

高速公路III



王爽 裴力军

交通运输行业研究员

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

四川成渝（601107）

进入快速成长期

中性（维持）

2009年12月8日

投资要点

- 今天我们约见了公司财务总监和董秘处相关人员。
- **通行费收入快速增长：**11月成渝高速同比增长28.33%，创历史新高，11月当月公司通行费收入同比增长27.18%，前11月累计同比增长16.79%，原有路产比去年多收入2.5亿，预计全年增加2.7亿。公司车流收入的大幅增长主要来源于四川灾后重建的拉动。1-3Q四川实现GDP10057.7亿，3QGDP同比增长13.5%。基建投资占比65.7%，其中，在建公路1735km，09年总投资563亿。
- **成本降低：**维修费用最高的是成渝高速，排水路面厚度都有问题，现已改造完成，04-08年公司总计投资14-15亿。成雅路况较好，因其是进青藏线路，货车不敢超载。预计以后每年养护费用6000-8000万，比08年降低40%多。
- 公司新收购的成乐高速盈利能力提升主要源于财务结构的优化以及车流的快速增长。3Q成乐高速财务费用下降45%，由于A股增发提供资金近7亿，加成乐公司自有资金3亿，3季度总计还贷10亿，负债率降低到22%。收购前成乐为川高公司管理，川高公司资金较为紧张，养护做的不好。公司收购后对其进行罩面改造，3-4年做完，投资在2亿以内。
- 新项目成都—仁寿高速总长104.64公里，预算75亿，收费期30年，建设期3-4年左右，当前正在征地拆迁。公司经营现金流能够提供30多亿的资金支持，其余40亿资金公司已与银行有了初步的贷款协议，将享受利率九折优惠。
- 计划收购的城南公司股权还在筹备中，顺利的话明年上半年可以完成。城南公司净资本22亿，负债58亿，我们预计评估的资产总价值在100-110亿之间，公司收购需要继承60亿的负债，以及40-50亿的现金，这部分资金公司计划通过发行分离债和银行贷款解决。
- 其他业务中，工程施工完成对外投标业务量1.2亿；油品业务方面，公司路产沿线有6对加油站，租中石油，租金600万每年，逐年递增5%。
- 按照国家西部大开发政策，所得税的税收优惠11年开始终止，恢复到25%，当前西部各省都在努力争取持续的税收优惠，具体情况还看国务院批准。
- 预计09-11年EPS为0.30, 0.34, 0.36元（不考虑城南收购），公司进入了收入增长，成本下降，以及路产注入的快速增长阶段，3年后，公司路产权益里程将是当前的2倍，资产规模将是当前的3倍。由于当前估值较高，我们维持中性评级。
- 风险提示：四川经济持续增长的情况以及新建公路对公司路产的分流影响。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1312	1782	2555	3677
货币资金	1149	1573	2339	3451
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	10	13	14	15
其他应收款	18	39	37	40
存货	22	22	24	25
非流动资产	6725	8782	8360	7934
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	91	91	91	91
投资性房地产	46	47	46	46
固定资产	354	284	214	143
在建工程	22	22	22	22
油气资产	0	0	0	0
无形资产	6134	8247	7906	7548
资产总计	8037	10564	10915	11611
流动负债	1861	1716	1720	1722
短期借款	45	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	23	30	28	30
其他	1794	1686	1692	1691
非流动负债	273	273	273	273
长期借款	271	271	271	271
其他	2	2	2	2
负债合计	2134	1989	1993	1994
股本	2558	3058	3058	3058
资本公积	1157	2367	2367	2367
未分配利润	1012	1422	1553	2019
少数股东权益	99	108	116	125
股东权益合计	5903	8217	8564	9258
负债及权益合计	8037	10206	10557	11253

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	544	928	1035	1100
折旧和摊销	276	380	412	428
资产减值准备	0	0	0	0
无形资产摊销	201	309	342	357
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	97	-8	-21	-40
投资损失	-6	-7	-7	-8
少数股东损益	6	8	9	9
营运资金的变动	-1459	130	8	7
经营活动产生现金流量	2376	1157	1429	1480
投资活动产生现金流量	-111	-2415	8	8
融资活动产生现金流量	-1675	1324	-670	-376
现金净变动	590	66	766	1112
现金的期初余额	641	1149	1573	2339
现金的期末余额	1231	1215	2339	3451

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1588	2111	2279	2377
营业成本	730	845	890	922
营业税金及附加	49	70	74	77
销售费用	0	0	0	0
管理费用	77	103	111	116
财务费用	97	-8	-21	-40
资产减值损失	-8	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	6	7	7	8
营业利润	647	1109	1232	1310
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	9	15	13	13
利润总额	646	1102	1227	1304
所得税	96	165	184	196
净利润	550	937	1043	1108
少数股东损益	6	8	9	9
归属母公司净利润	544	928	1035	1100
EPS (元)	0.18	0.30	0.34	0.36

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	4.2%	33.0%	7.9%	4.3%
营业利润增长率	1.0%	71.3%	11.1%	6.3%
净利润增长率	9.9%	70.5%	11.4%	6.3%
盈利能力(%)				
毛利率	54.0%	60.0%	60.9%	61.2%
净利率	34.3%	44.0%	45.4%	46.3%
ROE	9.4%	11.4%	12.2%	12.0%

偿债能力(%)

资产负债率	26.6%	19.5%	18.9%	17.7%
流动比率	0.71	1.04	1.48	2.14
速动比率	0.69	1.03	1.47	2.12

营运能力(次)

资产周转率	0.20	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	160.10	182.18	164.86	162.47

每股资料(元)

每股收益	0.18	0.30	0.34	0.36
每股经营现金	0.29	0.38	0.47	0.48
每股净资产	1.90	2.65	2.76	2.99

估值比率(倍)

PE	49.42	28.98	26.01	24.47
PB	4.64	3.32	3.19	2.95

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。