

利好接二连三，提升公司价值

成渝高速（601107）

发行价：3.6 元

合理价位：5.08 元

新股定价报告

2009 年 7 月 26 日

星期日

王万金 陈柏儒
010-66216231-827
010-66216231-803
wwj@longone.com.cn
cbr@longone.com.cn
高速公路

联系人：顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

合理价位	5.08 元
升值潜力 (%)	41.11
价格确定日期:	2009 年 7 月 26 日

投资要点

- **地区及宏观经济向好。**2009 年 1 季度，四川省实现 GDP 2,815.04 亿元，同比增长 10.08%，在灾后重建带动下，再加上下半年国家会对西部地区实施进一步的扶持，预计四川省全年经济将能保持在 10%以上，在灾后重建及国内经济转暖的带动下，预计四川省未来三年 GDP 平均增长 10%以上。
- **成渝高速公路：车流稳定增长。**今年 1-5 月份日均车流量同比提高 20.62%，通行费收入增加 7.46%，达到 383,138,944.30 元。随着区域内车流与成遂渝高速的重新分配完成，成渝高速的车流量和通行费收入将随着地区经济的逐步提升而稳步提高。
- **成雅高速公路：期待西安至昆明高速全线贯通后的井喷。**今年 1-5 月份日均车流量同比提高 16.10%，通行费收入增加 8.85%，达到 21,178.93 万元。明后年京昆高速西安至昆明段逐段开通，灾后重建的完成，省内旅游产业的逐渐恢复，成雅高速未来的车流量和通行费收入将快速提升。
- **成乐高速公路：路网完善诱增车流。**今年 1-5 月份成乐路实现通行费收入 13744.30 万元，同比增长 31.52%。2010 年通车的乐宜高速公路将与成乐高速公路相连，2010 年雅乐高速公路通车，和在建的雅攀高速链接，路网完善后将对区域内的车流产生诱增作用。
- **路产持续扩张。**公司已启动对遂渝高速公路(四川段)资产的收购前期准备，并计划 2009 年 12 月 31 日前完成该段路产段的收购。拟投资建设成都-仁寿高速公路，总投资约为 75.11 亿元，预计 2012 年底竣工通车。
- **收费标准未来有提高预期。**目前省内货客车收费基本费率均低于同行业大部分上市公司，未来有继续上调的空间。省内对正常装载的货车减免 20%通行费的优惠政策至 2010 年 9 月 30 日止，其后将将上调至正常水平。
- **预计公司 09、10、11 年实现基本每股收益 0.27 元、0.31 元、0.36 元，**与 A 股高速公路行业可比上市公司相比较，给予公司 2009 年 18.8 倍市盈率，合理价位 5.08 元，而高速公路行业可比上市公司市盈率区间基本分布在 15—23 倍市盈率之间，公司的价格区间为 4.59—6.21 元。

目录

1. 公司概况.....	4
1.1 公司业务简介.....	4
1.2 公司股东.....	4
2. 经营环境分析.....	5
2.1 四川省地区经济情况.....	5
2.2 公路客货运输.....	6
2.3 汽车保有量.....	8
2.4 四川省高速公路建设情况.....	9
3. 公司路产经营现状.....	11
3.1 成渝高速公路.....	12
3.2 成雅高速公路.....	13
3.3 城北出口高速公路.....	14
3.4 成乐高速公路.....	15
3.5 未来展望.....	16
4. 募集资金用途.....	17
5. 主要投资风险.....	18
5.1 铁路运输.....	18
5.2 平行高速公路分流.....	18
6. 财务预测.....	19
7. 公司估值.....	20

图形目录

图 1. 四川省过去 10 年 GDP	5
图 2. 全国、四川省及成都市近年 GDP 增长率.....	6
图 3. 四川省近年来公路客货运量	6
图 4. 四川省月度公路客运量.....	7
图 5. 四川省月度公路货运量.....	7
图 6. 四川省近年来公路客货运周转量.....	7
图 7. 四川省月度公路旅客周转量	8
图 8. 四川省月度公路货物发送量	8
图 9. 四川省近年来民用汽车保有量.....	8
图 10. 四川省近年来私人汽车保有量.....	9
图 11. 近 10 年四川省高速公路里程.....	9
图 12. 四川省高速公路规划图	10
图 13. 公司路产分布图.....	11
图 14. 目前公司通行费收入构成	11
图 15. 收购成乐高速后通行费构成.....	11
图 16. 成渝高速月度车流量.....	12
图 17. 西安至昆明高速公路走向示意.....	13
图 18. 成雅高速车流量比较.....	14
图 19. 城北出口高速车流量比较	15

图 20. 成乐高速车流量比较	16
-----------------------	----

表格目录

表 1. 公司近五年营业情况	4
表 2. 发行前主要股东情况	4
表 3. 公司路产情况	12
表 4. 成乐高速近年来通行费收入增长对比（单位：亿元）	15
表 5. 公司主要路产通行费收入预测	19
表 6. 未来 3 年财务预测	20
表 7. 同行业上市公司估值水平	20

1. 公司概况

1.1 公司业务简介

四川成渝高速公路股份有限公司于 1997 年 8 月 19 日注册成立，公司当前主要业务为：高等级公路、桥梁、隧道等基础设施的投资、设计、建设、收费、养护、管理、技术咨询及配套服务，承担 226 公里成渝高速公路（四川段）、144 公里成雅高速公路的运营、维护和管理的工作，拥有 10.35 公里成都城北出口高速公路有限公司 60% 控股权。公司现拥有成雅分公司，蜀海、蜀工、蜀厦 3 个子公司，控股成都城北出口高速公路公司，参股成都机场高速公路公司。

表1. 公司近五年营业情况

	2008	2007	2006	2005	2004
营业收入	13.47	13.17	10.16	9.53	8.85
增长率	2.25%	29.63%	6.63%	7.73%	
净利润	5.50	4.96	3.20	2.26	1.93
增长率	10.83%	55.12%	41.79%	17.05%	

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

1.2 公司股东

四川高速公路建设开发总公司（以下称为“川高”）是公司的控股股东，此次 A 股发行前，其持有公司 39.30% 的股权。此次 A 股发行成功后，按照此次发行 A 股 5 亿股，川高公司仍将持有公司 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》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》的批复，其将向全国社会保障基金理事会划转 30,229,922 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。

表2. 发行前主要股东情况

股东名称	直接持股数量(股)	占已发行普通股比例(%)	股份性质
四川高速公路建设开发总公司	1,005,290,000.00	39.30	内资股
华建交通经济开发中心	657,450,000.00	25.70	内资股
何汝强	62,310,000.00	2.44	H 股
Martin Currie (Holdings) Limited	44,915,751.00	1.75	H 股
Barclays PLC	53,692,278.00	2.10	H 股

资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

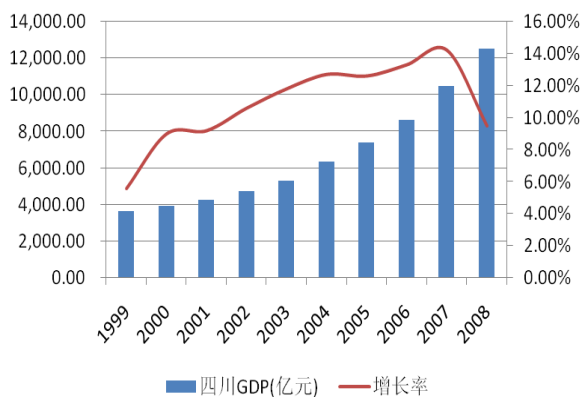
2. 经营环境分析

2.1 四川省地区经济情况

四川是我国西部地区第一大经济强省。2008 年四川省在经受 512 地震后，实现 GDP12,506.3 亿元，同比增长 9.5%。根据《四川省国民经济和社会发展第十一个五年（2006—2010 年）规划纲要》，十一五期间，四川省将实施工业强省战略，其中包含建立装备业基地、发展农产品加工业、以及改造提升传统工业等方面；将做大做强旅游业，其中包含开发旅游资源、增加省外客源、扩大跨地域、跨行业和跨景区的旅游合作；将进一步推进城镇化进程，增强成都市辐射和带动作用，初步形成成都平原、川南、川东北三个各具特色的城市群。区域内产业、经济结构调整和四川经济的发展有望进一步增加四川地区之间及四川地区与外省市的物资和人员交流，对公司经营业绩的提升其到积极的推动作用。

按照《四川省“十一五”及 2020 年综合交通体系发展规划》制定的目标，到 2010 年，全省公路旅客周转量达到 789 亿人公里，全省公路货物周转量达到 387 亿吨公里。四川省国民经济、区域经济的发展以及建设社会主义新农村的要求，都会引起四川省内交通需求的不断增加，进而推动公司的发展。

图1. 四川省过去 10 年 GDP



资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

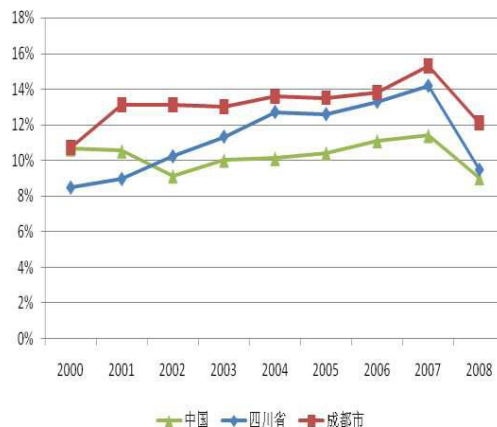
公司所属主要高速公路起于成都市，2008 年成都市实现 GDP 3,901 亿元，同比增长 12.1%。2009 年 1 季度，四川省实现 GDP 2,815.04 亿元，同比增长 10.08%，在灾后重建带动下，再加上下半年国家会对西部地区实施进一步的扶持，预计四川省下半年经济将持续快速增长，全年应能保持在 10%以上，超出 2009 年省经济社会发展的预期目标 9%。

尽管四川省经历了 2008 年的地震灾害，成都市和四川省的 GDP 增长率仍继续明显高于全国水平。2009 年全省预计完成灾后重建 72%，未来灾后重建带动经济的作用将降低，在全国经济企稳回升后，预计四川省将逐步恢复经济发

展活力，未来三年预计 GDP 平均增长 10%以上。

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；而川西地方经济的持续发展以及川西自然生态和民族风情旅游的持续升温，也正推动着成雅高速公路通行费收入的逐年上升。

图2. 全国、四川省及成都市近年 GDP 增长率



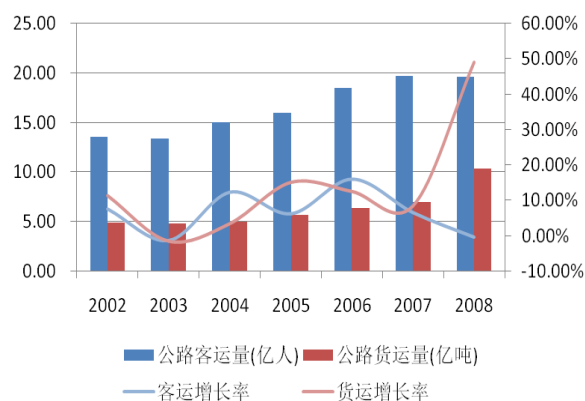
资料来源：东海证券研究所，公司招股说明书

2.2 公路客货运输

2.2.1 运量

四川省 2008 年完成公路客运量 19.61 亿人次，与去年同期相比略降 0.41 个百分点，主要是由于四川汶川大地震后出行人数下降。2008 年四川省货运量为 10.31 亿吨，同比增长 49%，主要是由于灾后重建的带动作用，全省货运量大幅提升。

图3. 四川省近年来公路客货运量



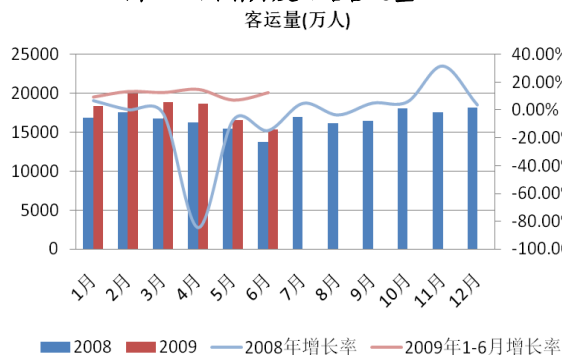
资料来源：东海证券研究所

2009 年上半年，四川省公路客运量同比持续稳步增长，环比季节性下滑，预计随着暑运及下半年传统节日长假的来临，以及随着地震阴影的逐渐淡忘，

旅游出行需求将能开始释放，下半年客运量将呈现上升态势。未来客运量将随着经济的增长而稳步增长。

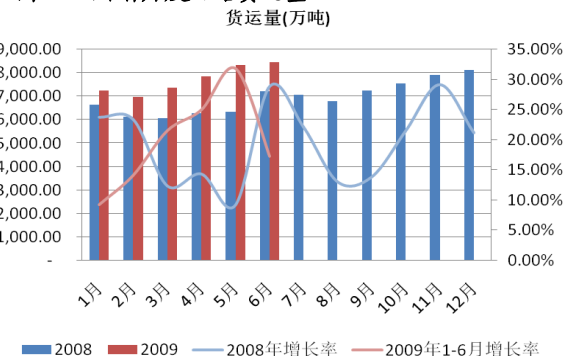
目前灾后重建仍然在如火如荼的进行当中，公路货运量从去年8月份开始，随着灾区道路的开通畅通，除在去年12月份、今年1月份季节性回落，到今年5月份一直呈现高速增长态势。由于去年从6月份开始出现灾后抢险高峰，今年6月份货运增速有所放缓。预计下半年8月份开始，货物运量高速增长势头将逐步放缓。未来明后年灾后重建的效应将逐步递减，而国内及省内经济的恢复将带动货运量稳步增长。

图4. 四川省月度公路客运量



资料来源：东海证券研究所、四川省交通厅

图5. 四川省月度公路货运量

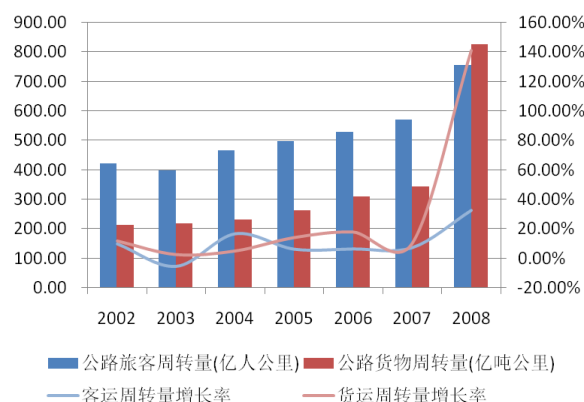


资料来源：东海证券研究所、四川省交通厅

2.2.2 周转量

2008年，四川省完成公路旅客周转量757.32亿人公里，同比增长32.75%；公路货物周转量827.85亿吨公里，同比增长141.11%，出现爆发性增长。主要原因是来自于货运量的高速增长，而灾后重建中长距离物资的调配运输比例也有大幅提高。

图6. 四川省近年来公路客货运周转量



资料来源：东海证券研究所

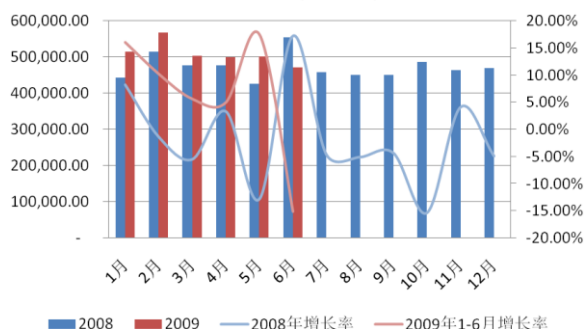
2009年前5个月，四川省旅客周转量同比均有不同程度的提高，5月份更是高达17.54%，主要是由于今年五一小长假期间来自全国各地的游客呈现爆发式增长，其中，“五一”期间，四川省共接待游客936.81万人次，实现旅游

收入 28.75 亿元，分别同比增长 14.4%和 15%。6 月份下降了 15 个百分点，主要是由于去年 6 月份灾后抢险救援人员大量进入四川。从 2008 年的数据来看，从 7 月份开始，逐月的数据都略输于 2007 年每个月的数据，尤其是在 10 月份（国庆长假期间）降幅最大，达到 15.34%，下半年随着旅客运量的提高，旅客周转量将继续保持稳定增长态势，尤其是在 10 月份，有可能会出现今年 5 月份的井喷局面。客运周转量未来 2-3 年将在经济的复苏中稳步增长。

从公路货物周转量来看，由于去年 5 月份是地震月，货物周转量是历年的最低值，今年再加上灾后重建的带动，同比数据出现同比爆发性增长，6 月份仍保持高增长，与去年同期相比，增幅为 54.21%。预计今年下半年货运周转量的高增长态势仍将持续，8 月份以后，增幅将有所减缓。明后年灾后重建效应将递减，货物周转量主要将靠地区经济带动。

图7. 四川省月度公路旅客周转量

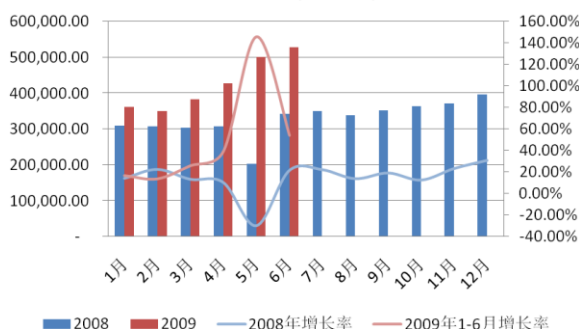
旅客周转量(万人公里)



资料来源：东海证券研究所，四川省交通厅

图8. 四川省月度公路货物发送量

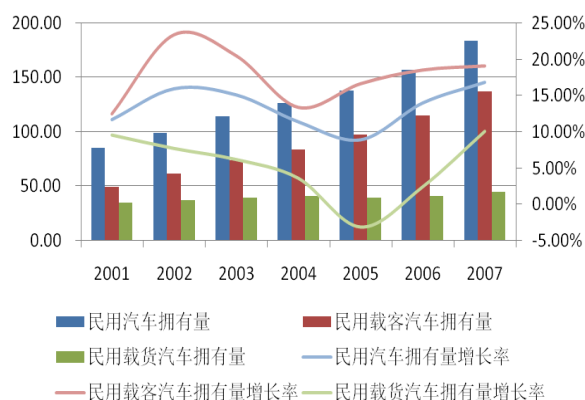
货物周转量(万吨公里)



资料来源：东海证券研究所，四川省交通厅

2.3 汽车保有量

图9. 四川省近年来民用汽车保有量



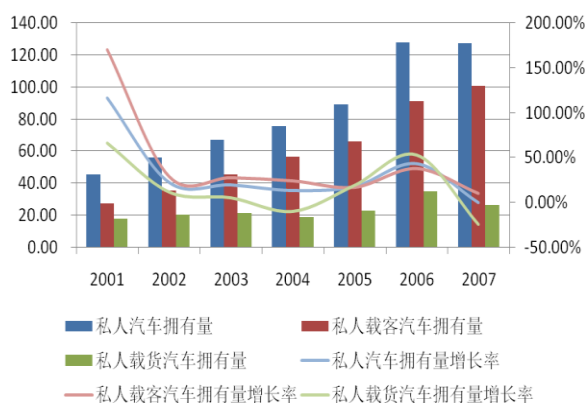
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

公路运输量和汽车保有量有非常高的正相关性。2008 年末全国民用汽车保有量达到 6,467 万辆，同比增长 13.5%，其中私人汽车保有量 4,173 万辆，同比增长 18.1%，我国民用汽车保有量十几年来年均增速均在 11%以上。民用轿车保有量 2,438 万辆，同比增长 24.5%，其中私人轿车 1,947 万辆，同比增

长 28.0%。截止到 2007 年，四川省民用汽车保有量达 183.62 万辆，同比增长 16.79%，其中民用载客汽车 137.13 万辆，同比增长 19.10%，民用载货汽车 44.37 万辆，同比增长 10.01%。

2007 年，四川省私人汽车、私人载客、私人载货汽车保有量分别是 127.53 万辆、100.76 万辆、26.42 万辆，同比增长分别为-0.26%、10.33%、-24.79%。

图10. 四川省近年来私人汽车保有量



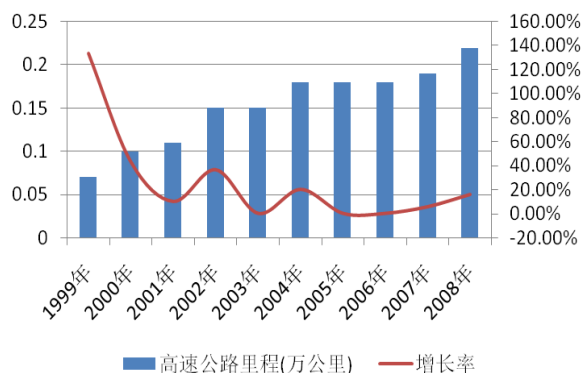
资料来源：东海证券研究所，Wind 资讯

2.4 四川省高速公路建设情况

截至 2008 年底，我国已有高速公路 6.03 万公里，比 2007 年末增加 0.64 万公里。总规模约 3.5 万公里的“五纵七横”国道主干线系统已基本贯通，全国高速公路总里程仅次于美国，居世界第二位。

目前，四川高速公路仅 2,162 公里，全国排名第 14 位，西部排名仅为第 4。其中出川的高速通道只有 7 条，与周边省（区、市）、环渤海、长三角、珠三角经济区的运输通道还不通畅，“蜀道难”依然是制约经济发展的瓶颈。

图11. 近 10 年四川省高速公路里程



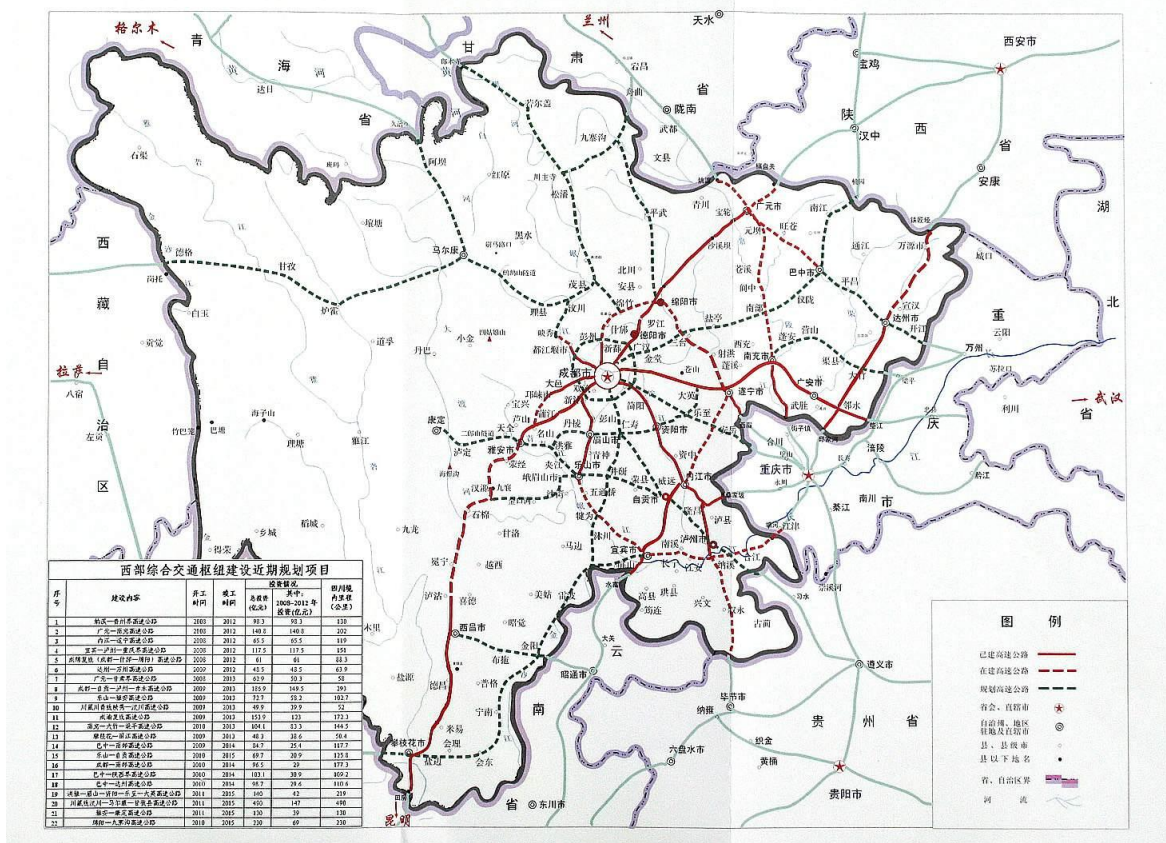
资料来源：东海证券研究所

2009 年 3 月 2 日，四川省人民政府第 27 常务会审议通过《四川省高速公路网规划（2008~2030 年）》，规划方案由 16 条成都引入线、5 条南北纵向路线、5 条东西横向路线和 8 条联络线组成，简称“16、5、5”网，总里程规模

约 8,600 公里，有 23 个出川高速公路通道，其中有目前规划的国家高速公路约 3,320 公里，其余的为四川省高速公路约 5,280 公里。

图12. 四川省高速公路规划图

西部综合交通枢纽高速公路建设规划图



资料来源：四川省交通厅、东海证券研究所

目前，规划的四川省高速公路网中，至 2008 年底已建路段为 2,162 公里，尚需新建高速公路约 6,438 公里，从四川省高速公路网的布局规划来看，省内的高速公路网还处在初期发展阶段，目前省内的高速公路仍然是沿着四川盆地而修建，规划中的 23 个高速公路出川通道，其中：甘肃 3 个、陕西 3 个、青海 1 个、西藏 1 个、云南 4 个、贵州 2 个、重庆 9 个；构筑了西北地区与四川、西北地区与东南方向直捷联系通道。随着出川通道的逐步与外省接通，以及高速公路干线的贯通，省内交通量将逐渐提高。

完成规划中的路网估计总投资约 6,000 亿元左右，其中，目前已完成投资约 855 亿元，尚需投资约 5,145 亿元左右。未来需要的资金规模较大，以西部地区其他省份的经验来看，融资渠道的拓宽能够积极促进高速公路的建设，BOT 及 BO 等成熟的高速公路建设模式将成为选项之一。公司作为省内重点扶持的高速公路运营管理企业，未来将能有机会获得优质的路产。

3. 公司路产经营现状

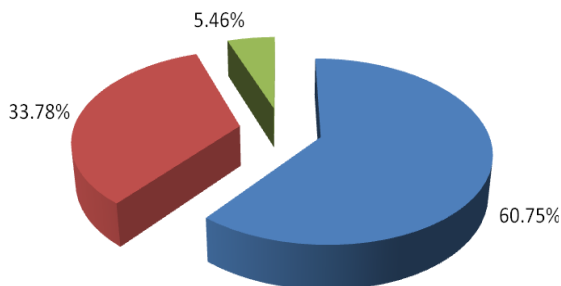
公司现有的经营性公路资产主要为：成渝高速公路 226 公里，成雅高速公路 144 公里，城北出口高速公路 10.35 公里。此次募集资金收购的成乐高速公路 86.4 公里。

图13. 公司路产分布图



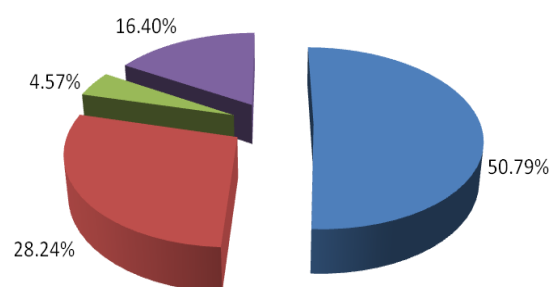
资料来源：东海证券研究所

图14. 目前公司通行费收入构成



■ 成渝高速公路 ■ 成雅高速公路 ■ 城北出口高速公路

图15. 收购成乐高速后通行费构成



■ 成渝高速公路 ■ 成雅高速公路 ■ 城北出口高速公路 ■ 成乐高速公路

资料来源：东海证券研究所、公司招股说明书

资料来源：东海证券研究所、公司招股说明书

表1. 公司路产情况

公路名称	里程(公里)	收费期限	公司拥有权益
成渝高速公路	226.00	1997.10.07-2027.10.06	100%
成雅高速公路	144.20	2000.01.01-2029.12.31	100%
城北出口高速公路	10.35	1998.12.21-2024.06.30	60%
成乐高速公路	86.40	2000.01.01-2029.12.29	

资料来源: 东海证券研究所, 公司招股说明书

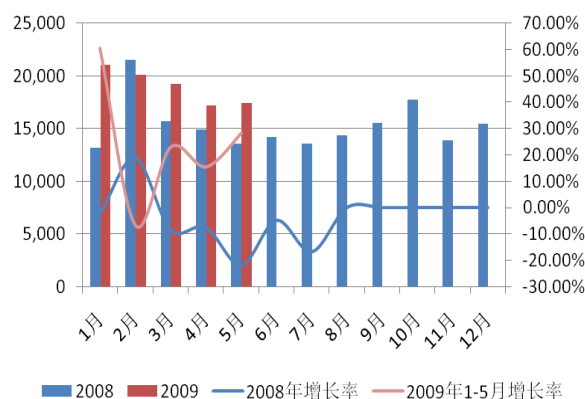
3.1 成渝高速公路

车流稳定增长

成渝高速公路是四川省第一条高速公路,也是我国第一条山岭重丘区的高速公路。全线为全封闭、全立交四车道,路基宽度 20-25 米,设计行车速度 60-100 公里/小时。全线配备了完善的安全设施、服务设施、可靠的收费系统和先进的通信系统。目前公路经过一轮大修,特别是 2006 年以来随着龙泉山隧道爬坡车道和成都至龙泉段水泥路面整治工程的竣工,成渝高速公路服务水平明显提高。目前成渝高速公路全线路况稳定,经营情况良好。

2008 年度,成渝高速公路的交通流量有所下降,通行费收入则呈现上半年同比显著增长,下半年明显下降的态势。主要是由于 2007 年 12 月 29 日起,遂渝(遂宁-重庆)高速公路开通运营对成渝间的直达交通流量构成了一定分流影响,约占成渝高速公路通行费收入的 10%左右。另外 2008 年 1、2 月份发生的中国南方冰雪灾害、512 汶川特大地震都导致当期成渝高速公路车流量明显下降。由于震后对抗震救灾车辆实行免费通行,成渝高速公路通行费收入也因此受到一定影响。

图16. 成渝高速月度车流量



资料来源: 东海证券研究所

今年 1-5 月份日均车流量同比提高 20.62%, 通行费收入增加 7.46%, 达到

383,138,944.30 元。随着区域内车流与成遂渝高速的重新分配完成，成渝高速的车流量和通行费收入将随着地区经济的逐步提升而稳步提高。

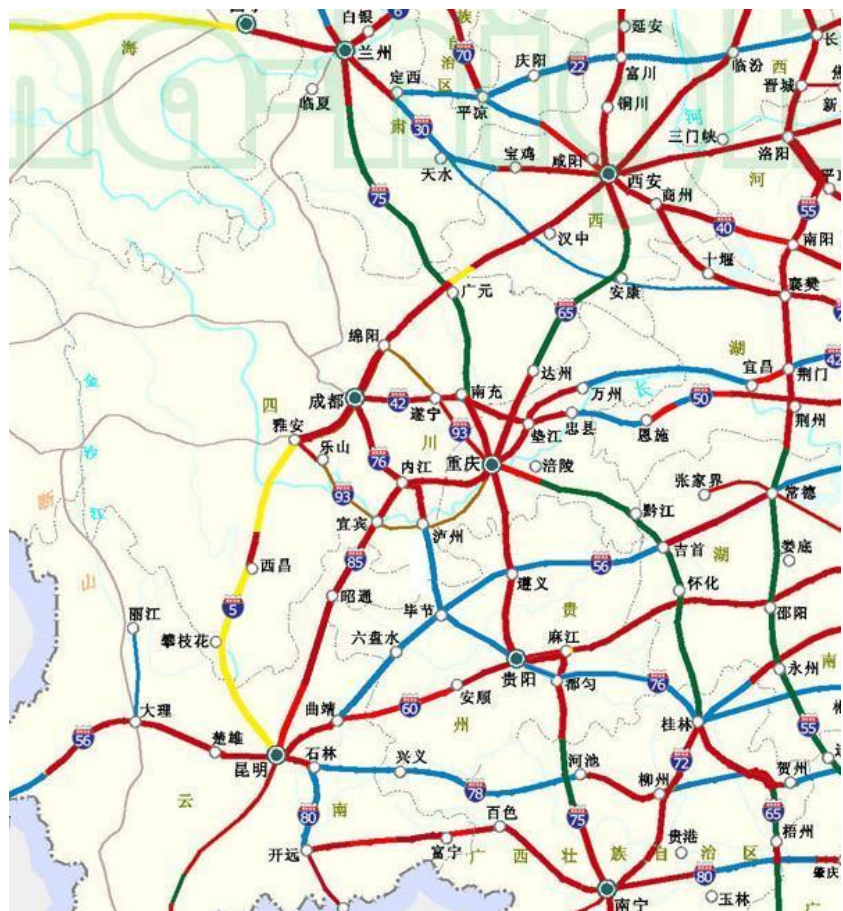
3.2 成雅高速公路

期待西安至昆明高速全线贯通后的井喷

成雅高速公路 1999 年底通车，全线由六车道和四车道组成，六车道路段路基宽度 34.5 米，设计行车速度 120 公里/小时，四车道路段路基宽度 25 米，设计行车速度 80-100 公里/小时。全线配备了完善的安全设施、可靠的收费系统和先进的通信系统。目前该公路的运营情况和道路服务水平良好，交通安全水平较高。

2008 年，相继发生的冰雪灾害和地震灾害虽然也使成雅高速公路经受了严峻考验，但成雅高速公路通行费收入仍然保持旺盛的上涨势头，较上年增长近两成，交通流量也继续攀升。这主要得益于当地旅游业蓬勃兴盛、高速公路成长期沿线产业经济带逐渐形成对成雅高速公路车流量的增长催生了新的动力、以及货车计重收费政策的继续实施等因素。此等因素在很大程度上化解了宏观经济放缓的影响。

图17. 西安至昆明高速公路走向示意



资料来源：东海证券研究所

注：黄色为在建线路，红色为已开通线路，绿线为纵向规划线路，蓝线为横向线路

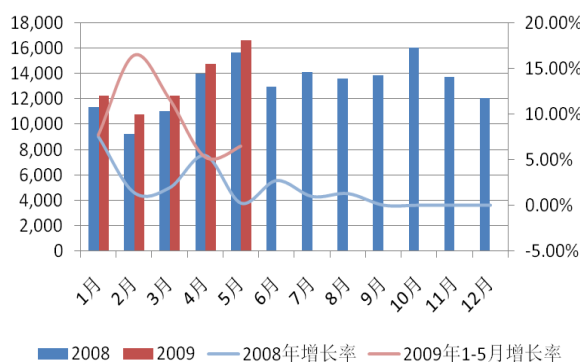
成雅高速公路是国家高速公路网 G5 京昆高速的组成部分，目前京昆高速的北京段及河北段部分路段尚处于规划阶段，该段线路已有高速公路连通，目前规划多为二线；山西及陕西段已全部通车；**四川段棋盘关陕界至广元段 56km 在建**（预计 2010 年建成通车），广元至成都至雅安段已通，**雅安至西昌泸沽 69.7km 在建**（预计 2010 年建成通车），泸沽至西昌黄联关至田房滇段已通，云南段永仁川界至武定段已通，**武定至昆明段 64.71km 在建**（预计 2011 年建成通车）。

雅安至西昌泸沽段通车后，从成都往南经西昌、攀枝花将实现全程高速出川，成都前往西、攀两地的车程也将分别缩短到 4 小时和 6 小时。目前攀枝花至昆明由于云南段永仁川界至武定段已通，车程已缩短为 4 小时，2011 年武定至昆明段通车后，两地车程将能缩短到 3 小时左右。

四川段棋盘关陕界至广元段建成后，成都与西安将彻底实现全程高速，将有力促进两省间的经济发展和文化交流。

今年 1-5 月份日均车流量同比提高 16.10%，通行费收入增加 8.85%，达到 211,789,287.00 元。随着明后年京昆高速西安至昆明段逐段开通，成雅高速的车流量将呈阶梯型上升趋势，随着灾后重建的完成，省内旅游产业的逐渐恢复，成雅高速未来的车流量和通行费收入将快速提升。根据赣粤高速的经验，赣粤 06 年受益 05 年底贯通的通往广东省的“断头路”，车流量实现 15%-20% 左右的同比增长。我们预计在京昆高速贯通的三年内，成雅高速车流量增长平均将在 18% 左右。

图18. 成雅高速车流量比较



资料来源：东海证券研究所

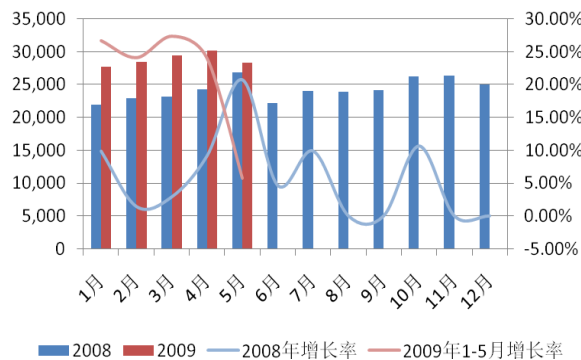
3.3 城北出口高速公路

城北出口高速公路 1998 年底通车，全长 10.35 公里，为双向六车道，路基宽度 34.5 米，设计行车速度 100 公里/小时。起于青龙场高架桥，止于白鹤林，是成都与成绵高速公路的连接线。

2008 年，城北出口高速公路交通流量有较大幅度增长，但通行费收入仅较

上年略有增长，远远落后于交通流量增幅，主要是由于成都市政府自 2007 年 12 月 15 日起，对与城北出口高速公路相连的成都市三环路实施交通组织方案，分步限制货运车辆行驶三环路，导致单车收费额较大的货运车辆出现较大程度分流。因此，尽管城北出口高速公路车流量增长较为显著，但增长部分主要以小型车居多，导致通行费收入增幅较小；货运车辆占城北出口高速公路交通流量的比例较小，仅约 20%左右，因此计重收费政策的实施对其通行费收入的提升作用不及前述二条高速公路显著。

图19. 城北出口高速车流量比较



资料来源：东海证券研究所

3.4 成乐高速公路

路网完善诱增车流

成乐高速公路过去几年的通行费收入增长迅速，高于成渝公司同期的通行费收入增长速度。根据成乐公司和成渝公司经审计的财务数据，成乐公司 2003 - 2008 年通行费收入复合增长率为 17.78%，成渝公司 2003 - 2008 年通行费收入复合增长率为 10.76%。

表2. 成乐高速近年来通行费收入增长对比（单位：亿元）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
车辆通行费收入	1.12	1.42	1.57	1.67	2.10	2.72
车辆通行费收入增长率	3.69%	26.60%	11.23%	6.33%	25.31%	29.49%

资料来源：东海证券研究所

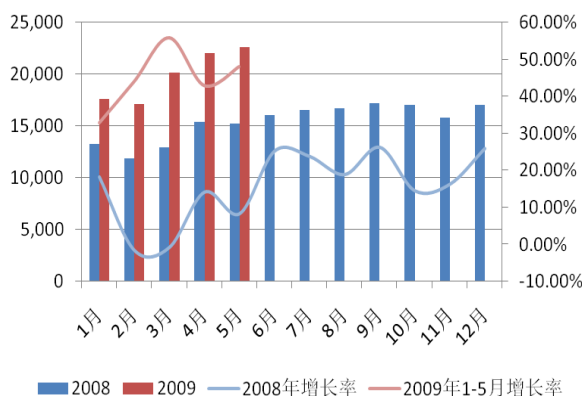
成乐公司经营的成都至乐山高速公路北起成雅高速公路的彭山青龙场互通式立交，止于乐山市辜李坝，全长 86.40 公里，路基宽度 25 米，双向四车道设计行车速度 100 公里/小时。成乐高速公路于 1996 年 12 月正式开工，1999 年 12 月全面竣工通车，最终投资额为 190,280.4261 万元。

成乐高速公路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。

根据四川省高速公路规划, 计划 2010 年通车的乐宜高速公路将与成乐高速公路相连, 在宜宾市与内宜高速连接, 并与即将开工的宜宾至泸州、重庆高速公路构成成渝改革实验区的高速公路环线, 有助于整个西南出海大通道的形成。计划 2010 年通车的雅乐高速公路与已通车的成雅高速公路、成乐高速公路, 和在建的雅安至攀枝花高速公路链接, 将完善四川西部和南部地区公路网。

根据四川省统计局数据, “十五”末, 成乐高速沿线的成都、眉山、乐山三市区域总人口达到 1,736 万人, 占全省总人口的 19.8%, 经济总量达到 2,922 亿元, 占全省经济总量的 39.6%。今年 1-5 月份成乐路实现通行费收入 13744.30 万元, 同比增长 31.52%, 成乐高速发展前景良好, 预计未来仍将能保持高速增长, 给公司带来丰厚收益。

图20. 成乐高速车流量比较



资料来源: 东海证券研究所

3.5 未来展望

3.5.1 灾后重建

据四川、甘肃、陕西三个重灾省统计数据, 截至 2009 年 4 月底, 三省灾后恢复重建项目已开工 21,000 多个, 完工项目 9,400 多个, 完成投资 3,600 多亿元, 占规划总投资的 36%左右。

四川力争 3 年之内政府投入 8,000 亿元, 带动社会和民间资金 3 万亿元。政府性资金投入 8,000 亿元中, 有 3,600 亿元用于灾后恢复重建; 3 万亿的扩大内需投入中, 灾后恢复重建资金的投入需求估算是 1.7 万亿元。

在基础设施方面, 目前交通、通信、水利、能源等基础设施项目已开工 60%。高速公路已经恢复到灾前水平, 干线公路开工建设 93%以上, 农村公路已完成恢复重建任务的 15%。此次受灾, 对公司路产影响甚为, 完全有能力保证灾后重建工作的运输任务, 对于公司来说, 未来 3 年各路产都会有所收益。

3.5.2 收费标准

货车

2007 年 6 月, 四川全省联网高速公路都实行了货车计重收费, 同时执行的

还有对正常装载的货车减免 20%通行费的优惠政策。原本省内计划 2009 年 4 月 1 日开始取消 20%的减免优惠，正常装载货车按照基准费率收费。鉴于省内目前正值灾后恢复重建和促进经济止滑回升的关键时期，根据省政府相关文件精神，因此省物价局、省交通厅联合发出《关于联网高速公路货车计重收费延长试行收费期限的通知》，决定延长联网高速公路货车计重试行收费期限，全省联网高速公路货车计重收费延长试行收费时间至 2010 年 9 月 30 日止，明年 10 月 1 日货车计重收费将上调至正常水平。

根据其他省份实行计重收费的经验，预计收费上调后，短时间内会影响高速公路的车流量，但是在短暂的下降后，车流量中长期仍将维持上升的趋势。主要原因还是由于高速公路的自身节油高速的优势，对于中长途的客货流长期有吸引作用，随着国家及地区经济面的转好，车流量也将持续上升。

目前省内货车计重收费基本费率为 0.075 元/吨·公里，而纵观国内其他各省及高速公路上市公司，东部沿海省份的货车计重收费基本费率以 0.09~0.10 元居多，中部省份基本在 0.08~0.09 元之间，而西部省份的云南及重庆，基本费率也都在 0.08 元，公司的货车计重收费基本费率偏低，未来有继续上调的空间。

客车

目前省内客车收费基本费率为 0.35 元，国内其他各省高速公路上市公司，除华北高速为 0.34 元，其他各公司客车收费基本费率均在 0.40 元以上，公司的内客车收费基本费率偏低，未来有继续上调的空间。

3.5.3 成南高速及遂渝高速的收购

根据公司于 2008 年 3 月 20 日与川高公司、成南公司签署《遂渝高速公路四川段资产收购及相关事项的意向性协议书》，公司目前已启动对遂渝高速公路(四川段)资产的收购前期准备，并计划拟在 2009 年 12 月 31 日前完成遂渝高速(四川段)的收购；川高公司同意在 2010 年 12 月 31 日前将其持有的成南公司股权转让给公司无关联关系的第三方，但公司在同等条件下享有优先收购权。

3.5.4 拟投资成都-仁寿高速公路

根据公司董事会决议，公司拟投资建设成都-仁寿-泸州-赤水(川黔界)及成都-仁寿-沐川-金沙江沿江高速公路的成都-仁寿共用段，该路段总长 104.64 公里，总投资约为 75.11 亿元，计划 2009 年 12 月开工，预计 2012 年底竣工通车。收费期限自该高速公路开始收取通行费之日起计 29 年 300 天，资金来源拟采用公司自有资金、银行借款或其他融资方式等多种渠道筹集。

4. 募集资金用途

此次 A 股发行的募集资金在扣除发行费用后拟用募集资金

1,098,320,800.00 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的成乐公司 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）。此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。

若由于最终定价超过预期价格导致募集资金量超过经发行人 2007 年第三次临时股东大会及类别股东大会和 2009 年第一次临时股东大会及类别股东大会批准的预计募集资金需要量 20 亿元的部分，成渝公司将用于补充流动资金。

由于发行人拟于 2009 年收购遂渝高速公路（四川段）及拟投资建设成都—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，将占用大量自有资金，募集资金超过 20 亿元部分用于补充流动资金有利于发行人保持合理的流动性。

5. 主要投资风险

5.1 铁路运输

“先锋号”加剧竞争强度

在运输领域，高速公路与铁路、航空、水运等运输方式在运输成本、交通时间、便捷程度方面不同，给交通需求者提供了不同的选择，造成不同运输方式之间形成直接或间接竞争。2006 年 5 月铁路部门开通了成渝间城际列车，2007 年 7 月开通了运营速度更快的“先锋号”动车组列车，使不同交通方式之间的竞争加剧。

成渝客专

拟在今年开工。工期为 4 年，建成后成都至重庆直达客车所需要时间仅为 56.7 分钟。该线沿线将设 10 座车站，其中内江站为最大中间站，将设与成都直发的列车，只需半小时即可达。届时，成渝两地之间最短将 3—5 分钟发出一班动车组列车，到 2030 年每天将开行动车组 200 多对，年最高通行能力可达 6000 万人。

5.2 平行高速公路分流

成遂渝高速

成遂渝高速公路与成渝高速公路之路线的覆盖区域不同，成遂渝高速公路主要覆盖四川省东北部的遂宁市，成渝高速公路主要覆盖四川省东南部的资阳市、内江市、自贡市和泸州市，因此成遂渝高速公路并不会对成渝高速公路区间车构成竞争和分流，但其分流的仅为成渝高速公路成都与重庆两市间部分直达车流量，即主要分流成渝高速公路四川简阳以西各站直达重庆青杠以东各站的车流量，该部分 2006 年、2007、2008 年车辆通行费收入分别占成渝高速公路全线当年通行费收入的 11.58%、11.53%、1.01%，该区域内 2006 年、2007 年、2008 年车辆通行费收入分别占公司同期通行费收入的 7.35%、7.56%、0.71%。

同时，成渝高速公路未来车流量的自然增长将一定程度弥补分流对车流量及通行费收入的影响。

在建邛名高速公路

成都市、雅安市人民政府公开招标确定中国水电建设四川成名高速公路发展有限公司以 BOT 方式于 2007 年 12 月 29 日启动邛（崃）名（山）高速公路建设工作。邛名高速公路起于成温邛高速公路 56 公里处，止于成雅高速公路 111 公里处，全长 52 公里。该路预计 2010 年建成通车，届时将形成成都经温江、邛崃至名山的成名高速公路（成都至邛崃已通车，邛名高速公路在建），与成雅高速公路构成平行竞争关系。

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。

成安渝高速

根据《四川省高速公路网规划（2008—2030 年）》，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，根据项目规划及四川省政府要求，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，目前该高速公路尚未动工建设。经过对本项目的经济效益评估，项目收益率达不到公司的预期收益，公司董事会决议不对该项目进行投资。同时公司经过对本项目的认真分析和研究认为，由于 2007 年底遂渝高速公路的通车，成渝高速公路成都、重庆两地间主城区的直达交通量基本分流到了成遂渝高速公路上，成渝高速公路的交通出行结构随之发生了一定变化。根据目前成渝高速公路的交通出行结构和成安渝高速公路规划的走向分析，即使 2012 年成安渝高速公路建成通车后，也基本不会对成渝高速公路车流量造成分流影响。

6. 财务预测

表3. 公司主要路产通行费收入预测

单位：万元

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成渝高速	890.29	843.93	906.91	979.46	1,067.61
成雅高速	394.12	469.32	544.88	642.95	771.54
城北出口高速	74.10	75.90	93.15	102.47	113.74
成乐高速	210.42	272.48	358.37	447.96	537.55

资料来源：公司招股说明书 东海证券研究所

表4. 未来3年财务预测

单位: 百万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	1587.8	2233.29	2585.32	2985.42
营业收入	1587.8	2233.29	2585.32	2985.42
营业总成本				
营业成本	729.8	1027.33	1189.22	1373.35
营业税金及附加	49.3	69.35	80.22	92.72
管理费用	77.3	108.74	125.90	145.43
财务费用	97.4	58.43	64.78	79.35
资产减值损失	-7.6	-3.25	-3.24	-3.40
投资收益	5.8	6.49	7.56	8.50
营业利润	647.3	979.18	1135.88	1306.59
营业外收支净额	4.6	4.33	4.32	4.53
利润总额	645.9	983.51	1140.20	1311.12
减: 所得税	95.9	147.47	171.03	196.66
净利润	550	835.93	969.17	1114.46
减: 少数股东损益	544.5	826.19	957.73	1101.31
归属于母公司所有者的净利润	5.5	9.85	11.45	13.15
基本每股收益(元)	0.21	0.27	0.31	0.36
稀释每股收益(元)	0.21	0.27	0.31	0.36

资料来源: 公司招股说明书 东海证券研究所

7. 公司估值

表5. 同行业上市公司估值水平

证券代码	上市公司	09E	10E	证券代码	上市公司	09E	10E
600377	宁沪高速	19.91	18.02	000916	华北高速	0.00	18.06
600350	山东高速	17.08	14.93	600035	楚天高速	16.14	13.05
600269	赣粤高速	13.47	12.56	600003	ST 东北高	0.00	0.00
600548	深高速	23.74	20.64	000886	海南高速	91.41	50.00
600033	福建高速	14.96	17.43	000548	湖南投资	44.22	29.50
600012	皖通高速	15.34	15.06	600368	五洲交通	38.21	30.25
600020	中原高速	22.04	20.63	600106	重庆路桥	27.81	20.76
000900	现代投资	13.35	12.61				
000429	粤高速 A	20.28	18.63		行业均值(整体法)	18.83	17.06
000828	东莞控股	21.33	15.61		行业中值	20.28	18.04

资料来源: 公司招股说明书 东海证券研究所

预计公司 09、10、11 年实现基本每股收益 0.27 元、0.31 元、0.36 元，与 A 股高速公路行业可比上市公司相比较，给予公司 2009 年 18.8 倍市盈率，合理价位 5.08 元，而高速公路行业可比上市公司市盈率区间基本分布在 15—23 倍市盈率之间，公司亦将在此价值区间波动，即公司的价值区间为 4.59—6.21 元。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

王万金, 高速公路行业高级研究员, 北京大学光华管理学院工商管理硕士, 10 年交通土建行业从业经验, 曾供职于中国铁建及首都机场, 2 年行业分析经验。

陈柏儒, 高速公路行业研究员, 北京交通大学技术经济管理专业硕士, 毕业后进入东海证券研究所。

重点跟踪公司: 申万二级子行业高速公路行业所属上市公司

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122