

收入继续提速，3Q19 研发投入大增拖累净利

——四川路桥 (600039.SH) 19 年三季度报点评

公司简报

◆事件：四川路桥发布 19 年三季度报。前三季度公司实现收入 309.7 亿，YoY 25.8%，归母净利 8.4 亿，YoY 52.6%；单三季度收入 133.4 亿，YoY 46.0%，归母净利 0.8 亿，YoY 10.1%。基本符合我们预期。

◆3Q19 收入提速，毛利率继续向上：

19 年前三季度公司收入 YoY 25.8%，增速同比+11.3pcts；单三季度收入 YoY 46.0%，增速同比+35.1pcts，收入提速明显，判断主要受益于区域投资高景气、在手订单相对充足且推进顺利。前三季度公司综合毛利率 10.1%，同比+1.2pcts，单三季度毛利率 8.4%，同比+0.5pct，延续 4Q18 以来边际向上趋势。前三季度归母净利率 2.7%，同比+0.5pct，其中单三季度归母净利率 0.6%，同比-0.2pct。前三季度归母净利率改善主要源于上半年出售四川视高带动投资收益明显增加、坏账准备计提变动所致；3Q19 创新及技术升级带动研发费用同比大幅增加 397.0%致单季期间费用率同比提升 0.9pct 至 7.1%，拖累净利率，判断其后续影响趋弱。

◆新签订单、现金流阶段性承压，负债率小幅上升但资产结构有所优化：

19 年前三季度公司新签施工项目合同金额 197.1 亿，YoY -59.3%，增速同比-76.4pcts，新签阶段性承压，主要源于 1) 17 年以来新签持续高增致基数较高；2) 公司加强项目筛选力度。近 12 个月新签施工项目合同金额 404.0 亿，为 18 年全年收入之 1.0 倍，在手订单相对充足。截止 3Q19 末，公司负债率、带息负债比率分别为 82.4%、48.0%，分别同比+1.6、-6.0pcts，负债率上升但资产结构有所优化。19 年前三季度收付现比分别为 103.5%、106.3%，分别同比+6.1、+7.5pcts，差距略有拉大，现金流阶段性承压。

◆维持“买入”评级：

公司于西南地区路桥施工龙头地位稳固，区域基建投资景气度仍处相对高位，维持 19-21 年归母净利预测，对应 EPS 0.40/0.46/0.53 元，当前股价对应 19 年 PE 仅 8x，维持“买入”评级。

◆风险提示：西南地区基建投资景气度下降，工程进度、回款弱于预期

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	32,763	40,019	47,966	56,525	65,470
营业收入增长率	8.82%	22.15%	19.86%	17.84%	15.82%
净利润 (百万元)	1,064	1,172	1,461	1,667	1,918
净利润增长率	1.87%	10.11%	24.69%	14.07%	15.07%
EPS (元)	0.29	0.32	0.40	0.46	0.53
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.13%	8.37%	9.56%	9.97%	10.43%
P/E	11	10	8	7	6
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 30 日

买入 (维持)

当前价：3.24 元

分析师

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)

021-52523822

sunwf@ebsec.com

联系人

武慧东

010-58452064

wuhuidong@ebsec.com

市场数据

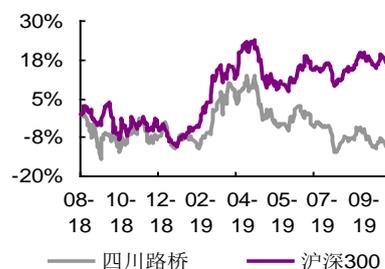
总股本(亿股)：36.11

总市值(亿元)：116.98

一年最低/最高(元)：3.17/4.26

近 3 月换手率：23.62%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.32	-7.58	-28.07
绝对	-0.32	-6.62	-1.61

资料来源：Wind

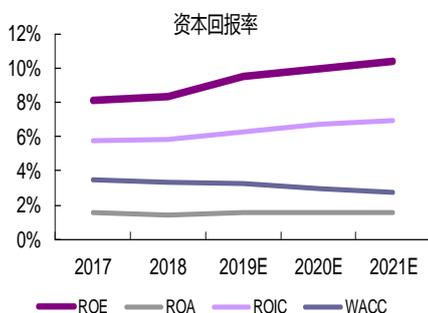
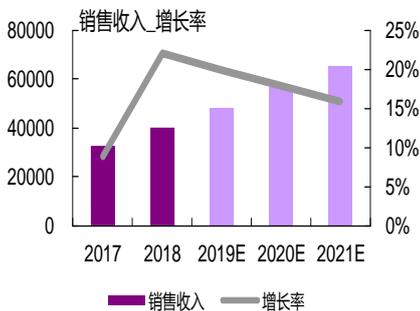
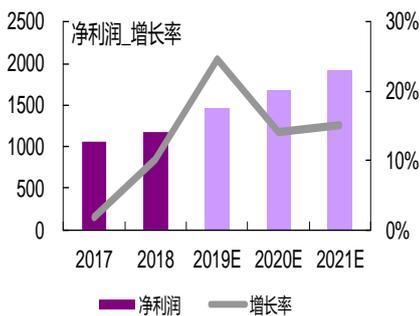
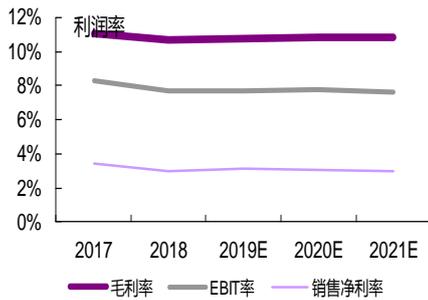
相关研报

毛利率延续改善，新签订单增速疲软——四川路桥 (600039.SH) 2019 年半年报点评

.....2019-08-31
营收、新签订单延续高增，转让股权致净利大增——四川路桥 (600039.SH) 2019 年一季报点评

.....2019-05-05
新签订单延续高增长，持续受益基建补短板——四川路桥 (600039.SH) 2018 年年报点评

.....2019-04-22



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,763	40,019	47,966	56,525	65,470
营业成本	29,134	35,740	42,791	50,417	58,383
折旧和摊销	565	655	1,834	1,962	2,100
营业税费	114	133	159	188	217
销售费用	12	24	29	34	40
管理费用	519	898	1,076	1,268	1,468
财务费用	1,386	1,615	2,060	2,303	2,580
公允价值变动损益	3	-4	-3	-3	-4
投资收益	8	12	200	10	10
营业利润	1,344	1,470	1,832	2,085	2,394
利润总额	1,335	1,486	1,848	2,101	2,411
少数股东损益	64	35	40	40	40
归属母公司净利润	1,064	1,172	1,461	1,667	1,918

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	73,021	86,094	96,137	110,354	125,139
流动资产	33,631	42,301	49,286	59,201	69,719
货币资金	9,567	10,714	11,264	14,238	17,650
交易型金融资产	17	13	15	12	8
应收帐款	4,288	4,978	5,838	6,799	7,693
应收票据	8	6	5	6	7
其他应收款	5,664	5,456	6,497	7,593	8,703
存货	13,132	19,542	23,422	27,605	31,975
可供出售投资	4,366	5,384	4,000	4,000	4,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1,188	1,225	1,217	1,210	1,202
固定资产	2,390	2,324	5,084	7,797	10,417
无形资产	26,604	27,832	26,441	25,119	23,863
总负债	58,619	70,611	79,333	92,069	105,151
无息负债	24,801	34,112	41,420	49,155	57,237
有息负债	33,818	36,499	37,914	42,914	47,914
股东权益	14,401	15,483	16,803	18,285	19,988
股本	3,611	3,611	3,611	3,611	3,611
公积金	3,256	3,388	3,534	3,701	3,893
未分配利润	5,422	6,408	7,543	8,818	10,289
少数股东权益	1,306	1,485	1,525	1,565	1,605

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,185	3,233	3,833	4,342	5,082
净利润	1,064	1,172	1,461	1,667	1,918
折旧摊销	565	655	1,834	1,962	2,100
净营运资金增加	-553	-274	846	1,062	964
其他	110	1,679	-308	-348	100
投资活动产生现金流	-4,893	-4,431	-2,588	-3,982	-3,982
净资本支出	-4,343	-3,754	-4,000	-4,000	-4,000
长期投资变化	1,188	1,225	8	8	8
其他资产变化	-1,738	-1,903	1,404	10	10
融资活动现金流	5,986	2,324	-695	2,613	2,312
股本变化	591	0	0	0	0
债务净变化	4,953	2,681	1,415	5,000	5,000
无息负债变化	821	9,310	7,308	7,735	8,082
净现金流	2,280	1,127	550	2,974	3,412

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.82%	22.15%	19.86%	17.84%	15.82%
净利润增长率	1.87%	10.11%	24.69%	14.07%	15.07%
EBITDA 增长率	2.94%	13.55%	48.57%	14.72%	11.43%
EBIT 增长率	2.04%	13.02%	20.51%	18.59%	13.39%
估值指标					
PE	11	10	8	7	6
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	12	11	8	8	8
EV/EBIT	15	14	12	11	11
EV/NOPLAT	17	17	15	14	13
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	11.08%	10.69%	10.79%	10.81%	10.83%
EBITDA 率	10.00%	9.30%	11.53%	11.22%	10.80%
EBIT 率	8.28%	7.66%	7.70%	7.75%	7.59%
税前净利润率	4.08%	3.71%	3.85%	3.72%	3.68%
税后净利润率 (归属母公司)	3.25%	2.93%	3.05%	2.95%	2.93%
ROA	1.54%	1.40%	1.56%	1.55%	1.56%
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.13%	8.37%	9.56%	9.97%	10.43%
经营性 ROIC	5.79%	5.84%	6.28%	6.71%	6.94%
偿债能力					
流动比率	1.00	1.05	1.12	1.15	1.17
速动比率	0.61	0.57	0.59	0.61	0.64
归属母公司权益/有息债务	0.39	0.38	0.40	0.39	0.38
有形资产/有息债务	1.36	1.58	1.83	1.98	2.10
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.29	0.32	0.40	0.46	0.53
每股红利	0.05	0.05	0.06	0.07	0.08
每股经营现金流	0.33	0.90	1.06	1.20	1.41
每股自由现金流(FCFF)	-0.19	-0.05	0.06	0.19	0.43
每股净资产	3.63	3.88	4.23	4.63	5.09
每股销售收入	9.07	11.08	13.29	15.66	18.13

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
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。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 也不, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 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, 本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且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议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, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼