

交通基础设施/公路与铁路

2009年8月19日



公司研究

公司中报点评

跟踪评级-维持评级: 短期-减持, 长期-A

四川成渝 (601107): 高成长性难以支撑当前高估值

核心观点

公司公布了半年度报告。2009年上半年公司实现营业收入9.88亿元, 同比增长17.2%, 其中通行费收入9.19亿元, 同比增长13.8%; 营业利润4.95亿元, 同比增长32.3%; 归属母公司所有者净利润4.14亿元, 同比增长34.4%; 实现摊薄每股收益0.14元; 中期分配预案: 每股现金股利0.13元 (含税)。

经营路段通行费收入呈现快速增长态势。公司主要收入来源是成渝高速公路、成雅高速公路、成乐高速公路以及城北高速公路的通行费收入, 通行费收入占比为93%, 通行费业务毛利占比更是超过99%。报告期内公司经营路段车流呈现快速增长态势, 好于行业平均水平。其中, 公司原有路段成渝高速和成雅高速通行费收入分别同比增长7.8%、15.5%; 本次A股IPO募资项目成雅高速公路车流量同比增长41.33%, 通行费收入同比增长29.13%, 高于公司原有路段成渝高速以及成雅高速的增速。

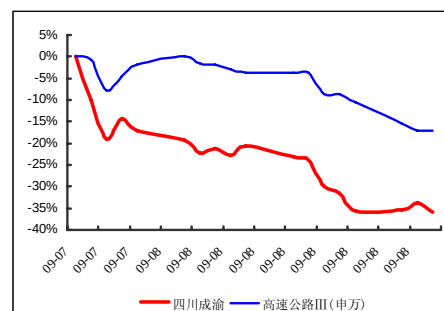
多因素促进车流量快速增长。上半年公司各路段车流能够保持快速增长, 主要原因有: (1) 上半年四川地区GDP同比增长13.5%, 明显好于全国水平, 特别是在灾后重建的拉动下, 固定资产投资增速更是达到69.6%, 与去年同期相比加快了41.9个百分点, 经济快速增长和固定资产投资加快必然带动车流快速增长; (2) 去年同期, 四川地区受冰雪灾害和地震的双重打击, 对通行费收入产生一定负面影响; (3) 旅游客流快速回升带动客车车流增长。

公司各路段通行费收入增长潜力较大。公司未来业绩主要增长点有:

(1) 目前四川地区路网密度较低, 随着路网结构不断完善, 对公司部分路段车流诱增作用明显, 目前成雅高速、成乐高速都存在断头路情况; (2) 当前四川省处于计重收费的试运行期, 计重收费标准实施8折优惠, 该项优惠政策将于2010年10月1日取消, 预计将会增加收入10%左右; (3) 四川地区高速公路收费标准较低, 存在提价预期。

外延式扩张提升公司资产规模。除了本次IPO募资项目收购成乐公司之外, 公司还将投资建设成自泸赤高速成都至眉山段以及收购成南公司 (主要经营遂渝高速四川段以及成南高速)。成自泸赤高速成都至眉山段全长约104.64公里, 投资预算75亿元, 预计开工日期为2009年年底之前, 预计开始经营日期为2012年年底前后, 经营期限为29年300天。

上市以来走势情况



数据来源: wind

公司主要财务指标

项目	数值
总股本	178,774 万股
实际流通股本	37,500 万股
每股净资产	2.18 元
资产负债率	40.5%
ROE	7.42%

数据来源: 公司公告, 国都证券研究所

国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街3号国华投资大厦

联系人: 汪立

电话: 010-84183136

E-mail: wangli@guodu.com

联系人: 周红军

电话: 010-84183380

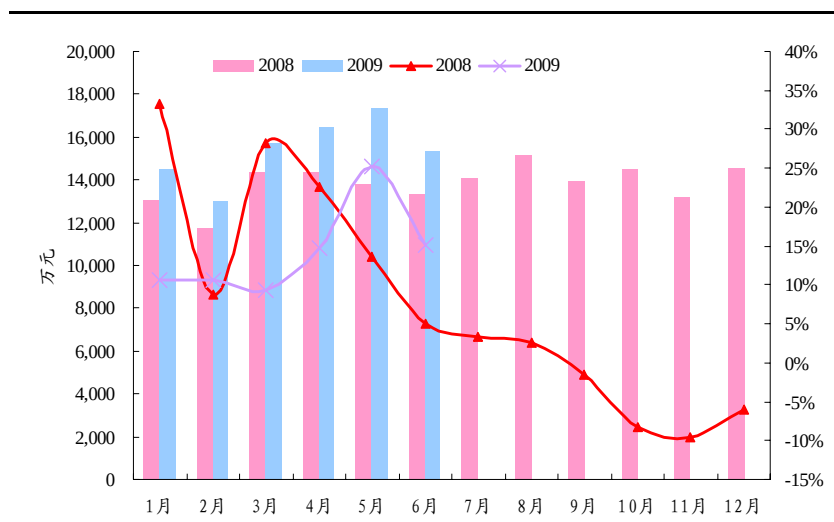
E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 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。

成南公司主要经营成南高速公路以及遂渝高速公路四川段。遂渝高速公路于 2007 年 12 月 29 日全线开通，全长 148 公里，其中四川段 36.6 公里；成南高速公路于 2002 年通车，全长 214 公里。截止 2008 年底，成南公司总资产为 93.58 亿元、净资产 20.97 亿元，资产负债率达 77.59%。2008 年实现营业收入 7.91 亿元，其中通行费收入 7.82 亿元（成南高速公路 6.82 亿元，遂渝高速公路四川段 9636 万元），实现净利润 2.74 亿元。我们认为收购成南公司和投资建设成自泸赤高速成都至眉山段将会大幅提升公司的资产规模，但是新建路段在建成初期经营业绩一般都较差，可能会拖累公司业绩增长；收购路段能否增厚公司业绩在很大程度上与收购的价格有关，当前公路行业的收购溢价一般较高，我们比较担心较高溢价会拖累公司的业绩表现。

维持“短期-减持，长期-A”投资评级。预计公司 09、10 年摊薄每股收益为 0.25 元、0.30 元，8 月 18 日公司收盘价为 7.21 元，对应 09、10 年动态市盈率为 28.8 倍、24.0 倍，远高于行业内可比公司 15.7 倍的平均水平，短期来看公司估值水平明显偏高，长期来看公司增长空间较大，我们认为即使公司较高的成长性也不能支撑公司当前的高估值，因此我们维持公司“短期-减持，长期-A”。

图表 1：各月通行费收入及增速一览



数据来源：公司网站

图表 2：四川成渝各路段车流量及通行费收入情况

路段	日均混合车流量 (辆/日)	同比增长	通行费收入 (万元)	同比增长
成渝高速	18,934	22.18%	45,664	7.80%
成雅高速	13,473	8.73%	25,461	15.51%
成乐高速	20,008	41.33%	16,379	29.13%
城北出口高速	28,759	20.07%	4,378	19.25%

数据来源：公司网站、公司公告

图表 3：成渝高速盈利预测

	2007A	2008A	2009E	2010E
一、营业总收入	152,313	158,778	208,855	233,875
增长率	36.32%	4.24%	31.54%	11.98%
其中：营业收入	152,313	158,778	208,855	233,875
毛利率	54.46%	54.04%	55.99%	57.80%
二、营业总成本	88,813	94,619	119,497	129,089
其中：营业成本	69,364	72,978	91,920	98,697
增长率	26.49%	5.21%	25.96%	7.37%
营业税金及附加	5,116	4,929	6,475	7,250
销售费用	40	0	0	0
管理费用	7,361	7,734	10,025	11,226
财务费用	6,937	9,738	11,077	11,915
期间费用率	9.41%	11.00%	10.10%	9.89%
资产减值损失	-5	-760	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	603	576	691	829
三、营业利润	64,102	64,734	90,049	105,615
增长率	94.15%	0.99%	39.10%	17.29%
加：营业外收入	814	714	0	0
减：营业外支出	2,662	858	0	0
其中：非流动资产处置损失	2,085	397	0	0
四、利润总额	62,254	64,590	90,049	105,615
增长率	89.11%	3.75%	39.42%	17.29%
减：所得税费用	11,803	9,588	11,846	14,055
所得税税率	18.96%	14.84%	13.15%	13.31%
五、净利润	50,452	55,002	78,203	91,560
增长率	58.74%	9.02%	42.18%	17.08%
归属于母公司所有者的净利润	49,562	54,449	77,539	90,830
少数股东损益	890	553	664	730
六、摊薄每股收益	0.19	0.21	0.25	0.30

数据来源：国都证券研究所

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。