

订单高速增长, 增长空间巨大

投资要点

- **事件:** 公司发布中标公告。
- **订单高速增长, 业绩有所保障:** 截至2018年11月30日, 公司本年度累计中标工程施工项目164个, 累计中标金额约645.80亿元, 金额同比上升42.5%, 其中公司本年度累计中标PPP项目10个, 项目累计总投资额约121.19亿元。预计全年将保持订单高速增长趋势, 未来业绩有所保障。
- **省内投资保持景气, 增长空间巨大:** 相较于今年西部地区公路固定资产投资的整体下滑, 四川省内公路投资继续保持稳定增长, 截止至十月底, 四川公路投资保持同比增长11.8%, 年内数据看来整体公路投资处于提升趋势中。西部大开发十三五规划提出到2020年新建农村公路45万公里, 同时四川省十三五脱贫规划计划新建公路9343公里。在巨大的基建需求下, 公司作为西部路桥施工龙头, 受益明显, 订单增长迅猛。2017年中标订单474.5亿元, 同比增长139%, 按照今年前11月增长趋势估算2018年全年新签订单或达700亿, 在手未完成或达千亿。随着基建补短板政策持续落地, 订单有望加速增长, 业绩增长空间巨大。同时, 公司BOT高速运营超预期, 由于近年来四川省的经济发展状况和路网已发生了显著的变化, 成自泸高速公路、自隆高速公路、内威荣高速公路原来预测的交通量与实际情况差异日益显现, 整体交通流量高于预计值, 实际贡献收入超预期, 未来将为公司带来稳定收入及现金流。1-9月, 公司成自泸高速公路、自隆高速公路、内威荣高速公路实际通行费较原预计通行费分别增长49.38%、64.08%、-6.92%, 较现预计通行费分别增长7.79%、23.29%、3.90%。
- **在手现金充足, 保障项目落地:** 2017年及2018年上半年公司中标金额呈快速增长趋势, 项目所需资金量也随之增大, 为保障项目落地, 公司积极寻求多渠道融资。2017年9月公司定向增发23.1亿元, 2018H1短期融资16亿元, 同时公司还在筹划发行可转债25亿元主要用于西昌市绕城公路(G108、G248、G348线西昌市过境段)PPP项目。目前公司在手现金充沛, 随着订单顺利转化, 将推动业绩维持高增长。
- **盈利预测与评级:** 预计公司2018-2020年营业收入和归母净利润复合增长率为17.38%和20.41%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 基建投资下行风险, 业务拓展不达预期风险, 应收款及现金流风险。

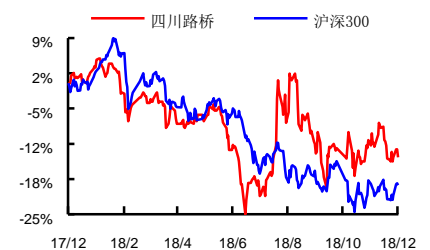
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	32762.82	40376.51	47624.50	52992.44
增长率	8.82%	23.24%	17.95%	11.27%
归属母公司净利润(百万元)	1064.13	1300.38	1618.52	1857.62
增长率	1.87%	22.20%	24.47%	14.77%
每股收益EPS(元)	0.29	0.36	0.45	0.51
净资产收益率ROE	7.83%	9.34%	10.58%	11.02%
PE	12	10	8	7
PB	0.98	0.96	0.87	0.79

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)	34.57
52周内股价区间(元)	2.99-4.18
总市值(亿元)	121.67
总资产(亿元)	780.55
每股净资产(元)	3.67

相关研究

1. 四川路桥(600039): 业绩优良订单爆发, 基建补短板增长空间大 (2018-09-03)
2. 四川路桥(600039): 受益区域公路投资高景气, 西部龙头再获大单 (2018-01-05)

关键假设：

假设 1：受益于精准扶贫和基建补短板，公司工程施工业务订单大幅增长，预计 2018-2020 年订单增速为 100%、50%、20%。

假设 2：公司项目持续落地、毛利率保持平稳，2018-2020 年工程施工毛利率为 11%。

基于合理假设并考虑公司实际情况，我们预计公司 2018-2020 年各业务板块的收入和毛利情况如下表所示：

表 1：分业务板块盈利预测

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	32762.8	40376.5	47624.5	52992.4
	yoy	8.8%	23.2%	18.0%	11.3%
	毛利率	11.1%	10.3%	9.9%	9.8%
工程施工	收入	24879.7	29855.6	34333.9	38454.0
	yoy	3.2%	20.0%	15.0%	12.0%
	毛利率	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
物流贸易	收入	6410.3	8974.4	11666.7	12833.4
	yoy	41.6%	40.0%	30.0%	10.0%
	毛利率	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
BT 及 BOT 融资	收入	1147.0	1204.3	1264.6	1327.8
	yoy	2.2%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	60.4%	60.0%	60.0%	60.0%
水利发电	收入	176.6	185.5	194.7	204.5
	yoy	1.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	34.7%	35.0%	35.0%	35.0%
其他	收入	149.2	156.7	164.5	172.8
	yoy	-18.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	28.8%	28.8%	28.8%	28.8%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	32762.82	40376.51	47624.50	52992.44	净利润	1127.97	1378.40	1715.62	1969.06
营业成本	29133.52	36214.88	42915.16	47780.34	折旧与摊销	564.60	2817.61	2817.61	2817.61
营业税金及附加	114.33	140.90	166.19	184.92	财务费用	1386.41	1466.76	1483.07	1577.35
销售费用	12.32	13.58	16.33	18.22	资产减值损失	270.47	286.35	278.41	282.38
管理费用	519.27	640.35	755.14	840.31	经营营运资本变动	669.37	-113.11	-35.37	157.24
财务费用	1386.41	1466.76	1483.07	1577.35	其他	-2833.67	-304.02	-319.47	-286.94
资产减值损失	270.47	286.35	278.41	282.38	经营活动现金流净额	1185.16	5531.99	5939.88	6516.71
投资收益	8.21	15.62	15.83	15.72	资本支出	-2302.39	-149.95	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.60	1.01	0.85	1.19	其他	-2590.35	38.30	16.68	16.92
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4892.74	-111.65	16.68	16.92
营业利润	1344.50	1630.33	2026.88	2325.83	短期借款	-158.50	26160.50	-30707.00	8122.62
其他非经营损益	-9.29	-8.68	-8.50	-9.28	长期借款	5892.42	-30000.00	30000.00	-15000.00
利润总额	1335.21	1621.64	2018.38	2316.55	股权融资	2349.10	0.00	0.00	0.00
所得税	207.23	243.25	302.76	347.48	支付股利	-150.99	-212.83	-260.08	-323.70
净利润	1127.97	1378.40	1715.62	1969.06	其他	-1946.20	-6897.62	-1483.07	-1577.35
少数股东损益	63.84	78.01	97.10	111.44	筹资活动现金流净额	5985.83	-10949.94	-2450.15	-8778.44
归属母公司股东净利润	1064.13	1300.38	1618.52	1857.62	现金流量净额	2280.09	-5529.60	3506.40	-2244.81
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	9567.25	4037.65	7544.06	5299.24	成长能力				
应收和预付款项	10666.09	12169.10	14761.06	16405.65	销售收入增长率	8.82%	23.24%	17.95%	11.27%
存货	13132.49	16332.24	19383.20	21568.49	营业利润增长率	-3.85%	21.26%	24.32%	14.75%
其他流动资产	265.16	296.11	346.22	383.32	净利润增长率	-0.83%	22.20%	24.47%	14.77%
长期股权投资	1187.91	1187.91	1187.91	1187.91	EBITDA 增长率	3.63%	79.48%	6.98%	6.21%
投资性房地产	20.91	20.91	20.91	20.91	获利能力				
固定资产和在建工程	2396.79	2217.60	2038.41	1859.21	毛利率	11.08%	10.31%	9.89%	9.84%
无形资产和开发支出	26604.23	24126.20	21498.22	18870.24	三费率	5.85%	5.25%	4.73%	4.60%
其他非流动资产	9179.97	9169.53	9159.10	9148.66	净利率	3.44%	3.41%	3.60%	3.72%
资产总计	73020.80	69557.25	75939.07	74743.64	ROE	7.83%	9.34%	10.58%	11.02%
短期借款	4546.50	30707.00	0.00	8122.62	ROA	1.54%	1.98%	2.26%	2.63%
应付和预收款项	18890.23	22193.18	26560.19	29677.32	ROIC	7.68%	8.57%	10.35%	12.48%
长期借款	24150.04	-5849.96	24150.04	9150.04	EBITDA/销售收入	10.06%	14.65%	13.29%	12.68%
其他负债	11032.59	7747.61	9013.88	9933.33	营运能力				
负债合计	58619.36	54797.83	59724.11	56883.31	总资产周转率	0.48	0.57	0.65	0.70
股本	3610.53	3610.53	3610.53	3610.53	固定资产周转率	13.49	17.56	22.46	27.29
资本公积	2987.39	2987.39	2987.39	2987.39	应收账款周转率	9.91	9.84	10.68	9.95
留存收益	5690.29	6777.84	8136.29	9670.20	存货周转率	2.08	2.45	2.40	2.33
归属母公司股东权益	13095.79	13375.75	14734.20	16268.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.93%	—	—	—
少数股东权益	1305.65	1383.67	1480.77	1592.21	资本结构				
股东权益合计	14401.44	14759.42	16214.97	17860.33	资产负债率	80.28%	78.78%	78.65%	76.10%
负债和股东权益合计	73020.80	69557.25	75939.07	74743.64	带息债务/总负债	49.80%	46.27%	41.27%	31.24%
					流动比率	1.00	0.55	1.21	0.93
					速动比率	0.61	0.28	0.65	0.47
					股利支付率	14.19%	16.37%	16.07%	17.43%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	每股指标				
EBITDA	3295.51	5914.70	6327.56	6720.79	每股收益	0.29	0.36	0.45	0.51
PE	12.11	9.91	7.96	6.94	每股净资产	3.63	3.70	4.08	4.51
PB	0.98	0.96	0.87	0.79	每股经营现金	0.33	1.53	1.65	1.80
PS	0.39	0.32	0.27	0.24	每股股利	0.04	0.06	0.07	0.09
EV/EBITDA	8.49	4.24	3.29	2.41					
股息率	1.17%	1.65%	2.02%	2.51%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn