

四川路桥 (600039)

营收、利润稳步增长，经营现金流持续改善

公司近期公布 2018 年第三季度报告，2018 年前三季度实现营收 246.11 亿元，同增 14.50%；归母净利润 5.52 亿元，同增 26.86%。点评如下：

订单增速有所放缓，营业收入稳步增长

2018 年前三季度公司累计中标合同金额约 484.06 亿元，是公司 2017 年营业收入的 1.48 倍，同比增长 17.05%，上半年增速为 106.41%，订单增速有所下降；前三季度公司累计投资中标 PPP 项目 8 个，项目总投资额约 105.71 亿元。随着公司业务逐渐向省外扩张，区域经营效果显现，且公司在西部地区铁路投资市场具领先地位，拥有铁路工程施工总承包三级资质，有望充分受益川藏铁路的建设投资。

公司 2018 年前三季度完成营业收入 246.11 亿元，同增 14.50%。单季度来看，2018 年第三季度公司实现营收 91.37 亿元，同比增加 10.94%，随着工程项目的有序推进，预计全年营收增速仍旧保持稳健态势。毛利率方面，2018 年前三季度公司销售毛利率为 8.90%，较去年同期微降 0.37 个百分点，或与部分项目的业主付款能力有所提升，毛利率稍有降低有关。

期间费用率与净利润增速保持稳定

公司 2018 年前三季度期间费用率为 6.19%，同比减少 0.20 个百分点。其中销售费用率和管理费用率保持稳定；财务费用率减少了 0.30 个百分点，主要由于去年下半年进行了增发，有一定利息收入。研发费用率为 0.13%，资产减值损失较去年同期减少了 1.12 亿元，主要是因为坏账准备转回，计提的坏账损失减少所致。综合来看，公司 2018 年前三季度净利率为 2.33%，较前值增加 0.11 个百分点，归母净利润为 5.52 亿元，同增 26.86%。

收付现比基本稳定，经营现金流有所好转

公司收现比为 0.9742，同比增加 0.47 个百分点；同期公司付现比为 0.9881，同比下降 1.45 个百分点。2018 年前三季度公司经营活动产生现金流净额为 -2.46 亿元，净流出额较去年同期缩减 1.34 亿元。

投资建议

公司营业收入、利润稳步增长，经营现金流持续好转，且目前估值处于低位。但是考虑到目前降杠杆、防风险的大背景，公司承接的订单可能会受到影响，因此我们下调公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.40、0.49 和 0.59 元（原来 EPS 分别为 0.42、0.52 和 0.63 元），对应 PE 分别为 9、7、6 倍，维持“买入”评级。维持公司目标价 4.75 元。

风险提示：基建投资增速不达预期风险，公司项目推进不达预期

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	39,273.87	46,724.45	55,266.83
增长率(%)	(2.15)	8.82	19.87	18.97	18.28
EBITDA(百万元)	3,102.39	3,192.24	4,179.04	4,744.65	5,461.19
净利润(百万元)	1,044.55	1,064.13	1,438.65	1,770.82	2,135.46
增长率(%)	1.90	1.87	35.19	23.09	20.59
EPS(元/股)	0.29	0.29	0.40	0.49	0.59
市盈率(P/E)	11.96	11.74	8.68	7.05	5.85
市净率(P/B)	1.30	0.95	0.91	0.81	0.71
市销率(P/S)	0.41	0.38	0.32	0.27	0.23
EV/EBITDA	9.95	9.72	7.62	6.99	6.64

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	3.46 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)	3,457.07
A 股总市值(百万元)	12,492.42
流通 A 股市值(百万元)	11,961.47
每股净资产(元)	3.67
资产负债率(%)	81.16
一年内最高/最低(元)	4.44/2.94

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

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

股价走势

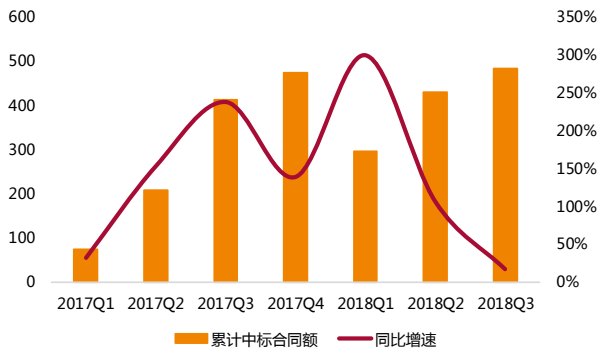


资料来源：贝格数据

相关报告

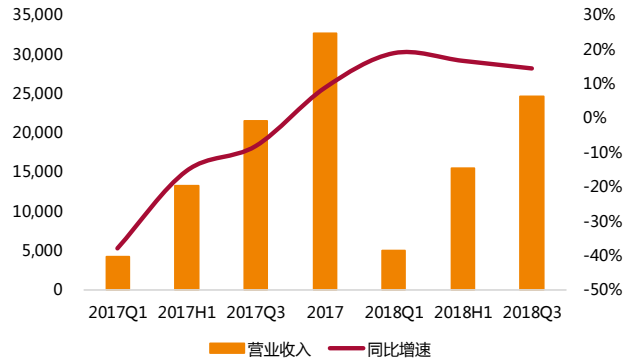
- 《四川路桥-半年报点评:新签订单持续高增长，经营现金流大幅改善》 2018-09-01
- 《四川路桥-年报点评报告:四季度营收、利润大幅提升，订单充裕保障未来增长》 2018-04-16
- 《四川路桥-季报点评:订单大幅增长，营收增速持续提速，利润增速不及预期》 2017-10-31

图 1：公司累计中标合同额（亿元）及同比增速



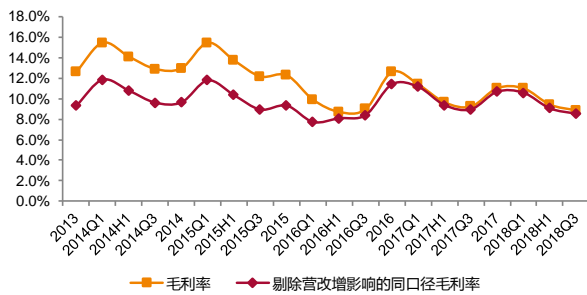
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：营业收入及增速(单季, 百万元)



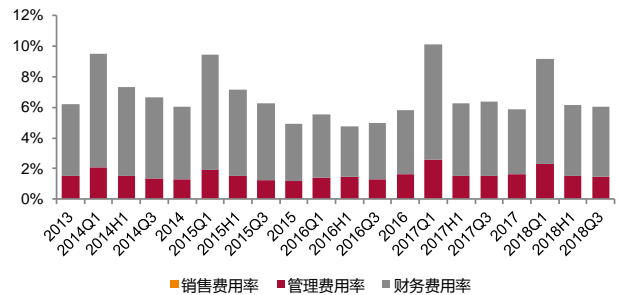
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：毛利率及剔除营改增后毛利率



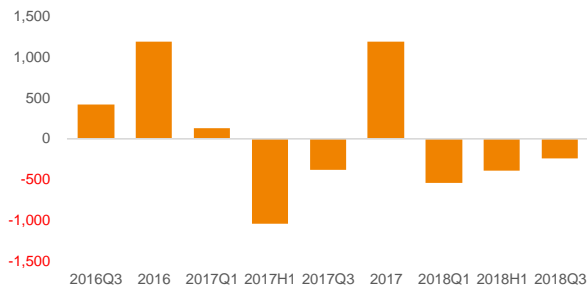
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：三项费用率



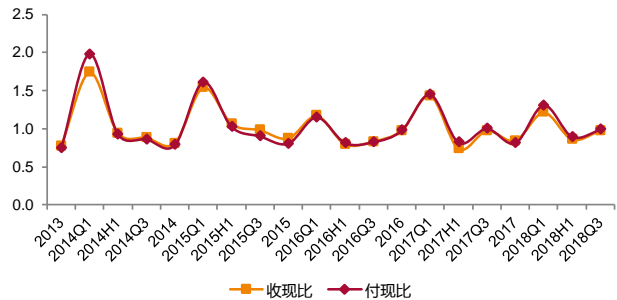
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：经营性现金流（百万元）



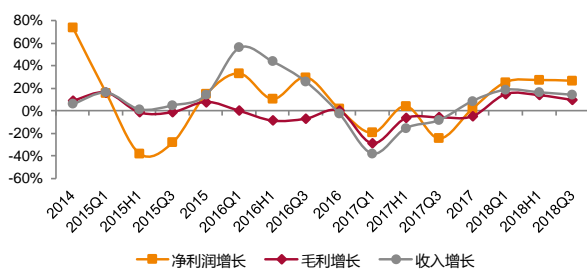
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：收付现比



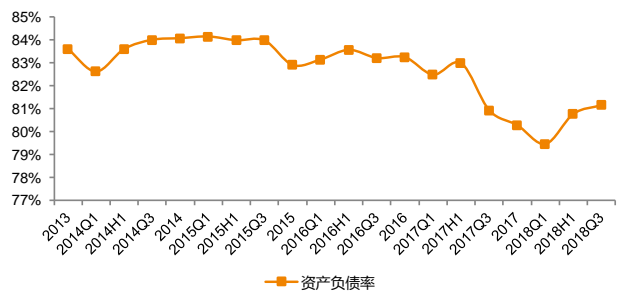
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：净利、毛利及收入增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：资产负债率



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	11,468.58	13,644.26	16,138.77
应收账款	8,529.26	9,952.15	12,528.72	14,925.13	18,578.56
预付账款	477.65	705.65	724.40	1,024.36	1,110.23
存货	14,809.09	13,132.49	20,635.75	20,658.36	29,746.55
其他	510.09	273.46	538.83	544.80	542.50
流动资产合计	31,762.64	33,630.99	45,896.29	50,796.91	66,116.62
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	86,679.53	93,060.72	109,839.78
短期借款	4,705.00	4,546.50	10,747.25	13,854.15	18,705.39
应付账款	15,449.49	18,017.19	21,449.00	24,738.09	28,748.99
其他	11,539.10	11,002.17	12,913.09	10,758.33	15,776.21
流动负债合计	31,693.59	33,565.86	45,109.34	49,350.56	63,230.60
长期借款	18,257.62	24,150.04	24,589.67	24,865.61	25,516.79
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	26,470.19	26,746.14	27,397.31
负债合计	52,845.59	58,619.36	71,579.53	76,096.70	90,627.91
少数股东权益	989.35	1,305.65	1,373.16	1,466.36	1,578.75
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	10,116.32	11,887.14	14,022.60
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	15,100.00	16,964.02	19,211.87
负债和股东权益总	63,479.54	73,020.80	86,679.53	93,060.72	109,839.78

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,137.43	1,127.97	1,438.65	1,770.82	2,135.46
折旧摊销	525.21	564.60	504.22	525.43	546.65
财务费用	1,170.82	1,430.48	1,889.36	2,003.13	2,246.55
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)	(1,922.21)	(1,590.61)	(3,796.41)
其它	25.46	2,659.45	67.50	93.20	112.39
经营活动现金流	1,190.14	1,185.16	1,807.51	2,721.97	1,214.63
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	38,836.92	42,219.76	47,722.18
股权融资	(992.74)	1,385.48	(2,586.95)	(1,893.13)	(2,136.55)
其他	(23,830.02)	(29,217.64)	(34,051.83)	(38,946.92)	(42,329.76)
筹资活动现金流	4,042.08	5,985.83	2,198.14	1,379.71	3,255.88
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	1,901.33	2,175.69	2,494.51

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	30,108.35	32,762.82	39,273.87	46,724.45	55,266.83
营业成本	26,299.10	29,133.52	34,697.24	41,335.67	48,903.59
营业税金及附加	361.01	114.33	137.05	163.05	192.86
营业费用	9.23	12.32	14.77	18.69	22.11
管理费用	478.11	519.27	622.47	740.56	903.75
财务费用	1,256.54	1,386.41	1,889.36	2,003.13	2,246.55
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	1,785.46	2,216.08	2,667.99
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	1,782.85	2,206.48	2,660.82
所得税	244.03	207.23	276.71	342.46	412.97
净利润	1,137.43	1,127.97	1,506.15	1,864.02	2,247.85
少数股东损益	92.88	63.84	67.50	93.20	112.39
归属于母公司净利润	1,044.55	1,064.13	1,438.65	1,770.82	2,135.46
每股收益(元)	0.29	0.29	0.40	0.49	0.59

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	-2.15%	8.82%	19.87%	18.97%	18.28%
营业利润	8.71%	-3.85%	32.80%	24.12%	20.39%
归属于母公司净利润	1.90%	1.87%	35.19%	23.09%	20.59%
获利能力					
毛利率	12.65%	11.08%	11.65%	11.53%	11.51%
净利率	3.47%	3.25%	3.66%	3.79%	3.86%
ROE	10.83%	8.13%	10.48%	11.43%	12.11%
ROIC	10.15%	8.81%	10.55%	10.78%	11.49%
偿债能力					
资产负债率	83.25%	80.28%	82.58%	81.77%	82.51%
净负债率	152.07%	114.88%	100.89%	125.41%	105.31%
流动比率	1.00	1.00	1.02	1.03	1.05
速动比率	0.53	0.61	0.56	0.61	0.58
营运能力					
应收账款周转率	4.02	3.55	3.49	3.40	3.30
存货周转率	2.19	2.35	2.33	2.26	2.19
总资产周转率	0.51	0.48	0.49	0.52	0.54
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.29	0.40	0.49	0.59
每股经营现金流	0.33	0.33	0.50	0.75	0.34
每股净资产	2.67	3.63	3.80	4.29	4.88
估值比率					
市盈率	11.96	11.74	8.68	7.05	5.85
市净率	1.30	0.95	0.91	0.81	0.71
EV/EBITDA	9.95	9.72	7.62	6.99	6.64
EV/EBIT	11.62	11.39	8.67	7.86	7.38

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 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