

中期业绩超预期，拟派发现金红利

四川成渝 (601107.SH) 2009 年中报点评

报告关键点：

- 上半年每股收益0.16元，预计下半年各路段稳定增长
- 中期拟每股派发现金0.13元，分红率达92.9%
- 成长性明确，但目前估值偏高，首次给予“中性 - A”评级

报告摘要：

- **上半年每股收益0.16元，超出之前预期。** 2009上半年，公司实现营业收入9.9亿元，同比增长17.2%；营业成本为3.5亿元，同比增长12.1%；归属于母公司的净利润为4.1亿元，同比增长34.4%，折合每股收益0.16元。公司上半年的盈利要好于我们的预期。
- **公路业务成本较低，是业绩超预期的主因。** 公司管辖的路产都位于四川省内，受到经济的负面影响较小，公司车流量增长较稳定。09上半年公司通行费收入同比增长13.8%，其中成渝、成雅、成乐、城北高速的通行费收入分别同比增长了7.7%、15.5%、29.1%、24.9%，远好于其他区域的高速公路。另一方面，公司在上半年没有对道路进行养护，同时加强了征收业务成本的控制，因此上半年公路业务的成本仅同比上升了2.6%。公路业务成本较低，是上半年业绩好于我们预期的主要原因。
- **预计下半年成渝高速车流量增长较快，其余路段稳定增长。** 各道路中，成渝高速的通行费收入占比约为50%。因受到成遂渝高速的分流，08年成渝高速收入增长缓慢，尤其在08年下半年收入一直处于负增长。目前，成遂渝高速对成渝高速的分流已经有一年半的时间，我们推测两条高速间的车流量分布已经趋于稳定，成渝高速受到的分流影响正在逐渐消失。预计下半年成渝高速的车流量将出现恢复性增长，下半年的收入增长可能好于上半年。受益于经济回暖和四川省经济的快速发展，下半年，其余路段车流量也将保持稳定增长。
- **中期拟每股派发现金红利0.13元。** 公司决议，按照A股发行后总股本30.58亿股，以每股现金股利0.13元（含税），向全体股东派发2009年中期股息合计约3.98亿元。按照全面摊薄后的每股收益计算，分红率为92.9%。
- **上调盈利预测，首次给予“中性 - A”投资评级。** 预计下半年公司保持稳定增长。长期看，公司存在费率上调和资产收购的预期，是高速板块中成长性明确的公司。上调公司2009年到2011年的盈利预测为0.28元、0.32元、0.35元，对应动态市盈率分别为26倍、23倍、21倍。公司业绩的超预期和中期派息，短期内对公司股价可能有一定的刺激作用。但公司目前对应的估值，仍远高于行业内其他公司，首次给予“中性 - A”投资评级。

评级： **中性-A**

上次评级：

目标价格： **6.70 元**

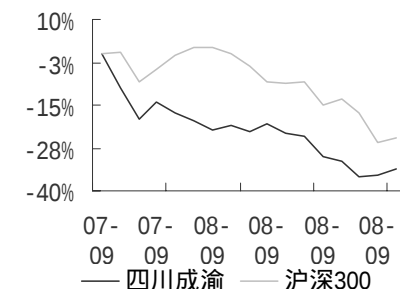
期限： 6 个月 上次预测：
现价： 7.21 元

报告日期： **2009-08-18**

市场数据

总市值(百万元)	22,048.61
流通市值(百万元)	2,703.75
总股本(百万股)	3,058.06
流通股本(百万股)	375.00
12 个月最高/最低	6.73/15.25 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(23.97)	(46.71)	(70.96)
绝对收益	(33.85)	(33.85)	(33.85)

研究员

邓红梅	首席行业分析师
021-68765993	denghm@essence.com.cn
彭倩	助理行业分析师
021-68765110	pengqian@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,523.1	1,587.8	2,017.2	2,197.9	2,468.1
Growth(%)	36.3%	4.2%	27.0%	9.0%	12.3%
净利润	495.6	544.5	863.5	981.7	1,077.9
Growth(%)	59.7%	9.9%	58.6%	13.7%	9.8%
毛利率(%)	54.5%	54.0%	62.0%	63.0%	64.4%
净利润率(%)	32.5%	34.3%	42.8%	44.7%	43.7%
每股收益(元)	0.16	0.18	0.28	0.32	0.35
每股净资产(元)	1.75	1.93	2.63	2.82	3.03
市盈率	44.5	40.5	25.5	22.5	20.5
市净率	4.1	3.7	2.7	2.6	2.4
净资产收益率(%)	9.4%	9.3%	10.8%	11.5%	11.7%
ROIC(%)	11.0%	9.8%	18.9%	14.0%	14.0%
EV/EBITDA	25.0	21.5	15.2	14.2	13.4
股息收益率	0.9%	0.0%	1.6%	1.8%	2.0%

前期研究成果

四川成渝：成长性明确

2009-07-10

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-8-18**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,523.1	1,587.8	2,017.2	2,197.9	2,468.1	成长性					
减: 营业成本	693.6	729.8	765.7	814.0	878.8	营业收入增长率	36.3%	4.2%	27.0%	9.0%	12.3%
营业税费	51.2	49.3	62.5	68.1	76.5	营业利润增长率	94.1%	1.0%	58.1%	13.7%	9.8%
销售费用	0.4	-	-	-	-	净利润增长率	59.7%	9.9%	58.6%	13.7%	9.8%
管理费用	73.6	77.3	98.2	98.9	135.7	EBITDA 增长率	50.9%	3.5%	72.8%	8.9%	11.0%
财务费用	69.4	97.4	84.4	60.2	104.5	EBIT 增长率	60.9%	4.8%	48.8%	10.4%	13.0%
资产减值损失	-0.0	-7.6	-9.0	-	-	NOPLAT 增长率	33.7%	12.8%	45.5%	10.4%	13.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	26.6%	-24.5%	49.8%	12.3%	19.5%
投资和汇兑收益	6.0	5.8	8.4	7.0	5.5	净资产增长率	5.8%	10.1%	36.0%	7.4%	7.6%
营业利润	641.0	647.3	1,023.7	1,163.7	1,278.1	利润率					
加: 营业外净收支	-18.5	-1.4	-	-	-	毛利率	54.5%	54.0%	62.0%	63.0%	64.4%
利润总额	622.5	645.9	1,023.7	1,163.7	1,278.1	营业利润率	42.1%	40.8%	50.7%	52.9%	51.8%
减: 所得税	118.0	95.9	153.6	174.5	191.7	净利润率	32.5%	34.3%	42.8%	44.7%	43.7%
净利润	495.6	544.5	863.5	981.7	1,077.9	EBITDA/营业收入	52.0%	51.6%	70.2%	70.2%	69.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	46.6%	46.9%	54.9%	55.7%	56.0%
货币资金	640.9	1,148.8	1,882.3	2,279.3	2,527.8	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	100	87	60	49	35
应收帐款	61.3	27.4	34.8	37.9	42.6	流动营业资本周转天数	-205	-194	-184	-41	-12
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	171	243	300	369	366
预付帐款	111.9	112.3	112.3	112.3	112.3	应收帐款周转天数	2	2	2	2	2
存货	12.5	21.6	21.0	22.3	24.1	存货周转天数	3	4	4	4	3
其他流动资产	2.1	2.4	0.3	0.3	-134.8	总资产周转天数	1,793	1,777	1,616	1,726	1,736
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	1,395	1,312	1,110	1,296	1,340
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	90.3	90.9	90.3	90.3	90.3	ROE	9.4%	9.3%	10.8%	11.5%	11.7%
投资性房地产	47.8	46.0	44.2	42.4	40.6	ROA	6.6%	6.8%	8.6%	9.0%	8.5%
固定资产	416.0	354.4	323.1	269.8	216.6	ROIC	11.0%	9.8%	18.9%	14.0%	14.0%
在建工程	1.0	21.9	300.0	1,160.0	3,160.0	费用率					
无形资产	6,177.8	6,134.5	7,183.5	6,918.0	6,641.0	销售费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	79.1	77.0	76.9	76.9	76.9	管理费用率	4.8%	4.9%	4.9%	4.5%	5.5%
资产总额	7,640.7	8,037.2	10,068.6	11,009.5	12,797.4	财务费用率	4.6%	6.1%	4.2%	2.7%	4.2%
短期债务	1,544.0	45.0	-	-	-	三费/营业收入	9.4%	11.0%	9.1%	7.2%	9.7%
应付帐款	184.5	121.7	25.2	26.8	28.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	29.8%	26.6%	20.3%	21.7%	27.5%
其他流动负债	84.5	79.3	84.1	88.5	93.4	负债权益比	42.5%	36.2%	25.4%	27.7%	37.9%
长期借款	396.7	271.0	1,271.0	1,971.0	3,171.0	流动比率	0.44	0.71	2.67	5.94	7.45
其他非流动负债	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	速动比率	0.43	0.69	2.64	5.89	7.38
负债总额	2,279.9	2,134.1	2,040.8	2,385.3	3,517.9	利息保障倍数	10.24	7.65	13.12	20.32	13.23
少数股东权益	101.6	99.4	106.0	113.4	121.9	分红指标					
股本	2,558.1	2,558.1	3,058.1	3,058.1	3,058.1	DPS(元)	0.07	-	0.11	0.13	0.14
留存收益	2,701.1	3,245.6	4,863.7	5,452.7	6,099.5	分红比率	41.3%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股东权益	5,360.8	5,903.1	8,027.8	8,624.2	9,279.4	股息收益率	0.9%	0.0%	1.6%	1.8%	2.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	504.5	550.0	863.5	981.7	1,077.9	EPS(元)	0.16	0.18	0.28	0.32	0.35
加: 折旧和摊销	248.5	276.2	307.9	318.7	330.2	BVPS(元)	1.75	1.93	2.63	2.82	3.03
资产减值准备	0.3	-7.6	-9.0	-	-	PE(X)	44.5	40.5	25.5	22.5	20.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.1	3.7	2.7	2.6	2.4
财务费用	111.2	68.3	90.3	84.4	60.2	P/FCF	43.6	43.5	-31.8	28.8	34.0
投资收益	-6.0	-5.8	-8.4	-7.0	-5.5	P/S	14.5	13.9	10.9	10.0	8.9
少数股东损益	8.9	5.5	6.6	7.4	8.4	EV/EBITDA	25.0	21.5	15.2	14.2	13.4
营运资金的变动	-1,464.1	1,548.3	-957.2	-359.9	61.3	CAGR(%)	25.2%	25.5%	8.5%		
经营活动产生现金流量	896.2	877.5	287.9	1,001.1	1,576.8	PEG	1.8	1.6	3.0	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-312.6	-157.4	-280.0	-993.0	-1,994.5	ROIC/WACC	1.1	1.0	2.0	1.4	1.4
融资活动产生现金流量	-360.0	-212.1	2,092.4	247.1	664.3	REP	2.6	3.5	1.5	1.8	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

邓红梅，经济学硕士，交通运输业首席分析师，负责机场、航空和铁路行业研究。获“新财富”最佳分析师 2006 年港口公路水运业第四名，2007 年航空机场业第三名。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。
彭倩，助理行业分析师，华中科技大学财务管理学士，金融工程硕士。2007 年 7 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳
 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海
 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京
 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034