

高速公路

2009 年 7 月 24 日

四川成渝(601107)

上市首日预测价格: 5.50-6.00

资产收购预期明确，成长潜力较大
投资要点:

- ☆ 相比东部地区，四川地区的高速公路仍有很大的成长空间，四川地区受到金融危机的影响较小，且高速公路短期受到灾后重建的正面影响，业务量仍能保持较好的增速。
- ☆ 09 年 6 月起，公司将取消对正常载重汽车的 20% 的优惠，且随着负面因素的逐渐褪去，预计成渝高速车流量和收入水平将恢复正增长，预计增速在 5% 左右。
- ☆ 成雅高速受益于旅游业的发展、路网效应的完善，未来业务量和收入仍将保持较快增长。
- ☆ 除了此次发行 A 股收购成乐高速外，公司还将收购成南高速和遂渝高速四川段，公司计划在 09 年年底之前完成，届时公司经营的高速公路里程将大幅增长。
- ☆ 预计公司 09 年-10 年每股收益为 0.21 元（假定增发收购的成乐高速下半年并表）和 0.27 元，截至 7 月 20 日，同类公司 09 年平均市盈率为 16 倍。由于公司地处西部，未来车流量和收费水平仍有上升空间，而且，公司仍有收购母公司公路资产的预期。因此，公司理应享受高出同类公司的估值，我们对于 09 年业绩给与 22-25 倍市盈率，公司合理估值区间为 4.60—5.30 元。作为新股，若首日股价超过 6 元，可以考虑卖出。

研究员：余建军

电 话：025-84457777-218

E-mail: yujjx@hotmail.com

地 址：南京市，中山东路 90 号

发行基本资料

发行股数(万)	50000
发行后总股本(万)	305806
发行方式	IPO
发行日期	2009-07-15
预计上市日期	2009-07-27
保荐机构	银河证券

发行前财务数据

发行前每股收益(元)	2006	0.12
	2007	0.19
发行后全面摊薄每股收益(元)	2007	0.16
	2008	0.18
发行前每股净资产(元) (截止 2008 年 12 月 31 日)		2.27
资产负债率		26.55%

主要经营指标

	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	1588	2198	2368
收入增长率	4%	17%	19%
净利润(百万元)	644	812	898
净利润增长率	10%	18%	26%
EPS(元)(摊薄后)	0.18	0.21	0.27

1、公司简介

公司主要以高速公路的投资、建设、经营管理为主，其中成渝高速、成雅高速为公司最为主要的经营资产，08年两条高速公路占公司营业收入的90%以上。公司还控股城北公司，城北公司负责城北高速和青龙场立交桥的路产经营，此外，公司还参股机场高速。除了经营路产的公司外，公司还有蜀海公司、蜀工公司、蜀厦公司等三个子公司。蜀海公司主要对四川省内公路基建项目投资及其他实业投资提供投资咨询服务；蜀工公司专业从事公路建设、养护业务；蜀厦公司主要从事成渝高速公路沿线汽车加油、广告等经营开发业务。这三个子公司对收入和利润的影响较小。

表1：截至08年年底公司股权结构及资产结构



数据来源：H股08年年报

图1：公司路产分布图



数据来源：H股08年年报

表2：公司下属路产状况

路产名称	权益比例	里程（公里）	收费站数目	收费经营期
成渝高速	100%	226	15	1995.7-2027.10
成雅高速	100%	144	15	2000.12-2029.12
城北出口高速	60%	10.35	1	1998.12-2024.6

数据来源：公司数据

成渝公司为公司最主要的收入来源，08年占公司收入通行费收入的61%，而净利润则占68%，成雅公司收入占34%，净利润占30%。08年，成渝高速由于受到遂渝高速分流的影响，收入出现下降。而成雅高速受到旅游车辆推动，收入则保持了19%的增长。

表3：08年公司收入结构及增长（千元）

	通行费收入	占收入比例	增长率	经营利润	净利润	净利润结构
成渝公司	843929	60.75%	-5.21%	462963	376837	67.95%
成雅公司	469318	33.78%	19.08%	272170	163312	29.45%
城北公司	75902	5.46%	2.43%	33492	14468	2.61%
合计	1389149	100.00%	2.25%	768625	554617	100.00%

数据来源：公司数据

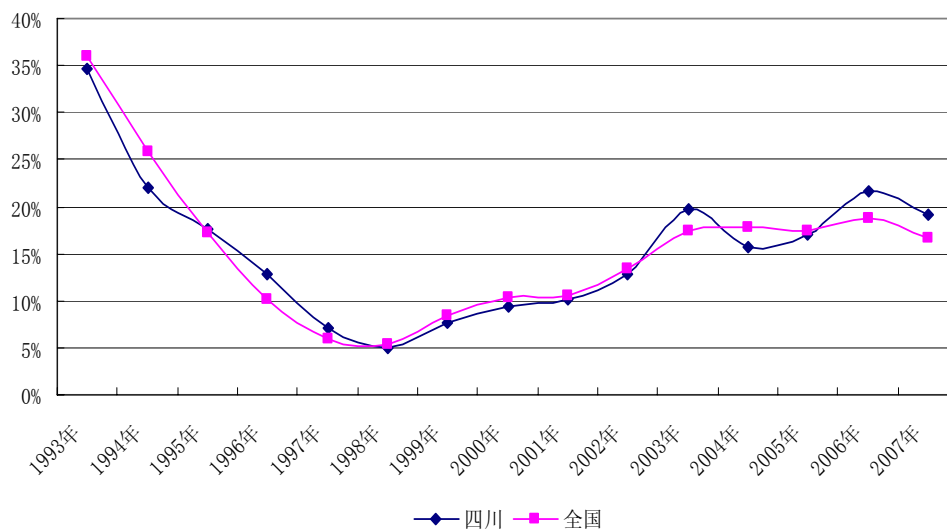
2、四川高速公路仍有很大发展潜力

四川处于中国中西部地区，高速公路发展相对东部地区仍有很大发展潜力。当前的高速公路主要以成都为中心分布，截至08年年底，全省已经建成高速公路2162公里。根据四川省出台的高速公路网规划，四川将形成以成都为主枢纽，市州为此枢纽的高速公路网，未来规划规模8600公里，总投资6000亿元，未来仍有很大发展空间。09年1-4月，四川交通运输业投资255.74亿元，同比增长131.3%，增速较去年同期增长加快52.4个百分点。其中，公路运输行业投资175.7亿元，同比增长81%，占全部交通运输业投资的比重为69%。

短期来看，金融危机对内陆地区的影响要远小于沿海地区，09年一季度，四川省GDP增长10.8%，远高于全国6.1%的增速。从07年和08年的数据看，四川省的GDP增速也高于全国平均水平。

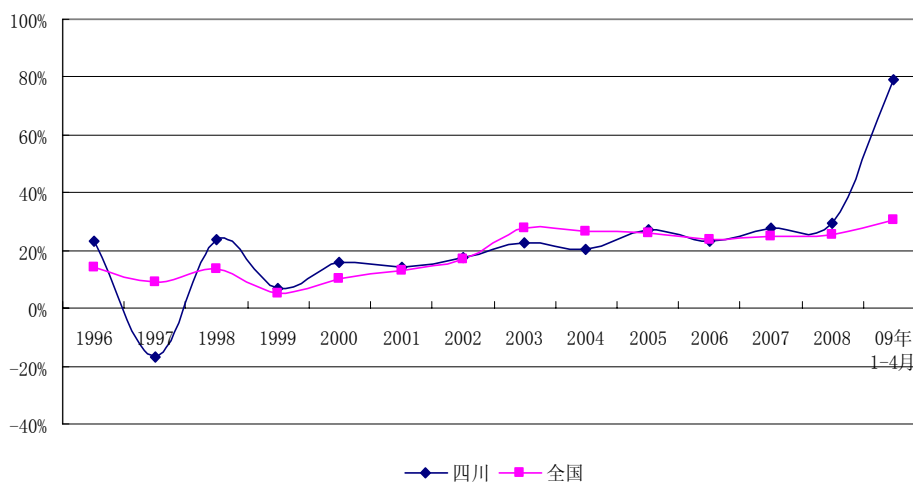
09年一季度，四川省完成货运量29650万吨，货物周转量1076103万吨公里，分别比去年同期增长66.3%和20.0%，而同期全国公路货运量和货物周转量增速分别为2.74%和2.75%。四川省的指标增速远高于全国水平，主要的原因在于，一方面内陆地区受到金融危机冲击较小，受内需政策刺激，经济保持较高的增速，另一方面，灾后重建推动了公路货运量的增长，未来这两个因素仍将推动四川公路运输业务的增长。

图2：四川省GDP名义增速和全国比较



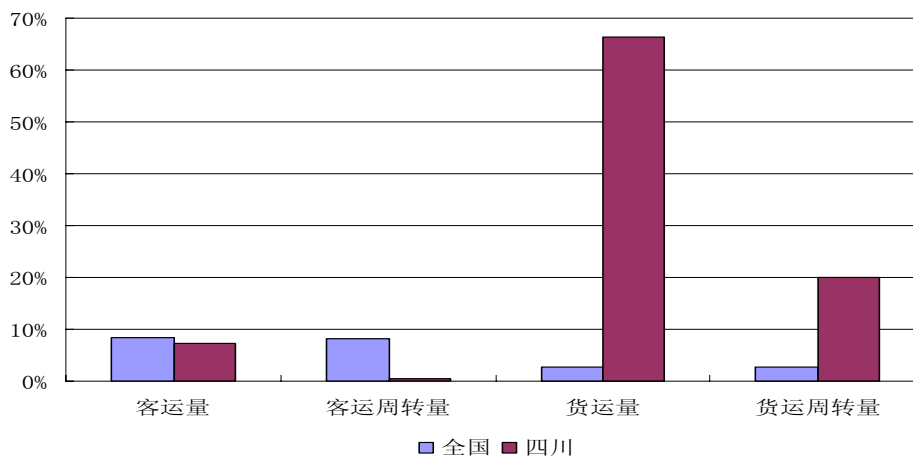
数据来源：国家统计局

图3：四川和全国全社会固定资产投资增速



数据来源：国家统计局

图4：09年一季度四川和全国公路客运和货运指标增速对比



数据来源：国家统计局 四川统计局

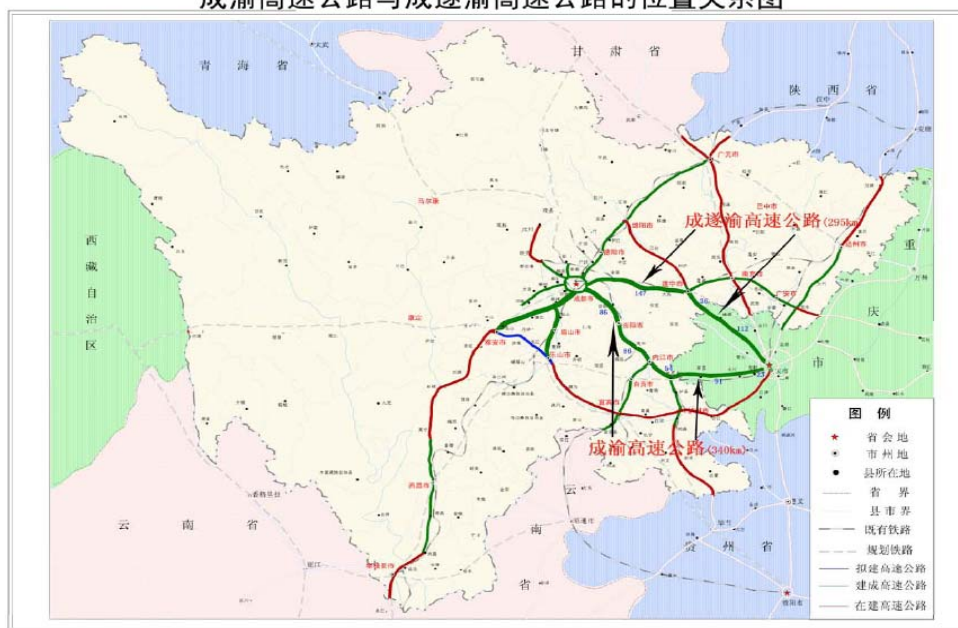
3、当前业务发展前景分析

成渝高速仍是公司收入和利润来源的绝对主力。07年年底，遂渝（遂宁-重庆）高速公路开通，和成南高速（成都-南充）连接，形成另一条连接成都到重庆的高速公路，且较成渝高速缩短行程45公里，对成渝高速的车流量形成了分流影响，公司估算，从成都直接到重庆的车流量约占成渝高速车流量的10%左右，影响公司的收入水平也在10%左右，08年，该路段的收入和车流量下滑了5.21%和5.74%。当前来看，分流影响已经趋于稳定。08年影响成渝高速业务量和收入的其他因素主要为地震的影响。

成渝高速同时是国家西南出海大通道的重要组成部分，也是四川汶川地震灾后重建的重要物资运输通道，而且，该路段的车流量远未达到饱和水平，当前车流量约为饱和车流量的50%-60%。成渝高速长达4年的中修工程在07年才完工，路面状况良好，未来的维修成本支出将大幅降低，因维修对车流量的影响很小。未来车流量仍有增长空间。

货车占成渝高速车流量的40%，07年6月起，该路开始实行计重收费，导致了07年收入水平出现了大幅度的上涨，08年，受到地震、金融危机和分流的影响，该路段收入出现了负增长，09年6月起，公司将取消对正常载重汽车的20%的优惠，且随着负面因素的逐渐褪去，预计车流量和收入水平将恢复正增长，预计增速在5%左右。

成渝高速公路与成遂渝高速公路的位置关系图



数据来源：公司资料

表4：成渝高速收入、车流量预测（千元、元）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
收入	688226	665548	890289	843929	896505	953635	1014237
增速	4.46%	-3.10%	33.77%	-5.21%	6.23%	6.37%	6.35%
日均车流量	14034	14358	16220	15289	16053	16856	17699
增速	4.43%	2.30%	12.97%	-5.74%	5.00%	5.00%	5.00%
日均单车收入	134	127	150	151	153	155	157

数据来源：公司公告、华泰证券研究所

成雅高速受益于沿线旅游行业的发展，车流量和收入高速增长。该路段的车流量增速不高，但是一方面受益于计重收费，另一方面受益于车型结构的变化，收入保持了高速增长。未来旅游业务仍是业务

量增长的重要推动力量。未来雅安到攀枝花预计将于2010年建成通车，雅安到乐山的高速公路预计于2012年建成通车，路网效应逐步完善，也将是未来车流量增长的重要推动力。

表5：成雅高速车流量、收入预测（千元、元）

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
收入	236637	303275	394124	469318	529212.7	576589.8	599653.4
增速	11.97%	28.16%	29.96%	19.08%	12.76%	8.95%	4.00%
日均车流量	12686	12680	12752	13151	13809	14361	14935
增速	2.85%	-0.50%	0.57%	3.13%	5.00%	4.00%	4.00%
日均单车收入	51	66	85	98	105	110	110

数据来源：公司公告、华泰证券研究所

4、收购资产拓展公司发展空间

公司计划收购成乐公司，后因为A股停发新股而搁浅，09年4月，公司修改了部分收购协议，主要是为了促使收购的顺利完成，不以发行A股为必要条件。同时，为了规避同业竞争，公司还和母公司签订了收购成南高速和遂渝高速四川段的协议，公司当前高速公路里程为380公里，若成功完成收购上述三项资产，则公司的公路里程将增加338公里，增加89%。

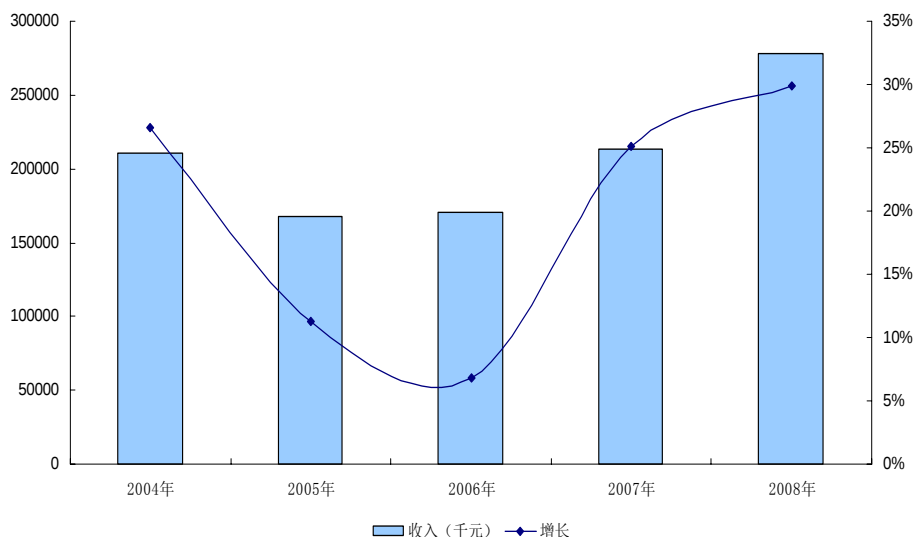
表6：公司待收购资产情况

收购标的	里程（公里）	开通时间	总资产（亿元）	净资产（亿元）	备注
成乐高速	86.8	99 年	17.42	4.18	发行 A 股收购
遂渝高速四川段	36.6	07 年	10.48	2.66	签署收购意向书，计划 09 年 12 月之前完成收购
成南高速	215	02 年	63.43	16.57	签署收购意向书，计划 09 年 12 月之前完成收购

数据来源：公司数据

成乐高速是连接四川省著名风景名胜区峨眉山-乐山（联合国教科文组织授予“世界文化与自然遗产”）的最为重要的通道，是一条以旅游为主的通道。收费期限为2000年-2009年。2010年，乐山至宜宾（乐宜）高速、雅安至乐山（雅乐）高速将建成通车，和成乐高速连接，届时，路网效应将进一步体现。

图6：成乐高速收入及增速

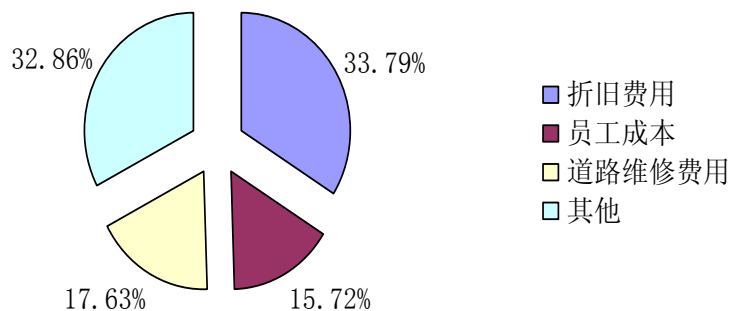


数据来源：公司数据

5、成本分析

公司主要的成本为折旧费用、道路维修费用以及员工成本，折旧费用根据车流量法提取，根据预估的车流量，会有自然的增长，而成渝高速在经过前几年的中修之后，短期内维修费用会维持在较稳定的水平。

图7：公司08年成本结构



数据来源：公司数据

5、业绩预测和估值

预计公司09年-10年每股收益为0.21元（假定增发收购的成乐高速下半年并表）和0.27元，截至7月20日，同类公司09年平均市盈率为16倍。由于公司地处西部，未来车流量和收费水平仍有上升空间，而且，公司仍有收购母公司公路资产的预期。因此，公司理应享受高出同类公司的估值，我们对于09年业绩给与22-25倍市盈率，公司合理估值区间为4.60—5.30元。作为新股，若首日股价超过6元，可以考虑卖出。

表7：同类公司估值（元）

	股价	每股净资产	EPS			P/E			P/B
	7.20		08 年	09 年	10 年	08 年	09 年	10 年	
赣粤高速	11.91	6.49	0.94	0.89	0.96	12.7	13.4	12.4	1.8
现代投资	19.56	8.89	1.43	1.5	1.59	13.7	13.0	12.3	2.2
山东高速	6.21	2.7	0.37	0.36	0.4	16.8	17.3	15.5	2.3
福建高速	7.18	2.78	0.53	0.5	0.51	13.5	14.4	14.1	2.6
皖通高速	5.93	3.13	0.42	0.38	0.39	14.1	15.6	15.2	1.9
深高速	6.37	3.27	0.23	0.27	0.31	27.7	23.6	20.5	1.9
楚天高速	5.73	2.76	0.32	0.35	0.43	17.9	16.4	13.3	2.1
平均						16.6	16.2	14.8	2.1

数据来源：华泰证券研究所

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1312	2690	3307	4214
现金	1149	2499	3092	3985
应收账款	10	12	14	15
其它应收款	18	34	35	40
预付账款	112	124	141	148
存货	22	20	25	25
其他	2	0	0	0
非流动资产	6725	6788	6765	6735
长期投资	91	91	91	91
固定资产	354	542	718	884
无形资产	6134	5944	5751	5558
其他	145	211	205	203
资产总计	8037	9478	10071	10949
流动负债	1861	873	710	770
短期借款	45	545	378	434
应付账款	23	22	26	27
其他	1794	306	306	309
非流动负债	273	302	333	364
长期借款	271	271	271	271
其他	2	31	62	93
负债合计	2134	1175	1043	1133
少数股东权益	99	145	187	238
股本	2558	3058	3058	3058
资本公积	1157	2367	2367	2367
留存收益	2089	2733	3416	4152
归属母公司股东权益	5804	8158	8841	9577
负债和股东权益	8037	9478	10071	10949

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	877	-536	1028	1129

利润表

单位：百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1588	1851	2198	2368
营业成本	730	794	908	953
营业税金及附加	49	59	69	75
营业费用	0	0	0	0
管理费用	77	90	107	115
财务费用	97	-7	-18	-35
资产减值损失	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	7	7
营业利润	647	920	1138	1267
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	646	920	1138	1267
所得税	96	230	285	317
净利润	550	690	854	950
少数股东损益	6	46	41	52
归属母公司净利润	544	644	812	898
EBITDA	1021	1127	1344	1461
EPS（元）	0.21	0.21	0.27	0.29

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	4.2%	16.6%	18.8%	7.7%
营业利润	1.0%	42.2%	23.7%	11.3%
归属于母公司净利润	9.9%	18.3%	26.1%	10.6%
获利能力				
毛利率	54.0%	57.1%	58.7%	59.7%
净利率	34.3%	34.8%	37.0%	37.9%
ROE	9.4%	7.9%	9.2%	9.4%
ROIC	12.6%	10.3%	12.6%	13.9%

净利润	550	690	854	950	偿债能力				
折旧摊销	276	213	224	229	资产负债率	26.6%	12.4%	10.4%	10.4%
财务费用	97	-7	-18	-35	净负债比率	16.34%	73.04%	65.97%	65.71%
投资损失	-6	-6	-7	-7	流动比率	0.71	3.08	4.65	5.48
营运资金变动	-30	-1427	-25	-9	速动比率	0.69	3.06	4.62	5.44
其它	-11	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	-157	-346	-193	-193	总资产周转率	0.20	0.21	0.22	0.23
资本支出	207	400	200	200	应收账款周转率	160	172	172	165
长期投资	2	-46	0	-0	应付账款周转率	39.21	35.44	37.60	35.68
其他	51	8	7	7	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-212	2232	-242	-42	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.21	0.27	0.29
短期借款	-1499	500	-167	56	每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	-0.18	0.34	0.37
长期借款	-126	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.90	2.67	2.89	3.13
普通股增加	0	500	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	1210	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1413	22	-75	-98	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	508	1350	593	893	EV/EBITDA	-1	-1	-1	-1

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

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

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。