四川路桥（600039）

证券研究报告
2017 年 10 月 12 日

三季度订单增速进一步提升，西部路桥龙头业绩确定性较高

公司发布 2017 年 9 月中标公告，公司当月中标工程施工项目 10 个，中标合同金额约 132.02 亿元。此外，2017 年 1-9 月，公司累计中标工程施工项目 91 个，累计中标金额约 413.54 亿，约占 2016 年营收的 138%。点评如下：

地区投资结构性强势下订单加速增长，集团资源优势为公司订单增量背书

进入 2017 年以来公司中标订单总额增长显著，其中 2017 年上半年增速为 153%，2017 年前三季度增速为 238%，达到 413.54 亿。基于公司 2012 年以来可查数据，每年四季度新签订单约占全年订单的 38%左右，保守估计公司全年中标订单总额或在 600 亿左右。目前累计中标订单总额加上未完工在手订单总额以及 PPP 项目投资总额或已超过 700 亿，约为 16 年营收的 2 倍以上。

公司订单增速显著，一方面是由于 2017 年西部地区公路建设投资的结构性强势，我们看到西部公路建设投资数据同比增速在进入 2017 年以来基本维持在 30%左右，且在近三月有上升趋势。另一方面，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。

四川国改动作频出，“十九大后”或进一步加速，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。

定增顺利完成助推公司业绩释放，目前估值依然偏低

2017 年 9 月 13 日，公司完成定增。发行价 3.91 元/股，共募集资金约 22.75 亿元，其中铁投集团认购 6 亿元，并有外部投资者进入，或助推公司业绩进一步释放。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 2017 年前三季度订单增速亮眼，背靠铁投集团，充分受益于西部地区公路投资结构性强势，预计全年中标订单累计额超 600 亿，未来业绩增长保障度较高；顺利完成定增，大股东参与其中，外部投资者进入后或对业绩有更高要求，而公司业绩改善空间较大，目前估值偏低。我们持续看好公司前景，维持“买入”评级，预计 17-19 年公司 EPS 为 0.36、0.45、0.54 元/股，17-19 年 PE 分别为 13、10、9。

风险提示：固定资产投资额增速持续下滑，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	3,468.49	4,020.96	4,589.79
净利润(百万元)	1,025.10	1,044.55	1,293.01	1,620.91	1,951.20
增长率(%)	14.76	1.90	23.79	25.36	20.38
EPS(元/股)	0.28	0.29	0.36	0.45	0.54
市盈率(P/E)	16.52	16.21	13.10	10.45	8.68
市净率(P/B)	1.96	1.76	1.34	1.19	1.05
市销率(P/S)	0.55	0.56	0.49	0.41	0.36
EV/EBITDA	9.85	9.95	9.05	8.50	7.45

资料来源：wind，天风证券研究所

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	4.69 元
目标价格	5.5 元
上次目标价	4.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,610.53
流通 A 股股本(百万股)	3,019.73
A 股总市值(百万元)	16,933.36
流通 A 股市值(百万元)	14,162.55
每股净资产(元)	3.30
资产负债率(%)	82.99
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
陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com
肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

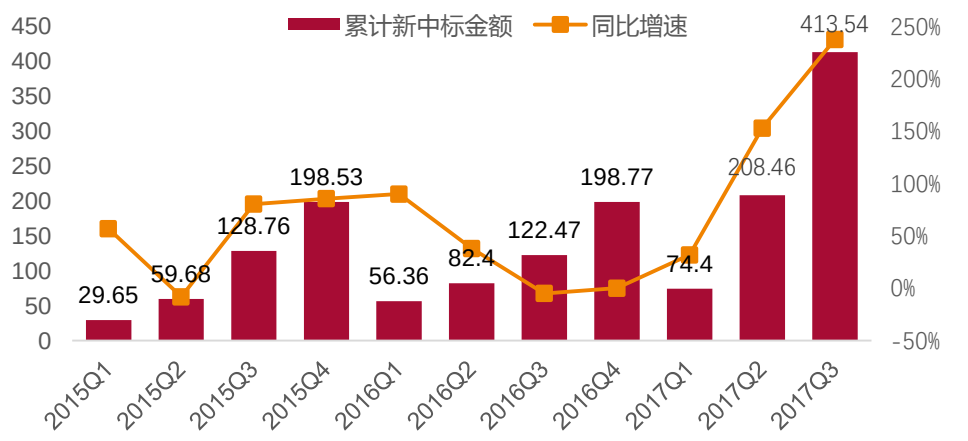
股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《四川路桥-公司深度研究:订单增长迅速，定增有望助公司业绩提升》2017-08-29
2 《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

图 1：17 年公司累计新签合同额显著提速（左-亿元人民币，右-%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

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	1,246.89	840.27	1,605.13
存货	12,694.55	14,809.09	17,620.28	21,628.01	24,356.80
其他	470.66	510.09	399.35	398.76	401.05
流动资产合计	**26,681.24**	**31,762.64**	**36,949.20**	**45,293.13**	**50,795.03**
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**	**70,115.45**	**79,972.11**	**86,965.54**
短期借款	4,026.60	4,705.00	6,871.78	10,644.01	12,244.81
应付账款	14,143.00	15,449.49	18,561.66	21,389.74	23,362.82
其他	8,815.49	11,539.10	11,941.19	12,938.14	14,512.80
流动负债合计	**26,985.09**	**31,693.59**	**37,374.63**	**44,971.90**	**50,120.43**
长期借款	16,325.26	18,257.62	17,316.48	17,892.04	17,710.01
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**	**19,107.14**	**19,682.70**	**19,500.67**
负债合计	**45,634.96**	**52,845.59**	**56,481.77**	**64,654.60**	**69,621.09**
少数股东权益	779.03	989.35	1,039.54	1,102.46	1,178.20
股本	3,019.73	3,019.73	3,610.71	3,610.71	3,610.71
资本公积	1,184.85	1,229.07	2,913.29	2,913.29	2,913.29
留存收益	5,034.87	6,006.21	8,983.44	10,604.34	12,555.55
其他	(611.11)	(610.43)	(2,913.29)	(2,913.29)	(2,913.29)
股东权益合计	**9,407.37**	**10,633.95**	**13,633.68**	**15,317.51**	**17,344.45**
负债和股东权益总	**55,042.34**	**63,479.54**	**70,115.45**	**79,972.11**	**86,965.54**

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,021.21	1,137.43	1,293.01	1,620.91	1,951.20
折旧摊销	516.29	525.21	472.07	493.28	514.47
财务费用	1,187.85	1,170.82	1,356.41	1,469.99	1,600.79
投资损失	(33.11)	0.59	(10.21)	(10.21)	(10.21)
营运资金变动	2,075.28	(1,669.38)	834.85	(2,905.55)	(500.90)
其它	(1,714.81)	25.46	50.19	62.92	75.74
经营活动现金流	**3,052.71**	**1,190.14**	**3,996.32**	**731.34**	**3,631.09**
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)	(4,200.79)	(4,200.79)
投资活动现金流	**(3,463.48)**	**(3,815.18)**	**(1,882.76)**	**(1,995.79)**	**(1,995.79)**
债权融资	23,378.56	28,864.84	27,688.26	32,036.05	33,454.81
股权融资	(771.38)	(992.74)	410.12	(1,359.99)	(1,490.79)
其他	(20,906.97)	(23,830.02)	(29,039.52)	(27,798.26)	(32,146.05)
筹资活动现金流	**1,700.21**	**4,042.08**	**(941.14)**	**2,877.80**	**(182.03)**
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	30,539.25	36,308.16	41,418.91
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	1,356.41	1,469.99	1,600.79
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	10.21	10.21
其他	(75.41)	7.50	(20.42)	(20.41)	(20.41)
营业利润	**1,286.38**	**1,398.37**	**1,640.01**	**2,057.69**	**2,474.53**
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**	**1,631.38**	**2,045.08**	**2,461.82**
所得税	252.89	244.03	288.18	361.26	434.87
净利润	**1,021.21**	**1,137.43**	**1,343.20**	**1,683.82**	**2,026.94**
少数股东损益	(3.88)	92.88	50.19	62.92	75.74
归属于母公司净利润	**1,025.10**	**1,044.55**	**1,293.01**	**1,620.91**	**1,951.20**
每股收益（元）	0.28	0.29	0.36	0.45	0.54

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%	17.28%	25.47%	20.26%
归属于母公司净利润	14.76%	1.90%	23.79%	25.36%	20.38%
获利能力					
毛利率	12.34%	12.65%	12.38%	12.27%	12.38%
净利率	3.33%	3.47%	3.71%	3.92%	4.13%
ROE	11.88%	10.83%	10.27%	11.40%	12.07%
ROIC	10.72%	10.15%	9.42%	10.74%	10.67%
偿债能力					
资产负债率	82.91%	83.25%	80.56%	80.85%	80.06%
净负债率	192.75%	152.07%	121.35%	131.77%	129.13%
流动比率	0.99	1.00	0.99	1.01	1.01
速动比率	0.52	0.53	0.52	0.53	0.53
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	2.15	2.11	2.06
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	0.28	0.29	0.36	0.45	0.54
每股经营现金流	0.85	0.33	1.11	0.20	1.01
每股净资产	2.39	2.67	3.49	3.94	4.48
估值比率					
市盈率	16.52	16.21	13.10	10.45	8.68
市净率	1.96	1.76	1.34	1.19	1.05
EV/EBITDA	9.85	9.95	9.05	8.50	7.45
EV/EBIT	11.57	11.62	10.47	9.69	8.40

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