

竞占高端项目增效 资产重组近在眼前

--- 四川路桥 (600039) 研究报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资亮点：业绩大幅增长，施工业务产值大幅度增长及其盈利能力增强

- I 公司2011年度实现营业收入 67.16 亿元，同比增长 46.60%，归属于母公司净利润 1.53亿元，同比增长 53.87%，每股收益 0.50 元，同比增长 53.88%。分配预案：10送1.5股转6.5股派1元(含税) (2012-03-28)
- I 在4月18日的股东大会上，公司高管明确了公司未来发展规划：未来将公司的业务分为路桥施工、路桥投资者收费、能源开发、矿产资源开发、新型工业产品开发等五个板块。在比较受到市场关注的矿产资源开发方面，公司控股股东方面已经有所动作，这也将是上市公司未来发展的重要方面。
- I 如果一切顺利，证监会可能在四月底五月初审批公司的重组方案，审批通过后，公司将争取在六月的时候完成重组。
- I 不考虑资产重组的情况下，四川路桥将力争在 2012年公司主营业务收入达到100亿元，如果重组完成，上市公司的主营业务收入有望达到300亿元以上。
- I 盈利预测及评级。我们看好公司的长期发展，，12-13年摊薄后 EPS分别为0.65元、0.8元，对应12-13年14.2倍、11.54倍市盈率，继续给与“推荐”评级，6个月目标价10.5元。

风险提示：重大项目安全事故、资产重组出现问题

所属行业 建筑 2012-4-27

评级

推荐

前日收盘价 9.23 元

目标价 10.5 元

基础数据

总市值(亿)	28.06
总股本/流通股本(亿)	3.04
每股净资产(元)	3.66
净资产收益率(%)	13.77

交易数据

一年内股价区间	5.95/10.67
12年市盈率	14.2
市净率	2.52

一年以来走势



研究员：左红英(执业证书 S0820209120023)

联系人：谢非非

电话 021-32229888-25516

E-mail xiefeifei@ajzq.com

相关报告

上半年业绩预增 600% 重组仍在推进

一、 公司接项目以效益为导向，业绩成长良好

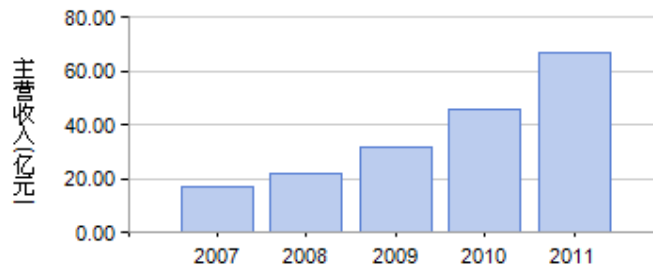
2011年公司主营业务增长迅速，投资效益进一步提高。实现营业收入 67.16 亿元，同比增长 46.60%，归属于母公司净利润 1.53亿元，同比增长 53.87%，每股收益 0.50 元，同比增长 53.88%。

表 1：四川路桥 2011 年主营构成

主营构成		主营收入(万元)	收入比例	主营成本(万元)	成本比例	利润比例	毛利率
按产品分	工程施工	642795.58	96.33 %	589494.19	98.89 %	74.83 %	8.29 %
	水力发电	15308.21	2.29 %	5436.04	0.91 %	13.86 %	64.49 %
	BT 及 BOT 融资	7489.72	1.12 %	305.78	0.05 %	10.09 %	95.92 %
	土地整理	1723.20	0.26 %	855.40	0.14 %	1.22 %	50.36 %

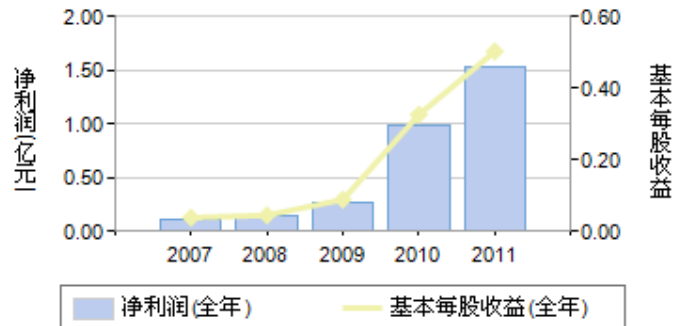
资料来源：iFinD 爱建证券

图 1：四川路桥 2011 年全年实现主营收入 67.16 亿元，比上年增长 46.6%



资料来源：wind 爱建证券

图 2: 四川路桥 2011 年全年实现净利润 1.53 亿元(基本每股收益 0.5035 元), 比上年增长 53.87%



资料来源: wind 爱建证券

表 2: 公司业绩增长杜邦分析, 归因为盈利能力增强、资产周转率提高

权益净利率 (ROE) (%)	15.00	8.37	5.50	3.02	10.57	2.01	0.78	0.65
权益净利率-同比增减 (%)	4.43	6.36	4.72	2.37	7.62	0.97	0.14	0.14
因素分解:								
销售净利率 (%)	2.78	2.32	2.45	3.31	3.23	1.66	1.11	1.41
——净利润/利润总额 (%)	82.17	80.79	82.43	95.61	114.65	104.75	102.26	132.18
——利润总额/息税前利润 (%)	65.70	57.04	56.60	58.60	54.63	40.45	31.91	27.31
——息税前利润/营业总收入 (%)	5.14	5.03	5.25	5.91	5.16	3.91	3.41	3.90
资产周转率 (次)	0.85	0.55	0.34	0.15	0.67	0.42	0.28	0.11
权益乘数	7.71	8.09	7.75	7.67	7.27	8.07	7.46	6.97
归属母公司股东的净利润占比 (%)	82.07	80.89	85.97	79.61	67.22	35.89	33.83	57.90

资料来源: wind 爱建证券

① 大生产, 主营业务收入再创新高

路桥施工方面, 公司共完成路桥施工主营业务收入 64.28 亿元, 同比增长 49.61%, 承建了广南、达陕、纳黔、雅泸、成仁路高速路面工程以及成绵乐高铁和遂达铁路等 58 个省内外的施工项目。2011 年受欧债危机影响的加深及国家宏观调控政策的影响, 省内外新开工项目大幅下降, 公司克服不利因素, 坚持以效益为导向, 坚持有所为有所不为的经营理念, 全年公司新中标项目 13 个, 中标金额共计 62.65 亿元, 为公司的稳步发展奠定了良好的基础。

② 投资项目取得重大进展, 项目效益进一步提高。

水电投资经营方面取得重大进展。控股子公司巴郎河公司投资的二级水电站--华山沟水电站于 2011 年 12 月 28 日建成并投入商业试运行, 至此, 该公司投资总装机 16.8 万千瓦的四川甘孜州华山沟、巴郎口两级水电项目已经全部建成。巴河水电公司成功实现风滩电站技改工程投产发电, 谨慎开展黄梅溪电站前期工作, 同时开展水产养殖管理等工作。

全年, 公司水电项目共计完成投资 15,198.10 万元, 累计发电量 6.87 亿千瓦时, 实现发电收入 15,308.21 万元, 取得 CDM 收入 3,554.59 万元, 净利润 6,887.23 万元; 路桥收费收入 7,489.72 万元, 净利润 3,603.36 万元; 土地整理收入 1,723.20 万元, 净利润 538.32 万元。上述投资项目合计归属于母公司的净利润 7,338.40 万元。整体来看, 随着公司的投资项目逐步建成并投产, 效益不断提

请务必阅读正文之后的重要声明

高，已经成为了公司利润的重要来源。

③启动重大资产重组工作，做大做强上市公司

为解决公司与路桥集团之间的同业竞争和关联交易问题和做好用好上市公司融资平台，在省国资委的大力支持下，在公司控股股东省铁路投资集团的积极推动下，公司于2011年3月份启动了重大资产重组工作。经过近5个月的紧张筹划、审计、评估和资产剥离等工作后，公司顺利召开了审议重组有关议案的董事会、股东大会，获得了省国资委的正式批准；11月28日中国证监会正式受理了公司的重组方案。目前，公司正按照中国证监会要求补充报送反馈材料，等待审批。

④全力抢险救灾，彰显社会责任

2011年7月3日，汶川县境内强降雨引发特大山洪泥石流，国道213线罗圈湾段600多米路基被冲毁，映秀渔子溪河堤危在旦夕，公司全力参与抗洪抢险，投入大量人力物力抢通了国道213线水毁路段，加固了渔子溪河堤，保护了映秀新城的安全。再次捍卫了人民群众的生命财产安全和地震灾后重建成果，再次受到了四川省委、省政府和社会的高度评价。

⑤紧抓过程控制和监督，进一步提升管理成效。

细节管理决定公司的成败。2011年，公司开展精细化管理，抓制度执行的过程监督，加大公司和项目的管理力度。在安全管理方面，加强高、难、险工序的监控，及时破解影响质量安全的重难点和突出问题，全年未发生重、特大安全和质量事故。

二、 技术创新情况

公司坚持科研与市场相结合，立足行业特点和实际情况，在不同领域开展科技攻关，各项科研课题有序开展，科技创新取得丰硕成果。全年公司共获得4项国家专利、1项公路工程工法和2项省级工法。其中，一种预制场预制梁张拉平车等4项获得国家专利；"5·12"震后大跨深水桥墩裂缝水下修复施工工法获得公路工程工法；变截面空心薄壁墩施工工法和深水基础大型浮箱龙门架吊装系统施工工法获得省级工法。通过不断推进技术创新，进一步提高了公司的科技创新能力和竞争优势，在提升公司品牌形象的同时，取得了良好的经济效益和社会效益。

三、 对公司未来发展的展望

(1) 公司所处行业发展趋势及机遇

一是宏观政策的稳定为公司的发展提供了良好的大背景。2010年底中央经济工作会议确定了2011年"把握好稳中求进的工作总基调"，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持宏观经济政策的连续性和稳定性。四川省委、省政府也提出"稳定增势，高位求进，加快发展"的工作基调，继续在高位平台上实现更大的发展，巩固四川在西部的优势地位。因此从总体来看，公司的发展有一个稳定、良好的大环境。

二是交通建设市场仍然大有可为。从全国来看，2012年国家继续推进铁路和公路建设。从四川来看，"十二五"期间综合交通建设规划投资将达到8453亿元，比"十一五"增长近两倍，其中铁路2800亿元，公路4138亿元。公路方面，新增高速公路通车里程3700公里，其间2011-2013年平均

请务必阅读正文之后的重要声明

每年增加 1000 公里。铁路方面，力争新增铁路新线 2500 公里，形成 11 条进出川铁路大通道。因此，从全国到四川，交通建设市场的投资规模仍然较大，施工主业领域仍有较大的发展空间。

(2) 年度经营计划

2012 年是“十二五”规划承前启后的重要一年。公司年度经营计划包括：

① 完成公司重大资产重组工作，推进公司业务板块的布局和战略规划

2012 年是公司资产重组和业务板块战略调整年，公司要完成公司重大资产重组工作并推进业务板块规划和布局，进一步推进实施公司的战略发展目标。一是既定计划完成公司重大资产重组工作。二是做好公司业务板块的规划工作。在公司重组完成后，在公司重组完成后，要对业务板块进行重新归类和布局。三是做好公司整体上市后的战略规划工作。公司重组上市后，将承接原母公司路桥集团大部分施工类业务和高速公路收费业务。今后要牢牢立足交通基础建设行业，不断提高核心竞争力，扩大经营规模，打造具有国内一流水平和国际竞争力的特大型交通建设上市企业集团。

② 狠抓生产经营，实现主营业务新跨越

坚持“竞占高端、巩固中端、放弃低端”的原则，有的放矢，紧盯重点区域和重大项目做好生产经营工作。省内，要重点跟踪新开工高速公路，以及天府新区等城市经济区的城市道路和连接线工程，继续积极争取铁路施工任务。省外，要把西部大开发地区作为重点区域，深耕细作，发挥在建项目能动作用和辐射效应。做好路桥收费项目运营管理和协调工作。加强与地方政府的沟通协调力度，保证宜宾五桥等项目通行费收入的足额、按期收回。做好甘孜巴郎口华山沟、平昌凤滩双滩电站的运营、管理工作，加强和提高水库运行调度水平，将水能资源最大程度转化为经济效益。

2012 年，公司力争完成主营业务产值 100 亿元左右，成本费用约为 97.3 亿元左右，实现投资收入 5 亿元左右，新增市场份额 50 亿元。

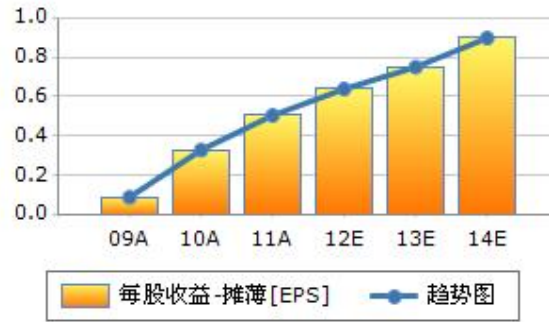
③ 加大产业投资和开拓，进一步完善产业结构

一要在主营业务上，创新商业模式，积极运作 BT、BOT、EPC 模式，向产业链高端前移。通过管理输出和横向联合，迅速壮大主营业务规模。通过项目总承包等方式，有效提高项目收益。二要巩固发展路桥投资类业务，继续投资效益较好的高速公路 BOT 项目和市政工程。特别是天府新区和成渝经济区建设，交通基础建设规模大，要把握机遇与各地政府密切合作，以交通建设和城镇化建设互动的新模式，参与城市基础和城镇建设，推动企业再上新台阶。三要加大新项目的开发力度。继续寻求及与公司主业相关的上下游具有较好效益前景的投资项目，实现公司产业投资的新突破，为公司发展培育更多的利润增长点。

④ 全面加强管理，提高公司科学化、规范化运营水平

立足强化基础管理、实施精细化管理，把公司建设成为高效、优质、竞争力强的大型上市公司。一要加强资金集中管理，成立财务结算中心，加强资金归集，减少资金分散闲置，提高资金利用率。二要加强物资设备集中管理，充分发挥规模采购优势，降低采购成本。三要加强工程劳务分包的管理，积极探索对工程劳务分包进行集中管理的方式方法，广泛推行内部劳务分包、工程分包招投标，提高分包队伍选择的公开透明度，使劳务分包、工程分包更加规范化。

图 3：四川路桥每股收益趋势图



资料来源：wind 爱建证券

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

同步大市 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明