

四川路桥 (600039)

四季度营收、利润大幅提升，订单充裕保障未来增长

公司近期公布 2017 年年报，公司 2017 年实现营收 327.63 亿元，同比增长 8.82%，实现归母净利润 10.64 亿元，同比增长 1.87%，我们的点评如下：

区位优势叠加股东资源，保障新签订单金额迅速增长

2017 年公司累计中标工程施工项目 163 个，累计中标金额为 474.52 亿元，同比增长 138.7%，约占 2017 年营收的 144.9%。公司共完成投资 102 亿元，新中标 PPP 项目 5 个，总投资额 49.35 亿元。2017 年至今四川地区固定资产完成额同比增速基本维持在 10% 以上，同时控股股东铁投集团在西部地区资源优势显著，使得公司订单保持高速增长趋势。公司 2018 年第一季度中标 297.10 亿元，同比增长 4 倍。

四季度营业收入大幅增长，毛利率同比略有下降

公司 2017 年营业收入 327.63 亿元，比去年同期增长 8.82%，四季度实现营业收入 112.69 亿，同比增长 68.16%，较前三季度增速大幅提升，符合我们三季报点评中收入将转为增长的预测。其中施工类营业收入 248.8 亿元，同比增长 3.23%，保持稳定，贸易销售业务实现 64.10 亿元，同比增长 38.47%，贸易销售板块收入增长主要是中航路桥业务拓展所致。PPP 的长期应收款 32.54 亿元，2016 年为 1.97 亿，公司 PPP 项目表内资产大幅增长。公司 2018 年经营计划实现营收 400 亿元，同增 22.08%。2017 年度同口径毛利率为 10.73%，较去年下降 0.72 个百分点，环比三季度提高 1.73 个百分点。工程施工业务毛利率为 11.80%，同比下降 0.81 个百分点，贸易销售毛利率为 0.32%，同比下降 1.36 个百分点。

期间费用率将延续下行趋势，四季度归母净利润大幅增长

公司 2017 年费用率 5.85%，与去年基本一致。其中管理费用率 1.58%，财务费用率 4.23%，较三季度下降 0.65%，因定增募集资金到账，财务费用有所降低，预计未来财务费用将继续下降。销售费用率 0.04%，与去年同期持平。资产减值损失 2.70 亿，较去年减少 0.32 亿，主因存货跌价损失减少。综合起来，公司归母净利润 10.64 亿，同比增长 1.87%，四季度实现净利润 6.29 亿，同增 34.03%。在费用率下降、订单充裕下，预计高增速有望保持。

公司 2017 年付现比 0.84，较去年下降 0.14 个百分点；付现比 0.81，较去年下降 0.17 个百分点，主因营业收入和营业成本均大幅增加，而经营活动现金流为 11.85 亿与去年基本持平。（定增价倒挂、业绩提速、性价比高，但前期市场整体估值下滑，下调目标价）

投资建议

公司区位优势叠加股东资源，保障订单高速增长。目前在手订单充裕，预计未来业绩或逐步释放。公司近期股价与 2017 年定增价倒挂，高订单下存在业绩提速预期，目前估值具有较好投资价值，维持“买入”评级。考虑前期整体估值下滑较多，2017 年项目推进速度不达预期，故将目标价从 5.30 元/股下调至 4.75 元/股，预计 2018-2020 年 EPS 为 0.42、0.52、0.63 元，其中 2018-2019 年 EPS 原预测值为 0.44、0.54，对应 PE 分别为 9、7、6 倍。

风险提示：固定投资增速持续下滑，项目推进不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	30,108.35	32,762.82	40,519.52	48,294.56	57,144.47
增长率(%)	(2.15)	8.82	23.68	19.19	18.32
EBITDA(百万元)	3,102.39	3,192.24	4,297.73	4,927.56	5,674.06
净利润(百万元)	1,044.55	1,064.13	1,522.99	1,894.70	2,274.47
增长率(%)	1.90	1.87	43.12	24.41	20.04
EPS(元/股)	0.29	0.29	0.42	0.52	0.63
市盈率(P/E)	12.62	12.38	8.65	6.96	5.79
市净率(P/B)	1.37	1.01	0.95	0.84	0.73
市销率(P/S)	0.44	0.40	0.33	0.27	0.23
EV/EBITDA	9.95	9.72	7.63	6.90	6.61

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	3.65 元
目标价格	4.75 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)	13,178.42
流通 A 股市值(百万元)	11,022.02
每股净资产(元)	3.63
资产负债率(%)	80.28
一年内最高/最低(元)	5.14/3.56

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

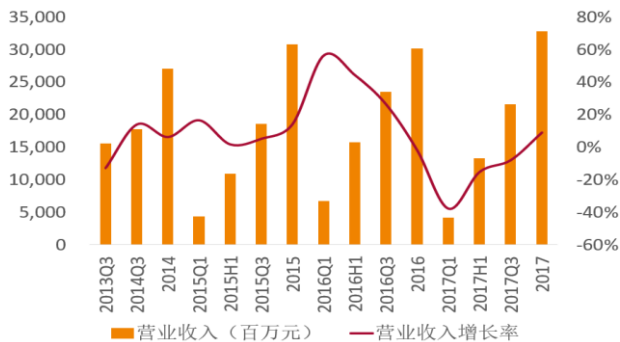
股价走势



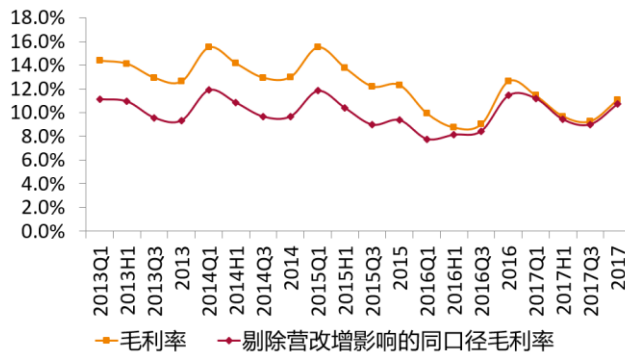
资料来源：贝格数据

相关报告

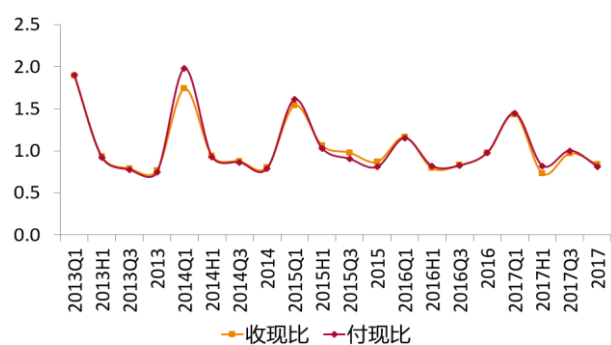
- 《四川路桥-季报点评:订单大幅增长,营收增速持续提速,利润增速不及预期》 2017-10-31
- 《四川路桥-公司点评:三季度订单增速进一步提升,西部路桥龙头业绩确定性较高》 2017-10-12
- 《四川路桥-公司深度研究:订单增长迅速,定增有望助公司业绩提升》 2017-08-29

图 1：营业收入及增长率


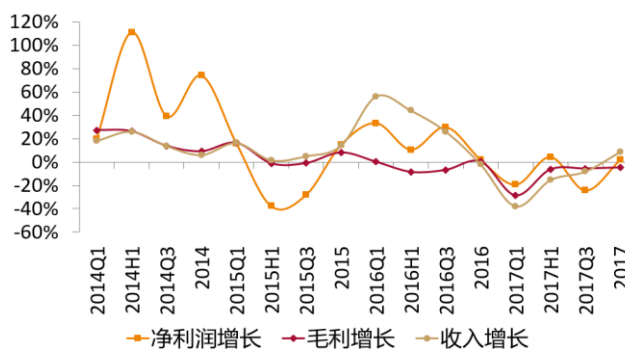
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：公司毛利率


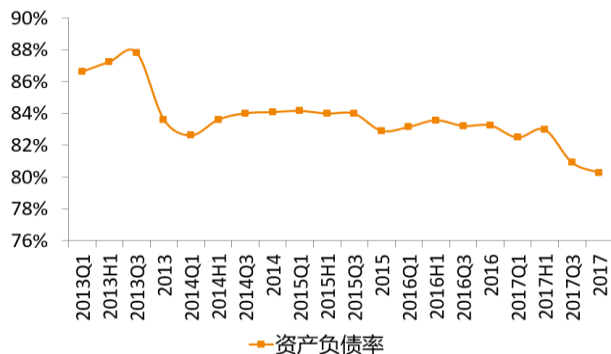
资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：收现比与付现比


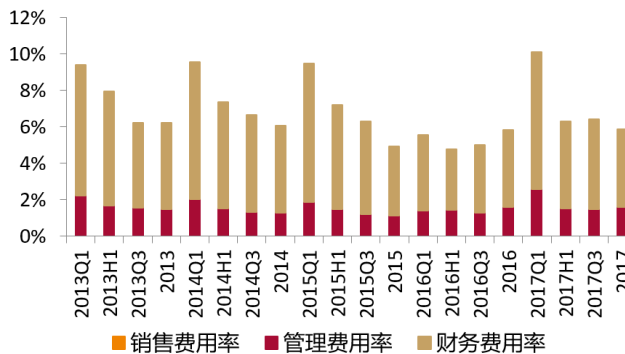
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：成长能力


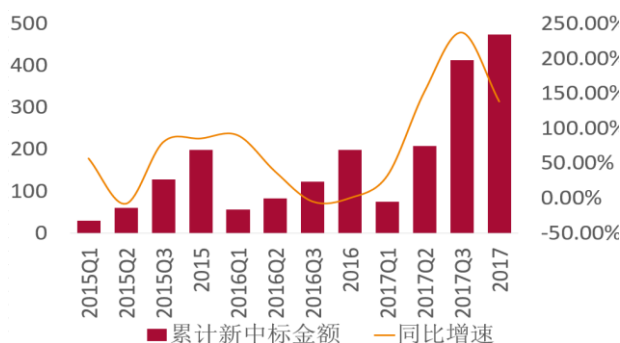
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：资产负债率


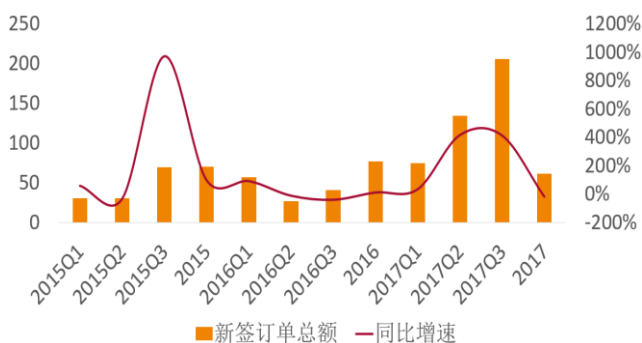
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：期间费用率


资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：公司累计中标金额 (亿元)


资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：公司新签合同额 (亿元)


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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	7,436.55	9,567.25	11,832.33	14,102.76	16,687.07
应收账款	8,529.26	9,952.15	13,290.03	15,207.30	19,658.38
预付账款	477.65	705.65	772.91	1,040.93	1,178.83
存货	14,809.09	13,132.49	21,781.17	21,049.54	31,366.30
其他	510.09	273.46	539.29	544.97	543.16
流动资产合计	31,762.64	33,630.99	48,215.72	51,945.50	69,433.74
长期股权投资	783.17	1,187.91	1,387.91	1,587.91	1,787.91
固定资产	2,475.44	2,398.94	2,197.12	1,994.94	1,792.38
在建工程	10.10	7.19	7.32	7.39	7.43
无形资产	23,009.41	26,604.23	28,306.70	29,988.37	31,649.24
其他	5,438.79	9,191.54	8,884.19	8,685.19	8,486.19
非流动资产合计	31,716.90	39,389.81	40,783.24	42,263.81	43,723.16
资产总计	63,479.54	73,020.80	88,998.97	94,209.31	113,156.90
短期借款	4,705.00	4,546.50	11,242.37	14,377.48	19,586.16
应付账款	15,449.49	18,017.19	22,645.02	24,917.42	30,099.74
其他	11,539.10	11,002.17	13,332.84	10,865.39	16,297.19
流动负债合计	31,693.59	33,565.86	47,220.23	50,160.30	65,983.09
长期借款	18,257.62	24,150.04	24,709.91	24,985.76	25,716.38
应付债券	2,490.50	498.18	1,500.00	1,500.00	1,500.00
其他	403.88	405.27	380.53	380.53	380.53
非流动负债合计	21,152.01	25,053.50	26,590.43	26,866.29	27,596.91
负债合计	52,845.59	58,619.36	73,810.67	77,026.59	93,580.00
少数股东权益	989.35	1,305.65	1,377.11	1,476.83	1,596.54
股本	3,019.73	3,610.53	3,610.53	3,610.53	3,610.53
资本公积	1,229.07	2,987.39	2,987.39	2,987.39	2,987.39
留存收益	6,006.21	8,677.67	10,200.66	12,095.36	14,369.83
其他	(610.43)	(2,179.80)	(2,987.39)	(2,987.39)	(2,987.39)
股东权益合计	10,633.95	14,401.44	15,188.30	17,182.72	19,576.90
负债和股东权益总	63,479.54	73,020.80	88,998.97	94,209.31	113,156.90

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,137.43	1,127.97	1,522.99	1,894.70	2,274.47
折旧摊销	525.21	564.60	504.22	525.43	546.65
财务费用	1,170.82	1,430.48	1,903.52	2,031.69	2,286.21
投资损失	0.59	(8.21)	(170.00)	(80.00)	(30.00)
营运资金变动	(1,669.38)	(4,589.14)	(2,262.13)	(1,654.39)	(4,289.81)
其它	25.46	2,659.45	71.46	99.72	119.71
经营活动现金流	1,190.14	1,185.16	1,570.07	2,817.16	907.22
资本支出	3,011.92	4,387.28	2,029.75	2,005.00	2,005.00
长期投资	543.36	404.74	200.00	200.00	200.00
其他	(7,370.46)	(9,684.77)	(4,334.07)	(4,131.00)	(4,181.00)
投资活动现金流	(3,815.18)	(4,892.74)	(2,104.32)	(1,926.00)	(1,976.00)
债权融资	28,864.84	33,817.99	39,452.28	42,863.24	48,802.54
股权融资	(992.74)	1,385.48	(2,601.11)	(1,921.69)	(2,176.21)
其他	(23,830.02)	(29,217.64)	(34,051.83)	(39,562.28)	(42,973.24)
筹资活动现金流	4,042.08	5,985.83	2,799.33	1,379.27	3,653.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,417.03	2,278.25	2,265.08	2,270.43	2,584.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	30,108.35	32,762.82	40,519.52	48,294.56	57,144.47
营业成本	26,299.10	29,133.52	35,799.65	42,691.88	50,528.30
营业税金及附加	361.01	114.33	141.40	168.53	199.41
营业费用	9.23	12.32	15.24	19.32	22.86
管理费用	478.11	519.27	642.21	765.44	936.50
财务费用	1,256.54	1,386.41	1,903.52	2,031.69	2,286.21
资产减值损失	302.24	270.47	297.52	327.27	360.00
公允价值变动收益	(3.16)	2.60	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.59)	8.21	170.00	80.00	30.00
其他	7.50	(28.82)	(340.00)	(160.00)	(60.00)
营业利润	1,398.37	1,344.50	1,889.99	2,370.44	2,841.20
营业外收入	18.27	34.06	31.73	28.02	31.27
营业外支出	35.18	43.36	34.34	37.62	38.44
利润总额	1,381.46	1,335.21	1,887.38	2,360.83	2,834.04
所得税	244.03	207.23	292.93	366.41	439.86
净利润	1,137.43	1,127.97	1,594.45	1,994.42	2,394.18
少数股东损益	92.88	63.84	71.46	99.72	119.71
归属于母公司净利润	1,044.55	1,064.13	1,522.99	1,894.70	2,274.47
每股收益(元)	0.29	0.29	0.42	0.52	0.63

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-2.15%	8.82%	23.68%	19.19%	18.32%
营业利润	8.71%	-3.85%	40.57%	25.42%	19.86%
归属于母公司净利润	1.90%	1.87%	43.12%	24.41%	20.04%
获利能力					
毛利率	12.65%	11.08%	11.65%	11.60%	11.58%
净利率	3.47%	3.25%	3.76%	3.92%	3.98%
ROE	10.83%	8.13%	11.03%	12.06%	12.65%
ROIC	10.15%	8.81%	10.89%	11.13%	11.85%
偿债能力					
资产负债率	83.25%	80.28%	82.93%	81.76%	82.70%
净负债率	152.07%	114.88%	100.30%	131.10%	102.47%
流动比率	1.00	1.00	1.02	1.04	1.05
速动比率	0.53	0.61	0.56	0.62	0.58
营运能力					
应收账款周转率	4.02	3.55	3.49	3.39	3.28
存货周转率	2.19	2.35	2.32	2.26	2.18
总资产周转率	0.51	0.48	0.50	0.53	0.55
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.29	0.42	0.52	0.63
每股经营现金流	0.33	0.33	0.43	0.78	0.25
每股净资产	2.67	3.63	3.83	4.35	4.98
估值比率					
市盈率	12.62	12.38	8.65	6.96	5.79
市净率	1.37	1.01	0.95	0.84	0.73
EV/EBITDA	9.95	9.72	7.63	6.90	6.61
EV/EBIT	11.62	11.39	8.64	7.73	7.31

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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com