

动态报告/公司快评

交通运输

重庆路桥 (600106)

无评级

公路铁路

中报业绩快评

2009 年 7 月 22 日

估值较充分 建议积极关注基本面动态变化

分析师: 唐建华 tangjianhua@guosen.com.cn 0755-82130468

分析师: 高健 gaojian@guosen.com.cn 0755-82130678

事项:

重庆路桥近日公布中报, 结合我们近期调研的情况分析如下

评论:

■ 中报 EPS0.16 元, 路费收入同比上升 2%

09 上半年净利润 6662 万元, 同比下降 11.8%, EPS0.16 元。净利润下滑主要原因为去年上半年非经常性收益基数较高以及施工业务收入确认额大幅下降 95% 至 168 万元所致, 公司主业路桥收费业务收入 1.60 亿元, 同比上升 2%, 毛利率 88.9% 保持在较高水平。

■ 公司目前主营四桥两路收费业务, 稳定性高但成长性不足

公司旗下项目包括嘉陵江牛角沱大桥、长江石板坡大桥、嘉陵江石门大桥、嘉陵江嘉华大桥、南山旅游公路经营维护、管理、桥梁道路基础设施建设、维护和经营管理等。08 年路费收入 3.14 亿元, 同比增长 2.64%; 工程建设收入 1322 万元, 同比下降 96.14%。由于公司目前收费大桥均委托给代表重庆市政府负责路桥收费的重庆城市建设投资公司管理, 城投公司每月向公司支付一次固定的路桥费, 因此, 公司路费收入基本固定, 稳定性好的同时存在成长性不足的缺陷。随着 2010 年底公司嘉陵江牛角沱大桥运营期满, 政府将收回经营权, 公司面临路费收入下降的局面, 未来公司计划通过陆续的新建项目及资产收购来缓解资产规模缩水的压力。工程建设方面, 公司 2009 年工程收入同比有望大幅增长, 预计在 2 亿以上, 但毛利率较低, 未来项目储备数量有限, 对公司盈利贡献较小。

■ 长寿湖旅游公路项目年底有望完工, 明年开始年均贡献收入 6000 万元左右

公司通过 BOT 模式建设的 9.5 亿公里长寿湖旅游高速项目完工时间有望提前至今年底, 2010 年开始有望为公司贡献路费收入 6000 万左右, 占现有收费路桥收入比例约 20%。

■ 公司对渝涪高速享有进一步的股权增持权, 未来将成为公司业绩的驱动因素之一

该高速项目 2003 年开通运营以来, 车流量已经度过培育期步入快速增长阶段, 过去三年复合收入增长率 15% 以上, 2008 年路费收入 6.78 亿元, 净利润 2 亿元左右 (2009 年上半年为公司贡献投资收益 1194 万元, 占比 18%)。公司持有渝涪高速 17.5% 的股权, 按照公司之前与其他渝涪高速股权持有方达成的信托协议, 公司未来可按照每股 1.16 元的原始价格从渝富公司手中收购渝涪高速股权, 渝富公司持有渝涪高速 52.5% 的股权, 最大持股比例可达到 70%。

■ 财务费用未来仍是压制公司业绩的重要因素

公司目前面临较大的财务费用压力，08 年财务费用高达 1.97 亿元，09 年相对较低的利率环境使得财务费用压力有所缓解，但仍对公司盈利能力造成了较大负面影响。

■ **地产项目土地升值幅度在 40%以上，但短期较难贡献盈利**

公司 08 年 5.5 亿元收购天江坤宸公司，该公司拥有位于重庆渝北经济开发区金开大道旁土地面积 560 亩的房地产开发项目。公司收购土地的价格为每亩 98 万元。目前，该地段土地价格已经在 140 万元以上，地价升值幅度在 40% 以上，由于该项目开发方案仍未确定，因此短期内难以为公司贡献盈利。

■ **金融股权未来存在较大升值空间**

公司持有重庆银行 1.7134 亿股和西南证券 360 万股，股权占比 8.48%和 0.19%，公司参股重庆银行每年均可获得稳定的投资收益（2009 年上半年为 857 万元，占净利润比例 13%）。根据 2008 年盈利状况及行业平均估值水平，未来重庆银行的上市后每股价格在 5 元以上，公司股权投资增值在 6 亿元以上，西南证券股权对应市值已达 7200 万元。

■ **当前估值较为充分，未来股价催化剂较多，建议积极关注基本面动态变化。**

我们初步测算公司 09-10 年 EPS 分别为 0.34 元和 0.37 元，当前股价对应的 09-10 年 PE 分别为 26.7 倍和 24.6 倍，由于成长性并不突出，当前股价对应的估值较为充分，但公司旗下天江坤宸土地项目开发若顺利推进、重庆银行上市、公司进一步增持渝涪高速项目股权以及成渝城乡综合配套改革细则的出台等因素均有望成为公司股价表现的催化剂，我们建议投资者积极关注公司基本面动态变化。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。