

利润低于预期，看好订单复苏和盈利修复

——成都路桥（002628）2018 年报点评

2019 年 04 月 08 日

中性/首次

成都路桥

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 27.26 亿，同增 37.15%，实现归母净利润-4.91 亿，同增 2.38%，实现扣非 0.17 亿，同增-4.56%；
- **材料价格上涨和新签下滑致毛利率/净利率降低。收付现比此消彼长、经营现金流扭正为负。负债率上升。**公司全年毛利率 1.52% (-3.4pp)，主要原因包括（1）年内环保限产致水泥砂石等材料价格大幅上涨、（2）新签订单 11 亿大幅同减 75%、（3）在建广吉高速项目水泥等材料综合用量提高等；销售/管理/财务/期间费率分别为 0% (-)/2.94% (-0.8pp)/0.55% (-0.4pp)/3.49% (-1.2pp)；减值-500 万 (-111%) 判断系应收款减少、转回部分坏账准备，数额占净利润 24%；税率 35.8% (-13pp)；净利率 0.77% (-0.4pp)；收付现比为 97.32% (-3.5pp)/97.53% (+6.7pp)，经营现金流-0.43 亿同减 2.69 亿，系项目支付增加；负债率 54.4% (+2.2pp)；
- **按其推进重点项目带动收入增长，盈利能力下降致利润下滑。**全年营收/归母同增 37.15% (+41pp)/-4.91% (+44pp)，营收增长较快系之前年度承接业务量较为充沛，报告期内按期推进了雅康高速、汶马高速等重点项目，同时上年度收入基数较小；归母同比下滑系前述原因导致净利率降低；
- **深耕高潜力市场，竞争力和在手订单可观，最大单体项目贷款合同已落地。顺利完成高管改选和控制权交接。看好后期订单复苏和盈利修复。**四川为重点补短板区域、脱贫攻坚重镇，2015-2017 建筑业产值增速分别为 8.7%/13.6%/14.5% 位居全国前列；2018.1-11 公路投资 1421 亿 (+13.2%) 仅次于云贵，2019 年将完成 1400-1500 亿元；成都定位于西部中心和交通枢纽，2019 年将加速建设，全年拟实施重点项目总投资达 3.4 万亿、年度投资 4805 亿，其中省重点项目年度投资 1688 亿；公司拥有公路/市政施工总承包一级资质和桥隧等若干专业承包一级资质，系省内少数业务资质涵盖范围最广的承包商之一，报告期内省内收入 22.45 亿，占比 82% (+10pp)。报告期内顺利完成控制权交接和董监高改选，经营持续步入正轨。Q1-Q4 新签订单分别为 2.4 亿/0/0/8 亿，显露复苏迹象，期末在手订单 43 亿，对应当期收入 1.6 倍，年内实现了达州至宣汉快速通道 PPP 项目 18 亿元贷款合同落地并完成了共计 2.7 亿元的提款。同时公司后续项目已在投标报价中考虑材料价格上涨因素，有望逐渐实现盈利修复；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 37.79 亿元、47.35 亿、52.37 亿元；归母净利润分别为 0.32 亿元、0.42 亿元和 0.47 亿元；EPS 分别为 0.04 元、0.05 元和 0.06 元，对应 PE 分别为 144X、110X 和 98X。首次覆盖，给予“中性”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济风险；2、市场竞争风险；3、材料价格风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,987.27	2,725.61	3,778.95	4,734.69	5,236.77
增长率（%）	-3.63%	37.15%	38.65%	25.29%	10.60%
净利润（百万元）	22.35	20.96	31.61	41.30	46.55
增长率（%）	-49.11%	-6.23%	50.80%	30.68%	12.71%
净资产收益率（%）	0.84%	0.79%	1.19%	1.54%	1.73%
每股收益（元）	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06
PE	201.67	201.67	143.94	110.44	98.08
PB	1.67	1.66	1.72	1.70	1.69

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

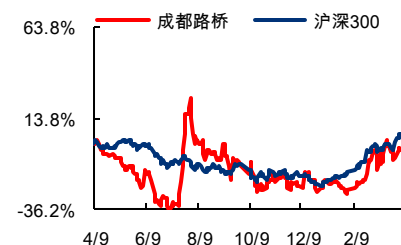
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	6.05-6.25
总市值（亿元）	46.02
流通市值（亿元）	43.78
总股本/流通 A 股（万股）	76067/72357
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.51

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

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				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4043	3937	4587	5635	7702	营业收入	1987	2726	3779	4735	5237				
货币资金	1187	1032	831	808	2064	营业成本	1890	2684	3652	4572	5056				
应收账款	799	608	828	1038	1148	营业税金及附	6	7	9	12	13				
其他应收	721	667	924	1158	1281	营业费用	0	0	0	0	0				
预付款项	28	26	23	20	16	管理费用	74	80	156	206	244				
存货	792	1122	1101	1253	1662	财务费用	19	15	-4	-2	34				
其他流动	59	97	494	954	1106	资产减值损失	47	(5)	(4)	(4)	(3)				
非流动资产	1558	2000	2255	2458	2693	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	273	277	291	306	336	投资净收益	96	89	98	132	198				
固定资产	47	50	53	56	58	营业利润	47	34	67	83	91				
无形资产	2	2	2	2	2	营业外收入	2	0	2	1	1				
其他非流	70	0	0	0	0	营业外支出	6	1	20	20	20				
资产总计	5600	5937	6842	8092	10396	利润总额	44	33	49	64	73				
流动负债	2760	2790	3691	4895	7103	所得税	21	12	18	23	26				
短期借款	0	0	0	0	1187	净利润	22	21	32	41	47				
应付账款	1671	1731	2601	3821	4849	少数股东损益	0	0	0	0	0				
预收款项	279	506	506	506	506	归属母公司净	22	21	32	42	47				
一年内到	310	69	69	62	56	EBITDA	120	147	113	140	197				
非流动负	163	440	455	483	560	EPS (元)	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06				
长期借款	110	265	228	201	231	主要财务比率									
应付债券	0	0	0	0	0		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	2923	3229	4145	5379	7663	成长能力									
少数股东	1	15	14	14	13	营业收入增长	-3.63%	37.15%	38.65%	25.29%	10.60%				
实收资本	737	737	761	761	761	营业利润增长	-20.13%	-28.23%	98.77%	22.82%	10.26%				
资本公积	839	839	839	839	839	归属于母公司	-48.94%	-4.91%	49.93%	30.33%	12.60%				
未分配利	920	941	827	829	830	获利能力									
归属母公	2675	2693	2682	2700	2719	毛利率(%)	4.81%	1.42%	3.36%	3.43%	3.44%				
负债和所	5600	5937	6842	8092	10396	净利率(%)	1.12%	0.77%	0.84%	0.87%	0.89%				
现金流						总资产净利润	7.81%	0.40%	0.36%	0.47%	0.51%				
量表						ROE (%)	0.84%	0.79%	1.19%	1.54%	1.73%				
经营活动	225	-43	19	121	187	偿债能力									
净利润	22	21	32	41	47	资产负债率(%)	52%	54%	61%	66%	74%				
折旧摊销	53	98	99	101	103	流动比率	1.46	1.41	1.24	1.15	1.08				
财务费用	19	15	-4	-2	34	速动比率	1.18	1.01	0.94	0.90	0.85				
应收账款	84	191	-220	-209	-110	营运能力									
预收帐款	-142	227	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.47	0.59	0.63	0.57				
投资活动	76	-12	-213	-155	-140	应收账款周转	2.36	3.87	5.26	5.07	4.79				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	1.22	1.60	1.74	1.47	1.21				
长期股权	0	0	-254	-218	-253	每股指标 (元)									
投资收益	96	89	98	132	198	每股收益(最新)	0.03	0.03	0.04	0.05	0.06				
筹资活动	-153	-88	46	93	1187	每股净现金流	0.20	-0.19	-0.19	0.08	1.62				
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	3.63	3.65	3.53	3.55	3.57				
长期借款	0	0	-23	66	22	估值比率									
普通股增	0	0	23	0	0	P/E	201.67	201.67	143.94	110.44	98.08				
资本公积	0	0	0	0	0	P/B	1.67	1.66	1.72	1.70	1.69				
现金净增	149	-144	-148	60	1234	EV/EBITDA	30.80	25.67	35.96	28.98	20.40				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

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法律责任。

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。