

2013年12月20日

证券研究报告·公司研究·建筑建材

增持(首次)

当前价: 6.22元



四川路桥(600039)动态跟踪报告

内外合力推动, 业绩向上拐点

投资要点

- **受益于川内交通建设推进, 公司市场占有率有望提升。**(1) 2012年四川城镇化率 43.5%, 远低于全国 52.6%的平均水平, 未来四川城镇化率有较大的提升空间, 从而为川内交通基础设施包括高速公路、市政、城际铁路等方面带来巨大需求。(2) 公司是川内唯一具有拥有公路工程总承包特级资质的企业, 历年市场占有率在 30%以上; 大股东铁投集团负责川内铁路建设, 且加大高速公路投资力度, 依靠大股东支持及公司优势, 预计未来公司市场占有率将稳步提升。(3) 铁投集团与川南四地拟合资成立川南铁路公司, 成为国内首家纯地方性的铁路公司, 对川南铁路建设具有重要意义。公司在铁路工程建设方面陆续获得进展, 2013年1季度中标西安至成都客运专线标段, 12月新中标成贵铁路、成昆铁路标段。
- **订单快速释放, BOT项目进入施工高峰期。**(1) 截止目前, 公司年内新签合同额约 509 亿元, 远超过去年全年新签合同 234 亿元。年内中标的叙古、宜叙、绵西、攀大高速公路, 将在 2014-2015 年进入施工高峰期。(2) 2013 年公司综合毛利率同比提升明显, 主要是因为大宗材料采购价格持续下降、营运业务利润贡献大幅增加、BOT 类工程施工业务比重提升。截至目前, 我们测算公司在手合同 700 亿元, 其中 BOT 项目 350 亿元, 由于 BOT 项目施工毛利率远高于竞争类项目, 因此随着项目的实施, 预计毛利率将进一步提升。
- **多元化业务发展良好:** 公司多元化业务涉及高速公路运营、矿山、水电, 近年来收入及利润贡献持续提升。(1) 2012 年下半年成自泸、成德绵高速公路通车, 目前处于盈利持续改善期; 目前在建 5 条高速公路将于 2015 年陆续通车, 新签 2 条高速公路将于 2016-2017 年通车。(2) 10 月子公司路桥集团签署框架协议, 拟成立合资公司开发厄立特里亚矿。
- **定向增发缓解资金压力。**定向增发募集资金总额 23.4 亿元, 用于自隆、内威荣两条高速公路的 BOT 项目, 同时在一定程度上缓解公司资金压力, 资产负债率由 3 季报 87.8% 下降至 82.9%。
- **估值与评级:** 预计 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.46 元、0.63 元、0.89 元, 3 年净利润复合增速 23%, 对应 2014 年动态 PE 9.9 倍, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 高速公路投资力度低于预期; 项目建设进程低于预期; 营运高速公路盈利改善低于预期; 原材料价格大幅波动。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	24929.69	25482.55	31048.93	36648.60
增长率	271.22	2.22	21.84	18.03
归属母公司净利润(百万元)	675.09	687.03	949.33	1222.13
增长率	341.07	1.77	38.18	28.74
每股收益 EPS(元)	0.45	0.46	0.63	0.81
PE	13.91	13.67	9.89	7.68
PB	1.69	1.29	1.08	0.89

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐永超

执业证号: S1250512110002

电话: 010-57631186

邮箱: xycho@swsc.com.cn

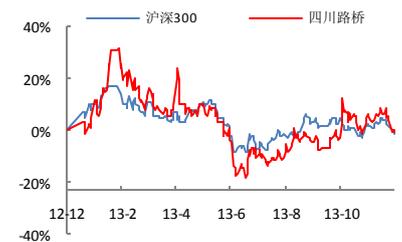
分析师: 贺众营

执业证号: S1250512110001

电话: 010-57631225

邮箱: hzy@swsc.com.cn

相对指数表现

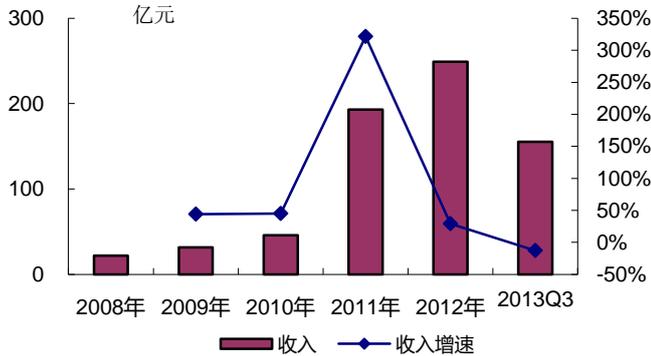


数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	15.1
流通 A 股(亿股)	5.47
52 周内股价区间(元)	4.85-8.36
总市值(亿元)	65.09
总资产(亿元)	398.29
每股净资产(元)	3.89

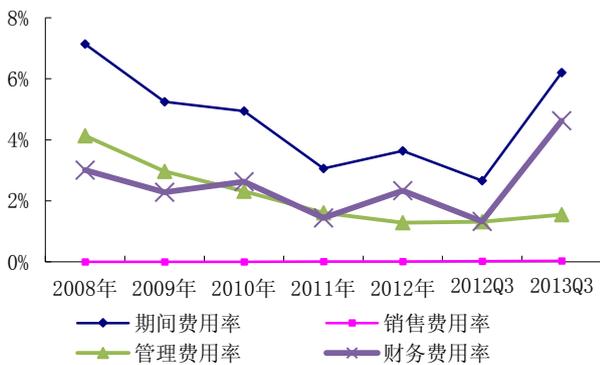
相关研究

图 1: 2013 年前 3 季度营业收入同比下降 13%


数据来源: 公司公告、西南证券

图 2: 2013 年前 3 季度净利润同比增长 1.4%

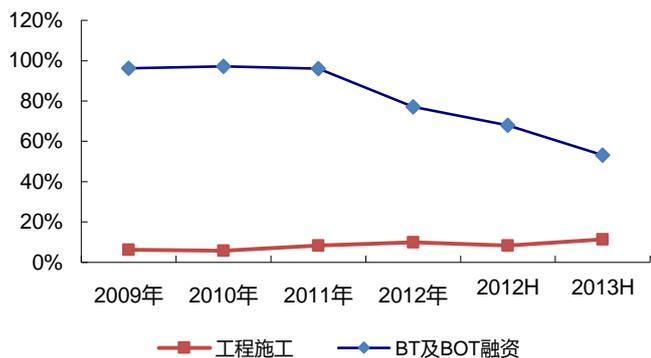

数据来源: 公司公告、西南证券

图 3: 财务费用率大幅上升


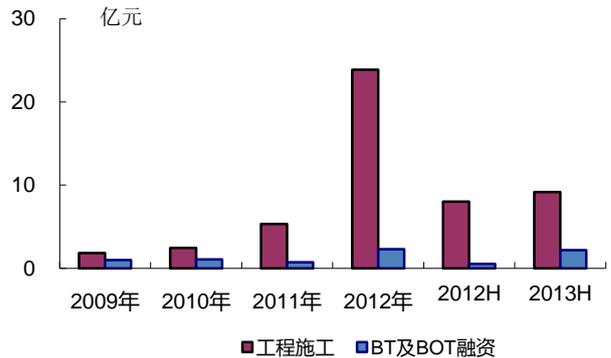
数据来源: 公司公告、西南证券

图 4: 2013 年毛利率、净利润率快速提升


数据来源: 公司公告、西南证券

图 5: 工程毛利率提升、营运毛利率受新路影响


数据来源: 公司公告、西南证券

图 6: 营运业务利润贡献增加


数据来源: 公司公告、西南证券

附录：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	17,314	25,579	30,975	37,691	营业收入	24,930	25,483	31,049	36,649
现金及等价物	3,171	7,411	9,735	13,494	营业成本	22,162	22,216	27,031	31,802
应收帐款	919	1,123	1,300	1,458	营业税金及附加	822	823	983	1,137
存货	8,282	10,793	12,475	13,943	营业费用	4	3	4	4
其它流动资产	4,943	6,252	7,465	8,796	管理费用	321	361	431	498
非流动资产	17,024	17,248	17,445	17,596	财务费用	581	1,028	1,168	1,379
长期股权投资	464	476	488	500	资产减值损失	123	126	153	180
固定资产及其他	14,641	14,861	15,037	15,170	公允价值变动收益	0	-	-	-
非营业投资	1,823	1,823	1,823	1,823	投资净收益	11	12	12	12
递延所得税资产	95	88	96	102	营业利润	929	937	1,291	1,659
资产总计	34,339	42,827	48,420	55,287	营业外收入	16	10	10	10
流动负债	20,016	24,114	27,180	31,043	营业外支出	37	20	20	20
短期借款	4,887	6,841	7,183	8,620	利润总额	908	927	1,281	1,649
应付帐款	7,593	8,797	10,168	11,365	所得税	198	204	282	363
预收账款	3,251	3,766	4,353	4,866	净利润	710	723	999	1,286
其它流动负债	4,285	4,709	5,475	6,192	少数股东损益	35	36	50	64
非流动负债	9,708	10,599	11,594	12,701	归属母公司净利润	675	687	949	1,222
长期借款	9,495	10,335	11,272	12,321	EBITDA	1,786	2,902	3,583	4,343
其它非流动负	213	264	322	380	摊薄 EPS（元）	0.45	0.46	0.63	0.81
负债合计	29,724	34,713	38,774	43,744	主要财务比率				
少数股东权益	773	830	906	1,000		2012	2013E	2014E	2015E
归属于母公司	3,842	7,271	8,709	10,501	成长能力				
负债和股东权益	34,339	42,827	48,420	55,287	营业收入	271.22%	2.22%	21.84%	18.03%
					营业利润	302.40%	0.90%	37.77%	28.51%
					归属母公司净利	341.07%	1.77%	38.18%	28.74%
					获利能力				
					毛利率	11.10%	12.82%	12.94%	13.22%
					净利率	2.71%	2.70%	3.06%	3.33%
					ROE	27.26%	12.36%	11.88%	12.72%
					偿债能力				
					资产负债率	86.56%	81.05%	80.08%	79.12%
					流动比率	0.87	1.06	1.14	1.21
					速动比率	0.40	0.56	0.63	0.72
					营运能力				
					总资产周转率	1.16	0.66	0.68	0.71
					应收帐款周转率	39.55	24.95	25.63	26.58
					应付帐款周转率	4.74	2.71	2.85	2.95
					每股指标(元)(按				
					每股收益	0.45	0.46	0.63	0.81
					每股经营现金	1.18	0.47	1.75	2.04
					每股净资产	3.67	4.82	5.77	6.96
					估值比率				
					P/E	13.91	13.67	9.89	7.68
					P/B	1.69	1.29	1.08	0.89

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn