

证券研究报告—动态报告
建筑工程
建筑施工
四川路桥(600039)
买入

合理估值: 5.74-6.15 元 昨收盘: 4.14 元

(维持评级)

2019年04月22日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	3611/3457
总市值/流通(百万元)	14950/14312
上证综指/深圳成指	3190/10158
12个月最高/最低(元)	4.14/2.99

相关研究报告:

《国信证券-四川路桥(600039.SH)深度报告:西部基建龙头,订单充沛迎拐点,多元布局促发展》——2018-08-07

《国信证券-四川路桥(600039.SH)半年报业绩点评:西部基建龙头,业绩提速,有望受益基建补短板》——2018-08-31

证券分析师: 周松

电话: 021-60875163
 E-MAIL: zhou song@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码:
 S0980518030001

联系人: 江剑

电话: 021-60933161
 E-MAIL: jiangjian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

2018 年年报点评

营收提速订单高增长, 受益于基建补短板

● 营收增长提速, 新签订单高增长

2018 年公司实现营收 400.19 亿, 同比增长 22.15%, 比 2017 年增速提升 13.33pct; 实现归母净利润 11.72 亿, 同比增长 10.11%。主营业务工程施工增长稳健, 实现收入 305.19 亿, 同比增长 22.67%; 全年新签工程订单 691.02 亿元, 同比增长 45.63%。

● 盈利能力有所提升, 现金流大幅改善

公司 2018 年 ROE 为 11.24%, 同比提升 1.56pct。毛利率为 12.65%, 同比提升 1.57pct, 毛利率提升主要是由于高毛利率的投资运营类业务占比的提升; 净利率为 3.78%, 同比提升 0.34pct。期间费用率为 5.79%, 同比下降 0.06pct; 其中管理费用率提升 0.01pct 至 1.59%, 财务费用率下降 0.06pct 至 4.17%, 销售费用率下降 0.01pct 至 0.03%。总资产周转率为 0.51 次, 同比提升 6.25%, 应收账款周转率为 17.71 次, 同比提升 78.71%; 资产负债率为 83.25%, 同比提升 2.97pct。2018 年实现经营性净现金流 32.33 亿, 同比提升 172.83%; 经营性净现金流/营业收入为 8.08%, 同比提升 4.46pct。

● Q4 业绩增长有所放缓

公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 49.34 亿、105.40 亿、91.37 亿、41.48 亿, 同比增长 18.96%、15.70%、10.94%、-40.21%; 实现净利润 1.15 亿、3.63 亿、0.74 亿、0.91 亿, 同比增长 25.60%、28.13%、22.74%、-17.48%。四季度公司业绩增长有所放缓。

● 投资运营项目进入收获期, 有望受益西南地区基建补短板

报告期内公司在手的成德绵、成自泸、内威荣、江习古高速公路等 PPP 项目投入运营, 交通基建运营业务实现收入 15.12 亿, 同比增长 31.85%, 未来随着更多 PPP 项目投入运营, 公司的毛利率和现金流有望逐步提升。四川省 2019 年交通投资计划达 5700 亿, 规模排名全国第一, 由于西南省份交通基础设施相对薄弱, 是本轮基建补短板的重点, 公司作为西南地区基建龙头有望受益。

盈利预测与投资建议: 预计公司 19-21 年 EPS 为 0.41/0.50/0.60 元, PE 分别为 10.1/8.3/6.9 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 应收账款坏账, 固定资产投资放缓, 订单转化率不及预期等。

盈利预测和财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	32,763	40,019	48,887	58,822	69,962
(+/-%)	8.8%	22.1%	22.2%	20.3%	18.9%
净利润(百万元)	1064	1172	1472.83	1799.54	2174.63
(+/-%)	1.9%	10.1%	25.7%	22.2%	20.8%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.32	0.41	0.50	0.60
EBIT Margin	9.1%	8.7%	7.5%	7.1%	6.8%
净资产收益率(ROE)	8.1%	8.4%	11.5%	15.7%	22.4%
市盈率 PE	14.0	12.8	10.1	8.3	6.9
EV/EBITDA	21.3	21.3	18.3	17.8	17.5
市净率(PB)	1.14	1.07	1.16	1.31	1.54

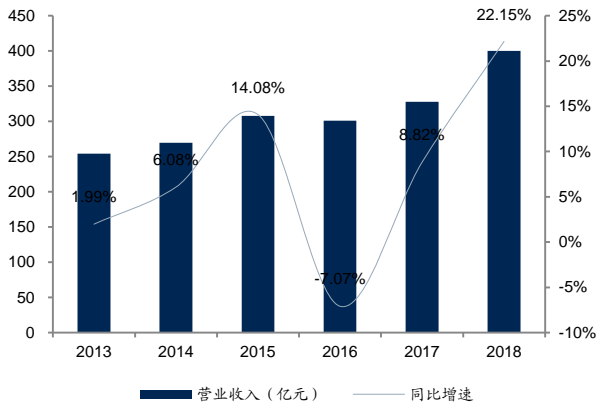
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

全年业绩提速，四季度业绩增长有所放缓

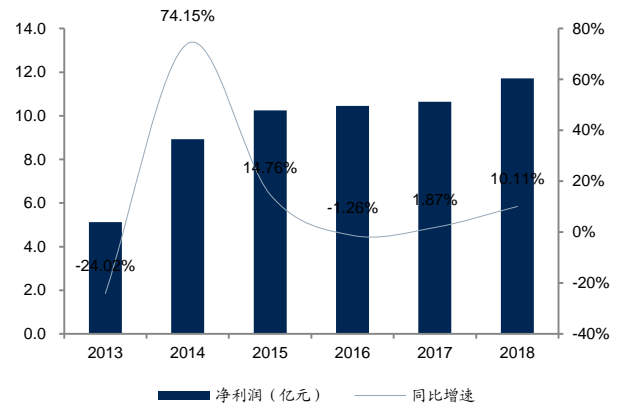
2018年公司实现营业收入400.19亿，同比增长22.15%；实现归属于上市公司股东的净利润11.72亿，同比增长10.11%；如果扣除非经常性损益，归母净利润增长率为8.34%。

图 1：公司 2018 年营收同比增长 22.15%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

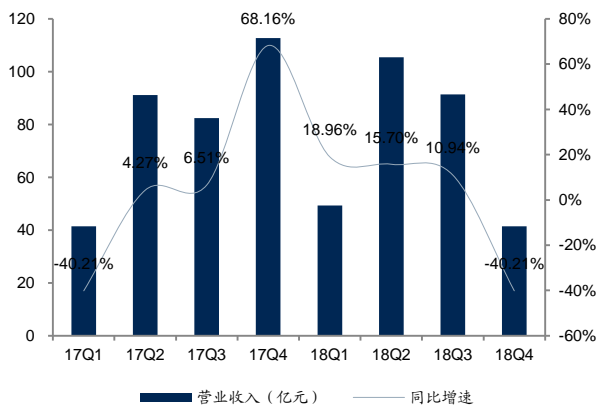
图 2：公司 2018 年归母净利润同比增长 10.11%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

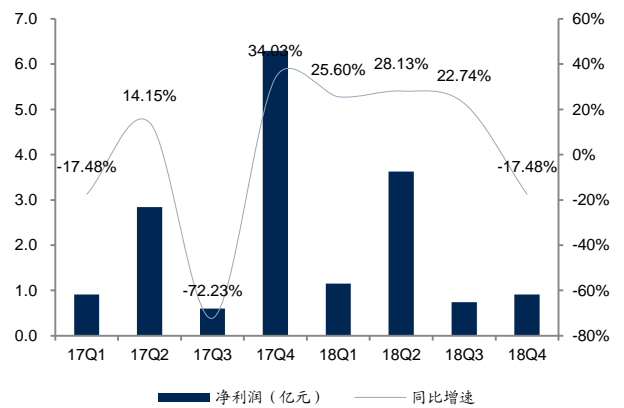
分季度来看，公司 2018Q1、Q2、Q3 和 Q4 分别完成营收 49.34 亿、105.40 亿、91.37 亿、41.48 亿，同比增长 18.96%、15.70%、10.94%、-40.21%；实现净利润 1.15 亿、3.63 亿、0.74 亿、0.91 亿，同比增长 25.60%、28.13%、22.74%、-17.48%。四季度公司业绩增长有所放缓。

图 3：公司 Q4 营收增长放缓



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：公司 Q4 净利润增长放缓

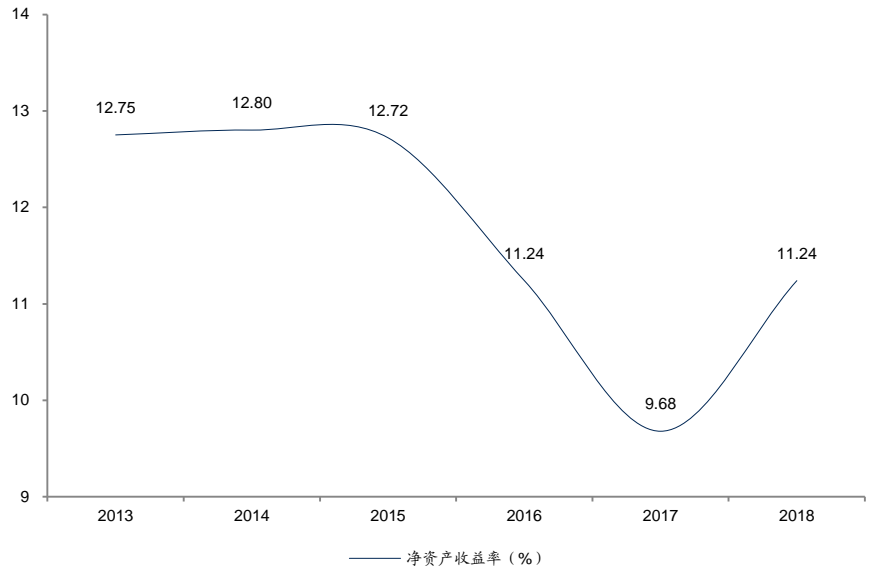


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

盈利能力提升，期间费用率保持平稳

2018 年公司的净资产收益率为 11.24%，同比提升 1.56pct。

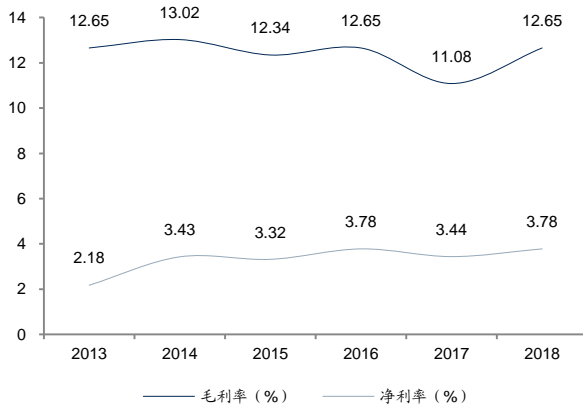
图 5: 公司的 ROE 有所提升



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

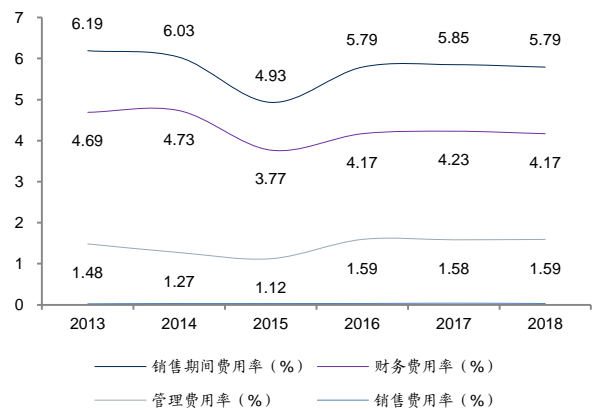
公司 2018 年的毛利率为 12.65%，同比提升 1.57pct，毛利率提升主要是由于高毛利率的投资运营类业务占比的提升；净利率为 3.78%，同比提升 0.34pct。期间费用率为 5.79%，同比下降 0.06pct；其中管理费用率提升 0.01pct 至 1.59%，财务费用率下降 0.06pct 至 4.17%，销售费用率下降 0.01pct 至 0.03%。

图 6: 公司的毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 公司的期间费用率保持平稳

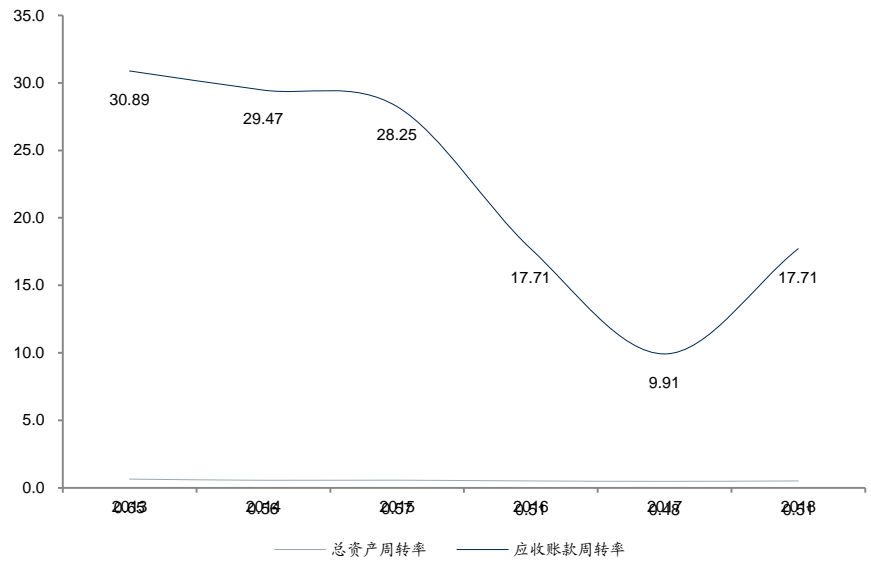


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

运营能力显著改善，资产负债率有所提升

2018 年公司总资产周转率为 0.51 次，同比提升 6.25%，应收账款周转率为 17.71 次，同比提升 78.71%，营运能力显著改善。

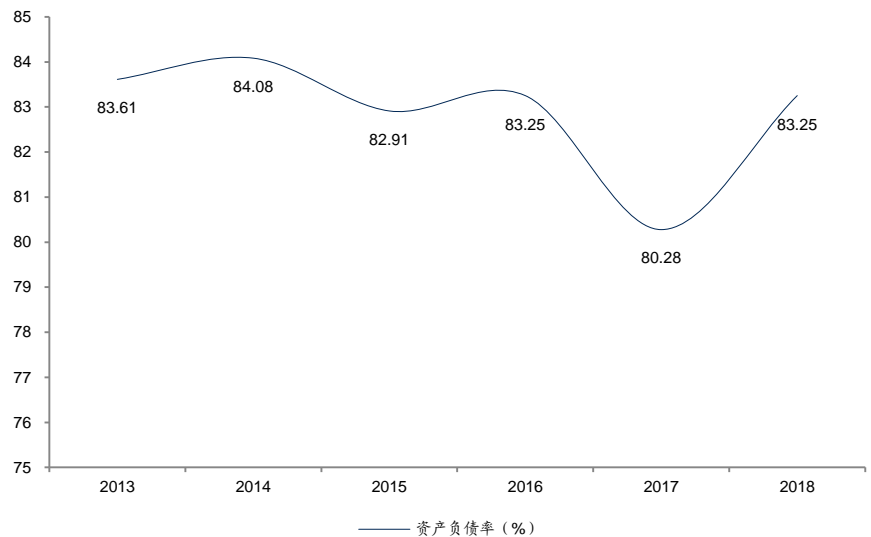
图 8: 公司近几年的总资产周转率和应收账款周转率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

截至 2018 年底, 公司的资产负债率为 83.25%, 同比提升 2.97pct, 处于相对较高的水平。

图 9: 公司近几年的资产负债率

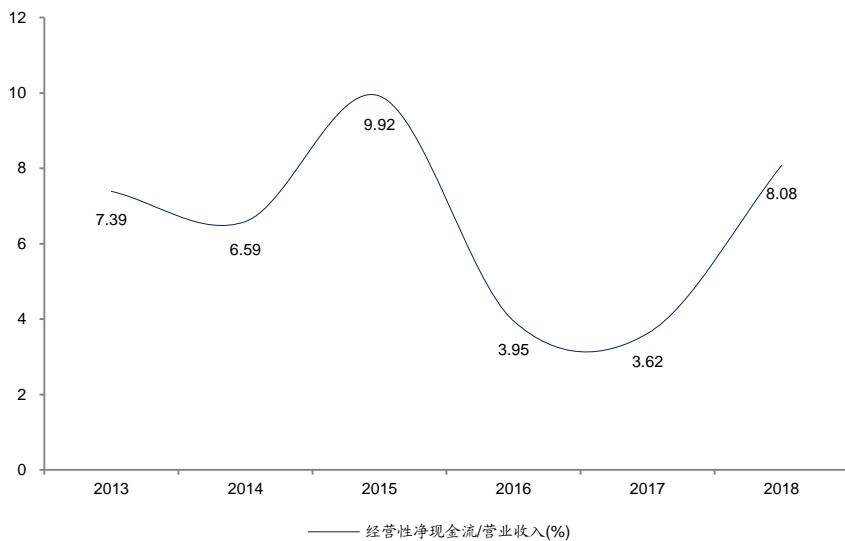


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

现金流大幅改善

公司现金流状况较好, 近五年经营性现金流均保持净流入, 2018 年实现经营性净现金流 32.33 亿, 同比提升 172.83%; 经营性净现金流/营业收入为 8.08%, 同比提升 4.46pct。

图 10: 公司近几年的经营性净现金流



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值

我们将公司各业务进行分拆, 具体每项的预测如下。

核心假设:

- (1) 工程施工总承包市场份额稳定, 在基建补短板推动下保持稳健增长;
- (2) BOT、PPP 运营业务收入稳定, 毛利率维持较高水平;
- (3) 其他新业务市场开拓较为顺利;

表 1: 公司业务收入拆分 (亿元)

收入预测	2017	2018	2019E	2020E	2021E
工程施工					
收入	248.80	305.19	381.49	465.41	558.50
增长率	3.23%	22.66%	25.00%	22.00%	20.00%
毛利率	11.30%	11.35%	11.00%	10.00%	9.70%
物流贸易					
收入	64.10	75.72	87.08	100.14	115.16
增长率	41.63%	18.13%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	0.31%	-0.71%	5.00%	5.00%	5.00%
BT 及 BOT 融资					
收入	11.47	15.12	16.63	18.79	21.61
增长率	2.23%	31.82%	10.00%	13.00%	15.00%
毛利率	60.33%	48.48%	40.00%	40.00%	35.00%
水力发电					
收入	1.77	1.95	1.95	2.14	2.36
增长率	1.72%	10.17%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	35.03%	42.05%	40.00%	40.00%	35.00%
其他					
收入	1.49	2.20	1.71	1.71	1.97
增长率	-19.02%	47.65%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	28.19%	24.09%	25.00%	25.00%	20.00%
合计					
收入	327.63	400.18	488.86	588.20	699.60
增长率	8.82%	22.14%	22.16%	20.32%	18.94%
毛利率	11.07%	10.69%	11.08%	10.26%	9.82%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

可比公司估值

四川路桥的同业可比公司主要是基建板块的龙头企业,根据 wind 一致预期及我们的盈利预测数据,同行业可比公司 2019/2020 年估值均值为 11.78/10.21 倍,我们预测公司对应的估值为 10.10/8.30 倍,低于行业估值中枢水平。

表 2: 行业同类公司估值比较

公司代码	公司名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE		投资评级
				2019E	2020E	2019E	2020E	
600820.SH	隧道股份	7.57	238.01	0.76	0.87	9.96	8.70	买入
601669.SH	中国电建	6.07	928.65	0.59	0.66	10.29	9.20	无评级
002061.SZ	浙江交科	8.94	122.98	1.08	1.17	8.28	7.64	无评级
002060.SZ	粤水电	3.82	45.93	0.21	0.25	18.19	15.28	无评级
000498.SZ	山东路桥	6.68	74.83	0.67	0.78	9.97	8.56	无评级
002062.SZ	宏润建设	4.75	52.37	0.34	0.40	13.97	11.88	无评级
	平均	6.31	243.79	0.55	0.62	11.78	10.21	--
600039.SH	四川路桥	4.14	149.48	0.41	0.50	10.10	8.30	买入

资料来源：wind 一致预期、国信证券经济研究所分析师整理及预测（除隧道股份和四川路桥外其他可比公司数据均来源于 wind 一致预期）

盈利预测与评级

根据公司的业务和订单情况，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 14.73/17.99/21.75 亿元，分别同比增长 25.7%/22.2%/20.8%，对应的 EPS 为 0.41/0.50/0.60 元，PE 分别为 10.1/8.3/6.9 倍。采用相对估值法给与公司 2019 年市盈率合理估值为 14-15 倍，对应合理估值为 5.74-6.15 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	10714	10660	9239	9239	营业收入	40019	48887	58822	69962
应收款项	10440	12753	15345	18251	营业成本	35740	43469	52787	63090
存货净额	19542	22513	27268	32555	营业税金及附加	133	162	195	280
其他流动资产	1592	1411	1698	2019	销售费用	24	30	36	43
流动资产合计	42301	47350	53562	62078	管理费用	642	1553	1643	1813
固定资产	2344	5416	8306	10957	财务费用	1615	1645	1720	1819
无形资产及其他	27832	26719	25606	24493	投资收益	12	7	7	7
投资性房地产	12391	12391	12391	12391	资产减值及公允价值变动	(163)	(163)	(163)	(163)
长期股权投资	1225	1554	1882	2211	其他收入	(245)	0	0	0
资产总计	86094	93429	101747	112128	营业利润	1470	1871	2286	2761
短期借款及交易性金融负债	6585	7957	9081	11577	营业外净收支	16	(3)	(3)	(3)
应付款项	18735	22747	27551	32893	利润总额	1486	1868	2282	2758
其他流动负债	14913	18013	21816	26074	所得税费用	279	351	429	518
流动负债合计	40233	48717	58447	70545	少数股东损益	35	44	54	65
长期借款及应付债券	29914	29914	29914	29914	归属于母公司净利润	1172	1473	1800	2175
其他长期负债	464	507	551	595					
长期负债合计	30377	30421	30465	30508	现金流量表 (百万元)				
负债合计	70611	79138	88912	101053	净利润	1172	1473	1800	2175
少数股东权益	1485	1451	1408	1357	资产减值准备	(108)	159	139	155
股东权益	13998	12841	11427	9718	折旧摊销	546	1468	1678	1901
负债和股东权益总计	86094	93429	101747	112128	公允价值变动损失	163	163	163	163
					财务费用	1615	1645	1720	1819
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1545)	2220	1156	1285
每股收益	0.32	0.41	0.50	0.60	其它	80	(194)	(181)	(207)
每股红利	0.58	0.73	0.89	1.08	经营活动现金流	307	5289	4754	5472
每股净资产	3.88	3.56	3.16	2.69	资本开支	104	(3756)	(3756)	(3756)
ROIC	6%	8%	9%	9%	其它投资现金流	26	0	0	0
ROE	8%	11%	16%	22%	投资活动现金流	93	(4085)	(4085)	(4085)
毛利率	11%	11%	10%	10%	权益性融资	151	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	7%	7%	负债净变化	5764	0	0	0
EBITDA Margin	10%	11%	10%	9%	支付股利、利息	(2092)	(2630)	(3213)	(3883)
收入增长	22%	22%	20%	19%	其它融资现金流	(6747)	1372	1124	2496
净利润增长率	10%	26%	22%	21%	融资活动现金流	747	(1258)	(2090)	(1387)
资产负债率	84%	86%	89%	91%	现金净变动	1147	(54)	(1420)	0
息率	14.0%	17.6%	21.5%	26.0%	货币资金的期初余额	9567	10714	10660	9239
P/E	12.8	10.1	8.3	6.9	货币资金的期末余额	10714	10660	9239	9239
P/B	1.1	1.2	1.3	1.5	企业自由现金流	1931	2914	2458	3276
EV/EBITDA	21.3	18.3	17.8	17.5	权益自由现金流	948	2950	2184	4295

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032