



运输/工业

四川成渝 (601107)

主业稳健 BT 项目前景看好

	宋伟亚	周竞尧
	0755-23976003	021-38676319
	songweiyia009360@gtjas.com	zhoujingyao009501@gtjas.com
编号	S0880511050001	S0880511010041

本报告导读:

投资要点:

- **区域经济发展支撑车流量增长:** 旗下路产是成都与周边省市相连接的重要通道, 显著受益于西部大开发和成渝经济区振兴; 且新建高速分流影响有限, 预计今明两年公司通行费收入增速在 10% 以上。
- **“低费率/长年限”政策风险小:** 公司基准费率显著低于全国和可比上市公司平均水平; “低费率/长年限”改革背景导向下, 四川省或将成为“低费率”基准, 下调概率小。此外四川省自 2007 年起对正常装载货车给予 20% 优惠, 预计 2012 年起执行全额计重收费。
- **外延扩张: 新建成仁、收购成遂渝:** 后期成仁高速建成通车将在财务费用及折旧方面对公司构成小幅拖累, 但其盈利前景颇佳, 预计 2013 年对公司业绩构成约 4% 的不利影响。控股股东交投集团年初成立有望加快收购步伐, 后期方案有待观察。
- **工程施工带来稳定投资回报:** 目前公司 BT 项目总投资额高达 20.6 亿元, 未来三到五年将为公司带来稳定的投资回报; 而“天府新区”建设将是公司拓展 BT 项目的良好机遇。
- **“谨慎增持”投资评级:** 暂不考虑外延扩张, 假设 2011 年底货车计重收费八折优惠取消、2012 年底成仁高速顺利建成通车等, 预测公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.42、0.49、0.51 元, 对应 2011 年的 PE、PB 分别为 14 倍、2.1 倍, 略高于公路行业平均水平; 绝对估值 DCF 值区间为 5.20-6.73 元; 公司股价经过持续调整已处于相对合理价格区间内, 综合考虑给予“谨慎增持”评级。
- **风险提示:** 收购成遂渝方案不确定, 分流风险高于预期等。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,136	2,729	2,889	3,548	4,594
(+/-)%	35%	28%	6%	23%	29%
经营利润 (EBIT)	1,084	1,403	1,576	1,836	2,019
(+/-)%	48%	29%	12%	16%	10%
净利润	827	1,145	1,273	1,513	1,572
(+/-)%	52%	38%	11%	19%	4%
每股净收益 (元)	0.27	0.37	0.42	0.49	0.51
每股股利 (元)	0.06	0.09	0.10	0.13	0.15

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	50.7%	51.4%	54.6%	51.8%	43.9%
净资产收益率 (%)	11.3%	13.8%	13.7%	14.5%	13.7%
投入资本回报率 (%)	15.3%	12.4%	13.5%	12.1%	13.7%
EV/EBITDA	11.7	11.2	10.4	9.9	7.3
市盈率	21.8	15.7	14.1	11.9	11.5
股息率 (%)	1.1%	1.5%	1.7%	2.2%	2.5%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **谨慎增持**

上次评级: -

目标价格: **6.73**

上次预测: -

当前价格: **5.88**

2011.06.20

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.81-8.20
总市值 (百万元)	17,981
总股本/流通 A 股 (百万股)	3,058/1,157
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/895
流通股比例	67%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	57

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	8,590
每股净资产	2.81
市净率	2.1
净负债率	30%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.10	0.09
Q2	0.11	0.10
Q3	0.10	0.11
Q4	0.07	0.12
全年	0.37	0.42

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-14%	-16%	-20%
相对指数	-9%	-6%	-25%

相关报告

《四川成渝: 回归 A 股谱新篇》
2009.07.24《四川成渝: 兼具内生增长、外延扩张为一体》
2009.07.09

模型更新时间: 2011.06.10

股票研究

工业

运输

四川成渝 (601107)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 6.73

上次预测: 5.50

当前价格: 5.88

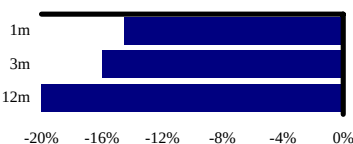
公司网址

www.cygs.com

公司简介

公司是四川省政府批准唯一专门投资、建设和经营管理收费公路的上市公司,是中国西部唯一的基建类 H 股上市公司。公司以高速公路投资、经营为主,承担 226 公里成渝高速公路(四川段)、144 公里成雅高速公路的运营、维护和管理,拥有成都城北出口高速公路有限公司 60% 控股权,拥有成雅分公司,蜀海、蜀工、蜀厦 3 个子公司,控股成都城北出口高速公路公司,参股成都机场高速公路公司的大型集团公司。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

5.81-8.20

市值 (百万)

17,981

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

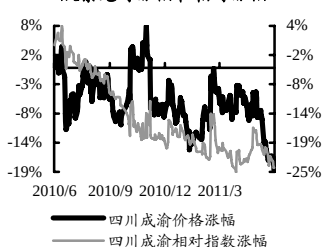
EV/EBITDA

P/S

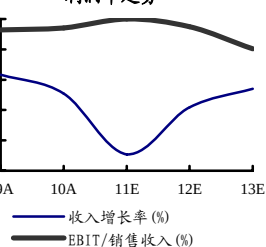
股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	2,136	2,729	2,889	3,548	4,594
营业成本	880	1,122	1,096	1,446	2,232
税金及附加	72	93	99	121	157
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	100	111	117	144	187
EBIT	1,084	1,403	1,576	1,836	2,019
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	13	14	14	15	16
财务费用	120	65	40	-39	20
营业利润	978	1,367	1,551	1,891	2,014
所得税	148	210	267	363	427
少数股东损益	10	11	14	16	18
净利润	827	1,145	1,273	1,513	1,572
货币资金、交易性金融资产	1,806	1,284	3,072	1,486	4,186
其他流动资产	2	3	3	3	3
长期投资	216	266	1,885	2,013	924
固定资产合计	473	483	440	381	322
无形资产及其他资产	7,646	9,359	11,563	14,257	13,758
资产合计	10,606	11,898	17,488	18,817	20,241
流动负债	2,658	2,076	2,886	3,084	3,476
非流动负债	502	1,397	5,196	5,196	5,096
股东权益	7,342	8,320	9,287	10,403	11,516
投入资本(IC)	6,021	9,566	9,642	12,232	11,651
NOPLAT	921	1,187	1,306	1,484	1,591
折旧与摊销	357	329	354	364	558
流动资金增量	51	184	-220	-45	-39
资本支出	-893	-1,728	-2,511	-2,999	2
自由现金流	436	-28	-1,071	-1,196	2,113
经营现金流	1,324	1,581	3,513	1,867	2,203
投资现金流	-1,588	-1,855	-4,115	-3,112	1,107
融资现金流	562	-248	2,391	-341	-610
现金流净增加额	298	-522	1,788	-1,586	2,700
收入增长率	34.5%	27.8%	5.9%	22.8%	29.5%
EBIT 增长率	48.2%	29.4%	12.4%	16.5%	9.9%
净利润增长率	52.0%	38.4%	11.2%	18.8%	3.9%
利润率					
毛利率	58.8%	58.9%	62.0%	59.2%	51.4%
EBIT 率	50.7%	51.4%	54.6%	51.8%	43.9%
净利率	38.7%	42.0%	44.1%	42.6%	34.2%
净资产收益率(ROE)	11.3%	13.8%	13.7%	14.5%	13.7%
总资产收益率(ROA)	7.8%	9.6%	7.3%	8.0%	7.8%
投入资本回报率(ROIC)	15.3%	12.4%	13.5%	12.1%	13.7%
存货周转天数	9	5	5	5	5
应收账款周转天数	1	1	2	1	1
总资产周转天数	1593	1505	1856	1867	1552
净利润现金含量	1.60	1.38	2.76	1.23	1.40
资本支出/收入	42%	63%	87%	85%	0%
资产负债率	29.8%	29.2%	46.2%	44.0%	42.4%
净负债率	-16.5%	16.7%	22.7%	35.5%	7.7%
PE	21.8	15.7	14.1	11.9	11.5
PB	2.5	2.2	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	11.7	11.2	10.4	9.9	7.3
P/S	8.4	6.6	6.2	5.1	3.9
股息率	1.1%	1.5%	1.7%	2.2%	2.5%

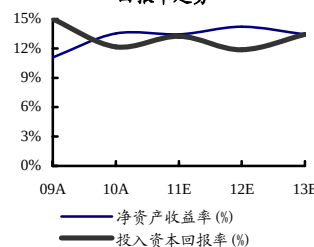
股票绝对涨幅和相对涨幅



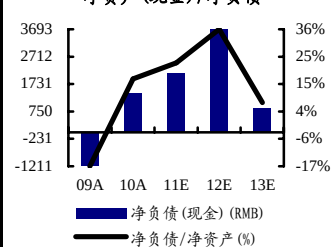
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

1. 四川省唯一上市高速公路公司	5
2. 公路收费：受益区域经济振兴，费率下调概率小	6
2.1. 受益川渝地区经济快速发展	6
2.1.1. 公司路产是成都与周边省市相连接的重要通道	6
2.1.2. 川渝地区经济快速发展支撑车流量增长	7
2.1.3. 四川加快西部交通枢纽建设，公司受益成渝环线贯通	9
2.2. 成渝高速：公司核心资产，受分流影响有限	10
2.2.1. 成渝高速是公司核心资产和主要盈利来源	10
2.2.2. 成遂渝分流有限，成安渝基本无分流，成乐宜分流初现	11
2.2.2.1. 成遂渝对成渝直达车有分流，大股东积极推进收购	11
2.2.2.2. 成安渝成本无优势，预计不会造成分流影响	12
2.2.2.3. 成乐-乐宜高速对成渝高速的分流在 11 年初有所体现	13
2.3. 成雅高速：成名高速分流逐渐弱化，旅游环线带来机遇	13
2.3.1. 成雅高速是成都至云南、甘孜至西藏的快速通道	13
2.3.2. 邛名高速开通，预计分流影响与环线旅游效应相抵	14
2.4. 成乐高速：受益沿线旅游业发展，延伸线开通诱增车流量	14
2.4.1. 沿线风景旅游产业蓬勃发展	14
2.4.2. 延伸线乐宜高速、雅乐高速开通，贯通效应诱增车流量	15
2.5. 城北出口高速：里程及通行费收入占比不足 4%	16
2.6. 成仁高速：成都通江达海的通道，通车初期业绩影响负面	16
2.7. 合资设立子公司，开展高速公路配套服务	17
2.8. 收费标准低于全国平均，计重收费优惠延长至 11 年底	18
2.9. 所得税优惠与否尚无定论，可能逐步从 15% 过渡至 25%	18
3. BT 项目：提升资金效率，获取稳健收益	19
4. 盈利预测与估值	21
4.1. 财务分析与盈利预测	21
4.2. 估值	23
4.2.1. 绝对估值：DCF 估值区间 5.20-6.73 元/股	23
4.2.2. 相对估值：历史最低、行业内中高水平	23

图表目录

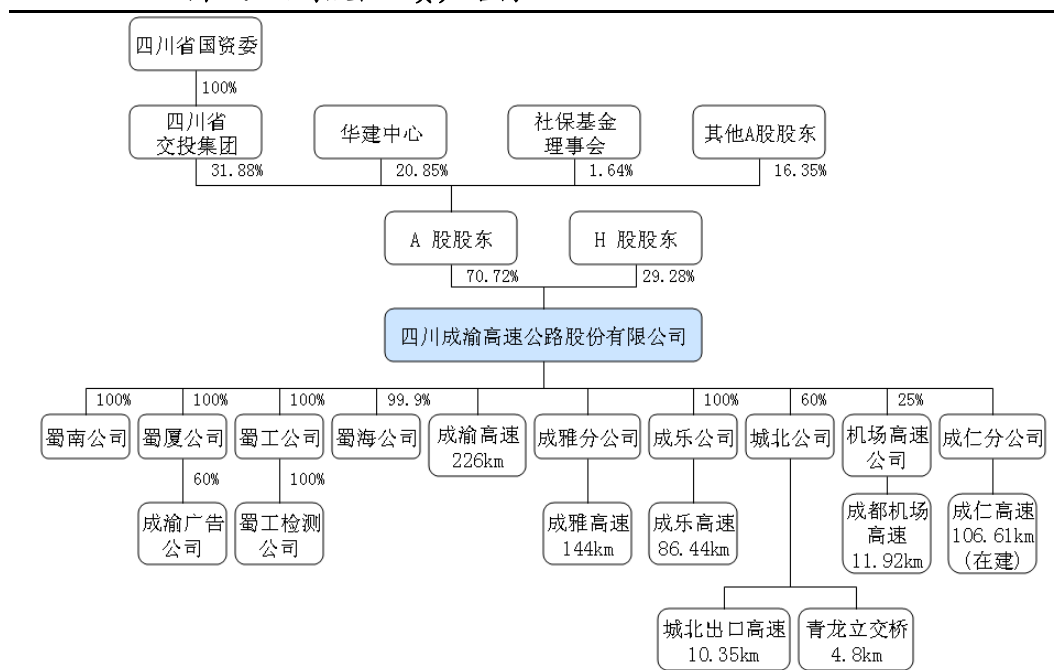
图 1: 公司股权及资产结构.....	5
图 2: 08 年地震后, 公司收入与净利润增速快速回升.....	5
图 3: 车辆通行费收入占比为 84.1%.....	6
图 4: 公路收费业务毛利润占比高达 97.4%.....	6
图 5: 公司路产分布.....	7
图 6: 成渝经济区覆盖四川 15 个市和重庆 31 个区县.....	7
图 7: 川渝地区 GDP 增速高于全国平均水平.....	8
图 8: 川渝地区公路客运数据.....	8
图 9: 川渝地区公路货运数据.....	8
图 10: 四川省高速公路网规划.....	9
图 11: 成渝环线全线通车后, 公司路产将普遍受益.....	9
图 12: 成渝高速行车地图.....	10
图 13: 成渝高速通行费收入及增速.....	10
图 14: 成渝、成遂渝、成安渝高速竞争态势图.....	11
图 15: 受成遂渝开通分流与地震影响成渝高速 08 年收入下降.....	11
图 16: 公司实际控制人变更为四川省国资委.....	12
图 17: 成都至宜宾新增成乐-乐宜高速通道.....	13
图 18: 成雅高速通行费收入及增速.....	13
图 19: 成名、成雅高速形成平行、环线的格局.....	14
图 20: 成乐高速通行费收入及增速.....	15
图 21: 成都、乐山、眉山三市旅游业蓬勃发展.....	15
图 22: 乐宜高速、雅乐高速是成乐高速的延伸线.....	16
图 23: 城北出口高速通行费收入及增速.....	16
图 24: 成自泸赤高速是成都至长江河道、贵州及珠三角的重要通道.....	17
图 25: 高速公路配套服务业务发展路线图.....	17
图 26: 2010 年工程施工业务收入大增 145%.....	19
图 27: 财务分析.....	21
图 28: 高速公路公司 A/H 股价格比.....	24
图 29: 四川成渝 PE 处于历史低位.....	24
表 1: 公司路产概况一览.....	6
表 2: 成安渝高速在费用方面没有优势.....	12
表 3: 成名高速 VS 成雅高速.....	14
表 4: 成乐-乐宜高速较成渝-内宜高速有距离优势.....	16
表 5: 各省高速公路收费标准一览.....	18
表 6: 工程施工业务板块子公司.....	19
表 7: 公司中标 BT 项目一览.....	20
表 8: 公司中标 BT 项目投资回收预测.....	20
表 9: 收入预测假设.....	22
表 10: 盈利预测财务摘要.....	22
表 11: DCF 估值模型假设.....	23
表 12: DCF 估值.....	23
表 13: A 股高速公路行业公司估值表.....	23

1. 四川省唯一上市高速公路公司

四川成渝 1997 年 8 月成立, 1997 年 10 月及 2009 年 7 月分别在联交所和上交所挂牌上市。公司主要业务为投资、建设、经营管理四川省内的高速公路, 目前拥有成渝高速、成雅高速、成乐高速、城北出口高速、成都机场高速以及在建的成仁高速等的全部或部分权益。目前公司辖下已建成高速公路总里程 467 公里, 在建高速公路里程 106 公里, 分别占四川省高速公路通车里程及在建里程的 17.4%、3.3%。

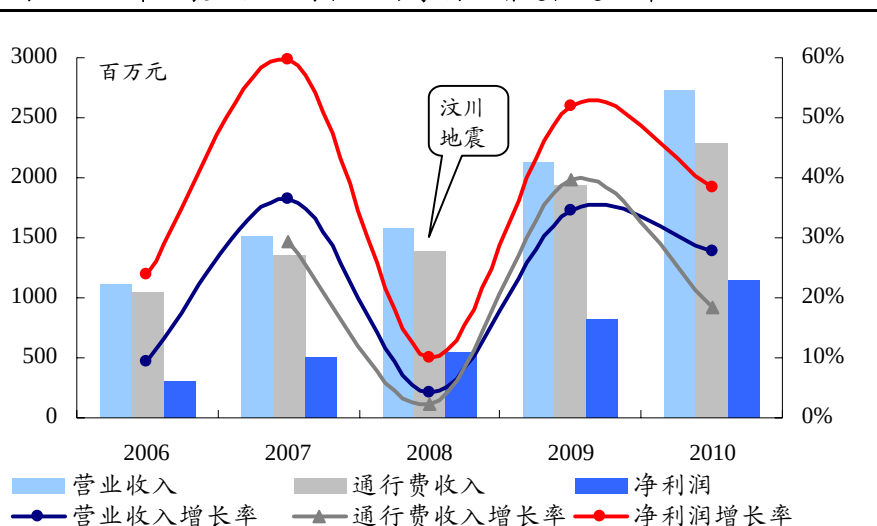
高速公路通行费是公司主要收入与利润来源, 通行费业务收入及毛利润占比分别为 84.1%、97.4%。受益于西部大开发及川渝地区经济快速发展, 除 2008 年受特大地震影响公司收入及净利润增速出现下滑外, 公司近几年均保持平稳增长。

图 1: 公司股权及资产结构



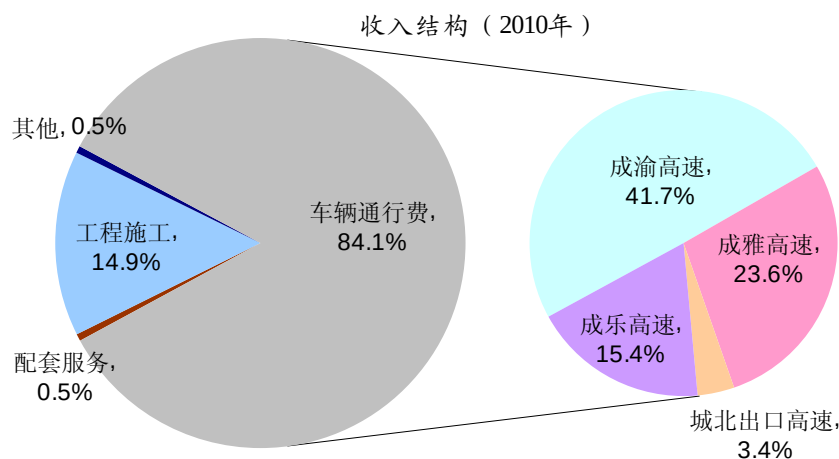
数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

图 2: 08 年地震后, 公司收入与净利润增速快速回升



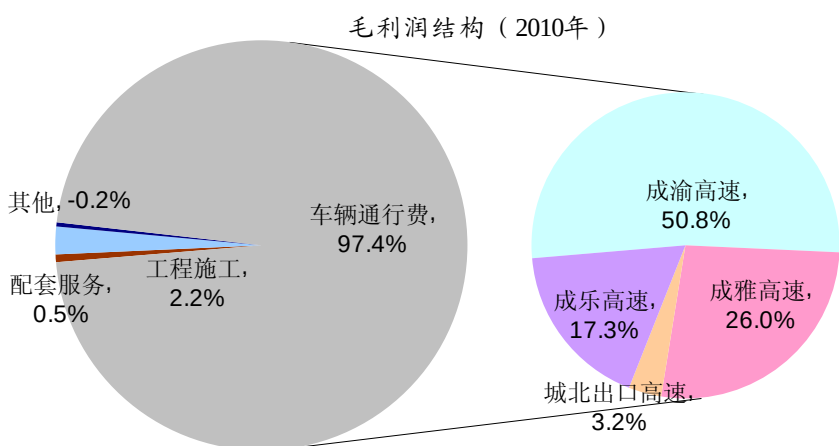
数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 3: 车辆通行费收入占比为 84.1%



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

图 4: 公路收费业务毛利润占比高达 97.4%



数据来源: 公司年报, 国泰君安证券研究

2. 公路收费: 受益区域经济振兴, 费率下调概率小

2.1. 受益川渝地区经济快速发展

2.1.1. 公司路产是成都与周边省市相连接的重要通道

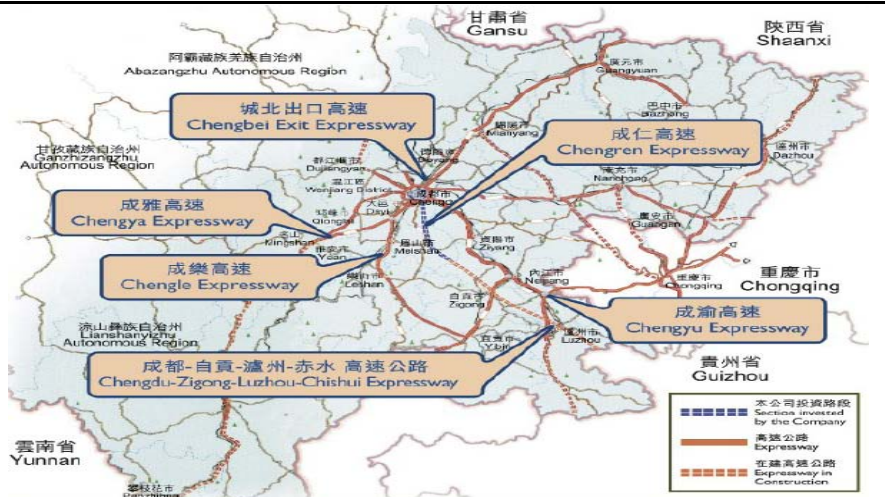
公司拥有成渝高速、成雅高速、成乐高速的 100% 权益, 并拥有城北出口高速 60% 权益、机场高速 25% 权益。公司旗下路产均位于四川省内, 是成都与周边省市相连接的重要通道。

表 1: 公司路产概况一览

路产	里程 (公里)	拥有权益	车道	经营开始日期	经营截止日期
成渝高速	226	100%	双向四车道	1995 年 7 月	2027 年 6 月
成雅高速	144	100%	双向四车道/部分双向六车道	1999 年 12 月	2029 年 12 月
成乐高速	86.44	100%	双向四车道	2000 年 1 月	2029 年 12 月
城北出口高速	10.35	60%	双向六车道	1998 年 12 月	2024 年 6 月
机场高速	11.98	25%	双向四车道	1999 年 7 月	2024 年 12 月
成仁高速	106.61	100%	双向四车道/部分双向六车道	在建, 预计 2012 年底建成通车	

数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

图 5: 公司路产分布



数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

2.1.2. 川渝地区经济快速发展支撑车流量增长

成渝经济区规划获批复, 力争打造中国经济增长“第四极”: 2009 年 7 月, 国家发改委初步讨论成渝经济区区域规划; 2011 年 3 月, 国务院常务会议讨论并原则通过成渝经济区区域规划; 2011 年 5 月, 国务院正式批复《成渝经济区区域规划》。成渝经济区包括四川省 15 个市和重庆市 31 个区县, 总面积 20.61 万平方公里, 人口 9840.7 万, GDP 总量约 1.58 万亿元。规划力争在 2015 年, 使成渝经济区经济实力显著增强, 人均 GDP 达到 32000 元, 城镇化率达到 52%, 成为继长三角、珠三角、环渤海地区之后的中国经济增长的“第四极”。

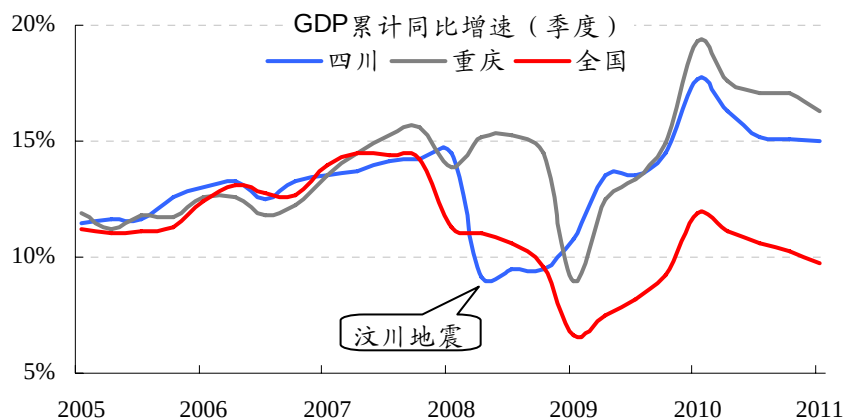
八大支柱产业助推成渝经济区快速发展: 成渝经济区计划推动产业结构优化升级、走新型工业化道路、建设具有竞争力的现代产业基地, 包括: 全国重要的重大装备制造业基地; 全国有重要影响的汽车、摩托车整车及零部件生产研发基地; 国家电子信息产业基地; 国家民用航空、航天研发制造基地, 在重庆布局直升机生产, 建设国家直升机生产基地; 加快发展冶金和材料生产; 国家重要的石油天然气化工和盐化工基地; 做优做强轻纺食品产业; 加快医药产业发展, 建立以生物制药为重点、化学原料制药为基础、地道药材为特色的产业体系。同步在服务业方面建设国际知名、全国重要的旅游目的地, 以重庆、成都为核心, 打造区域性旅游集散中心。

图 6: 成渝经济区覆盖四川 15 个市和重庆 31 个区县



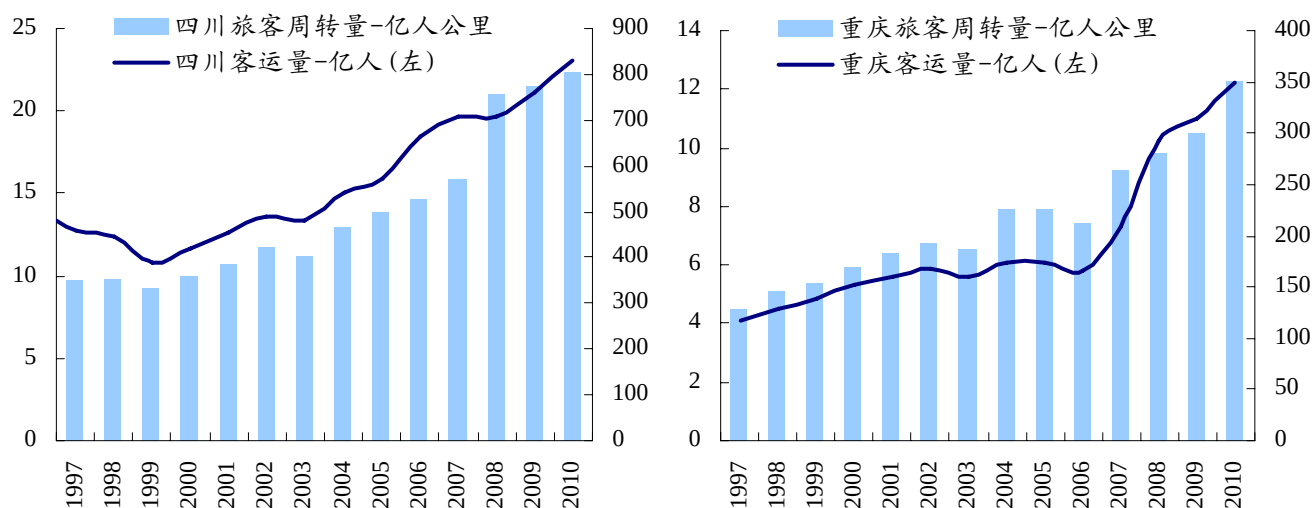
数据来源: 国泰君安证券研究

图 7: 川渝地区 GDP 增速高于全国平均水平



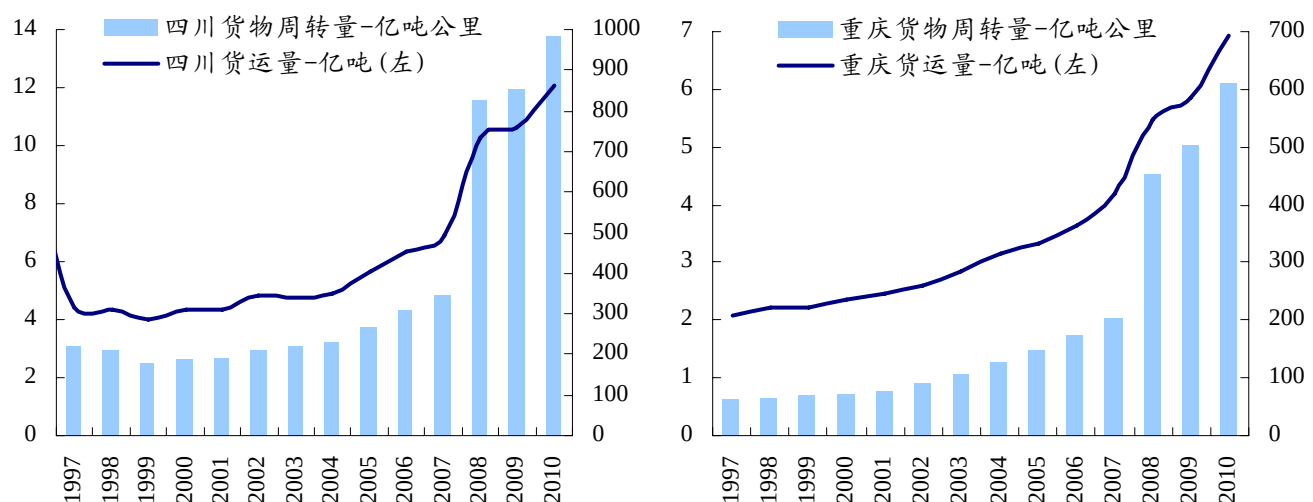
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 川渝地区公路客运数据



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

图 9: 川渝地区公路货运数据



数据来源: CEIC, 国泰君安证券研究

2.1.3. 四川加快西部交通枢纽建设，公司受益成渝环线贯通

2009年3月，四川省政府通过《四川省高速公路网规划(2008-2030年)》，规划方案由16条成都引入线、5条南北纵向线路、5条东西横向路线和8条联络线组成，总里程约8600公里，有23条出川高速公路通道。2011年1月，四川省政府通过《四川省高速公路网规划》，对前述规划作了进一步调整，将全省高速公路网规划里程增至12000公里，新增8纵7横、10条联络线及10条出川通道，计划总投资约9000亿元。

四川省高速公路网规划的逐步实施，将建设一个“贯通南北、连接东西、通江大海”的西部交通枢纽，特别是成渝环线高速公路全线贯通后，公司路产将普遍受益。成渝环线高速公路G93是国家高速公路网络规划的地区五大环线之一，全长1200公里，是全国里程最长、连接城市最多的高速公路环线，途径成都—绵阳—遂宁—重庆—合江—泸州—宜宾—雅安—成都，预计将于2012年底全线建成通车。

图 10：四川省高速公路网规划



数据来源：国泰君安证券研究

图 11：成渝环线全线通车后，公司路产将普遍受益



数据来源：国泰君安证券研究

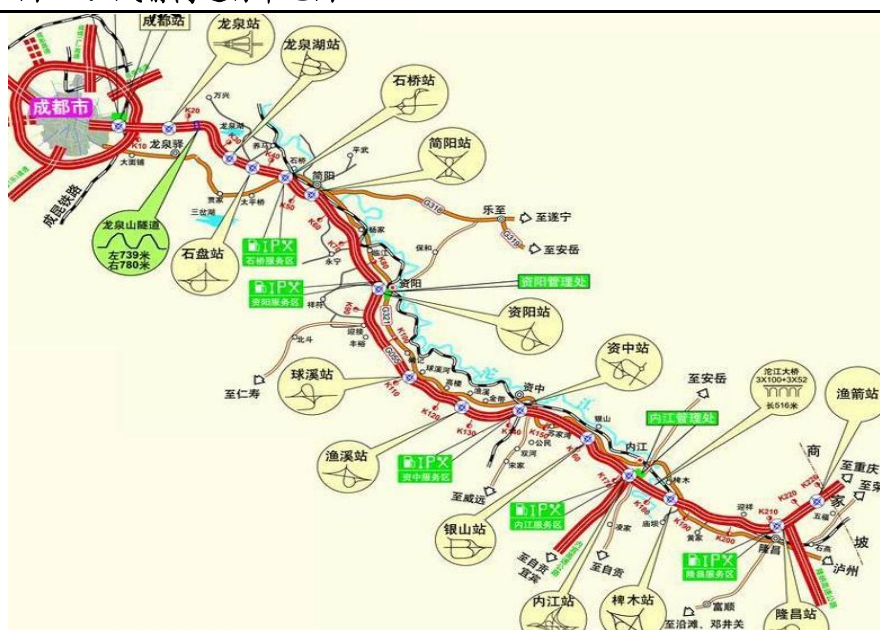
2.2. 成渝高速：公司核心资产，受分流影响有限

2.2.1. 成渝高速是公司核心资产和主要盈利来源

成渝高速于 1995 年 7 月全线竣工通车，是成都与外界交流的第一条高速公路。成渝高速起于成都市五桂桥，止于重庆陈家坪，连接成都、内江、重庆三大工业城市，途径 14 个市县区，全长 340 公里，是四川省与重庆市之间的公路交通大动脉。成渝高速成都至内江隆昌段是国家高速公路 G76 厦蓉高速公路的一段，内江至重庆段是国家高速公路 G85 渝昆高速公路的一段，其中内江至隆昌段为两条高速公路的共用段。

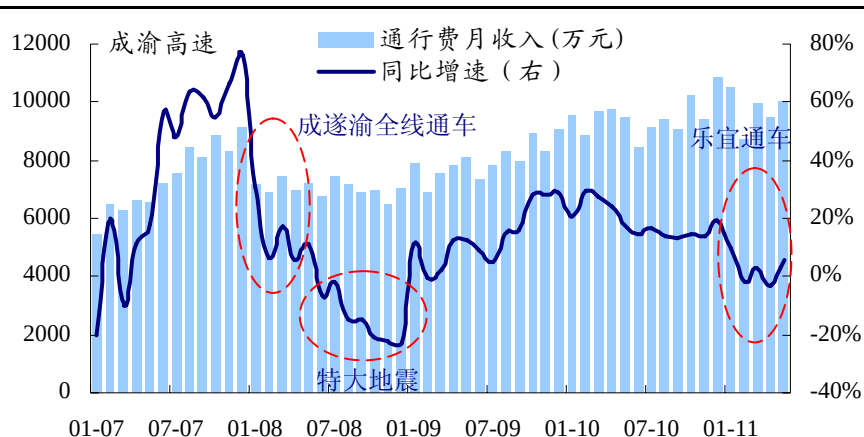
公司经营的成渝高速四川段起于成都市成华区五桂桥，止于隆昌县桑家坡，途径成都市成华区、龙泉驿区、简阳、资阳、资中、内江、隆昌等区市县，全长 226 公里，约占成渝高速全长的 67%，是公司的核心资产和主要盈利来源。成渝高速重庆段由重庆市交通委员会管理。

图 12：成渝高速行车地图



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 13：成渝高速通行费收入及增速



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

已于 2007 年底全线通车的成遂渝高速、2010 年底全线通车的成乐-乐宜高速、将于 2012 年底建成通车的成安渝高速对成渝高速有分流效应，但影响有限。

图 14: 成渝、成遂渝、成安渝高速竞争态势图

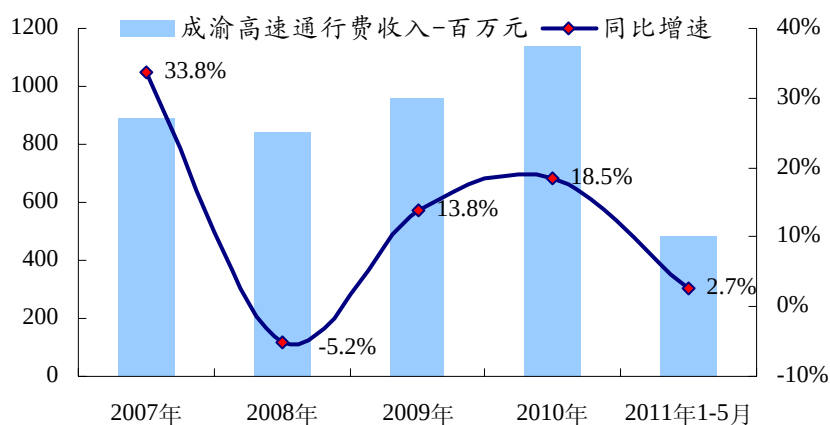


数据来源：国泰君安证券研究

2.2.2.1. 成遂渝对成渝直达车有分流，大股东积极推进收购

成遂渝高速与成渝高速覆盖区域不同，分流影响不足 10%：成遂渝高速由成南高速的成都至遂宁段、遂渝高速的遂宁至重庆段组成，主要覆盖四川省东北部的遂宁市；而成渝高速主要覆盖四川省东南部的资阳市、内江市、自贡市和泸州市，因此成遂渝高速不会对成渝高速区间车构成竞争和分流，其分流仅为成都至重庆间直达的车流量，即主要分流成渝高速四川简阳以西各站直达重庆青杠以东各站的车流量，根据 OD 分析，这部分车辆通行费收入占成渝高速全线通行费收入的比例约为 10%。

图 15: 受成遂渝开通分流与地震影响成渝高速 08 年收入下降



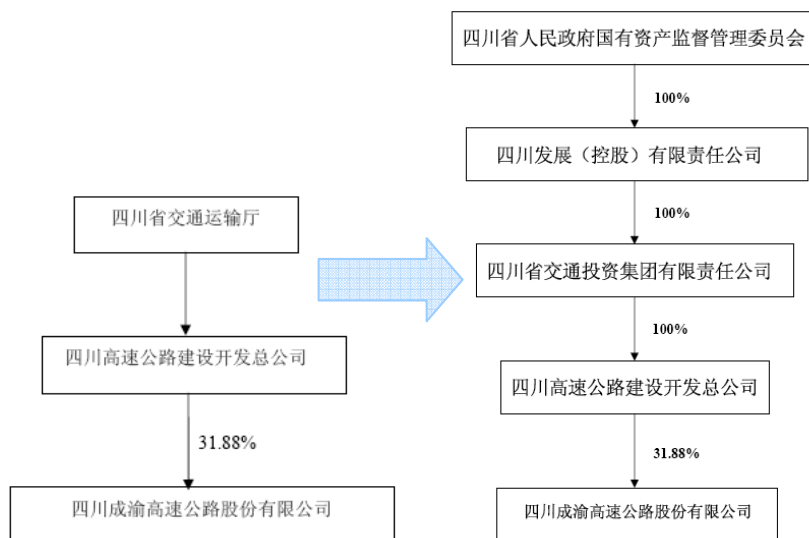
数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

收购成遂渝高速事项已筹划数年：早在 2008 年，公司就与川高公司、成南公司签署了《遂渝高速四川段收购意向书》及《成南高速资产收购意向书》，并计划 2009 年底完成遂渝高速四川段收购、2010 年底完成成

南高速资产收购，但未能按计划完成收购事项。目前公司已完成中介机构选聘，成南公司也已基本完成资产清理等收购前准备工作，但由于成南公司的土地处置相关问题尚在解决之中，收购工作因此延后。

大股东交投集团承诺大力推进收购工作：2010年4月，四川省政府组建交投集团，川高公司将所持本公司31.88%股份全部无偿划转至交投集团，公司实际控制人由四川省交通厅变更为四川省国资委。交投集团承诺将公司作为四川省高速公路优质资产的整合平台，大力支持公司投资、建设省内优良高速公路项目，扩大上市公司的业务规模，增强持续盈利能力。交投集团承诺将督促并协调公司收购成南公司的工作，拟收购股权比例不低于51%，并力争在3年内完成收购。

图 16：公司实际控制人变更为四川省国资委



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

2.2.2.2. 成安渝成本无优势，预计不会造成分流影响

成安渝高速与成渝高速覆盖区域不同，且费率较高，预计不会对成渝高速造成分流影响：在建的成安渝高速起于成都市绕城高速公路，途经四川资阳市的乐至县、安岳县、重庆市的大足县、璧山县，止于重庆绕城高速公路，全长280公里，预计2012年底建成通车。

2007年底成遂渝高速全线通车后，成都、重庆两地间主城区的直达交通量已分流到成遂渝高速，成渝高速的交通出行结构已经变化。与成渝及成遂渝高速相比，成安渝高速建造成本较高，若按近期四川省批复的新建高速公路收费标准测算，成安渝高速在综合费用方面处于劣势，预计成安渝高速基本不会对成渝高速造成分流影响。

表 2：成安渝高速在费用方面没有优势

车道		里程 (公里)	费率 (元/公里)	成都-重庆 私家车通行费(元)	途径区域
成渝高速	双向四车道	340	0.35	119	资阳市、内江市、自贡市、泸州市
	成遂段双向四车道/双向				
成遂渝高速	六车道	295	0.35	103	遂宁市
	遂渝段双向四车道				

成安渝高速 双向六车道 280 0.50 140 资阳市的乐至县、安岳县

数据来源：国泰君安证券研究

2.2.2.3. 成乐-乐宜高速对成渝高速的分流在 11 年初有所体现

乐宜高速起于乐山市犍李坝，止于宜宾市翠屏区，与内宜高速公路相接，全长 138 公里。2010 年底乐宜高速建成通车后，成都至宜宾的通道继成渝-内宜高速外又新增一条成乐-乐宜高速，从 2011 年前五个月的通行费收入来看，成乐-乐宜高速对成渝高速有一定的分流影响，但已逐步消化。

图 17：成都至宜宾新增成乐-乐宜高速通道



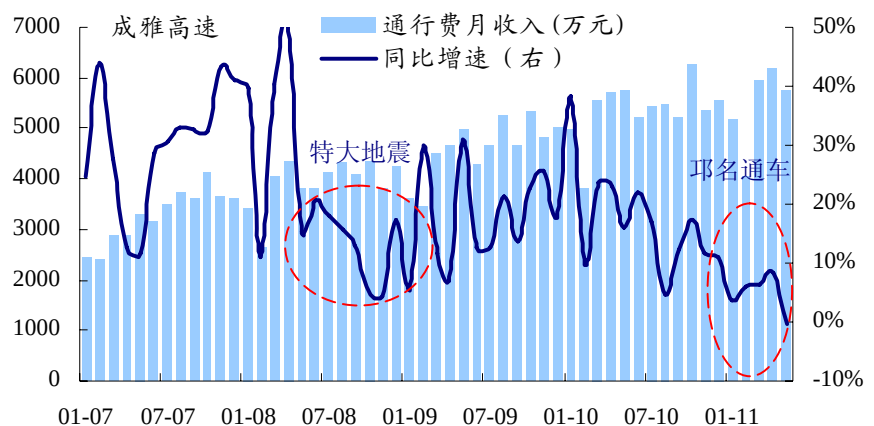
数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 成雅高速：成名高速分流逐渐弱化，旅游环线带来机遇

2.3.1. 成雅高速是成都至云南、甘孜至西藏的快速通道

成雅高速 1999 年底建成通车，起于成都市永丰立交桥，止于雅安市对岩，途径成都市高新区、双流、新津、彭山、邛崃、蒲江、名山、雅安等区市县，全长 144 公里。成雅高速是国家高速公路网 G5 京昆高速的重要组成部分，也是成都经凉山通往云南省、甘孜通往西藏自治区的快速通道。

图 18：成雅高速通行费收入及增速



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

2.3.2. 邛名高速开通，预计分流影响与环线旅游效应相抵

成温邛高速对川 A 川 O 车辆免收通行费，分流成都至名山、雅安方向车辆：2010 年 11 月，邛名高速建成通车，与 2004 年建成通车的成温邛高速连接，成为成都至雅安的第二条快速通道——成名高速，其与成雅高速形成平行竞争关系，主要影响成都直达名山、雅安的车流量。成名高速与成雅高速相比较，从成都至雅安的行车距离相当，但成温邛高速自 2008 年 6 月起对川 A 川 O 牌照的车辆免收通行费，成都直达名山、雅安车辆更倾向于选择成名高速。根据 OD 分析，成雅高速从成都至名山、雅安的车流量仅占该路总车流量的 10%，预计成名高速对其分流影响有限。

成名、成雅高速形成旅游环线，增加旅游出行车流量：成温邛高速、邛名高速、成雅高速形成川西旅游环线，连通西岭雪山、花水湾、天台山、平乐古镇、百丈湖、碧峰峡、周公山、石象湖等多个风景旅游点，从而增加成雅高速的旅游出行车流量。

图 19：成名、成雅高速形成平行、环线的格局



数据来源：国泰君安证券研究

表 3：成名高速 VS 成雅高速

车道	成都-雅安 里程(公里)	成都-雅安 私家车通行费(元)	途径区域
成雅高速	双向四车道	144	50 元
成温邛高速	成崇段双向六车道 崇邛段双向四车道	147	川 A 牌照 13 元 其他牌照 59 元
邛名高速	双向四车道		

数据来源：国泰君安证券研究

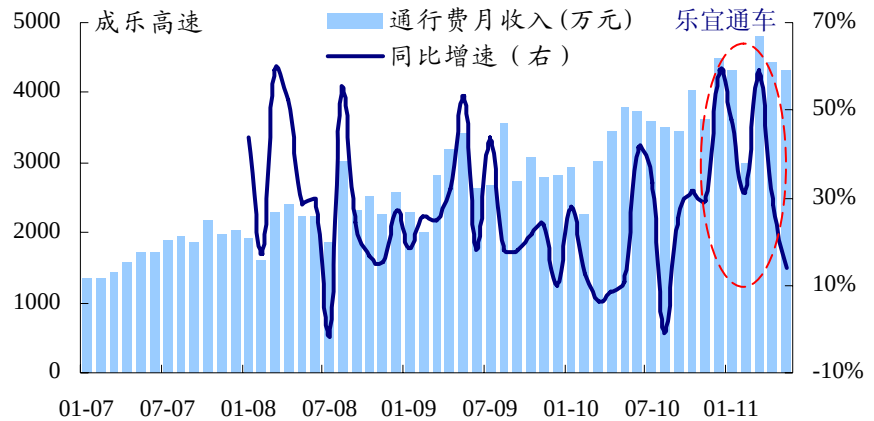
2.4. 成乐高速：受益沿线旅游业发展，延伸线开通诱增车流量

2.4.1. 沿线风景旅游产业蓬勃发展

成乐高速 1999 年 12 月全面竣工通车，起于成雅高速的彭山青龙场互通式立交，止于乐山市辜李坝，途径成都市的彭山县、眉山市、乐山市的青神县、夹江县，全长 86.44 公里。

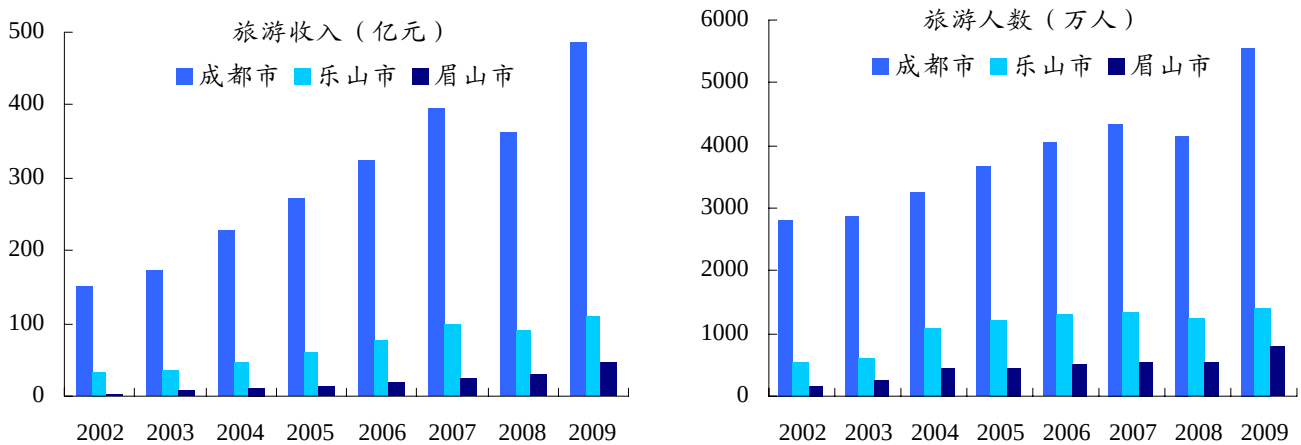
成乐高速连接文化名城与世界自然遗产，受益沿线风景旅游产业发展：
成乐高速是以服务旅游出行为目的的高速公路，是省内、国内、国际游客往返峨眉山—乐山大佛风景旅游区与成都的最快捷通道。成乐高速沿线的成都、眉山、乐山等城市旅游资源丰富，成都市有武侯祠、杜甫草堂、大熊猫基地、“道教名山”青城山等旅游景区，也是国内外游客的重要集散地，眉山市旅游景点有三苏祠、仙女山等，乐山市的峨眉山-乐山大佛风景旅游区早在 1996 年就被联合国教科文组织认定为“世界文化与自然遗产”，沿线风景旅游产业的蓬勃发展支撑成乐高速车流量及通行费收入高速增长。

图 20：成乐高速通行费收入及增速



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 21：成都、乐山、眉山三市旅游业蓬勃发展



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

2.4.2. 延伸线乐宜高速、雅乐高速开通，贯通效应诱增车流量

乐宜高速连接乐山与宜宾，2010 年底建成通车后，与成乐高速组成一条新的成都至宜宾的快速通道，将部分成都直达宜宾的车流量由成渝-内宜线分流至成乐-乐宜线。

雅乐高速连接雅安与乐山，也是成乐高速的延伸线，全长 113 公里，预计将于 2012 年底建成通车。

图 22: 乐宜高速、雅乐高速是成乐高速的延伸线



数据来源: 国泰君安证券研究

表 4: 成乐-乐宜高速较成渝-内宜高速有距离优势

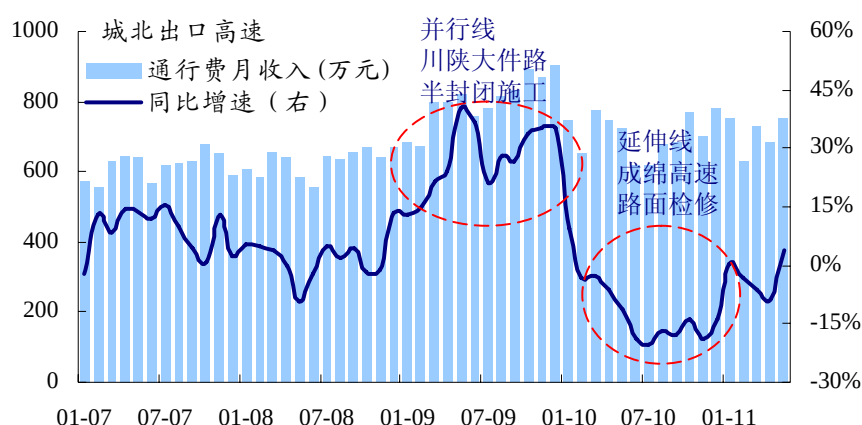
路线	成都至宜宾距离(公里)
成渝-内宜线	290
成乐-乐宜线	260

数据来源: 国泰君安证券研究

2.5. 城北出口高速: 里程及通行费收入占比不足 4%

成都城北出口高速 1998 年建成通车, 起于青龙场高架桥, 止于白鹤林, 全长 10.35 公里, 是成都市区与成绵高速的连接线, 公司拥有其 60% 权益。成都市二环与绕城高速之间连接道路众多, 且城北出口高速饱和度约达 60%, 预计其车流量及通行费收入将缓慢增长。由于城北出口高速里程及通行费收入占比都很小, 均不足 4%, 对公司盈利影响不大。

图 23: 城北出口高速通行费收入及增速



数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

2.6. 成仁高速: 成都通江达海的通道, 通车初期业绩影响负面

公司于 2009 年投资兴建成仁高速, 总预算投资约 73 亿元, 计划 2012 年底建成通车, 收费期限为 30 年, 收费基准费率约为 0.5 元/车公里。成仁高速起于成都绕城高速, 止于眉山市仁寿县与内江市威远县交界的纸厂沟, 全长约 106.613 公里, 是成自泸赤高速的一部分。

成自泸赤高速全长 293 公里，北起成都，途径眉山、内江、自贡、泸州，南接贵州省遵义至赤水高速，该通道纵贯成都经济区与川南经济区腹地，成都至四川省长江第一港泸州港缩短为 3 小时车程，直接与长江黄金水道相连，也可经贵州通达珠三角、北部湾，实现“通江达海”。目前各路段已开工建设，预计将于 2012 年底全线竣工通车。

图 24：成自泸赤高速是成都至长江河道、贵州及珠三角的重要通道



数据来源：国泰君安证券研究

成仁高速开通初期对公司业绩影响负面：预计 2013 年成仁高速正式通车后，由于开通初期车流量和通行费收入都较少，而建造成仁高速“银团贷款”的财务费用将不再资本化，短期内财务费用和折旧摊销的大量增加，将给公司业绩带来负面影响，预计拖累公司 2013 年业绩约 4%。

2.7. 合资设立子公司，开展高速公路配套服务

2011 年 6 月，公司控股子公司（持股 99.9%）蜀海公司与中石油共同出资设立四川中路能源有限公司，主营业务定位于经营高速公路沿线加油站。中路能源公司注册资本 5200 万元，其中蜀海公司现金出资 2652 万元，持股 51%。新公司已办理完毕工商注册登记手续，领取了企业法人营业执照。

目前公司旗下高速公路沿线加油站的经营模式为：由中石油、中石化等油品销售商租赁沿线土地及相关资源，开展与高速公路配套的汽车加油服务。未来，公司旗下高速公路沿线的加油站将逐步转为由新设立的四川中路能源公司经营。由于油品销售商与公司签订的沿线土地及相关资源租赁协议期限并不长，经营权转换过程预计在 1-2 年内逐步完成。

图 25：高速公路配套服务业务发展路线图

2011年6月 合资成立四川中路能源有限公司



Step1: 出资建设并经营成仁高速沿线4对加油站



Step2: 租赁经营成渝高速沿线加油站



Step3: 租赁经营成雅高速、成乐高速等沿线加油站

数据来源：国泰君安证券研究

2.8. 收费标准低于全国平均，计重收费优惠延长至 11 年底

“低费率、长年限”政策有望 2-3 年内出台：经历去年河南“天价过路费”、今年媒体关注“物流费用过高”等事件，交通部已经开始研究“低费率、长年限”的高速公路收费改革。但改变高速公路收费年限需要修改《公路法》、《公路收费管理条例》，预计耗时较长，可能在未来 2-3 年内出台具体政策。

四川省下调收费标准的概率不大：目前四川省高速公路通行费基准费率仅为 0.35 元/车公里，远低于全国平均水平。我们认为公司可能会被作为“低费率”政策调整的基准，下行风险小。

货车计重收费八折优惠再延长，12 年有望恢复全额收费：四川省自 2007 年 6 月起对货运车辆行驶高速公路实施计重收费，在试行期限内（至 2010 年 9 月 30 日止），对正常装载的货车给予 20% 通行费优惠。该试行期现已到期，但主管部门尚未就此事项进行批复，目前四川省货车通行费优惠政策仍在继续执行。我们认为，为继续支持灾后重建，四川省政府可能会将计重收费优惠政策再延长至 2011 年底，预计 2012 年起将执行货车全额计重收费。

表 5：各省高速公路收费标准一览

省份	客车收费标准	货车收费标准
四川省	客车（≤7 座） 0.35 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤20 吨）0.075 元/吨公里。
山东省	客车（≤7 座） 0.40 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤10 吨）0.08 元/吨公里。
湖南省	客车（≤7 座） 0.40 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤10 吨）0.08 元/吨公里。
江西省	客车（≤7 座） 0.40 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤10 吨）0.08 元/吨公里。
湖北省	客车（≤17 座） 0.44 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤10 吨）0.088 元/吨公里。
吉林省	客车（≤7 座） 0.45 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤5 吨）0.07 元/吨公里。
河南省	客车（≤10 座） 0.45 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤15 吨）0.09 元/吨公里。
安徽省	客车（≤7 座） 0.45 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤10 吨）0.09 元/吨公里。
江苏省	客车（≤7 座） 0.45 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤10 吨）0.09 元/吨公里。
福建省	客车（≤7 座） 0.55 元/车公里；	货车计重收费，基本费率（≤10 吨）0.09 元/吨公里。
广东省	客车（≤20 座） 0.60 元/车公里；	货车（≤2 吨） 0.60 元/车公里。

数据来源：国泰君安证券研究

2.9. 所得税优惠与否尚无定论，可能逐步从 15% 过渡至 25%

2007-2010 年公司高速公路收费业务享受企业所得税优惠：政府为支持西部大开发，对“设立在西部地区、以国家规定的鼓励类产业项目为主营业务、当年主营业务收入超过企业总收入 70%”的企业，经主管税务审核确认后，可减按 15% 税率缴纳企业所得税。母公司（下辖成渝高速、成雅高速）、成乐高速公司、城北出口高速公司均获批准在 2007 年-2010 年享受西部大开发企业所得税优惠政策，按 15% 缴纳企业所得税。

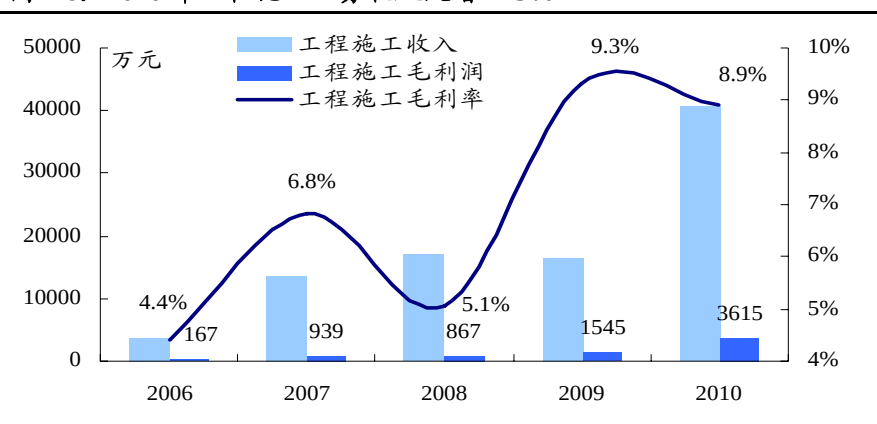
企业所得税优惠政策有望延续，但至今未有相关政策出台：西部大开发企业所得税的 15% 低税率优惠期间为 2001-2010 年，如果没有新政策出台，西部企业将可能自 2011 年起逐步过渡到 25% 的税率。虽然温家宝在 2010 年 7 月召开的西部大开发工作会议上表示，“继续对西部地区有关企业减按 15% 的税率征收企业所得税”，但至今未有相关政策出台。保守起见，预计公司高速公路收费业务所得税在 2011-2015 年逐步从

15%过渡到 25%。如果所得税优惠政策得以继续实施，则相应年度盈利水平受益。

3. BT 项目：提升资金效率，获取稳健收益

工程施工业务收入主要来源于蜀工、蜀厦、蜀海三家子公司，近期蜀工公司公路工程一级承包资质申请已获得四川省住房与城乡建设厅、四川省交通运输厅、国家部委的批准。此外，蜀工公司于 2010 年 6 月设立的蜀工检测公司，已获得交通厅质检站和四川省技术监督局双认证资质，加强了道路、桥梁、隧道工程试验检测方面的业务。2010 年公司路产实施路面分段罩面工程，因此工程施工业务收入同比大增 145%，毛利同比大增 134%。

图 26：2010 年工程施工业务收入大增 145%



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

表 6：工程施工业务板块子公司

拥有权益	2010 年净利润（万元）	主营业务	
蜀工公司	100%	2171.7	公路、桥梁、隧道等基础设施养护；可承担高速公路路基、一级标准以下公路和独立大桥工程施工。
蜀厦公司	100%	262.8	管理本公司高速公路资产及服务区内相关配套相关服务管理。
蜀海公司	99.9%	949.8	公路基建项目投资及其他事业投资。

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

公司工程施工业务主要采用 BT (Build - Transfer) 模式，即建造—移交模式，指政府通过特许协议，引入社会资金（投资方）进行专属于政府基础设施项目的建设，项目建成并验收合格后移交政府（回购方），回购方按协议约定分期支付项目回购款，投资方逐年收回项目投资并取得相应收益。

目前公司承接的 BT 项目有：成都市双流县天府新区仁宝项目园区道路 BT 项目第一期及第二期工程、仁寿土地挂钩试点与仁寿大道连接线 BT 项目，三个项目总投资额高达 20.64 亿元，上述项目可以在未来三到五年为公司带来稳定的投资回报。

表 7: 公司中标 BT 项目一览

项目	简介	项目总投资	实施单位	施工期	回收期
天府新区仁宝项目园区道路 BT 项目第一期	工业园区大道、货运大道、正公路西二段、综保大道 4 条道路共 12.1 公里。	投资总额约 68667 万元，其中征地拆迁费用约 30074 万元，建安费 38593 万元。	设立蜀南项目公司	2011 年 1 月底至 2011 年 5 月底	拟投资项目全部资金 (包含投资成本及回报) 可于 2 年半收回。
天府新区仁宝项目园区道路 BT 项目第二期	仓库道路、综保横路、巡逻道路、工业园区大道东段、物联大道、双黄路综保区段 6 条道路共 15.96 公里。	投资总额约 66486 万元，其中征地拆迁费用约 25470 万元，建安费 41016 万元。	设立蜀南项目公司	2010 年 12 月至 2011 年 6 月底	拟投资项目全部资金 (包含投资成本及回报) 可于 2 年半收回。
仁寿土地挂钩试点 BT 项目	文林镇高滩村 4848 亩项目区内农房拆迁、安置点三通一平及配套市政道路、安置房 (含前期工作) 建设 (约 11.27 万平方米) 及安置小区附属工程。	31784.6 万元	蜀海公司设立项目公司	2011 年 3 月中标，建设工期 18 个月	拟投资项目全部资金 (包含投资成本及回报) 可于项目建成交工验收后三年内收回。
仁寿大道连接线 BT 项目	仁寿大道连接线规划设计长度 4.693 公里，红线宽度为 110 米，实施内容为 60 米道路、应急避难疏散场地及绿化工程。	39436.4 万元	蜀工公司		

数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

表 8: 公司中标 BT 项目投资回收预测

	投资总额 (万元)	投资回收期				
		2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
天府新区仁宝项目园区道路 BT 项目第一期	68,667	15,793	31,587	31,587		
天府新区仁宝项目园区道路 BT 项目第二期	66,486	15,292	30,584	30,584		
仁寿土地挂钩试点 BT 项目	31,785			20,851	15,161	14,208
仁寿大道连接线 BT 项目	39,436			25,870	18,811	17,628
确认收入 (万元)		31,085	62,170	108,891	33,972	31,836
长期应收款 (万元)		37,510				
持有至到期投资 (万元)		124,341	174,700	65,808	31,836	

数据来源: 国泰君安证券研究

注: BT 项目投资: 在建期, 计入长期应收款; 建成后, 一次性转入持有至到期投资。

2010 年 9 月, 四川省在深入实施西部大开发战略工作会议上提出建设“天府新区”, 形成以现代制造业为主、高端服务业集聚、宜业宜商宜居的国际现代新城区。未来天府新区将有大量基础设施建设项目, 预计总投资额高达 50 亿元。前期公司承接政府基建项目均顺利移交, 与政府合作关系良好, 在竞争投标政府 BT 项目中有一定竞争优势。

4. 盈利预测与估值

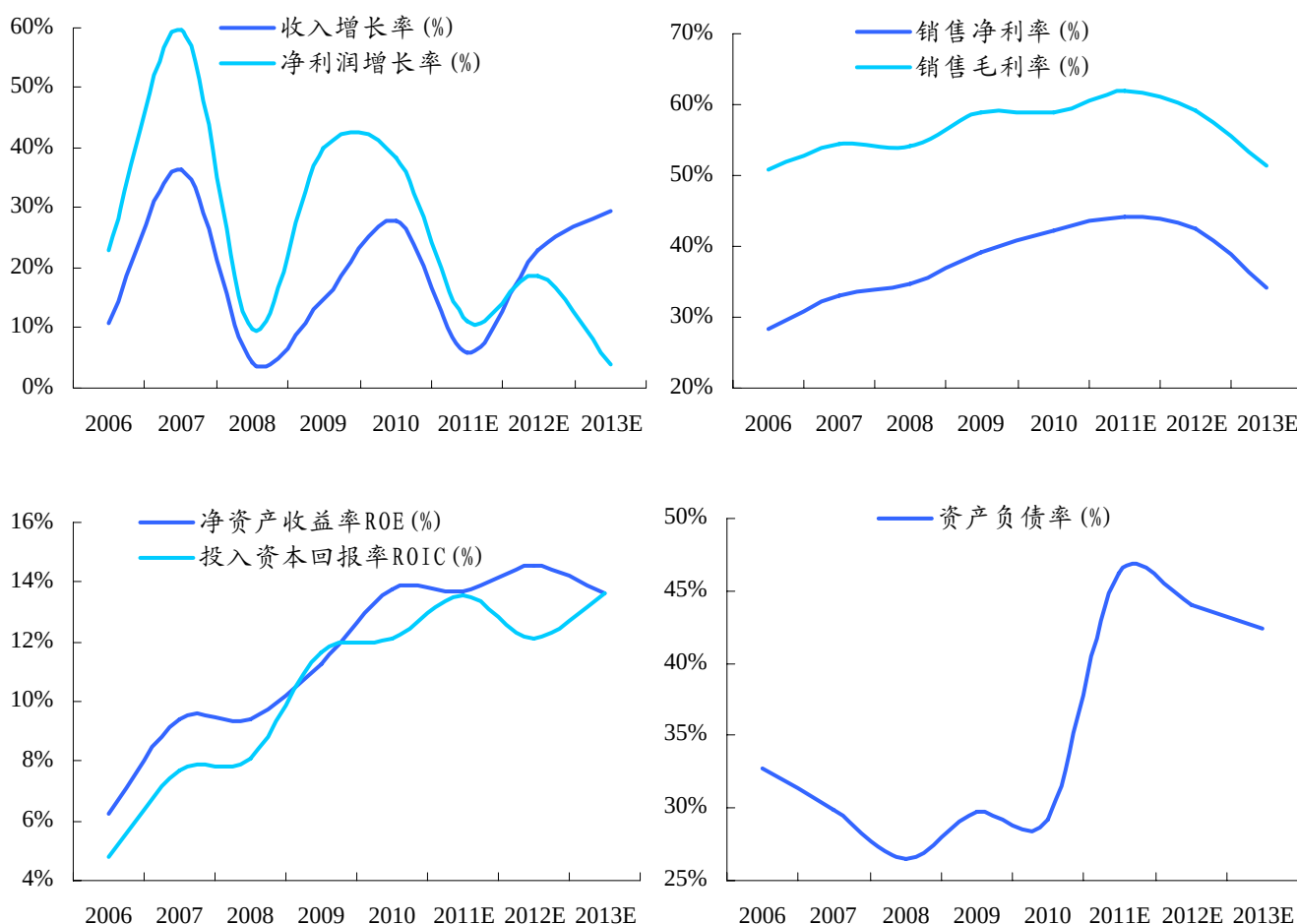
4.1. 财务分析与盈利预测

公司财务状况良好，自 08 年地震后收入及净利润增速稳步提高；盈利能力较强，净资本收益率及投入资本回报率逐年提高。未来公司积极拓展工程施工 BT 业务需要大量资金投入，资产负债率将会有所上升；低毛利率的工程施工业务收入占公司营收比重逐渐增加，将拉低公司综合毛利率水平。

公司正处于“外延式扩张”的成长通道。公司采用 BOT 形式投资的成仁高速将于 2012 年底建成通车；公司自 2008 年就启动了收购成南、遂渝四川段的工作，控股股东交投集团成立后，将加快收购进程。此外，公司还在积极寻求新建或收购四川省内高速公路资产的机会。

不考虑成南、遂渝四川段的收购事项，假设 2011 年底取消货车计重收费优惠政策、2012 年底成仁高速顺利建成通车，我们预测公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.42、0.49、0.51 元。

图 27：财务分析



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

表 9: 收入预测假设

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
高速公路收费业务						
营业收入 (百万元)	1,389	1,939	2,296	2,548	2,893	3,468
营业成本 (百万元)	548	709	731	791	856	1,214
毛利 (百万元)	841	1,230	1,565	1,757	2,037	2,255
毛利率 (%)	60.5%	63.4%	68.2%	69.0%	70.4%	65.0%
收入增长率 (%)		40%	18%	11%	14%	20%
毛利增长率 (%)		46%	27%	12%	16%	11%
收入占比 (%)	87.5%	90.8%	84.1%	88.2%	81.5%	75.5%
毛利占比 (%)	98.0%	97.9%	97.4%	98.0%	96.9%	95.5%
工程施工业务						
营业收入 (百万元)	171	166	406	311	622	1,089
营业成本 (百万元)	163	150	370	283	566	991
毛利 (百万元)	9	15	36	28	56	98
毛利率 (%)	5.1%	9.3%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
收入增长率 (%)		-3%	145%	-23%	100%	75%
毛利增长率 (%)		78%	134%	-23%	100%	75%
收入占比 (%)	10.8%	7.8%	14.9%	10.8%	17.5%	23.7%
毛利占比 (%)	1.0%	1.2%	2.2%	1.6%	2.7%	4.1%
租赁及其他业务						
营业收入 (百万元)	27	31	27	30	33	37
营业成本 (百万元)	19	21	22	23	25	27
毛利 (百万元)	8.3	10.4	5.6	7.6	8.3	9.1
毛利率 (%)	30.3%	33.0%	20.3%	25.0%	25.0%	25.0%
收入增长率 (%)		15%	-12%	10%	10%	10%
毛利增长率 (%)		26%	-46%	36%	10%	10%
收入占比 (%)	1.7%	1.5%	1.0%	1.0%	0.9%	0.8%
毛利占比 (%)	1.0%	0.8%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 10: 盈利预测财务摘要

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入 (百万元)	2,136	2,729	2,889	3,548	4,594
同比%	35%	28%	6%	23%	29%
经营利润 (百万元)	1,084	1,403	1,576	1,836	2,019
同比%	48%	29%	12%	16%	10%
净利润 (百万元)	827	1,145	1,273	1,513	1,572
同比%	52%	38%	11%	19%	4%
每股净收益 (元)	0.271	0.375	0.416	0.495	0.514
每股股利 (元)	0.06	0.09	0.10	0.13	0.15

数据来源: 国泰君安证券研究

4.2. 估值

4.2.1. 绝对估值: DCF 估值区间 5.20-6.73 元/股

不考虑成南、遂渝四川段收购事项, 假设 2012 年底成仁高速建成通车, 收费年限 30 年, 根据自由现金流 FCFE 绝对估值模型, 公司 DCF 估值区间为 5.20-6.73 元/股, 目前公司股价处于合理区间内。

表 11: DCF 估值模型假设

DCF 估值模型假设	
行业 Beta	0.8587
股票 Beta	0.8780
无风险利率 Rf	5.25%
风险溢价 Rp	8.00%
债务成本 Kd	4.60%
股票贴现率 Ke	12.27%
债务比率 D/(D+E)	30%
权益比率 E/(D+E)	70%
实际税率 Tc	25%
WACC (%)	9.63%

数据来源: 国泰君安证券研究

表 12: DCF 估值

WACC (%)	4.63%	5.63%	6.63%	7.63%	8.63%	9.63%	10.63%	11.63%	12.63%	13.63%	14.63%
DCF 值	11.66	10.11	8.80	7.68	6.73	5.91	5.20	4.59	4.05	3.58	3.16

数据来源: 国泰君安证券研究

4.2.2. 相对估值: 历史最低、行业内中高水平

横向比较, 目前 A 股高速公路公司 2011 年平均 PE、PB 分别为 13 倍、1.6 倍; 根据我们的盈利预测, 四川成渝相应 PE、PB 分别为 14 倍、2.1 倍, 在高速公路行业中处于中高水平。此外, 四川成渝 A/H 溢价高达 70%, 远高于国内其他 A+H 股上市的高速公路公司。

另一方面, 纵向估值水平来看, 目前公司市盈率为 2009 年回归 A 股以来的最低水平。以下因素将对公司目前的估值水平构成一定支持: 西部大开发支撑车流量增长; 收费标准处于国内可比公司最低水平, 政策风险小; 预计货车计重收费优惠政策将于 2012 年取消, 助推公司业绩增长; 积极开拓工程施工 BT 业务, 新增稳健利润增长点。

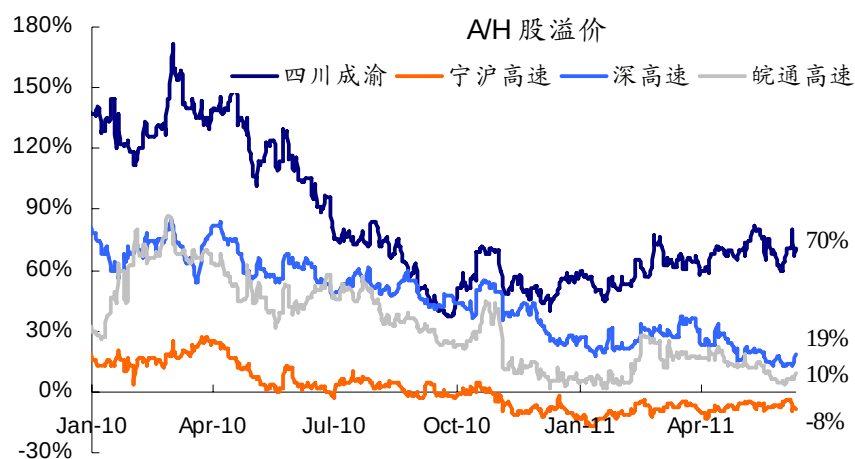
表 13: A 股高速公路行业公司估值表

2011-6-10	A 股	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PB	TTM	PE		EPS		
						10A	11E	TTM	10A	11E
601107.SH	四川成渝	5.89	180.12	2.10	16.04	15.73	14.16	0.367	0.375	0.416
600377.SH	宁沪高速	5.94	299.24	1.64	11.76	12.04	10.80	0.505	0.493	0.550
600548.SH	深高速	4.76	103.80	1.17	13.61	13.92	11.29	0.350	0.342	0.422
600012.SH	皖通高速	5.71	94.71	1.58	11.19	12.10	9.03	0.510	0.472	0.632
600350.SH	山东高速	4.48	150.70	1.47	11.45	12.05	9.92	0.391	0.372	0.451
600035.SH	楚天高速	4.80	44.72	1.44	11.15	11.18	9.65	0.430	0.429	0.497
600269.SH	赣粤高速	5.02	117.24	1.21	9.36	9.33	8.66	0.537	0.538	0.580

000429.SZ	粤高速 A	4.87	61.22	1.46	18.88	15.76	14.99	0.258	0.309	0.325
600033.SH	福建高速	3.37	92.49	1.31	18.90	17.49	13.54	0.178	0.193	0.249
600368.SH	五洲交通	6.77	37.63	1.57	15.88	17.60	9.19	0.426	0.385	0.736
600020.SH	中原高速	3.40	72.77	1.15	15.92	13.82	10.49	0.214	0.246	0.324
000828.SZ	东莞控股	5.76	59.88	1.91	15.63	17.01	12.55	0.369	0.339	0.459
000886.SZ	海南高速	5.07	50.13	2.00	25.85	42.43	23.05	0.196	0.120	0.220
000916.SZ	华北高速	3.95	43.06	1.10	19.36	17.75	15.66	0.204	0.223	0.252
600106.SH	重庆路桥	9.28	42.12	2.69	30.64	31.45	21.60	0.303	0.295	0.430
000548.SZ	湖南投资	6.20	30.95	2.15	35.35	35.55	17.23	0.175	0.174	0.360
000900.SZ	现代投资	17.38	69.38	1.53	8.68	8.75	9.01	2.002	1.986	1.928
平均值				1.62	17.04	17.88	12.99			
中值				1.53	15.88	15.73	11.29			

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 28: 高速公路公司 A/H 股价格比



数据来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究

图 29: 四川成渝 PE 处于历史低位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

作者简介:**宋伟亚:**

执业资格证书编号: S0880511050001

电话: 0755-23976003

邮箱: songweiya009360@gtjas.com

交通运输行业研究员。南京大学会计学硕士, 民航业工作背景, 4 年券商交运行业研究经验; 2010 年加入国泰君安证券。

周竞竞:

执业资格证书编号: S0880511010041

电话: 021-38676319

邮箱: zhoujingjing009501@gtjas.com

交通运输行业研究员, 上海交通大学金融学硕士, 2010 年 12 月加入国泰君安证券。2007 年 10 月到 2010 年 8 月于上海申银万国证券研究所从事交通运输行业研究, 2009 年获得新财富小组第三名。

崔书田 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090084

电话: 021-38674703

邮箱: cuishutian008426@gtjas.com

上海交通大学工学学士、管理学硕士, 2010 年 4 月进入国泰君安证券, 现从事交通运输行业研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		