



重庆路桥（600106）

公司点评 研究报告

上调为“谨慎推荐”

2012-2-10

分析师： 韩轶超 (8621)68751781 hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490512020001

联系人： 张明洪 (8621)68751781 zhangmq@cjsc.com.cn

新项目促营收增长，公司未来发展形式已明晰

事件描述

重庆路桥今日发布 2011 年年报，报告期内公司实现营业总收入 39838.41 万元，同比增长 15.55%；其中，第 4 季度单季度实现营业总收入 16778.17 万元，同比增长 94.31%，环比第 3 季度增长 117.87%。公司 2011 年支出营业成本 3529.80 万元，同比下降 12.78%；其中第 4 季度单季度营业成本为 1025.40 万元，同比下降 30.48%，环比 2011 年第 3 季度增长 14.62%。

公司全年实现归属于母公司净利润 35555.04 万元，去年同期为 13392.56 万元，同比增长 165.48%；实现 EPS 为 0.7834 元。其中，第 4 季度公司实现归属于母公司净利润 11265.05 万元，同比增长 152.23%，环比第 3 季度下降 39.98%，单季度实现 EPS 为 0.2482 元。

我们认为，公司主营业务的有限增长无法持续今年业绩的高增长，虽然公司工程项目收入以及由于信贷政策调整、汇率利率变动对公司继续投资所需贷款利息增长造成风险，但是我们认为公司在缺失路桥资产后，目前主营发展已经明晰，未来将重回稳健发展之路，我们预计公司 2012、2013 及 2014 年 EPS 分别为 0.33 元、0.31 元和 0.34 元，给予“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一，长寿湖高速与西永项目促成全年营业收入增长

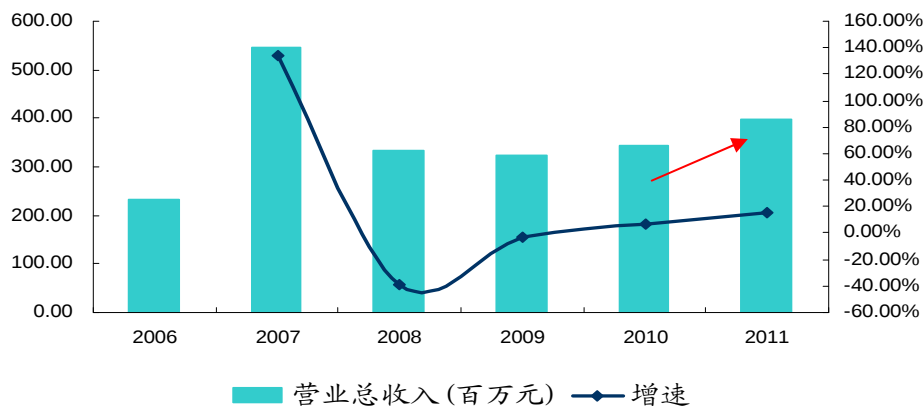
2011 年公司实现营业收入 39838.41 万元，同比增长 15.55%，该增长主要归功于长寿湖旅游高速公路项目顺利通车后带来的收入增长，以及公司承建的西永项目的完工结转收益。

公司以“BOT”模式投资建设的长寿湖专用高速公路项目在今年完成决算和审计，该公路是通往长寿湖旅游区的唯一高速通道，具有一定垄断优势级潜在车流增长潜力。今年该路贡献营业收入 7037.29 万元。

此外，从单季度来看，公司第 4 季度收入同比增长 94.31%，环比第 3 季度增长 117.87%，这主要是由于公司在今年全部完成承建的重庆西永微电软件园一期工程项目，同时也完成了该项目决算审计工作，该项目实现收入 7,800 万元，在第四季度确认收入。

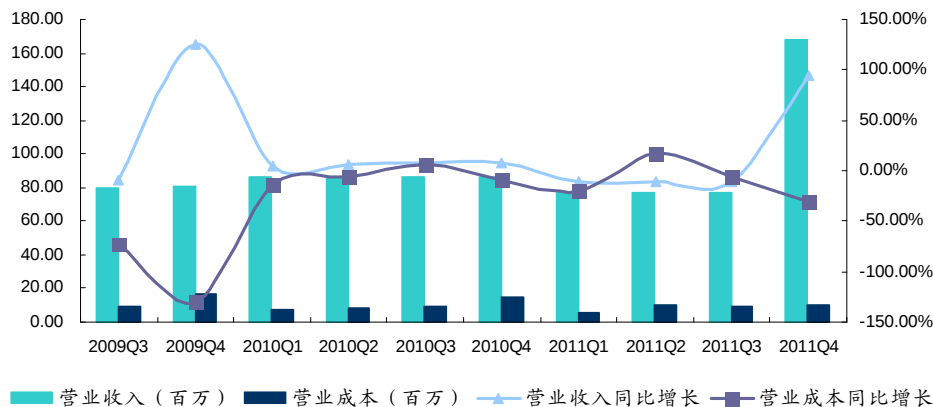


图 1: 2011 年公司营业收入小幅增长



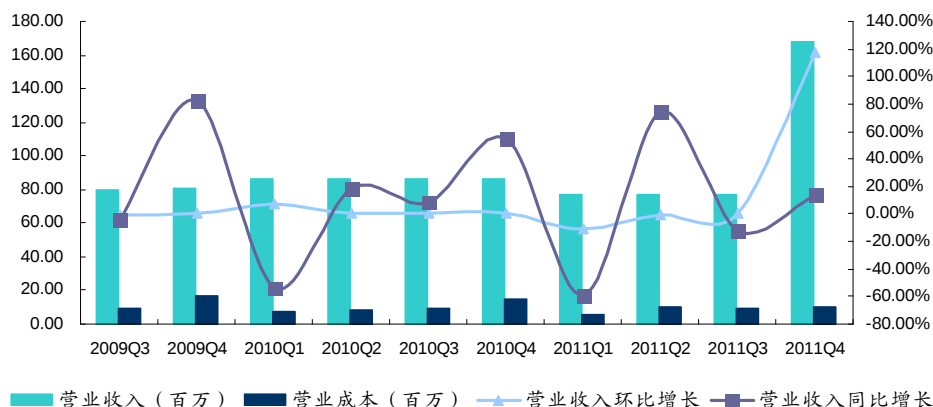
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 2: 4 季度公司营业收入同比大幅增长, 营业成本同比下降



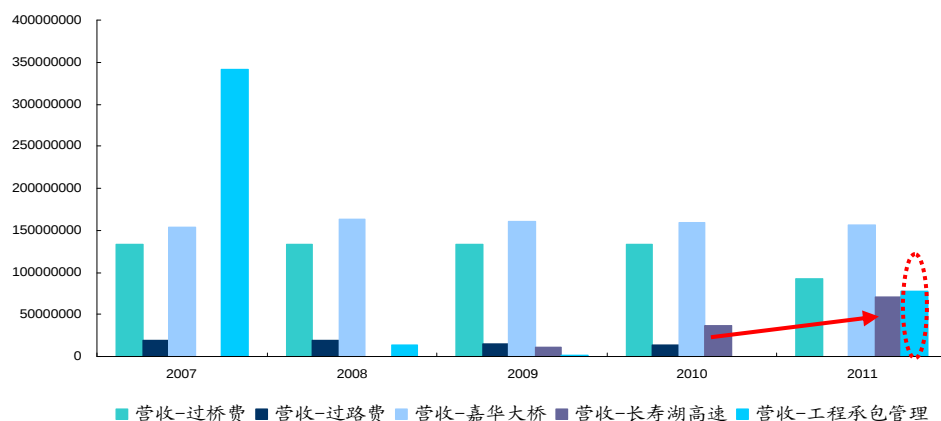
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 3: 4 季度公司营业收入环比大幅增长, 营业成本环比小幅增长



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 4：长寿湖高速与工程结算促成全年营收小幅增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 1：重庆路桥利润简表

	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4
营业收入	86.10	86.09	86.22	86.35	76.82	76.77	77.01	167.78
营业成本	7.41	8.78	9.53	14.75	5.88	10.22	8.95	10.25
毛利率	91.40%	89.80%	88.95%	82.92%	92.34%	86.69%	88.38%	93.89%
三项费用率	57.84%	62.98%	62.85%	63.14%	67.14%	69.77%	65.27%	31.10%
销售费用	0.10	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3.33	2.56	3.13	6.73	3.18	5.09	3.31	4.35
财务费用	46.37	51.66	51.05	47.79	48.40	48.47	46.95	47.83
期间费用	49.80	54.22	54.19	54.52	51.57	53.56	50.26	52.18
营业税金及附加	4.77	4.79	4.79	7.49	4.59	4.62	4.66	7.95
资产减值损失	-0.15	-1.02	6.20	-1.50	-0.57	8.72	-12.18	1.39
利润总额	31.94	28.05	36.10	47.07	33.97	21.69	215.01	122.50
所得税费用	3.73	-1.64	4.74	2.41	2.20	-1.76	27.34	9.85
净利润	28.22	29.69	31.36	44.66	31.77	23.45	187.68	112.65
归属于母公司净利润	28.22	29.69	31.36	44.66	31.77	23.45	187.68	112.65
净利率	32.77%	34.49%	36.37%	51.72%	41.36%	30.55%	243.70%	67.14%
股本	412610000	453871000	453871000	453871000	453871000	453871000	453871000	453871000
每股收益（元）	0.0684	0.0654	0.0691	0.0984	0.0700	0.0517	0.4135	0.2482

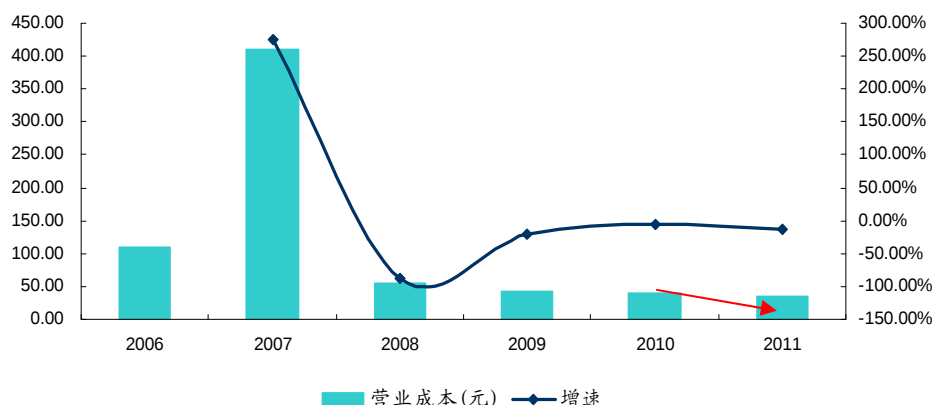
资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，新增项目高毛利促成全年成本小幅下降

2011 年公司支出营业成本 3529.80 万元，同比下降 12.78%。公司报告期内长寿湖高速和西永项目结算新产生了部分营业成本，但由于两项业务的毛利率较之前的路桥业务高，造成了报告期内全年营业成本的小幅下降。

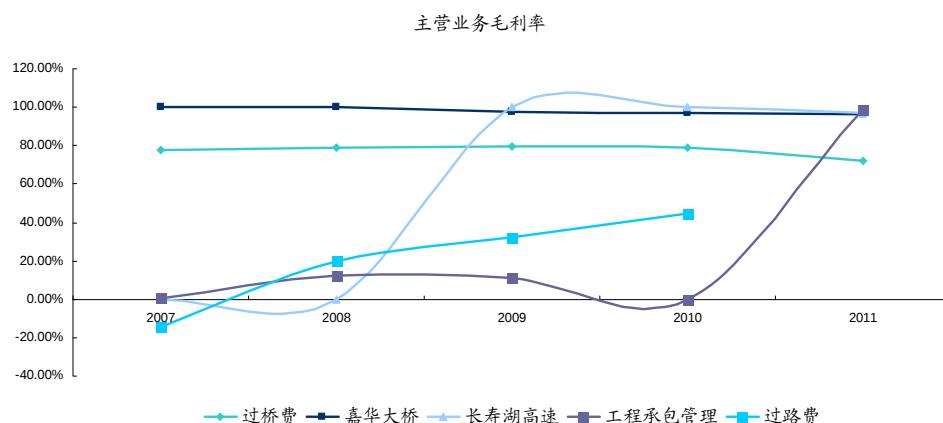


图 5：全年营业成本小幅下降



资料来源：Wind，长江证券研究部

图 6：新增项目高毛利促成全年营业成本同比小幅下降



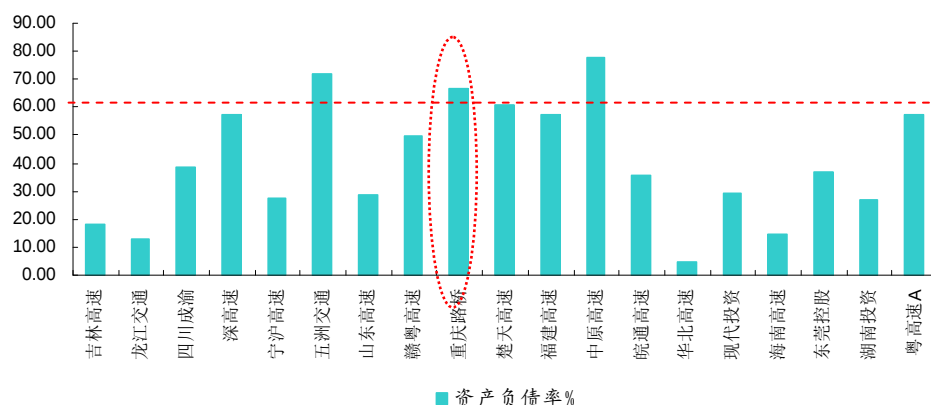
资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，贷款利率上调增加公司财务费用

报告期内，公司基本保持零销售费用，与行业其他公司相比具有一定的优势；管理费用方面，由于人工及原料成本上升，四季度的管理费用有一定增加，但整体来看，管理费用率仍略低于行业平均水平；报告期内，公司财务费用达到 1.92 亿元，财务费用率保持在 50%~60% 的高位。

公司近几年来嘉华大桥和长寿湖旅游专用高速 BOT 项目的投产增加了长期借款，2011 的资产负债率达到了 66.54%。自 2011 年初起，国家逐步转为适度从紧的货币政策，报告期内，央行先后三次提高存贷款利率，由于公司存在数额较大的银行贷款，贷款利率上调使得公司财务费用增加。

图 7：重庆路桥的资产负债率位居板块前列（2011 年三季度）



资料来源：Wind，长江证券研究部

表 2：2011 年央行调整存贷款利率一览表

时间	内容
2011 年 2 月 8 日	中国人民银行决定,自 2011 年 2 月 9 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点,其他各档次存贷款基准利率相应调整。
2011 年 4 月 5 日	中国人民银行决定,自 2011 年 4 月 6 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点,其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。
2011 年 7 月 6 日	中国人民银行决定,自 2011 年 7 月 7 日起上调金融机构人民币存贷款基准利率。金融机构一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点,其他各档次存贷款基准利率及个人住房公积金贷款利率相应调整。

资料来源：中国人民银行，长江证券研究部

表 3：重庆路桥期间费用率一览

	销售费用	管理费用	财务费用	期间费用	销售费用率		管理费用率		财务费用率	
	(百万元)	(百万元)	(百万元)	(百万元)	重庆路桥	行业均值	重庆路桥	行业均值	重庆路桥	行业均值
2010Q1	0.10	3.33	46.37	49.80	0.12%	0.45%	3.87%	5.24%	53.86%	8.38%
2010Q2	0.00	2.56	51.66	54.22	0.00%	0.40%	2.97%	4.96%	60.00%	7.84%
2010Q3	0.01	3.13	51.05	54.19	0.01%	0.40%	3.64%	4.88%	59.21%	7.81%
2010Q4	0.00	6.73	47.79	54.52	0.00%	0.45%	7.79%	5.15%	55.35%	7.64%
2011Q1	0.00	3.18	48.40	51.57	0.00%	0.41%	4.13%	4.87%	63.00%	9.18%
2011Q2	0.00	5.09	48.47	53.56	0.00%	0.42%	6.63%	4.79%	63.14%	8.71%
2011Q3	0.00	3.31	46.95	50.26	0.00%	0.48%	4.30%	5.31%	60.97%	10.91%
2011Q4	0.00	4.35	47.83	52.18	0.00%	—	2.59%	—	28.51%	—

资料来源：Wind，长江证券研究部

第四， 非经常性损益如预期大幅增厚业绩

由于 2010 年公司转让天江坤宸信托受益权的收益在 2011 年全部确认收入,致使公司非经常性损益项目(影响净利润)金额高达 1.43 亿元,约占归属于上市公司股东净利润的 40%。

2011 年公司归属于上市公司股东的净利润 3.56 亿元,归属于上市公司股东的扣除非经常损益的净利润 2.12 亿元;2011 年基本每股收益为 0.7834,扣除非经常性损益后的每股收益为 0.4675。非经常性损益贡献每股收益超三分之二。



表 4: 重庆路桥期间费用率一览

项目	金额
非流动资产处置损益	-386.50
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	161,681,121.29
对外委托贷款取得的损益	7,047,228.73
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-87,264.80
所得税影响额	-25,296,104.81
合计	143,344,593.91

资料来源：公司公告，长江证券研究部

第五，短期业绩高增长或难持续，维持“中性”评级

2011 年公司依靠西永项目、长寿湖高速公路的垄断性高收入以及变卖信托受益权获得了短期业绩高成长，我们认为明年公司无法持续这样的高成长。目前公司虽然失去了一桥一路，但已经重新形成了过桥费、嘉华大桥 BOT 收入以及长寿湖高速公路 BOT 收入三大主要收入来源，弥补了之前一桥一路的缺失。但由于公司过桥费收入依然需遵从政府的收费原则，不会有明显变化，而未来主营增长主要依靠的嘉华大桥以及长寿湖高速公路使用内部收益率计算法，所以实际每年的收入有一定的递减效应，超预期因素不大。目前，渝涪高速增持所带来的投资收益增加是公司未来增长确定性最高的收入来源，该路段车流增长未受经济影响，尚处于高增长期，未来几年依然有持续增长动力。

2012 年公司继续投资建设北部新区高新园人和组团地块（“北山紫园”项目）开发等项目，预计 2014 年完工，并结算收入。我们认为，公司主营业务的有限增长无法持续今年业绩的高增长，虽然公司工程项目收入以及由于信贷政策调整、汇率利率变动对公司继续投资所需贷款利息增长造成风险，但是我们认为公司在缺失路桥资产后，目前主营发展已经明晰，未来将重回稳健发展之路，我们预计公司 2012、2013 及 2014 年 EPS 分别为 0.33 元、0.31 元和 0.34 元，给予“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	398	312	310	709	货币资金	858	31	31	71
营业成本	35	30	30	312	交易性金融资产	30	30	30	30
毛利	363	282	281	397	应收账款	106	124	124	283
% 营业收入	91.1%	90.5%	90.5%	56.0%	存货	218	163	164	3548
营业税金及附加	22	17	17	39	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	其他流动资产	2	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	流动资产合计	1214	348	360	3976
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	可供出售金融资产	83	83	83	83
管理费用	16	14	14	33	持有至到期投资	290	580	580	290
% 营业收入	4.0%	4.6%	4.6%	4.6%	长期股权投资	1385	1674	1740	1797
财务费用	192	211	205	261	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	48.1%	67.8%	66.0%	36.7%	固定资产合计	611	595	579	563
资产减值损失	-3	8	0	10	无形资产	44	42	40	38
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	257	144	122	125	递延所得税资产	2	1	0	2
营业利润	393	175	166	180	其他非流动资产	2008	2008	2008	2008
% 营业收入	98.7%	56.1%	53.5%	25.3%	资产总计	5638	5332	5390	8757
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	368	267	186	2092
利润总额	393	175	166	180	应付款项	86	40	40	874
% 营业收入	98.7%	56.1%	53.5%	25.3%	预收账款	113	165	165	376
所得税费用	38	26	25	27	应付职工薪酬	9	7	7	156
净利润	356	149	141	153	应交税费	22	35	34	54
归属于母公司所有者的净利润	355.6	148.6	141.3	152.7	其他流动负债	267	9	9	104
					流动负债合计	865	524	442	3655
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	2858	2773	2773	2773
EPS (元/股)	0.78	0.33	0.31	0.34	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	29	0	0	0
	2011A	2012E	2013E	2014E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	463	6	242	-1930	负债合计	3752	3297	3214	6428
取得投资收益收回现金	18	109	44	35	归属于母公司所有者权益	1886	2035	2176	2329
长期股权投资	10	-254	0	0					
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	1	0	0	-1	股东权益	1886	2035	2176	2329
其他	122	-290	0	290	负债及股东权益	5638	5332	5390	8757
投资活动现金流净额	133	-435	44	324	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.783	0.327	0.311	0.336
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.16	4.48	4.80	5.13
银行贷款增加 (减少)	-572	-186	-81	1906	PE	11.27	26.97	28.37	26.25
筹资成本	202	-211	-205	-261	PEG	-0.46	-1.10	-1.16	-1.07
其他	-405	0	0	0	PB	2.12	1.97	1.84	1.72
筹资活动现金流净额	-775	-397	-286	1645	EV/EBITDA	10.61	17.33	17.80	19.20
现金净流量	-179	-827	0	40	ROE	18.8%	7.3%	6.5%	6.6%

分析师介绍

韩轶超，上海交通大学经济学硕士、经济学学士毕业，从事航运港口行业研究。

张明洪，英国阿斯顿商学院管理会计学士、投资分析硕士，研究公路、铁路及物流行业。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999 Zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。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和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。