

四川路桥（600039）：拟注入优质资产，未来盈利将提升 中性（维持）

建筑业

报告日期：2011 年 5 月 30 日

事件描述：

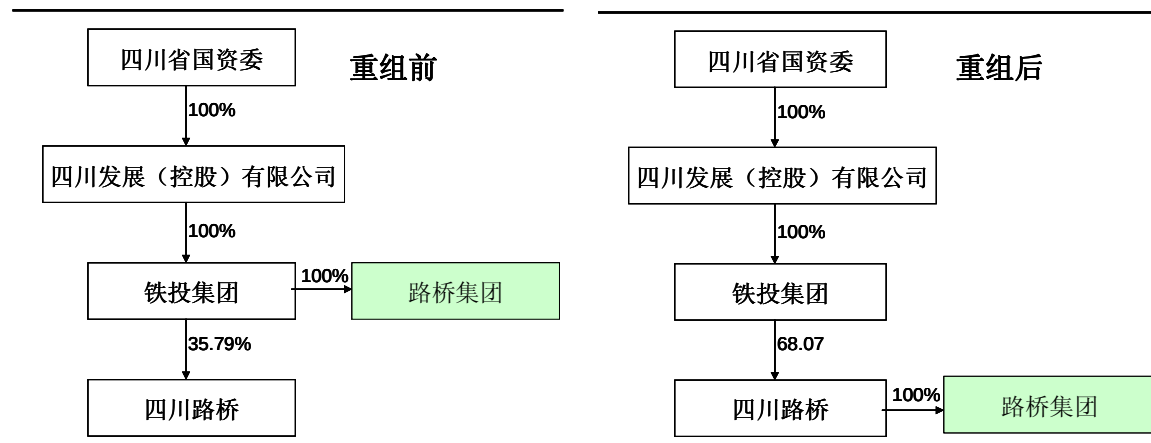
公司公布了重组预案，计划向控股股东铁投集团以每股9.11元的价格发行3.07亿股，用于购买铁投集团下属路桥集团100%的股权。此次重组一方面是为了解决四川路桥与路桥集团存在的同业竞争问题，实现路桥集团路桥施工资产整体上市，另一方面是为了提高上市公司的核心竞争力，确保上市公司的盈利能力。

评论：

1、路桥集团剥离非施工、非基础设施运营资产，整体注入优质资产

四川路桥成立时，路桥集团作为发起人将其下属大桥分公司、桥梁分公司等与公路桥梁施工相关的资产注入公司，路桥集团是公司的第一大股东；2009年路桥集团将持有的四川路桥的全部股权无偿划转给铁投集团，四川路桥由原来的铁投集团的孙公司上升为子公司。如果此次重组通过审批并顺利完成，路桥集团将成为公司的子公司，公司仍为铁投集团的子公司。

表 1：重组前后股权变动情况

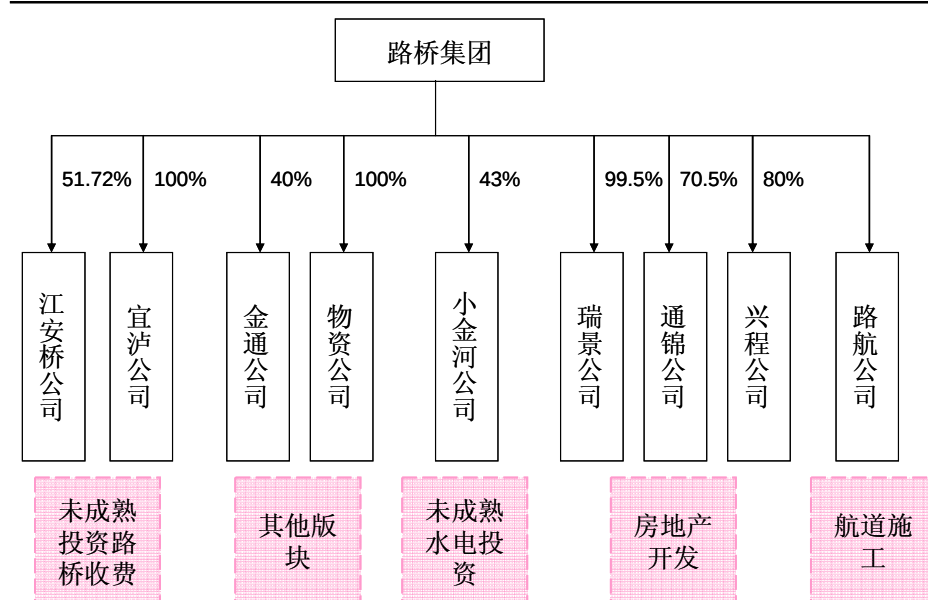


数据来源：公司公告 天相投顾

证券分析师：赵军胜
执业证书编号：A0140511010009
010-66045535 zhaojis@txsec.com
联系人：赵妍
010-66045748 zhaoy@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

根据重组预案，进行重组前，路桥集团将剥离旗下非施工资产、非基础设施运营资产以及部分在建高速公路BOT资产等，这些资产将以无偿划转的方式剥离至铁投集团。

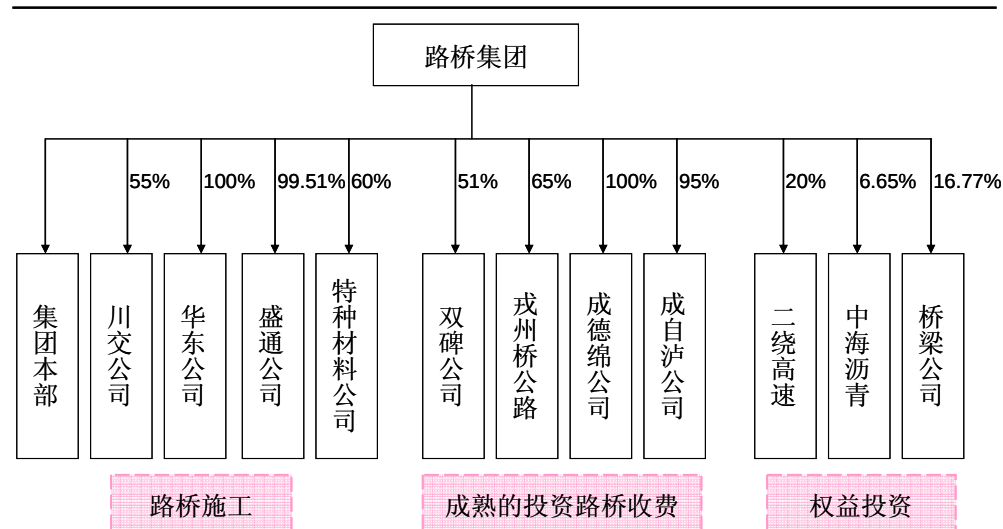
表 2：路桥集团剥离资产



数据来源：公司公告 天相投顾

资产剥离后，公司剩余资产主要为路桥施工、公路收费及其他投资项目。主要包括集团本部、川交公司、华东公司等。

表 3：路桥集团注入四川路桥资产



数据来源：公司公告 天相投顾

拟注入资产多为目前盈利较好或将来将实现较好盈利的公司，其中值得关注的资产有：

(1) 川交公司。1999年川交公司成立，四川路桥持股97.1%。2004、2005年川江公司净利润分别为-0.12亿元、-0.15亿元，持续出现较大经营亏损，公司决定置出川江公司55%的股权给路桥集团。后来伴随着四川交通建设的加快，川江公司经营开始好转，2009、2010年分别实现利润0.41亿元、1.49亿元，增速分别为60%、265%。

川交公司通过此次重组，其资产再次进入四川路桥，但是资产的盈利情况已经明显好于置出前，该公司将以优质资产的身份进入四川路桥。

(2) 多个BOT项目公司。此次注入的成熟投资路桥收费公司共有4个，双碑公司主要负责双碑隧道工程BOT融资建设项目，工程总价合同17.16亿元，工期30个月，计划于2013年完成建设，该资产将为公司未来的增长埋下伏笔。成德绵公司以BOT方式建设成绵高速公路复线并负责项目的经营管理，工程总概算核定为57.36亿元，工期3.5年，计划于2012年底之前通车，成自泸公司以BOT方式建设成自泸高速公路内江至自贡段并负责经营管理，项目总投资66.97亿元，建设期3年，预计于2012年8月完成建设，如果资产重组成功，预计成德绵、成自泸公司将很可能使得四川路桥2012年业绩实现快速的增长。另外，戎州桥公司承建的宜宾金沙戎州大桥2005年通车，目前采用年票加次票的形式收取车辆通行费，由宜宾市政府支付通行费，并且收费收入将每年递增5%，该公司未来增长基本确定。

2、注入资产盈利较好，预计将提升公司盈利水平

此次计划注入的资产包括传统的路桥施工，也包括盈利水平较高的BOT项目建设，BOT项目对承建公司的资金要求较高，但是在项目路段较好的情况下，将为承建公司带来更高的受益。注入的BOT项目中，宜宾戎州大桥北起于老城区涌泉街口，南接南岸新区戎州路，跨越金沙江，起到了连接宜宾市北岸和南岸的重要作用；成自泸高速公路是四川省规划建设的骨干高速路网之一，是四川新辟出海通道中的重要路段，也是四川省建设西部综合交通枢纽重大战略之一。拟注入的BOT项目都为当地的重要交通道路，通车量都有较好的保障，未来盈利性较好。

从财务的角度分析，拟注入的标的资产拟合后的利润数据明显好于四川路桥现有水平，预计资产注入后公司盈利将出现较大幅度的增长。

表 4：标的资产和四川路桥盈利对比

标的资产拟合数据			
项目	2009	2010	2011Q1
营业收入（亿元）	66.19	100.59	22.68
利润总额（亿元）	1.22	5.42	2.55
净利润（亿元）	0.85	4.28	1.95
归属于母公司所有者净利润（亿元）	0.66	3.35	1.83
净利率	1.00%	3.33%	8.07%
四川路桥			
项目	2009	2010	2011Q1
营业收入（亿元）	31.60	45.81	11.05
利润总额（亿元）	0.64	1.29	0.38
净利润（亿元）	0.54	1.48	0.38
归属于母公司所有者净利润（亿元）	0.26	0.99	0.29
净利率	0.83%	2.17%	2.63%

数据来源：公司公告 天相投顾

按照已公布的2010年的数据，我们粗略的计算注入资产对四川路桥的影响。如果资产注入，2010年四川路桥将实现收入146.40亿元，是现有收入水平的3.20倍；将实现归属母公司净利润4.34亿元，是现有水平的4.37倍；净利率将为2.95%，现有水平为2.17%。2010年拟注入资产收入增速为51.97%，净利润增速为407.58%，净利



率为3.33%，同期四川路桥的收入增速为44.99%，净利润增速为278.20%，净利率为2.17%，拟注入资产的成长性也好于公司现有资产，预计重组后公司盈利能力将出现提升。

3、盈利预测及投资评级

由于此次重组是否能够实施尚存在较大的不确定性，我们暂不考虑重组对公司股本及利润的影响，预计公司2011~2013年EPS分别为0.44元、0.56元、0.76元，对应的市盈率为22倍、17倍、12倍，暂时维持“中性”的投资评级。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040