

# 订单加速业绩，融资加码扩张

## ——四川路桥（600039）2018 半年报点评

2018 年 09 月 03 日

推荐/首次

四川路桥

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

### 事件：

公司于 2018.8.30 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 154.74 亿元，同比增加 16.72%；实现归母净利润 4.78 亿元，同比增加 27.52%；实现扣非归母净利润 4.7 亿元，扣非归母同比增加 29.64%。其中 Q2 实现营业收入 105.4 亿，同增 15.7%；实现归母净利润 3.63 亿，同增 28.13%。

表 1：公司分季度财务数据

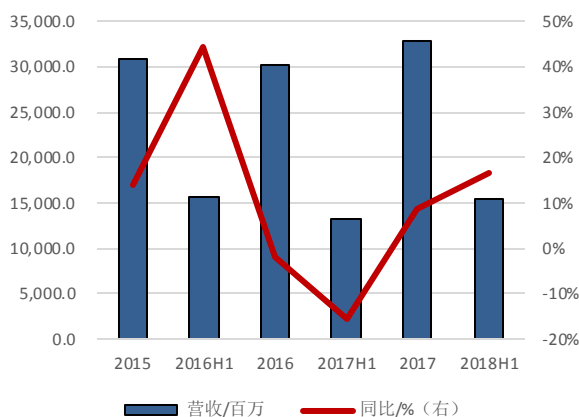
指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	6701.46	4147.56	9109.61	8236.3	11269.35	4933.98	10539.85
增长率（%）	-46.93%	-40.21%	4.27%	6.51%	68.16%	18.96%	15.70%
毛利率（%）	25.33%	11.44%	8.89%	8.61%	14.52%	11.06%	8.73%
期间费用率（%）	8.67%	10.10%	4.52%	6.60%	4.82%	9.16%	4.75%
营业利润率（%）	9.37%	2.95%	3.75%	1.34%	6.84%	2.91%	4.22%
净利润（百万元）	500.90	102.69	282.25	91.37	651.66	118.92	375.61
增长率（%）	-15.33%	-12.91%	-01.59%	-60.58%	30.10%	15.80%	33.08%
每股盈利（季度，元）	0.16	0.03	0.09	0.02	0.17	0.03	0.10
资产负债率（%）	83.25%	82.49%	82.99%	80.93%	80.28%	79.46%	80.78%
净资产收益率（%）	4.71%	0.96%	2.57%	0.69%	4.52%	0.84%	2.55%
总资产收益率（%）	0.79%	0.17%	0.44%	0.13%	0.89%	0.17%	0.49%

资料来源：公司公告、东兴证券

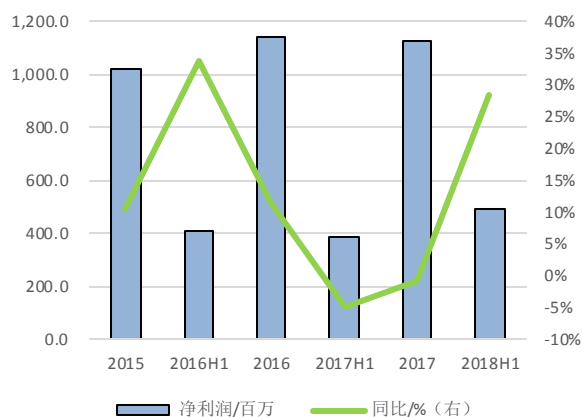
### 观点：

#### 1. 新承接业务量大幅提升，业绩成长加速度

- ◆ **业绩加速增长基本符合预期。**2018H1 公司营收 155 亿同增 16.7%，较 2017H1/2017 增速分别提高 32.1 个/7.9 个 pct；归母 4.8 亿同增 27.5%，较 2017H1/2017 增速分别提高 23.1 个/25.7 个 pct，业绩增速显著提升；
- ◆ **公司新承接业务量大幅提升推动业绩持续增长。**公司 2017/2018H1 中标金额为 475 亿/430 亿，分别同增 139%/106%，对应当期收入比分别高达 1.45 倍/2.78 倍，连续创 2010 年以来新高。公司依托区域工程龙头地位和四川铁投股东背景优势，借 PPP 和一带一路之势扩大业务规模，在上半年去杠杆深化/PPP 清库环境下仍维持新签订单增速不减，下半年随着西部补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务，有望充分受益中西部尤其是西南高潜力省份基建市场回暖而进一步加速拿单；

**图 1 2015-2018H1 营收及同比增速变化**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

**图 2 2015-2018H1 净利润及同比增速变化**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

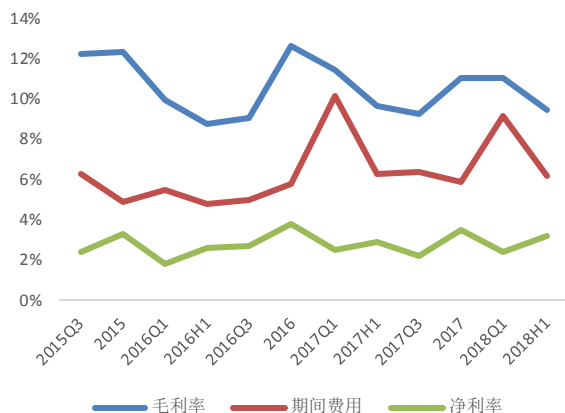
**图 3 2010-2018H1 中标金额及同比增速、当期营收及订单收入比变化**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

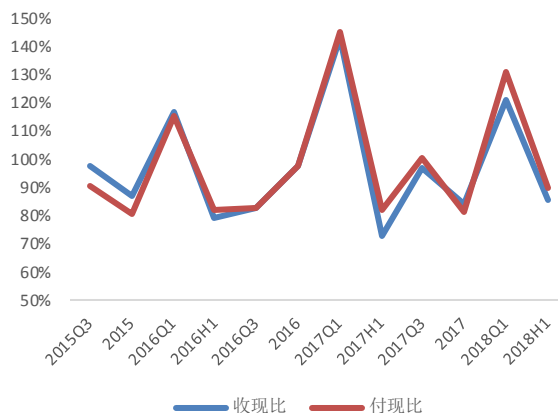
## 2. 整体盈利水平稳中有升, 经营性现金流有所改善, 筹资增多

- ◆ **毛利率、期间费率微幅下降, 资产减值损失减少叠加税率下降致整体盈利水平稳中有升。**报告期内毛利率为 9.47%, 较 2017H1/2017 分别下降 0.2 个/1.6 个 pct, 销售/管理/财务费率分别为 0.03%/1.5%/4.63%, 较上年同期分别变化 0 个/-0.1 个 pct, 合计期间费率 6.16% 同减 0.1 个 pct, 以上指标均较上年同期微幅下降。资产减值损失-1.32 亿较上年同期-0.35 亿减少 0.97 亿, 税率 17.36% 同减 0.3 个 pct, 致净利率率 3.2% 较上年同期增加了 0.3 个 pct, 整体盈利水平稳中有升;
- ◆ **收现比增幅大于付现比致经营性现金流有所改善。筹资性现金流入大幅增加。**报告期内收付现比 85.65%/89.67% 分别同增 12.5 个/7.6 个 pct, 经营性现金流净额-3.9 亿较去年同期-10.5 亿有所改善, 系收到了上年末结算的工程价款及本期新开工项目较多、收到的开工预付款增加所致。投资性现金净流出 13.9 亿较上年同期 12 亿流出加大。筹资性现金净流入 24.5 亿较上年同期 12.1 亿大幅增加, 系在建

投资项目新增银行借款所致。

**图 4 2015Q3-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

**图 5 2015Q3-2018H1 收付现比变化**


资料来源: Wind、东兴证券研究所

- 3. 在手现金充裕为承接项目和推进执行提供强力支撑。**公司于2018年6月和7月先后成功发行两批短期融资券合计16亿,并于5月启动了可转债工作,拟募集资金25亿元,扣除发行费用后拟用于西昌市绕城公路PPP项目和补充流动资金。目前正在准备申报资料过程中。报告期末公司货币资金110亿,同增61%约38.4亿。

## 结论:

报告期内公司营收/归母同增 17%/28%加速明显,系 2017-2018H1 新承接业务量大幅提升推动作用。毛利率、期间费率微幅下降,资产减值损失减少叠加税率下降致整体盈利水平稳中有升。收现比增幅大于付现比致经营性现金流有所改善。筹资性现金流入大幅增加。成功发行 2 批短期融资券并正常推进可转债,在手现金充裕为承接项目和推进执行提供强力支撑。判断下半年随着西部补短板作为当前深化供给侧结构性改革的重点任务,公司凭借区域工程龙头地位优势有望充分受益周边高潜力省份基建市场回暖而进一步加速拿单。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 402.85 亿元、473.1 亿元和 544.92 亿元;每股收益分别为 0.38 元、0.47 元和 0.53 元,对应 PE 分别为 9.4X、7.5X 和 6.7X,首次覆盖,给予“推荐”评级。

**风险提示: 宏观经济波动及政策风险、竞争风险、PPP 项目管控风险**

**表 2 公司财务指标预测**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	30,108.35	32,762.82	40,284.77	47,309.60	54,491.63
增长率 (%)	-2.15%	8.82%	22.96%	17.44%	15.18%
净利润 (百万元)	1,137.43	1,127.97	1,413.78	1,771.82	1,973.64
增长率 (%)	11.38%	-0.83%	25.34%	25.32%	11.39%
净资产收益率 (%)	10.83%	8.13%	12.17%	17.01%	21.83%
每股收益(元)	0.35	0.33	0.38	0.47	0.53
PE	10.26	10.73	9.40	7.48	6.68
PB	1.11	0.98	1.14	1.27	1.46

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

**表 3 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产合计</b>	31763	33631	43096	49612	60765	<b>营业收入</b>	30108	32763	40285	47310	54492
货币资金	7437	9567	12584	13898	19073	<b>营业成本</b>	26299	29134	35950	42039	48505
应收账款	2322	4288	4967	5833	6718	营业税金及附加	361	114	255	333	325
其他应收款	6207	5664	6965	8179	9421	营业费用	9	12	40	32	37
预付款项	478	706	1784	2294	3047	管理费用	478	519	806	848	977
存货	14809	13132	16252	18977	21911	财务费用	1257	1386	1065	1548	1855
其他流动资产	74	226	301	288	401	资产减值损失	302.24	270.47	405.70	338.09	371.90
<b>非流动资产合计</b>	31717	39390	42818	46320	48214	公允价值变动收益	-3.16	2.60	-3.16	-1.24	-0.60
长期股权投资	783	1188	1901	2566	3464	投资净收益	-0.59	8.21	0.82	4.52	2.67
固定资产	2,469	2,390	2,266	2,130	1,981	<b>营业利润</b>	1398	1344	1761	2175	2422
无形资产	23009	26604	26604	26604	23944	营业外收入	18.27	34.06	21.51	24.61	26.73
其他非流动资产	245	311	467	467	467	营业外支出	35.18	43.36	65.04	47.86	52.08
<b>资产总计</b>	63480	73021	85914	95932	108979	<b>利润总额</b>	1381	1335	1717	2152	2397
<b>流动负债合计</b>	31694	33566	39224	45101	53308	所得税	244	207	303	380	423
短期借款	4705	4547	14940	16716	22175	<b>净利润</b>	1137	1128	1414	1772	1974
应付账款	10770	13784	11819	15549	18840	少数股东损益	93	64	51	57	54
预收款项	6415	4085	2398	762	-1720	归属母公司净利润	1045	1064	1363	1714	1919
一年内到期的非流	3412	4623	3023	3686	3777	EBITDA	25709	29425	5622	6532	7102
<b>非流动负债合计</b>	21152	25053	34136	39335	45411	<b>EPS (元)</b>	0.35	0.33	0.38	0.47	0.53
长期借款	18258	24150	32150	37425	43814	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	2491	498	1660	1550	1236		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	52846	58619	73360	84437	98719	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	989	1306	1357	1414	1468	营业收入增长	-2.15%	8.82%	22.96%	17.44%	15.18%
实收资本(或股本)	3020	3611	3611	3611	3611	营业利润增长	8.71%	-3.85%	30.95%	23.55%	11.37%
资本公积	1229	2987	2987	2987	2987	归属于母公司净利润	1.90%	1.87%	28.07%	25.80%	11.96%
未分配利润	4508	5422	3985	2433	656	<b>盈利能力</b>					
归属母公司股东权	9645	13096	11198	10082	8792	毛利率(%)	12.55%	11.08%	10.76%	11.14%	10.99%
<b>负债和所有者权益</b>	63480	73021	85914	95932	108979	净利率(%)	3.78%	3.44%	3.51%	3.75%	3.62%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
	单位:百万元					1.50%	1.65%	1.46%	1.59%	1.79%	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>ROE(%)</b>					
						10.83%	8.13%	12.17%	17.01%	21.83%	
<b>经营活动现金流</b>	1190	1185	-3576	4540	3764	<b>偿债能力</b>					
净利润	1137	1128	1414	1772	1974	资产负债率(%)	83%	80%	85%	88%	91%
折旧摊销	23,055	26,695	26,740	2,809	2,824	流动比率	1.00	1.00	1.10	1.10	1.14
财务费用	1257	1386	1065	1548	1855	速动比率	0.53	0.61	0.68	0.68	0.73
应付账款的变化	-1243	-1966	-679	-866	-885	<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	500	-2330	-1687	-1636	-2482	总资产周转率	0.51	0.48	0.51	0.52	0.53
<b>投资活动现金流</b>	-3815	-4893	-4227	-3857	-5153	应收账款周转率	17.71	9.91	8.71	8.76	8.68
公允价值变动收益	-3	3	-3	-1	-1	应付账款周转率	2.84	2.67	3.15	3.46	3.17
长期股权投资减少	-1126	-3574	-3651	-3509	-4769	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-1	8	1	5	3	每股收益(最新摊薄)	0.35	0.33	0.38	0.47	0.53
<b>筹资活动现金流</b>	4042	5986	14349	3291	6563	每股净现金流(最新摊)	0.47	0.63	1.81	1.10	1.43
应付债券增加	0	-1992	1162	-111	-314	每股净资产(最新摊)	3.19	3.63	3.10	2.79	2.44
长期借款增加	0	0	8000	5275	6389	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	591	0	0	0	P/E	10.26	10.73	9.40	7.48	6.68
资本公积增加	44	1758	0	0	0	P/B	1.11	0.98	1.14	1.27	1.46
<b>现金净增加额</b>	1417	2278	6547	3974	5174	EV/EBITDA	1.25	1.26	9.25	8.92	9.12

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。