

2011-03-23

交通运输仓储—陆运海运仓储

四川成渝 601107.SH

车流增长前景乐观，优质资产注入提升公司竞争力

◇ 事件：公司公布年报

◆净利润同比增长 16%，业绩略超预期：

2010 年四川成渝实现营业收入、归属于上市公司股东的净利润分别为 27.3 亿、11.5 亿，分别同比增长 27.8%、38.4%，实现每股收益人民币 0.37 元。其中其中四季度营业收入、归属于上市公司股东的净利润分别为 8 亿、2.3 亿，分别同比增长 28.3%、30.4%，实现 EPS0.08 元。由于工程收入大幅增长，业绩略超预期。

◆通行费收入增长 18.4%：

公司实现通行费总收入 23 亿元，同比增长 18.4%，占公司营业收入 84.1%；公司主要路产成渝高速、成雅高速、成乐高速分别录得通行费收入 11.4、6.5、4.2 亿，分别同比增长 18.6%、17.1%、23%，通行费收入增长受到 2009 年取消计重收入车辆超限部分优惠，经济好转以及新购车辆增加影响。

◆通行费率调整以及货车计重优惠取消增厚公司业绩

公司一级车收费标准 0.35 元，低于其他省份 0.45 元的平均值，执行货车计重收费 20% 的优惠政策 2010 年原本已经到期，我们认为存在客货费率调整的可能，假设客车收入占比 55%，客车费率增长 10% 的情况下，2011/2012 年 EPS 上调到 0.44/0.48 元，分别增长 8.5%、8.8%，如果货运计重收费打八折结束，2011/2012 年 EPS 调整到 0.47/0.52，分别同比增长 17.4%、17.9%。

◆优质资产注入提升公司竞争力

为解决川高公司控股子公司成南公司对公司构成同业竞争的问题，公司将收购成南高速以及遂渝高速四川段合计 251.6 公里的公路，收购后公司营业里程扩大 50%，将增大公司规模，增强公司可持续发展能力。

四川的汽车消费增速巨大，旅游产业恢复增长，在国家继续深入推进西部大开发战略，成渝经济特区获批的背景下，公司车流量增长前景看好，同时公司 BT 项目将为公司提供新的利润增长点，假设 2011 年所得税率 25%，预计 2011/2012 年 EPS0.4/0.44 元，给予公司“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,136	2,729	4,779	4,087	4,493
营业收入增长率	34.53%	27.76%	75.12%	-14.48%	9.93%
净利润（百万元）	827	1,145	1,227	1,353	1,523
净利润增长率	51.97%	38.41%	7.15%	10.27%	12.57%
EPS（元）	0.27	0.37	0.40	0.44	0.50
ROE（归属母公司） （摊薄）	11.27%	13.77%	13.22%	12.96%	13.04%
P/E	25	18	17	15	13
P/B	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	13	10	9	7

调升

增持

当前价格	6.71 元
目标价格	7.20 元
目标期限	12 个月

分析师：

廉怀清

(执业证书编号：S0930511010004)

021-22169312

mihq@ebcn.com

丁贤达

(执业证书编号：S0930510120005)

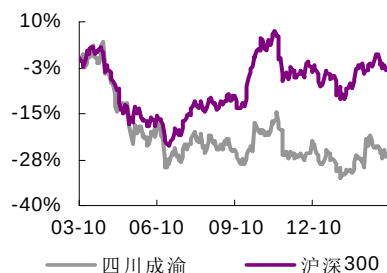
021-22169173

dingxd@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	3,058
总市值(百万元)	20,520
流通比例(%)	37.85%
12 个月最高/最低(元)	9.87/6.17
近 3 月日均成交量(百万股)	10.00
主要股东	四川高速公路建设开发总公司

股价表现(12 个月)

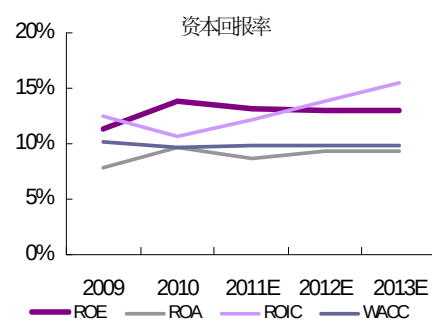
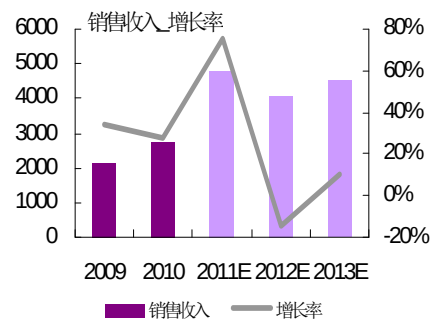
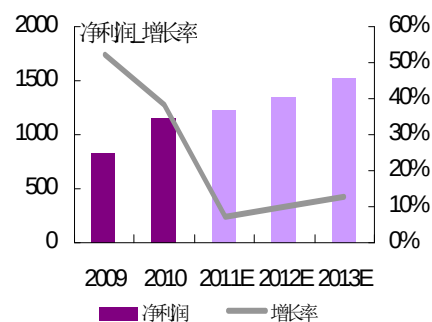
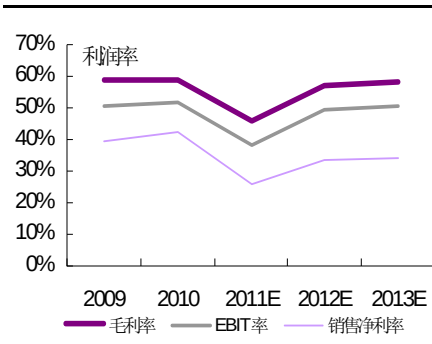


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.21	-3.74	-24.32
绝对收益	4.08	-3.51	-26.73

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,136	2,729	4,779	4,087	4,493
营业成本	880	1,122	2,588	1,764	1,876
折旧和摊销	357	329	424	440	455
营业税费	72	93	160	138	152
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	100	111	210	177	194
财务费用	120	65	184	203	240
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	13	14	12	13	13
营业利润	978	1,367	1,649	1,818	2,045
利润总额	986	1,366	1,649	1,818	2,045
少数股东损益	10	11	10	10	10
归属母公司净利润	827.48	1,145.27	1,227.19	1,353.26	1,523.39

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	10,606	11,898	14,240	14,511	16,413
流动资产	2,271	1,789	3,948	3,954	5,612
货币资金	1,806	1,284	2,845	3,792	5,434
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	4	17	25	18	24
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	36	56	84	75	83
存货	21	12	47	29	30
可供出售投资	0	68	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	97	84	86	87	88
固定资产	471	476	557	635	708
无形资产	7,646	9,359	9,516	9,667	9,813
总负债	3,160	3,474	4,845	3,944	4,593
无息负债	2,563	799	2,858	2,107	2,526
有息负债	597	2,675	1,987	1,837	2,067
股东权益	7,446	8,424	9,395	10,567	11,819
股本	3,058	3,058	3,058	3,058	3,058
公积金	3,150	3,485	3,609	3,745	3,899
未分配利润	1,134	1,776	2,614	3,640	4,728
少数股东权益	104	104	114	124	134

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1,324	1,581	3,321	2,179	2,621
净利润	827	1,145	1,227	1,353	1,523
折旧摊销	357	329	424	440	455
净营运资金增加	-148	2,174	-257	-603	-160
其他	287	-2,068	1,926	989	803
投资活动产生现金流	-1,588	-1,855	-623	-688	-689
净资本支出	893	1,728	700	700	700
长期投资变化	97	84	-1	-1	-1
其他资产变化	-2,577	-3,667	-1,322	-1,387	-1,387
融资活动现金流	562	-248	-1,136	-544	-291
股本变化	500	0	0	0	0
债务净变化	249	2,078	-688	-149	230
无息负债变化	777	-1,764	2,059	-751	419
净现金流	298	-522	1,562	946	1,642

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	34.53%	27.76%	75.12%	-14.48%	9.93%
净利润增长率	51.97%	38.41%	7.15%	10.27%	12.57%
EBITDA 增长率	42.01%	21.22%	28.47%	9.02%	11.43%
EBIT 增长率	46.74%	30.83%	28.34%	10.27%	13.16%
估值指标					
PE	25	18	17	15	13
PB	3	2	2	2	2
EV/EBITDA	14	13	10	9	7
EV/EBIT	19	17	12	11	9
EV/NOPLAT	22	20	17	14	12
EV/Sales	10	9	5	5	4
EV/IC	3	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	58.79%	58.88%	45.85%	56.83%	58.25%
EBITDA 率	67.49%	64.03%	46.97%	59.88%	60.70%
EBIT 率	50.76%	51.98%	38.10%	49.12%	50.57%
税前净利润率	46.16%	50.06%	34.51%	44.48%	45.51%
税后净利润率 (归属母公司)	38.74%	41.96%	25.68%	33.11%	33.91%
ROA	7.90%	9.72%	8.69%	9.40%	9.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.27%	13.77%	13.22%	12.96%	13.04%
经营性 ROIC	12.50%	10.67%	12.14%	13.79%	15.50%
偿债能力					
流动比率	0.85	0.86	1.22	1.88	2.23
速动比率	84.67%	85.60%	120.69%	186.61%	221.38%
归属母公司权益/有息债务	12.29	3.11	4.67	5.68	5.65
有形资产/有息债务	4.95	0.95	2.38	2.64	3.19
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.27	0.37	0.40	0.44	0.50
每股红利	0.06	0.09	0.06	0.09	0.10
每股经营现金流	0.43	0.52	1.09	0.71	0.86
每股自由现金流(FCFF)	0.17	-0.78	0.44	0.60	0.53
每股净资产	2.40	2.72	3.03	3.41	3.82
每股销售收入	0.70	0.89	1.56	1.34	1.47

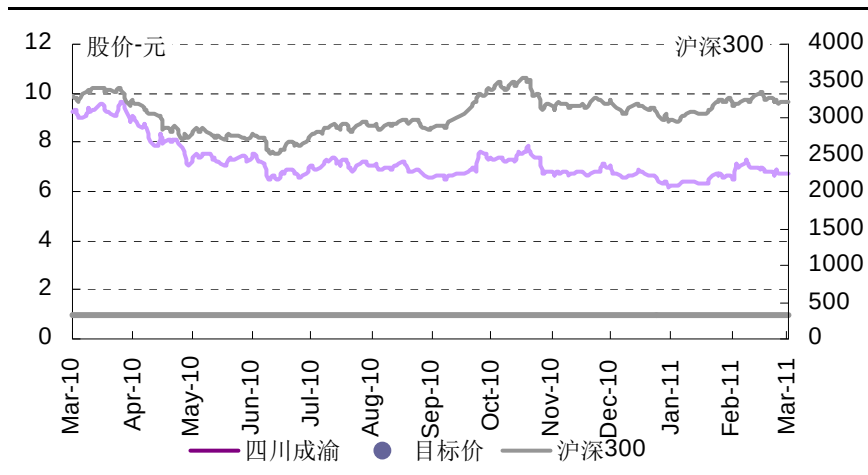
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

四川成渝（601107）



资料来源：光大证券研究所

日期	股价	目标	评级
2009-07-14	10.90	4.50	无评级
2009-08-19	7.21	5.50	无评级
2010-01-04	8.36	9.00	中性
2011-03-23	6.71	7.20	增持

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。