2018 年 01 月 04 日
证券研究报告•动态跟踪报告
四川路桥（600039）建筑装饰

买入（首次）
当前价：4.11 元
目标价：5.40 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

受益区域公路投资高景气，西部龙头再获大单

投资要点

- **事件：**公司全资子公司路桥集团和苏交科公司组成的联合体，中标成都至宜宾高速公路项目施工图设计施工 ZCB3、ZCB3 两个标段施工总承包项目，其中，路桥集团负责施工部分的中标价合计 111.0 亿元，相当于公司 2016 年营收的 36.9%。

- **中标大项目叠加订单大幅增长，保障业绩增量：**除了近期斩获的两个大订单外，公司 2017 年 1-11 月订单表现亮眼，累计中标工程施工项目 135 个，累计中标金额约 453.3 亿元，同比增速高达 331.3%。这主要是源于以下两个原因：首先，公司第一大股东是铁投集团，公司受益于铁投丰富的公路铁路资源；其次，公司地处四川成都，地理位置优越，充分受益于“西部大开发”战略和“一带一路”的政策红利。充足的在手订单，为公司业绩持续增高提供了强有力的保障。

- **西部地区公路投资保持快速增长，四川省内市场空间广阔：**近年来，西部地区公路投资呈现快速增长态势，2017 年以来增速基本保持在 30%左右，2017 年 1-11 月西部地区公路投资完成额为 1.0 万亿元，同比增速达 32.3%，远超过东部地区的 18.9%以及中部地区的 0.8%。此外，四川省规划“十三五”期间全省综合交通运输建设规划完成投资 1.0 万亿元，较“十二五”期间同比增长 22.6%，其中公路投资完成额 4.8 万亿元，较“十二五”期间同比增长 16.0%。同时受 PPP 模式的推动，预计“十三五”期间，四川省公路投资或将继续保持快速增长，公司作为四川路桥建设的龙头企业，有望加速取得订单，抢占市场份额。

- **定增顺利完成叠加国改预期，有望切换低估值局面：**2017 年 9 月 13 日，公司 3.91 元/股定增募集资金 23.1 亿元，用于江习古高速公路 BOT 项目及偿还银行贷款。定增的顺利完成将缓解公司资金压力，改善资本结构，提升业务能力，有望加快盈利增速。四川省国企改革动作频繁，同时，四川省国资委积极将公司控股股东铁头集团等组建成国有资本运营公司，我们认为公司存在一定的国改预期。目前公司估值安全边际较高，我们认为估值切换后存在一定的机会。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.35 元、0.45 元、0.52 元，收入和归母净利润复合增速分别为 16.9%、22.0%，给予公司 2018 年 12 倍估值，对应目标价 5.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**公路投资增速或不及预期。

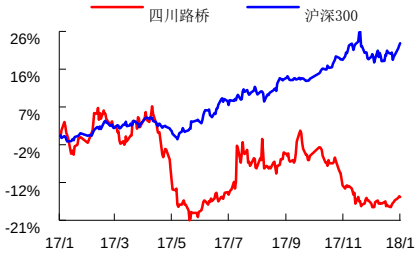
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	30108.35	34296.79	41341.72	48132.99
增长率	-2.15%	13.91%	20.54%	16.43%
归属母公司净利润（百万元）	1044.55	1250.27	1607.57	1895.27
增长率	1.90%	19.69%	28.58%	17.90%
每股收益 EPS（元）	0.29	0.35	0.45	0.52
净资产收益率 ROE	10.70%	10.10%	11.69%	12.34%
PE	14	12	9	8
PB	1.52	1.19	1.07	0.96

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：颜阳春
执业证号：S1250517090004
电话：021-58351883
邮箱：yyc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	36.11
流通 A 股(亿股)	30.20
52 周内股价区间(元)	3.88-5.25
总市值(亿元)	148.39
总资产(亿元)	695.80
每股净资产(元)	3.39

相关研究

关键假设：

假设 1：2016 年公司主要业绩来源的工程施工项目收入体量 241.0 亿元，BT 及 BOT 融资项目收入体量 11.2 亿元。公司公告的 2017 年 1-11 月累计中标订单金额约 453.3 亿元，同比增长 331.3%，充足的订单为项目量增长提供了强有力的保障。根据订单先行指标以及工程进度、工程回款率，我们预计作为工程施工项目 2017-2019 年的工程量增速分别为 35%、20%、15%；BT 及 BOT 融资项目 2017-2019 年的工程量增速分别为 10%、15%、15%；

假设 2：2017-2019 年，公司的工程施工项目毛利率保持在 11%左右，BT 及 BOT 融资项目毛利保持在 50%左右；

假设 3：公司项目持续落地、税率、期间费用维持在相对稳定水平。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年主要分业务收入成本如下表：

表 1：分业务板块盈利预测

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	30108.4	34296.8	41341.7	48133.0
	yoy	-2.2%	13.9%	20.5%	16.4%
	毛利率	12.7%	12.6%	12.7%	12.8%
工程施工	收入	24102.3	32538.1	39045.8	44902.6
	yoy	-8.8%	35%	20%	15%
	毛利率	12.1%	11%	11%	11%
BT 及 BOT 融资	收入	1122.2	1234.5	1419.6	1632.6
	yoy	15.0%	10%	15%	15%
	毛利率	65.2%	50%	50%	50%
水力发电	收入	173.8	156.4	140.8	126.7
	yoy	-9.8%	-10%	-10%	-10%
	毛利率	30.2%	25%	25%	25%
房地产开发及其他	收入	154.8	309.5	619.1	1238.2
	yoy	717.1%	100%	100%	100%
	毛利率	31.6%	30%	30%	30%
物流贸易	收入	4526.1	0	0	0
	yoy	-	-100%	0%	0%
	毛利率	0.9%	1%	1%	1%
其他业务	收入	29.1	58.2	116.5	232.9
	yoy	-99.1%	100%	100%	100%
	毛利率	52.8%	2%	2%	2%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	30108.35	34296.79	41341.72	48132.99
营业成本	26299.10	29967.41	36113.97	41970.34
营业税金及附加	361.01	714.73	678.62	896.58
销售费用	9.23	11.12	13.04	15.39
管理费用	478.11	464.85	608.41	680.37
财务费用	1256.54	1147.83	1460.58	1719.02
资产减值损失	302.24	302.24	302.24	302.24
投资收益	-0.59	5.45	3.00	2.62
公允价值变动损益	-3.16	0.16	-0.21	-0.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1398.37	1694.22	2167.64	2551.09
其他非经营损益	-16.91	-12.00	-13.68	-13.66
利润总额	1381.46	1682.22	2153.96	2537.43
所得税	244.03	320.78	403.45	473.63
净利润	1137.43	1361.44	1750.51	2063.80
少数股东损益	92.88	111.17	142.94	168.53
归属母公司股东净利润	1044.55	1250.27	1607.57	1895.27

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1137.43	1361.44	1750.51	2063.80
折旧与摊销	525.21	2448.70	2448.70	2448.70
财务费用	1256.54	1147.83	1460.58	1719.02
资产减值损失	302.24	302.24	302.24	302.24
经营营运资本变动	-2127.20	934.26	-119.26	-46.69
其他	95.91	-318.58	-324.85	-292.58
经营活动现金流净额	1190.14	5875.89	5517.92	6194.50
资本支出	-5029.36	0.00	0.00	0.00
其他	1214.18	423.59	2.79	2.04
投资活动现金流净额	-3815.18	423.59	2.79	2.04
短期借款	678.40	1795.00	0.00	0.00
长期借款	1932.37	30000.00	30000.00	30000.00
股权融资	44.22	2310.00	0.00	0.00
支付股利	-150.99	-208.91	-250.05	-321.51
其他	1538.08	-5178.19	-1460.58	-1719.02
筹资活动现金流净额	4042.08	28717.90	28289.36	27959.46
现金流量净额	1419.99	35017.38	33810.08	34156.00

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	7436.55	42453.93	76264.01	110420.01
应收和预付款项	9009.83	9245.53	11286.23	13322.62
存货	14809.09	16889.99	20378.57	23671.85
其他流动资产	507.17	99.59	117.08	133.95
长期股权投资	783.17	783.17	783.17	783.17
投资性房地产	21.80	21.80	21.80	21.80
固定资产和在建工程	2479.40	2300.68	2121.97	1943.26
无形资产和开发支出	23009.41	20747.49	18485.58	16223.67
其他非流动资产	5423.13	5415.05	5406.98	5398.90
资产总计	63479.54	97957.24	134865.39	171919.23
短期借款	4705.00	6500.00	6500.00	6500.00
应付和预收款项	18156.37	20650.83	24791.65	28896.15
长期借款	18257.62	48257.62	78257.62	108257.62
其他负债	11726.60	9070.96	10337.83	11544.88
负债合计	52845.59	84479.41	119887.10	155198.66
股本	3019.73	3610.53	3610.53	3610.53
资本公积	1229.07	1229.07	1229.07	1229.07
留存收益	4777.14	5818.50	7176.01	8749.78
归属母公司股东权益	9644.59	12377.31	13734.82	15308.58
少数股东权益	989.35	1100.52	1243.47	1411.99
股东权益合计	10633.95	13477.83	14978.29	16720.57
负债和股东权益合计	63479.54	97957.24	134865.39	171919.23

财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	-2.15%	13.91%	20.54%	16.43%
营业利润增长率	8.71%	21.16%	27.94%	17.69%
净利润增长率	11.38%	19.69%	28.58%	17.90%
EBITDA 增长率	7.36%	66.37%	14.86%	10.56%
获利能力				
毛利率	12.65%	12.62%	12.65%	12.80%
三费率	5.79%	4.73%	5.04%	5.02%
净利率	3.78%	3.97%	4.23%	4.29%
ROE	10.70%	10.10%	11.69%	12.34%
ROA	1.79%	1.39%	1.30%	1.20%
ROIC	8.26%	8.51%	11.91%	15.04%
EBITDA/销售收入	10.56%	15.43%	14.70%	13.96%
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.42	0.36	0.31
固定资产周转率	12.01	14.41	18.78	23.80
应收账款周转率	17.71	16.03	18.62	17.62
存货周转率	1.91	1.89	1.94	1.90
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.56%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	83.25%	86.24%	88.89%	90.27%
带息债务/总负债	48.17%	67.77%	72.78%	75.55%
流动比率	1.00	2.06	2.79	3.35
速动比率	0.53	1.55	2.26	2.81
股利支付率	14.45%	16.71%	15.55%	16.96%
每股指标				
每股收益	0.29	0.35	0.45	0.52
每股净资产	2.67	3.43	3.80	4.24
每股经营现金	0.33	1.63	1.53	1.72
每股股利	0.04	0.06	0.07	0.09

业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	3180.13	5290.75	6076.93	6718.81
PE	14.07	11.75	9.14	7.75
PB	1.52	1.19	1.07	0.96
PS	0.49	0.43	0.36	0.31
EV/EBITDA	8.90	5.87	4.48	3.44
股息率	1.03%	1.42%	1.70%	2.19%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

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 楼

邮编：100033

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn