

交通基础设施/公路与铁路

2009 年 7 月 9 日

公司研究

新股研究

成渝高速（601107）：内生增长与外延式扩张提升公司投资价值

核心观点

通行费收入是公司主要收入来源。成渝高速主要承担成渝高速公路（226 公里）、成雅高速公路（144.2 公里）以及城北出口高速公路（10.35 公里）的收费、养护及管理工作。公司营业收入主要来源以上三路的通行费收入，占比约为 90%，除了通行费收入，公司还有工程施工、租赁等其他业务收入。

公司经营路段收入增长情况好于行业平均水平。2009 年 1-5 月，公司实现通行费收入 6.32 亿元（不包括成乐公司），同比增长 11.05%，明显好于行业的平均水平，其中成雅高速公路通行费收入同比增长 16.1%，预计随着区域经济增长、区域路网完善，成雅高速车流量将有较大的提升空间。

多因素共同支撑公司成长。支撑公司业绩持续增长的主要动力：（1）区域经济增长，09 年 1 季度四川地区经济增长明显好于全国水平，特别是在灾后重建的拉动下固定资产投资增速明显加快；（2）目前四川地区路网密度较低，随着路网结构不断完善，对公司部分路段车流诱增作用明显，目前成雅高速、成乐高速都存在断头路情况；（3）四川地区旅游事业发展促进客流增长，08 年受地震影响旅客数量有所下降，但是今年以来国内游客已经实现大幅增长、国际游客下降幅度也大幅收窄，随着旅游资源不断开发利用，旅游客流增长值得期待；（4）当前四川省处于计重收费的试运行期，计重收费标准实施 8 折优惠，该项优惠政策将于 2010 年 10 月 1 日取消，预计将会增加收入 10% 左右；（5）四川地区高速公路收费标准较低，存在提价预期；（6）拟收购成南公司。

募资项目提升公司长期投资价值。本次拟发行不超过 5 亿股 A 股，拟募集资金 20 亿元，募集资金用于收购成乐公司以及偿还成乐公司负债。成乐公司主要经营成乐高速公路，根据我们测算，08 年合并后摊薄每股收益基本与合并前持平，由于 09 年成乐高速保持较快速度增长（前 5 个月通行费收入同比增长 31.52%），预计今年募资项目将增厚公司业绩。

股价合理区间 3.75-4.25 元。预计公司 2009 年、2010 年摊薄每股收益为 0.25 元、0.30 元，根据当前 A 股可比公司估值水平的情况，我们认为公司 09 年动态 PE 合理区间为 15-17 倍，对应公司合理股价区间为 3.75-4.25 元。

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

发行相关数据一览

发行股数（万股）	50,000
其中：网下发行	15,000
网上发行	35,000
第一大股东	川高公司
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	39.30%/31.88%
发行前每股净资产	2.27 元
发行前资产负债率	24.78%
发行前每股收益	0.21 元

国都证券研究所

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

目 录

1. 成渝高速——四川地区唯一高速公路上市公司	4
1.1 公司历史及基本情况.....	4
1.2 新发 A 股占发行后总股本的 16.35%	5
1.3 成渝高速和成雅高速公路是公司收入的主要来源.....	5
2. 需求增长放缓，公路固定资产投资加快	6
2.1 公路运输需求随着经济增长放缓而放缓.....	6
2.2 车流量出现负增长.....	7
2.3 公路固定资产投资力度加大.....	8
2.4 高速公路权益转让难度加大.....	9
3. 区域经济发展提升公路运输需求	10
3.1 四川地区经济发展好于全国水平.....	10
3.2 旅游客流增长值得期待.....	11
3.3 公司资产区位优势明显.....	12
4. 灾后重建促车流增长，盈利能力有望继续提升	13
4.1 车流增长恢复明显.....	13
4.2 公司成本构成.....	15
4.3 毛利率有望继续提升.....	16
4.4 低收费标准提升提价预期.....	16
4.5 已启动对成南公司的收购.....	17
5. 募资项目车流增长迅速，长期提升公司投资价值	17
5.1 成乐高速公路基本情况.....	17
5.2 成乐高速车流增速好于公司现有路段.....	18
5.3 毛利率稳步提高，财务费用是拖累业绩的主因.....	18
5.4 募资项目未来或增厚公司业绩.....	19
6. 盈利预测与估值分析	20
6.1 盈利预测.....	20
6.2 估值-合理价位 3.75-4.25 元.....	21
7. 风险提示.....	22

图表目录

图表 1: 本次发行前股权结构及控制关系	4
图表 2: 发行前后股本结构对比	5
图表 3: 公司现有路产基本情况	5
图表 4: 公司 2008 年营业收入及车辆通行费构成状况	6
图表 5: 公路客货运需求增速放缓	6
图表 6: 部分上市公司路段车流变化一览	7
图表 7: 08 年高速公路里程增长 12.5%	8
图表 8: 公路固定资产投资增速加快	8
图表 9: 各省市高速公路密度一览 (07 年数据)	9
图表 10: 1 季度四川省 GDP 增速明显好于全国水平	10
图表 11: 四川省固定资产投资增速明显加快	10
图表 12: 08 年旅游总收入下降 10%	11
图表 13: 08 年国内游客下降 6%	12
图表 14: 国际游客下降近 60%	12
图表 15: 四川省高速公路路网示意图	12
图表 16: 各路收入水平一览	13
图表 17: 成渝高速公路收入恢复增长	14
图表 18: 成雅高速公路收入保持快速增长	14
图表 19: 城北高速公路收入增长加快	14
图表 20: 机场高速车流增长	14
图表 21: 公司营业成本构成	15
图表 22: 通行费成本构成	15
图表 23: 公司主要路段收费标准	16
图表 24: 各地区计重收费基本费率 (元/吨公里)	17
图表 25: 成乐高速通行费历年增长情况	18
图表 26: 成乐高速通行费月度增长情况	18
图表 27: 主要路段车流量及收入假设	20
图表 28: 主要成本假设	20
图表 29: 成渝高速盈利预测	21
图表 30: 主要公路行业 A 股上市公司估值一览	22

1. 成渝高速——四川地区唯一高速公路上市公司

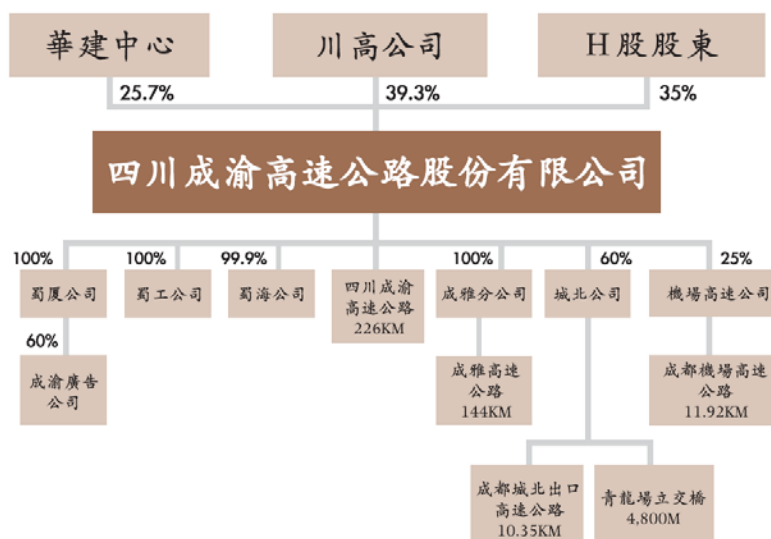
1.1 公司历史及基本情况

四川成渝高速股份有限公司是由川高公司独家发起设立的股份有限公司，于1997年8月19日在四川省工商局注册成立。1997年10月7日，公司H股股票在香港联交所正式挂牌交易。1998年3月27日，公司变更为外商投资股份有限公司。

公司主要以高速公路的投资、建设、经营管理为主，现在拥有成雅分公司，控股城北公司、蜀海公司、蜀工公司、蜀厦公司等四个子公司，具体承担了226公里成渝高速公路、144.2公里成雅高速公路的运营、维护和管理的工作。

川高公司是公司的控股股东，本次A股发行前，其持有公司39.30%的股权。本次A股发行成功后，假设本次发行A股5亿股，川高公司仍将持有本公司32.87%的股份，根据《境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金实施办法》（财企[2009]94号）规定和《四川省政府国有资产监督管理委员会关于四川成渝高速公路股份有限公司A股首次上市划转部分国有股有关问题的批复》（川国资产权[2009]39号）的批复，其将向全国社会保障基金理事会划转3023万股，公司股份划转后，川高公司的持股比例为31.88%，保持第一大股东地位。

图表 1：本次发行前股权结构及控制关系



资料来源：公司年报

川高公司作为四川省交通厅直接领导下的国有特许经营企业，承担国有公路资产保值、增值任务，对四川省各重点公路项目进行管理，包括四川省重点公路建设工程项目的筹融资及其投资管理和建设的实施管理、已通车营运的四川省重点公路项目的特许经营管理、资产管理和养护管理、以川高公司名义投资的其他控股、参股子公司的经营管理等业务。

1.2 新发 A 股占发行后总股本的 16.35%

本次公司拟发行不超过5亿股A股，本次发行将采用网下向询价对象询价配售与网上资金申购发行相结合的方式进行，本次发行回拨机制启动前，网下发行不超过1.5亿股，即本次发行规模的30%；网上资金申购部分不超过3.5亿股，约占本次发行规模的70%。本次发行后，公司总股本增至30.58亿股，其中新发股票占发行后总股本的16.35%，川高公司持股数量占发行后总股本的31.88%。

图表 2：发行前后股本结构对比

项目	发行前		发行后	
	股份数（万股）	比例	股份数（万股）	比例
川高公司（SS）	100,529	39.30%	97,506	31.88%
华建中心（SS）	65,745	25.70%	63,768	20.85%
全国社会保障基金理事会			5,000	1.64%
社会公众股	89,532	35.00%	139,532	45.63%
其中：H 股	89,532	35.00%	89,532	29.28%
A 股			50,000	16.35%
总股本	255,806	100.00%	305,806	100.00%

资料来源：招股说明书 天相投顾

1.3 成渝高速和成雅高速公路是公司收入的主要来源

公司是四川省境内唯一一家高速公路上市公司，主要经营成渝高速（四川段）、成雅高速、城北出口高速、机场高速（参股）等资产，现经营高速公路392.68公里（包括参股路段），再加上本次募资收购的成乐高速公路，公司经营高速公路里程为479.08公里。

图表 3：公司现有路产基本情况

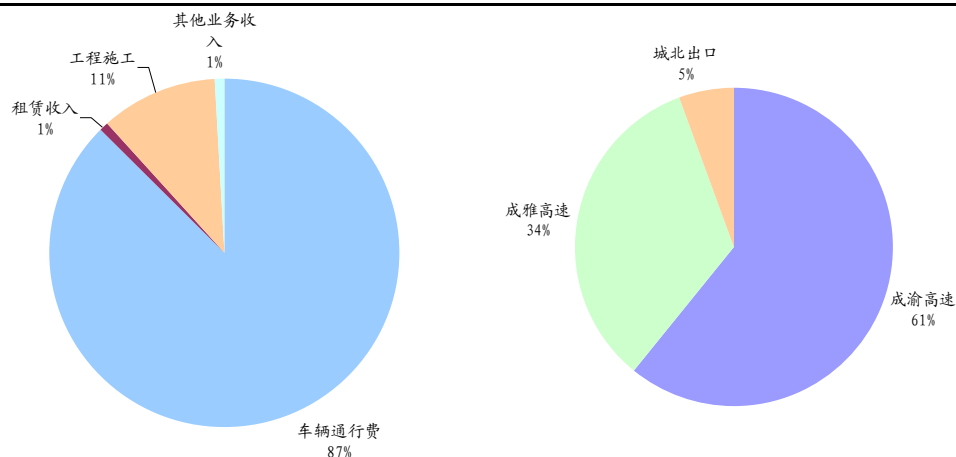
公路名称	类别	里程 (公里)	收费期限	公司 拥有权益
成渝高速公路	高速公路	226	1997.10.7-2027.10.6	100%
成雅高速公路	高速公路	144.2	2000.1.1-2029.12.31	100%
城北出口高速公路	高速公路	10.35	1998.12.21-2024.6.30	60%
机场高速公路	高速公路	11.98	1999.7.9-2024.12.31	25%

资料来源：招股说明书

公司业务主要集中于高速公路的投资、建设、经营管理，业务收入主要依靠收取高速公路通行费。2008年公司实现营业收入15.88亿元，同比增长4.22%，其中车辆通行费13.89亿元，占总营业收入的89.19%，成渝和成雅高速分别实现车辆通行费8.43亿元和4.69亿元，分别占公司通行费收入的60.75%和34.00%。除了通行费收入之外，公司营业收入还包括工程施工收入、租赁业务收入（沿线加油站租赁、沿线广告区位租赁以及房屋租赁）以及其他业务收入。

2008年公司实现毛利8.57亿元，其中车辆通行费实现毛利8.41亿元，占总毛利的99%，通行费业务毛利率为60.55%，远高于其他业务8.86%的毛利率水平。

图表 4: 公司 2008 年营业收入及车辆通行费构成状况



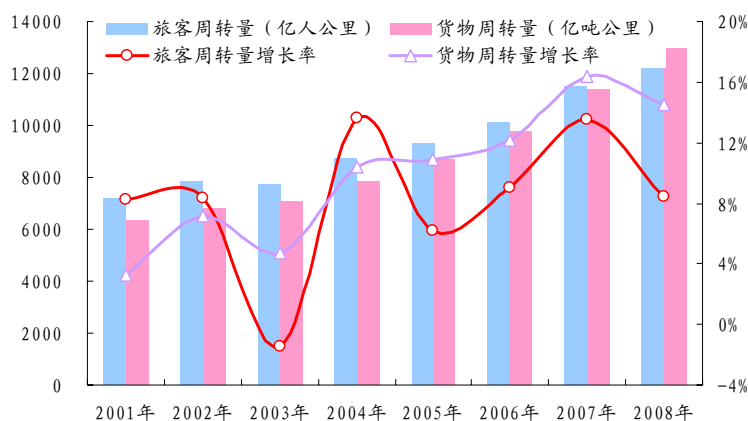
资料来源: 招股说明书

2. 需求增长放缓, 公路固定资产投资加快

2.1 公路运输需求随着经济增长放缓而放缓

2008 年受国际金融危机影响, 世界经济增长明显放缓, 中国也不例外, 特别是去年四季度, 我国宏观经济增长速度明显放缓。受经济增长放缓影响, 国内客货运需求明显放缓, 2008 年营运性客车完成旅客周转量 1.25 亿人公里, 同比增长 8.42%, 增速比 07 年下降 5.16 个百分点; 营运性货车完成货物周转量 1.30 亿吨公里, 同比增长 14.48%, 增速比 07 年下降 1.93 个百分点。

图表 5: 公路客货运需求增速放缓



数据来源: 交通运输部

2.2 车流量出现负增长

2008 年，全国国道网年平均日交通量为 10317 辆/日（当量标准小客车，下同），与上年相比下降 1.5%。全年国道网车流量较大的地区主要集中在北京、上海、江苏、浙江、广东，上述地区国道网的年平均日交通量均超过 2 万辆。2008 年全国高速公路年平均日交通量为 16270 辆/日，与上年相比下降 4.2%，年平均行驶量为 98113 万车·公里/日，比上年增长 7.1%。

公路行业经历了 06-07 年的高速增长，我们认为该两年的高速增长受益于货车计重收费的逐步实施以及宏观经济的持续向好，计重收费其实是提高了货车的收费标准，从而促进了行业前两年的高速增长，但是收费标准调整对行业的盈利能力提升不具有可持续性，因此 2008 年行业增长放缓也是必然。但是 08 年行业部分上市公司的车流量出现了同比负增长，主要是还是受国内宏观环境低迷的影响。宏观经济增长放缓是导致公路行业盈利水平下降的最主要原因，但是同时路网密度加大的分流影响、铁路分流影响、大修和扩建对部分路段的负面影响、自然灾害等等也都是造成部分路段车流同比下降的主要原因。

图表 6：部分上市公司路段车流变化一览

代码	名称	路段	2008年1月	2008年2月	2008年3月	2008年4月	2008年5月	2008年6月	2008年7月	2008年8月	2008年9月
000429	粤高速 A	广佛高速	-11.41%	-11.45%	-11.82%	-15.85%	-19.22%	-22.66%	-18.40%	-21.95%	-17.90%
		佛开高速	10.0%	-3.5%	-3.2%	-1.1%	-6.9%	-2.1%	3.2%	9.8%	-8.60%
600012	皖通高速	合宁高速	-14.83%	-18.38%	-7.32%	-0.87%	-3.63%	-4.56%	11.43%	0.77%	7.49%
		高界高速	-2.42%	1.10%	4.68%	2.96%	0.60%	0.11%	2.25%	-5.39%	8.48%
600350	山东高速	济青高速	15.69%	7.79%	24.36%	28.62%	20.85%	16.39%	19.73%	10.57%	-3.60%
600377	宁沪高速	宁沪高速	-5.25%	-9.74%	0.25%	2.54%	1.61%	-1.16%	-2.01%	-11.29%	-9.82%
		广靖高速	1.40%	3.47%	3.83%	8.33%	10.20%	-8.50%	-9.39%	21.89%	30.81%
		锡澄高速	6.45%	2.11%	9.57%	11.81%	7.45%	-1.28%	-2.27%	16.69%	24.42%
600548	深高速	梅观高速	2.89%	-6.13%	-0.55%	-6.48%	-5.95%	-4.97%	-6.90%	-11.96%	-10.00%
		机荷西段	15.09%	1.37%	11.50%	10.26%	9.40%	2.49%	5.14%	-1.07%	-0.10%
		盐坝高速	-17.52%	-15.49%	14.31%	4.77%	-10.80%	-11.70%	22.57%	38.77%	29.40%
600035	楚天高速	汉宜高速	-21.06%	0.34%	1.90%	14.24%	11.68%	8.62%	11.00%	2.26%	9.80%
600020	中原高速	郑漯高速	-15.95%	7.43%	8.40%	5.50%	3.06%	8.93%	1.62%	-3.60%	-4.95%
		漯驻高速	-21.33%	10.03%	17.02%	22.37%	25.52%	32.84%	25.74%	9.96%	2.01%
代码	名称	路段	2008年10月	2008年11月	2008年12月	2008年1月	2008年2月	2008年3月	2008年4月	2008年5月	
000429	粤高速 A	广佛高速	-19.7%	-16.7%	-14.5%	-16.3%	-4.7%	-17.2%	-15.2%	-7.7%	
		佛开高速	-18.9%	-15.3%	-8.6%	-8.1%	5.3%	-0.6%	1.0%	3.0%	
600012	皖通高速	合宁高速	-1.17%	0.72%	-3.60%	69.76%	-2.48%	-3.12%	5.66%	-	
		高界高速	-14.83%	-6.33%	-11.33%	42.40%	-9.82%	-13.22%	-7.56%	-	
600350	山东高速	济青高速	-15.21%	-19.19%	-11.38%	-20.87%	10.78%	-12.43%	-14.68%	-20.23%	
		宁沪高速	-4.16%	-7.23%	-3.95%	30.66%	6.83%	-2.29%	1.20%	0.92%	
600377	宁沪高速	广靖高速	-10.54%	-14.90%	-15.82%	24.74%	-35.25%	-18.60%	-16.40%	-11.00%	
		锡澄高速	-3.57%	-6.99%	-6.10%	11.39%	-15.07%	-12.44%	-11.38%	-9.20%	
		梅观高速	-2.99%	-7.64%	-4.52%	-16.09%	19.23%	1.99%	4.63%	4.44%	
600548	深高速	机荷西段	-7.48%	-12.59%	-13.56%	-15.14%	21.84%	0.01%	-1.21%	-1.83%	
		盐坝高速	18.81%	18.82%	16.45%	20.93%	37.44%	16.95%	27.00%	43.87%	
600035	楚天高速	汉宜高速	7.64%	14.78%	11.42%	99.65%	4.82%	2.97%	2.20%	0.17%	
600020	中原高速	郑漯高速	0.75%	-0.41%	4.71%	31.90%	10.74%	3.79%	3.38%	-2.12%	
		漯驻高速	19.25%	16.79%	16.09%	42.22%	16.70%	5.89%	2.44%	-5.33%	

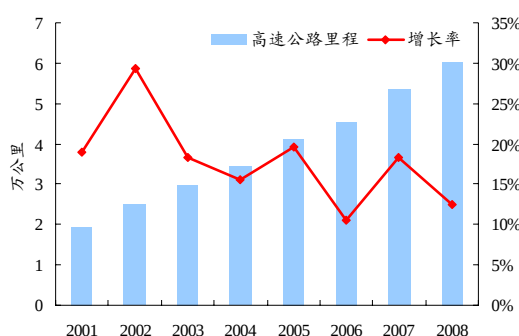
数据来源：公司网站，国都证券研究所整理

2.3 公路固定资产投资力度加大

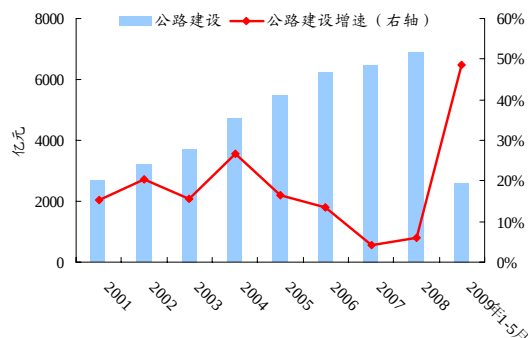
我国的高速公路建设起步较晚，然而随着改革开放后我国经济迅速发展，我国交通基础设施建设也发展迅速。从 1989 年 10 月 31 日第一条高速公路——沪嘉高速公路建成通车以来，我国先后建成了沈大、京津塘、京石、成渝、沪宁等一大批高速公路。特别是 1998 年以来，国家实施积极财政政策，加大了包括公路在内的基础设施建设投资力度，高速公路建设进入了快速发展期，年均通车里程超过 5000 公里。截止 2008 年底，我国高速公路里程达到 6.03 万公里，较 07 年增长 0.64 万公里，同比增长 12.50%，相比 07 年增速下降 5.82 个百分点。

为了应对严峻的经济发展形势，在 2008 年 11 月 5 日召开的国务院常务会议上，确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，其中有三项与交通运输行业相关：（1）农村基础设施建设中的农村公路建设；（2）重大基础设施中的公路和机场建设；（3）灾后恢复重建中的交通基础设施建设。2008 年 11 月 12 日，交通部部长李盛霖表示，我国将力争通过 3 到 5 年的加快建设，基本建成国家高速公路网主骨架；截止 08 年年底，国家高速公路网还有 6000 公里左右为断头路，交通运输部将会积极争取 09 年多开工一些项目，加快高速公路网断头路建设进程。为了响应中央加大基础设施建设力度促经济发展的号召，江西、浙江、安徽、广州等地方政府纷纷加大了交通固定资产投资力度。

图表 7：08 年高速公路里程增长 12.5%



图表 8：公路固定资产投资增速加快



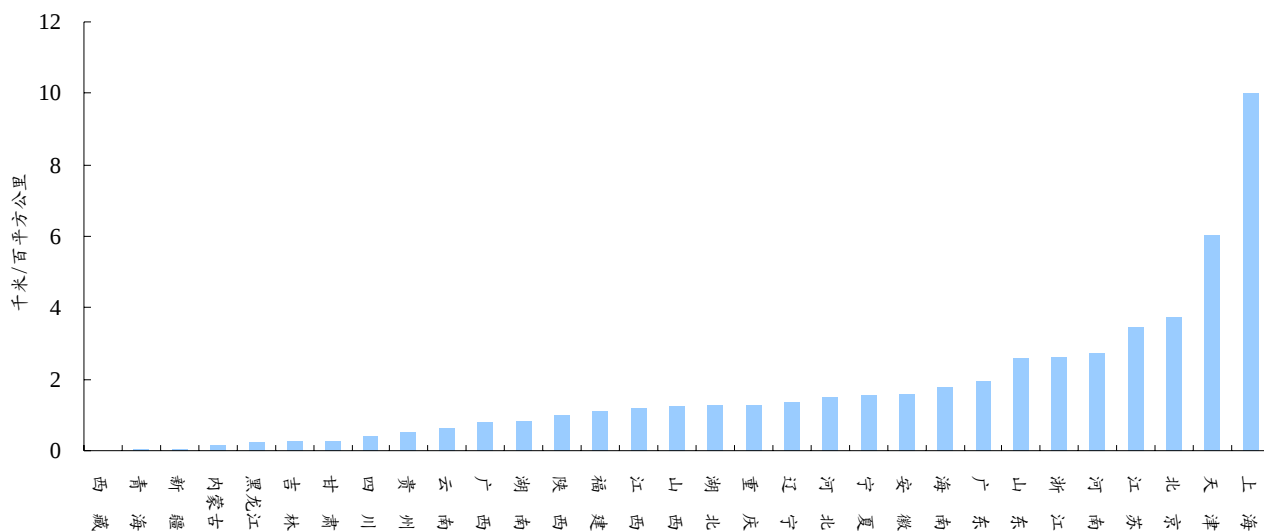
数据来源：交通运输部、国都证券研究所整理

加大基础设施建设力度促经济发展的措施很快在行业固定资产投资上得到了体现，扭转了 07、08 年公路建设投资增长放缓的趋势，2009 年前 5 个月全国实现公路建设投资 2602 亿元，同比增长 48.56%，增速较 07、08 年有了明显的提升。随着高速公路大量建设，路网密度进一步加大，路网完善对车流的诱增作用将会削弱，而由于路网密度加大，出行选择道路的空间加大，导致新建路段分流原有路段的车流。我们认为，在高速公路密度较大的区域继续兴建高速公路分流影响大于诱增效应，而在高速公路欠发达地区建设高速公路的诱增效应大于分流影响。以上只是从整体上的判断，但是具体路段的分析时还是要具体分析新建路

段对现有路网的影响。

四川省每百平方公里的高速公路里程约 0.4 公里，在全国处于较低水平，路网结构不是很完善，断头路的情况还较多，所以近期加大基础设施建设力度，对高速公路建设有较大促进作用，路网结构将进一步完善。

图表 9：各省市高速公路密度一览（07 年数据）



数据来源：中国统计年鉴、国都证券研究所整理

2.4 高速公路权益转让难度加大

公路行业除了通过车流增长来实现内生增长之外，还可以通过收购路产、新建路产来完成规模上的增长。由于近年来原材料价格、征地费用的上涨，高速公路的单公里造价上涨十分明显，并且随着国家高速公路网的不断完善，新修公路的地理位置以及在国家路网中的作用远不如以前，因此也导致了新修高速公路的盈利能力逐步下降。

2008 年 9 月 2 日，交通运输部公布了《收费公路权益转让办法》，并与 08 年 10 月 1 日开始实施。该办法进一步规范收费公路权益转让行为，加强了对转让行为的监管，有利于维护转让方、受让方以及使用者的合法权益。9 月 24 日，交通部又公布了《关于加强收费公路权益转让管理有关问题的通知》，对收费公路权益转让的相关细节做出了进一步的明确。我们认为该办法及通知增加了上市公司收购路产的难度和成本，主要体现在以下几个方面：（1）对转让条件和转让程序做出了明确规定，规定高速公路收费权必须通过公开招标的形式进行出让；（2）转让收费公路权益进行收费权价值评估，评估方法应当采用收益现值法，所涉及的收益期限由转让方与资产评估机构在批准的收费期限内约定，以前采用收益净现值法与重置成本法相结合的方法进行，评估方法的改变可能会导致

转让价格升高；（3）规定转让政府还贷公路权益和有财政资金投入以及使用国有资本金投资的经营性高速公路权益，只能采用现金方式支付转让金，并且受让方支付转让金期限最长不超过合同生效后 6 个月，且受让方不得以公路收费权质押获取贷款支付转让金，粤高速收购深汕西高速公路就是因为采用定向增发收购资产的形式而违反了相关规定，最后公司终止了此项议案。总体上来看，国家对收费公路权益的转让管制将更加严格，上市公司收购路产的难度增大，并且收购的成本也可能因此而上升，导致收购后路产对公司业绩的增厚作用不是十分明显。

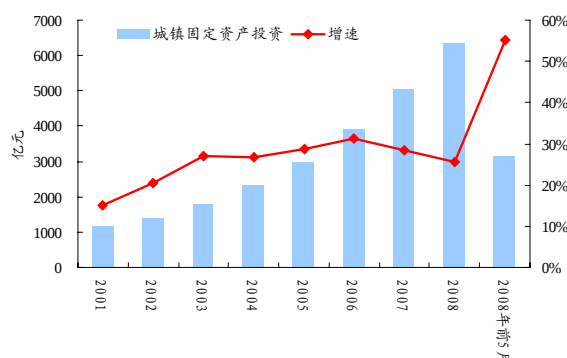
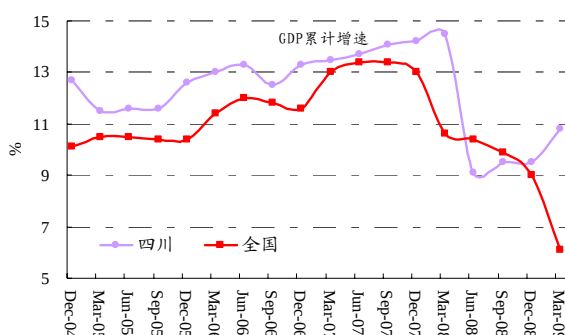
3. 区域经济发展提升公路运输需求

3.1 四川地区经济发展好于全国水平

2009 年 1 季度，在灾后恢复重建拉动、扩大内需、适度宽松的货币政策等因素影响，四川经济出现回升态势，主要经济指标增势良好。初步核算，1 季度全省完成生产总值 2815.04 亿元，同比增长 10.8%，增速虽然比去年同期回落 3.7 个百分点，但是比 08 年 4 季度和全年高 1.3 个百分点，明显好于全国 1 季度 GDP 增长 6.1% 的水平。

图表 10：1 季度四川省 GDP 增速明显好于全国水平

图表 11：四川省固定资产投资增速明显加快



数据来源：WIND

投资和消费继续担当推动四川经济增长的主角，对经济增长的贡献增加较多。投资需求大幅增长，担当推动经济增长的主角。一季度，四川资本形成总额对 GDP 增长的拉动率为 93.3%，同比提高 45.5 个百分点，拉动 GDP 增长 10.1 个百分点，同比提高 3.2 个百分点。其中固定资本形成对 GDP 增长的拉动率为 88.2%，拉动 GDP 增长 9.5 个百分点，同比高 3 个百分点。同时，消费需求对经济增长的拉动率也有所提高。一季度，四川最终消费对 GDP 增长的拉动率为 58.0%，同比提高 5.7 个百分点，拉动 GDP 增长 6.3 个百分点，同比减少 1.3 个百分点。由于四川当前处于灾后恢复重建的特殊时期，特别是国家对口援建省份的货物和服务的源源不断流入四川，使得四川的货物和服务净流入量大大增加。

因此，货物和服务净流入对 GDP 增长的拉动率为负数，使得在四川的投资和消费拉动了省外 GDP 增长。

上半年，国际金融危机对四川经济的影响还会继续，但灾后恢复重建和扩大内需拉动叠加后影响幅度有限，中央和地方政府的宏观调控初见成效，未来投资和消费将继续保持快速增长势头，工业回稳态势明显，货币供应充足，物价继续在低位运行，四川经济仍将延续稳定发展的格局。

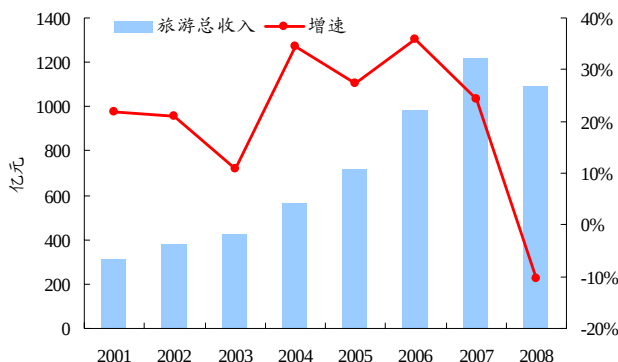
另外，2007 年 6 月初，为了加快中西部发展和推动区域协调发展，国务院批准成、渝两市设立全国统筹城乡综合配套改革试验区。这一“成渝改革试验区”政策正不断促进成、渝两地及成渝高速公路沿线区域的经济发展及交通运输活动，也会为成渝之间的车流增长提供动力。

3.2 旅游客流增长值得期待

2008 年四川省实现旅游收入 1091.52 亿元，同比下降 10.33%，近年来首次出现负增长，2001 年至 2007 年年均增长率为 25.07%；从游客数量来看，08 年国内游客数量为 17456 万人次，同比下降 6%，接待入境游客 69.95 万人次，同比下降 59.06%。地震对重灾地区主要旅游景区造成不同程度的破坏，旅游景区及景区设施、道路损毁严重。地震之后，国家暂停对川旅游组团，省内大批景区暂停对外接待，导致 08 年四川国内游客和入境游客数量双双大幅度下降。

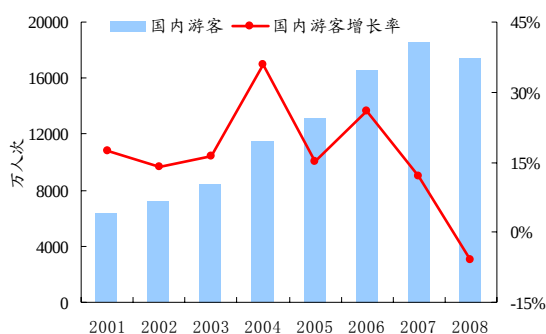
地震灾害对四川旅游业造成的损失只是短期的，对四川旅游业的发展、尤其是中长期的发展，影响十分有限。从当前的数据来看，2009 年 1-5 月份，国内游客人数为 9282.87 万人次，同比增长 25.7%，国内游客情况已经较灾前正常水平有了较大幅度的增长，接待入境游客数量为 22.23 万人次，同比下降 28.3%，比灾后几个月同比下降 75% 左右已经有了明显改善。随着旅游事业蓬勃发展，必然为高速公路带来更多的车流量，从而增加公司收入。

图表 12：08 年旅游总收入下降 10%

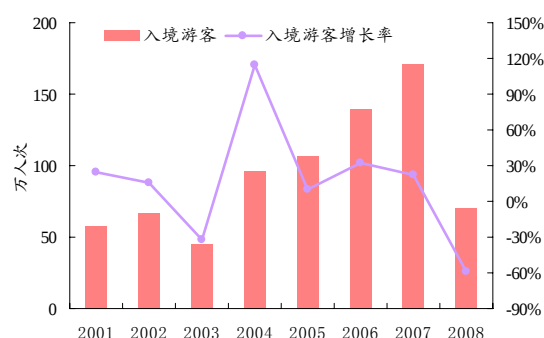


数据来源：四川旅游政务网

图表 13: 08 年国内游客下降 6%



图表 14: 国际游客下降近 60%



数据来源：四川旅游政务网

3.3 公司资产区位优势明显

图表 15: 四川省高速公路路网示意图



资料来源：公司年报

尽管地区经济是决定收费公路车流量的决定因素，但是根据各条公路在全国或地区公路网络中的不同地位，同一地区的同级别公路的车流量也可能存在一些差异。公司所属的成渝高速公路作为“上海-成都”国道主干线的一段，在路网中地位较高。成渝高速公路将成为连接西南地区与中部及东部沿海地区的主要干线，在全国公路运输中发挥出巨大作用。同时，公司所属成雅高速公路不仅是国家“7918”高速公路网中首都放射线之一的北京至昆明线的重要组成路段，也

是成都通往凉山以及延伸通往云南省和西藏自治区的重要快速通道和四川省旅游环线的重要路段。除此之外，成渝高速公路还是我国“西南公路出海通道”的起点。

因此，公司所属高速公路优越的地理位置及在全国高速公路网中的重要地位将为公司的主营业务收入带来稳定增长的预期。

4. 灾后重建促车流增长，盈利能力有望继续提升

4.1 车流增长恢复明显

2008 年，公司实现通行费收入 13.89 亿元，同比增长 2.26%，其中成渝高速公路、成雅高速公路、城北出口高速公路通行费收入分别为 8.44 亿元、4.69 亿元、0.76 亿元，同比增长率分别为-5.21%、19.08%、2.43%；从车流量数据来看，08 年成渝高速公路、成雅高速公路、城北出口高速公路的日均车流量分别为 15289 辆/日、13151 辆/日、24244 辆/日，同比增长率分别为-5.74%、3.13%、9.13%。公司参股路段机场高速实现通行费收入 7675 万元，同比下降 1.71%，机场高速路于震后按政府要求对过往车辆全部免费放行，持续至 6 月 4 日，造成通行费收入下降。

图表 16：各路收入水平一览

公路名称	项目	2008 年	2007 年	2006 年
成渝高速公路	通行费收入（万元）	84,393	89,029	66,555
	同比增减	-5.21%	33.77%	-3.01%
	日均车流量（辆）	15,289	16,220	14,358
	同比增减	-5.74%	12.97%	2.30%
成雅高速公路	通行费收入（万元）	46,932	39,412	30,327
	同比增减	19.08%	29.96%	28.16%
	日均车流量（辆）	13,151	12,752	12,680
	同比增减	3.13%	0.57%	-0.05%
城北出口高速公路	通行费收入（万元）	7,590	7,410	8,039
	同比增减	2.43%	-7.82%	14.68%
	日均车流量（辆）	24,244	22,215	20,740
	同比增减	9.13%	7.11%	-2.41%

数据来源：招股说明书

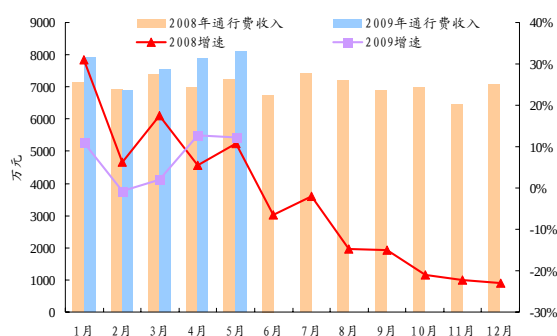
在全国经济增长明显放缓、5 月份又遭受地震的背景下，公司总体通行费收入实现了正增长，尤其成雅高速通行费收入更是增长了 19.08%，仅有成渝高速公路收入小幅下降。2007 年 6 月 1 日实施货车计重收费对公司业绩有较大的提升，不然公司通行费收入很难实现正增长。成渝高速除了受经济及地震影响之外，2007 年 12 月 29 日，遂渝高速公路开通运营，此路与成南高速（成遂段）相连，

从而形成连通成都至重庆的成遂渝高速公路，较成渝高速公路缩短 45 公里，对成渝见得直达交通构成了一定得分流影响（约 10%）。

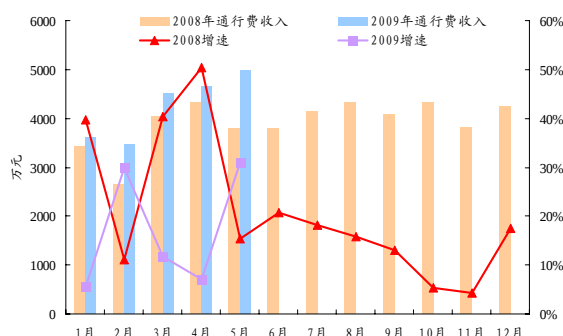
成雅高速公路通行费收入快速增长的主要得益于当地旅游业迅速发展、高速公路成长期沿线产业经济带逐渐形成、以及计重收费政策等因素的影响，预计随着成雅高速公路的延伸路线雅攀（雅安至攀枝花）高速公路、雅乐（雅安至乐山）高速公路和乐宜（乐山至宜宾）高速公路的建成通车，成雅高速公路作为四川省主要交通枢纽及黄金旅游线路的优势将更加凸显，盈利能力将进一步增强。

城北出口高速公路交通量增长幅度大于通行费收入增长幅度，主要是由于 2007 年 12 月 15 日起，成都市政府对与城北出口高速公路相连的成都市三环路分布限制货运车辆，导致单车收费额较大的货运车辆出现较大分流，导致整体单车收入的下降，从而导致通行费收入增幅不及车流量增幅。

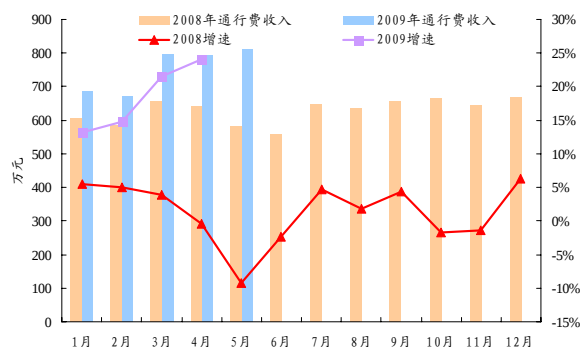
图表 17：成渝高速公路收入恢复增长



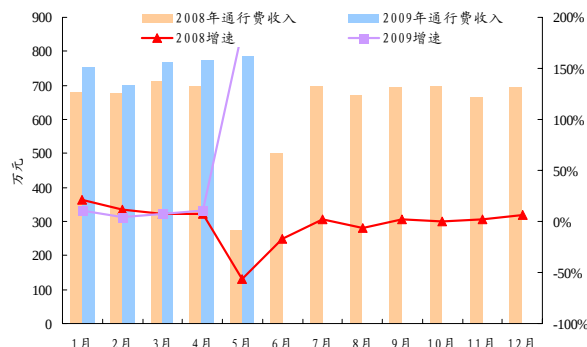
图表 18：成雅高速公路收入保持快速增长



图表 19：城北高速公路收入增长加快



图表 20：机场高速公路车流增长



数据来源：公司网站

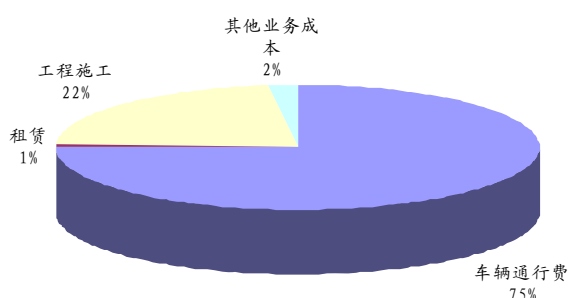
09 年以来，公司各路车流量及通行费收入增长态势较好，前 5 个月公司实现通行费收入 6.32 亿元，同比增长 11.05%，好于整个行业平均水平，其中成渝高速通行费收入同比增长 7.46%、成雅高速通行费收入同比增长 16.10%、城北高速通行费收入同比增长 22.72%。公司机场高速公路实现通行费收入 3786 万元，同比增长 24.34%，其中 5 月同比增长 185.77%，主要是由于去年 5 月机场高速公路于震后按政府要求对过往车辆全部免费放行，持续至 6 月 4 日，造成通行费收

入下降。

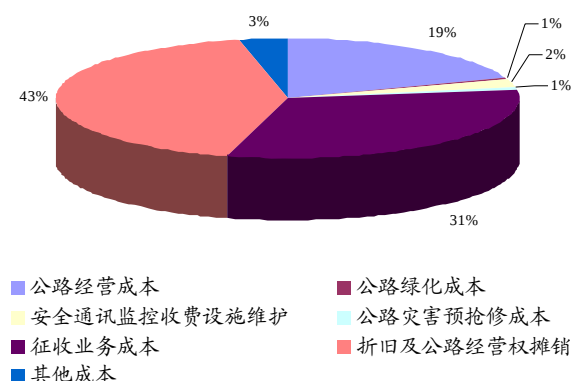
4.2 公司成本构成

公司营业成本是由通行费收入成本、工程施工、租赁成本以及其他业务成本构成，其中车辆通行费成本占比约 75%、工程施工成本占比大约 22%。在通行费成本中折旧及摊销、征收业务成本、公路经营成本占比较大，三者通行费成本中的占比分别为 43%、31%、19%，合计占比 93.2%。

图表 21：公司营业成本构成



图表 22：通行费成本构成



数据来源：招股说明书

公司固定资产折旧采用直线法，公路经营权摊销采用工作量法。公司最近三年在会计政策一致性的前提下，折旧及公路经营权摊销成本受车流量、固定资产、公路经营权规模的变动而变化。2008 年度、2007 年度、2006 年度，折旧及公路经营权摊销分别为 2.32 亿元、2.02 亿元、1.79 亿元，占同期营业成本的比例分别为 31.80%、29.16%、32.71%。

公司征收业务成本主要为职工工资和福利、收费及其他设施修理费和其他费用等。2008 年度、2007 年度、2006 年度，公司征收业务成本分别为 1.73 亿元、1.68 亿元、1.36 亿元，占营业成本的比例分别为 23.65%、24.25%、24.76%。受人工成本、收费设施等维修费用和其他费用增加的影响，公司最近三年征收业务成本呈增长趋势。

公路经营成本为公路维修和养护成本，2008 年度、2007 年度、2006 年度，公司公路经营成本分别为 1.06 亿元、1.44 亿元、1.33 亿元，占同期营业成本的比重分别为 14.54%、20.71%、24.26%。由于公路维修工程和养护工程具有一定的阶段性，从而公司最近三年公路经营成本呈现了一定的差异。公司旗下高速公路周期性大修于 2007 年底基本完成，公司 2008 年公路经营成本有所下降。

4.3 毛利率有望继续提升

经营成本占营业收入的比例也会减小。实施计重收费之后，能够使超载现象得到有效控制，降低高速公路的道路损害，从而降低公司的公路经营成本，促使毛利率的提升。另外，2007 年底成渝高速完成阶段性大修工程，未来三年道路维修养护成本计划将低于过去三年水平，因此我们预计经营成本占营业收入的比例将会下降。

计重收费优惠期结束将有利于毛利率提升。经四川省政府批准，公司在计重收费试行期间对正常装载的货车暂给与 20%车辆通行费优惠，该优惠期原定于 2009 年 6 月 1 日终止，由于当前四川省正处于灾后重建的关键时期，计重收费试运行延长至 2010 年 9 月 30 日结束。随着优惠期的结束公司单车通行费收入将会有所上升，折旧采用车流量法计提，从而使收入增速高于折旧增速，毛利率将会有所提高，公司当前通行费收入中约 60%是货车通行费收入，初步估算取消计重收费优惠期将提升通行费收入 10%左右。

4.4 低收费标准提升提价预期

从客车收费标准来看成渝高速公路、成雅高速公路、成乐高速公路一类车收费标准为 0.35 元/公里、0.45 元/公里、0.35 元/公里，大部分高速公路的一类车收费基准一般都在 0.4 元/公里及以上，整体来看公司的客车收费标准低于全国大部分地区。08 年四川地区通车的高速公路一般一类车收费标准都是 0.5 元/公里，不论是与其他省市道路还是与省内新建路段的收费标准相比，当前公司客车收费标准都处于一个较低的水平。

图表 23：公司主要路段收费标准

项目	一类车费率 元/公里	计重收费基本费率 元/吨公里
成渝高速公路	0.35	0.075
成雅高速公路	0.45	0.075
成乐高速公路	0.35	0.075

数据来源：招股说明书

从货车计重收费标准来看，四川地区货车计重收费基本费率为 0.075 元/吨公里，而全国大部分省市计重收费的基本费率一般为 0.08 元/吨公里，部分地区货车计重收费基本费率为 0.09 元/吨公里，相比而言，当前四川地区计重收费基准费率在全国也处于最低水平，大概比平均水平低 7%左右。

不论从客车还是货车的收费标准来看，公司所辖路段（特别是成渝高速公路和成乐高速公路）收费标准都处于国内较低水平，我们认为随着四川地区经济发展水平的不断提高，公司相关路段通行费收费标准有较强的上涨预期。

图表 24: 各地区计重收费基本费率 (元/吨公里)

地区	基本费率
安徽省	0.08
湖北省	0.08
江苏省	0.09
江西省	0.08
陕西省	0.08
山西省	0.09
山东省	0.08
宁夏自治区	0.075
四川	0.075

数据来源: 各地区交通厅网站

4.5 已启动对成南公司的收购

公司已经启动对成南公司收购前期准备工作, 预计公司将会在 2009 年 12 月 31 日完成成南公司的收购工作, 成南公司主要经营成南高速公路以及遂渝高速公路四川段。遂渝高速公路于 2007 年 12 月 29 日全线开通, 全长 148 公里, 双向四车道, 其中四川段 36.6 公里, 重庆段 111.8 公里。成南高速公路于 2002 年通车, 全长 214 公里, 该路为沪蓉高速公路 (国家主干道) 的组成部分, 预计沪蓉高速公路 2009 年全线贯通, 届时成南高速公路将成为四川又一出省大通道。

截止 2008 年底, 成南公司总资产为 93.58 亿元、净资产 20.97 亿元, 资产负债率达 77.59%。2008 年实现营业收入 7.91 亿元, 其中通行费收入 7.82 亿元 (成南高速公路 6.82 亿元, 遂渝高速公路四川段 9636 万元), 实现净利润 2.74 亿元。

如果顺利完成该项收购, 成渝公司将拥有两条成都到重庆的高速公路, 公司资产规模将进一步增大, 公司抗风险能力将会加强, 规模效应将会显现, 该项目未来的经营业绩很大程度上取决于路段车流量的自然增长率。

5. 募资项目车流增长迅速, 长期提升公司投资价值

公司拟将首次公开发行 A 股股票募集的资金用于: 拟用募集资金 10.98 亿元收购川高公司持有的成乐公司 99.18% 的股权和星源公司持有成乐公司 0.82% 的股权。本次募集资金用于前项用途后的余额拟用于偿还成乐公司之部分银行贷款, 超过 20 亿部分用于补充流动资金。

5.1 成乐高速公路基本情况

成乐公司主营业务为经营成都至乐山高速公路的开发、运营、养护。截至 08 年末, 公司总资产为 18.02 亿元, 负债合计 13.37 亿元, 净资产 4.65 亿元, 资产负债率为 74.2%。成乐公司经营的成都至乐山高速公路北起成雅高速公路的彭

山青龙场互通式立交，经成都市的彭山县、眉山市、乐山市的青神县、夹江县止于乐山市辜李坝，全长 86.40 公里，双向四车道，设计行车速度 100 公里/小时。成乐高速公路于 1996 年 12 月正式开工，1999 年 12 月全面竣工通车，成都至乐山高速公路项目最终投资额为 19.03 元。

四川省政府同意成乐高速公路按经营性收费项目正式收取车辆通行费，收费期限 30 年，从 2000 年 1 月 1 日至 2029 年 12 月 31 日止。现行收费计价标准为一类车四车道 0.35 元/车公里，并于 2007 年 6 月 1 日起执行计重收费标准。

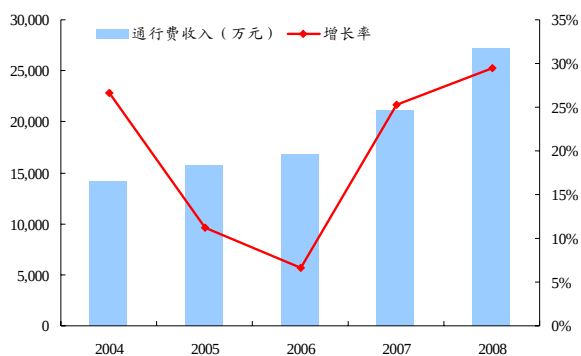
估值水平基本合理。按照收购价格 10.98 亿元计算，此次收购 PB 为 2.36 倍，PE 约为 22.88 倍，PB 和 PE 估值都高于当前公路行业重点公司的估值水平（PB 约 2 倍、PE 约 17 倍），但是由于当前公路上市公司通行费收入增长都很缓慢，成乐高速公路 08 年前 5 个月通行费收入同比增长 31.52%，远远好于当前大部分高速公路，因此考虑到该路较高的成长性，目前的估值水平基本合理。

5.2 成乐高速车流增速好于公司现有路段

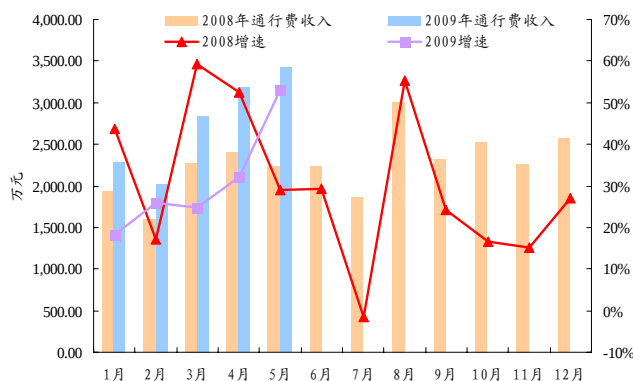
成乐公司营业收入主要由车辆通行费收入、公路沿线广告租赁收入、清障收入等构成，2008 年成乐公司营业收入为 2.78 亿元，同比增长 29.91%，而整个公路行业 08 年营业收入仅增长 4.2%，也好于成渝高速 08 年通行费收入的增速（同比增长 2.26%）。其中通行费收入为 2.72 亿元，在营业收入中占比为 98.1%。从 2004 年至 2008 年，通行费收入由 1.42 亿元上涨至 2.72 亿元，涨幅达 91.54%。

2009 年 1-5 月，成乐公司实现通行费收入 1.37 亿元，同比增长 31.52%，而成渝高速前五个月通行费收入同比增长 11.05%。

图表 25：成乐高速通行费历年增长情况



图表 26：成乐高速通行费月度增长情况



数据来源：招股说明书

5.3 毛利率稳步提高，财务费用是拖累业绩的主因

2006-2008 年，成乐公司毛利率分别为 61.94%、59.33%、50.16%，2008 年和 2007 年公司毛利率明显高于 2006 年的水平，主要受益于公路收费标准的调整和实施计重收费。

2007 年、2008 年成乐公司财务费用分别为 7884.3 万元、9111.88 万元，分别占当年营业收入的比例为 36.88%、32.81%，远高于公路行业 8.91% 的财务费用率水平，财务费用率过高明显拖累了成乐公司的盈利水平。成乐财务费用较高有两个方面原因：（1）成乐公司资产负债率 74.2%，其中长期负债高达 13.07 亿元；（2）07 年央行多次提高存贷款基准利率。08 年下半年，随着经济形势的变化央行多次下调存贷款基准利率，成乐公司财务费用率有望降低。

5.4 募资项目未来或增厚公司业绩

收购成乐公司将有效扩大成渝公司经营规模。收购成乐公司后，成渝公司经营管理的高速公路里程数将由收购前的 392.68 公里增加至 479.08 公里，增幅为 22%；成渝公司经营和控制的高速公路由 3 条增加为 4 条，有效扩大了公司业务的覆盖区域范围。经营规模和区域的扩大将有助于降低公司的经营风险。

合并报表后每股收益基本持平。我们假设公司筹资规模刚好等于收购所需款项加上偿还 9 亿贷款，考虑融资后财务费用的下降，对两个公司的利润表进行合并，合并后成渝高速 2008 年归属母公司所有者的净利润为 7.22 亿元，每股收益为 0.21 元，合并之前每股收益大约 0.21 元，每股收益基本持平。但是如果融资规模不能达到 20 亿元，募资项目有可能摊薄每股收益。

沿线旅游事业发展促进成乐高速业绩增长。成乐高速公路是四川省内重要的以服务旅游出行为目的的高速公路。成都是四川国内国际游客的重要集散地，是省内公路、铁路、航空线路汇集的中心。成乐高速连接了成都、眉山和乐山三市，将乐山、眉山两个旅游文化市与省会成都紧密联系起来，是省内、国内、国际游客往返峨眉山—乐山大佛风景旅游区与省会成都的最快捷通道。今年由于地震影响，四川旅游业受打击较大，但是这只是短期影响，中长期发展前景依然十分良好，沿线旅游业发展必然促使成乐高速车流量增加。

计重收费优惠期结束将提升公司通行费收入和毛利率。经四川省政府批准，公司在计重收费试行期间对正常装载的货车暂给与 20% 车辆通行费优惠，该优惠期将于 2010 年 10 月 1 日终止。随着优惠期的结束公司一方面公司通行费收入将会有较大幅度提高，另一个方面单车通行费收入也会有所上升，公司折旧采用车流量法计提，从而使收入增速高于折旧增速，毛利率将会有所提高。

随着延伸路段通车成乐公司业绩将会逐步改善。“十五”开工跨“十一五”建成的乐山至宜宾、宜宾至水富段建成后，将与成乐高速构成成都通向云南的高速通道，对车流量增加将会有较大诱增作用。

6. 盈利预测与估值分析

6.1 盈利预测

我们认为公司最大亮点有：（1）在当前大部分高速公路车流量同比下降的形势下，公司车流能够保持快速增长；（2）计重收费优惠期结束提升公司业绩。2010年10月1日，公司将会取消对正常载重货车20%的折扣，其实相当于提高了对货车的收费标准，对公司通行费收入和毛利率都有较大提高作用；（3）公司成雅高速公路以及即将收购的成乐高速公路都有断头路通车利好的预期。

我们假设此次募集资金刚好支付收购成乐公司款项以及偿还9亿成乐公司贷款，因为成乐高速负债13.37亿元，即使偿还9亿元，依然会增加公司负债4.37亿元，由于08年底央行多次降低存贷款基准利率，融资成本有所降低，我们预计整体来看仍然财务费用有所增加。

根据图表25-26的主要收入及成本假设，我们预计公司2009年、2010年营业收入为20.89亿元、23.39亿元，增长率分别为31.54%、11.98%，公司2009年、2010年营业成本为9.24亿元、9.92亿元，增长率分别为25.96%、7.37%，2009年、2010年分别实现归属母公司所有者净利润7.75亿元、9.08亿元，增长率分别为42.41%、17.14%，2009年、2010年摊薄每股收益为0.25元、0.30元。

图表 27：主要路段车流量及收入假设

路段	项目	2008	2009E	2010E
成渝高速	车流量	15,289	18,653	20,145
	增速	-6%	22%	8%
	单车通行费收入	151	133	140
成雅高速	车流量	13,151	14,203	15,339
	增速	3%	8%	8%
	单车通行费收入	97.8	105	108
城北高速	车流量	24,244	30,063	33,069
	增速	9%	24%	10%
	单车通行费收入	8.6	8.6	8.8
成乐高速	车流量	15,442	21,619	24,862
	增速	16%	40%	15%
	单车通行费收入	48.34	45.7	45.7

数据来源：国都证券研究所

图表 28：主要成本假设

路产	成本项目	2008A	2009E	2010E
已有三路	公路经营成本	10,609	11,670	12,837
	征收业务成本	17,258	18,121	19,027
	折旧	23,205	27,846	30,631
成乐高速	毛利率	62%	63%	64%

数据来源：国都证券研究所

图表 29：成渝高速盈利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	152,313	158,778	208,855	233,875
增长率	36.32%	4.24%	31.54%	11.98%
其中：营业收入	152,313	158,778	208,855	233,875
毛利率	54.46%	54.04%	55.99%	57.80%
二、营业总成本	88,813	94,619	119,497	129,089
其中：营业成本	69,364	72,978	91,920	98,697
增长率	26.49%	5.21%	25.96%	7.37%
营业税金及附加	5,116	4,929	6,475	7,250
销售费用	40	0	0	0
管理费用	7,361	7,734	10,025	11,226
财务费用	6,937	9,738	11,077	11,915
期间费用率	9.41%	11.00%	10.10%	9.89%
资产减值损失	-5	-760	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	603	576	691	829
三、营业利润	64,102	64,734	90,049	105,615
增长率	94.15%	0.99%	39.10%	17.29%
加：营业外收入	814	714	0	0
减：营业外支出	2,662	858	0	0
其中：非流动资产处置损失	2,085	397	0	0
四、利润总额	62,254	64,590	90,049	105,615
增长率	89.11%	3.75%	39.42%	17.29%
减：所得税费用	11,803	9,588	11,846	14,055
所得税税率	18.96%	14.84%	13.15%	13.31%
五、净利润	50,452	55,002	78,203	91,560
增长率	58.74%	9.02%	42.18%	17.08%
归属于母公司所有者的净利润	49,562	54,449	77,539	90,830
少数股东损益	890	553	664	730
六、摊薄每股收益	0.19	0.21	0.25	0.30

数据来源：国都证券研究所

6.2 估值-合理价位 3.75-4.25 元

目前 A 股主要高速公路公司 09 年动态市盈率平均为 15.4 倍，宁沪高速、深高速、粤高速以及山东高速 PE 估值高于行业平均水平，其他高速公路公司 09 年动态市盈率大多数都在 12 倍左右，考虑到四川地区经济发展水平、成渝高速的地理位置、公司确定性增长趋势以及资产收购预期，我们认为公司 08 年动态市盈率 15-17 倍之间比较合理，09 年摊薄每股收益为 0.25 元，对应的合理价格区间为 3.75 元到 4.25 元之间。

图表 30：主要公路行业 A 股上市公司估值一览

	简称	股价 (元)	每股收益 (元)			PE			PB
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
600548	深高速	6.18	0.23	0.31	0.38	26.9	19.9	16.3	1.89
600350	山东高速	5.81	0.37	0.37	0.44	15.7	15.7	13.2	2.16
600269	赣粤高速	11.53	0.94	1.09	1.17	12.3	10.6	9.9	1.78
600033	福建高速	6.79	0.53	0.50	0.41	12.8	13.6	16.6	2.44
000900	现代投资	19.22	1.43	1.46	1.59	13.4	13.2	12.1	2.16
600012	皖通高速	5.68	0.42	0.38	0.40	13.5	14.9	14.2	1.82
600377	宁沪高速	6.44	0.31	0.32	0.38	20.8	20.1	16.9	1.97
600035	楚天高速	5.49	0.32	0.42	0.45	17.2	13.1	12.2	1.99
000429	粤高速	5.49	0.32	0.32	0.36	17.2	17.2	15.3	2.03
	平均	8.1	0.5	0.6	0.6	16.6	15.4	14.1	2.0

数据来源：WIND、国都证券研究所整理

7. 风险提示

宏观经济发展放缓风险：宏观经济发展减速必然会影响社会经济活动，从而进一步影响旅客周转量和货物周转量，减少高速公路行业车辆通行费收入。

政策风险：根据国务院令第417号颁布的《收费公路管理条例》，我国经营性公路的收费期限，最长不得超过30年。因此，在现有公路收费期限届满前，高速公路公司只有积极通过新建及收购等形式不断取得新的具有较好经济效益的高速公路和桥梁的收费经营权，才能化解这种政策风险，实现资金和项目的滚动发展。

不同交通方式之间竞争：随着四川省及重庆市经济的迅速发展，成渝间交通方式选择将不断多样化。包括对公路、铁路、航空等运输方式都将加剧成渝间运输市场的竞争程度，给公司所属成渝高速公路的经营构成一定压力。其中，铁路部门于2006年5月开通的成渝间城际列车，以及于2007年7月增开的动车组，都对成渝高速公路的客运量产生了影响。即将开工的成渝高速铁路建成后可能会对成渝高速车流量产生影响。

平行路分流风险：(1) 2007年12月29日通车的遂渝高速公路与成南高速公路(成都至遂宁段)构成成都至重庆的第二条高速通道，将会分流成渝高速公路部分车流；(2) 成安渝高速公路是四川省高速公路网布局规划中23个出川通道之一，该高速公路将于2009年底开始动工建设，预计在2012年下半年通车，该路通车后分流影响可能超过预期；(3) 在建的邛(崃)名(山)高速公路通车后与成都至邛崃相连与成雅高速公路成为平行路，将会分流成雅部分车流。

拟收购项目盈利不达预期的风险。公司拟在2010年底之前收购的成南高速和遂渝高速的盈利状况可能不达预期以及能否在合理价位收购该资产都存在不确定性。

所得税税率上升风险。作为西部地区从事基础设施建设的外商投资企业，在2003-2010年间，公司及城北公司所得税适用15%的优惠税率，2010年后公司能否继续享受15%的所得税税率存在较大不确定性。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表 2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。