

## 四川路桥(600039)/基础建设

## 非公开发行顺利完成, 盈利增长有望加快

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 4.54

目标价格: 6.48

分析师: 夏天

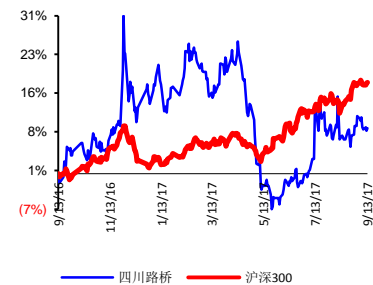
执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	3,611
流通股本(百万股)	3,020
市价(元)	4.54
市值(百万元)	16,392
流通市值(百万元)	13,710

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 PPP 订单大幅增长, 低估值极具吸引力

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	30771.18	30108.35	36220.34	44456.84	52997.00
增长率 yoy%	14.08%	-2.15%	20.30%	22.74%	19.21%
净利润	1025.10	1044.55	1302.80	1650.40	2009.87
增长率 yoy%	14.76%	1.90%	24.72%	26.68%	21.78%
每股收益(元)	0.28	0.29	0.36	0.46	0.56
每股现金流量	1.01	0.39	0.81	1.17	1.47
净资产收益率	11.88%	10.83%	11.26%	12.49%	13.35%
P/E	15.99	15.69	12.58	9.93	8.16
PEG	0.85	0.68	0.93	0.53	0.35
P/B	1.90	1.70	1.42	1.24	1.09

备注:

**投资要点**

- 非公开发行成功实施, 显著提升未来可承接业务空间, 盈利增长有望加快。**公司公告非公开发行 5.9 亿股登记托管完成办理, 发行价格 3.91 元/股, 募集资金总额 23.1 亿元, 扣除发行费用后将用于江习古高速公路 BOT 项目及偿还银行贷款。此次定增大股东四川铁投锁定期为 3 年, 其余各认购参与方锁定期为 1 年。定增顺利完成可显著改善公司资本结构, 提升未来可承接业务体量。我们预计随着增发完成, 未来公司项目有望加快推进, 盈利预期有望提升。
- 订单强劲增长 162%, 海外资源开发项目取得阶段性成果。**1-8 月份公司累计中标工程施工项目 81 个, 总金额 281.5 亿元, 同比增长 162%, 在手订单充足, 未来业绩增长可期。根据公司公告, 厄立特里亚阿克贝特矿项目野外初探技术成果编制完成, 矿权延续工作顺利完成。下一步将按计划实施阿克贝特矿项目的地质勘查工作。阿斯马拉矿项目已完成项目初步设计, 将启动水坝建设工程和加密钻孔的勘查工作, 海外资源开发取得阶段性成果。
- 作为铁投集团旗下核心基建平台, 有望充分受益西南建设大潮。**铁投集团在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方面大有可为。根据公司官网信息, 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。此外, 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, 铁路省内总投资 5761 亿元。公司作为集团旗下唯一上市企业与核心路桥建设平台, 有望持续提升西南基建市场份额。
- 1-7 月我国公路投资需求旺盛, 创“四万亿”以来同期增速新高。**进入“十三五”以来, PPP 大幅提升了基建行业融资便利性, 公路作为落地最快, 最立竿见影的基建领域获得大力推进。部分省市从去年开始加大公路设计规划与投资力度, 相关公司订单增速反应明显。除新建公路外, 大量的道路改造升级项目开始实施, 成为新增公路投资的重要增量。根据国家统计局公布的最新数据, 今年 1-7 月全国公路投资(含高速公路、国省道及农村公路)平均增速高达 27.76%, 增速比去年同期提高 20.7 个百分点, 增速创“四万亿”以来新高, 全国路桥建设市场订单快速增长, 行业景气度持续回升。
- 投资建议:** 我们预测 17/18/19 年公司归母净利润为 13.0/16.5/20.1 亿元, EPS0.36/0.46/0.56 元, 16-19 年 CAGR 为 24.4%, 当前股价对应 PE 分别为 12.6/9.9/8.1 倍, 考虑到公司作为四川铁投旗下核心基建平台, 未来有望充分受益西南地区基建投资快速增长, 我们给予目标价 6.48 元(对应 17 年 18 倍 PE), 买入评级。
- 风险提示:** 基建投资增速下滑风险, 订单向收入转化不及预期风险。

图表 1: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	30,771.2	30,108.3	36,220.3	44,456.8	52,997.0	成长性					
减: 营业成本	26,974.6	26,299.1	31,812.3	39,259.8	47,151.4	营业收入增长率	14.1%	-2.2%	20.3%	22.7%	19.2%
营业税费	913.6	361.0	905.6	1,271.5	1,478.6	营业利润增长率	9.2%	8.7%	22.1%	26.6%	22.5%
销售费用	10.5	9.2	10.9	22.2	19.6	净利润增长率	14.8%	1.9%	24.7%	26.7%	21.8%
管理费用	345.5	478.1	480.4	618.0	760.4	EBITDA增长率	0.4%	8.0%	9.8%	5.5%	7.7%
财务费用	1,159.5	1,256.5	1,238.0	973.1	765.3	EBIT增长率	-0.4%	8.5%	11.0%	6.4%	8.9%
资产减值损失	118.8	302.2	80.7	167.2	183.4	NOPLAT增长率	2.0%	11.5%	7.3%	6.7%	9.7%
加: 公允价值变动收益	4.6	-3.2	0.6	0.7	-0.6	投资资本增长率	17.7%	21.6%	-3.8%	-4.6%	-10.2%
投资和汇兑收益	33.1	-0.6	14.9	15.8	10.0	净资产增长率	13.3%	13.0%	18.6%	13.5%	13.6%
营业利润	1,286.4	1,398.4	1,707.8	2,161.5	2,647.7	利润率					
加: 营业外净收支	-12.3	-16.9	-8.6	-12.6	-12.7	毛利率	12.3%	12.7%	12.2%	11.7%	11.0%
利润总额	1,274.1	1,381.5	1,699.1	2,148.9	2,635.0	营业利润率	4.2%	4.6%	4.7%	4.9%	5.0%
减: 所得税	252.9	244.0	345.8	432.6	513.8	净利润率	3.3%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%
净利润	1,025.1	1,044.6	1,302.8	1,650.4	2,009.9	EBITDA/营业收入	9.3%	10.3%	9.4%	8.1%	7.3%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	7.9%	8.8%	8.1%	7.1%	6.4%
货币资金	6,085.1	7,436.5	2,897.6	3,556.5	4,239.8	运营效率					
交易性金融资产	17.6	14.4	15.0	15.7	15.0	固定资产周转天数	31	30	23	17	13
应收帐款	6,446.0	8,529.3	8,643.2	11,172.2	10,159.1	流动营业资本周转天数	-12	-9	0	-5	-13
应收票据	4.0	2.9	7.6	4.4	9.6	流动资产周转天数	318	349	323	289	282
预付帐款	984.9	477.6	1,562.6	910.8	1,961.5	应收帐款周转天数	73	90	85	80	72
存货	12,694.5	14,809.1	19,676.3	22,049.1	28,129.9	存货周转天数	167	164	171	169	170
其他流动资产	449.1	492.8	343.3	428.4	421.5	总资产周转天数	627	709	635	538	488
可供出售金融资产	2,955.6	3,969.2	3,104.6	3,343.1	3,472.3	投资资本周转天数	233	285	255	199	155
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	239.8	783.2	783.2	783.2	783.2	ROE	11.9%	10.8%	11.3%	12.5%	13.3%
投资性房地产	20.6	21.8	21.8	21.8	21.8	ROA	1.9%	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%
固定资产	2,546.4	2,475.4	2,252.3	2,029.1	1,806.0	ROIC	10.7%	10.2%	9.0%	9.9%	11.4%
在建工程	4.2	10.1	10.1	10.1	10.1	费用率					
无形资产	20,851.9	23,009.4	22,770.8	22,532.2	22,293.5	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
其他非流动资产	1,742.7	1,447.8	2,113.5	1,715.9	1,730.9	管理费用率	1.1%	1.6%	1.3%	1.4%	1.4%
资产总额	55,042.3	63,479.5	64,202.0	68,572.6	75,054.2	财务费用率	3.8%	4.2%	3.4%	2.2%	1.4%
短期债务	4,026.6	4,705.0	6,910.8	7,814.0	8,272.9	三费/营业收入	4.9%	5.8%	4.8%	3.6%	2.9%
应付帐款	14,143.0	15,449.5	19,202.3	23,390.4	28,466.4	偿债能力					
应付票据	641.4	356.2	892.2	672.5	1,166.9	资产负债率	82.9%	83.2%	80.4%	79.1%	78.3%
其他流动负债	8,174.0	11,182.9	12,512.8	13,347.3	16,303.2	负债权益比	485.1%	497.0%	409.1%	378.9%	361.3%
长期借款	16,325.3	18,257.6	9,790.6	6,528.1	2,017.3	流动比率	0.99	1.00	0.84	0.84	0.83
其他非流动负债	2,324.6	2,894.4	2,281.9	2,500.3	2,558.9	速动比率	0.52	0.53	0.34	0.36	0.31
负债总额	45,635.0	52,845.6	51,590.6	54,252.6	58,785.4	利息保障倍数	2.11	2.11	2.38	3.22	4.46
少数股东权益	779.0	989.4	1,037.4	1,102.2	1,211.1	分红指标					
股本	3,019.7	3,019.7	3,610.5	3,610.5	3,610.5	DPS(元)	0.04	0.04	0.06	0.07	0.08
留存收益	5,034.9	6,006.2	7,963.5	9,607.3	11,447.1	分红比率	14.7%	14.5%	15.4%	14.8%	14.9%
股东权益	9,407.4	10,633.9	12,611.4	14,320.1	16,268.7	股息收益率	0.9%	0.9%	1.2%	1.5%	1.8%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,021.2	1,137.4	1,302.8	1,650.4	2,009.9	EPS(元)	0.28	0.29	0.36	0.46	0.56
加: 折旧和摊销	516.3	525.2	461.8	461.8	461.8	BVPS(元)	2.39	2.67	3.21	3.66	4.17
资产减值准备	118.8	286.7	-	-	-	PE(X)	16.0	15.7	12.6	9.9	8.2
公允价值变动损失	-4.6	3.2	0.6	0.7	-0.6	PB(X)	1.9	1.7	1.4	1.2	1.1
财务费用	1,187.9	1,170.8	1,238.0	973.1	765.3	P/FCF	45.6	8.7	-3.0	31.4	18.8
投资收益	-33.1	0.6	-14.9	-15.8	-10.0	P/S	0.5	0.5	0.5	0.4	0.3
少数股东损益	-3.9	92.9	50.6	65.9	111.3	EV/EBITDA	9.9	9.9	8.8	7.6	5.9
营运资金的变动	2,075.3	-1,669.4	-102.1	1,088.9	1,959.0	CAGR(%)	18.9%	23.1%	13.5%	18.9%	23.1%
经营活动产生现金流	3,052.7	1,190.1	2,936.7	4,225.0	5,296.6	PEG	0.8	0.7	0.9	0.5	0.4
投资活动产生现金流	-3,463.5	-3,815.2	991.4	-303.5	-102.6	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.2	1.3	1.5
融资活动产生现金流	1,700.2	4,042.1	-8,467.0	-3,262.5	-4,510.8	REP	0.9	0.9	1.0	0.8	0.7

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。