

四川成渝 (601107)

车流量增速放缓和保守的会计政策，导致业绩低于预期

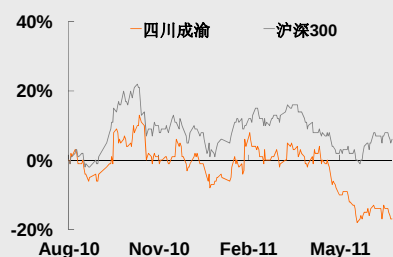
推荐 (维持)

现价：4.73 元

主要数据

行业	交通运输
公司网址	www.cygs.com
大股东/持股	四川高速公路建设开发总公司/20.85%
实际控制人/持股	四川省人民政府国有资产监督管理委员会/31.88%
总股本(百万股)	3,058
流通 A 股(百万股)	1,157
流通 B/H 股(百万股)	895
总市值(亿元)	144.03
流通 A 股市值(亿元)	54.52
每股净资产(元)	2.81
资产负债率(%)	37.5

行情走势图



相关研究报告

2010年年报点评：业绩快速增长，提高收费标准值得期待（推荐）2011.03.22

深度报告：短期看好提价和资产注入，长期看好产业转移和路网贯通（推荐）2010.12.08

证券分析师

储海 S1060511010024
0755-22621425
Chuhai260@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 车流量增速放缓和保守的会计政策，导致业绩低于预期

报告期内，公司实现营收 15.36 亿元，同比增长 22.66%，其中通行费收入 12.04 亿元，同比增长 8.07%；归属于母公司净利 5.68 亿元，同比下降 8.16%；每股收益 0.19 元。业绩低于市场和我们的预期，主要原因是车流量增速放缓，以及公司保守起见暂按 25% 计提所得税导致所得税达到 1.9 亿元，同比增长 70.68%。

■ 受宏观经济调控影响，公司下属各路段收入增速缓慢

受宏观经济影响，公司各路段收入增速缓慢，成渝、成雅、成乐高速收入同比增长 3.39%、4.93%、29.09%。其中，成雅受到成温邛高速通车的影响，产生一定的分流；成乐高速受益于乐宜高速建成通车，贯通效应使车流量增速较快。

■ 公司所得税会计政策较为保守，预计年报调整的概率大

公司受益于西部大开发相关税收优惠，去年同期享受 15% 的所得税优惠，2010 年到期，公司保守起见，报告期内按 25% 计提，导致所得税高达 1.9 亿元，同比增长 70.68%。财政部等相关部委日前下发通知，决定对设在西部地区的企业及相关项目继续实施所得税、关税等优惠政策。公司认为通知规则有待细化，减免企业目录尚未得知，保守起见，按 25% 的会计政策计提。随着西部税收优惠延续的细则明朗，预计公司出台 2011 年年报的时候，调整回 15% 的概率大。

■ 公司看点依然是货车通行费 20% 优惠的取消和成南高速注入

公司对正常载重货车给予 20% 的通行费优惠，2010 年 9 月试行期限已到期，但因尚未接收到相关部门的正式批复，优惠政策仍在继续；成南和遂渝高速的资产注入，大股东承诺 2010 年 10 月份之前注入，同样也因为大股东的更换和土地问题拖后。我们认为随着大股东交投集团逐步理清关系，待时机成熟后，将进行优惠政策的取消和成南高速的资产注入，应密切关注。

■ 略微下调盈利预测，维持“推荐”的投资评级

由于车流量放缓，将公司 2011、2012 年 EPS 由 0.44、0.52 元下调至 0.43、0.49 元，对应 8 月 30 日收盘价 4.73 元 PE 分别为 11.1、9.7 倍。预测中考虑了 15% 的税收优惠，没有考虑货车计重优惠政策的取消。维持“推荐”的投资评级，估值处于行业较高水平，需密切关注货车通行费优惠政策的取消和成南高速资产注入的时间表。

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,863	2,136	2,729	3,362	3,917
YoY(%)	22.3	14.7	27.8	23.2	16.5
净利润(百万元)	592	827	1,145	1,308	1,492
YoY(%)	19.4	39.9	38.4	14.2	14.1
毛利率(%)	55.3	58.8	58.9	56.8	55.9
净利率(%)	31.8	38.7	42.0	38.9	38.1
ROE(%)	10.2	11.3	13.8	14.0	14.1
EPS(摊薄/元)	0.19	0.27	0.37	0.43	0.49
P/E(倍)	24.3	17.4	12.6	11.1	9.7
P/B(倍)	2.5	2.0	1.7	1.5	1.4

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
流动资产	2271	1789	1854	2147					
现金	1806	1284	1123	1319					
应收账款	4	17	15	20					
其他应收款	36	56	83	92					
预付账款	402	418	603	680					
存货	21	12	29	34					
其他流动资产	2	3	2	2					
非流动资产	8335	10108	11865	13904					
长期投资	97	84	96	96					
固定资产	471	476	1305	2637					
无形资产	7646	9359	9271	9221					
其他非流动资产	121	189	1193	1950					
资产总计	10606	11898	13719	16052					
流动负债	2658	2076	2836	3919					
短期借款	45	1275	2000	3000					
应付账款	60	296	383	455					
其他流动负债	2553	506	453	464					
非流动负债	502	1397	1397	1397					
长期借款	499	1377	1377	1377					
其他非流动负债	3	20	20	20					
负债合计	3160	3474	4233	5316					
少数股东权益	104	104	124	144					
股本	3058	3058	3058	3058					
资本公积	1860	1888	1888	1888					
留存收益	2424	3374	4415	5646					
归属母公司股东权益	7342	8320	9361	10592					
负债和股东权益	10606	11898	13719	16052					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
经营活动现金流	1324	1581	1680	2419					
净利润	838	1156	1328	1511					
折旧摊销	357	329	462	770					
财务费用	120	65	116	158					
投资损失	-13	-14	-9	-9					
营运资金变动	21	41	-157	-34					
其它经营现金流									
投资活动现金流	-1588	-1855	-2197	-2801					
资本支出	893	1731	2000	2500					
长期投资	2	2	7	10					
其他投资现金流	-693	-121	-190	-291					
筹资活动现金流	562	-248	357	579					
短期借款	0	1230	725	1000					
长期借款	228	878	0	0					
普通股增加	500	0	0	0					
资本公积增加	703	28	0	0					
其他经营现金流	2	4	-60	23					
现金净增加额	298	-522	-161	196					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
营业收入	2136	2729	3362	3917					
营业成本	880	1122	1453	1726					
营业税金及附加	72	93	115	131					
营业费用	0	0	0	0					
管理费用	100	111	120	130					
财务费用	120	65	116	158					
资产减值损失	-1	-16	-3	-5					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	13	14	9	9					
营业利润	978	1367	1571	1786					
营业外收入	22	15	14	15					
营业外支出	13	17	16	16					
利润总额	986	1366	1569	1786					
所得税	148	210	241	275					
净利润	838	1156	1328	1511					
少数股东损益	10	11	20	19					
归属母公司净利润	827	1145	1308	1492					
EBITDA	1454	1761	2149	2715					
EPS	0.27	0.37	0.43	0.49					

主要财务比率									
会计年度	2009	2010	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	14.7%	27.8%	23.2%	16.5%					
营业利润	38.4%	39.9%	14.9%	13.7%					
归属于母公司净利润	39.9%	38.4%	14.2%	14.1%					
获利能力									
毛利率(%)	58.8%	58.9%	56.8%	55.9%					
净利率(%)	38.7%	42.0%	38.9%	38.1%					
ROE(%)	11.3%	13.8%	14.0%	14.1%					
ROIC(%)	15.3%	12.6%	12.3%	12.1%					
偿债能力									
资产负债率(%)	29.8%	29.2%	30.9%	33.1%					
净负债比率(%)	18.9%	77.0%	80.6%	83.0%					
流动比率	0.85	0.86	0.65	0.55					
速动比率	0.85	0.86	0.64	0.54					
营运能力									
总资产周转率	0.23	0.24	0.26	0.26					
应收账款周转率	264.82	220.24	193.06	200.21					
应付账款周转率	21.33	6.31	4.28	4.12					
每股指标 (元)									
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.37	0.43	0.49					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.52	0.55	0.79					
每股净资产(最新摊薄)	2.40	2.72	3.06	3.46					
估值比率									
P/E	17.5	12.6	11.1	9.7					
P/B	2.0	1.7	1.5	1.4					
EV/EBITDA	11	9	7	6					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257