

四川成渝 (601107.SH) 路桥行业

评级：买入 维持评级

公司点评

黄金香

分析师 SAC 执业编号：S1130210070001
(8621)61038325
huangjx@gjzq.com.cn

投资 BT 项目带来增厚，依然关注提价

事件

四川成渝于昨晚发布公告：公司董事会通过了投资成都市双流县天府新区仁宝项目园区道路建设-移交（BT）项目第一期工程的议案，项目包括 4.5 环（双流）、货运大道、正公路西延线、中轴道路四条市政道路，总长度 12.1 公里，预计开工时间 2010 年 12 月，交付使用时间 2011 年 3 月底。工程估算投资总额约人民币 68,667 万元，其中征地拆迁费用约人民币 30,074 万元。

评论

工程项目不大，影响偏正面：1、工程项目影响并不大。从公告看，项目的总投资为 6.9 亿元左右，相对较小，而 BT 项目的毛利水平并不高，粗略计算下来对公司利润增厚也基本上在 5% 以内，影响并不显著。

BT 项目的风险并不大：根据我们与国金建筑行业的相关研究员的沟通与研究显示，BT 项目主要担忧在于项目需要提前垫资所带来的流动性压力和最后回款风险。首先来看流动性压力，由于高速公路业务一直拥有很好的现金流，加上公司也具备较好的融资能力，此外项目的规模也并不大，因此流动性上并不存在太大问题。第二，回款风险也不大。我们查阅了双流县政府的网站以及其他相关资料，发现成都双流县位于全国百强县的第 27 位，其经济实力很强，当地也吸引了诸如伟创力、仁宝、富士康等诸多大型企业入驻。最后再加上在公告中称其以投资项目的土地出让净收益作为支付拟投资项目回购资金的保障，因此，我们有理由相信项目的回款风险并不大。

良好成长性以及提价预期依然是公司最大的看点：1、贯通效应以及区域经济拉动车流量出现增长：2012 年四川省内与成渝高速相关的路段相继通车，其带来的贯通效应以及诱增车流有望大幅增加。另一方面，东部像中西部地区的产业转移以及川渝经济区的快速发展，也会拉动其车流量和收入快速增长。2、目前四川省执行对货车计重收费 20% 的优惠，以及四车道小客车仅 0.35 元/车公里的收费标准，导致其客货车收费标准相比邻省如重庆、陕西、广西等均较低，也基本是全国洼地。随着吉林、安徽等省份开始陆续提升通行费标准，四川省取消货车计重收费优惠以及提升客车收费标准也将渐行渐近。我们预计，若 11 年取消货车优惠并且将客车收费标准从 0.35 提到 0.4 元/车公里，则能够带来 11 年 26% 左右的业绩增厚。

盈利预测与投资建议

盈利预测与估值：由于项目影响较小，我们并不调整盈利预测，预计公司 10 年-12 年不考虑提价与资产注入下的净利润为 11.7、14.0、16.4 亿元，对应 EPS 为 0.38、0.46、0.54 元，同比增长为 41%、20%、17%。如果考虑 11 年进行提价 19%，则 11 年 EPS 有望达到 0.58 元，同比增长 52%。

投资建议：目前价格对应 17.8x10PE 和 14.8x11PE，若考虑提价则为 11.7x11PE。我们认为四川成渝处于快速成长期，虽然其估值水平处在行业中等偏上，但考虑到其提价以及资产注入的预期，因此我们依然给予公司买入评级，6-12 月 8.5 目标价，相当于 17.4x11PE 考虑提价前，若考虑提价后则为 13.8x11PE。

风险提示

经济下滑风险、项目回款风险、优惠取消晚于预期

项目位置

- 仁宝项目位于成都双流县，计划于 2011 年 4 月竣工投产，争取 2011 年底前笔记本电脑产能实现 1000 万台，2013 年笔记本电脑产能达到 2000 万台以上

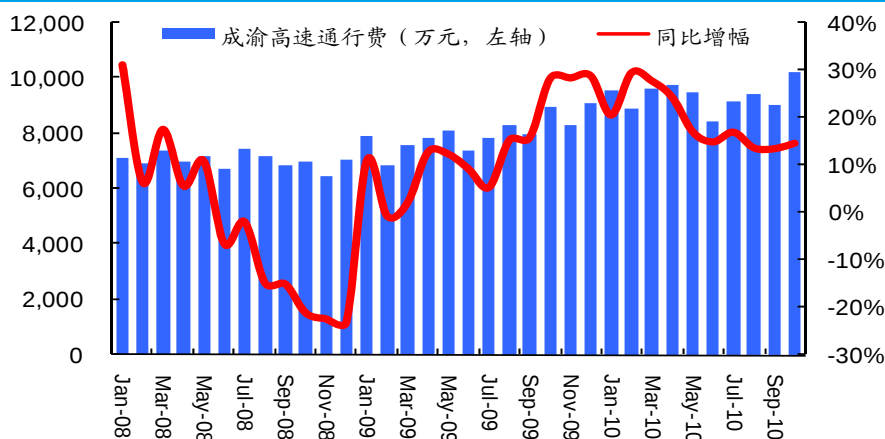
图表1：双流县地理位置



来源：国金证券研究所，注：蓝色虚线画出来的区域为双流县

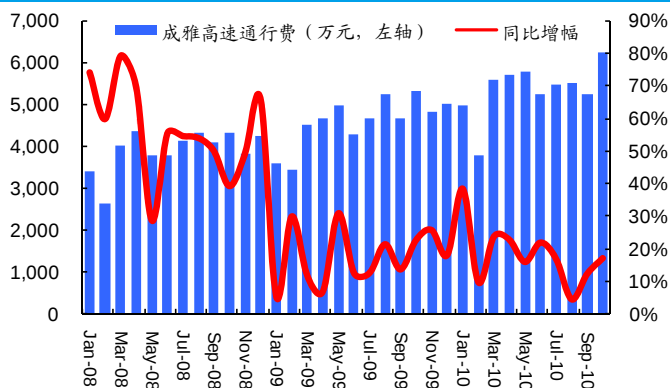
- 公司收入依然快速增长。从公司公布月度数据来看，成渝高速月度通行费收入首次超过 1 亿元，达到 1.024 亿元，同比增长 14.6%；成雅高速增速为 17.2%，而成乐高速则高达 31.5%。增速较快的原因，主要依然还是东部地区像西部地区的产业转移带来区域经济快速增长，以及四川等地的汽车保有量大幅增加。

图表2：成乐高速通行费收入增长良好



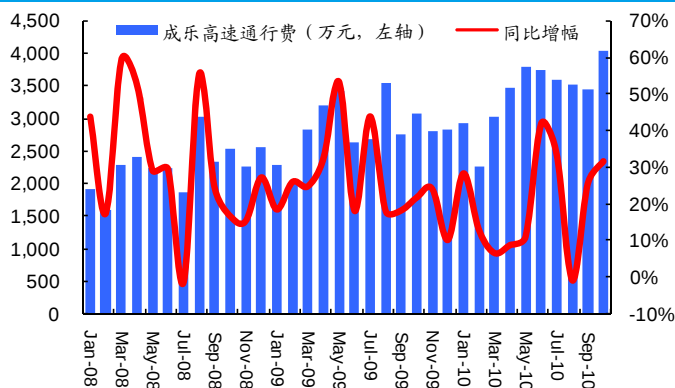
来源：四川成渝公司数据、国金证券研究所

图表3：成雅高速通行费收入增长良好



来源：四川成渝公司数据、国金证券研究所

图表4：成乐高速通行费收入快速增长



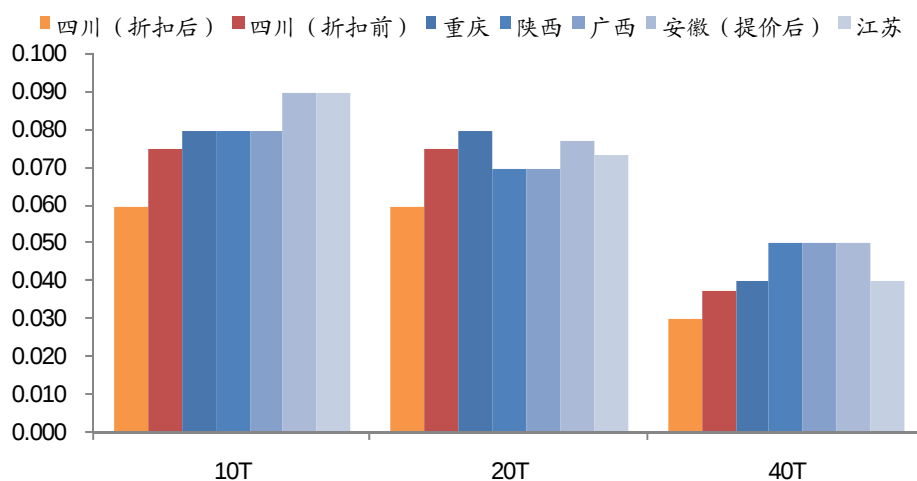
- **提价预期依然较强。**目前四川省执行对货车计重收费 20% 的优惠，以及四车道小客车仅 0.35 元/车公里的收费标准，导致其客货车收费标准相比邻省如重庆、陕西、广西等均较低，也基本是全国洼地。随着吉林、安徽等省份开始陆续提升通行费标准，四川省取消货车计重收费优惠以及提升客车收费标准也将渐行渐近。我们预计，若 11 年取消货车优惠并且将客车收费标准从 0.35 提到 0.4 元/车公里，则能够带来 11 年 26% 左右的业绩增厚。

图表5：各地小客车通行费收费标准（元/车公里）

东北华北	小车单价	东部	小车单价	中南部	小车单价	西部	小车单价
黑龙江	0.40	山东	0.40	河南	0.45	四川	0.35
吉林	0.45	江苏	0.50	江西	0.45	重庆	0.55
辽宁	0.45	安徽	0.40	湖北	0.44	贵州	0.50
北京	0.50	浙江	0.40	湖南	0.40	云南	0.45
天津	0.55	上海	0.60	广东	0.45	广西	0.35
河北	0.40	福建	0.55			陕西	0.50
山西	0.40					甘肃	0.35
内蒙	0.40						

来源：各省交通厅相关资料、国金证券研究所

图表6：各典型省市不同类型货车计重收费费率（元/吨公里）



来源：各省交通厅相关资料、国金证券研究所

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%;

持有: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%;

卖出: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室