峨眉至汉源高速公路项目 2 标段施工总承包项目，中标价为 101.88 亿元，工期 54 个月。

评论:

1、新签订单增长较快，背靠大股东，未来订单有保障

公司中标大体量订单，反映出公司承接订单的能力出众。年初至今，公司新签订单 383.88 亿元，是 2016 年营收的 127.37%，而 2016 年全年新签订单为 198.77 亿元，考虑到下半年将是订单承接的高峰期，我们预计 2017 年新签订单将有望实现高速增长。背靠四川铁投大股东——省级基建投资平台，公司在省内具有非常明显的竞争优势；在省外，公司也将有望明显受益。

2、十三五期间四川省交通投资增长较快，西部地区公路投资空间较大

今年公路投资增长明显加快，主要受益于 PPP 模式的应用，以及公路投资常年落后于其他领域，2017 年 8 月公路建设投资达 2109.10 亿元，同比增长 21.58%，增速略降 1.18 个 pp；1-8 月累计投资 1.31 万亿元，同比增长 26.72%，增速略降 1.04 个 pp，其中东部、中部投资累计增速分别下降 5.63、3.68 个 pp，西部投资累计增速继续回升 2.85 个 pp。我们看到西部地区公路建设投资增速较高，考虑到西部地区新建公路投资空间较大，作为四川路桥建设的龙头企业，公司将明显受益行业投资的增长。

此外，《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》显示，十三五期间全省综合交通运输建设规划完成投资 1.03 万亿元（相比十二五全省综合交通投资 8400 亿元，同比增长 22.62%），其中铁路投资 2300 亿元，公路投资 4800 亿元，水运 200 亿元，民航 900 亿元，城轨 2100 亿元，十三五期间四川省交通投资增速较快，公司省内业务将会显著受益。

3、在手资金充足，定增资金到位，保障项目落地

公司在手资金充足，截至 2017H1，在手现金 62.83 亿元。此外，公司成功非公开发行募集 23.10 亿元（其中四川铁投认购其中 6 亿元），募集资金到位一方面将助于公司偿还贷款，降低财务费用；另一方面，充足的资金也将保障江习古等相关项目正常推进。阿斯马拉矿业项目也在顺利推进，未来预计能贡献相当的收益。

4、订单充足保障业绩增长，募资助力项目落地，首次给予“强烈推荐-A”评级

公司在手订单充足，背靠四川铁投大股东，未来订单有保障；募集资金到位也将助力项目加速落地，我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.36 元/股、0.45 元/股，对应 PE 为 12.8 和 10.3 倍，首次给予“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示：项目推进不及预期。投资不及预期。回款风险

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	26681	31763	32464	39360	46526
现金	6085	7437	4320	6974	9582
交易性投资	18	14	14	14	14
应收票据	4	3	3	4	4
应收款项	1079	2322	2671	3071	3501
其它应收款	5367	6207	7200	8280	9440
存货	12695	14809	17130	19722	22509
其他	1434	970	1124	1294	1476
非流动资产	28361	31717	29330	27182	25249
长期股权投资	240	783	783	783	783
固定资产	2543	2469	2399	2335	2277
无形资产	20852	23009	20708	18638	16774
其他	4726	5455	5439	5426	5416
资产总计	55042	63480	61793	66542	71775
流动负债	26985	31694	26426	29597	33006
短期借款	4027	4705	0	0	0
应付账款	10412	10770	12464	14350	16378
预收账款	5916	6415	7425	8548	9756
其他	6631	9803	6537	6698	6872
长期负债	18650	21152	21152	21152	21152
长期借款	16325	18258	18258	18258	18258
其他	2325	2894	2894	2894	2894
负债合计	45635	52846	47578	50749	54158
股本	3020	3020	3611	3611	3611
资本公积金	1185	1229	2948	2948	2948
留存收益	4424	5396	6551	7984	9639
少数股东权益	779	989	1105	1250	1419
归属于母公司所有者权益	8628	9645	13110	14543	16198
负债及权益合计	55042	63480	61793	66542	71775

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	3053	1190	4337	4217	4198
净利润	1025	1045	1306	1629	1899
折旧摊销	516	525	2534	2294	2079
财务费用	1188	1171	1350	1221	1200
投资收益	(33)	1	(0)	(0)	(0)
营运资金变动	349	(1580)	(972)	(1076)	(1154)
其它	7	29	120	149	174
投资活动现金流	(3463)	(3815)	(146)	(146)	(146)
资本支出	(3950)	(3220)	(146)	(146)	(146)
其他投资	487	(595)	0	0	0
筹资活动现金流	1700	4042	(7307)	(1417)	(1445)
借款变动	2029	4809	(8117)	0	0
普通股增加	0	0	591	0	0
资本公积增加	298	44	1719	0	0
股利分配	(151)	(151)	(151)	(196)	(244)
其他	(475)	(660)	(1350)	(1221)	(1200)
现金净增加额	1289	1417	(3116)	2654	2607

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	30771	30108	34926	40165	45788
营业成本	26975	26299	30437	35043	39995
营业税金及附加	914	361	419	482	549
营业费用	11	9	11	12	14
管理费用	346	478	624	839	1048
财务费用	1160	1257	1350	1221	1200
资产减值损失	119	302	349	402	458
公允价值变动收益	5	(3)	1	1	1
投资收益	33	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	1286	1398	1736	2167	2525
营业外收入	12	18	16	16	17
营业外支出	24	35	25	28	29
利润总额	1274	1381	1727	2154	2512
所得税	253	244	305	380	444
净利润	1021	1137	1422	1774	2068
少数股东损益	(4)	93	116	145	169
归属于母公司净利润	1025	1045	1306	1629	1899
EPS (元)	0.34	0.35	0.36	0.45	0.53

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	14%	-2%	16%	15%	14%
营业利润	9%	9%	24%	25%	17%
净利润	15%	2%	25%	25%	17%
获利能力					
毛利率	12.3%	12.7%	12.9%	12.8%	12.7%
净利率	3.3%	3.5%	3.7%	4.1%	4.1%
ROE	11.9%	10.8%	10.0%	11.2%	11.7%
ROIC	6.3%	5.9%	7.8%	8.2%	8.5%
偿债能力					
资产负债率	82.9%	83.2%	77.0%	76.3%	75.5%
净负债比率	38.9%	41.5%	29.5%	27.4%	25.4%
流动比率	1.0	1.0	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
应收帐款周转率	28.3	17.7	14.0	14.0	13.9
应付帐款周转率	2.6	2.5	2.6	2.6	2.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.34	0.35	0.36	0.45	0.53
每股经营现金	1.01	0.39	1.20	1.17	1.16
每股净资产	2.86	3.19	3.63	4.03	4.49
每股股利	0.05	0.05	0.05	0.07	0.08
估值比率					
PE	13.6	13.4	12.8	10.3	8.8
PB	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	23.8	22.2	11.4	11.2	11.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王彬鹏：上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

李富华：上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。