天风证券 TF SECURITIES

四川路桥（600039）

证券研究报告
2017 年 08 月 29 日

订单增长迅速，定增有望助公司业绩提升

背靠四川铁投，订单呈高速增长态势
公司控股股东为四川省铁投集团，该集团实力强大，公路铁路资源丰富，四川路桥是铁投集团旗下唯一的上市公司和公路业务的唯一施工平台。公司充分受益于控股股东的资源优势与相对区位优势，背靠铁投集团获得大量公路铁路订单，市场开拓速度不断加快。公司今年订单规模增长迅速，截止到 7 月，累计新签订单同比大幅增长了 144.35%，明显高于行业平均订单增速水平，PPP 订单也同步高速增长。除了大股东带来的资源，公司在市场化竞争中以及从拓展的物流贸易、地下管廊等新兴业务板块也获得了一定的订单增量。

公司区位优势明显，尽享政策福利
公司地处四川成都，尽享“西部大开发”“一带一路”等政策优势。近年来西部地区固定资产投资额占全国比重逐步上升，PPP 成为西部固定资产投资的重要组成部分，公司中标项目向 PPP 逐渐倾斜。公司海外建设经验丰富，深耕细作多年，随着四川国投的成立，公司“走出去”的步伐不断加快。除此之外，公司海外矿业拓展顺利，公司海外矿产项目目前以非洲阿斯马拉铜金多金属矿为主，收购阿斯马拉矿业公司股权是公司加快海外发展步伐的战略举措。

四川国改动作频出，公司或将受益
国企改革持续升温，四川国资委积极响应，政策频出。未来四川混改的途径主要是通过引入非国有资本参加国企改革、国有资本参股非国有资本、通过 PPP 的方式参股基建投资等，特别强调要探索混合所有制企业员工持股的道路。作为四川省重要的大型建筑国企，铁投集团被设为混合所有制企业员工持股试点的预期性强。四川省国资委要求铁投集团 2020 年总资产要从 2500 亿元增加到 4000 亿元以上，并计划将铁投加快改组或组建为国有资本投资公司。

定增顺利过会保障公司业绩提升，公司目前估值相对偏低
8 月 8 日，公司非公开发行 A 股股票的方案获得证监会的核准批复。发行底价为 3.54 元/股，共募集资金不超过 23.1 亿元，其中铁投集团认购 6 亿元。本次定增有助于公司路桥施工主业规模稳健发展，加快公司业务结构和盈利模式向多元化转型，增强资金实力，改善资本结构，降低资产负债率。

投资建议：公司背靠铁投集团，公路铁路资源优势显著，今年以来新签订单高增；定增顺利过会，大股东承诺参与，外部投资者进入后或对业绩有更高的要求，而公司业绩改善的空间较大；目前公司估值处于行业较低水平，从投资角度看有较好的风险收益比。综上所述，公司经营情况良好，维持“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.47、0.61、0.72 元/股，对应 PE 为 10、7、6 倍。
风险提示：固定资产投资增速下滑，国改推进不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30,771.18	30,108.35	34,855.12	41,387.07	47,270.91
增长率(%)	14.08	(2.15)	15.77	18.74	14.22
EBITDA(百万元)	2,872.64	3,102.39	3,676.37	4,386.84	4,945.53
净利润(百万元)	1,025.10	1,044.55	1,415.78	1,831.78	2,164.64
增长率(%)	14.76	1.90	35.54	29.38	18.17
EPS(元/股)	0.34	0.35	0.47	0.61	0.72
市盈率(P/E)	13.23	12.98	9.58	7.40	6.26
市净率(P/B)	1.57	1.41	1.30	1.10	0.94
市销率(P/S)	0.44	0.45	0.39	0.33	0.29
EV/EBITDA	9.85	9.95	8.20	7.46	6.58

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.45 元
目标价格	5.5 元
上次目标价	6.71 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,019.73
流通 A 股股本(百万股)	3,019.73
A 股总市值(百万元)	13,437.81
流通 A 股市值(百万元)	13,437.81
每股净资产(元)	3.19
资产负债率(%)	82.49
一年内最高/最低(元)	5.49/3.83

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com
岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com
肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《四川路桥-首次覆盖报告:归母净利润小幅上升，“国改+PPP”驱动公司再次起航》 2017-04-17

内容目录

1. 背靠四川铁投，订单呈高速增长态势.....5
1.1. 背靠铁投集团，资源优势显著.....5
1.2. 新签订单大增，在手订单量充足.....8
1.3. 持续优化产业布局，积极拓展新兴业务.....9
1.3.1. 资本运营、清洁能源等业务继续加力开发.....9
1.3.2. 地下管廊业务取得新突破.....9
1.3.3. 物流贸易业务毛利率有待提升.....9
2. 公司区位优势明显，尽享政策福利.....10
2.1. 西部基建高速发展，公司享位置优势.....10
2.1.1. 西部固定资产投资占比逐渐上升，增速高于全国水平.....10
2.1.2. 西部基建增速高企，四川一省成为重心.....11
2.1.3. PPP 或可成为西部未来建设的方式.....11
2.1.4. 四川“十三五”规划出川大通道，建设覆盖全省大枢纽.....12
2.1.5. 公司享位置优势，PPP 加速发展.....12
2.2. 公司今年将进入“一带一路”收获期，有望实现海外业绩提升.....13
2.2.1. “一带一路”制度建设逐渐完善，基建工程受益于投资额快速增长.....13
2.2.2. 公司海外拓展顺利，项目多开花结果.....14
2.2.3. 四川国投公司成立，加强公司获单能力.....15
2.3. 公司海外矿业拓展顺利.....16
2.4. 积极布局省外市场.....18
3. 四川国改动作频出，公司存国改预期.....19
3.1. 国企改革持续升温，四川国资委积极响应.....19
3.1.1. 政策频出推动国改发展.....19
3.1.2. 四川政府积极响应，数家国企尝试混改.....19
3.2. 公司有望受益于四川国企改革.....20
4. 定增顺利过会保障公司业绩提升，公司目前估值相对偏低.....22
4.1. 募投资金保障重点项目建设，盈利有望持续增长.....22
4.1.1. 路桥施工主业稳健发展，加快业务结构和盈利模式向多元化转型.....22
4.1.2. 定增完成后公司业绩有望实现高增.....23
4.2. 目前估值偏低，国企改革预期、定增实施后有一定提升空间.....24
4.3. 定增增强资金实力，改善资本结构.....25
5. 投资建议.....26
6. 风险提示.....26

图表目录

图 1：公司建造路桥-浙江舟山西堠门跨海大桥.....5
图 2：公司建造公路-成都绕城高速公路东段工程.....5
图 3：公司股东与控股参股公司.....5
图 4：四川省“十三五”铁路项目建设示意图.....6

图 5：四川省“十三五”高速公路建设项目示意图 6
图 6：“十三五”期间铁投集团铁路投资规划 7
图 7：铁投集团“十三五”期间公路投资规划 7
图 8：公司 2017 年累计新签订单水平高于去年（亿元） 8
图 9：公司 2017 年累计新签 PPP 订单水平高于去年（亿元） 8
图 10：物流贸易业务营收和毛利率情况（亿元） 10
图 11：物流贸易业务营收占比逐渐增加 10
图 12：西部固定资产投资额占全国比重 10
图 13：全国与西部固定资产投资额增速对比 10
图 14：西部基建投资占其固定资产投资比例 11
图 15：全国基建与西部基建投资增速比较 11
图 16：四川基建投资占西部基建投资之比 11
图 17：“一带一路”大事记 13
图 18：四川成都处于我国一带一路规划路线的中心位置 14
图 19：厄立特里亚克尔克贝特金多金属矿 15
图 20：挪威哈罗格兰德大桥 15
图 21：公司主要海外市场布点 16
图 22：公司矿床所在位置 17
图 23：公司省外业务占比在 20%上下浮动 18
图 24：公司省外业务在大部分省市都有分布 19
图 25：铁能电力与江苏环量聚能共同出资成立混合所有制企业 21
图 26：四川国企改革规划 21
图 27：公司业务构成 23
图 28：BT&BOT 融资毛利率工程施工业务 23
图 29：定增后净利润大幅增长 24
图 30：公司利润率水平低于行业平均值 24
图 31：公司市盈率水平低于行业平均值 24
图 32：公司市净率水平低于行业平均值 25
图 33：公司目前资产负债率偏高 25
图 34：资产负债率高于平均水平，在所有覆盖的央企与地方国企处于较高位置 26

表 1：四川省与铁投集团 2016 及十三五期间公路铁路建造情况 6
表 2：公司推进转型升级目标对比 9
表 3：2016 年与 2017 年上半年，西部 PPP 投资额与西部固定资产投资额（亿元） 11
表 4：四川省“十三五规划”部分规划指标 12
表 5：四川“十三五”交通运输规划目标 12
表 6：PPP 中标施工项目和投资合同 13
表 7：公司重点海外项目 14
表 8：阿斯马拉公司股权变更后的股权结构 17
表 9：国改相关政策文件 19
表 10：四川部分国企所有制改革进程 20

表 11：四川省国资国企改革经验交流会指出国改方向和要点.....20
表 12：四川国资委对重点国企提出要求.....22
表 13：公司定增资金去向（万元）.....22
表 14：13 年定增前后股本变化.....23

1. 背靠四川铁投，订单呈高速增长态势

1.1. 背靠铁投集团，资源优势显著

公司是位于四川省成都的一家路桥类上市公司。公司具有国家公路工程施工总承包一级资质，主要从事交通基础设施的设计、投资、建设和运营，下辖 14 个全资、控股子公司；公司在高速公路、特大型桥梁和隧道等领域施工具有明显的竞争优势，尤其是高速公路沥青路面施工和深基大跨度高难度桥梁、特大型桥梁施工是公司的强项，桥梁工程的多项技术特别是特大桥梁建设施工技术的科技含量已处于同类桥型国内和世界先进水平。公司建造的桥梁、公路代表工程有浙江舟山西堠门跨海大桥、成都绕城高速公路东段工程等

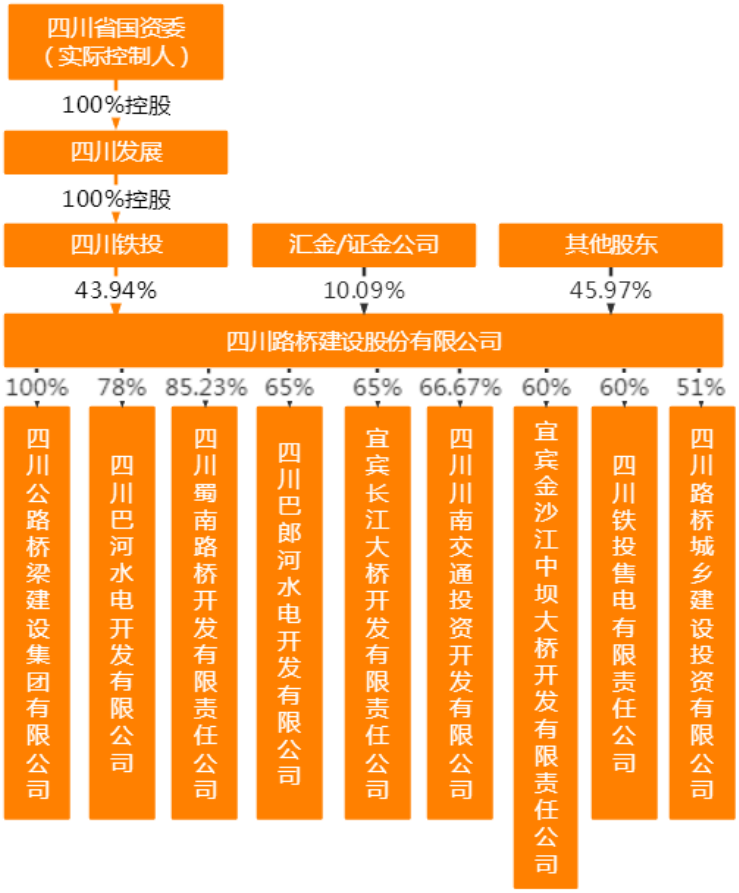
图 1：公司建造路桥-浙江舟山西堠门跨海大桥

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：公司建造公路-成都绕城高速公路东段工程

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 3：公司股东与控股参股公司



资料来源：wind，天风证券研究所

公司控股股东为四川省铁投集团，实际控制人是四川省国资委。四川省铁投集团是省委、省政府批准出资设立的国有特大型投资集团，于 2008 年 12 月 26 日成立，注册资本 200 亿元，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，投资建设项目遍及国内 28 个省市，业务辐射至非洲、欧洲、东南亚、俄罗斯、澳洲等海外市场。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。截至 2016 年底，集团的资产总额达 2334 亿元，较成立之初的 260 亿元增长近 9 倍；营业收入 606 亿元，较组建初期的 100 亿元增长 6 倍多；净资产 702 亿元，较初创期的 90 亿元增长 7 倍多；累计实现利税近 120 亿元，企业综合实力和影响力不断提升。

铁投集团实力强大，公路铁路资源丰富，四川路桥作为铁投集团旗下唯一的上市公司，公司充分受益于控股股东的资源优势，背靠铁投集团拿到了大量公路铁路订单，市场开拓速度不断加快。

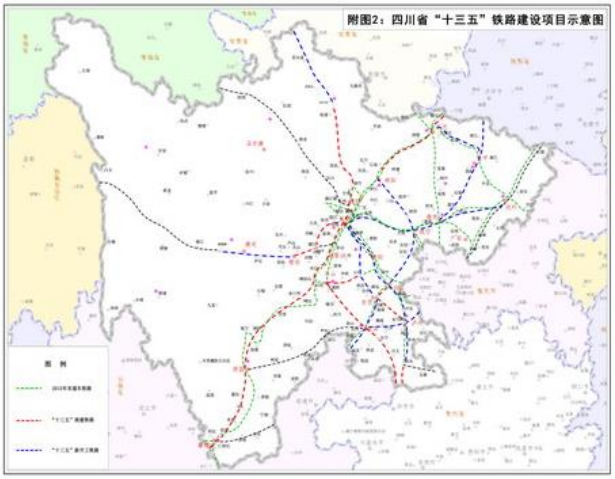
表 1：四川省与铁投集团 2016 及十三五期间公路铁路建造情况

		2016 存量	十三五计划新增	十三五计划存量
铁路	四川省	完成新增投资 382.9 亿	完成 2300 亿元	铁路营业里程达到 6000 公里，设计时速 200 公里及以上的铁路里程达到 2100 公里
	铁投集团	总里程约 3425 公里，总投资近 3264 亿元	省内总里程 5167 公里，省内总投资 5761 亿元	-
公路	四川省	开工建设 1013 公里、总投资 1490 亿，建成 503 公里，通车总里程达到 6519 公里	完成 4800 亿元	公路网总里程达到 34 万公里，高速公路通车里程达到 8000 公里
	铁投集团	合计里程 2500 公里，总投资 2000 亿元，已完成投资近 1000 亿元	新增投资 1467.9 亿元，新增里程 987.1 公里	总里程达 2537.1 公里，总投资 2906.9 亿元

资料来源：公司官网，天风证券研究所

“十三五”是我国综合交通建设的重要阶段，四川省计划在“十三五”期间使铁路营业里程达到 6000 公里，设计时速 200 公里及以上的铁路里程达到 2100 公里；公路网总里程达到 34 万公里，高速公路通车里程达到 8000 公里。铁投集团作为四川省省内最重要的铁路公路建造企业，将积极投入到建设中，从省内分得的订单量应该是十分可观的，未来在手工程量饱满。

图 4：四川省“十三五”铁路项目建设示意图



资料来源：四川政府官网，天风证券研究所

图 5：四川省“十三五”高速公路建设项目示意图

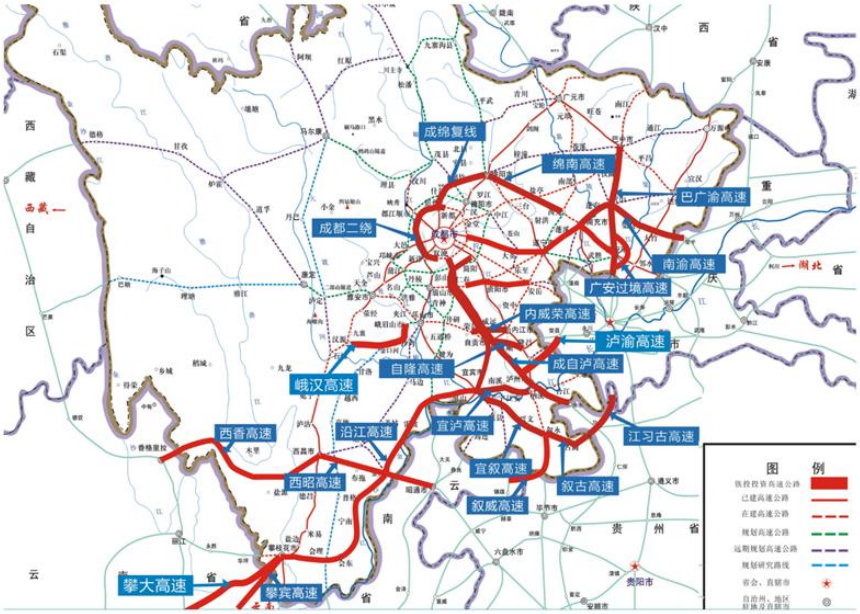
资料来源：四川政府官网，天风证券研究所

“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(其中续建项目 10 个，新建项目 9 个)，省内总里程 5167 公里，省内总投资 5761 亿元，预计新投

入省本级资本金 400 亿元。

四川路桥自 2009 年即开始承接铁路建设施工业务，在同行业中相对较早。截止到 16 年底，公司铁路在手订单占全部在手订单的比例大约五分之一。铁投集团铁路计划投资规模巨大，公司铁路施工经验丰富，未来从铁投获得的铁路订单增量比例或将进一步增加，工程量拓展空间大。

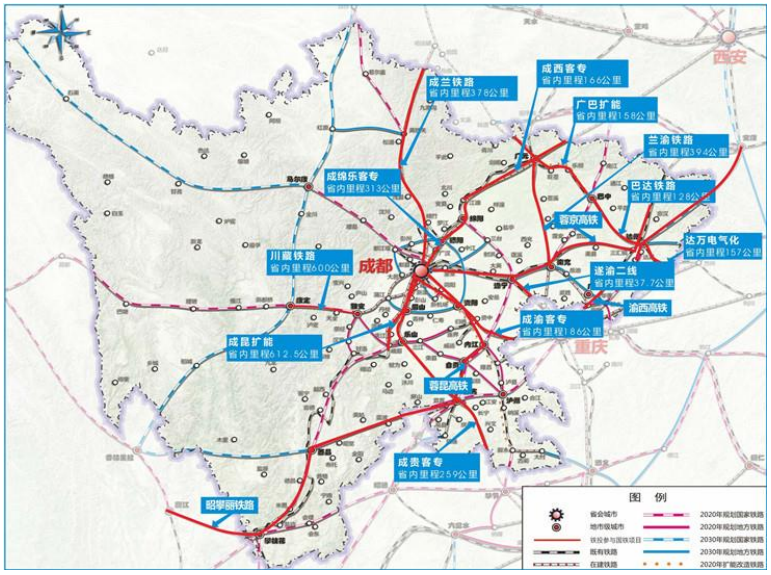
图 6：“十三五”期间铁投集团铁路投资规划



资料来源：四川省政府官网，天风证券研究所

铁投集团投资的高速公路项目的施工业务大多由四川路桥承接。为避免重大资产重组造成的同业竞争，铁投集团自 2012 年开始即承诺除战备抢险救灾业务外，铁投及铁投控制的除四川路桥之外的其他企业不再从事公路桥梁施工类业务，由四川路桥独立负责和开展该类业务。

图 7：铁投集团“十三五”期间公路投资规划



资料来源：四川省政府官网，天风证券研究所

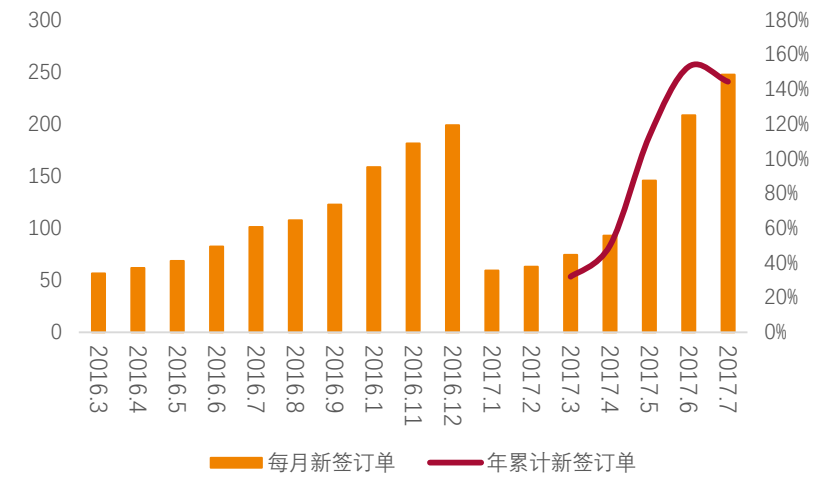
“十三五”时期，集团将肩负构建长江经济带综合立体交通走廊、提升省际间互联互通、打造西部现代综合运输体系职责，加快推进高速公路大通道建设，推进交通设施设计、投资、建设、营运一体化，实施产业链价值链延伸。至 2020 年，集团将参与投资的高速公

路总里程达 2537.1 公里，总投资 2906.9 亿元，其中“十三五”期间新增投资 1467.9 亿元，新增里程 987.1 公里。我们认为，铁投集团在此期间公路新增工程基本都将划转到四川路桥，四川路桥公司在“十三五”期间所能从母公司获得的高速公路施工订单将超过 1000 亿元。未来 5 年，集团投资高速公路年营业收入将达 100 亿元，未来 10 年，将达 300 亿元，是集团和公司可持续发展的重要支撑。

1.2. 新签订单大增，在手订单量充足

公司今年新签订单水平大幅高于去年，在手订单较充足。截止到 7 月份，公司 2017 年累计中标工程施工项目 69 个，累计中标金额 247.23 亿元，其中 7 月份中标 12 个项目，金额 38.77 亿元。去年同期中标工程施工项目 12 个，累计中标金额为 101.18 亿元。前 7 个月新签订单同比大幅增长了 144.35%，明显高于行业平均订单增速水平。

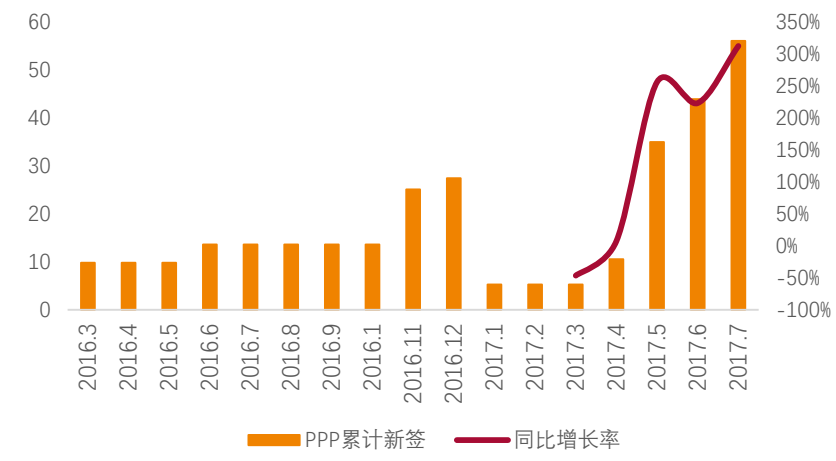
图 8：公司 2017 年累计新签订单水平高于去年（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

从图中可以看出，公司 2017 年以来各月累计新签订单水平均高于去年，且同比增长率不断提高，从五月以来，新签订单相比去年都增长了一倍以上。累计新签 PPP 订单从 4 月开始也在加速增长，公司承接 PPP 订单实力不断增强。

图 9：公司 2017 年累计新签 PPP 订单水平高于去年（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司凭借大股东铁投集团资源优势与相对区位优势，在公路铁路项目上拿单强势，业务拓展势头良好，除此之外，公司拓展的新兴业务板块也带来了一定的订单增量。我们预计未来几年内公司订单将会继续保持高位增长态势。

公司 16 年营收为 301.08 亿元，截止 2016 年末，公司在建项目为 997.53 亿，是 16 营收的 3.3 倍，可以推断，到目前为止，公司在手订单依然充足，对公司收入和业绩的稳定增长保障力强。

1.3. 持续优化产业布局，积极拓展新兴业务

1.3.1. 资本运营、清洁能源等业务继续加力开发

近年来相关多元产业新机遇不断涌现。资本运营上公司将持续优化公司治理，进一步提高直接融资比重，丰富多元融资途径。产业投资方面，随着 PPP 等新型投资模式的大力推广，改革红利、市场活力将进一步释放。国家推进生态文明建设，突出绿色发展，将有效推动水电、风电、太阳能等清洁能源和新能源的开发利用。随着新一轮矿产资源战略规划的提出，矿产板块前景明朗。

从公司 16 年与 17 年工作报告中对于推进转型升级目标阐述的对比来看，公司十分重视资本运营、基础设施投资运营、清洁能源、矿产资源板块等的开发建设。公司不断加大公路 BOT 项目的运作，以拉升公司整体毛利率；清洁能源建设方面，2016 年 1 月 20 日公司与控股股东铁投集团共同出资 2000 万元成立四川铁投电力销售公司，来从事清洁能源材料及相关设备产品的开发、咨询服务方面相关业务；矿产资源方面公司不断“走出去”挖掘资源，取得了一定突破。

表 2：公司推进转型升级目标对比

2016 年	2017 年
推进资本运营	加大资本运营
推进基础设施投资运营	加大基础设施投资运营
推进清洁能源开发	加大清洁能源开发
推进矿产资源开发	加大矿产资源开发
推进现代服务业发展	加快物流贸易发展
	加快新兴板块培育

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.3.2. 地下管廊业务取得新突破

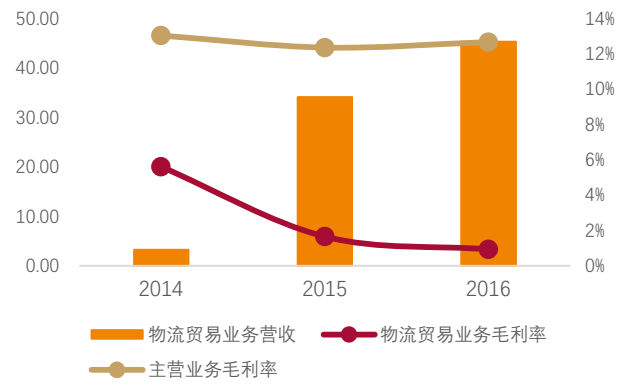
“十三五”时期交通投资稳增长的作用更加突出，全国交通固定资产投资至少达 20 万亿元，新型城镇化、城市综合管廊等大基建市场空间机遇丰富。公司也积极向地下管廊领域拓展。2017 年 2 月，公司在地下综合管廊板块取得新的突破，公司与上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司组成联合体中标中和片区地下综合管廊工程勘察-施工图设计-施工总承包（二批次）二标段，中标价 1.54 亿，工期 270 天。

李克强总理早 2016 年提出“开工建设城市地下综合管廊 2000 公里以上”。我们预计我国未来五年将完成约 1.2 万公里长度的综合管廊，未来五年城市综合管廊市场容量为万亿级别。在公路铁路市场竞争愈加激烈的情况下，综合地下管廊未来或将成为公司新的业务增长点。

1.3.3. 物流贸易业务毛利率有待提升

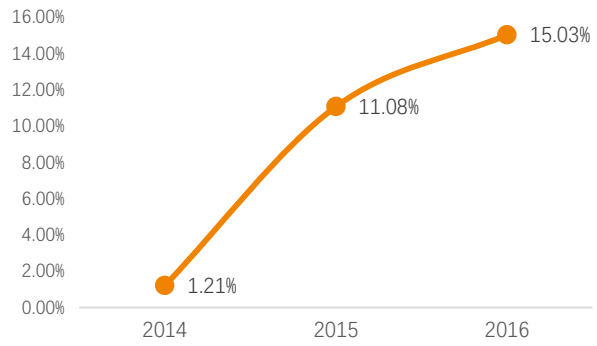
公司物流贸易业务规模增长较快，公司 2016 年度实现“贸易销售”业务收入 45.26 亿元，占 16 年营业收入的 15.03%，较 15 年度同比增长 32.73%，15 年度实现物流贸易业务收入 34.09 亿元，较前一年度同比大增 841.5%。2014 年 5 月公司旗下子公司四川中航路桥国际贸易有限公司正式成立，其主要经营货物进出口、技术进出口；销售沥青（不含危化品）、钢材、水泥等，贸易物资主要集中在基建原材料。图为该子公司成立之后公司物流贸易业务营业收入和毛利率的增减情况以及物流贸易业务营收占总营收的比例变化，可见自从公司开始挖掘物流贸易业务，其营业收入保持高速增长，业务比例、其对收入的贡献程度也一直在扩大。

图 10：物流贸易业务营收和毛利率情况（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：物流贸易业务营收占比逐渐增加



资料来源：wind，天风证券研究所

但是，物流贸易业务板块的毛利水平始终处于低位，并且仍在不断下降。2016 年物流贸易业务毛利率只有 0.93%，较 2015 年同比下降了 43.64%，远低于公司主营业务的综合毛利水平。随着物流贸易板块的不断扩张，未来公司的整体总毛利率或将会受到一定程度的稀释。整体来看，近两年的综合毛利率并没有出现明显的下降，或因物流贸易业务的快速拓展有利于保障公司工程施工主营业务发展，以及具有降低工程采购及运输成本等优势，从而一定程度上降低了公司主营业务的成本。

未来公司或将在保持对此块业务扩张的同时，努力提升其毛利率水平。

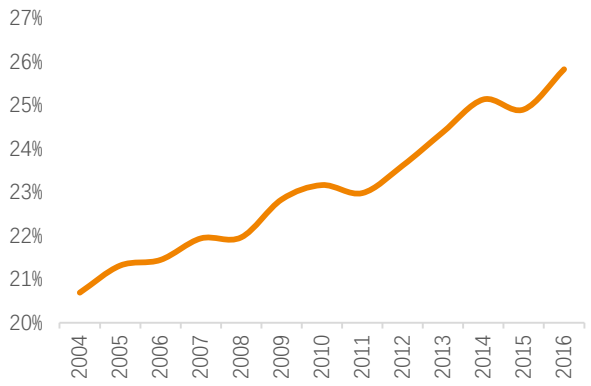
2. 公司区位优势明显，尽享政策福利

2.1. 西部基建高速发展，公司享位置优势

2.1.1. 西部固定资产投资占比逐渐上升，增速高于全国水平

我国西部基础设施基础较薄弱，固定资产投资额远不及东部地区，近年来受到西部大开发的推动，西部地区固定资产投资额占全国比重逐步上升。从增速来看，西部固定资产投资额的增速在 2012 年前都在 24%以上，之后的年份受经济放缓的影响，增速逐渐下滑，但是在大多数年份依然比全国固定资产投资额增速略高。

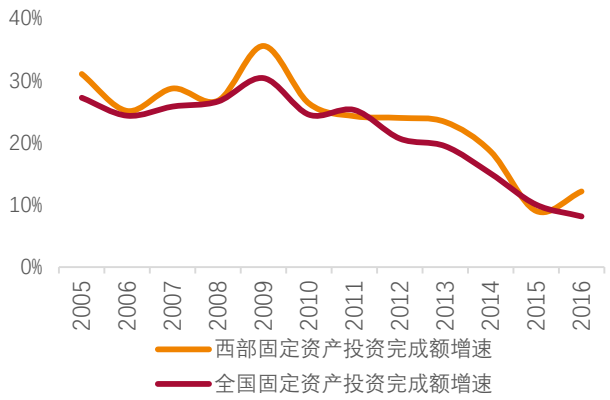
图 12：西部固定资产投资额占全国比重



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：图中西部指四川、西藏等西南四省，甘肃等西北三省及广西、内蒙古

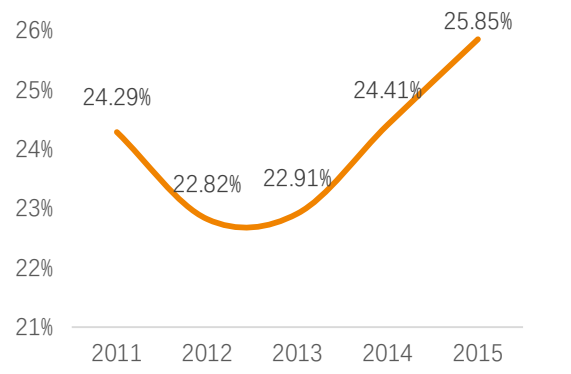
图 13：全国与西部固定资产投资额增速对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

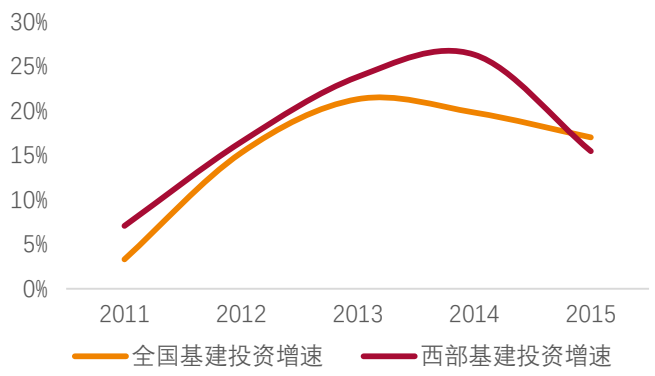
2.1.2. 西部基建增速高企，四川一省成为重心

图 14：西部基建投资占其固定资产投资比例



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：全国基建与西部基建投资增速比较

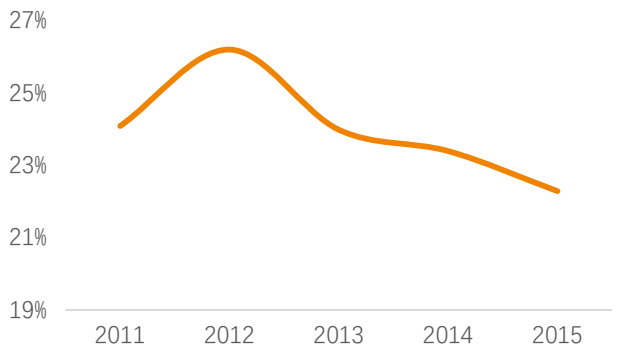


资料来源：wind，天风证券研究所

西部基建在“十二五”规划中累计投资完成额 12.71 万亿，增速一直保持较高水平，除 15 年外均高于全国水平。西部基建一直是西部固定资产投资的重要组成，在“十二五”建设中，西部基建占比均在 22%以上。

四川是“西部大开发”的重要建设省份，是“一带一路”重要的对外门户。“十二五”规划中，四川基建投资在西部基建投资中各年占比一直在 22%以上。

图 16：四川基建投资占西部基建投资之比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.1.3. PPP 或可成为西部未来建设的方式

受国家政策支持的影响，大量 PPP 项目均落在西部地区，2016 年~2017 年上半年，西部 PPP 投资额占全国比例 60%以上。PPP 已经成为西部固定资产投资的重要组成部分，2016 年西部 PPP 投资额占比 22.38%，2017 年上半年占比 22.58%。

表 3：2016 年与 2017 年上半年，西部 PPP 投资额与西部固定资产投资额（亿元）

年份	西部固定资产投资额	西部 PPP 投资额	占比
2016	154053.56	34478.00	22.38%
2017 年 1～6 月	81722.00	18451.00	22.58%

资料来源：财政部 PPP 中心、天风证券研究所　注：该表中的西部为除西藏以外的上述西部省份之和

PPP 项目行业集中度高，大部分集中在基础设施建设。据财政部 PPP 中心公布，2017 年上前半年 PPP 项目中，包含市政工程、交通运输、生态建设和环境保护、城镇开发、水利、保障性安居工程、政府基础建设在内基础建设项目投资额占比约 70.7%，可见目前选择成为 PPP 的项目大多为基建项目。

国务院在《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》中强调，要加快交通投融资改革，

要求中央与各级政府在试点示范的基础上，加快推动 PPP 模式在交通运输上的应用。可以预期未来会有更多的市政道路、交通运输的工程使用 PPP 的方式进行融资。

2.1.4. 四川“十三五”规划出川大通道，建设覆盖全省大枢纽

建设“一个网络、两个系统、三个平台”

四川省在“十三五”综合交通运输规划中对本省的交通运输建设进行了投资额更大，建设里程更长的规划。在投资额上，计划“十三五”期间完成投资额 10300 亿元，年复合增长率 13.37%。在具体建设规划上，计划新建 1558 公里铁路，2.5 万公里公路网，其中高速公路 2000 公里，新建 4 个民用运输机场，411.6 公里城轨及 279 内河Ⅳ级及以上航道里程。

表 4：四川省“十三五规划”部分规划指标

大类	项目	单位	2015 年	2020 年	计划增量	年复合增长率
投资额	完成投资额	亿	5500	10300	4800	13.37%
铁路	铁路营业里程	公里	4442	6000	1558	6.20%
	公路网总里程	万公里	31.5	34	2.5	1.54%
公路	高速公路总里程	公里	6000	8000	2000	5.92%
水运	内河Ⅳ级及以上航道里程	公里	1321	1600	279	3.91%
民航	民用运输机场	个	13	17	4	5.51%
城轨	城轨运营里程	公里	88.4	500	411.6	41.42%

资料来源：《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》、天风证券研究所

在规划中，四川省以全面建成“互联贯通、功能完备、无缝对接、安全高效”现代运输体系，形成由“一个网络、两个系统、三个平台”的有机联合总体为目标。其中“一个网络”即由铁路、公路、水路、航空和城轨共同组成的综合交通系统，包括“八射三联”综合运输通道、快速干线交通网、一般干线交通网，城乡基础交通网，综合运输枢纽和综合交通衔接转换系统五个组成部分。

表 5：四川“十三五”交通运输规划目标

	建设目标	里程指标
打造“八射三联”综合运输通道	建成北至达州、西安，南至贵阳，西至兰州、拉萨，东至重庆的出川交通大通道。	高速铁路建设总规模约 1207 公里，干线铁路建设总规模约 2378 公里，高速公路大通道建设总规模约 3428 公里
完善快速干线铁路建设	推进省内重点区域城际铁路建设，建设成都平原经济区、川南经济区的铁路建设	城际建设总规模 581 公里，高速公城际通道 2203 公里
优化一般干线交通网	有效推进支线铁路建设，推进省道提档升级	规划普通国省道升级改造项目 1.3 万公里
建设覆盖广泛的城乡交通网	加快推进“四大片区”88 个县高速公路、国省干线、农村公路以及运输站场建设	完成新改建公路约 5.57 万公里。规划新改建农村公路 9.7 万公里。成都市规划建设城市轨道交通 423 公里
推进综合运输枢纽体系建设	建成以成都为总枢纽，推进泸州、宜宾、攀枝花、自贡等省内为区域次级枢纽，完善绵阳、德阳、巴中等为节点城市的综合交通枢纽	

资料来源：天风证券研究所、《四川省“十三五”综合交通运输发展规划》

2.1.5. 公司享位置优势，PPP 加速发展

公司地处四川成都，充分享受西部基建高速发展以及 PPP、四川省基建、交通等各项政策红利，抢抓国家实施“一带一路”、西部大开发、长江经济带等战略的机遇，在路桥施工领域重点覆盖四川省及湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区，且在上述区域有较高的行业认可度，公司未来业务拓展将享有较为明显的区位优势。

目前 PPP 是拉动地方路桥工程增长率攀升的主要动力，各公司中标项目向 PPP 逐渐倾斜。

行业公司签订的 PPP 项目数量逐渐增多且体量相对较大。四川路桥前 7 个月新签施工订单中，PPP 施工项目订单金额 56.03 亿，占比 22.66%。近两年，公司 PPP 项目的推进力度与落地速度均有所加速，新签合同中 PPP 项目的占比逐步提升，工程施工类订单保持稳健增长。

表 6：PPP 中标施工项目和投资合同

日期	项目名称	中标金额	工期
2017 年 1 月	四川省宜宾南溪长江公路大桥	约 5.22 亿元	36 个月
2017 年 4 月	习水县环北大道（伏龙至黄木坪段）二标段建设项目	约 5.30 亿元	730 天
2017 年 5 月	宜宾临港经济技术开发区沿江老工业区基础设施项目(二期)PPP 项目	约 24.39 亿元	36 个月
2017 年 6 月	泸州市渡改桥（一期）PPP 项目	8.98 亿元	12-30 个月
2017 年 6 月	S206 线南充至蓬安段升级改造工程顺庆段 PPP 建设项目(投资项目)	总投资约 12.48 亿元	建设期 2 年，运营维护期均为 13 年。
2017 年 7 月	宜宾市盐坪坝长江大桥及连接线工程 PPP 项目	约 12.13 亿元	36 个月

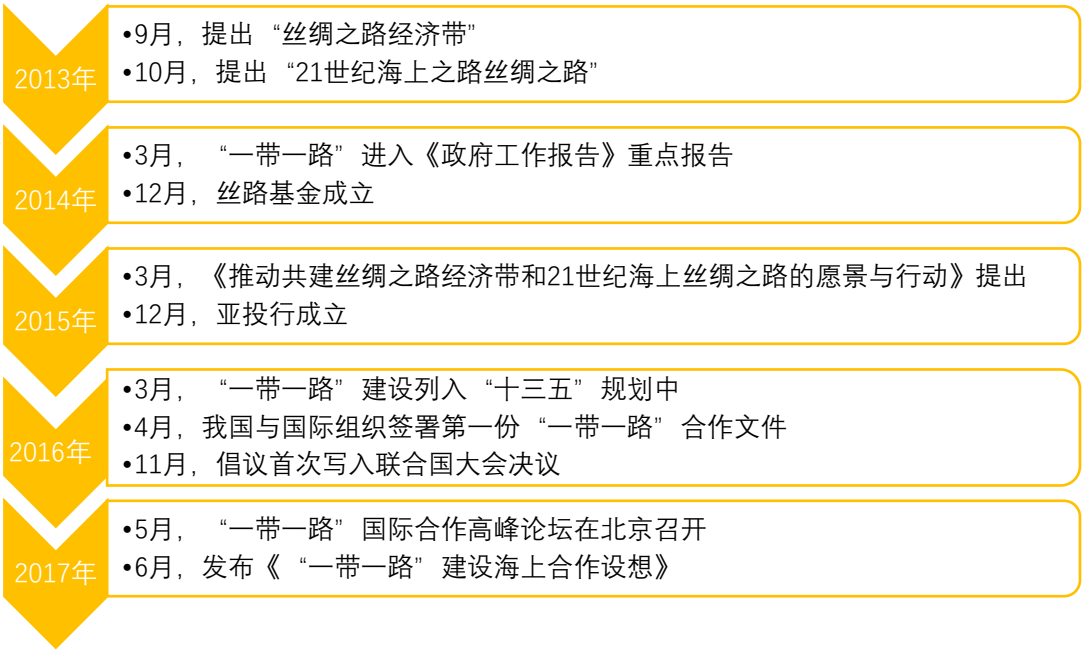
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2. 公司今年将进入“一带一路”收获期，有望实现海外业绩提升

2.2.1. “一带一路”制度建设逐渐完善，基建工程受益于投资额快速增长

自 2013 年国家主席习近平提出“一带一路”倡议以来，我国迅速完成了顶层设计，2016 年国内“一带一路”沿线多个省市包括江西、河北、河南、广东、广西、湖南、福建、成都纷纷出台“一带一路”建设方案，涉及基建、能源、产业投资、金融、人文、生态、海上合作八个方面。

图 17：“一带一路”大事记



资料来源：人民日报网、一带一路官网、天风证券研究所

“一带一路”国际合作高峰论坛于 2017 年 5 月在北京召开，峰会期间及前夕，各国家及地区达成大量共识，中国各部委也出台许多指导和规划意见，为“一带一路”的发展指明了方向。

2015 年中国企业对“一带一路”沿线国家的投资额迅速增长，该年投资额 189.3 亿美元，同比增长 38.6%，占当年投资总额 13%。至 2015 年末，投资存量达 1156.8 亿美元，占中国对外投资存量的 10.5%。

受益于投资额增长的同时，中国与“一带一路”沿线国家在基建投资领域上合作不断增强。根据商务部《中国对外合作发展报告 2016》资料显示，2015 年，中国对“一带一路”沿线国家承包工程新签合同 926.39 亿美元，同比增长 7.4%。其中电力工程占 27.35%，交通运输占 16.2%，房屋建筑占 15.69%。

2.2.2. 公司海外拓展顺利，项目多开花结果

在“一带一路”规划路线中，四川省由于地处我国内陆，其工程的尽快建造有助于支撑“一带一路”和“长江经济带”的相互联动，所以成为我国中西部的综合交通枢纽，是我国“一带一路”战略的重要一环。近年来，我国西部各省近几年对公路、铁路、高铁、机场、港口等基建项目的需求均十分旺盛，市场空间广阔。

图 18：四川成都处于我国一带一路规划路线的中心位置

资料来源：四川省政府官网，天风证券研究所

2016 年 09 月 19 日，成都市人民政府办公厅印发了《成都市融入“一带一路”国家战略推动企业“走出去”五年（2016-2020 年）行动计划》，旨在抓国家实施“一带一路”战略重大机遇，充分发挥成都在中西部地区的地缘优势、比较优势和产业优势，聚焦“一带一路”重点地区（主要围绕东南亚、南亚、中东欧—中亚、西欧、非洲五大重点地区）和重点国家，对接重点行业和重点领域，推动成都优势产业、优秀企业全方位、多领域、高水平“走出去”。

公司地处四川省成都市，成都市对公司未来在基础建设业务的市场拓展形成有力的需求支撑，公司业务范围广阔，涵盖我国湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区，在四川省综合交通枢纽建设中获取订单能力较强。

公司在海外建设经验丰富，深耕细作多年，在厄立特里亚、坦桑尼亚、科威特、挪威等多国家有序开展项目，公司海外工程总承包实施能力持续增强，“川桥”品牌国际影响力日益提升，2016 年度取得诸多成就：挪威哈罗格兰德大桥进入全面施工阶段，管理规范，重质守信，展示了中国企业良好的国际形象；科威特项目加快完善前期工作；厄立特里亚工程项目如期建成；坦桑尼亚项目顺利通过交工验收，向当地政府交上了满意答卷。

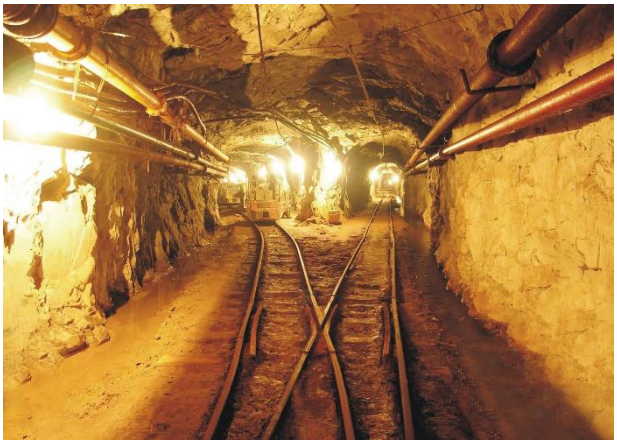
表 7：公司重点海外项目

地区	国家	项目	进度
非洲	坦桑尼亚	坦桑尼亚曼辛公路	在建里程达 133.7 公里
		坦桑尼亚曼姆项目	主体工程已于 2016 年 8 月全线贯通
		坦桑尼亚乞马项目	已于 2016 年 12 月完成
	也门	也门萨那-塔兹公路	
		也门默夫拉格-莫哈公路	
		也门金吉巴尔大桥	
		也门阿木兰-哈贾公路	

	厄立特里亚	阿斯马拉铜金多金属矿项目	
欧洲	挪威	挪威哈罗格兰德跨海大桥	总长 1533 米，欧洲排名第 5 位，世界排名第 17 位，国内建筑企业首次在欧洲发达国家承建大跨径现代桥梁，现已进入全面施工阶段
太平洋地区	密克罗尼西亚	密克罗尼西亚科斯雷州大桥	我国援密规模最大项目，包括桥梁和两端填海工程，是连接机场与主岛的唯一通道，已于 2016 年 1 月完工并移交
东南亚	柬埔寨	金边至波贝至暹粒高速公路项目	2017 年 3 月签署协议
西亚	科威特	科威特项目	

资料来源：四川路桥官网，天风证券研究所

图 19：厄立特里亚克尔克贝特金多金属矿



资料来源：四川路桥官网，天风证券研究所

图 20：挪威哈罗格兰德大桥

资料来源：四川路桥官网，天风证券研究所

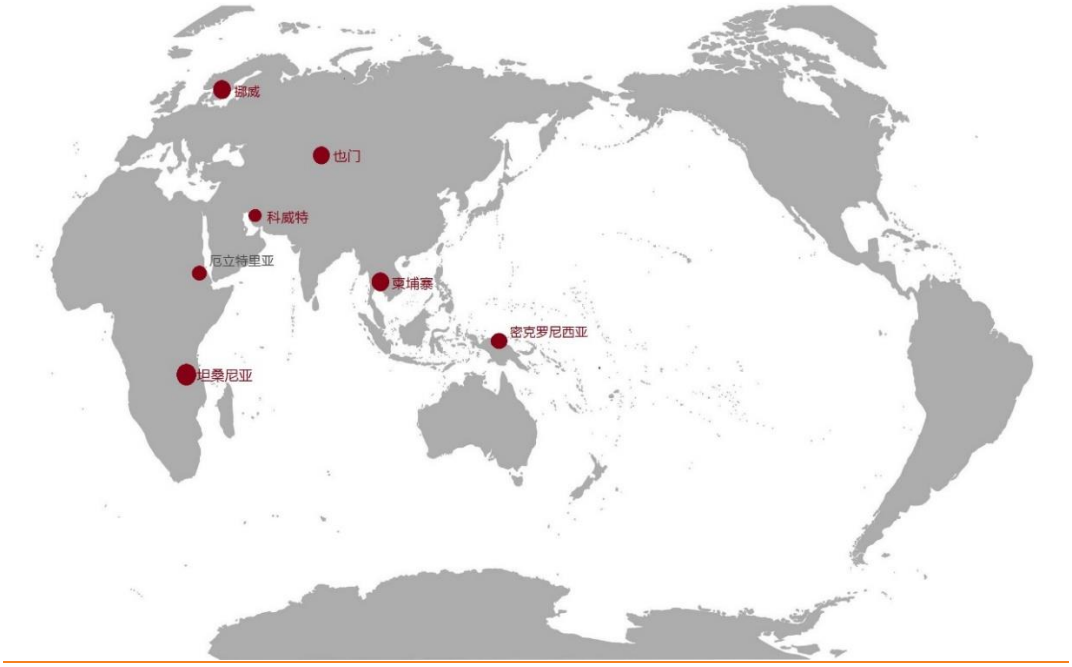
2.2.3. 四川国投公司成立，加强公司获单能力

2016 年 10 月 27 日，公司全资子公司路桥集团与公司控股股东铁投集团、华西集团和兴城集团共同组建中国四川国际投资有限公司。被投资企业情况注册地在香港，注册资本 2 亿美元。铁投集团拟占 50%的股权，出资 1 亿美元，华西集团和兴城集团拟各占 20%的股权，各出资 4000 万美元，路桥集团拟占 10%的股权，出资 2000 万美元。公司主要定位为省属海外投融资公司，肩负省属海外投资合作平台、海外项目融资平台、海外重大项目对接交流平台的职责和使命。四川国投公司的成立有助于公司和其他企业抱团出海，发挥集聚优势，加速公司在海外业务布局，加快“走出去”的步伐。

在四川国投公司成立之后，公司很快即收获了新的订单。今年 3 月，公司同柬埔寨政府签署金边至波贝至暹粒高速公路项目投资合作协议。该项目将由省铁投集团控股的中国四川国际投资公司总体组织实施，四川路桥勘查设计公司承担项目设计及科研工作。

柬埔寨是公司“走出去”发展的重点市场之一，长期以来，公司与柬方保持着紧密的合作关系，柬方高层曾多次到访公司总部，四川路桥在柬埔寨设立工作办事处多年。此次成功签约，也正是前期资源积累的结果。

图 21：公司主要海外市场布点



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司坦桑尼亚曼姆、乞马、密克罗尼西亚科斯雷州大桥等前期项目陆续完工，柬埔寨等新签订单不断增加，今年或将成为公司海外业绩收获期。随着成都市“一带一路战略规划”的不断推进，和四川国投公司的成立，预计公司今年海外业务或将取得进一步突破。

2.3. 公司海外矿业拓展顺利

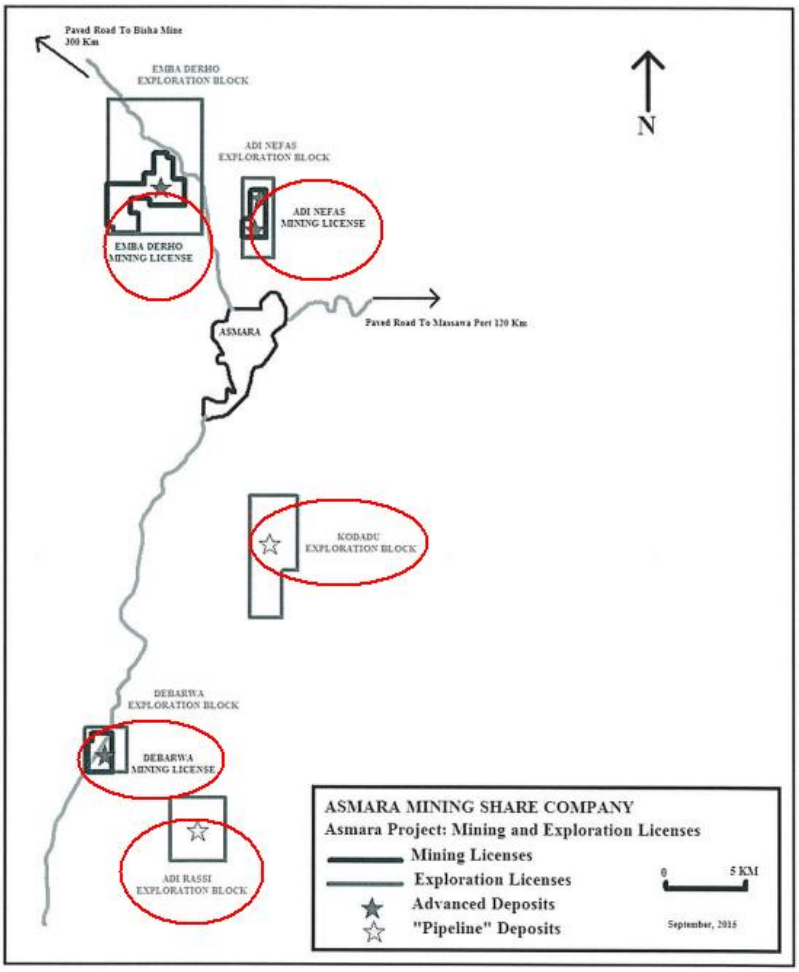
公司海外矿产项目目前以非洲阿斯马拉铜金多金属矿为主。该项目位于非洲厄立特里亚国中央高原地带的首都阿斯马拉市附近。根据可行性研究成果和四川路桥对该项目的评估和尽职调查工作，该项目开采条件优越，矿石储量丰富、可信度较高，具有较好的经济价值。

截止到 2016 年底，厄立特里亚克尔克贝特金多金属矿项目报告期已完成第一阶段的矿产预查工作，主要开展了地表填图、物化探、槽探揭露和部分钻探深部验证工作，并采集各类土壤、岩石、刻槽及岩芯样品近 3 万件，目前正在对钻孔样品分批次进行送样分析，以指导该项目下步工作的部署和实施。阿斯马拉矿完成 60%股权交割并启动项目前期设计建设，正在筹备矿山水库、采场、矿山公路及驻地的建设工程。

2016 年 11 月，国家发改委发布了《全国矿产资源规划（2016—2020 年）》，以落实国家资源安全战略、加强和改善矿产资源宏观管理。2008-2015 年以来，在国际矿业合作方面，国家不断健全境外矿业投资合作支撑服务体系，推动国有企业、地勘单位、民营公司多元投资，与 80 多个国家和地区合作开展能源资源勘查开发。国家发改委颁布的这新一轮矿产资源战略规划有助有保障新兴业态发展所需的矿产资源供应，有助于加速矿业的国际合作，矿产开发业务板块良好前景可期。公司紧跟国家战略政策，努力开发矿业板块。

公司的非洲阿斯马拉铜金多金属矿项目拥有 Medrizien、AdiNefas、Debarwa 三个勘探权，勘探许可面积 111.42 平方公里，各矿权最初自 1996 年开始设立并进行了大量的勘探工作，在矿权范围内已发现 EmbaDerho、AdiNefas、Debarwa、Gupo、AdiRassi、Kodadu 六个矿床。其中 EmbaDerho、AdiNefas、Debarwa 和 Gupo 为成熟矿床，已完成勘探工作和可行性研究工作。该四个矿床已探明矿石储量 7610 万吨，设计矿山服务年限为 16.2 年，设计采出矿石量 5658.4 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。

图 22：公司矿床所在位置



资料来源：wind，天风证券研究所

2016 年 4 月 26 日，公司在厄立特里亚首都阿斯马拉与加拿大桑里奇黄金公司签署股权交割协议，以 6500 万美元的价格正式收购该公司持有的厄立特里亚阿斯马拉矿业股份公司的 60%股权。收购完成后阿斯马拉矿业股份公司将由四川路桥矿业投资开发公司和厄立特里亚国家矿业公司分别持股 60%和 40%。矿业是厄立特里亚重要的支柱产业，四川路桥集团在厄特经营和发展多年，积累了丰富的人脉和市场经验。该次收购是公司在矿业投资板块与境外投资的重大突破。收购阿斯马拉矿业公司股权是公司按照“一带一路”战略部署，加快海外发展步伐的战略举措。

表 8：阿斯马拉公司股权变更后的股权结构

股东名称	股本（纳克法）	持股比例
路桥矿业	790686000	60%
池祥成（代路桥矿业持有）	1000	
孙天东（代路桥矿业持有）	1000	
厄立特里亚国家矿业公司（ ENAMCO）	527124000	40%
Berhane Habtemariam（代 ENAMCO 持有）	1000	
合计	1317813000	100%

资料来源：wind，天风证券研究所

路桥矿业不能单独控制阿斯马拉矿业公司(AMSC)，主要是由于阿斯马拉矿业公司(AMSC) 股东协议和章程规定重大事项须经 80%以上股东同意，而路桥矿业仅持有阿斯马拉矿业公司（AMSC）60%的股份经过协商，路桥矿业拟通过 EPC 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，同时为确保项目的顺利实施、保障资金使用安全以及项目收益的实现，公司采取了同步增资、设立离岸账户、实时现金分红等多项措施。

2017 年 3 月 3 日，公司董事会决议阿斯马拉铜金多金属矿项目将由公司以自筹资金进行投资，不再使用非公开发行募集的资金。

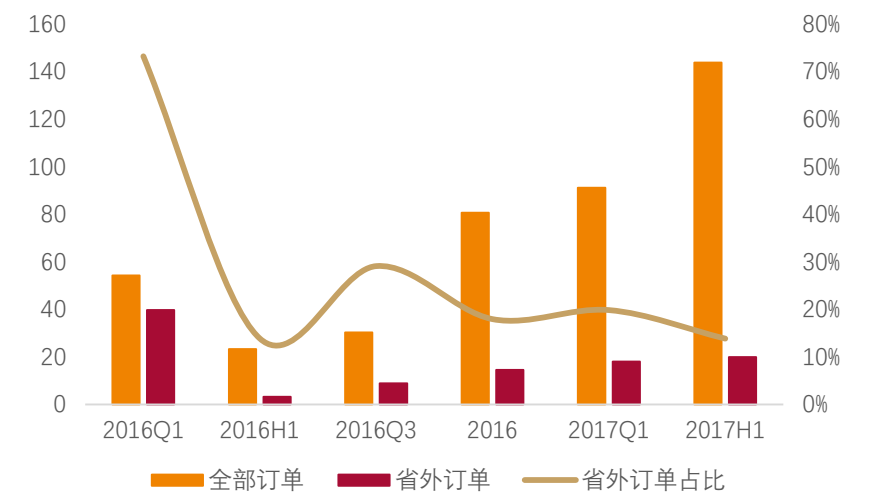
2.4. 积极布局省外市场

公司业务主要集中在四川省内，在省内享有较高的市场地位和品牌知名度，四川省内业务占公司营业收入比例近 80%。公司要实现未来可持续发展，需要拓展市场空间，所以公司积极发展省外市场。

公司未来的可持续发展需要更为广阔的市场空间，公司据此制定了相应发展战略，积极发展省外市场。本次今年非公开发行的募集资金主要投资项目位于贵州省，也体现了公司对海外市场的重视。

2016 年公司承接省外业务量占全部业务量的 35.13%，2017 年截止到 7 月份，省外订单金额占比 18.70%。从图中各季度数据来看，从 2016 年第二季度开始，公司省外订单占比基本稳定在 20%上下。随着公司对省外市场的不断挖掘，未来省外工程承接能力会进一步增强，该比例或将进一步上升。

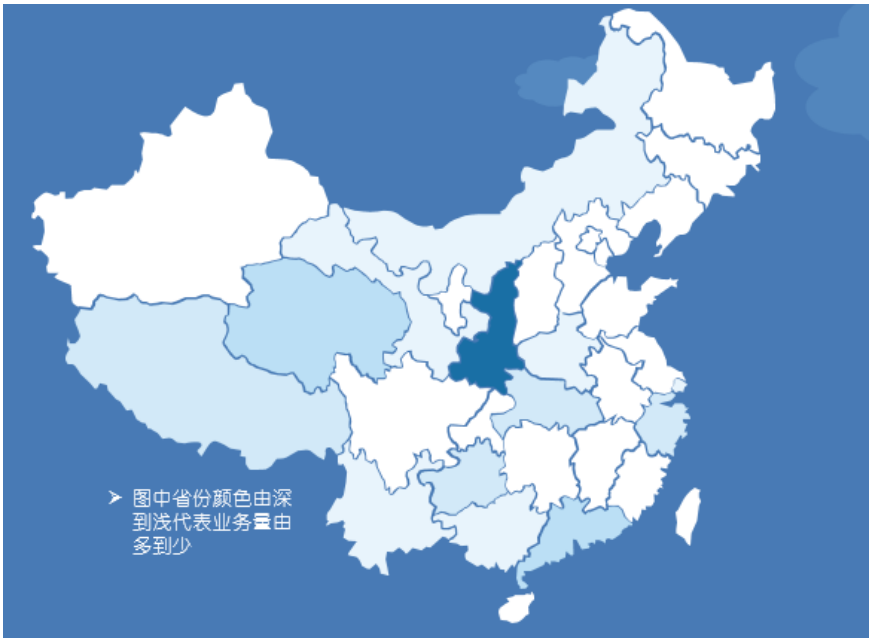
图 23：公司省外业务占比在 20%上下浮动



资料来源：wind，天风证券研究所

从区域分布来看，省外业务布局广阔，在我国大部分省份都有分布。图为 2016-2017 年公司省外承接业务订单的分布情况，陕西、青海、广东等是公司拿单量较多的省份。中部如贵州、湖北等省份拿单也较为积极。

图 24：公司省外业务在大部分省市都有分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 四川国改动作频出，公司存国改预期

3.1. 国企改革持续升温，四川国资委积极响应

3.1.1. 政策频出推动国改发展

国企改革早在 2013 年就已经被党中央和国务院重视。十八大通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，推动国有企业完善现代企业制度，鼓励非公有制企业参与国有企业改革，鼓励发展非公有资本控股的混合所有制。2017 年以来，国务院连续颁布了《国务院关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》、《国务院关于促进外资增长若干措施的通知》等文件，通过引入外资推动国企改革。

在各级政府共同推动下，2016 年中国联通、中国船舶等六家国企进入首批混改试点名单中。2017 年 8 月 16 日，中国联通（H 股）宣布了混改方案，引起了广泛重视。随后保利集团、神华集团的相关合并事项得到批准，国企改革再次加速。

表 9：国改相关政策文件

公布时间	政策文件名称	主要思路
2013/11	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	推动国有企业完善现代企业制度，鼓励非公有制企业参与国有企业改革，鼓励发展非公有资本控股的混合所有制
2015/8	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	规定了到 2020 年国改在重要领域和重要环节应取得关键性成果，要求国有企业公司制改革基本完成，发展混合所有制经济取得积极进展
2017/1	《国务院关于扩大对外开放积极利用外资若干措施的通知》	要求放宽外商投资范围，创造公平竞争环境
2017/7	《中央企业公司制改制工作实施方案》	国企改革规范操作，提供政策支持
2017/8	《国务院关于促进外资增长若干措施的通知》	鼓励外资参与国内企业优化重组

资料来源：国务院网站，天风证券研究所

3.1.2. 四川政府积极响应，数家国企尝试混改

在中央政府的积极推动下，四川省政府也不断有配合政策出台。2016 年《四川省深化国有

企业改革实施方案》出炉，《方案》提出要于 2020 年前在产权多元化取得新突破，大力推进各级国有企业股份制改革，有序发展混合所有制经济，引入非公经济参与国企改制重组，鼓励国有企业通过投资入股、联合投资、重组等多种方式，与非国有企业进行股权融合、战略合作、资源整合，制定出台省属企业遴选战略合作伙伴工作指引，制定出台混合所有制企业员工持股指导意见，2017 年启动员工持股试点工作。四川国资委副主任任丁在 2017 年 2 月举行的四川省全面深化改革三周年新闻发布会表示，四川国企改革着力点是“六个突破”和“两个狠抓”。在“六个突破”中提出，要在股权多元化改革上取得新突破。在 2017 年 3 月的政府工作报告会上，四川省国资委主任徐进称，将在四川省范围选择 5-10 户企业开展试点活动。

表 10：四川部分国企所有制改革进程

实际控制人	改革企业	改革事件
四川铁投与四川路桥	铁能电力	铁能电力与江苏环量聚能共同出资成立子公司
长虹控股	长虹控股	公众持股、引入境外资本、民营资本，发展混合所有制经济
五粮液	五粮液	员工持股试点
长虹控股	四川长虹的多个子公司	员工持股试点

资料来源：四川省政府官网，天风证券研究所

在各级政府的推动下，四川各国企也在尝试混改的实现路径。2016 年四川省人民政府发布《关于省属国有企业发展混合所有制经济的意见》，《意见》中表明未来四川混改的途径主要是通过引入非国有资本参加国企改革、国有资本参股非国有资本、通过 PPP 的方式参股基建投资等。其中特别强调了探索混合所有制企业员工持股的道路。从四川部分国企的混改进程中也可以看出，员工持股是许多国企混改选择的途径。

3.2. 公司有望受益于四川国企改革

今年 6 月 7 日，四川省国资国企改革经验交流会召开，在会上，省委书记指出了四川国企改革的一些方向和要点。

表 11：四川省国资国企改革经验交流会指出国改方向和要点

要点	内容
优化国有资本布局	要继续做好四川省国有资本“进退并转”，加快打造一批资产规模过千亿过万亿、具有国际竞争力的大企业大集团。要调整优化存量，因地制宜推进企业整合重组，促进资源向优势产业、优势企业聚集。要做大高端增量，抓住全面创新改革、四川自由贸易试验区建设、西部金融中心建设等重大机遇，引导国有资本向战略性新兴产业、先进制造业等领域布局，向产业链价值链中高端集聚。
把完善公司法人治理结构作为核心任务	在建立现代企业制度上迈出更大步伐。落实董事会选人用人等法定职权，健全董事会工作规则、运行机制、考评体系，更好发挥董事会在企业战略决策方面的中枢作用。要扎实抓好三项制度改革，全面推行市场化选聘、契约化管理，完善企业公开招聘、竞争上岗、择优录用制度，健全差异化薪酬分配办法，充分调动企业经营管理人员和广大员工的积极性主动性创造性。
把推进混合所有制改革作为突破口	在激发国有企业发展活力上迈出更大步伐。要进一步解放思想、更新观念，加快健全相关制度体系，通过典型引路，在不同领域抓好一批混合所有制改革试点，并坚决防止利益输送和国有资产流失。
把实现国有资产保值增值作为重要目标	在加强国有资产监管上迈出更大步伐。进一步管好投资方向、资本运作、绩效考核、薪酬政策、经济运行监测、董事监事选派和事前事中事后监督、国企领导班子和党风廉政建设等。

资料来源：四川省政府官网，天风证券研究所

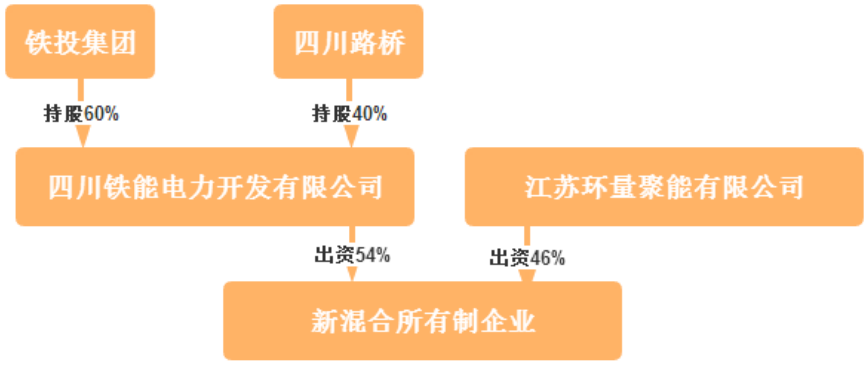
省委领导前往了省铁投集团了解了企业三项制度改革、董事会建设、混合所有制改革、国有资本投资公司组建运营等重点改革和产业发展、对外合作、加强党的建设等情况，对企业改革发展取得的成效给予了肯定。作为四川省重要的大型建筑国企，铁投集团被设为混合所有制企业员工持股试点的预期性强。

2016 年底，铁投集团旗下的四川铁能电力开发有限责任公司牵手江苏环量聚能有限公司共同出资组建了混合所有制企业。其中，四川铁能电力公司持股比例为 54%，江苏环量聚能

有限公司持股比例为 46%，公司将从事新能源产业。四川铁能电力同时还增资近 5 亿元人民币，收购了江苏华照节能服务公司 60%股权。

铁能电力是 2014 年 10 月注册成立的由四川铁投与四川路桥共同出资的企业，其中铁投集团持股 60%，四川路桥持股 40%。公司主要从事电力生产、电力供应、电力技术开发、新能源及环保产品开发等业务。这次动作可以视为是对《四川省深化国有企业改革实施方案》的回应，四川路桥首先从子公司入手作为混改的切入点，预期未来还会有进一步混改动作。

图 25：铁能电力与江苏环量聚能共同出资成立混合所有制企业



资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据省国资委的要求，铁投集团会在国有资产增值保值方面继续发力。截至 2016 年底，纳入省国资委快报统计的中央在川企业资产总额达到 2.2 万亿元、实现利润 83 亿元。四川地方国企资产总额 43044 亿元、实现利润 428 亿元，同比分别增长 21.1%、18.2%。而四川国资委计划到 2020 年其地方国企资产总额要达到 4.8 万亿元。这意味着，未来四年四川国企要保持 10%以上的复合增长率才能达到这个目标。四川省针对 10 多户重点企业逐一提出要求，其中要求铁投集团 2020 年总资产要从 2500 亿元增加到 4000 亿元以上。所以公司国有资产将会随着国企改革的进行继续稳定增值，避免出现“国有资产流失”问题出现。

图 26：四川国企改革规划

资料来源：四川省政府官网，天风证券研究所

表 12：四川国资委对重点国企提出要求

公司	到 2020 年总资产目标
四川发展	总资产突破 1 万亿元
四川交投	总资产超过 5000 亿元
四川铁投	总资产超过 4000 亿元
四川能投	总资产超过 3000 亿元
川投	总资产超过 2000 亿元

资料来源：四川省政府官网，天风证券研究所

除此之外，四川省国资委计划将川投、铁投、能投、交投、长虹等重点企业加快改组或组建为国有资本投资公司。并目标要在 2020 年实现各大省属国企资产证券化率达到 30%。根据计算，铁投 2016 年资产证券化率大约为 24%，那么到 2020 年就有超 1000 亿元的资产需要实现证券化。如果铁投集团顺利改组为管资本的国有资本投资公司，那么集团下面一些资源或将划转给四川路桥。

4. 定增顺利过会保障公司业绩提升，公司目前估值相对偏低

2017 年 4 月 12 日，公司非公开发行 A 股股票的方案获得证监会的审核通过。经调整，发行底价定为 3.54 元/股，本次发行共募集资金总额不超过 23.1 亿元，发行股票数量为不超过 65255 万股（含本数）。非公开发行的对象为包括公司控股股东铁投集团在内的不超过 10 名特定对象，其中，铁投集团承诺以现金方式按照与其他认购对象相同的认购价格认购股份，认购金额为 6 亿元。扣除发行费用后的募集资金净额中 16.2 亿元拟投资于公司位于贵州省的江习古高速公路 BOT 项目，6.9 亿元用于偿还银行贷款。

表 13：公司定增资金去向（万元）

序号	项目名称	项目内容	项目总投资	拟使用募集资金
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	1,017,392.62	162,000.00
2	偿还银行贷款		-	69,000.00
	合计		-	231,000.00

资料来源：wind，天风证券研究所

4.1. 募投资金保障重点项目建设，盈利有望持续增长

贵州省的江习古高速公路 BOT 项目是公司近年来的重点项目之一，它的实施将打通贵州省出省通道，形成涵盖全省、通达全国、内捷外畅的高速公路网络，有助于构建西南重要陆路交通枢纽。项目预计总投资额达 101.7 亿元，对公司资金需求要求较高，资金来源由项目资本金和银行贷款两部分组成。其中 16.2 亿元由本次定增筹集，用于对江习古公司后续增资，不足部分由公司以自筹资金解决。项目预计于 2018 年底建成，项目总工期 4 年，收费期为 29 年 11 月，预计财务内部收益率约为 9.07%，该项目能有效打通贵州省出省通道，构建西南重要陆路交通枢纽、加密和补充国家高速公路网，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，推动渝西、黔北、川南地区旅游联动开发、促进旅游发展。这次非公开发行有利于促进投资项目的实施，为公司发展战略的实现提供强力支撑。

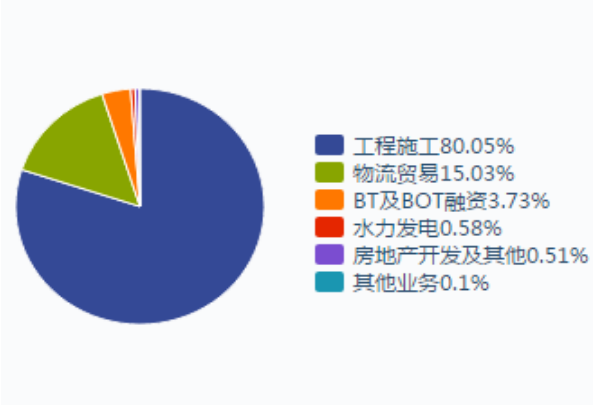
公司此次定增是在路桥施工主业规模稳健发展基础上，在顺应产业发展趋势，深化产业结构调整、加快公司业务多元化发展等战略目标下，借助资本市场进一步提升公司综合竞争力所采取的积极措施。有利于加快业务结构和盈利模式向多元化、高盈利方向转型，拓宽业务区域布局，提升公司盈利能力和竞争实力。

4.1.1. 路桥施工主业稳健发展，加快业务结构和盈利模式向多元化转型

公司主营业务主要包括路桥施工业务、路桥 BT 及 BOT 业务、水力发电业务三大板块，目前工程施工业务在公司的营业收入来源中超过 90%，业务结构单一，过度依赖施工业务，但随着工程施工行业竞争环境的日益激烈，其盈利状况受到影响，长期处于较低水平。从图中可以看到工程施工业务毛利率虽然近年来有小幅上升，但一直处于 10%左右，16 年度

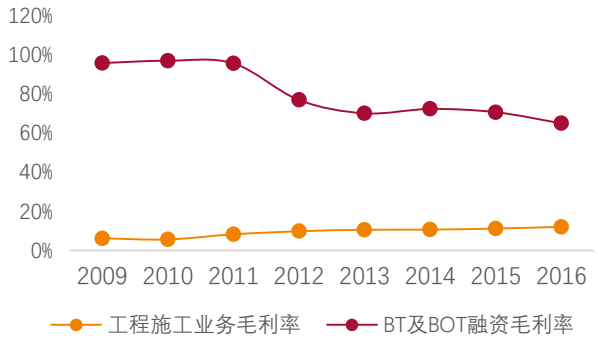
毛利率为 12.11%，水平较低，提升空间有限。

图 27：公司业务构成



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：BT&BOT 融资毛利率工程施工业务



资料来源：wind，天风证券研究所

为了应对工程施工业务利润率长期处于低位对公司未来可持续发展的冲击，近年来公司逐步进行了多元化业务布局。公司目标未来以基础性、资源型行业为战略投资方向，以工程施工和基础产业投资并重，以保持长期收益的稳定性。因此，公司将重点发展基础设施投资建设、能源、矿产、物流等业务。

本次发行募集资金主要投向高速公路 BOT 业务，是公司多元化业务布局的战略体现。BT 及 BOT 业务的毛利率水平整体来看大幅高于传统施工业务，虽然近年来其水平有所下降，但 16 年 BT 及 BOT 业务毛利率仍处于 65%的高位。这次定增将扩大路桥 BOT 业务在四川路桥主营业务中的份额，增加其对公司收益的贡献，有望拉升公司整体收益水平，进一步加快公司业务结构和盈利模式向多元化、高盈利方向的转型。

4.1.2. 定增完成后公司业绩有望实现高增

我们认为，本次定增完成后，公司业绩有望实现快速增长。以 2013 年末的定增为参考，公司在 2013 年 12 月 3 日进行过一次非公开发行 A 股股票，共发行 23.40 亿元，发行价格相当于发行底价（未复权）5.05 元/股的 100%，相当于发行日（2013 年 12 月 3 日）前 20 个交易日均价（6.53 元/股）的 77.34%。

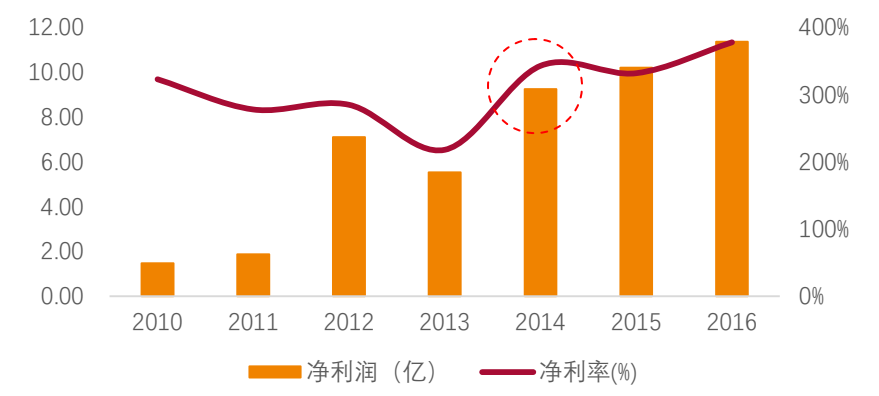
表 14：13 年定增前后股本变化

股份类别	本次发行前 （截至 2013 年 9 月 30 日）		本次变动	本次发行后 （截至完成股份登记）	
	股份数量（股）	占总股 本比例	股份数量（股）	股份数量（股）	占总股本比例
一、有限售条件股份	499,300,000	47.71%	463,366,336	962,666,336	63.76%
二、无限售条件股份	547,200,000	52.29%	-	547,200,000	36.24%
三、股份总数	1,046,500,000	100.00%	463,366,336	1,509,866,336	100.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

公司 2013 年全年净利率为 2.18%，在非公开发行完成之后的 4 年，公司净利率为 3.43%，大幅增长了 1.25 个百分点，而在这之前和之后的几年，净利率都没有如此大幅的变化，基本保持平稳。净利润从 5.54 亿增长到了 9.25 亿，增长率为 67%。所以我们认为，定增对于公司业绩的增长具有巨大的推动作用，由于定增将引入外部投资者，这对公司的业绩水平是一个挑战，将对公司业绩提出更严格的要求，公司释放利润的动力更足。

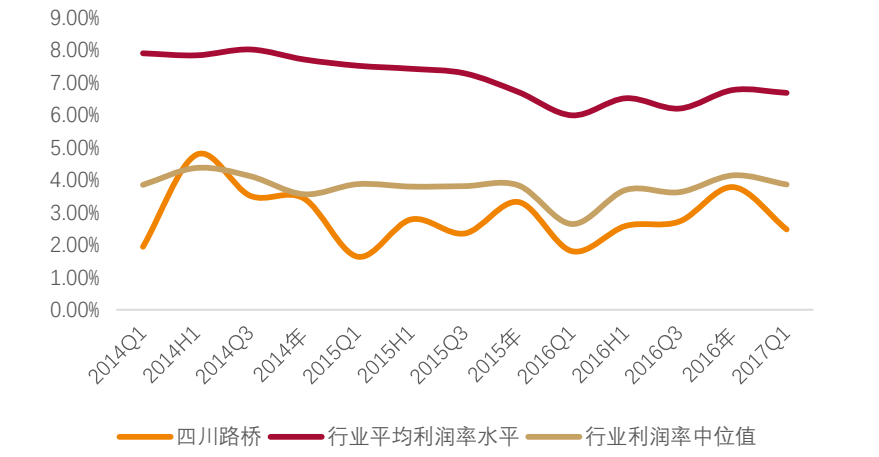
图 29：定增后净利润大幅增长



资料来源：wind，天风证券研究所

2016 行业内平均利润率 6.77%，而公司只有 4.14%，可以看到，公司目前的净利率水平明显偏低，公司利润存在一定改善空间。随着本次非公开发行的进行，公司会更加严格经营，争取将利润水平拉升到一个新的高度，加之公司今年以来订单增势迅猛，公司业绩释放空间较大。

图 30：公司利润率水平低于行业平均值

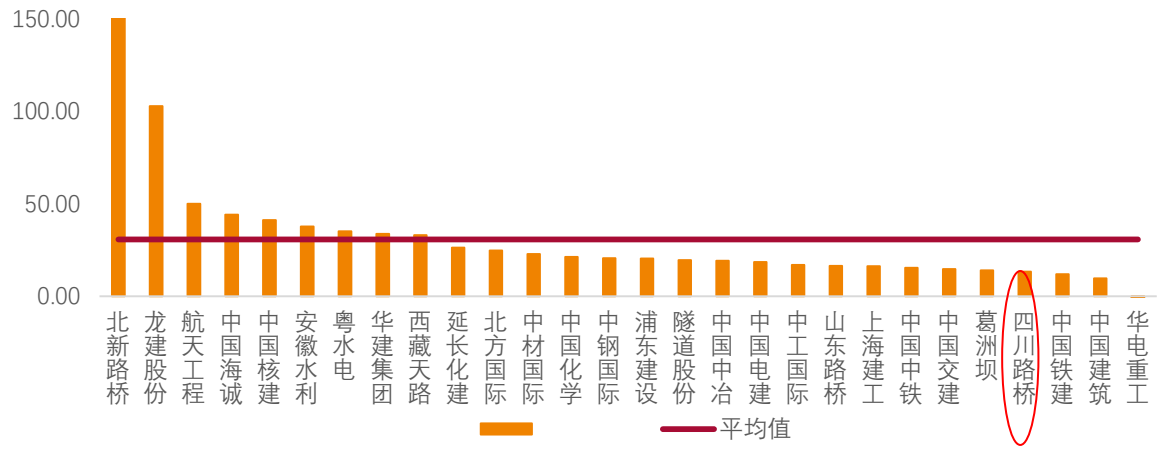


资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 目前估值偏低，国企改革预期、定增实施后有一定提升空间

目前公司的估值不论 PE 还是 PB 都处于较低水平。以最新收盘价为准，公司 PE（TTM）为 13 倍，在所覆盖的中央和地方建筑国企中明显偏低。在地方路桥企业中排名倒数第二。

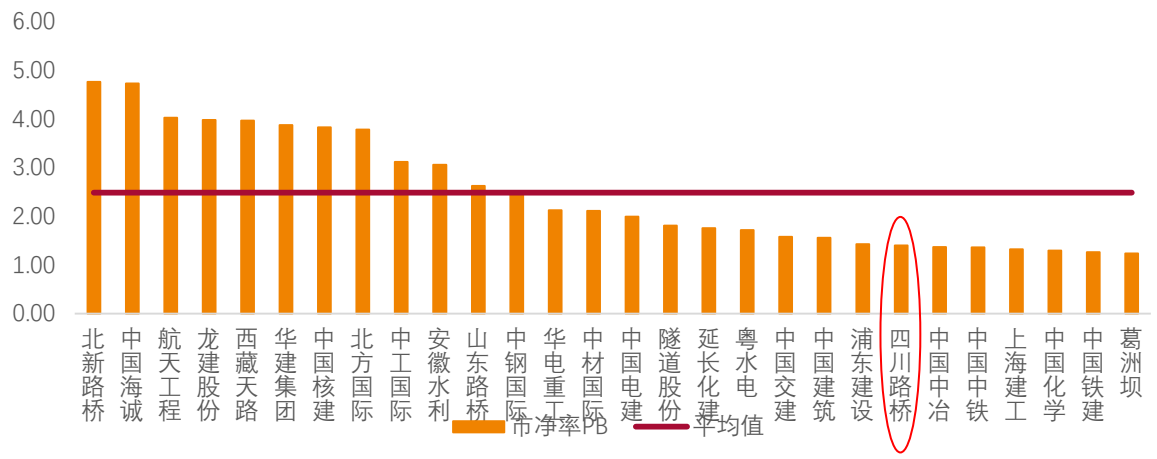
图 31：公司市盈率水平低于行业平均值



资料来源：wind，天风证券研究所

PB 估值较低，最新 PB 为 1.4，远低于平均值 2.5，在所覆盖的建筑央企与地方国企从小到大排列中位于第七位，横向来看估值水平较低。

图 32：公司市净率水平低于行业平均值



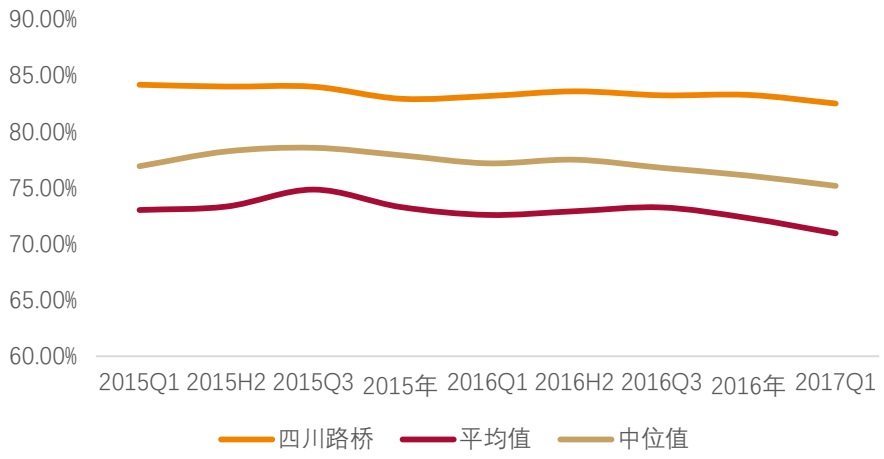
资料来源：wind，天风证券研究所

总体来看，公司估值存在一定提升空间，此次定增完成后，随着公司业绩的释放，叠加国改预期，估值或将进一步提高。

4.3. 定增增强资金实力，改善资本结构

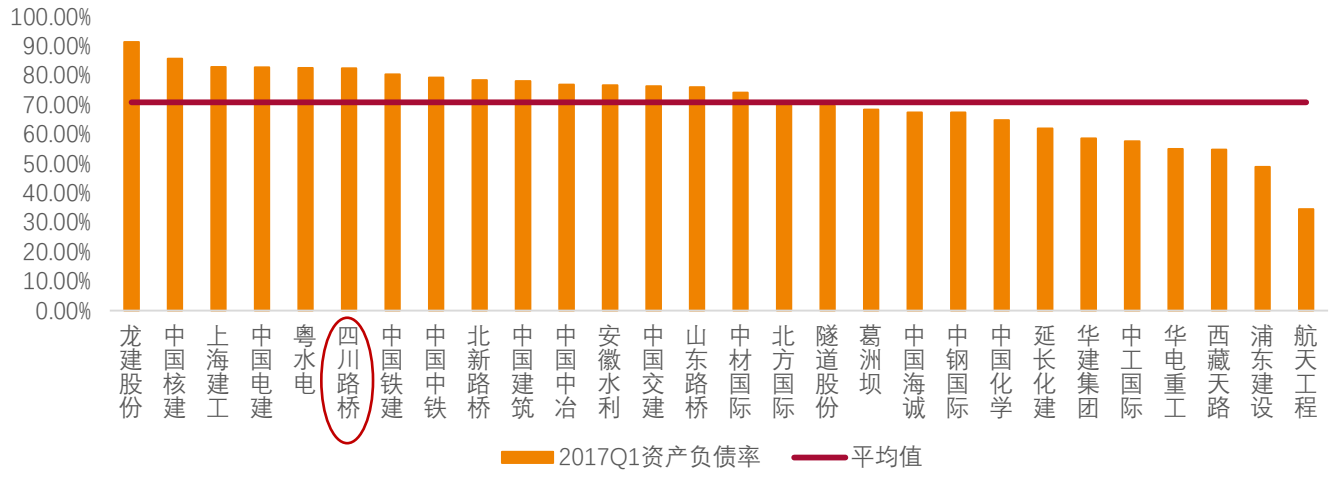
公司 2015 年末和 2016 年末合并报表资产负债率分别为 82.91%和 83.25%，从 14 年开始公司的资产负债率就一直保持在 82%以上，而行业内同期均值分别为 73.28%%和 72.29%。相比之下，公司的资产负债率明显偏高。

图 33：公司目前资产负债率偏高



资料来源：wind，天风证券研究所

图 34： 资产负债率高于平均水平，在所有覆盖的央企与地方国企处于较高位置



资料来源：wind、天风证券研究所

再以 2017 年 Q1 季度数据为基础，与我们所覆盖的所有建筑央企国企做资产负债率的横向对比，可以发现在 28 家选中的企业中，四川路桥的资产负债率高居第 6 位，明显高于其它央企和国企，也大幅高于平均水平线。

本次发行完成后，以公司 2017 年一季度末合并报表数据为基础，假设募集资金为 23.10 亿元，则公司资产负债率由 82.49%下降至 79.48%。本次非公开发行募集资金到位后，公司的股东权益、总资产规模将进一步增大、资产负债率将相应降低，从而优化公司的资本结构，改善公司的财务状况、增强公司融资能力和未来的持续经营能力；同时，公司的财务费用也将进一步降低，有利于提升公司的盈利能力。

5. 投资建议

公司背靠铁投集团，公路铁路资源优势显著，今年以来新签订单高增；定增顺利过会，大股东承诺参与，外部投资者进入后或对业绩有更高的要求，而公司业绩改善的空间较大；目前公司估值处于行业较低水平，从投资角度看有较好的风险收益比。综上所述，公司经营情况良好，维持“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.47、0.61、0.72 元/股，对应 PE 为 10、7、6 倍。

6. 风险提示

固定资产投资增速下滑，国改推进不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	6,085.05	7,436.55	8,608.97	10,222.31	11,675.58
应收账款	6,446.03	8,529.26	9,073.71	12,203.78	12,756.47
预付账款	984.95	477.65	1,235.15	830.97	1,593.42
存货	12,694.55	14,809.09	17,399.53	21,453.26	24,136.61
其他	470.66	510.09	399.35	398.76	401.05
流动资产合计	**26,681.24**	**31,762.64**	**36,716.71**	**45,109.09**	**50,563.13**
长期股权投资	239.81	783.17	983.17	1,183.17	1,383.17
固定资产	2,546.38	2,475.44	2,268.78	2,061.23	1,852.99
在建工程	4.16	10.10	9.06	8.43	8.06
无形资产	20,851.87	23,009.41	24,750.04	26,469.94	28,169.09
其他	4,718.87	5,438.79	5,155.20	4,956.20	4,757.20
非流动资产合计	**28,361.09**	**31,716.90**	**33,166.25**	**34,678.98**	**36,170.51**
资产总计	**55,042.34**	**63,479.54**	**69,882.97**	**79,788.06**	**86,733.64**
短期借款	4,026.60	4,705.00	9,199.96	12,805.68	14,492.93
应付账款	14,143.00	15,449.49	18,330.14	21,218.68	23,149.53
其他	8,815.49	11,539.10	11,933.39	12,932.38	14,505.61
流动负债合计	**26,985.09**	**31,693.59**	**39,463.49**	**46,956.73**	**52,148.07**
长期借款	16,325.26	18,257.62	17,142.79	17,651.76	17,157.35
应付债券	1,992.19	2,490.50	1,500.00	1,500.00	1,500.00
其他	332.42	403.88	290.66	290.66	290.66
非流动负债合计	**18,649.87**	**21,152.01**	**18,933.45**	**19,442.42**	**18,948.01**
负债合计	**45,634.96**	**52,845.59**	**58,396.94**	**66,399.16**	**71,096.07**
少数股东权益	779.03	989.35	1,044.31	1,115.41	1,199.43
股本	3,019.73	3,019.73	3,019.73	3,019.73	3,019.73
资本公积	1,184.85	1,229.07	1,229.07	1,229.07	1,229.07
留存收益	5,034.87	6,006.21	7,421.99	9,253.77	11,418.40
其他	(611.11)	(610.43)	(1,229.07)	(1,229.07)	(1,229.07)
股东权益合计	**9,407.37**	**10,633.95**	**11,486.03**	**13,388.91**	**15,637.57**
负债和股东权益总计	**55,042.34**	**63,479.54**	**69,882.97**	**79,788.06**	**86,733.64**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,021.21	1,137.43	1,415.78	1,831.78	2,164.64
折旧摊销	516.29	525.21	472.07	493.28	514.47
财务费用	1,187.85	1,170.82	1,409.41	1,569.82	1,687.25
投资损失	(33.11)	0.59	(10.21)	(10.22)	(10.22)
营运资金变动	2,075.28	(1,669.38)	828.01	(2,891.51)	(496.69)
其它	(1,714.81)	25.46	54.96	71.10	84.02
经营活动现金流	**3,052.71**	**1,190.14**	**4,170.01**	**1,064.25**	**3,943.47**
资本支出	5,237.05	3,011.92	2,118.22	2,005.00	2,005.00
长期投资	224.95	543.36	200.00	200.00	200.00
其他	(8,925.48)	(7,370.46)	(4,200.98)	(4,200.78)	(4,200.78)
投资活动现金流	**(3,463.48)**	**(3,815.18)**	**(1,882.75)**	**(1,995.78)**	**(1,995.78)**
债权融资	23,378.56	28,864.84	29,842.75	33,957.44	35,150.28
股权融资	(771.38)	(992.74)	(1,918.06)	(1,459.82)	(1,577.25)
其他	(20,906.97)	(23,830.02)	(29,039.52)	(29,952.75)	(34,067.44)
筹资活动现金流	**1,700.21**	**4,042.08**	**(1,114.83)**	**2,544.88**	**(494.42)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**1,289.44**	**1,417.03**	**1,172.42**	**1,613.35**	**1,453.27**

利润表（百万元）	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**30,771.18**	**30,108.35**	**34,855.12**	**41,387.07**	**47,270.91**
营业成本	26,974.62	26,299.10	30,331.36	35,942.29	41,063.18
营业税金及附加	913.56	361.01	417.92	496.24	566.79
营业费用	10.52	9.23	10.68	8.28	9.45
管理费用	345.50	478.11	553.48	657.21	770.96
财务费用	1,159.54	1,256.54	1,409.41	1,569.82	1,687.25
资产减值损失	118.76	302.24	347.57	399.71	439.68
公允价值变动收益	4.60	(3.16)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	33.11	(0.59)	10.21	10.22	10.22
其他	(75.41)	7.50	(20.42)	(20.43)	(20.44)
营业利润	**1,286.38**	**1,398.37**	**1,794.90**	**2,323.74**	**2,743.81**
营业外收入	12.20	18.27	16.14	15.53	16.65
营业外支出	24.47	35.18	24.77	28.14	29.36
利润总额	**1,274.10**	**1,381.46**	**1,786.27**	**2,311.14**	**2,731.10**
所得税	252.89	244.03	315.54	408.26	482.44
净利润	**1,021.21**	**1,137.43**	**1,470.73**	**1,902.88**	**2,248.66**
少数股东损益	(3.88)	92.88	54.96	71.10	84.02
归属于母公司净利润	**1,025.10**	**1,044.55**	**1,415.78**	**1,831.78**	**2,164.64**
每股收益（元）	0.34	0.35	0.47	0.61	0.72

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.08%	-2.15%	15.77%	18.74%	14.22%
营业利润	9.17%	8.71%	28.36%	29.46%	18.08%
归属于母公司净利润	14.76%	1.90%	35.54%	29.38%	18.17%
获利能力					
毛利率	12.34%	12.65%	12.98%	13.16%	13.13%
净利率	3.33%	3.47%	4.06%	4.43%	4.58%
ROE	11.88%	10.83%	13.56%	14.92%	14.99%
ROIC	10.72%	10.15%	10.07%	11.85%	11.60%
偿债能力					
资产负债率	82.91%	83.25%	83.56%	83.22%	81.97%
净负债率	192.75%	152.07%	144.04%	148.97%	142.09%
流动比率	0.99	1.00	0.93	0.96	0.97
速动比率	0.52	0.53	0.49	0.50	0.51
营运能力					
应收账款周转率	4.96	4.02	3.96	3.89	3.79
存货周转率	2.16	2.19	2.16	2.13	2.07
总资产周转率	0.57	0.51	0.52	0.55	0.57
每股指标（元）					
每股收益	0.34	0.35	0.47	0.61	0.72
每股经营现金流	1.01	0.39	1.38	0.35	1.31
每股净资产	2.86	3.19	3.46	4.06	4.78
估值比率					
市盈率	13.23	12.98	9.58	7.40	6.26
市净率	1.57	1.41	1.30	1.10	0.94
EV/EBITDA	9.85	9.95	8.20	7.46	6.58
EV/EBIT	11.57	11.62	9.41	8.41	7.35

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com