

# 成都路桥 (002628.SZ) 建筑施工行业

评级：增持 维持评级

公司点评

孙鹏  
联系人  
(8621)60753921  
sunp@gjzq.com.cn

贺国文  
分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

## 成都路桥半年度业绩预告修正点评

### 事件

成都路桥修正业绩预告：归属于上市公司股东的净利润从原来 1-6 月 11,835.86 万元至 14,372.12 万元，增长幅度为 40%至 70%，调整为 16,062.96 万元至 18,599.21 万元，比上年同期增长 90%至 120%。

### 评论

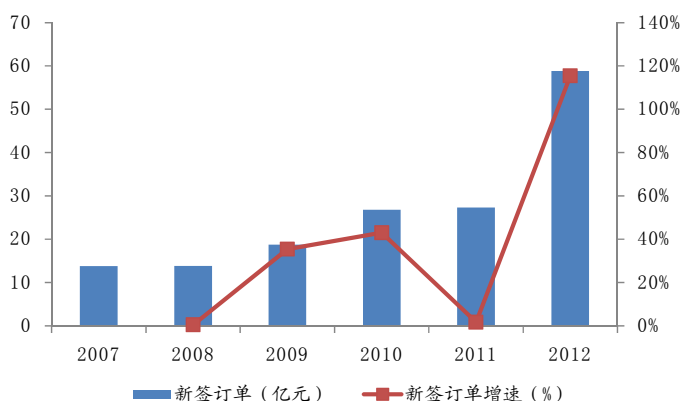
**收入、利润超预期，保持快速增长：**1、公司快速增长验证了我们此前报告逻辑，但增长幅度超出了我们和市场预期；2、公司保持较快增速一方面源于去年新签订单增速较快（58.86 亿元，+115%），另一方面源于今年在成都举办财富论坛等重要会议，部分重要项目在上半年都处于赶工状态，进度较快。

**公司业绩有望继续保持较快增长：**1、大量在手订单保障了公司未来业绩快速增长，2、公司部分项目采用 BT 或 EPC 延期支付模式，因此在工程结束后仍会为公司带来大量投资收益，此前结束的项目都会在下半年继续为公司业绩做出贡献。

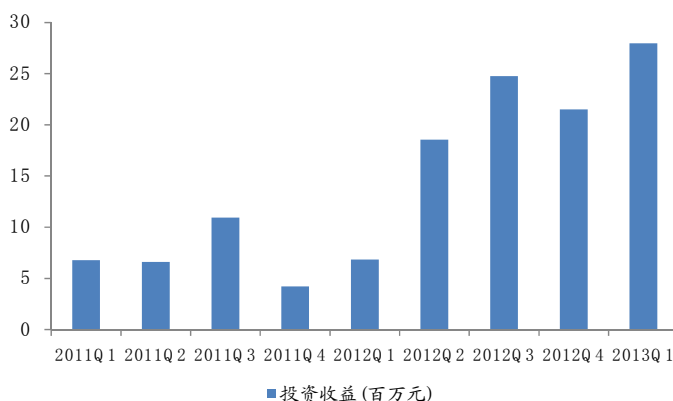
**市场广阔，为公司提供发展空间：**1、四川省正在建设中西部交通枢纽，成都市北城改造、天府新区建设等工程也在加快推进；2、新型城镇化建设推进，目前四川省城镇化率水平较低，未来提升空间较大；3、近期，地震、大水对四川省基础设施造成一定程度破坏，未来的恢复重建亟需成都路桥这样的路桥公司。

**增发资金有助加快公司整体周转：**公司公开增发方案已经获得证监会发审委通过，后续如能顺利发行，补充资金有助于加快公司整体周转速度，推动公司更快的增长。

图表1：公司新签订单快速增长



图表2：公司单季度投资收益将继续增长



来源：国金证券研究所

### 投资建议

上调盈利预测，预计公司 2013-2014 年 EPS 分别为 1.17、1.56、1.93 元，分别对应 9、6、5 倍估值水平，维持“增持”评级。

### 风险提示

政府回款放缓

新签订单数量低于预期

图表3：三张报表

损益表（人民币百万元）

|              | 2010   | 2011   | 2012   | 2013E  | 2014E  | 2015E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 1,709  | 2,552  | 3,940  | 5,318  | 6,116  | 6,728  |
| 增长率          |        | 49.3%  | 54.4%  | 35.0%  | 15.0%  | 10.0%  |
| 主营业务成本       | -1,463 | -2,156 | -3,360 | -4,521 | -5,184 | -5,686 |
| % 销售收入       | 85.6%  | 84.5%  | 85.3%  | 85.0%  | 84.8%  | 84.5%  |
| 毛利           | 246    | 396    | 580    | 797    | 932    | 1,042  |
| % 销售收入       | 14.4%  | 15.5%  | 14.7%  | 15.0%  | 15.2%  | 15.5%  |
| 营业税金及附加      | -57    | -86    | -132   | -178   | -205   | -225   |
| % 销售收入       | 3.3%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.4%   |
| 营业费用         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| % 销售收入       | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 管理费用         | -39    | -48    | -67    | -90    | -104   | -114   |
| % 销售收入       | 2.3%   | 1.9%   | 1.7%   | 1.7%   | 1.7%   | 1.7%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 150    | 263    | 382    | 529    | 623    | 703    |
| % 销售收入       | 8.8%   | 10.3%  | 9.7%   | 9.9%   | 10.2%  | 10.4%  |
| 财务费用         | -18    | -29    | -63    | -114   | -88    | -39    |
| % 销售收入       | 1.0%   | 1.1%   | 1.6%   | 2.1%   | 1.4%   | 0.6%   |
| 资产减值损失       | -11    | -14    | -45    | -35    | -39    | -37    |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 33     | 29     | 72     | 137    | 196    | 228    |
| % 税前利润       | 21.3%  | 11.1%  | 20.6%  | 26.4%  | 28.1%  | 26.5%  |
| 营业利润         | 155    | 248    | 345    | 517    | 693    | 855    |
| 营业利润率        | 9.1%   | 9.7%   | 8.8%   | 9.7%   | 11.3%  | 12.7%  |
| 营业外收支        | 0      | 8      | 3      | 4      | 4      | 4      |
| 税前利润         | 155    | 256    | 348    | 521    | 697    | 859    |
| 利润率          | 9.1%   | 10.1%  | 8.8%   | 9.8%   | 11.4%  | 12.8%  |
| 所得税          | -37    | -65    | -88    | -130   | -174   | -215   |
| 所得税率         | 23.8%  | 25.3%  | 25.2%  | 25.0%  | 25.0%  | 25.0%  |
| 净利润          | 118    | 192    | 260    | 391    | 522    | 644    |
| 少数股东损益       | -1     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属于母公司的净：    | 119    | 192    | 260    | 391    | 522    | 644    |
| 净利率          | 6.9%   | 7.5%   | 6.6%   | 7.3%   | 8.5%   | 9.6%   |

现金流量表（人民币百万元）

|          | 2010 | 2011 | 2012  | 2013E  | 2014E | 2015E |
|----------|------|------|-------|--------|-------|-------|
| 净利润      | 118  | 192  | 260   | 391    | 522   | 644   |
| 少数股东损益   | 0    | 0    | 0     | 0      | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 23   | 32   | 71    | 64     | 72    | 75    |
| 非经营收益    | -22  | -9   | -21   | -10    | -89   | -136  |
| 营运资金变动   | -132 | -405 | -971  | -1,246 | 1,083 | 258   |
| 经营活动现金净流 | -12  | -191 | -661  | -801   | 1,589 | 841   |
| 资本开支     | -25  | -46  | -47   | -16    | -16   | -16   |
| 投资       | 69   | -57  | -398  | 228    | 228   | 0     |
| 其他       | 36   | 27   | 18    | 137    | 196   | 228   |
| 投资活动现金净流 | 80   | -76  | -426  | 349    | 407   | 212   |
| 股权募资     | 0    | 777  | 0     | 1,080  | -71   | 0     |
| 债权募资     | 147  | -35  | 1,259 | 562    | -650  | -100  |
| 其他       | -20  | -27  | -59   | -105   | -171  | -156  |
| 筹资活动现金净流 | 127  | 715  | 1,199 | 1,538  | -893  | -256  |
| 现金净流量    | 195  | 448  | 113   | 1,086  | 1,104 | 796   |

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

|          | 2010  | 2011  | 2012  | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 311   | 757   | 850   | 1,756 | 3,093 | 3,944 |
| 应收款项     | 581   | 900   | 988   | 1,308 | 1,471 | 1,589 |
| 存货       | 326   | 478   | 719   | 867   | 994   | 1,090 |
| 其他流动资产   | 118   | 253   | 57    | 45    | 52    | 57    |
| 流动资产     | 1,336 | 2,389 | 2,615 | 3,976 | 5,611 | 6,680 |
| % 总资产    | 80.8% | 83.0% | 50.0% | 54.3% | 75.6% | 81.7% |
| 长期应收款    | 237   | 361   | 2,464 | 3,461 | 2,161 | 1,861 |
| 固定资产     | 68    | 108   | 121   | 112   | 99    | 81    |
| % 总资产    | 4.1%  | 3.8%  | 2.3%  | 1.5%  | 1.3%  | 1.0%  |
| 无形资产     | 0     | 4     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 非流动资产    | 317   | 488   | 2,615 | 3,352 | 1,811 | 1,493 |
| % 总资产    | 19.2% | 17.0% | 50.0% | 45.7% | 24.4% | 18.3% |
| 资产总计     | 1,652 | 2,877 | 5,230 | 7,328 | 7,421 | 8,173 |
| 短期借款     | 325   | 290   | 1,110 | 1,610 | 1,310 | 1,210 |
| 应付款项     | 837   | 1,101 | 1,802 | 2,101 | 2,411 | 2,646 |
| 其他流动负债   | 71    | 109   | 518   | 344   | 387   | 419   |
| 流动负债     | 1,233 | 1,500 | 3,430 | 4,055 | 4,108 | 4,276 |
| 长期贷款     | 0     | 0     | 140   | 240   | 190   | 190   |
| 其他长期负债   | 0     | 0     | 38    | 0     | -300  | -300  |
| 负债       | 1,233 | 1,500 | 3,608 | 4,295 | 3,998 | 4,166 |
| 普通股股东权益  | 413   | 1,376 | 1,622 | 3,033 | 3,423 | 4,007 |
| 少数股东权益   | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 负债股东权益合计 | 1,647 | 2,877 | 5,230 | 7,328 | 7,421 | 8,173 |

比率分析

|            | 2010    | 2011    | 2012   | 2013E  | 2014E   | 2015E   |
|------------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|
| 每股指标       |         |         |        |        |         |         |
| 每股收益       | 0.948   | 1.148   | 0.780  | 1.170  | 1.564   | 1.928   |
| 每股净资产      | 3.307   | 8.240   | 4.856  | 6.536  | 7.378   | 8.636   |
| 每股经营现金净流   | -0.094  | -1.143  | -2.101 | -2.398 | 4.757   | 2.518   |
| 每股股利       | 0.000   | 0.000   | 0.120  | 0.130  | 0.130   | 0.130   |
| 回报率        |         |         |        |        |         |         |
| 净资产收益率     | 28.68%  | 13.93%  | 16.05% | 12.88% | 15.26%  | 16.07%  |
| 总资产收益率     | 7.20%   | 6.66%   | 4.98%  | 5.33%  | 7.04%   | 7.88%   |
| 投入资本收益率    | 15.49%  | 11.77%  | 9.94%  | 8.12%  | 10.11%  | 10.32%  |
| 增长率        |         |         |        |        |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 47.75%  | 49.32%  | 54.40% | 34.97% | 15.00%  | 10.00%  |
| EBIT增长率    | 140.93% | 74.70%  | 45.35% | 38.53% | 17.89%  | 12.69%  |
| 净利润增长率     | 67.31%  | 61.68%  | 35.86% | 50.06% | 33.71%  | 23.28%  |
| 总资产增长率     | 25.78%  | 74.62%  | 81.81% | 40.11% | 1.27%   | 10.13%  |
| 资产管理能力     |         |         |        |        |         |         |
| 应收账款周转天数   | 27.3    | 33.4    | 35.2   | 40.0   | 40.0    | 40.0    |
| 存货周转天数     | 71.3    | 68.0    | 65.0   | 70.0   | 70.0    | 70.0    |
| 应付账款周转天数   | 95.8    | 93.7    | 108.7  | 110.0  | 110.0   | 110.0   |
| 固定资产周转天数   | 14.5    | 15.4    | 11.2   | 7.7    | 5.9     | 4.4     |
| 偿债能力       |         |         |        |        |         |         |
| 净负债/股东权益   | 3.53%   | -33.92% | 24.65% | 3.11%  | -55.31% | -70.97% |
| EBIT利息保障倍数 | 8.6     | 9.1     | 6.0    | 4.6    | 7.1     | 18.1    |
| 资产负债率      | 74.87%  | 52.14%  | 68.99% | 58.62% | 53.87%  | 50.97%  |

### 历史推荐和目标定价(人民币)

|   | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价           |
|---|------------|----|-------|---------------|
| 1 | 2013-01-16 | 增持 | 9.19  | 15.00 ~ 15.00 |
| 2 | 2013-02-25 | 增持 | 10.35 | N/A           |
| 3 | 2013-03-15 | 增持 | 9.38  | N/A           |

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

### 投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；
- 中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；
- 减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海                             | 北京                         | 深圳                         |
|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271            | 电话: 010-6621 6979          | 电话: 0755-33516015          |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: 010-6621 6793          | 传真: 0755-33516020          |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204                     | 邮编: 100053                 | 邮编: 518026                 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B   |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net