

四川成渝 (601107)

高速公路/交通运输

发布时间: 2012-11-14

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 中性

公路主业增长趋缓，两翼产业拓展中

报告摘要:

公司拥有成渝高速、成雅高速、成乐高速，以及刚建的成仁高速等路产，拟建公路为遂广高速及遂西高速。至 2012 年中期，公司辖下已建成高速公路总里程达 467 公里，在建高速公路里程约 269 公里。

2012 年上半年，车辆通行费收入占公司营业收入的比重为 64.97%，而营业利润占比为 92.17%，公路收费业务是公司利润的最主要来源。

受到宏观经济增长放缓影响，公司主要路产车流量增长放慢及货车占比下降，加上受路网一些分流因素影响，2012 年上半年公司通行费收入同比下降 0.36%，公路主业的毛利略有下降。随着成仁高速的通车运营，预计未来通行费收入将有所增长，而成仁高速带来的阶段性亏损，将影响公路主业的利润增长。

公司执行“一主两翼”发展战略，即在发展公路主业的基础上，加快两翼产业发展步伐，一方面推进公路基础设施投资建设、另一方面大力发展高速公路延伸产业，扩大公司的收入和现金流规模，力求使公司营业收入及净利润维持平稳或有所增长。但由于两翼产业盈利能力及业务规模相对于主业较低，难以推动公司整体利润较快增长。

基于成仁高速经营初期的亏损，若不考虑成南公司收购预期，我们预计 2012-2013 年公司 EPS 分别为 0.41 元、0.40 元，对应 PE 分别为 7.7 倍、7.9 倍。目前高速公路板块平均 PE 为 9.8 倍，公司估值偏低，给予谨慎推荐投资评级，但考虑到 2012-2013 年公路主业利润略降的预期，暂不建议作为重点配置品种。

股票数据

2012-11-12

收盘价(元)	3.17
12个月股价区间(元)	2.88~4.71
总市值(百万元)	9,694
总股本(百万股)	3,058
A股(百万股)	2,163
B股/H股(百万股)	0/895
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



相关报告

《四川成渝 2009 年报点评》

2010-3-10

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2729	3807	4100	4300	4700
(+/-)%	27.76%	39.50%	7.70%	4.88%	9.30%
归属母公司净利润	1156	1319	1297	1266	1439
(+/-)%	38.41%	13.87%	-4.14%	-2.43%	13.68%
每股收益(元)	0.37	0.43	0.41	0.40	0.45
市盈率	8	7	8	8	7
市净率	1	1	1	1	1
净资产收益率(%)	13.77%	13.96%	12.11%	10.83%	11.20%
股息收益率(%)	1.31%	2.59%	2.85%	2.85%	2.85%
总股本(百万股)	3058	3058	3058	3058	3058

证券分析师: 许祥

执业证书编号: S0550511010006
(021)20361160 xux@nesc.cn

1. 公司主营四川高速公路收费业务

公司是由四川高速公路建设开发总公司发起设立的股份有限公司，先后发行 H 股、A 股，目前总股本为 30.58 亿元，大股东四川省交通投资集团持股 31.89%。截至 2012 年 6 月 30 日止，公司股本结构如下：

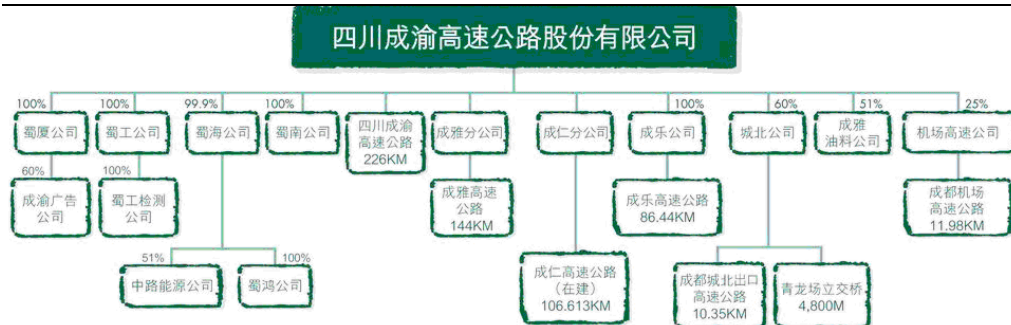
表 1：公司最新股本结构

股东名称	股份数（股）	占总股本比例（%）
省交投集团	975,060,078	31.88
华建公司	637,679,922	20.85
全国社会保障基金理事会转持三户	30,229,922	0.99
其他社会公众股	1,415,090,078	46.28
其中：H 股	895,320,000	29.28
A 股	519,770,078	17
总股本	3,058,060,000	100

数据来源：东北证券 公司公告

公司主要业务为投资、建设、经营和管理中国四川省境内公路基建项目，同时亦经营其它与收费公路相关的业务。

图 1：公司的控股子公司、参股公司结构图



数据来源：东北证券，Wind

2. 公路主业是利润的主要来源

2.1. 旗下拥有四川高速公路主干线

目前，公司拥有成渝高速、成雅高速、成乐高速，以及刚建的成仁高速，另拥有城北出口高速及机场高速部分权益，拟建公路为遂广高速及遂西高速。

截至 2012 年 6 月 30 日止，公司辖下已建成高速公路总里程达 467 公里，在建高速公路里程约 269 公里。

表 2：公司旗下高速公路一览

路段	类别	里程（公里）	公司拥有权益	收费期限
成渝高速	已运营	226	100%	1997.10.7-2027.10.6
成雅高速	已运营	144	100%	2000.1.1-2029.12.31
成乐高速	已运营	86.44	100%	2000.1.1-2029.12.31

城北出口高速	已运营	10.35	60%	1998.12.21-2024.6.30
成仁高速	刚建成	106.613	100%	从运营时起 29 年 300 天
遂广遂西高速	待建	162.671		从运营时起 29 年 336 天

数据来源：东北证券 公司公告

成渝高速公路：是连接四川省首府成都与直辖市重庆的交通大干线，在路网中地位较高。成渝高速是由成都至桑家坡，途经简阳、资阳、资中、内江、隆昌等市县，全长 226.00 公里，是一条封闭式双向四车道高速公路。

成雅高速公路：是北京至昆明国道干线的重要组成路段，也是成都通往云南省和西藏自治区的重要快速通道和四川省旅游环线的重要路段。成雅高速途经成都市高新区、双流、新津、彭山、邛崃、蒲江、名山、雅安等八区市县，全长 144.20 公里。

成乐高速公路：连接了成都市与四川省南部重要人口和经济区域乐山市和眉山市，连接了成都与“峨眉山—乐山大佛”风景旅游区，是四川西南一条重要的高速公路通道，公路全长 86.44 公里。

成仁高速公路：是指成都至仁寿高速公路，是成自泸赤高速公路的一部分。成自泸赤高速公路是四川东南向连接贵州的重要出川大通道。成仁高速起于成都绕城高速公路，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。已于 2012 年 9 月竣工通车。

遂广遂西高速 BOT 项目：是公司待建公路项目，合计总长约 162.671 公里，项目收费期 29 年 336 天，投资估算总额约人民币 122.84 亿元，公司已于 2012 年 7 月成立遂广遂西项目公司，全面负责遂广遂西高速 BOT 项目的系列工作。

遂广高速路线全长约 96.821 公里，该路将形成遂宁、广安两市之间最直接、最便捷的高速公路通道，也可对 G42 沪蓉高速公路的遂宁至广安段起到一定的分流作用。遂西高速路线全长约 65.85 公里，该路将绵遂内高速公路、成南高速公路、广南高速公路、成德南巴高速公路等省内多条重要高速公路连接起来，使之形成更为完善、快捷的高速公路网络，有效提升路网的运输效率。

2.2. 主要路产车流量增长渐慢

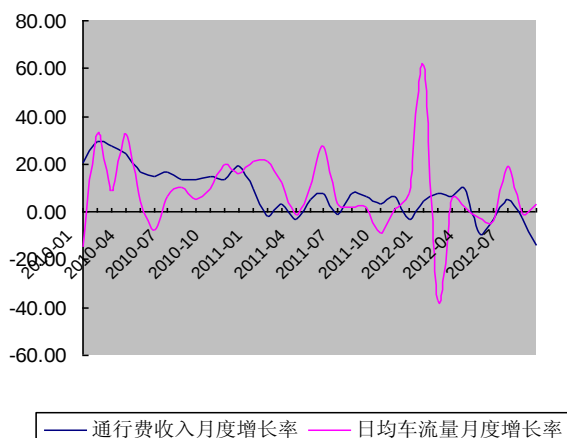
近年来，受到宏观经济增长放缓影响，公司主要路产车流量增长放慢，车流量中货车占比下降，另一方面受国家对高速公路清查等政策影响，四川省内部分二级公路收费取消，造成公司部分高速公路车流量的分流。

2012 年 1-9 月，公司成渝高速车流量同比增长 3.07%，而通行费收入与上年同期基本持平。成渝高速受到内（江）遂（宁）高速公路 2012 年 5 月建成通车影响，原来由川北方向行经成渝高速至川南片区的车辆形成了一定的分流影响。

成雅高速 1-9 月车流量同比增长 11.31%，通行费收入同比增长 5.57%。

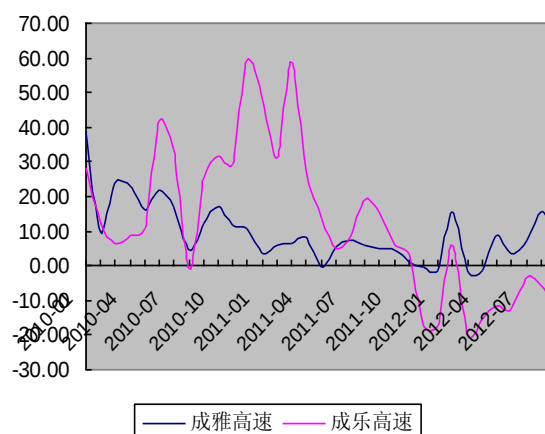
成乐高速车流量同比下降 8.32%，通行费收入同比下降 11.07%，主要是受到与其并行的省道 103 线眉山段全封闭断道施工后恢复通车并免收通行费，造成车辆分流，另外成乐高速途经的省道 306 线徐浩大桥阶段性禁止大货车通行，使货车行驶里程缩短。

图 2: 成渝高速通行费及车流量月度增长 (%)



数据来源: 东北证券 WIND

图 3: 成雅及成乐高速通行费月度增长 (%)

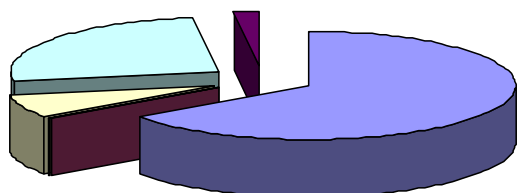


数据来源: 东北证券 WIND

2.3. 九成营业利润来自公路主业

高速公路收费业务是公司最核心的业务, 2012 年上半年, 车辆通行费收入 11.99 亿元, 占公司营业收入的比重为 64.97%, 而营业利润占比为 92.17%, 公路收费业务是公司利润的最主要来源。

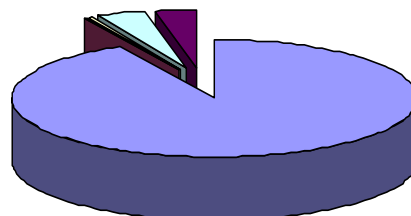
图 2: 2012 年中期公司收入构成



■ 车辆通行费 ■ 广告租赁 ■ 工程施工 ■ 油品销售 ■ 其他业务

数据来源: 东北证券 公司公告

图 3: 2012 年中期公司营业利润构成



■ 车辆通行费 ■ 广告租赁 ■ 工程施工 ■ 油品销售 ■ 其他业务

数据来源: 东北证券 公司公告

公司目前通行费收入的主要来源是成渝高速、成雅高速和成乐高速, 2012 年上半年, 三条路的通行费收入占公司总体通行费收入的比重分别为 49.33%、28.02%、18.01%, 营业利润占比分别为 49.43%、26.65%、19.27%, 其中成渝高速的贡献接近一半。

成仁高速于 2012 年 9 月通车, 将贡献通行费收入, 但在其运营初期, 会有阶段性经营亏损。

受到主要路产车流量增长放慢及货车占比下降、路网一些分流因素影响, 2012 年上半年公司通行费收入同比下降 0.36%, 公路主业的毛利略有下降。随着成仁高速的通车运营, 预计未来通行费收入将有所增长, 而成仁高速带来的阶段性亏损, 将影响公路主业的利润增长。

3. 公路主业之外的两翼产业发展

公司确定了“一主两翼”发展战略，即在发展公路主业的基础上，加快两翼产业发展步伐，一方面推进公路基础设施投资建设、另一方面大力发展高速公路延伸产业，扩大了公司的收入和现金流规模，力求使公司营业收入及净利润维持平稳或有所增长。

公司的两翼产业主要由旗下的蜀南、蜀海、蜀工、蜀厦、蜀鸿、中路能源、成雅油料公司七家附属公司负责经营和管理。

公路基础设施投资建设方面，蜀工公司，主要从事公路、桥梁、隧道等基础设施的建设与养护业务。2011 年 11 月，获得国家住建部颁发的公路工程施工总承包 1 级、公路路面工程专业承包 1 级资质证书。公司决定向其增资以进一步拓展其业务发展空间。

公司在建收费公路项目包括遂广遂西高速 BOT 项目，在建公路基础设施项目包括仁寿 BT 项目、双流西航港六期 BT 项目及双流综保 BT 项目。公司双流仁宝 BT 项目已顺利通过交工验收，该项目已累计确认总收入约人民币 9.38 亿元。

高速公路延伸产业方面，蜀海公司的控股子公司，中路能源公司主要负责成渝高速及成仁高速沿线加油站油品销售业务，公司控股子公司成雅油料公司主要负责成雅高速公路沿线加油站油品销售业务

2012 年上半年，公司除公路主业之外的其他业务实现收入 6.47 亿元，较上年同期增长约 94.73%。

4. 成遂渝高速收购预期

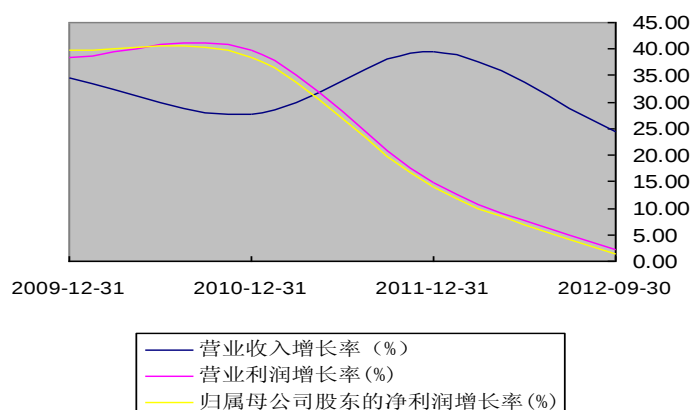
由于成遂渝高速公路与公司成渝高速公路形成了一定的竞争关系。2008 年，公司与成南公司及成南公司控股股东川高公司分别签署了不具法律约束力的《遂渝高速公路四川段资产收购及相关事项的意向性协议书》及《成南高速公路资产收购及相关事项的意向性协议书》。

2010 年 4 月，四川省政府组建了省交投集团，川高公司所持四川成渝 31.88% 的国有股份无偿划转至省交投集团，国有股份划转期间，省交投集团向四川成渝出具了《关于解决四川高速公路建设开发总公司与四川成渝高速公路股份有限公司同业竞争问题有关事项的函》，表示为解决遂渝高速公路对四川成渝所辖成渝高速公路构成同业竞争的问题，省交投集团将于四川成渝国有股份无偿划转工作完成之后，督促并协调启动四川成渝向川高公司收购成南公司股权（拟收购股权比例不低于 51%）的工作，并力争在 3 年内完成收购。收购完成后，成南公司将成为四川成渝的控股子公司，从而消除川高公司与四川成渝的同业竞争，促进四川成渝持续、稳定的发展。

5. 业绩与估值分析：

公司公路主业增长趋缓，发展两翼产业使得营业收入维持两位数增长，但由于两翼产业盈利能力及业务规模相对于主业较低，因此公司整体营业利润及净利润增长明显放慢。

图 2: 公司收入及利润增长率



数据来源: 东北证券, Wind

如果 2012 年第四季度公司其他业务没有异常的增长, 考虑到成仁高速经营初期的亏损, 我们预期 2012 年公司净利润小幅下降, 2013 年成仁运营全年, 对于业绩的负面影响增大, 不考虑收购成南公司的可能, 初步预计 2012-2013 年公司 EPS 分别为 0.41 元、0.40 元, 对应 PE 分别为 7.7 倍、7.9 倍。目前高速公路板块平均 PE 为 9.8 倍, 公司估值偏低, 给予谨慎推荐投资评级, 但考虑到 2012-2013 年公路主业利润略降的预期, 暂不建议作为重点配置品种。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1789	3163	4810	5371
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	78	35	46	45
存货	27	40	49	54
流动资产合计	2590	4011	5677	6330
可供出售金融资产	49	49	49	49
长期投资净额	1883	1893	1913	1953
固定资产	475	475	475	475
无形资产	11742	14248	13849	13433
商誉	0	0	0	0
非流动资产合计	14198	16615	17170	18230
资产总计	16788	20626	22848	24560
短期借款	60	760	770	760
应付款项	1277	606	787	770
预收款项	53	49	54	58
一年内到期的非流动负债	40	36	40	40
流动负债合计	4149	4459	4692	4738
长期借款	3121	5621	6621	7121
其他长期负债	1	3	3	3
长期负债合计	3132	5638	6636	7139
负债合计	7280	10097	11328	11877
归属于母公司股东权益合计	9345	10320	11265	12376
少数股东权益	162	209	255	307
负债和股东权益总计	16788	20626	22848	24560

利润表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	3807	4100	4300	4700
营业成本	1876	2099	2223	2397
营业税金及附加	134	144	151	165
资产减值损失	-1	5	3	2
销售费用	2	2	3	3
管理费用	139	149	172	188
财务费用	100	177	266	264
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	12	20	22	24
营业利润	1569	1543	1505	1705
营业外收支净额	-4	-4	-3	2
利润总额	1565	1539	1502	1707
所得税	246	242	236	268
净利润	1319	1297	1266	1439
归属于母公司净利润	1304	1250	1220	1387
少数股东损益	15	47	46	52

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	1319	1297	1266	1439
资产减值准备	-1	5	3	2
折旧及摊销	361	435	456	473
公允价值变动损失	0	0	0	0
投资损失	-12	-20	-22	-24
运营资本变动	-709	-711	199	-36
其他	0	-80	4	-4
经营活动净现金流量	1061	1254	2242	2227
投资活动净现金流量	-2793	-2848	-1003	-1516
融资活动净现金流量	2238	2968	409	-150
企业自由现金流	554	-1589	1162	619

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.43	0.41	0.40	0.45
每股净资产 (元)	3.06	3.37	3.68	4.05
每股经营性现金流量 (元)	0.35	0.41	0.73	0.73
成长性指标				
营业收入增长率	39.50%	7.70%	4.88%	9.30%
净利润增长率	13.87%	-4.14%	-2.43%	13.68%
盈利能力指标				
毛利率	50.71%	48.80%	48.30%	49.00%
净利率	34.26%	30.49%	28.37%	29.50%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	4.53	2.97	3.75	3.36
存货周转率 (次)	3.78	3.78	3.78	3.78
偿债能力指标				
资产负债率	43.37%	48.95%	49.58%	48.36%
流动比率	0.62	0.90	1.21	1.34
速动比率	0.50	0.74	1.06	1.17
费用率指标				
销售费用率	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
管理费用率	3.65%	3.65%	4.00%	4.00%
财务费用率	2.62%	4.31%	6.18%	5.61%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	2.59%	2.85%	2.85%	2.85%
估值指标				
P/E (倍)	7	8	8	7
P/B (倍)	1	1	1	1
P/S (倍)	3	2	2	2
净资产收益率	13.96%	12.11%	10.83%	11.20%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，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，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上。
	谨慎推荐	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5%-15%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-5%之间。
	回避	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平。
	落后大势	在未来 6-12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760