

公司研究/首次覆盖

2016年11月28日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 4.56
合理价格区间(元): 6.5~7.0

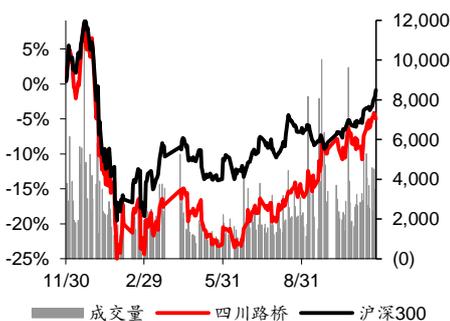
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 huangji@htsc.com

王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

西南基建投资发力, 路桥施工龙头起飞

四川路桥(600039)

地方建筑国企翘楚受益西南基建发力, 推荐买入

公司是公路施工建设资质水平最高的地方建筑企业, 拥有铁路施工业绩, 我们判断公司未来5年公路和铁路施工年均订单增量300亿元, 是目前年均订单额的2倍, 我们预计公司施工业务收入3年复合增速20%, 公司拟增发融资36亿元, 底价3.64元, 控股股东认购6亿元, 当前位置推荐现价买入。

西南地区基建投资增量, 公司坐拥区位优势受益多

西南4省城镇化率居全国末位, 平均40%远低于全国56%的平均水平, 交通、市政等投资空间大。受基建投资带动, 近5年固定资产投资增速在15%高于全国水平, 未来PPP项目定点投放, 我们预计公司超额增速将持续。PPP项目库中西南地区项目总额3.1万亿元, 约占全国20%, 其中以高速公路项目为主。自上而下分析, 公司作为本地的路桥施工企业将显著受益。

背靠四川铁投, 享受公路和铁路投资盛宴

公司控股股东四川铁投主导省内铁路投资, 公路投资占比三分之一。四川铁投规划“十三五”期间投资铁路和公路分别为5760亿元和1500亿元。根据公司的资质和集团内地位, 我们预计公司可从母公司获得公路和铁路施工订单总额1100亿元和860亿元, 年均订单增量300亿元。公司平均每年还可从市场化竞争中获得订单150亿元(今年叠加PPP增量已获得250亿元)。随着省内铁路和高速公路项目的落地, 我们判断公司施工订单从今年开始进入高速发展期, 年均可达450亿元。

旗下高速公路运营资产被忽视, 市值贡献可达80亿元

公司旗下现有4条高速公路的29年运营收费权, 由于开通市场很短, 我们测算公司明年2条公路实现盈利, 2条还在亏损, 整体对利润无贡献。我们通过净资产法和收益法进行估算, 认为公司旗下高速公路收费权资产至少可贡献80亿元市值。

出击“一带一路”, 投资金矿提供业绩增量

公司在北欧、非洲、东南亚等区域积极开拓, 不仅获得了路桥施工订单, 还积极进行海外投资。投入34亿元用于在非洲购买并开发阿斯拉铜金多金属矿项目。我们预计公司2018年可以产生利润, 约合人民币1.2亿元。稳态情况下可生产金属400万吨, 年收入2.98亿美元, 净利润3100万美元。

首次覆盖, 给予买入评级

暂不考虑增发影响, 我们预计公司2016-18年净利润分别为11.6/14.0/17.6亿元, 对应EPS为0.38/0.46/0.58元。参照其他地方建筑国企利润增速和估值情况, 兼顾高速公路和铜金矿资产的权益价值, 我们认为可给予公司2017年14~15倍PE, 目标价6.5~7.0元, 首次覆盖, 给予买入评级。

风险提示: 固定资产投资增速大幅下滑; 中标项目推进低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	3,020
流通A股(百万股)	3,020
52周内股价区间(元)	3.64-5.27
总市值(百万元)	13,770
总资产(百万元)	59,587
每股净资产(元)	3.00

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	30,771	36,310	41,393	47,602
+/-%	14.08	18.00	14.00	15.00
净利润(百万元)	1,025	1,162	1,401	1,755
+/-%	14.76	13.38	20.51	25.30
EPS(元)	0.34	0.38	0.46	0.58
PE(倍)	13.43	11.85	9.83	7.85

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

省级路桥施工国企中的翘楚	3
循序渐进, 优质施工资产逐步上市	3
利润主要由施工和 BOT 运营贡献	3
自上而下, 西南地区基建增长空间大	5
背靠铁投, 享受四川公路和铁路投资盛宴	7
五年内可从铁投获得高速公路施工订单 1100 亿元	7
五年内可从铁投获得铁路施工订单 864 亿元	7
高速公路运营资产价值被低估	9
净资产角度 (PB)	9
收益角度 (PE)	9
主动出海, 金矿投资提供业绩增量	10
盈利预测与估值	13
核心假设	13
估值讨论	13
PE/PB - Bands	13
风险提示	13

图表目录

图表 1: 当前四川路桥股东结构及主要子公司	3
图表 2: 公司整体上市后收入及增速	4
图表 3: 公司整体上市后净利润及增速	4
图表 4: 新签订单及剩余合同情况	4
图表 5: 2016H1 公司收入构成	4
图表 6: 2016H1 公司毛利构成	4
图表 7: 全国各省城镇化率情况	5
图表 8: 2009 年至今西南地区固定资产投资增速	5
图表 9: 2009 年至今西南地区基建投资增速	5
图表 10: 2016 年 PPP 项目库金额	6
图表 11: 四川铁投投资的高速公路概况	7
图表 12: 四川铁投投资的铁路概况	8
图表 13: 四川路桥在运营的收费高速公路资产	9
图表 14: 募集资金与阿斯马拉项目相关用途	10
图表 15: 阿斯马拉项目股东结构	10
图表 16: 阿斯马拉铜金多金属矿 2024 年收入预测	11
图表 17: A 股黄金类上市公司估值水平	12
图表 18: 可比地方建筑国企盈利预测及估值	13
图表 19: 四川路桥历史 PE-Bands	13
图表 20: 四川路桥历史 PB-Bands	13

省级路桥施工国企中的翘楚

循序渐进，优质施工资产逐步上市

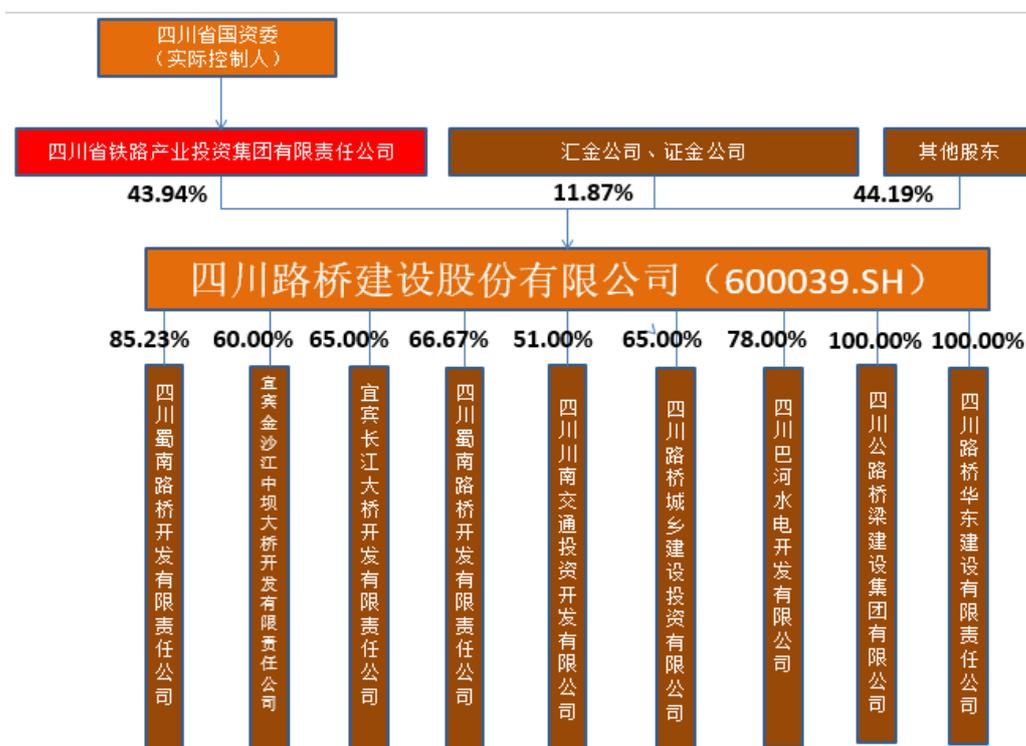
上市公司前身是四川路桥建设股份有限公司，由四川公路桥梁建设集团公司发起创立于 1999 年，公司于 2003 年 3 月在上海证券交易所挂牌交易。

2009 年 1 月，四川省人民政府授权出资设立了四川铁路投资集团。新成立的铁投集团旨在整合川内交通基础设施建设力量，因此四川公路建设的主要力量——四川路桥集团和铁路建设的主要力量——铁路集团有限责任公司被纳入铁投集团旗下。

2009 年 3 月，路桥集团将所持四川路桥股份无偿划转给铁投集团，至此，路桥集团与路桥股份公司无直接持股关系，集团与股份公司同成为铁投集团下属二级企业。

2012 年铁投集团将路桥集团 100% 股权（包括路桥施工资产和业务以及部分成熟的高速公路 BOT/BT 资产）注入上市公司，解决了长期以来困扰上市公司和铁投集团的同业竞争问题，实现路桥施工资产的整体上市。上市公司更名为四川路桥建设集团股份有限公司。

图表1：四川路桥股东结构及主要子公司（截至 2016 年三季度报）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

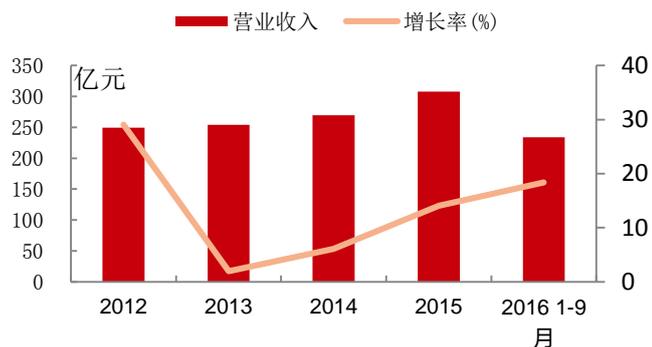
整体上市后的四川路桥拥有公路施工总承包特级资质（全国只有 28 家特级资质企业），同时拥有全行业的设计甲级资质，公司和山东路桥是地方建筑国企中仅有的两家同时拥有公路施工特级和公路设计甲级资质的企业，在省级路桥施工国企中属于无可争议的翘楚。

利润主要由施工和 BOT 运营贡献

2012 年整体上市后，公司业绩总体保持了向上的态势，除了 2013 年因为省内抗震救灾的影响业绩下滑外，其余年份收入和利润都呈现快速增长态势。

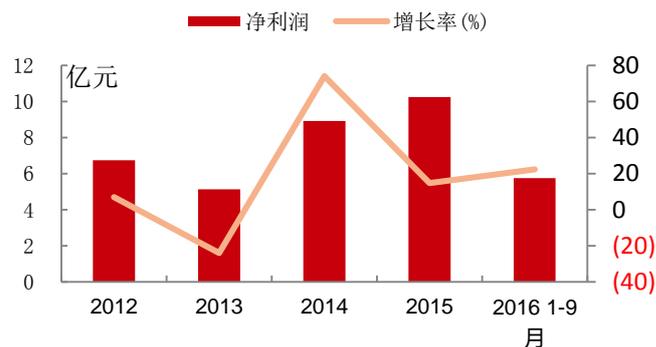
而在十三五的开局之年，公司的订单量也有了新突破，2016 年首次获取 PPP 订单，截至 9 月 30 日即中标了 93 亿元。到 10 月末，施工中标的金额 158 亿元。将 PPP 考虑进去，则市场化竞争的订单量已经相对去年增长了 25%，市场化订单量创历史新高（2013 年因为将公司自身投资的 BOT 项目考虑进去所以订单额较大，实际市场化竞争的订单额 184 亿元）。

图表2：公司整体上市后收入及增速



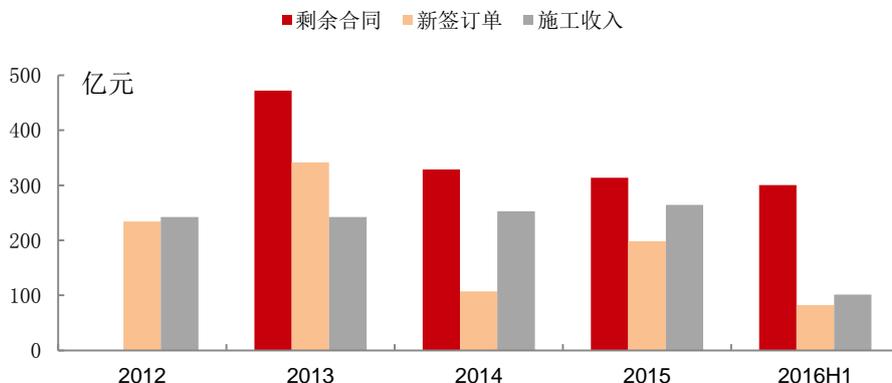
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：公司整体上市后净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

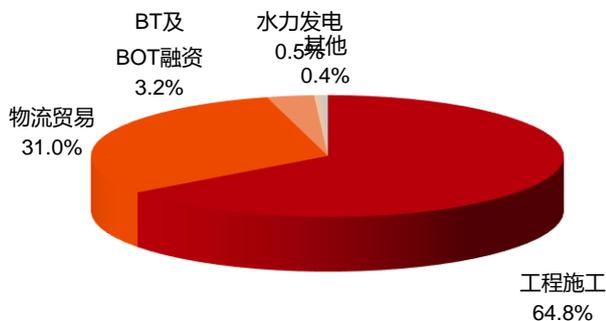
图表4：新签订单及剩余合同情况



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

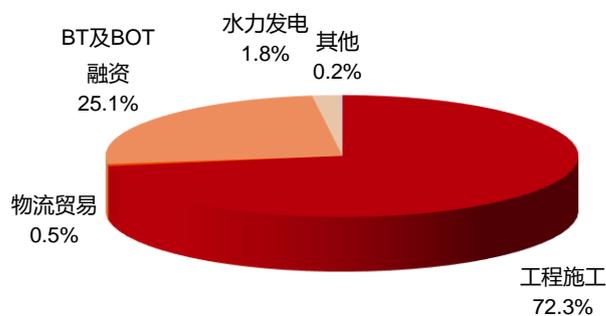
收入构成中，今年上半年公司施工收入贡献最大为 65%，BOT 运营虽然收入占比不高，但毛利占比较大，达到 25%。2016 年开始了物流贸易业务，虽然收入占比较大，但利润很薄，仅占毛利的 0.5%。从毛利润构成看，工程施工占据绝对主导，BOT 运营收益占比逐步提升。

图表5：2016H1 公司收入构成



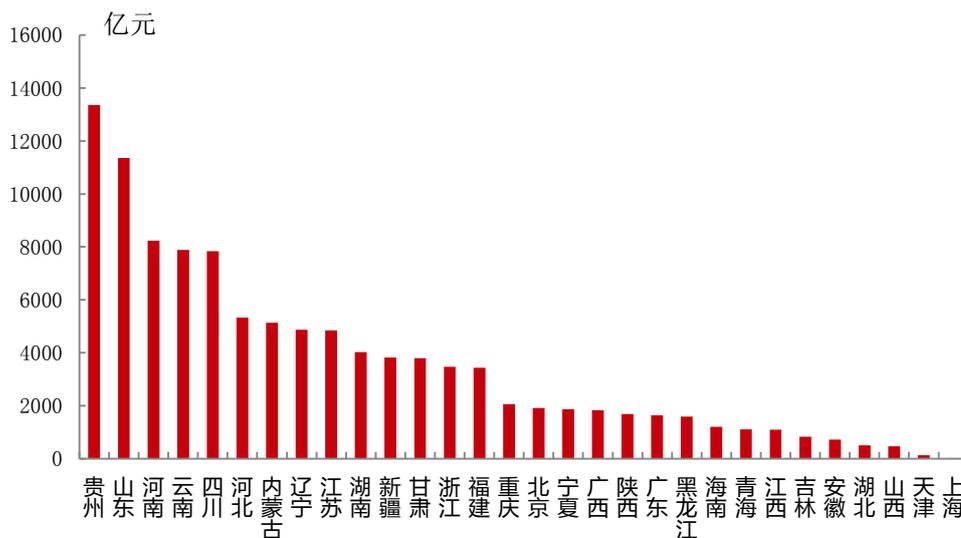
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2016H1 公司毛利构成



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 2016 年 PPP 项目库金额



资料来源：财政部，华泰证券研究所

根据四川省的“十三五”规划，未来 5 年四川仍将是全国交通投资建设规模最大的省份，四川交通仍将保持平均每年投资在 1000 亿元以上，其中高速公路每年投资 500 亿元。高速公路方面，将加快省际和连接省内五大经济区、四大城市群的高速公路建设，推进拥堵路段扩容改造，到 2020 年底，全省高速公路通车里程超过 8000 公里，建成和在建里程达到 10000 公里，建成高速公路进出川通道 24 条，高速公路覆盖全省城镇人口 10 万以上城市，基本形成外畅内联、结构合理的省域高速公路网。

公司在四川省及湖北、重庆、湖南、贵州、新疆、西藏等中西部地区路桥施工领域具有较高的市场占有率及认可度。其中在四川的公路施工市占率在 30% 以上，在与四川接壤的重庆、贵州等地也有很大影响，将充分享受西南地区基建投资的增长空间。公司董事长在接受专访时，提出了总体经济目标是：到 2020 年实现营业收入超 600 亿元、力争 800 亿元，资产超 1000 亿元。我们认为实现的概率很大。

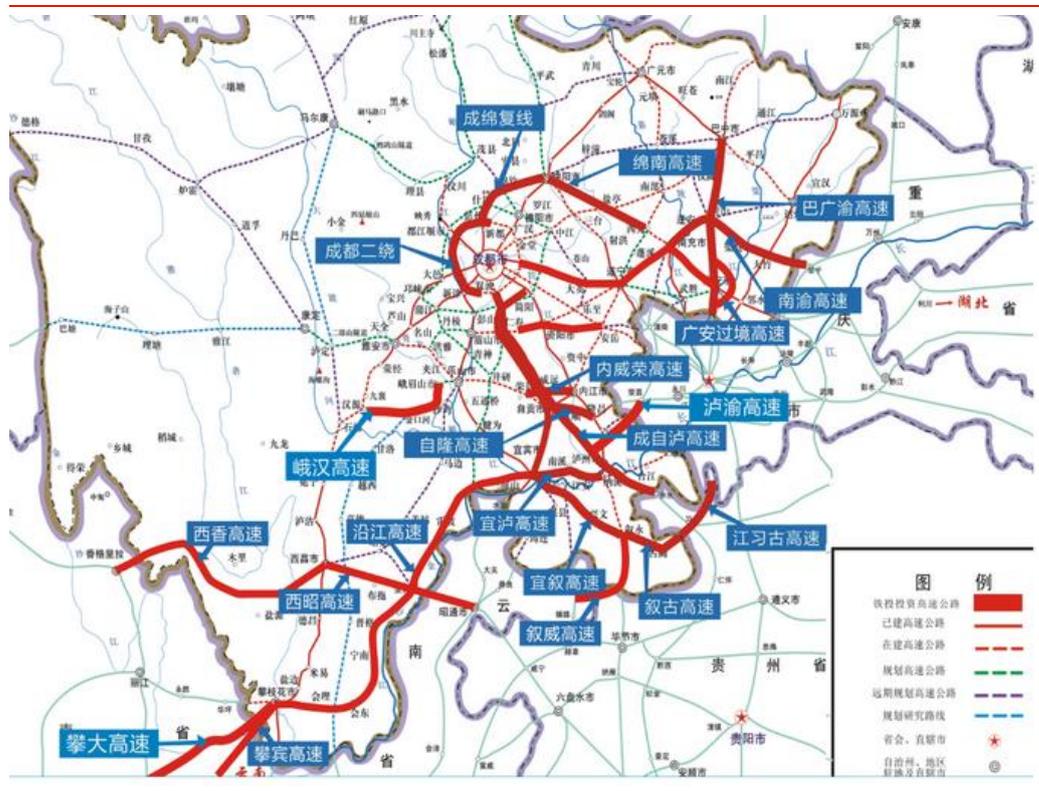
背靠铁投，享受四川公路和铁路投资盛宴

公司控股股东为四川省铁路产业投资集团公司，是四川省人民政府批准出资设立的国有特大型投资集团，于 2008 年 12 月 26 日成立，注册资本 200 亿元，主要代表四川省承担国家重点铁路、地方铁路、高速公路投资建设和运营管理。投资建设项目遍及国内 28 个省市，业务辐射至非洲、欧洲、东南亚、俄罗斯、澳洲等海外市场。公司下辖四川路桥、川铁集团、城乡集团 3 大核心子集团。

五年内可从铁投获得高速公路施工订单 1100 亿元

铁投投资的高速公路项目的施工业务都由四川路桥承接，这是公司在市场化竞争获取的施工订单外额外的业务来源。四川省内的公路建设基本呈现省铁投、省交投、央企三足鼎立的格局。根据铁投的规划，“十三五”期间新增高速公路投资 1467.9 亿元，新增里程 987.1 公里。按照建安施工业务占总投资 75% 的比例估算，公司“十三五”期间可获得高速公路施工订单总量 1100 亿元。

图表11：四川铁投投资的高速公路概况



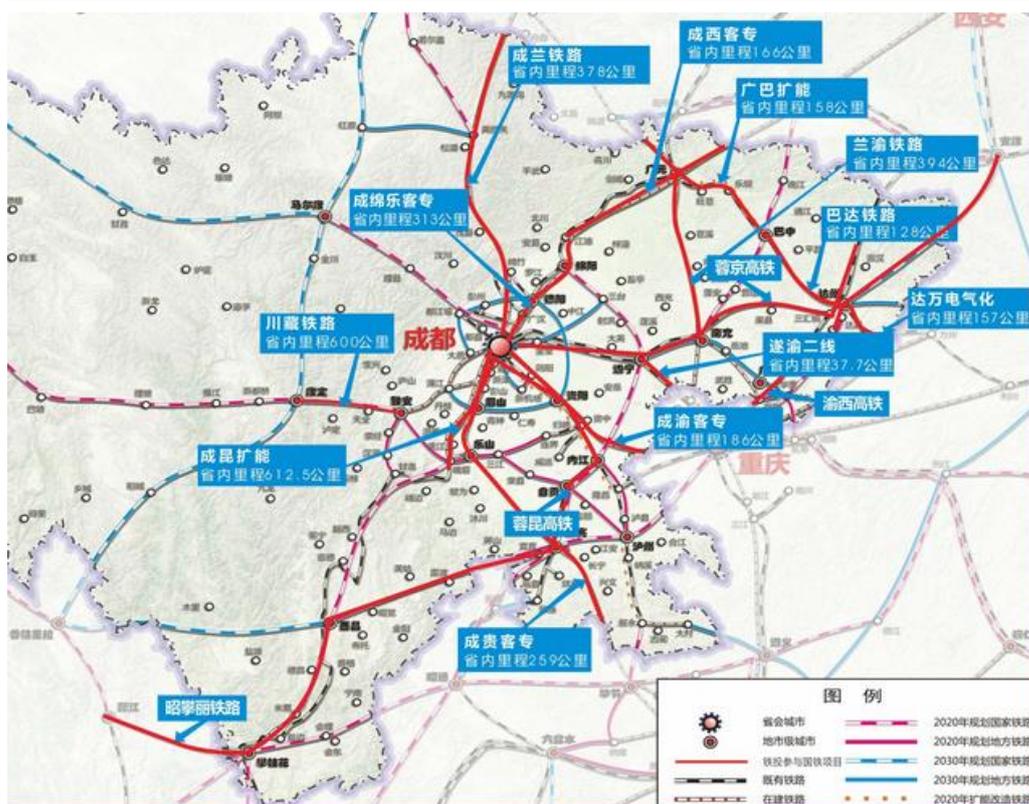
资料来源：公司网站，华泰证券研究所

五年内可从铁投获得铁路施工订单 864 亿元

铁投设立之初，铁路投资是主要方向，高速公路投资只是副业。根据规划，“十三五”时期，铁投参与投资建设 19 条国家重点铁路和地方铁路项目(其中续建项目 10 个，新建项目 9 个)，省内总里程 5167 公里，省内总投资 5761 亿元。

因为母公司的原因，四川路桥是地方建筑国企中唯一一个具有铁路施工过往业绩的公司。铁投在 2008 年设立，四川路桥自 2009 年开始介入铁路建设施工，目前在手订单 70 亿元，占在手订单的比例在 20% 左右。我们认为随着公司在铁路施工的业绩积累，未来从母公司获得铁路施工订单还有提升空间。母公司铁投“十三五”总投资对应的施工订单 4320 亿元，假设公司只拿到 20%，那也有 864 亿元的订单增量。

图表12：四川铁投投资的铁路概况



资料来源：公司网站，华泰证券研究所

高速公路运营资产价值被低估

公司除了有建筑施工业务外，还拥有高速公路和收费桥梁的运营资产，其中4条收费高速公路是主要成分。公司投资建设4条高速公路共花费214亿元，大部分长期负债也是因此设立的，但由于高速公路运营整体还未盈利，在市值中还未有体现。我们判断公司无形资产能提供的市值贡献至少60亿元。

图表13：四川路桥在运营的收费高速公路资产

项目名称	项目金额 (万元)	长度 (公里)	平均造价 (万元/公里)
成自泸高速公路	669725	113	5927
成德绵高速公路	573600	86	6670
自贡至隆昌高速公路	479040	71	6747
内江至威远至荣县高速公路	422951	63	6714
总计	2145316	333	6442

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

净资产角度 (PB)

公司无形资产中去除土地价值，4条高速公路和2个收费桥梁的总计价值226亿元，按照25%的本金出资比例测算，对应的无形净资产56.5亿元。而参照高速公路运营的上市公司平均PB为1.8倍，那么即便保守的给予1.4倍PB也有80亿市值贡献。另外近两年开始投资建设的四川高速公路的平均造价已经在1.2亿元/公里，考虑到重置成本翻倍，净资产可重估到100亿元。

收益角度 (PE)

成自泸高速已经实现盈利，根据调研反馈，每天收费额约为160万元。成德绵高速在今年10月刚刚实现月度层面盈亏平衡。而另外2条由于是刚开通，还需2-3年后才能实现盈利。我们判断今年高速公路运营对公司净利润还是做贡献，明年基本盈亏平衡，2018年开始可能有正的利润贡献。假设稳定盈利后都达到成自泸的收入水平，则4条高速年收入17.3亿元。按照高速公路运营上市公司平均30%的净利率水平估算，可实现净利润4.32亿元，给予12倍PE，则对应市值62亿元。

主动出海，金矿投资提供业绩增量

公司4月9日公告非公开发行股票预案，向包括控股股东铁投集团在内的不超过10名特定对象发行不超过10.26亿股，发行价格不低于3.51元/股。其中，铁投集团承诺以现金方式按照与其他认购对象相同的认购价格认购股份，认购金额为6亿元。本次募集资金不超过36亿元，其中10.8亿元将用于阿斯马拉项目。阿斯马拉项目投资涉及美元兑人民币汇率按1:6.51进行估算。

图表14：募集资金与阿斯马拉项目相关用途

项目内容	项目总投资（万元）	拟使用募集资金（万元）
收购阿斯马拉项目60%股权及承接部分债权	50992.83	50000
收购完成后，投资开发阿斯马拉铜金多金属矿项目	290717.07	50000

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

阿斯马拉铜金多金属矿项目位于非洲厄立特里亚中央高原地带的首都阿斯马拉市附近。阿斯马拉铜金多金属矿项目拥有Medrizien、AdiNefas、Debarwa三个探矿权，自1996年开始设立并进行了大量的勘探工作，勘探许可面积为111.4平方千米。阿斯马拉铜金多金属矿项目已拥有Embr Derho Mining License、Adi Nefas Mining License、Devarwa Mining License三个采矿权，矿区面积19.3平方千米。

路桥矿业为阿斯马拉项目实施主体。在设立路桥矿业时，未由发行人或其全资子公司全额出资成立，主要系为实现股东优势互补、多方借力。由路桥集团、铁投集团和鑫铁公司三家股东共同出资设立，公司通过路桥集团持有路桥矿业60%股权。在募集资金到位后，公司将10.8亿元按照经评估的净资产对路桥矿业进行增资。2016年6月30日，路桥矿业的净资产账面价值为4,056.54万元，我们预计经评估的净资产与净资产账面价值相差不大，据此测算，增资完成后，公司控制路桥矿业的股份比例预计约98.55%，其中公司直接持有96.38%，公司全资子公司路桥集团持有2.17%，铁投集团持有1.45%。

截止目前，路桥矿业收购阿斯马拉公司60%的股权及相关债权的工作已经完成。2016年6月30日，阿斯马拉公司完成工商登记变更。变更后的股权结构如下：

图表15：阿斯马拉项目股东结构

股东名称	股本（纳克法）	持股比例
路桥矿业	790,686,000	60%
池祥成（代路桥矿业持有）	1,000	
孙天东（代路桥矿业持有）	1,000	
厄立特里亚国家矿业公司（ENAMCO）	527,124,000	40%
Berhane Habtemariam（代ENAMCO持有）	1,000	
合计	1,317,813,000	100%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

阿斯马拉铜金多金属矿项目拥有较大的可采储量，属大型的多金属矿山，与四川省内最大的拉拉铜矿比较，规模相当、综合品位高30%、矿体更集中、开采条件更优。矿区内还有数千万吨的矿石远景资源潜力。同时，阿斯马拉具有快速投入产出的优势，收购后即可投入矿山建设，主要矿山露天开采，地表开始即可采矿，40-60米深度为富矿（平均铜品位15.6%），预计建设后第18个月开始产出，产出即有效益，第27个月达产。

有色金属矿采选行业是典型的强周期性行业，与宏观经济相关度很高。当经济高速增长时，市场对有色金属需求也高涨，这些行业所在公司的业绩改善就会非常明显；而当经济低迷时，固定资产投资下降，对其产品的需求减弱，业绩就会回落。有色金属价格波动周期明显，一般3-5年为一个单向周期，最长未超过8-10年，现已有大于4年处于下降形态的低迷期，已使当前多数大宗金属商品价格接近行业平均成本，预计将在低迷期徘徊一段时间，但更加低迷的概率依据已不足，而稳定和回升趋势渐有显现。

所涉及的价格走势趋稳甚至出现个别回升现象，考虑到本项目将接近 2 年后才出主要产品，矿山生产期长达 15 年，目前有色金属行业基本已处于行业周期的底部，经综合分析，最终选用 5 年 1 期平均价作为本项目产品的售价。按照矿山基建生产年限及采矿计划表，从基建开始的第二年，矿山采出量为 28 万吨，第三年为 322.2 万吨，第四年为 358.3 万吨，第五年开始一直维持在 400 万吨的水平。

产品销售收入=精矿含金属产量*精矿含金属价格=矿石入选量*矿石入选品位*选矿回收率*精矿含金属价格。以 2024 年为例，阿斯马拉铜金多金属矿项目生产计划表显示，入选矿石 Cu 品位为 0.73%，Zn 品位为 1.78%，Au 品位 0.37g/t，Ag 品位 11.90g/t；Cu 选矿回收率为 87%，Zn 选矿回收率为 87%，Au 选矿回收率为 56.83%，Ag 选矿回收率为 57.06%。我们预计处于稳定生产状态下，阿斯马拉铜金多金属矿的年收入为 2.98 亿美元。

图表 16：阿斯马拉铜金多金属矿 2024 年收入预测

金属	矿石入选量 (万吨)	入选矿石品味 (克/吨)	选矿回收率 (%)	价格 (美元/吨)	收入 (万美元)
铜	400	0.73%	87	6345.62	16120.41
锌	400	1.78%	87	1469.14	9100.44
金	400	0.37	56.83	37.49	3153.22
银	400	11.9	57.06	0.52	1412.35
合计					29786.43

资料来源：华泰证券研究所

总成本费用包括外购材料、外购燃料及动力、职工薪酬、修理费、其他费用、折旧费、管理费用、销售费用、财务费用等构成。以 2024 年为例，经折算后年外购辅助材料为 9169.41 万美元，2024 年产量为 400 万吨，则单位外购辅助材料费为 22.92 美元/吨。经折算后年外购燃料及动力费为 4788.2 万美元，单位外购燃料及动力费为 11.97 美元/吨。经折算后年工资及福利费为 787.11 万美元，2024 年产量为 400 万吨，则单位工资及福利费为 1.97 美元/吨。年修理费计算比例为固定资产 3%，矿山固定资产投资为 37673.79 万美元，经折算后年修理费为 1130.21 万美元年，年生产规模为 400 万吨/年，则单位修理费为 2.83 美元/吨。经折算后年其他费用为 2506.86 万美元，年生产规模为 400 万吨/年，则单位其他费用为 6.27 美元/吨。经计算，年总成本费用为 2.03 亿美元，单位总成本费用为 50.84 美元/吨。

金锭、银锭、精矿含金、精矿含银年销售收入为 4565.56 万美元，矿区使用费费率为 5%，则金锭、银锭、精矿含金、精矿含银销售收入年应交矿区使用费为 228.28 万美元。精矿含铜、精矿含锌年销售收入为 25220.85 万美元，矿区使用费费率为 3.5%，则精矿含铜、精矿含锌销售收入年应交矿区使用费为 882.73 万美元。销售税金及附加合计 1111.01 万元。

按照 2024 年情况测算，年利润总额为 8338.20 万美元，年应交所得税为 3168.52 万美元。每年的阿斯马拉铜金矿多金属矿能贡献公司的净利润约为 3102 万美元。

由于阿斯马拉公司已于 2016 年 6 月 30 日完成工商登记变更，建设期后 18 个月开始产出。我们判断矿产将于 2018 年开始产出。我们预计 2018 年采出量为 28 万吨，2019 年为 322.2 万吨，2020 年为 358.3 万吨。由于 2018 年处于产出期第一年，我们取 2018-2020 年采出量均值 236 万吨作为测算合理年利润的基准。我们根据线性推测，2018 年阿斯马拉铜金矿多金属矿贡献公司的净利润为 1831 万美元。我们选取过去一年（2015 年 11 月 27 日-2016 年 11 月 27 日）美元兑人民币中间价 6.5939 作为汇兑基础，折合 1.207 亿元。

我们参考 A 股黄金类上市公司 2018 年整体平均估值 27.73X，考虑到国外采矿的政治不确定性因素更大，我们认为可给予一定的估值折价。按照 2018 年 25XPE 计算，阿斯马拉 60%权益的价值在 30.2 亿元左右。

图表 17: A 股黄金类上市公司估值水平

代码	证券简称	EPS			PE		
		2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
600547.SH	山东黄金	0.64	0.83	1.00	59.35	45.80	37.76
601899.SH	紫金矿业	0.10	0.15	0.18	34.04	22.85	19.57
600489.SH	中金黄金	0.17	0.24	0.32	74.96	51.98	40.14
600687.SH	刚泰控股	0.52	0.74	0.94	31.83	22.14	17.39
002155.SZ	湖南黄金	0.12	0.22	0.33	105.58	56.56	37.44
600988.SH	赤峰黄金	0.40	0.46	0.52	41.83	35.99	32.12
002237.SZ	恒邦股份	0.23	0.27	0.28	52.67	46.23	43.84
600311.SH	荣华实业	0.01	0.01	0.02	921.05	522.39	374.33
整体平均					47.54	33.63	27.73

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测与估值

核心假设

1. 每年市场化竞争订单保持在 150 亿元，每年来自铁投的订单额 300 亿元。
2. 施工收入每年 20% 的增长，贸易收入不增长。其他运营高速公路都达到成自泸的收入水平。
3. 施工业务和 BOT 收入占比提升带动毛利率上升，逐步消除贸易业务的拉低效应。受新 BOT 项目通车影响，管理费用率上升。财务费用缓步上升。
4. 应收账款和减值损失跟随收入同步增长。
5. 暂不考虑海外金矿和增发的影响

估值讨论

根据上述核心假设，我们预计公司 2016-18 年净利润分别为 11.6/14.0/17.6 亿元，对应 EPS 为 0.38/0.46/0.58 元。2017-18 年净利润复合增速 23%，参照其他地方建筑国企的利润增速和估值情况，同时考虑到高速公路和铜金矿资产的权益价值预计可达 110 亿元，我们认为可给予公司 2017 年 14-15 倍 PE，目标价 6.5~7.0 元。

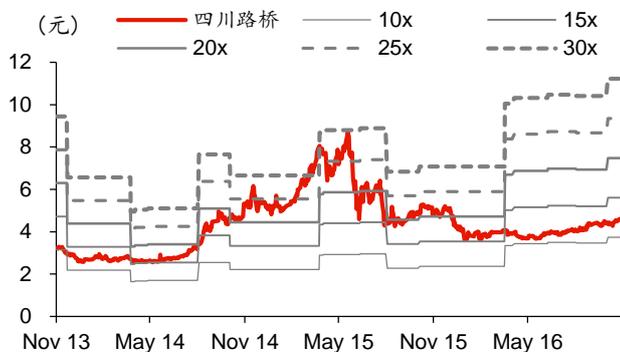
图表18：可比地方建筑国企盈利预测及估值

公司	2017 净利润增速 (%)	2018 净利润增速 (%)	复合增速 (%)	2017PE (倍)	2017PEG
山东路桥	22.72	23.52	23.12	18.88	0.82
隧道股份	14.48	14.27	14.37	16.85	1.17
安徽水利	53.77	39.11	46.26	22.29	0.48

资料来源：华泰证券研究所

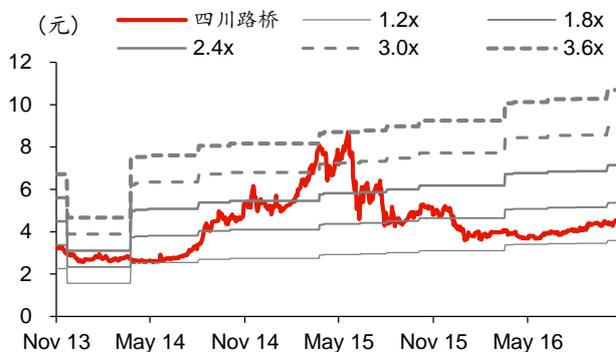
PE/PB - Bands

图表19：四川路桥历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表20：四川路桥历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

风险提示

固定资产投资增速大幅下滑；中标项目推进低于预期。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	26,681	29,864	33,493	37,466
现金	6,085	5,509	5,797	5,653
应收账款	1,079	1,279	1,455	1,675
其他应收账款	5,367	6,370	7,241	8,339
预付账款	984.95	1,201	1,366	1,568
存货	12,695	15,482	17,610	20,207
其他流动资产	470.66	23.11	23.77	24.58
非流动资产	28,361	30,913	33,517	36,706
长期投资	239.81	239.81	239.81	239.81
固定投资	2,543	2,331	2,119	1,905
无形资产	20,852	23,682	26,589	30,075
其他非流动资产	4,726	4,660	4,570	4,487
资产总计	55,042	60,777	67,010	74,172
流动负债	26,985	31,982	36,963	42,521
短期借款	4,027	5,307	7,861	9,763
应付账款	10,412	12,697	14,443	16,573
其他流动负债	12,547	13,977	14,659	16,185
非流动负债	18,650	18,332	18,331	18,331
长期借款	16,325	16,325	16,325	16,325
其他非流动负债	2,325	2,006	2,006	2,006
负债合计	45,635	50,313	55,295	60,852
少数股东权益	779.03	819.47	868.30	936.54
股本	3,020	3,020	3,020	3,020
资本公积	1,185	1,185	1,185	1,185
留存公积	3,850	5,435	6,633	8,165
归属母公司股	8,628	9,644	10,847	12,384
负债和股东权益	55,042	60,777	67,010	74,172

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	3,053	1,291	2,736	2,996
净利润	1,021	1,203	1,449	1,823
折旧摊销	516.29	492.97	499.94	498.42
财务费用	1,160	1,153	1,223	1,299
投资损失	(33.11)	(10.00)	(20.00)	(50.00)
营运资金变动	258.53	(1,501)	(517.53)	(657.89)
其他经营现金	130.24	(46.39)	101.19	82.91
投资活动现金	(3,463)	(2,651)	(3,174)	(3,720)
资本支出	3,950	11.81	15.00	15.00
长期投资	528.30	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1,015	(2,639)	(3,159)	(3,705)
筹资活动现金	1,700	783.25	726.01	580.28
短期借款	(683.90)	1,281	2,554	1,901
长期借款	4,359	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	297.63	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,273)	(497.48)	(1,828)	(1,321)
现金净增加额	1,295	(576.01)	288.00	(144.00)

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	30,771	36,310	41,393	47,602
营业成本	26,975	32,897	37,420	42,937
营业税金及附加	913.56	210.60	240.08	276.09
营业费用	10.52	12.42	14.16	16.28
管理费用	345.50	457.51	558.81	666.43
财务费用	1,160	1,153	1,223	1,299
资产减值损失	118.76	90.00	150.00	180.00
公允价值变动收益	4.60	4.60	4.60	4.60
投资净收益	33.11	10.00	20.00	50.00
营业利润	1,286	1,504	1,813	2,281
营业外收入	12.20	13.28	14.48	13.32
营业外支出	24.47	17.01	18.71	20.07
利润总额	1,274	1,501	1,808	2,275
所得税	252.89	297.83	358.95	451.51
净利润	1,021	1,203	1,449	1,823
少数股东损益	(3.88)	40.44	48.83	68.24
归属母公司净利润	1,025	1,162	1,401	1,755
EBITDA (倍)	2,962	3,150	3,535	4,079
EPS (元)	0.34	0.38	0.46	0.58

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	14.08	18.00	14.00	15.00
营业利润	9.17	16.94	20.50	25.86
归属母公司净利润	14.76	13.38	20.51	25.30
获利能力 (%)				
毛利率	12.34	9.40	9.60	9.80
净利率	3.33	3.20	3.38	3.69
ROE	11.88	12.05	12.91	14.17
ROIC	8.47	7.85	8.06	8.46
偿债能力				
资产负债率 (%)	82.91	82.78	82.52	82.04
净负债比率 (%)	46.86	46.64	46.34	45.56
流动比率	0.99	0.93	0.91	0.88
速动比率	0.52	0.45	0.43	0.41
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.63	0.65	0.67
应收账款周转率	26.88	29.24	28.78	28.90
应付账款周转率	2.60	2.85	2.76	2.77
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.38	0.46	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	0.43	0.91	0.99
每股净资产(最新摊薄)	2.86	3.19	3.59	4.10
估值比率				
PE (倍)	13.43	11.85	9.83	7.85
PB (倍)	1.60	1.43	1.27	1.11
EV_EBITDA (倍)	9.60	9.02	8.04	6.97

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2016 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com