

上半年业绩预增 600% 重组仍在推进中

--- 四川路桥（600039）研究报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

事件：四川路桥拟向控股股东四川省铁路产业投资集团（下文简称“铁投集团”）有限责任公司发行股份，购买其持有的完成资产剥离后的四川公路桥梁建设集团有限公司 100% 股权。2011年5月30日已通过董事会决议。

近日，公司公布上半年业绩快报**2011年上半年业绩预增600%**。

投资亮点：

- I 重组预案为：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。重组完成将解决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，推动上市公司成为集规模优势与技术优势于一体的国内路桥施工行业领先公司，有利于上市公司做大做强。
- I 此次置入的资产主要包括：路桥集团专业从事交通基础设施建设的骨干企业——川交公司，以及四个成熟的路桥收费公司。
- I **2011年上半年业绩预增600%**。公司今年上半年业绩较上年同期大幅度增长，主要原因是施工业务收入较上年同期较大幅度增加、盈利能力有所增强及对联营企业的投资收益大幅度增加所致。上年同期归属于母公司所有者的净利润724万元，每股收益0.0238元。推算公司今年上半年归属于母公司所有者的净利润5068万，每股收益0.167元。
- I **盈利预测及评级。**由于此次重组是否能够实施尚存在较大不确定性，我们暂不考虑重组对公司股本及利润的影响，预计公司2011年EPS为0.34元，对应的市盈率为**28.88倍**，与建筑施工行业市盈率（整体法、TTM整体法）16~17倍的均值相比，处于行业中的高位，后续重组进展过程中可能出现交易性机会，重组完成将提升公司盈利能力，但暂时维持“中性”的投资评级。
- I **风险提示：**重组是否能够实施，重组时间及推进进度

所属行业 工程施工 2011-8-3

评级 中性

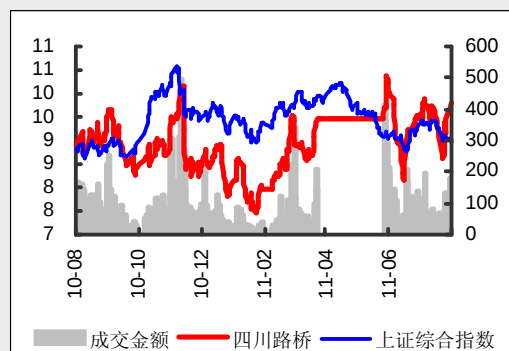
基础数据

总市值(百万)	2985.28
总股本/流通股本（百万）	304/304
流通市值（百万）	2985.28
每股净资产（元）	3.06
净资产收益率（%）	10.7

交易数据

52 周股价区间	7.43/10.67
11 年市盈率	28.88
市净率	3.2

相比上证一年走势



研究员：左红英(执业证书 S0820209120023)

联系人：谢非非

电话 021-32229888-3501

E-mail xiefeifei@ajzq.com

相关报告

水泥高景气度依旧 建筑建材异彩纷呈--建筑建材行业中期投资策略报告 2011.6.30

事件：四川路桥拟向控股股东四川省铁路产业投资集团（下文简称“铁投集团”）有限责任公司发行股份，购买其持有的完成资产剥离后的四川公路桥梁建设集团有限公司 100% 股权。2011年5月30日已通过董事会决议。

重组预案为：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。重组完成将解决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，推动上市公司成为集规模优势与技术优势于一体的国内路桥施工行业领先公司，有利于上市公司做大做强。

一、此次重组进展情况

本次交易已取得四川省国有资产监督管理委员会的原则性同意。四川省国资委于 2011 年 5 月 23 日出具《关于<四川路桥建设股份有限公司进行重大资产重组的可行性研究报告>的批复》：四川省国资委原则同意《四川路桥建设股份有限公司进行重大资产重组的可行性研究报告》思路，要求铁投集团按照国家有关法律法规和国有资产管理的有关规定积极推进各项工作，确保本次重大资产重组工作顺利完成。

尚需审批或核准的事项包括但不限于：公司股东大会对本次交易的批准、四川省国资委对资产剥离的批准、四川省国资委对本次交易所涉及的资产评估报告的备案和对本次交易的正式批准、中国证监会对本次交易的核准，以及中国证监会对铁投集团豁免要约收购申请的核准。

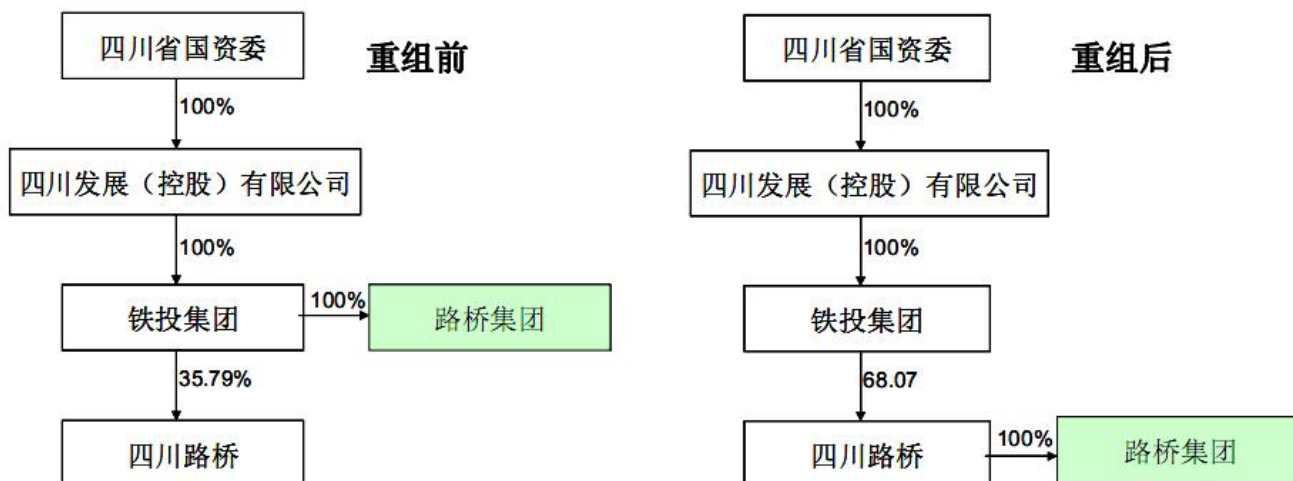
二、重组将实现路桥施工资产整体上市

为资产重组发行的股票定价基准日为上市公司第四届董事会第十六次会议决议公告日，发行价格为定价基准日前二十个交易日四川路桥 A 股股票均价 9.11元/股，（以 2011 年 5 月 31 日为基准日，拟购买标的资产预估值约为 28亿元）发行A股股票数量约为 3.07 亿股。

目前四川路桥路桥施工业务、路桥 BT 及 BOT 业务、水力发电业务三大板块中，路桥施工业务为四川路桥贡献约93%以上的营业收入。四川路桥与铁投集团下属另一施工板块核心子公司路桥集团存在较为明显的同业竞争情况。

通过重组，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，不仅有利于解决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；更能通过优质资产注入，推动上市公司成为集规模优势与技术优势于一体的国内路桥施工行业领先公司，有利于上市公司做大做强。

图 1：重组前后股权变动情况



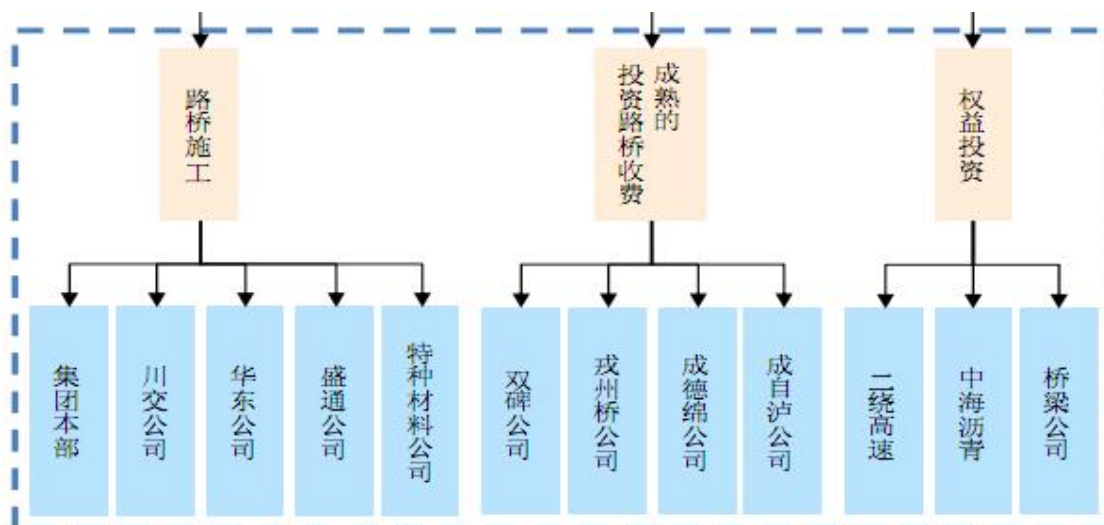
资料来源：公司公告 爱建证券

根据四川路桥 2010 年度经审计的合并财务报告，期末资产总额为 72.11 亿元；营业收入为 45.81 亿元；期末净资产额为 13.23 亿元。本次交易拟购买的标的资产的资产总额以 2010 年模拟报表总资产 155 亿元为准，营业收入以 2010 年模拟报表营业收入约 100 亿元为准，资产净额以预评估值 28 亿元为准。铁投集团持有四川路桥 1.088 亿股股份，占本次发行前总股本的 35.79%，为控股股东。按预计发行数量 3.07 亿股计算，发行完成后，铁投集团将持有约 4.16 亿股股份，约占发行后总股本的 68.1%，依然为控股股东。

此次资产重组，路桥集团以资产剥离后的所有资产负债置入上市公司。交易完成后，路桥集团将成为四川路桥的子公司。资产剥离方案为：拟将路桥集团旗下非施工资产、非基础设施运营资产以及部分完工期较远的在建高速公路 BOT 资产等以无偿划转的方式剥离至铁投集团。

此次资产重组的交易标的为进行资产剥离后的路桥集团 100% 股权，资产剥离完成后，路桥集团的资产具体包括路桥集团本部路桥施工资产（四川路桥集团本部、一分公司、二分公司、三分公司和路桥集团直管项目），四川路桥集团持有的四川川交路桥有限责任公司 55% 股权、四川路桥华东建设有限责任公司 100% 股权、四川路桥盛通建筑工程有限公司 99.51% 股权、四川路桥特种材料有限责任公司 60% 股权、重庆双碑隧道建设有限责任公司 51% 股权、宜宾戎州大桥开发有限责任公司 65% 股权、四川成德绵高速公路开发有限公司 100% 股权、四川成自泸高速公路开发有限责任公司 95% 股权、四川蓉城第二绕城高速公路开发有限责任公司 20% 股权、四川路桥桥梁工程有限责任公司 16.77% 股权、中海沥青（四川）有限责任公司 6.65% 股权。

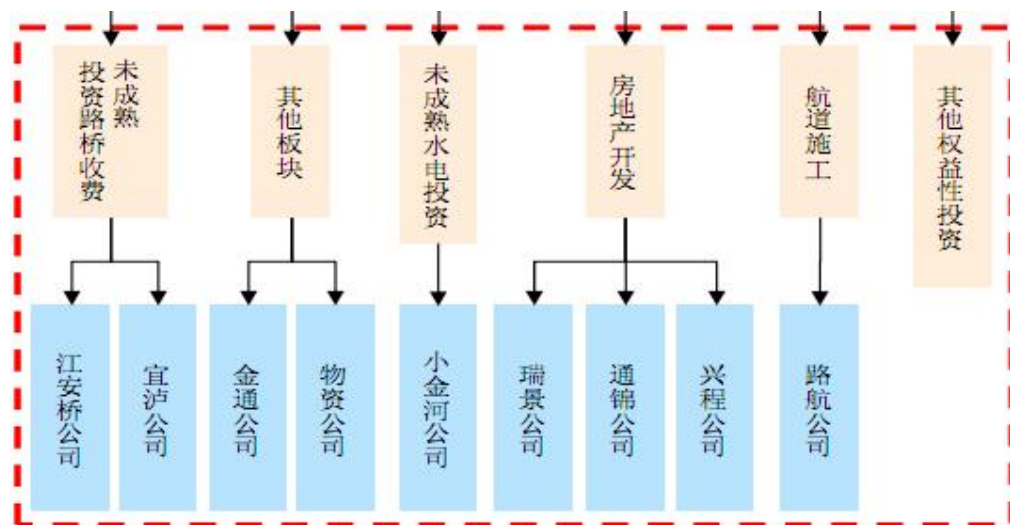
图 2：路桥集团剥离之后注入四川路桥的资产



资料来源：公司公告 爱建证券

剥离资产具体包括：江安长江公路大桥开发有限责任公司 51.72%股权、四川宜泸高速开发有限责任公司 100%股权、四川金通工程试验检测有限公司40%股权、四川交通物资公司 100%股权、四川路航建设工程有限公司96.43%股权，四川小金河水电开发有限公司 43%股权，以及房地产开发板块下的四川瑞景房地产开发有限公司 99.5%股权、四川路桥通锦房地产开发有限公司70.5%股权、四川兴程建设投资有限责任公司80%股权以及其他权益性投资。

图 3：路桥集团剥离资产



资料来源：公司公告 爱建证券

三、重组将提高上市公司盈利能力

此次重点关注重组注入的优质资产包括：

（1）川交公司

川交公司是路桥集团专业从事交通基础设施建设的骨干企业，公司注册资本 2.1 亿元，总资产 35 亿元。

本次重组之前川交公司曾被置出过上市公司，因为2004 年四川路桥包括川交公司在内的整个施工业务板块都出现了较大经营亏损。出于改善上市公司资产和财务状况，保护上市公司盈利能力的目的，四川路桥将其持有的川交公司 55%的股权以及部分固定资产与路桥集团所持有的宜宾长江大桥开发有限责任公司 65%的股权和招商银行 600 万法人股权进行了置换。当时川交公司55%股权评估值 21,293.75 万元。

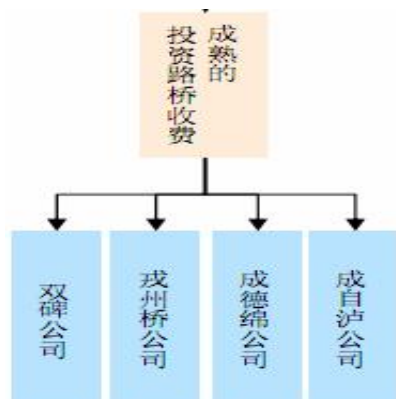
2009 年至 2010 年，川交公司经营规模和盈利情况均有了较大幅度的改善。故本次四川路桥重大资产重组中，将川交公司置入上市公司将有利于增强上市公司的盈利能力。

表 1：川交公司 2003 至 2010 年的经营情况

年份	主营业务收入 (万元)	主营业务收入 增长率	净利润 (万元)	净利润 增长率
2003	60,861.42	-	1,160.02	-
2004	36,974.34	-39%	-3,821.16	-429%
2005	39,073.45	6%	-1,540.75	-60%
2006	64,468.43	65%	2,103.48	-237%
2007	133,343.42	107%	1,025.03	-51%
2008	116,157.28	-13%	2,559.08	150%
2009	241,245.20	108%	4,096.90	60%
2010	424,129.52	76%	14,934.81	265%

数据来源：公司公告 爱建证券

（2）四个成熟投资路桥收费公司



此次注入的成熟投资路桥收费公司共有4个——双碑公司、戎州桥公司、成德绵公司、成自泸公司。

双碑公司主要负责重庆双碑隧道工程BT融资建设项目。重庆双碑隧道工程BT 融资建设包括双碑隧道西永连接线工程、双碑隧道工程、双碑隧道东引道工程三大部分，工程合同总造价 17.16 亿元。工程合同工期为 30 个月，工程计划于 2013 年完成建设，之后将持续提供丰厚收益。

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%，收费期将持续到 2014 年 12 月31 日，未来两年仍能给公司提供不错收入。

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，全长 86.2 公里，工期3.5年，计划于2012年底之前通车，项目收费期为 26 年 152 天。

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，项目收费期为28 年 290 天。

如果资产重组成功，预计成德绵、成自泸公司将是四川路桥2012年业绩快速增长的推动力。

四、盈利预测及评级

2011年上半年业绩预增600%。公司今年上半年业绩较上年同期大幅度增长主要系施工业务收入较上年同期较大幅度增加、盈利能力有所增强及对联营企业的投资收益大幅度增加所致。上年同期归属于母公司所有者的净利润724万元，每股收益0.0238元。推算公司今年上半年归属于母公司所有者的净利润5068万，每股收益0.167元。

表 2：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

请务必阅读正文之后的重要声明

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	1.28%	4.25%	8.60%
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	0.37
归属于母公司所有者净利润（亿元）	0.26	0.99	0.29
销售净利率	1.7%	3.23%	3.31%

数据来源：公司公告 wind 爱建证券

按2010年数据，我们粗略计算注入资产对四川路桥的影响：2010年四川路桥资产注入后将实现收入146.4亿元，是资产注入前同期收入水平的3.2倍；将实现归属母公司净利润4.34亿元，是现有水平的4.4倍；净利率将为3.9%，现有水平为3.23%。2010年拟注入资产收入增速为51.97%，净利润增速为403.53%，净利率为4.25%，同期四川路桥的收入增速为44.97%，净利润增速为174%，净利率为3.23%，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。

由于此次重组是否能够实施尚存在较大不确定性，我们暂不考虑重组对公司股本及利润的影响，预计公司2011年EPS为0.34元，对应的市盈率为28.88倍，与建筑施工行业市盈率（整体法、TTM整体法）16~17倍的均值相比，处于行业中的高位，后续重组进展过程中可能出现交易性机会，重组完成将提升公司盈利能力，但暂时维持“中性”的投资评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述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, 爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 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、复制件或复制品, 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“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明