

四川成渝 (601107)

兼具内生增长、外延扩张为一体

新股询价报告

林园远 孙利萍
 021-38676654 010-59312823
 Linyuanyuan@gtja.com sunliping@gtja.com

本报告导读：

➤ 四川成渝为四川省唯一的上市公路公司，战略明确，兼具内生外延增长。

投资要点：

- **公司简介：**成渝高速当前主要运营管理成渝、成雅、城北出口高速公路，于 97 年在香港联交所上市，是四川省内唯一一家上市高速公路公司，公司现拥有的高速公路权益里程为 467 公里（包括成乐），加上即将收购的成南、遂渝四川段后，公路里程将达 717 公里。
- **战略规划明确：**近十年来，公司通过 H 股上市不断拓宽经营范围，其控股的四个子公司，承担了其高速资产有关的运营维护。A 股上市后，公司除以募集资金收购（或置换收购所自筹的资金）成乐高速 100% 股权外，还拟在 2009 年底前完成对遂渝高速（四川段）、成南高速的收购，并计划投资新的高速资产。
- **内生增长较好：**不管从单车收费角度，还是从车流量角度，公司都是市场上内生性增长最好的公司。
- **单车收费：**目前成渝高速客车收费基数低于全国平均水平 25%，货车计重基数低于全国 11%，因此存在上涨空间。此外，省内计重收费仅实施了 80%，并将在 2010 年 10 月起实施全额收费，因此单车收费有一定提升空间。
- **通行车辆：**公司路产地理位置较好，各路段饱和度尚有提升空间，06-08 年通行费收入复合增长率达 15%。受地区经济发展、路网贯通等刺激下，预计未来车流量仍将保持高增速。
- **募集资金项目：**本次募集资金主要用以收购或置换收购所自筹的 10.98 亿资金，并拟用剩余募集资金偿还成乐公司部分银行贷款。成乐高速是四川西南重要的一条高速公路通道，已从 07 年开始盈利，目前该路段成长较好，拟用 9 亿募集资金偿还其借款后，预计 09 年净利将达 1 亿元以上。此外，受益周围路网的完善，成乐路的影响区域还将进一步扩大。
- **盈利预测及询价：**由于成南、遂渝收购方案不明，因此不算这部分受益，预计公司 09-11 年的 EPS 为 0.24、0.29、0.36 元。考虑各方面因素，建议询价区间为 3.6-4.3 元，上市首日价 4.5-5.5 元。

财务摘要（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,523	1,588	1,996	2,570	3,187
(+/-)%	36.3%	4.2%	25.7%	28.8%	24.0%
经营利润（EBIT）	710	745	1,034	1,227	1,559
(+/-)%	60.9%	4.8%	38.8%	18.7%	27.1%
净利润	496	544	748	877	1,115
(+/-)%	59.7%	9.9%	37.4%	17.3%	27.1%
每股净收益（元）	0.16	0.18	0.24	0.29	0.36
每股股利（元）	-	-	0.10	0.11	0.15

注：每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间：3.6-4.3

上市首日定价区间：

4.5-5.5 元

2009.07.09

发行上市资料

总股本（万股）	305806
发行量（万股）	50000
发行日期	2009.07.13
发行方式	网下询价 + 网上申购
保荐机构	银河证券
预计上市日期	待定

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.27
净资产收益率（%）	9.38
资产负债率（%）	24.78

主要股东和持股比例

川高公司	31.88
华建中心	20.85
全国社会保障基金理事会	1.64
H 股	29.28%

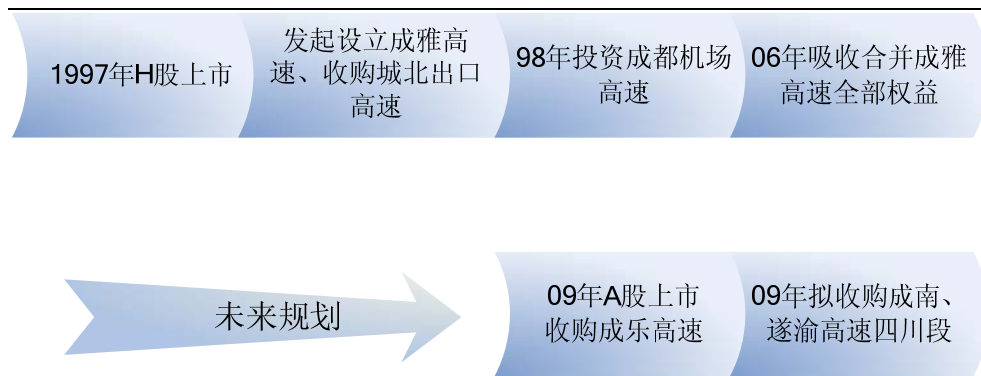
1. 公司简介

四川成渝高速公路股份有限公司由四川高速公路建设开发总公司独家发起设立，于1997年10月7日在香港联交所正式挂牌交易，更名为“四川成渝”，代号为“0107”。公司当前的主要业务为运营管理成渝高速公路、成雅高速公路、城北出口高速公路三条高速公路。

1.1. 明确的战略规划

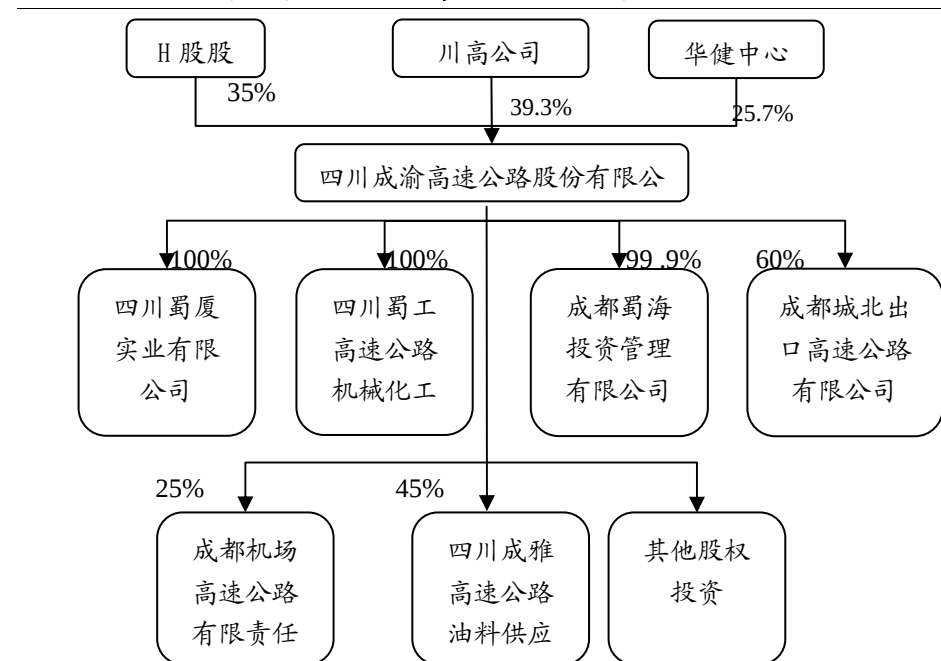
公司主要以高速公路的投资、建设、经营管理为主，发展战略明确，近十年来，其围绕着主业，通过H股上市收购城北出口高速、投资成都机场高速、成雅高速股权等不断拓宽经营范围，其控股的城北、蜀海、蜀工、蜀厦等四个子公司，具体承担的也是与其拥有路产有关的运营维护和管理投资有关的事项，因此，无论是从其发展历程、未来规划，还是从其所拥有的配套产业来看，成渝高速都是一个战略清晰，规划明确的公司。

图 1: 公司发展历程及规划



数据来源：招股说明书，国泰君安证券销售交易总部

图 2: A 股发行前公司股权结构及参、控股子公司



数据来源：招股说明书，国泰君安证券销售交易总部

1.2. 丰富的路产资源

身为四川省唯一的路桥上市公司，公司现拥有的高速公路权益里程为 379 公里，主要服务于高速沿线城市的省内车流及部分从四川至华东、华南和陕西的车流。公司计划通过 A 股上市收购成乐高速，并有意于 2009 年底前收购成南高速、遂渝高速四川段。倘若算上这 3 条高速公路，则公司未来的将拥有 717 公里的高速公路权益里程。

表 1: 路产资源丰富

路产	里程 (公里)	拥有权益	车道	经营期限	备注
成渝高速	226	100%	双向四车道	1997-2027	营运中
成雅高速	144.2	100%	双向四车道/部分双向六车道	2000-2029	营运中
城北高速	10.35	60%	双向六车道	1998-2024	营运中
机场高速	12	25%	双向四车道	1999-2024	营运中
成乐高速	86	100%	双向四车道	2000-2029	A 股募集资金收购全部股权
成南高速	215	-	双向四车道/少部分六车道	2002-2032	计划 09 年底前完成收购
遂渝高速四川段	36.64	-	双向四车道	2007-2037	计划 09 年底前完成收购

数据来源：公司公告，国泰君安证券销售交易总部

图 3: 各段公路的地理位置



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

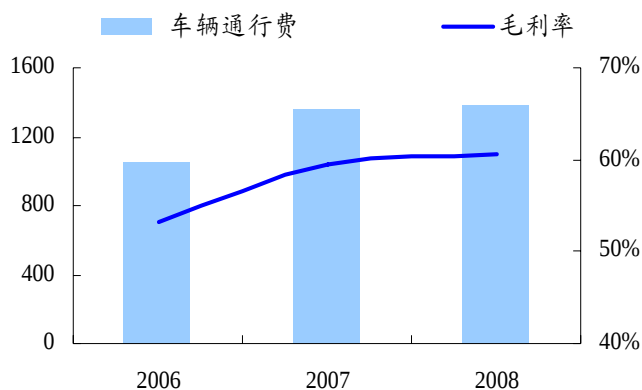
2. 盈利分析：集内生性成长及外延式扩张为一体

2.1. 通行费为收入主要来源

通行费收入占公司营业收入近 90%的比重，其中成渝高速通行费收入占到营业收入 50%以上。

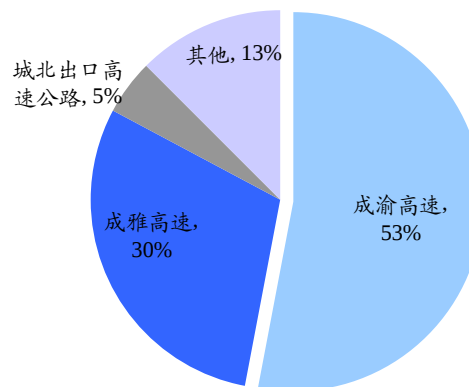
通行费收入主要取决于收费政策与车流量，从四川省高速公路收费基数，各条高速现有的车流量饱和度，出行习惯以及经济发展等角度看，公司的内生性增长较好。

图 4: 车辆通行费为公司主要收入来源



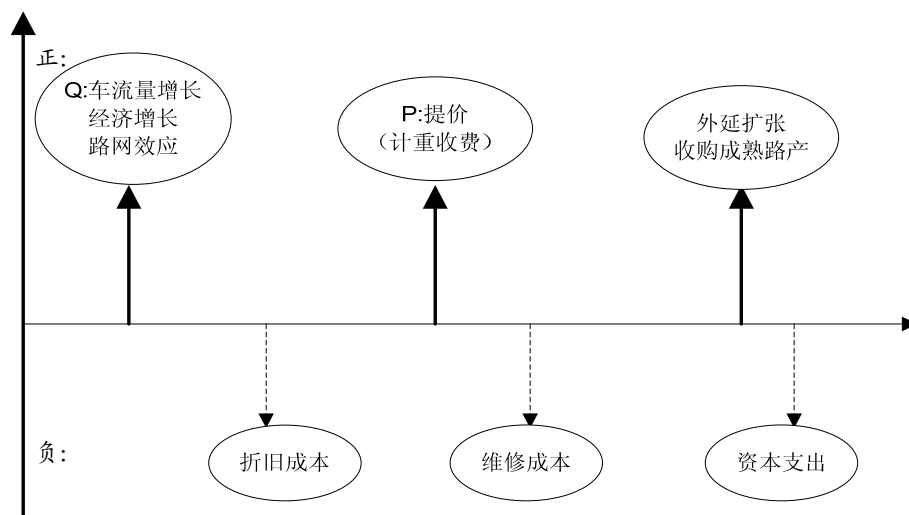
数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

图 5: 成渝高速占营业收入的 53%



数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

图 6: 影响公司业绩的主要因素



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券销售交易总部

2.2. 内生性增长较好

2.2.1. Q—车流量增长空间大

2.2.1.1. 现有公路车流量饱和度低

公司路产地处西部, 各路段饱和度较低。假设按照设计的车流量上限来估算, 预计目前仅成渝及城北高速饱和度超过 50%, 因此未来尚有一定的提升空间。

表 2: 现有公路饱和度低

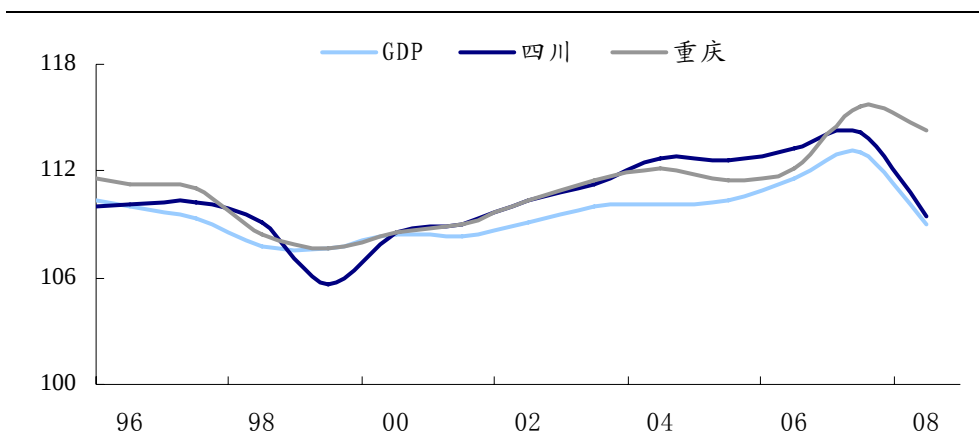
	成渝高速	成雅高速	城北高速	成乐
车道	双向四车道	双向四车道/部分双向六车道	双向六车道	双向四车道
货车 (假设)	40%	40%	55%	30%
客车 (假设)	60%	60%	45%	70%
2008 年日均车流量	15,289.00	13,151.00	24,244.00	15,441.58
估算标准车	21404.6	18411.4	37578.2	20074.05833
时速	60-100 公里/小时	80-100 公里/小时	100 公里/小时	100 公里/小时
设计的车流量上限	40000	40000	60000	40000
饱和度	54%	41%	50%	40%

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2.2.1.2. 区域经济带动客货运输提升

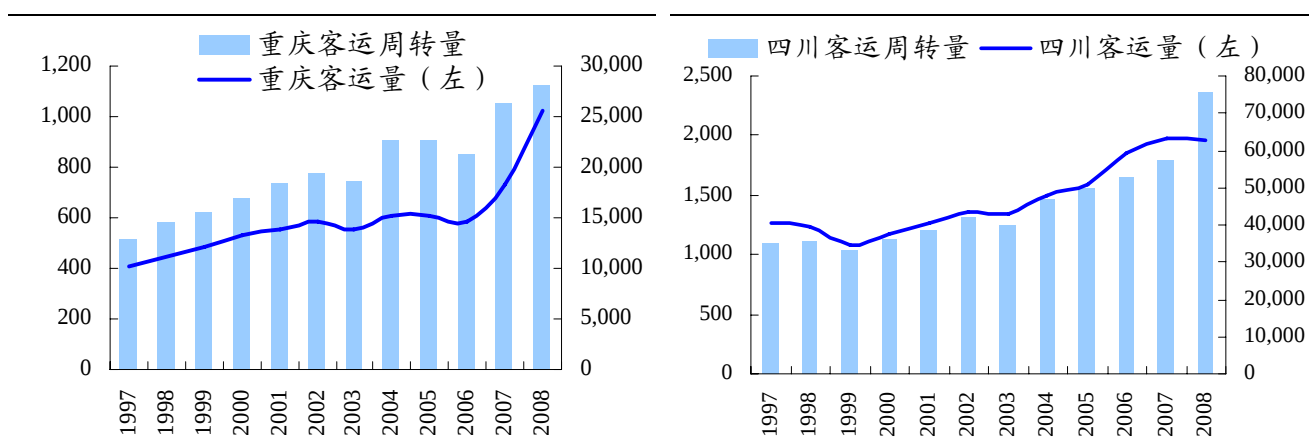
川渝区域经济增长速度历年都高于全国 GDP 的增速，未来在西部大开发等带动下，该区域内经济发展前景可期，这将成为未来公路车流量增长的保障。

图 7：川渝地区 GDP 增速高于全国水平



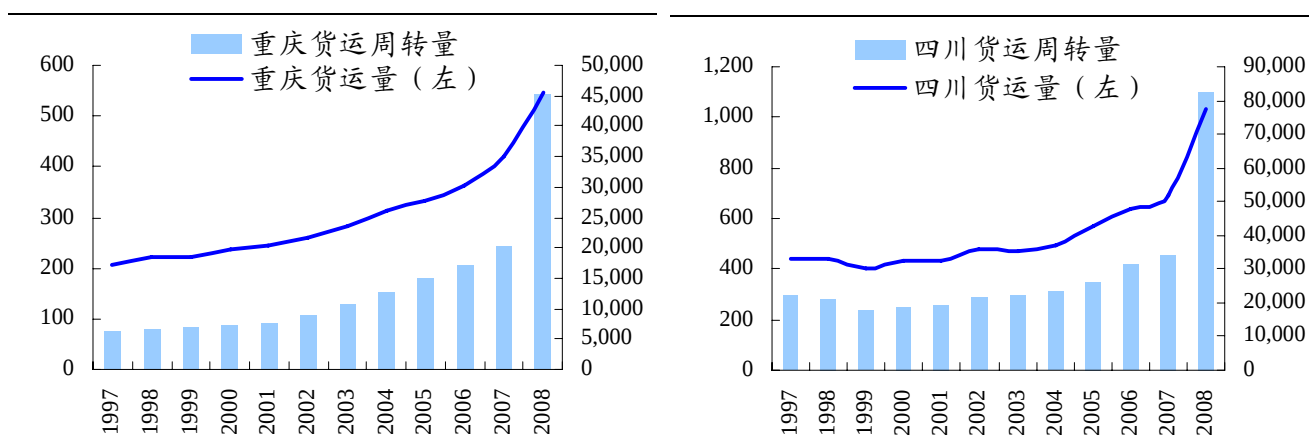
数据来源：中经数据，国泰君安证券销售交易总部

图 8：川渝地区客运数据



数据来源：CEIC，国泰君安证券销售交易总部

图 9：川渝地区货运数据



数据来源：CEIC，国泰君安证券销售交易总部

2.2.1.3. 出行习惯及路产地理位置，保证车流量的正常增长

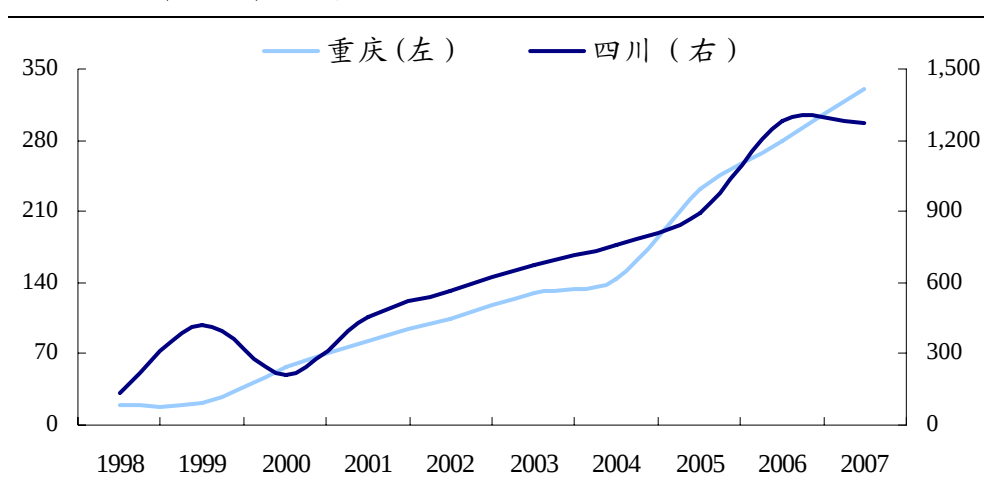
尽管未来铁路、高铁的建设会对公路产生分流，但鉴于川渝地区复杂的地势，汽车、私家车依然是该地区出行最方便的工具。根据四川统计信息网公布的数据，07年四川地区的公路客运量及货运量，分别占总运输量的94.63%、85.9%。而公司所有的路段地理位置较好，未来车流量增速有保障。

表 3：公路依然为四川主要运输工具

	1996 年		2000 年		2007 年		1996-2007 年均
	运量	比重(%)	运量	比重(%)	运量	比重(%)	增长率(%)
客运量(万人)	114688	100	143072	100	208217	100	5.57
其中：铁路	3630	3.2	3161	2.2	5365	2.58	3.62
公路	108471	94.6	136729	95.6	197033	94.63	5.58
水运	1918	1.7	2523	1.8	4106	1.97	7.16
货运量(万吨)	51715	100	54943	100	79940	100	4.04
其中：铁路	7458	14.4	5645	10.27	7597	9.50	0.17
公路	43100	83.3	47058	85.65	68667	85.90	4.32
水运	1144	2.2	2224	4.05	3644	4.56	11.11

数据来源：四川统计信息网，国泰君安证券销售交易总部

图 10：私人车辆拥有量（千辆）



数据来源：CEIC，国泰君安证券销售交易总部

2.2.1.4. 路网效应

一、分流效应

铁路分流：成渝城际铁路已经运营，因此分流作用已经显现，客户群体的划分也已形成，因此这将减弱成都-重庆高铁的分流效应；成都-成乐的高铁，未来将分流直达成乐的客流，但目前建成期尚未明确。

成安渝高速：成安渝高速两端并未入市，如果算上两端的绕城公路，成安渝高速里程优势不显著。此外，由于成安渝造价较高，省内特许其收费标准为 0.55 元/车·千米，高于目前成渝、成南的 0.35 元/车·千米。

情景 1：如 2012 年成安渝建成运营之际，公司的收费标准依然低于成安渝，则鉴于其直达通车里程优势的不显著，未来分流效应有限；

情景 2：如成安渝建成运营之际，公司的收费标准提升到与其相等的水平，则公司单车收费将有提升，从而抵消部分分流效应。

邛（崃）名（山）高速：从成都绕城高速公路经成雅高速公路至邛名高速公路接线处全长 105 公里，比经成名高速公路行驶里程短 3 公里。此外，根据 2006 年成雅高速公路的交通特性 OD 调查分析，成雅高速公路从成都至名山、雅安的车流量仅占该路总车流量的 10%。由此预计成雅高速公路被分流的交通流量将有限。与此同时，由于邛名高速公路通车后与成雅高速公路形成旅游环线，连通西岭雪山、花水湾、天台山、平乐古镇、百丈湖、碧峰峡、周公山、石象湖等多个风景旅游点，将刺激川西旅游，从而总体增加成雅高速公路（特别是成雅高速公路雅安境内路段）的旅游车流量。

表 4：可能对公司路段产生分流的项目

项目	简介	备注
成遂渝高速	成都-遂宁-重庆	拟收购遂渝四川段及成南高速
成渝城际铁路	成都经遂宁至重庆的成遂渝线城际铁路	06 年开通，07 年 7 月新增动车组
成安渝高速公路	成都-安岳-重庆	2012 年成通车
邛（崃）名（山）高速	邛崃-名山	2010 年建成通车
高铁	成都-重庆；成都-成乐	

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

二、贯通效应

根据国外高速公路建设的经验，高速公路的全线贯通开将带来车流量连续多年的稳定增长，这在我国东部不少高速公路公司也已得到验证，尽管西部的路网效应未必如东部般显著，但长远看，公司除了内生性成长动力外，还将受益周边地区高速贯通带来的外生性增长潜力。

图 11：四川省已通车和在（待）建国家高速公路网项目示意图



数据来源：国泰君安证券销售交易总部

2.2.2. P—收费基数、计重收费带来未来通行费率的提升

2.2.2.1. 通行费率低与全国水平

由于川蜀地带地势复杂，因此其高速公路造价相对较高，但与之相反的是省内的通行费收入却一直低于全国平均水平，这势必制约了区域高速公路的发展进程，随着川地经济的发展，车流量的增长，以及跨省高速公路的相继建成，收费标准提升也成为情理之中的事情。

表 5：公司收费基数尚有提升空间

公司/地区	客车收费基数	货车计重基数
皖通高速	0.400	0.080
沪杭甬	0.450	-
宁沪高速	0.450	0.090
深高速	0.600	—
楚天高速	0.440	0.088
中原高速	0.550	0.090
赣粤高速	0.400	0.080
福建高速	0.550	0.090
山东高速	0.400	0.080
现代投资	0.400	0.080
东莞控股	0.600	—
华北高速	0.340	—
东北高速	0.400	—
粤高速	0.600	—
重庆	0.500	0.080
云南	0.450	0.080
广西	0.400	
贵州	0.500	0.090
平均	0.468	0.084
成渝高速	0.350	0.075

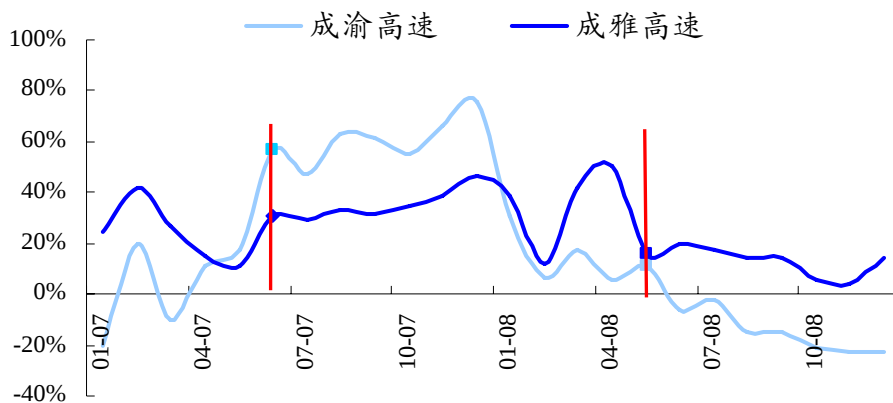
数据来源：国泰君安证券研究所

2.2.2.2. 计重收费仅实施了 80%

公司于 2007 年 6 月 1 日起实施计重收费，计重收费实施的最初两年，收费标准按 80% 执行，但由于四川省正处于灾后重建和促进经济止滑回升的关键时期，因此根据省政府有关部门最新文件，计重收费试运行期延长至 2010 年 9 月 30 日结束，也即 2010 年 10 月起，公司将执行全额计重收费。

尽管 08 年川渝地区的雪灾及地震抑制了通行费收入的增长，但 07 年 6 月起通行费收入的增长趋势可见，计重收费对公司业绩有显著提升作用。

图 12：计重收费改变期间通行费收入增长迅速



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究所

注：08年1月雪灾，08年5月地震，之后则受经济影响货车车流下降

2.3. 外延式扩张明确

除以募集资金收购（或置换收购所自筹的资金）成乐高速 100%股权外，公司拟在 2009 年 12 月 31 日前完成对遂渝高速（四川段）、成南高速的收购，并计划投资成都－仁寿－泸州－赤水（川黔界）高速公路及成都－仁寿－沐川－金沙江沿江高速公路的成都－仁寿共用段。

此外，四川省在此次基建投资中，规划了大量的公路投建，这对政府而言是一笔不少的支出，因此作为四川唯一一家上市高速公司，受到了政府极大的支持，未来不乏新的扩张机会。

3. 募集资金项目

本次募集资金，拟用来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%的股权或置换公司为收购该股权所自筹的资金（包括但不限于银行贷款等债权融资方式筹集的资金），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。

表 6：募集资金项目

	项目	预计投入金额
1	成乐高速	10.98 亿
2	归还成乐公司部分银行贷款	9 亿

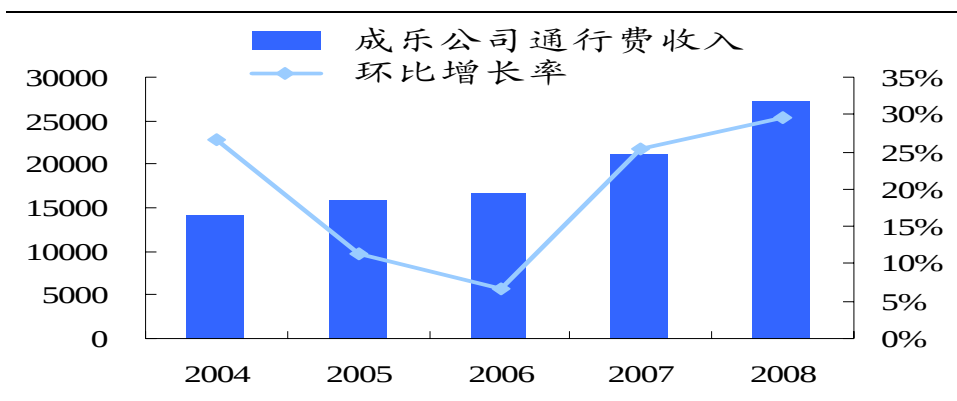
数据来源：公司招股说明书、国泰君安证券销售交易总部

从地理位置上看：成乐高速是四川西南重要的一条高速公路通道，连接了成都市与四川省南部的重要人口和经济区域乐山市和眉山市，同时也连接了省会城市与国内重要的旅游资源“峨眉山—乐山大佛”风景旅游区。

目前，乐山连接宜宾、泸州和重庆的高速公路正在建设中，一旦成乐周围的路网完善，成乐路的影响区域将从目前的成都、眉山、乐山，辐射到资阳、内江、自贡、宜宾等地区。

从业绩上看：由于成乐高速公路于 2000 年起运营，前期的费用较高，公路盈利能力较差，但成长性较好，07 年起成乐高速已开始盈利。公司计划 9 亿募集资金偿还成乐公司的借款，这将大大降低其财务费用，进一步提升其盈利能力。

图 13: 乐山-峨眉区旅游人数是成乐高速业绩的一大支柱



数据来源: 四川旅游信息网, 国泰君安证券销售交易总部

表 7: 成乐业绩预测

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	213.76	277.74	327.74	386.73	433.14
减: 营业成本	86.93	105.71	105.71	116.62	119.30
营业税金及附加	7.46	9.51	11.22	11.60	12.99
销售费用	-	-	-	-	-
管理费用	8.21	12.48	10.34	10.34	10.34
财务费用	78.84	91.12	73.93	28.37	14.43
二、营业利润	38.98	58.89	126.54	219.79	276.08
三、利润总额	23.57	55.95	126.54	219.79	276.08
减: 所得税费用	3.72	8.39	18.98	39.56	55.22
四、净利润	19.86	47.56	107.56	180.23	220.86

数据来源: 国泰君安证券销售交易总部

4. 盈利预测与定价

虽然公司已计划在年底前收购遂渝四川段及成南高速, 但由于收购方案未定, 因此我们暂不考虑收购对公司业绩的影响, 预测的公司 09-11 年的 EPS 为 0.24、0.29、0.36 元。

参考目前行业的估值水平, 以及发行折价规律, 给予公司 09 年业绩 15-18 倍的 PE, 建议询价区间为 3.6-4.3 元; 考虑到公司内生外延式成长, 以及沪市首发因素, 上市首日价格区间可能在 4.5-5.5 元。

表 8: 业绩预测

公司 A 股	股价	PB	PE			EPS			EV/EBITDA	PS
			2008	2009	2010	2008	2009	2010		
宁沪高速	6.44	1.90	20.77	21.47	20.13	0.31	0.30	0.32	9.81	5.72
楚天高速	5.49	2.06	17.16	16.15	15.25	0.32	0.34	0.36	6.56	7.40
山东高速	5.81	2.20	15.70	17.61	16.60	0.37	0.33	0.35	7.97	5.50
赣粤高速	11.53	1.50	12.27	11.09	10.68	0.94	1.04	1.08	6.50	3.60
福建高速	6.79	2.56	12.81	14.06	16.17	0.53	0.48	0.42	6.90	4.81
现代投资	19.22	2.26	13.44	12.61	11.91	1.43	1.52	1.61	4.64	5.25
中原高速	4.18	1.64	32.53	17.64	16.72	0.13	0.24	0.25	10.55	4.96
皖通高速	5.68	1.73	14.04	14.45	13.92	0.40	0.39	0.41	6.92	3.18
深高速	6.18	1.91	26.75	24.43	20.95	0.23	0.25	0.30	18.77	3.20

粤高速 A	5.49	2.02	17.16	17.48	16.44	0.32	0.31	0.33	10.36	7.61
华北高速	4.88	1.58	21.13	16.83	15.25	0.23	0.29	0.32	5.43	6.84
平均值		1.94	18.52	16.71	15.82				8.58	5.28
H 股										
江苏宁沪高速	5.85	1.78	18.28	17.41	15.90	0.32	0.34	0.37	9.81	5.10
浙江沪杭甬	6.31	1.77	12.75	13.94	12.61	0.44	0.40	0.44	#N/A N/A	3.82
合和公路基建	4.36	1.54	10.85	11.24	11.72	0.67	0.39	0.37	9.06	5.72
深圳高速公路	3.63	0.99	13.90	13.68	11.15	0.23	0.23	0.29	18.77	1.66
安徽皖通高速公路	4.36	1.17	9.50	10.04	9.76	0.40	0.38	0.39	6.92	2.15
四川成渝	3.17	1.23	13.12	11.60	9.84	0.21	0.24	0.28	4.12	5.31
平均值		1.41	13.07	12.98	11.83				9.74	3.96
PLUS EXPRESSWAY	3.16	2.65	14.60	14.17	13.62	0.22	0.22	0.23	10.22	5.29
LINGKARAN TRANS	2.42	2.86	11.72	12.22	11.00	0.21	0.20	0.22	8.02	4.02
平均值		2.76	13.16	13.20	12.31				9.12	4.65
ATLANTIA SPA	14.06	2.18	11.49	11.75	11.53	1.29	1.20	1.22	8.57	2.80
SIAS SPA	4.85	0.90	14.26	11.83	11.36	0.34	0.41	0.43	6.26	1.50
AUTOSTRADA TOMI	6.98	0.63	14.13	5.89	5.54	0.49	1.19	1.26	5.62	0.81
SOCIETE DES AUTO	46.86	43.52	15.94	16.95	16.41	2.94	2.77	2.86	10.17	2.89
ABERTIS	13.20	2.75	14.97	15.02	14.68	0.89	0.88	0.90	10.70	2.59
平均值		9.99	14.16	12.29	11.91				8.26	2.12

数据来源：国泰君安证券销售交易总部

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券销售交易总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com