

BT 模式日益成熟，省外扩张加速

报告关键点:

- BT项目成为公司重要增长点
- 省外扩张进展顺利
- 给予6个月目标价25元，买入-A的投资评级

报告摘要:

事件:

- 公司与贵州省盘县人民政府于2011年12月20日签订了《盘县两河至冯家庄（高铁站）至红果新城快速通道建设-移交（BT）项目投资建设框架协议》。本项目为盘县两河至冯家庄（高铁站）至红果新城快速通道建筑安装工程费用投资，起讫桩号为K0+000-K17+716段，全长17.716公里。建筑安装工程费用投资暂定为11.31亿元，建设工期为18个月。
- 该项目将实行BT方式建设项目，采用分期货币回购方式，并在2年内分6期回购完毕。其中，第一期在项目交工验收合格之日起1个月内支付回购价款的40%；第二期至第六期将分别在项目交工验收合格之日起6个月内、10个月内、15个月内、20个月内、24个月内支付回购价款的12%。

点评:

- 甲方承付能力强。**盘县位于贵州省西部、六盘水市西南部，盘县矿产资源丰富，是全省乃至全国重点产煤县之一。2010年，盘县在贵州经济强县评比中排名第二，并跻身中国西部百强县（市）第21位。2010年全县财政总收入和地方一般预算收入分别完成48.14亿元、19.6亿元。该BT项目总金额约11.3亿元，分两年付清，以盘县财政的承付能力，预计未来违约风险很小。
- BT项目成为公司重要增长点。**公司自2004年开始突破了单纯施工的经营模式，通过BT项目投资带动施工，成为集项目投资、建设和管理于一体的投资建设商。公司2004年以来几乎每年均有签署新的BT项目合同，已经具备了持续开发BT业务的能力，随着公司的成功上市融资，资金运营实力进一步增强，BT项目将成为公司的重要利润贡献业务。
- 省外扩张顺利。**公司早期的业务收入主要来源于四川省，重点以成都市为中心，辐射四川省内各地级市和县级市，2009年起，公司加大了省外业务的拓展力度，2008-2010年，公司省外营业收入占比快速提升，分别为2.7%、10.6%和16.1%，2011年公司新签订单中超过一半来源于省外，扩张进一步加速。
- 我们预计2011-2013年公司主营收入分别为24.96亿、31.06亿和38.47亿元，毛利率基本维持稳定；预计2011-2013年EPS分别为1.2元、1.47元和1.89元。给予6个月目标价25元，买入-A的投资评级。
- 风险提示：回购主体的承付能力不足风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,156.8	1,709.2	2,496.2	3,106.5	3,847.2
Growth(%)	2.6%	47.8%	46.0%	24.4%	23.8%
净利润	70.8	118.5	200.1	245.6	316.4
Growth(%)	26.6%	67.3%	68.8%	22.8%	28.8%
毛利率(%)	11.7%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
净利润率(%)	6.1%	6.9%	8.0%	7.9%	8.2%
每股收益(元)	0.42	0.71	1.20	1.47	1.89
每股净资产(元)	1.82	2.51	8.59	9.91	11.62
市盈率	41.0	24.5	14.5	11.8	9.2
市净率	9.6	6.9	2.0	1.8	1.5
净资产收益率(%)	23.3%	28.2%	14.0%	14.8%	16.3%
ROIC(%)	481.7%	-266.6%	147.8%	33.3%	34.1%
EV/EBITDA	15.9	10.3	8.7	7.0	6.0
股息收益率	0.0%	0.2%	0.7%	0.8%	1.1%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

买入-A

上次评级: -

目标价格: 25.00 元

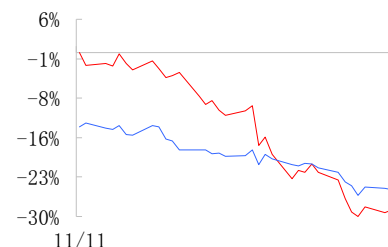
期限: 6个月 上次预测:

现价(2011年12月21日): 17.59 元

报告日期: 2011-12-21

总市值(百万元)	2,902.46
流通市值(百万元)	590.92
总股本(百万股)	167.00
流通股本(百万股)	34.00
12个月最低/最高	16.70/26.13 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12个月股价表现



成都路桥 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(17.49)	(17.40)	(3.81)
绝对收益	(26.29)	(29.03)	(29.03)

李孔逸

 0755-82558015
 执业证书编号

傅真卿

 021-68767632
 执业证书编号

行业分析师

 liky@essence.com.cn
 S1450511020034

行业分析师

 fuzq@essence.com.cn
 S1450511110002

前期研究成果

成都路桥：快速成长的区域龙头

2011-10-24

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-12-20		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	营业收入增长率	2.6%	47.8%	46.0%	24.4%	23.8%
减: 营业成本	1,156.8	1,709.2	2,496.2	3,106.5	3,847.2	营业利润增长率	25.0%	81.3%	51.9%	22.3%	28.9%
营业税费	1,021.9	1,462.9	2,134.9	2,656.8	3,290.1	净利润增长率	26.6%	67.3%	68.8%	22.8%	28.8%
销售费用	39.0	56.9	83.1	103.4	128.1	EBITDA 增长率	21.4%	61.1%	38.8%	20.8%	27.6%
管理费用	0.1	-	-	-	-	EBIT 增长率	23.1%	66.5%	41.6%	19.7%	27.3%
财务费用	33.4	39.1	49.9	62.1	76.9	NOPLAT 增长率	23.2%	52.6%	53.2%	20.1%	27.2%
资产减值损失	18.2	17.6	9.0	4.4	1.0	投资资本增长率	-375.8%	-376.3%	432.0%	24.2%	50.7%
加: 公允价值变动收益	4.5	10.9	14.0	16.9	19.9	净资产增长率	24.0%	38.2%	242.1%	15.4%	17.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	45.7	33.0	30.0	25.0	40.0	利润率					
加: 营业外净收支	85.4	154.9	235.3	287.8	371.1	毛利率	11.7%	14.4%	14.5%	14.5%	14.5%
利润总额	-1.0	-	0.1	1.1	1.1	营业利润率	7.4%	9.1%	9.4%	9.3%	9.6%
减: 所得税	84.5	154.9	235.4	288.9	372.2	净利润率	6.1%	6.9%	8.0%	7.9%	8.2%
净利润	13.8	36.9	35.3	43.3	55.8	EBITDA/营业收入	9.9%	10.8%	10.3%	10.0%	10.3%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.0%	10.1%	9.8%	9.4%	9.7%
货币资金	125.9	310.8	927.1	805.3	698.5	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	13	11	13	15	15
应收账款	346.4	581.5	884.3	1,098.2	1,432.0	流动营业资本周转天数	-37	-10	47	77	88
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	282	249	269	294	268
预付账款	83.2	58.6	58.6	58.6	58.6	应收帐款周转天数	20	29	38	39	39
存货	245.9	325.5	526.4	713.3	856.3	存货周转天数	68	60	61	72	73
其他流动资产	228.2	59.2	-	-	-	总资产周转天数	380	312	319	341	311
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	-5	9	64	97	109
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	6.5	2.8	3.0	3.3	3.7	ROE	23.3%	28.2%	14.0%	14.8%	16.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	7.1%	7.2%	7.9%	9.0%
固定资产	39.9	68.0	105.4	145.6	182.6	ROIC	481.7%	-266.6%	147.8%	33.3%	34.1%
在建工程	-	-	16.0	28.8	39.1	费用率					
无形资产	47.0	0.3	4.9	4.6	4.3	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	188.2	245.8	252.0	253.3	254.8	管理费用率	2.9%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
资产总额	1,311.1	1,652.5	2,777.9	3,111.1	3,530.0	财务费用率	1.6%	1.0%	0.4%	0.1%	0.0%
短期债务	38.5	185.5	300.0	108.0	150.0	三费/营业收入	4.5%	3.3%	2.4%	2.1%	2.0%
应付账款	565.0	488.8	643.4	946.3	1,036.6	偿债能力					
应付票据	8.5	3.2	5.8	7.3	9.0	资产负债率	76.9%	74.6%	48.4%	46.8%	45.0%
其他流动负债	255.9	416.0	385.0	388.9	393.1	负债权益比	332.3%	294.3%	93.7%	88.0%	82.0%
长期借款	139.9	-	-	-	-	流动比率	1.19	1.08	1.78	1.84	1.92
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.90	0.82	1.39	1.35	1.38
负债总额	1,007.9	1,233.4	1,343.9	1,456.1	1,590.3	利息保障倍数	5.70	9.81	27.16	65.78	383.14
少数股东权益	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6	分红指标					
股本	125.0	125.0	167.0	167.0	167.0	DPS(元)	-	0.04	0.12	0.15	0.19
留存收益	175.6	288.3	1,266.4	1,487.4	1,772.1	分红比率	0.0%	5.3%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	303.3	419.1	1,434.0	1,655.0	1,939.7	股息收益率	0.0%	0.2%	0.7%	0.8%	1.1%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	70.7	118.0	200.1	245.6	316.4	EPS(元)	0.42	0.71	1.20	1.47	1.89
加: 折旧和摊销	12.0	12.6	11.9	17.4	23.0	BVPS(元)	1.82	2.51	8.59	9.91	11.62
资产减值准备	4.5	10.9	14.0	16.9	19.9	PE(X)	41.0	24.5	14.5	11.8	9.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.6	6.9	2.0	1.8	1.5
财务费用	15.4	16.7	17.6	9.0	4.4	P/FCF	43.6	39.2	-7.6	-22.7	-25.9
投资收益	-45.7	-33.0	-30.0	-25.0	-40.0	P/S	2.5	1.7	1.2	0.9	0.8
少数股东损益	-0.2	-0.5	-	-	-	EV/EBITDA	15.9	10.3	8.7	7.0	6.0
营运资金的变动	111.5	-185.2	-392.5	-110.8	-401.9	CAGR(%)	51.5%	38.9%	23.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	115.0	-11.8	-187.6	148.4	-81.7	PEG	0.8	0.6	0.6	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	17.8	79.6	13.9	-45.3	-30.3	ROIC/WACC	50.9	-28.1	15.6	3.5	3.6
融资活动产生现金流量	-104.6	127.1	835.6	-221.0	9.4	REP	-0.7	-0.5	0.2	0.7	0.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

傅真卿，建材行业分析师，中国人民大学经济学学士，中国注册会计师。2011年10月加入安信证券研究中心。

分析师声明

李孔逸、傅真卿分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

胡珍

0755-82558073

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

朱贤

021-68765293

梁涛

021-68766067

周蓉

010-59113563

马正南

010-59113593

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034