

路桥 II

2010 年 3 月 10 日

四川成渝(601107)

当前股价: 9.79

目标价: 10.50

四川成渝: 业绩将跃升, 可惜估值高

投资要点:

- **09 年业绩增幅喜人。**报告期内, 公司实现营业收入 21.36 亿元, 同比增长 14.69%; 利润总额 9.86 亿元, 同比增长 40.49%; 归属于上市公司股东的净利润 8.27 亿元, 同比增长 39.86%; 基本每股收益 0.2991 元, 同比增长 29.31%。
- **09 年车流量和通行费收入增长明显。**报告期内年成渝、成雅、成乐高速收入占通行费总收入的比例分别为 49.54%、28.41%和 17.57%; 车流量同比增速分别为 24.5%、9.92%和 32.92%; 通行费收入增速分别为 13.80%、17.35%和 25.02%。
- **车流量增长主要受益经济回暖、灾后重建和旅游产业振兴。**08 年公司车流量受到金融危机和地震影响较大, 车流量基数较低, 09 年经济开始回暖, 四川省积极实施灾后重建政策、着力打造乐山大佛-峨眉山旅游景点为四川省旅游产业振兴精品景点。三大因素促进 09 年公司车流量和通行费收入分别录得 23.28%、17.31%的增速。
- **未来收费标准上调将带来业绩跃升式增长。**四川省于今年 9 月 30 日取消计重收费 20%的优惠基本上是确定性事件, 由此将在 2011 年给公司各路产带来 15%—20%不等的额外通行费收入增速。另外, 四川省高速公路收费标准在全国各地区中处于最低水平, 而公司旗下的成渝高速的收费标准在四川省内也处于最低水平, 所以有较大的提升空间。我们认为提升时间将在 2012 年左右, 带来该路产额外收入增长幅度 10%左右。
- **新路产收购是另一跃升式增长来源。**根据公司与大股东川高公司的协议, 公司有望 2010 年完成对成南高速和遂渝高速的收购。从未来路网地位, 区域经济发展和政策规划三个方面看, 这两条路产的成长性非常好。我们假设公司年中完成签署买卖协议, 则收购对 2010 和 2011 年 EPS 额外增厚分别为 0.07 和 0.18 元。
- **长期发展前景看好。**公司路网地位卓越, 是四川盆地高速公路网的骨干路线; 大股东背景雄厚, 旗下优良路产较多, 且缺乏资金, 有较强的资产注入预期。我们分析公司未来将持续受益西部大开发和成渝经济区规划, 同时也受益于路网贯通诱增效应, 铁路和公路的分流效应并不占主导因素, 所以我们认为未来几年车流量和通行费收入增速将高于全国平均水平。

研究员: 余建军、徐占杰

执业证书编号: s0570209030306

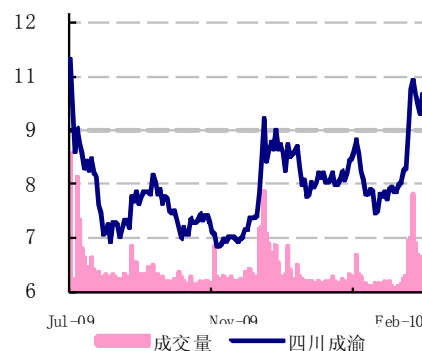
电话: 025-84579865

E-mail: yujjx@hotmail.com

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 观望

股价走势图



相关研究

公司基本资料

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本 (万)       | 305806.00  |
| 流通 A 股 (万)    | 50000.00   |
| 52 周内股价区间 (元) | 6.48-15.25 |
| 总市值 (亿)       | 299.38     |
| 总资产 (亿)       | 106.06     |
| 每股净资产 (元)     | 2.40       |

主要经营指标预测

|            | 2009A | 2010E | 2011E |
|------------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 (亿) | 21.36 | 31.27 | 46.38 |
| +/-%       | 14.69 | 46.40 | 48.32 |
| 净利润 (亿)    | 8.27  | 14.97 | 23.19 |
| +/-%       | 39.86 | 80.92 | 54.90 |
| EPS (元)    | 0.30  | 0.42  | 0.65  |
| P/E        | 32.7  | 23.3  | 15.0  |

- **盈利预测、估值和评级。**我们预测公司 2010 和 2011 年的营业收入分别为 31.27 亿、46.38 亿，归属于母公司的净利润分别为 14.97、23.19 亿，基本每股收益分别为 0.42、0.65 元，对应 2010、2011 年动态市盈率为 23.3 和 15.0 倍。综合考虑行业估值水平和公司未来业绩增长能力，目标价 10.50 元，目前股价已经比较充分的体现了未来业绩的跃升式增长，给予“观望”评级。

| 表 1. 盈利预测表 |      | 单位：百万元 |       |  |
|------------|------|--------|-------|--|
| 会计年度       | 2009 | 2010E  | 2011E |  |
| 营业收入       | 2136 | 3127   | 4638  |  |
| 营业成本       | 880  | 1001   | 1438  |  |
| 营业税金及附加    | 72   | 103    | 153   |  |
| 营业费用       | 0    | 0      | 0     |  |
| 管理费用       | 100  | 141    | 199   |  |
| 财务费用       | 120  | 98     | 91    |  |
| 资产减值损失     | -1   | -3     | -3    |  |
| 公允价值变动收益   | 0    | 0      | 0     |  |
| 投资净收益      | 13   | 9      | 10    |  |
| 营业利润       | 978  | 1797   | 2769  |  |
| 营业外收入      | 22   | 15     | 16    |  |
| 营业外支出      | 13   | 16     | 14    |  |
| 利润总额       | 986  | 1797   | 2771  |  |
| 所得税        | 148  | 281    | 424   |  |
| 净利润        | 838  | 1516   | 2347  |  |
| 少数股东损益     | 10   | 19     | 28    |  |
| 归属母公司净利润   | 827  | 1497   | 2319  |  |
| EBITDA     | 1454 | 2215   | 3292  |  |
| EPS（元）     | 0.30 | 0.42   | 0.65  |  |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 1. 公司未来经营环境简评

### 成渝经济区规划

目前，发改委编制的《成渝经济区区域规划》（初稿）已基本形成，预计 2010 年上半年将上报国务院，这意味着未来成渝地区有望成为我国第四个区域性经济发展示范区，前三个分别为：珠三角、长三角、京津冀。按照初稿，成渝经济区四川部分基本按照“一极、一轴、一区块”进行空间布局。“一极”指成都都市圈增长极，范围包括以成都为核心的一小时都市圈，包括成都、德阳、绵阳、眉山、雅安市以及资阳、乐至、简阳、遂宁、乐山的一部分。该区域总体上进入工业化中期发展阶段，人口最多，经济总量最大。“一轴”指成渝两极间的多项经济发展轴，包括自贡、宜宾、南充全市以及泸州、内江、遂宁和广安的部分县区，组成长江上游、成内渝、成遂渝（成都-遂宁-重庆）三个轴向上的经济发展带。这部分地区将依托成渝间的高速公路、快速铁路、黄金水道、民用航空等干线通道，以沿线节点来培育，重点以畅通交通物流网络、壮大特色优势产业、完善城镇体系建设为主要任务。成内渝发展带即在成渝高速沿线，而成遂渝发展带将沿成遂渝高速沿线展开。由于需要进行沿线的房地产确权和亚行贷款清理工作，成遂渝线的收购工作未能如公司招股说明书预计的 2009 年底完成，我们乐观估计收购将于 2010 年中完成。

图 1. 成渝经济区规划示意图



资料来源：相关新闻，华泰证券研究所

### 四川省西部物流中心建设规划

四川省政府 2010 年 1 月正式出台《四川省西部物流中心建设规划》，依据该《规划》目标，将以交通运输、仓储配送、物流信息三大平台为支撑，集中建设一个区域物流中心和八大次区域物流中心，把四川打造成西部物流中心以及西部最大的商品集散地和经济走廊。此外，四川省将争取到 2012 年货运周转量保持年均 9% 的增长速度。

规划还提出：今后，四川将根据全省产业布局，构建以下七大物流集群：为重大装备制造业服务的大件物流集群，为电子信息产业服务的电子物流集群，为白酒产业服务的酒业物流集群，为钒钛钢铁服务的钢铁物流集群，为农产品深加工服务的农产品冷链物流集群，为粮食散装、散运、散卸、散存服务的粮食物流集群，为快捷需求和零星需求服务的小件快递物流集群。

图 2. 四川省区域性物流中心布局



资料来源：华泰证券研究所

根据《规划》，成都将被定位服务全省甚至整个西部的区域物流中心。另外考虑南、北、东、西四个方向的进出川通道和各地产业布局、商品流向、资源环境、区域规划等因素，在成都之外布局建设八大次区域物流中心。由于公司旗下路产路网地位较高，基本垄断成都向西向南的高速通道，所以未来将最大受益于《规划》的建设实施。另外根据《规划》，成绵高速和雅乐高速未来成长性将非常好，可能成为公司较好的收购目标。

表 2. 四川省物流中心规划（红色为公司路产）

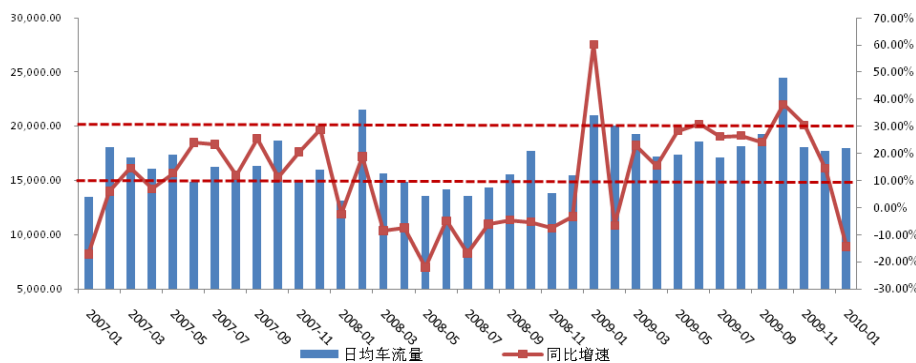
| 主区域物流中心      | 规划定位                               | 影响高速路线                                  |
|--------------|------------------------------------|-----------------------------------------|
| 成都物流中心       | 服务大西部的区域物流中心                       | 所有四川高速路线，连接成都的路线受益最大。                   |
| 次区域物流中心      | 规划定位                               | 影响高速路线                                  |
| 攀枝花物流中心      | 以矿产资源、钢材和农产品（冷链）物流为特色，辐射川、滇、黔交界区域。 | 雅安—攀枝花（在建）<br><b>成雅高速</b>               |
| 自贡—泸州—宜宾物流中心 | 以酒业、化工、机械、盐化工物流为特色，辐射川、滇、黔、渝交界区域。  | <b>成都—自贡—泸州（在建）</b><br><b>成渝高速 成乐高速</b> |

|           |                                         |                         |
|-----------|-----------------------------------------|-------------------------|
| 达州物流中心    | 以天然气化工、农产品和再生资源物流为特色，辐射川、渝、陕、鄂交界区域。     | 达渝高速<br>成南高速            |
| 绵阳—广元物流中心 | 以电子产品、农产品物流为特色，辐射川、陕、甘交界区域。             | 成绵高速<br>绵广高速            |
| 南充—广安物流中心 | 以商业零售、农产品、建材物流为特色，辐射川、渝交界。              | 成南高速                    |
| 遂宁—内江物流中心 | 以建设仓储配送设施为重点，形成全省服务的物流配送中心。             | 成渝高速 成遂渝高速<br>成安渝高速（在建） |
| 乐山物流中心    | 以大件运输为特点，形成水路联运的物流中心。                   | 成乐高速 雅乐高速<br>乐宜高速       |
| 雅安物流中心    | 以水电、矿业、机械加工、农产品物流为特点，形成辐射川西北、攀西地区的物流中心。 | 成雅高速 雅乐高速<br>雅安—攀枝花（在建） |

资料来源：四川省交通厅，华泰证券研究所

## 2. 公司主要路产车流量和通行费收入简评：

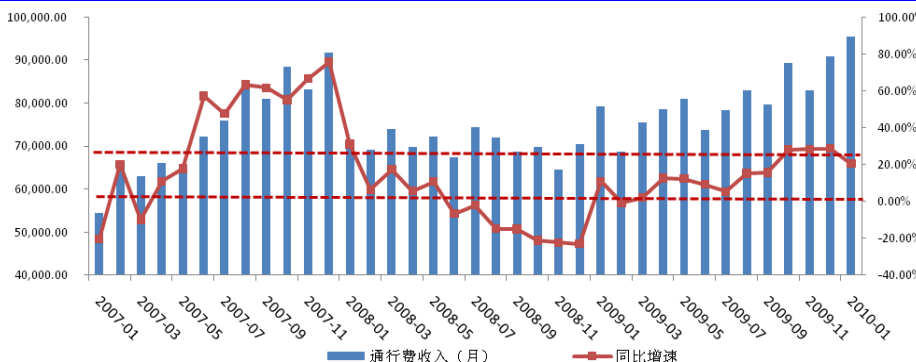
图 1. 近三年成渝高速车流量月度数据



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2009 年成渝高速车流量增速基本保持同比 15%左右（不考虑因季节因素和去年重建高基数造成的 1 月份低值）。

图 4. 近三年成渝高速通行费收入月度数据



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

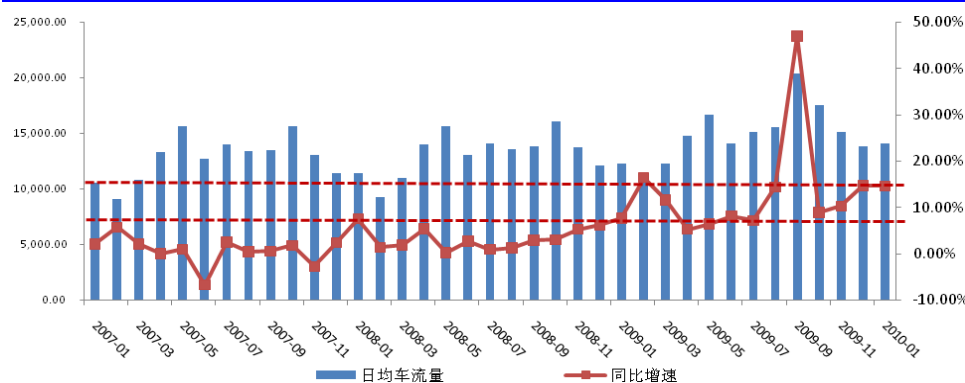
2009 年通行费收入同比平均增速接近 15%。

2009 年成渝高速车流量同比增速迅速回到 30%左右的高位，通行费收入增速也随之转正并达到 15%左右，我们认为主要原因是实施宏观经济逐步恢复、灾后重建和西部基建投资规模扩大，根据四川省政府计划，灾后重建将于 2011 年基本完成，基于我们宏观经济平稳向好的判断，我们认为前两项因素的正面影响将在 2010 和 2011 年持续，2010 年全国严控上马新建基础设施项目，根据四川省已规划项目计算，2010 年四川省全社会固定资产投资仍将保持 30%以上的增速。

目前沪蓉高速已于 2009 年底贯通，贯通效应带来的旅游客运量和出川货运量将小幅增加成渝高速车流量增速。另外厦门至成都的厦蓉高速四川黔溪段已于 09 年底开工建设，预计 2012 年全线通车，届时成都至厦门高速公路里程将缩短 500 公里以上，我们认为将有效增加海西—成渝两地区间的旅游客运和农产品货运量。

因此，我们认为路网贯通效应和区域规划带来的车流量提升将分别在 2010 和 2012 年逐步显现，并将未来几年支撑成渝高速车流量增速维持 20%以上，通行费收入 10%以上的高位。

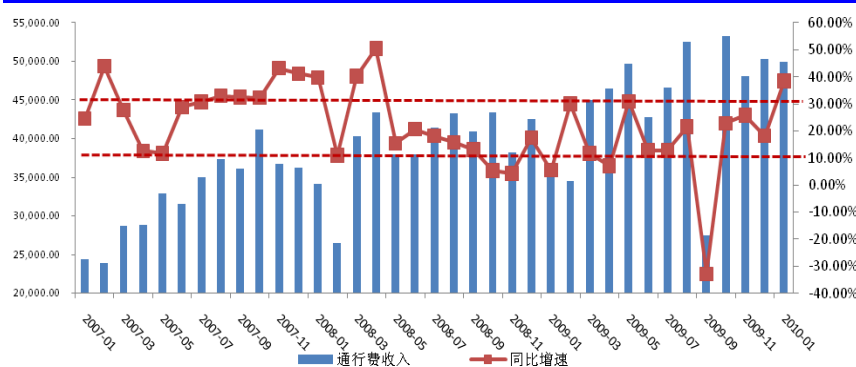
图 5. 近三年成雅高速车流量月度数据图



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

2008 年来，成雅高速车流量同比增速一直处于稳步上升中，我们认为主要原因是灾后重建和四川省振兴旅游产业政策的逐步实施，我们判断灾后重建将在 2010 年和 2011 年初继续依赖成雅高速，并且成雅高速将从 2011 年开始大幅受益雅攀高速的贯通效应，所以我们判断成雅高速车流量将在未来几年将有 10%—20% 的增速。

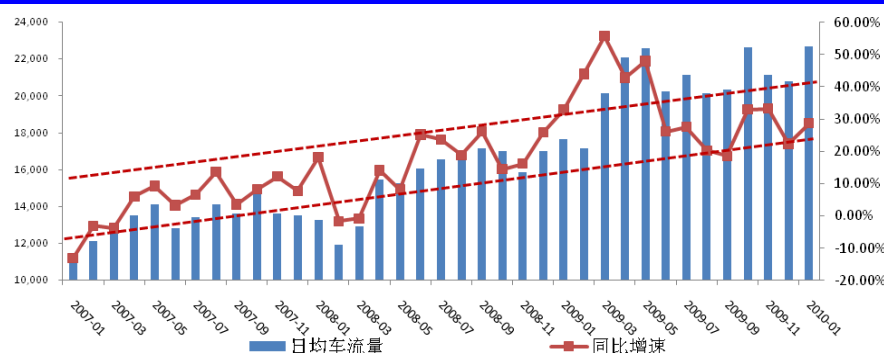
图 2. 近三年成雅高速通行费收入月度数据



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

由于计重收费的实施，2007 年成雅高速通行费收入增速一度攀升至 30%，进入 2008 年后有所回落，但由于随后成雅高速承担了大部分灾区重建货运量，通行费收入增速一直高于车流量增速，我们认为 2010 年通行费收入将继续保持 15%—20% 左右的增速，2011 年随着川西北高速公路重建完成，成雅高速货运增速将有所下降，通行费收入增速可能会降至 15% 以下，但随着 2011 年底雅攀高速的贯通，我们判断收入增速将在 2012 年重新回到 20% 左右的高位。

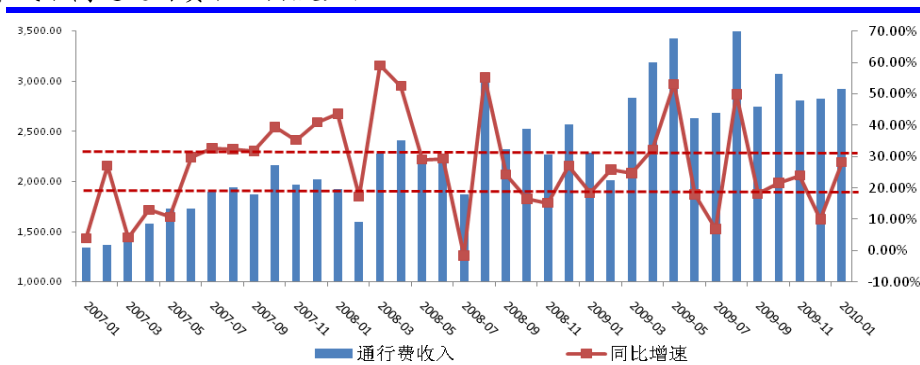
图 7. 近三年成乐高速车流量月度数据图



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

目前成乐高速车流量增速处于明显的上升通道中，我们认为未来几年客运车流量将持续受益于峨眉山—乐山风景区旅游升温，而货运方面，乐山周边的水泥企业将继续通过成乐高速运输水泥等基础建材支持灾区重建，我们认为未来三年成乐高速车流量年均增速将保持在 30% 以上，具有极好的成长性。

图 8. 近三年成乐高速通行费收入月度数据



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

与车流量增速稳步上升形成明显对比的是路费收入增速维持平稳，基本在 20%—30% 的区间内，我们认为造成这一现象的原因是由于旅游业兴旺发展，车流量中客车占比不断增加，而货车增速小于客车增速。鉴于四川省已将旅游业振兴作为主要规划和成乐高速的旅游黄金通道地位，以及物流中心规划中乐山的次区域物流中心地位，我们认为未来几年成乐高速通行费收入将保持 20% 以上的增速。

## 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20%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~20%;

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。