

四川成渝(601107) 四川成渝业绩推介会简报

研究员: 余建军
执业证书编号: S0570510120036
电话: 025-83290947
E-mail: xuzhanjie@yahoo.cn
地址: 南京市中山东路90号

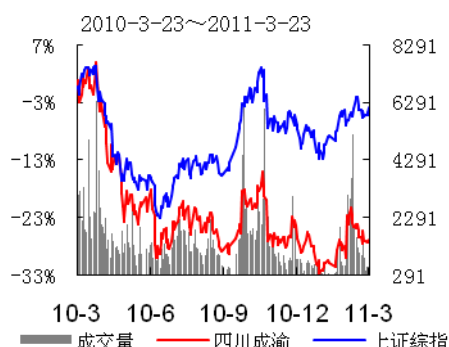
投资评级: 买入(维持)

路桥 II

当前价格(元): 6.75

目标价格(元): 9.6

股价走势图



相关研究

- 1 《四川成渝(601107):安全边际之上的高不确定性, 上调至买入》2010.10
- 2 《四川成渝(601107):业绩好于预期, 维持推荐评级》2010.8

投资要点:

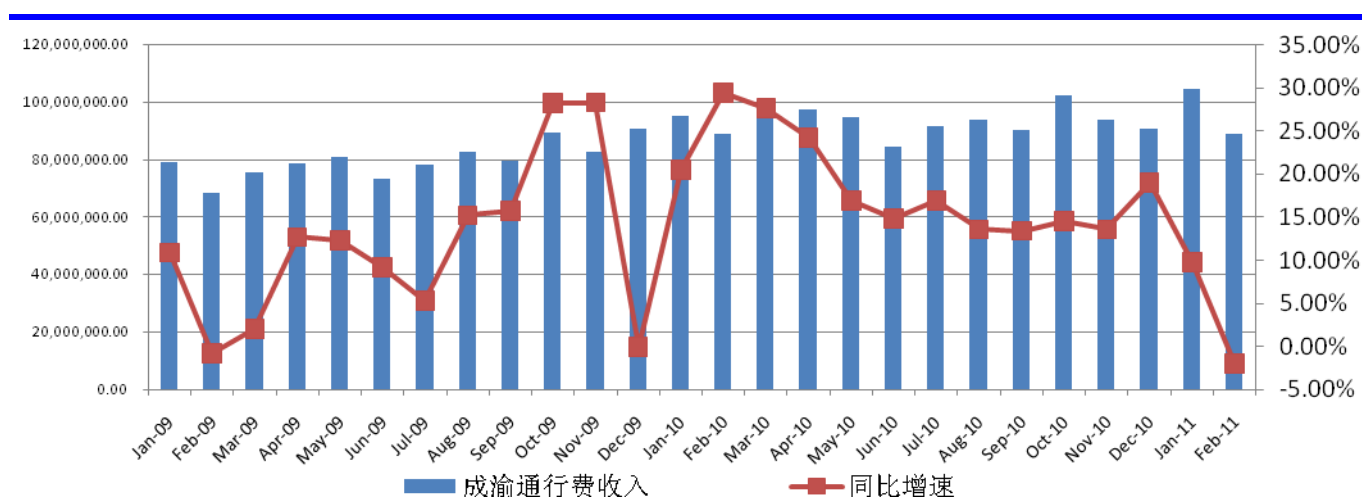
- 2010年, 公司实现营业收入27.29亿元, 同比增长27.76%; 其中通行费总收入22.96亿元, 同比增长18.42%; 营业成本11.22亿元, 同比增长27.49%; 实现归属于上市公司股东的净利润11.45亿元, 同比增长38.41%。实现每股收益0.37元, 公司拟每股派现0.087元(含税)。
- 2010年, 公司财务费用为6489.4万元, 同比下降45.74%。主要是2009年11月公司发行的20亿元短期融资债券利率仅为3.49%, 大幅低于银行贷款利率; 公司于2009年和2010年先后归还成乐公司的银行贷款总计12.22亿元, 大幅降低了利息费用。
- 成仁建设情况及建成后通行费、收费年限和投资回收期。目前, 成仁项目已经完成了20多个亿的投资, 因为公司是通过招标将成仁高速项目承包给施工企业, 所以目前施工单位有一部分的垫资, 目前工程整体进程完成45%左右, 按照项目计划, 该项目应在2012年完工, 公司对能够提前完工进入运营比较乐观。按照项目可行性报告假设, 成仁高速预计收费基准为0.5元/公里, 收费期限30年, 预计该项目净资产收益率将超过10%, 收回投资的年限将不长于13年。
- 货车通行费20%优惠将于年内取消。据媒体报道, 现四川交投集团负责人透露, 货车通行费20%优惠将于今年年内取消, 取消的具体执行时间将上报省政府后决定。
- 车流量增速将在10%以上。目前四川发展态势非常迅猛, 500强企业上百家来川投资设厂, 这无疑将给车流量增长提供良好的外部经济环境保障。乐宜高速于2010年开通, 将宜宾至成都里程缩短了几公里, 对成渝高速形成一定分流, 但分流车辆势必要通过成乐高速, 不会对公司整体收入产生较大影响。目前雅攀高速四川段已经全部完工, 年内通到昆明的路段将全部通车, 预计将给成雅高速车流量带来较大规模的贯通作用。
- 收购成南公司股权准备工作正在进行中。2011年3月初, 公司股权划归交投集团事宜完成, 交投集团专门发函件同意公司收购成南公司51%以上股权。公司收购成南股权的工作将在以前准备工作的基础上继续进行。
- 我们认为四川省区域经济的快速发展将有力推动公司业绩增长, 不考虑收购的情况下, 预计公司2011-2012年收入分别为41.67、40.86亿元, 实现每股收益0.43、0.48元, 对应动态市盈率15.76和14.21。事实上, 无论是四川省年内取消计重收费优惠还是公司完成对成南公司的股权收购, 都可能使公司业绩大幅超出预期。我们维持公司的“买入”评级。

一、2011 年 1、2 月份经营数据点评

2011 年 1、2 月成渝高速通行费收入同比增速出现下滑，分别为 9.78%和-1.97%，单车收入下滑更加剧烈，2 月份单车收入从 150 元/车左右下滑至 98.24 元/车。我们认为这是由多种因素导致的，首先，季节因素是最重要的原因，其次乐宜高速于 2010 年 12 月底通车，对成渝高速产生一定的分流作用，另外，成渝高速部分路段年初断道施工，也影响了货车通行。

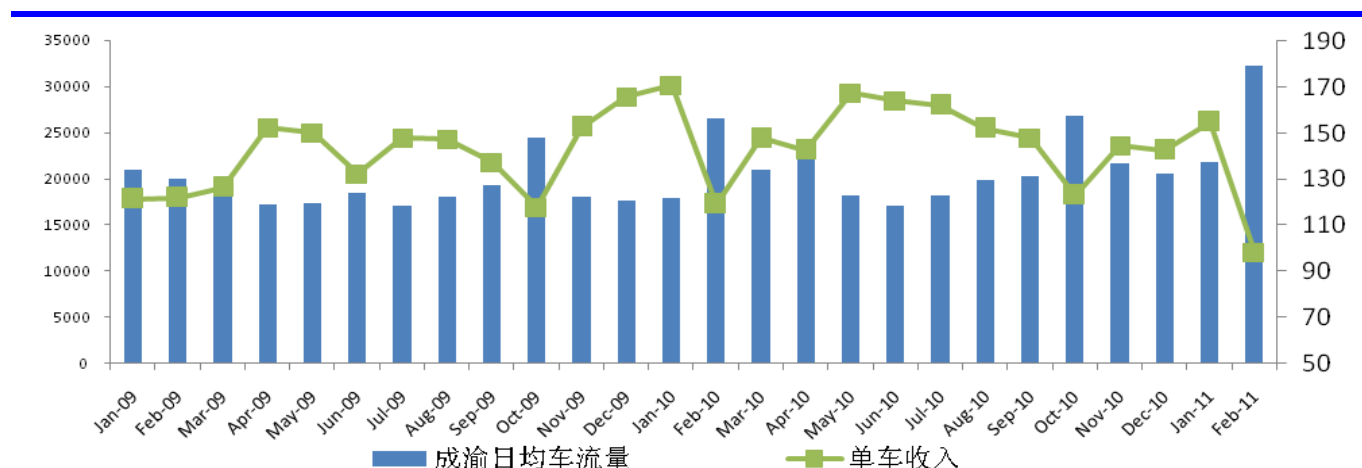
2011 年 1、2 月成乐高速通行费收入同比增长 47.73%和 31.18%，考虑到季节因素，通行费收入增长趋势明显，从单车收入来看，剔除春节因素后，整体单车收入也体现出向上的态势，反应了乐宜开通后，部分对通行费敏感的货车改道成乐的效应。

图表 1. 成渝通行费收入



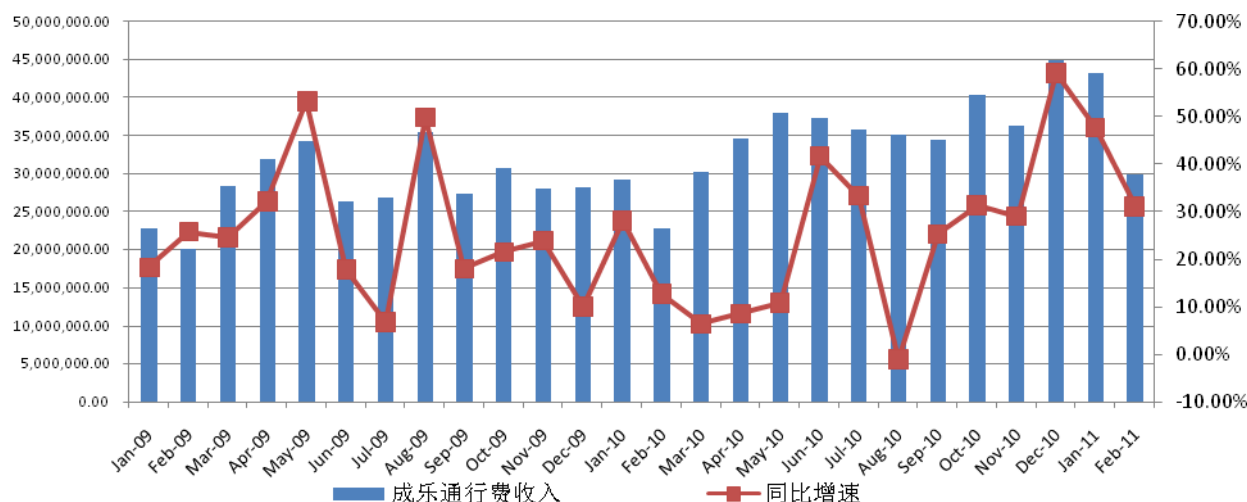
资料来源：华泰证券研究所

图表 2 成渝日均车流量



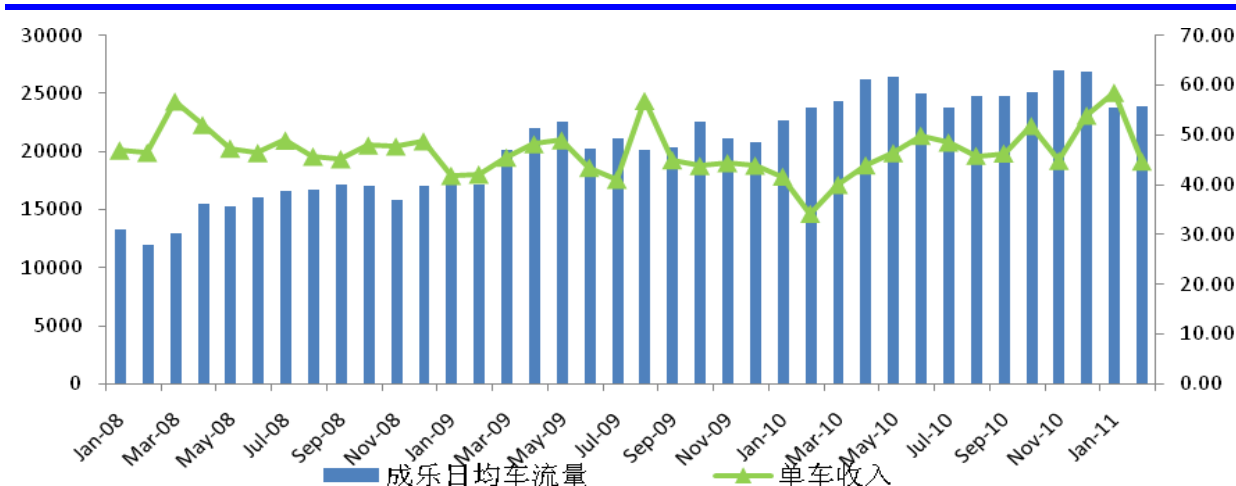
资料来源：华泰证券研究所

图表 3 成乐通行费收入



资料来源：华泰证券研究所

图表 4 成乐日均车流量



资料来源：华泰证券研究所

二、区域经济飞速发展，外部环境春意盎然

我们一贯坚持从劳动力成本上升的角度寻找东部沿海地区制造业转移方向，我们认为，基于我国区域发展和城乡发展严重不均衡的特点，我国劳动力成本上升也将体现出不均衡的特征，一些地区将会“水落石出”，而以四川省为代表的中西部地区将成为承接制造业转移的“成本洼地”。另一方面，四川省巨大的人口规模和城镇化潜力也将给服务业扩展出极大空间。

承载东部沿海地区产业转移，四川地区具有其他中西部地区不具备的独特优势：1、低成本优势。成都及其周边地区有丰富而低廉的自然资源、土地资源、能源和劳动力，有利于企业降低生产成本。例如 2006 年上海浦东地区的多层厂房租金为 0.79 元/平方米/天，而成都高新区的厂房二楼及以上租金一般都在 0.5 元/平方米/天左右。2、交通运输优势。成都是西南地区最大的铁路枢纽之一；拥有的双流机场是我国规划建设的全国区域性枢纽机场之一，是我国西部最大的机场。另

外，四川省西部物流中心建设规划的逐步推进将为该地区产业发展提供畅通的货运和信息通道。3、消费市场优势。2009 年，四川省全社会消费品零售总额为 6634.72 亿元，同比增速 18.70%；2009 年四川省人均消费 7035.68 元，远低于全国 9390.80 元的平均水平，可见四川消费市场的广阔前景。4、人才优势。成都是中国重要的教育、科研和西部重要人才集散地。截至 2008 年底，成都地区共有各类人才 196.79 万人。不仅为产业结构升级储备一定的人力资本，还具备承接技术、只是密集型产业的良好基础。

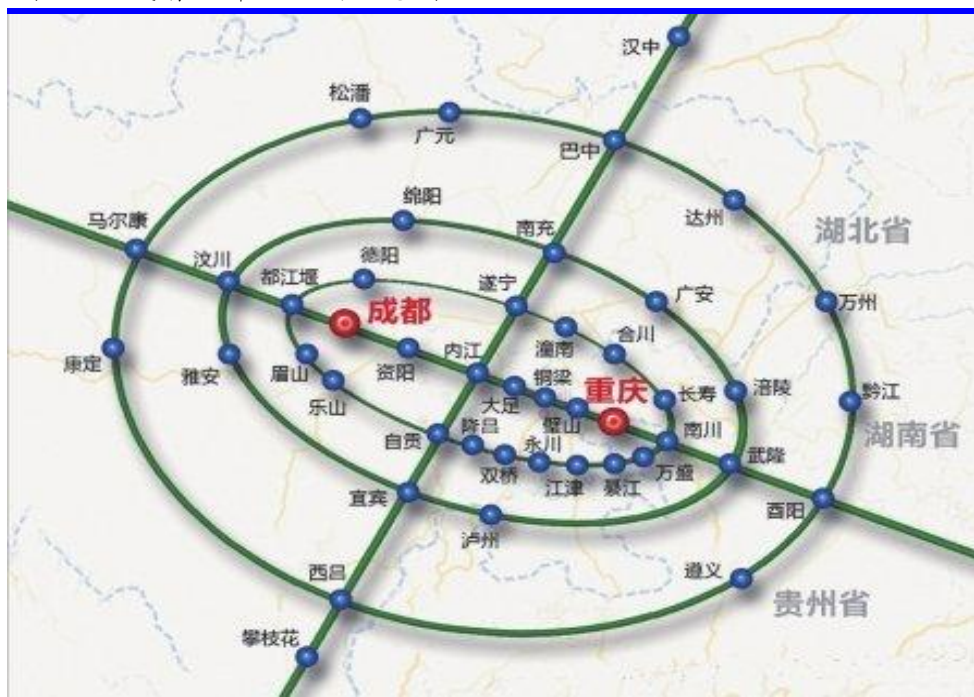
2010 年，四川全省吸引国内（省外）实际到位资金 5336.4 亿元，同比增长 31.3%，国外到位资金 61 亿美元，同比增长 69%。我们认为，2011 年，四川省引进国内省外资金将达到 6600 亿元，吸引外资 75 亿美元，四川省吸引投资的增速和绝对值均居国内前列。目前在川投资的世界 500 强企业已经达到 160 家，富士康、仁宝、戴尔等一批制造类企业均选择将项目落户在四川，体现了国内外产业转移加速的趋势。

公司路产在路网中地位较高，在四川省具有先天的垄断优势。我们认为基于四川地区制造业和服务业发展的良好前景，公司路产未来车流量（尤其是货车）和通行费收入都将得到坚实保障。

三、成渝经济区规划、西部物流中心建设规划，长期增长可期

2011 年 3 月，国务院审批通过《成渝经济区区域规划》，成渝地区将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。按照规划，成渝经济区基本按照“双核五带”进行空间布局。“双核”指成都、重庆两个发展中心，成都发展核心包括成都五城区和青白江等 14 个县，而重庆发展核心包括重庆主城九区，这两个核心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。除此之外，还将建设沿长江、成绵乐、成内渝、成遂渝和渝广达五个发展带，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。

图 5 . 成渝经济区规划示意图



资料来源：四川省发展改革委员会，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 6. 四川省区域性物流中心布局



资料来源：四川省交通厅网站，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 1. 四川省物流中心规划，红色为公司（拟收购）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） 成雅高速
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。	成都—自贡—泸州（在建） 成渝高速 成乐高速
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 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 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 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 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 雅安—攀枝花（在建）

资料来源：四川省交通厅，华泰证券研究所

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E
流动资产	1789	2877	2694
现金	1284	1822	1712
应收账款	17	22	22
其它应收款	56	245	258
预付账款	418	750	671
存货	12	36	28
其他	3	3	3
非流动资产	10108	12916	15827
长期投资	84	97	97
固定资产	476	705	837
无形资产	9359	10458	10697
其他	189	1656	4195
资产总计	11898	15793	18521
流动负债	2076	4923	4936
短期借款	1275	2000	2000
应付账款	296	330	315
其他	506	2593	2622
非流动负债	1397	1387	2889
长期借款	1377	1377	2877
其他	20	10	11
负债合计	3474	6311	7825
少数股东权益	104	119	135
股本	3058	3058	3058
资本公积	1888	1888	1888
留存收益	3374	4417	5615
归属母公司股东权益	8320	9363	10561
负债和股东权益	11898	15793	18521

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	1581	3191	2081
净利润	1156	1324	1469
折旧摊销	329	327	360
财务费用	65	120	182
投资损失	-14	-12	-13
营运资金变动	41	1567	82
其它	4	-135	1
投资活动现金流	-1855	-3112	-3258
资本支出	1731	1800	2765
长期投资	2	-29	6
其他	-121	-1341	-487
筹资活动现金流	-248	459	1067
短期借款	1230	725	0
长期借款	878	0	1500
普通股增加	0	0	0
资本公积增加	28	0	0
其他	-2384	-266	-433
现金净增加额	-522	538	-110

利润表

单位: 百万元

会计年度	2010	2011E	2012E
营业收入	2729	4167	4086
营业成本	1122	2076	1761
营业税金及附加	93	130	139
营业费用	0	0	0
管理费用	111	208	192
财务费用	65	120	182
资产减值损失	-16	-9	-10
公允价值变动收益	0	0	0
投资净收益	14	12	13
营业利润	1367	1654	1834
营业外收入	15	16	17
营业外支出	17	15	15
利润总额	1366	1655	1836
所得税	210	331	367
净利润	1156	1324	1469
少数股东损益	11	15	16
归属母公司净利润	1145	1310	1453
EBITDA	1761	2101	2376
EPS (元)	0.37	0.43	0.48

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E
成长能力			
营业收入	27.8%	52.7%	-1.9%
营业利润	39.9%	20.9%	10.9%
归属于母公司净利润	38.4%	14.4%	10.9%
获利能力			
毛利率	58.9%	50.2%	56.9%
净利率	42.0%	31.4%	35.6%
ROE	13.8%	14.0%	13.8%
ROIC	14.9%	16.1%	14.6%
偿债能力			
资产负债率	29.2%	40.0%	42.3%
净负债比率	77.01%	54.06%	62.76%
流动比率	0.86	0.58	0.55
速动比率	0.86	0.58	0.54
营运能力			
总资产周转率	0.24	0.30	0.24
应收账款周转率	220	206	186
应付账款周转率	6.31	6.63	5.46
每股指标 (元)			
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.43	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	1.04	0.68
每股净资产(最新摊薄)	2.72	3.06	3.45
估值比率			
P/E	18.02	15.76	14.21
P/B	2.48	2.20	1.95
EV/EBITDA	12	10	9

资料来源: 华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 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；

一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：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。