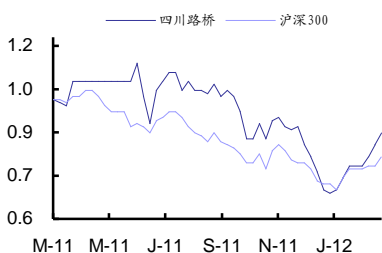


**证券研究报告—深度报告**
**建筑工程**
**工程承包**
**四川路桥(600039)**
**推荐**

合理估值: 11.77--13.80 元 昨收盘: 7.85 元 (调高评级)

2012年02月29日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	304/304
总市值/流通(百万元)	2,386/2,386
上证综指/深圳成指	2,452/10,162
12个月最高/最低(元)	10.37/6.07

**相关研究报告:**

《四川路桥: 未来四川交通基建 BOT 项目的载体》——2009-09-13

**证券分析师: 邱波**

电话: 0755-82133390

E-MAIL: qjubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120021

**联系人: 刘萍**

电话: 0755-82130678

E-MAIL: liuping@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**深度报告**

# 铁投优质资产整合下的经营旗舰

**● 川内交通基建渐入佳境**

根据规划, “十二五”期间, 四川省将新增高速公路通车里程 3700 公里, 据我们保守测算, 要完成现有已开工的高速公路, 需总投资 2574 亿元, 年均投资额 515 亿元, 较“十一五”期间年均 247 亿元增长 108%。

**● 施工业务稳定增长, 水电业务 12 年有新增产能释放**

自 08 年地震后, 随着四川基建大幅提速, 公司施工业务快速增长, 毛利率稳步提升, 已连续 3 年净利润增长超过 50%, 截止 11 年 6 月, 公司披露现有在手合同 122 亿元, 我们预计公司 12 年施工业务能持续增长。华山水电站于 2011 年底顺利投产, 预计 12 年将为水电业务增加收入 8000 万左右。

**● 注入或大幅提升公司施工业务能力、适时填补收费桥业务到期缺口**

目前公司重组方案已公告, 等待监管层批复。若重组完成, 四川省内唯一一个公路总包特级资质将进入四川路桥, 有望大幅提升公司在省内路桥施工市场的竞争力, 其在川内高速公路市场占有率有望达 30% 左右。因集团本部所承接项目的毛利率高出上市公司接近 5 个百分点, 单体合同规模是上市公司的两倍, 若重组完成, 上市公司的盈利能力将大幅提升。而拟注入的两条高速公路, 成绵复线盈利前景较好, 公司现有“三桥”的收费即将到期, 新项目将适时填补到期项目造成的收入空缺。

**● 施工业务拟注入价格对应 3 倍 PE, 二级市场有空间**

从拟注入资产的价格来看, 施工业务评估值 13.3 亿元, 较账面价值增值 6.8 亿元, 拟注入资产 2010 年施工业务贡献净利润约为 4.3 亿元, 对应 PE 为 3.09 倍, 有较大的增值空间。收费项目基本按 1.1-1.2 倍 PB 注入, 在合理范围内。

**● 风险提示**

重组进展低于预期, 施工业务毛利率大幅下降, 四川交通基建投资低于预期。

**● 重组后公司合理估值在 11.77 元~13.80 元**

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.51/0.61/0.69 元, 当前股价对应 PE 分别为 15/12/11x。重组后, 公司 12-13 年摊薄后 EPS 分别为 1.11/1.28 元, 对应 PE 分别为 7/6x, 合理估值 11.77-13.80 元, 公司当前股价较定增价 9.11 元有 16% 左右的折让, 安全边际较高, 给予“推荐”投资评级。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,160	4,581	6,533	7,969	9,444
(+/-%)	44.2%	45.0%	42.6%	22.0%	18.5%
净利润(百万元)	26	99	156	186	209
(+/-%)	86.5%	278.2%	57.1%	19.3%	12.1%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.33	0.51	0.61	0.69
EBITMargin	5.9%	6.8%	5.5%	5.7%	5.5%
净资产收益率(ROE)	2.8%	%	15.0%	15.9%	15.9%
市盈率(PE)	92.7	18.8	14.8	12.4	11.1
EV/EBITDA	39.9	26.5	17.78	17.60	17.06
市净率(PB)	2.4	2.01	2.23	1.98	1.76

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

四川省截止 2009 年的城镇化率为 38.7%，远低于全国 46.6% 的平均水平，在全国 31 个省、市、自治区中排名倒数第 6 位，我们认为未来川内的城镇化率有较大的提升空间，从而带来包括交通、市政、公共设施等方面巨大的需求。

事实上，自 2007 年年底四川省委九届四次全会做出建设西部综合交通枢纽的战略部署后，四川省内交通基础设施建设全面提速，根据相关规划，“十二五”期间，四川省将新增高速公路通车里程 3700 公里，根据我们的保守测算，“十二五”期间要完成现有已开工的高速公路，需总投资 2574 亿元，年均投资为 515 亿元，较“十一五”期间的 247 亿元增长 108%。由于大部分项目集中在 2012-2014 年竣工，因此我们判断 2011-2013 年将成为四川高速公路建设投资高峰期。

自 08 年地震后，随着四川基建大幅提速，公司施工业务快速增长，毛利率稳步提升，已连续 3 年净利润增长超过 50%，截止 11 年 6 月，公司披露在手合同 122 亿元，我们预计公司 12 年施工业务仍能持续增长。由于公司华山水电站于 2011 年底顺利投产，预计 12 年将为水电业务增加收入 8000 万左右。

目前公司重组方案已公告，等待监管层批复。尽管现有业务泛善可陈，但若重组顺利完成，四川省内唯一一个公路施工特级资质将进入四川路桥，有望大幅提升公司在省内路桥施工市场的竞争力，其在川内高速公路市场占有率或将达到 30% 左右，经营规模提升的同时盈利能力也将明显增强。

由于路桥集团本部的业务承接能力明显强于上市公司，同时受益大股东铁投集团的支持，集团本部所承接项目的毛利率高出上市公司接近 5 个百分点，单体合同的平均规模也几乎是上市公司的两倍，因此若重组完成，上市公司的盈利能力有望明显提升。

拟注入的两条高速公路中成绵复线未来盈利前景较好，有望当年实现盈利，公司现有“三桥”的收费即将到期，新项目将适时填补收费项目到期造成收入缺口。

我们认为，重组对上市公司未来的发展只是开始而不是结束，若重组顺利完成，铁投集团有望将上市公司打造成旗下优质资产整合的平台。铁投集团定位于四川交通基础设施建设的投融资和建设平台，而四川路桥是其唯一上市平台，伴随本次优质资产的注入，上市公司在投资大众的监督和注视之下，通过市场的约束力，不断督促公司在业务发展、制度建设、经营和管理等方面不断做出改进，从而有望步入良性发展轨道。

从拟注入资产的价格来说，施工业务评估值 13.3 亿元，较账面价值增值 6.8 亿元，根据我们的测算，拟注入资产 2010 年施工业务贡献净利润约为 4.3 亿元，按照 13.3 亿元的评估值，注入价格对应 PE 为 3.09 倍，在二级市场有一定的增值空间。

若不考虑重组，我们预计公司 2011-2013 年净利润分别为 0.51/0.61/0.69 元，当前股价对应的 PE 分别为 15/12/11x。

若根据重组方案中大股东的业绩承诺，拟注入资产 2012-2013 将至少实现净利润 4.02 和 3.83 亿元（仅考虑现有合同），折合 EPS（重组后总股本）分别为 0.69 和 0.66 元。加上上市公司原有业务的利润，预计 12-13 年摊薄后总的 EPS 为 1.01/1.02 元，当前股价对应 PE 为 7/7x。

**表 1: 按大股东业绩承诺计算的重组后 EPS 和 PE**

	EPS			PE		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
重组前上市公司 EPS	0.50	0.61	0.69	15.0	12.3	10.9
重组完成后(按 5.79 亿股摊薄计算)						
原有上市公司 EPS		0.32	0.36			
拟注入资产业绩承诺		0.69	0.66			
合计		1.01	1.02		7.4	7.4

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

若根据我们对拟注入资产的盈利预测, 2011-2013 将实现净利润 4.08、4.58 和 5.30 亿元, 折合 EPS (重组后总股本) 0.70、0.89 和 0.93 元。则重组完成后 12-13 年公司摊薄后总的 EPS 分别为 1.11\1.28 元, 当前股价对应 PE 为 7/6x。

**表 2: 按照我们盈利预测计算的重组后 EPS 和 PE**

	EPS			PE		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
重组前上市公司 EPS	0.50	0.61	0.69	15.0	12.3	10.9
重组完成后(按 5.79 亿股摊薄计算)						
上市公司 EPS		0.32	0.36			
注入资产盈利预测	0.70	0.79	0.92			
合计		1.11	1.28		6.8	5.9

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

综合公司拟注入资产合理估值和公司现有业务的合理估值, 若假设公司顺利完成重组, 则公司合理市值应在 68.17~82.65 亿元, 按照 5.79 亿股的重组后总股本摊薄后, 对应的每股价值为 11.77~13.80 元。我们认为此次重组无论是对公司的规模扩张、竞争实力还是后续持续发展能力都至关重要。

**表 3: 盈利预测的敏感性分析**

	2012EPS (重组后)	2013EPS (重组后)
偏悲观假设	0.94	0.98
中性假设	1.01	1.02
偏乐观假设	1.11	1.28

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理、预测

### 股价变化的催化因素

重组工作的稳步推进; 业绩的大幅提升。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 1、四川省内固定资产投资增速大幅下降;
- 2、若公司重组不能顺利完成, 则公司当前的估值水平与行业平均水平相当。

## 内容目录

<b>川内基建已入佳镜，交通 FAI 增速持续领先</b> .....	<b>9</b>
四川城镇化水平仍低于全国平均水平 .....	9
中西部地区交通 FAI 高于东部地区 .....	10
四川 FAI 高于西部地区、也高于全国平均水平 .....	10
四川公路交通网络建设仍未达全国平均水平 .....	11
“十二五”期间，四川高速公路投资将迎来跨越式发展 .....	12
普通公路投资年均规模超过 300 亿.....	15
<b>公司概况</b> .....	<b>15</b>
历史沿革及股权结构 .....	15
业务结构 .....	16
<b>优质资产注入尽享川内基建盛宴</b> .....	<b>17</b>
注入资产质地优良 .....	17
非路桥和不成熟资产将拨离 .....	17
施工业务评估价格对应 10 年净利润 PE 仅 3 倍 .....	19
长期股权投资评估价格对应 PB1.1-1.2 倍.....	19
<b>资产注入将大幅增强公司各业务板块盈利能力</b> .....	<b>20</b>
施工业务盈利能力将显著提升 .....	20
BT 及 BOT 业务：注入资产将适时填补到期项目 .....	22
水电开发业务：华山沟水电站已并网发电，对 12 年业绩贡献明显.....	23
重组是开始而非结束 .....	23
<b>盈利预测</b> .....	<b>23</b>
预测前提 .....	23
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>25</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>26</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>26</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1: 我国城镇化率 .....	9
图 2: 城镇化进入加速阶段 .....	9
图 3: 城镇化率低于平均水平的省份仍占人口的多数 .....	10
图 4: 四川城镇化率在全国仍处于较低水平 .....	10
图 5: 全国交通 FAI 及增速 .....	10
图 6: 中西部地区交通 FAI 增速快于东部 .....	10
图 7: 四川省交通 FAI 及增速 .....	11
图 8: 交通 FAI 在 FAI 中的占比—四川显著高于全国水平 .....	11
图 9: 四川交通 FAI 增速显著大于全国 .....	11
图 10: 四川交通 FAI 增速也大于西部地区 .....	11
图 11: 每平方公里面积拥有的高速公路里程 .....	12
图 12: 每百万人口拥有的高速公路里程 .....	12
图 13: 四川高速公路网规划布局 .....	13
图 14: 十二五川内通车里程将大幅增长 .....	13
图 15: 高速公路年均投资增长将翻倍 .....	13
图 16: 四川路桥股权结构 .....	15
图 17: 营收结构 (2007-1H11) .....	16
图 18: 毛利结构结构 (2010) .....	16
图 19: 营业收入增长 .....	16
图 20: 净利润增长情况 .....	16
图 21: 净利率不断提升 .....	17
图 22: 费用率持续下降 .....	17
图 23: 已剥离资产 .....	18
图 24: 拟注入资产 .....	18
图 25: 上市公司施工业务毛利率低于浦东建设和路桥建设 .....	21
图 26: 路桥集团综合毛利率高于四川路桥 .....	21
图 27: 四川路桥单体合同规模远小于路桥集团 .....	22
图 28: 路桥集团净利率高于四川路桥 .....	22
表 1: 按大股东业绩承诺计算的重组后 EPS 和 PE .....	3
表 2: 按照我们盈利预测计算的重组后 EPS 和 PE .....	3
表 3: 盈利预测的敏感性分析 .....	3
表 4: 三阶段模型的主要假设 .....	7
表 5: 绝对估值的基本假设条件 .....	7
表 6: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股) .....	7
表 7: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股) .....	7
表 8: 路桥相关公司平均估值 .....	8
表 9: 高速公路平均 PB .....	8
表 10: 重组后合理价值区间测算 .....	9
表 11: 各省 GDP 与高速公路通车里程比较 .....	11
表 12: 四川省“十二五”高速公路年均投资额测算 .....	14

表 13: 四川省目前在建和拟建的高速公路.....	14
表 14: 四川省普通公路建设情况.....	15
表 15: 发行股份购买资产情况.....	18
表 16: 路桥集团 2010 年施工业务净利润测算.....	19
表 17: 拟注入资产评估增值明细(万元).....	19
表 18: 四川省内拥有一级以上公路总包资质的企业.....	20
表 19: “三桥一路”收费情况(2010)(百万).....	22
表 20: 注入收费资产基本情况.....	23
表 21: 现有水电资产收益贡献测算.....	23
表 22: 重组后上市公司盈利预测与估值.....	24
表 23: 盈利预测的敏感性分析.....	24

## 估值与投资建议

### 绝对估值法：7.92~8.53元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。公司和四川路桥集团是川内路桥交通建设的主力军，二者在川内高速公路市场的占有率接近 30%，而目前川内交通基建正处于高峰期，我们预计川内交通固定资产投资增速近三年将维持在 20% 以上，公司披露目前未完工合同金额 122.65 亿元，我们预计公司 11-13 年复合增速将超过 20%，据此得到四川路桥绝对估值的合理区间在 7.92~8.53 元之间，价值中枢为 8.23 元。

表 4: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	29.0%	44.2%	45.0%	42.6%	22.9%	18.5%	12.0%	8.0%	2.0%	2.0%	2.0%
销货成本 / 销售收入	88.1%	89.5%	89.8%	89.1%	89.1%	89.3%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%	89.2%
管理费用 / 销售收入	4.1%	2.9%	2.3%	2.2%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
所得税税率	-3.1%	16.8%	-14.7%	16.0%	21.0%	23.0%	23.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股利分配比例	930%	517.0%	158.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表 5: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.0%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.73%	Ke	17.76%
行业平均 Beta	1.07	风险溢价	7.30%
公司市值 (E)	2250	E/(D+E)	52.94%
债务总额(D)	2000	D/(D+E)	47.06%
Kd	6.80%	WACC	12.16%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表 6: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
11.3%	9.34	9.57	9.82	10.10	10.40
11.8%	8.72	8.93	9.15	9.39	9.65
12.28%	8.15	8.33	8.53	8.74	8.97
12.8%	7.62	7.78	7.95	8.14	8.35
13.3%	7.12	7.27	7.42	7.59	7.77

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

表 7: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
16.8%	8.31	8.37	8.42	8.49	8.55
17.3%	8.06	8.11	8.16	8.22	8.28
17.76%	7.82	7.87	7.92	7.97	8.02
18.3%	7.59	7.64	7.68	7.73	7.78
18.8%	7.38	7.42	7.46	7.50	7.55

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测



### 相对估值法：7.32~8.54元/股

若不考虑重组，我们预测四川路桥 11-13 年每股盈利为 0.51、0.61 和 0.69 元，动态市盈率为 15 倍、12 倍和 11 倍。参考目前传统路桥施工板块对应 2012 年的 PE 为 14 倍，其中与公司在同一区域，且业务结构相似的成都路桥对应 12 年 EPS 的 PE 为 12 倍，由此给予四川路桥对应 2012 年 EPS 12-14 倍 PE，则公司目前股价对应的合理价值区间为 7.32~8.54 元，价值中枢 7.93 元。

综合绝对估值和相对估值的结果，四川路桥合理价值区间 7.93~8.23 元，价值中枢 8.08 元。

**表 8：路桥工程相关公司平均估值**

公司名称	最新股价	市值	EPS				PE			
			10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
浦东建设	9.05	38	0.55	0.50	0.81	1.00	16	18	11	9
成都路桥	20.06	34	0.71	1.19	1.61	1.98	28	17	12	10
上海建工	9.83	114	0.79	0.96	1.05	1.16	12	10	9	8
北新路桥	7.13	31	0.15	0.18	0.28	0.37	48	39	26	19
宁波建工	5.99	24	0.25	0.30	0.40	0.49	24	20	15	12
宏润建设	6.62	30	0.72	0.85	1.29	1.49	9	8	5	4
龙元建设	5.64	53	0.19	0.22	0.34	0.56	23	19	13	11
平均							24	20	14	10

资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

注：除浦东建设外，其余公司盈利预测来自于 WIND 中值

### 重组标的资产估值：49.63~57.63 亿元

由于公司目前重组正在等待监管层的批复，我们拟通过对拟注入资产上市后的合理市值进行评估，以期得出公司重组后的合理价值区间。

我们将公司注入资产分成两部分，施工资产采用 PE 法估值，而收费公路资产按照 PB 估值，则依照公司业绩承诺，拟注入的施工资产 2012 年将为公司贡献净利润 4.02 亿元，保守按照 10-12 倍 PE，对应市值区间为 40.2~48.2 亿元。

目前上市高速公路公司 PB 水平在 0.78~3.00 倍之间，均值为 1.34 倍，由于公司注入的两条高速公路其中成绵复线的盈利前景较好，预计当年实现盈利的可能性较大，而南大梁预计需要 2-3 年的培育期才能实现盈利，保守起见，我们认为可按照其净资产 1 倍 PB 估值，则收费路桥资产经公司审计价值为 17.37 亿元。

**表 9：高速公路平均 PB**

证券代码	证券简称	BPS	收盘价	PB
000429.SZ	粤高速 A	3.41	3.34	0.98
000548.SZ	湖南投资	2.86	4.12	1.44
000828.SZ	东莞控股	2.90	4.64	1.60
000886.SZ	海南高速	2.45	3.32	1.35
000900.SZ	现代投资	10.90	14.09	1.29
000916.SZ	华北高速	3.53	3.29	0.93
200429.SZ	粤高速 B	3.41	2.46	0.72
600012.SH	皖通高速	3.47	4.34	1.25
600020.SH	中原高速	2.92	2.72	0.93
600033.SH	福建高速	2.52	2.52	1.00
600035.SH	楚天高速	3.21	3.47	1.08
600106.SH	重庆路桥	3.38	10.14	3.00
600269.SH	赣粤高速	4.00	3.93	0.98
600350.SH	山东高速	3.07	3.69	1.20
600368.SH	五洲交通	4.19	5.64	1.35
600377.SH	宁沪高速	3.49	5.95	1.70



表 9: 高速公路平均 PB

证券代码	证券简称	BPS	收盘价	PB
600548.SH	深高速	3.97	4.08	1.03
601107.SH	四川成渝	2.72	3.81	1.40
601188.SH	龙江交通	1.98	2.80	1.41
601518.SH	吉林高速	1.35	2.81	2.08
平均				1.34

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### 重组完成后合理价值区间 11.77~13.8元/股

综合公司注入资产合理估值和公司现有业务的, 公司合理市值应在 73.77~89.95 亿元, 按照 5.79 亿总股本摊薄后, 对应的每股价值为 13.70~16.22 元。出于谨慎考虑, 我们对上市公司的资产价值, 按照 2012 年 10-12 倍这一板块估值水平的下限进行估值, 注入施工资产也按 10-12 倍 PE, 而施工资产按照净资产估值。

表 10: 重组后合理价值区间测算

项目	价值区间
注入施工资产价值 (亿元)	40.2~48.2
注入收费路桥资产价值 (亿元)	17.37
注入权益资产价值 (亿元)	2.56
债务 (亿元)	10.50
注入资产合理价值区间 (亿元)	49.63~57.63
上市公司现有资产合理价值区间 (亿元)	18.54~22.25
重组后合理市值区间 (亿元)	68.17~82.65
重组后合理股价区间 (元/股)	11.77~13.80

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 给予“推荐”的投资评级

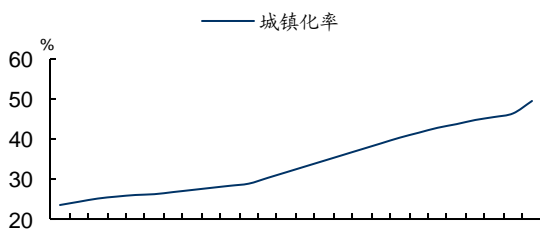
如果仅考虑现有业务, 公司合理价值区间 7.93~8.23 元, 当前股价基本合理, 但若考虑重组顺利完成对其公司的营收规模及盈利能力的提升, 重组对公司的 EPS 有明显的增厚效应, 公司有望成为四川省内路桥建设的旗舰, 分享川内交通基建高峰带来的较大市场, 我们认为此次重组无论是对公司的规模扩张、竞争实力还是后续的持续发展能力都有很大帮助, 若重组顺利完成则公司合理估值区间 11.77~13.80 元, 当前股价有吸引力, 给予“推荐”的投资评级。

## 川内基建已入佳镜, 交通 FAI 增速持续领先

### 四川城镇化水平仍低于全国平均水平

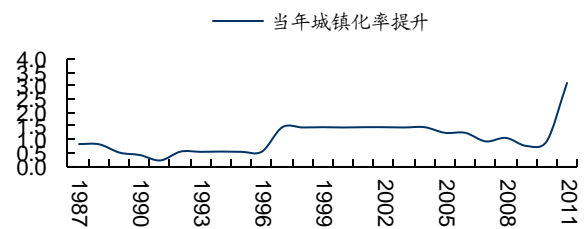
我们在前期多篇报告中一再强调, 二三线、中西部城市的城镇化有加速的趋势, 统计数据显示, 2009 年, 我国城镇人口占比为 46.6%, 但是到 2010 年底, 这一比例大幅提升至 49.7%, 2010 年当年, 城镇化水平提高了 3.1 个百分点。

图 1: 我国城镇化率



资料来源: WIND 国信证券经济研究所整理

图 2: 城镇化进入加速阶段

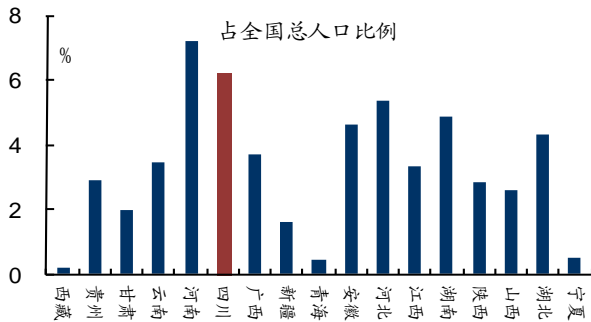


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

从地区间的城镇化进度看，中西部地区明显低于东部地区，截止 2009 年，城镇化水平低于全国平均水平的省、自治区共有 17 个，包括西部所有的省份及部分中部农业大省，涉及人口约为 7.4 亿，占全国总人口的 56.3%。

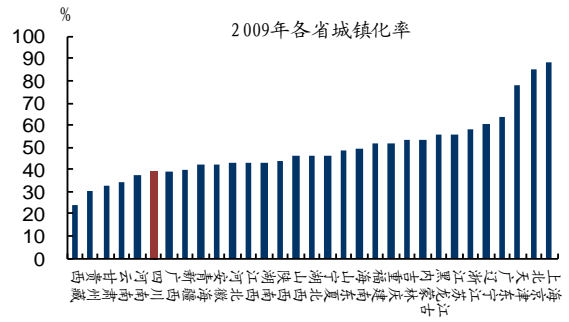
四川人口总数在国内仅次于广东、山东和河南排第四位，截止 2009 年的城镇化率 38.7%，远低于全国 46.6% 的平均水平，在全国 31 个省市自治区中排名倒数第 6 位，我们认为未来川内的城镇化率有较大的提升空间，从而带来包括交通、市政、公共设施等方面巨大的需求。

图 3: 城镇化率低于平均水平的省份仍占人口的多数



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 4: 四川城镇化率在全国仍处于较低水平

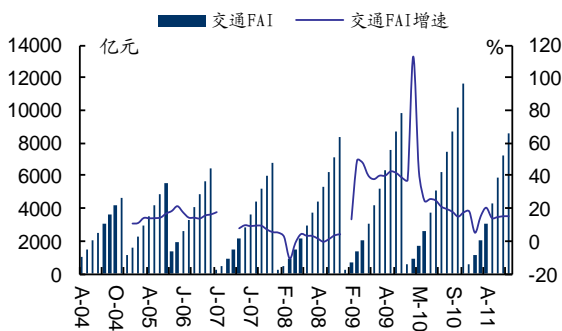


资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### 中西部地区交通 FAI 高于东部地区

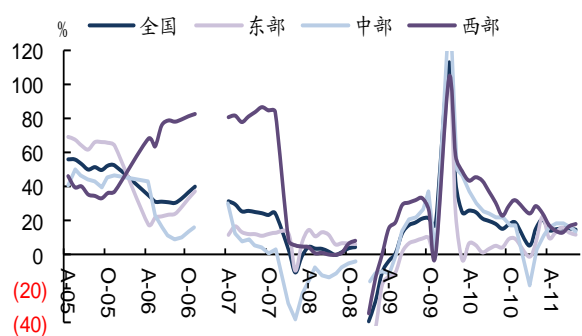
尽管我们判断全国范围内的交通基础设施投资增速将在低位运行，但由于城镇化水平的差异和地区间的基础设施建设不平衡仍将在较长时间内存在，我们一再强调，中西部地区为传统建筑工程行业的发展提供了战略纵深，区域性的基建龙头将在中西部的城镇化提速中充分受益。

图 5: 全国交通 FAI 及增速



资料来源: 交通部, WIND, 国信证券经济研究所整理

图 6: 中西部地区交通 FAI 增速快于东部



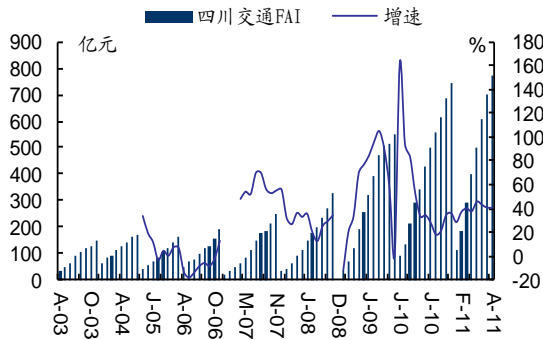
资料来源: 交通部, WIND, 国信证券经济研究所整理

### 四川 FAI 高于西部地区、也高于全国平均水平

由于地质条件恶劣，勘察、设计、施工难度大，平均造价高，经济发展水平较落后等原因，“十一五”以前，川内交通基建投资一直在国内处于较低水平，交通固定资产投资在全省固定资产投资中的占比低于全国水平，一直到 2007 年年底，四川省委九届四次全会做出了建设西部综合交通枢纽的战略部署，首次确立了破“蜀道难”的决心，提出打造全国 8 小时经济圈的交通建设目标，由此开启四川交通建设的新篇章，路网建设开始进入较快的发展期，交通基建在固定资产投资中的占比呈上升趋势(从 2006 年底的 6.1% 左右上升到 11 年 8 月份的 8.8%)，而 08 年“512”地震的突发，使灾区形成一个个公路“孤岛”，更是暴露了四川公路等级不高、路

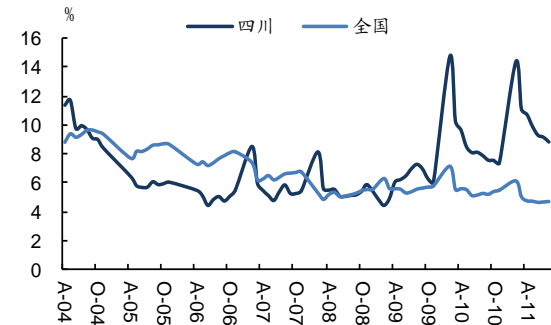
网不畅的弊病,大力发展川内交通的迫切性得到一致认可,川内交通建设全面提速。

图 7: 四川省交通 FAI 及增速



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

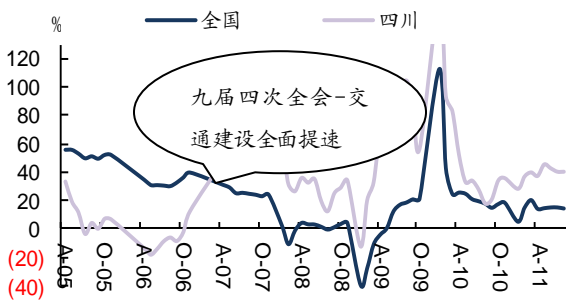
图 8: 交通 FAI 在 FAI 中的占比—四川显著高于全国水平



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

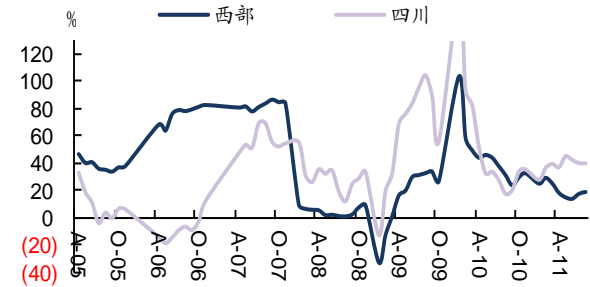
截止 2011 年 11 月,全国交通固定资产投资增速在 11.0%,其中东部地区 8.4%,中部地区 6.3%,西部地区 17.4%,而四川省内交通固定资产投资增速达 31.8%,远远高于全国水平,也显著高于西部地区的整体水平。

图 9: 四川交通 FAI 增速显著大于全国



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 10: 四川交通 FAI 增速也大于西部地区



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### 四川公路交通网络建设仍未达全国平均水平

2010 年,四川省 GDP 总量达 1.69 万亿元,在全国排名第八位,但高速公路通车里程为 2630 公里,在全国排名第 13 位,与其经济地位并不相符,如果再考虑行政区划面积和人口数量,则排名更低,按照 2010 年数据测算,四川每平方公里面积拥有高速公路里程 54.6 公里,在全国 30 个省市自治区中排名倒数第五位,按人口计算的高速公路里程则排名全国倒数第一(注,此处不包含西藏,因其特殊地理条件,现在尚无通车的高速公路)

表 11: 各省 GDP 与高速公路通车里程比较

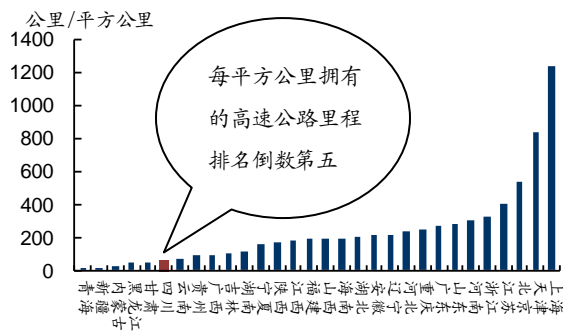
省份	高速公路里程 (公里)	2010 年 GDP 总量 (亿元)	GDP 总量排名
河南	5016	22,942.68	5
广东	4835	45,472.83	1
河北	4307	20,197.09	6
山东	4285	39,416.20	3
江苏	4059	40,903.34	2
湖北	3673	15,806.09	11
陕西	3458	10,021.53	17
浙江	3291	27,226.75	4

表 11: 各省 GDP 与高速公路通车里程比较

省份	高速公路里程 (公里)	2010 年 GDP 总量 (亿元)	GDP 总量排名
辽宁	3056	18,278.29	7
江西	3042	9,435.01	19
山西	3000	9,088.06	21
安徽	2900	12,263.36	14
四川	2630	16,898.59	8
云南	2500	7,220.14	24
福建	2300	14,357.12	12
湖南	2262	15,902.12	10
内蒙古	2176	11,655.00	15
广西	2113	9,502.39	18
重庆	2011	7,894.24	23
黑龙江	2000	10,235.00	16
甘肃	2000	4,119.46	27
吉林	1850	8,577.06	22
贵州	1507	4,593.97	26
新疆	1200	5,418.81	25
宁夏	1020	1,643.41	29
天津	950	9,108.83	20
北京	900	13,777.94	13
上海	778	16,872.42	9
海南	660	2,052.12	28
青海	443	1,350.43	30

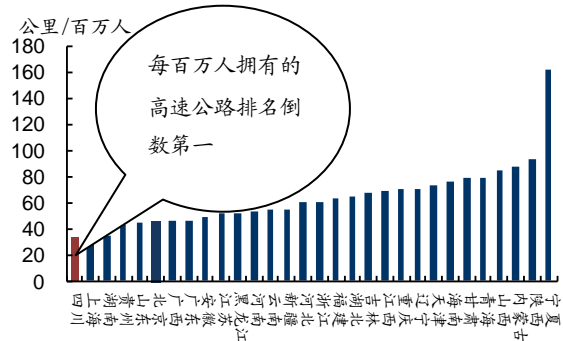
资料来源: 交通部, 国信证券经济研究所整理

图 11: 每平方公里面积拥有的高速公路里程



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 12: 每百万人口拥有的高速公路里程



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

### “十二五”期间, 四川高速公路投资将迎来跨越式发展

四川省政府 2009 年批准了《四川省高速公路网规划(2008-2030 年)》, 按照该规划, 到 2030 年, 全省高速公路通车里程总规模约 8600 公里, 而 2011 年 1 月, 四川省政府对该规划进行了调整, 将总里程增至 12000 公里, 新增了巴中-重庆等 8 条南北纵向路线、平武-广元等 7 条东西横向路线、绵竹-德阳-中江-大英等 10 条联络线, 进出川通道由原来规划的 23 条增至 33 条, 建成后将连接目前所有城镇人口超 10 万的城市, 实现高速公路网覆盖全省铁路集装箱中心站、高铁客运站、内河港口、枢纽机场, 四川省高速公路规划在现有省市中排名第一位。

图 13: 四川高速公路网规划布局

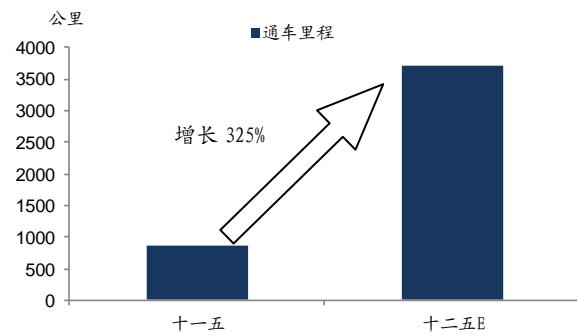


资料来源: 四川省政府网站, 国信证券经济研究所整理

按照此规划, 未来 20 年将新增高速公路通车里程 9370 公里, 框算的总投资超过 9000 亿元。

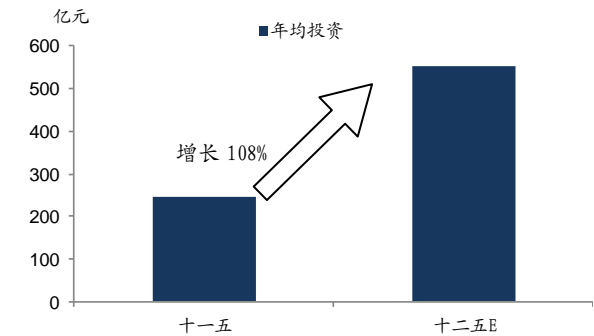
而根据四川省“十二五”规划, 到 2015 年, 四川将新增高速公路通车里程 3700 公里, 较“十一五”期间增长 325%, 到 2012 年, 全省将建成高速公路网基本框架。到 2015 年, 高速公路通车总里程超过 6350 公里, 打通 18 条进出川大通道, 基本建成全省高速公路网, 实现四川公路骨干路网和主要进出川通道由普通公路向高速公路的跨越。

图 14: 十二五内通车里程将大幅增长



资料来源: 四川省交通运输厅, 国信证券经济研究所整理

图 15: 高速公路年均投资增长将翻倍



资料来源: 四川省交通运输厅, 国信证券经济研究所整理

事实上, 按照我们最新的统计, 四川省内目前在建的高速公路共有 27 条, 总里程 3626 公里, 全部线路将在 2015 年以前通车, 而根据四川省交通厅发布的最新消息, 2011 年 6 条高速公路 BOT 的投资方招标已正式启动, 6 个项目总里程 553 公里, 总投资 447 亿元, 项目均在 2015 年以前通车, 按此测算, 即使 2012 年以后没有任何项目招标, “十二五”期间将通车的高速公路将超过 4000 公里。

**表 12: 四川省“十二五”高速公路年均投资额测算**

	单位	在建项目	6 条 BOT 项目
总里程	公里	3626	553
单位投资	元/公里	8000	8083
总投资	亿元	2901	447
截止 2010 年已完成投资	亿元	774	0
“十二五”期间需投资	亿元		2574
“十二五”年均投资	亿元		515
“十二五”年均投资	亿元		247
同比增长			108%

资料来源: 四川省交通运输厅, 国信证券经济研究所整理、测算

保守按照现有在建和 11 年招标的 6 条高速公路的规模, 假设单位里程的总投资为 8000 万元/公里, 则“十二五”期间完成现有项目的总投资为 2574 亿元, 年均投资为 515 亿元, 较“十一五”期间的 247 亿元增长 108%。由于大部分项目集中在 2012-2014 年竣工, 因此 2011-2013 年将成为四川高速公路建设投资高峰期。

**表 13: 四川省目前在建和拟建的高速公路**

编号	项目	开工时间	总里程
在建项目			
1	成安渝高速公路	2009-2012	173
2	宜泸渝高速公路	2008-2012	151
3	达州至川陕界高速公路	2008-2011	143
4	纳溪至川黔界高速公路	2008-2012	135
5	达州至万州高速公路	2009-2012	64
6	广元至川甘界高速公路	2008-2012	56
7	丽攀高速攀枝花段	2009-2012	50
8	广元至川陕界高速公路	2007-2011	59
9	雅安至乐山高速公路	2009-2012	114
10	成自泸赤高速公路	2009-2012	294
11	雅安至西昌泸沽高速	2006-2012	240
12	广元至南充高速公路	2008-2012	201
13	巴中至陕西界高速公路	2009-2014	113
14	巴中至达州高速	2009-2012	110
15	成都至南部高速	2009-2014	178
16	巴中至南部高速	2009-2012	116
17	绵阳至遂宁高速公路	2008-2011	175
18	内江至遂宁高速公路	2008-2011	120
19	成绵高速复线	2008-2011	86
20	映秀至汶川高速	2009-2012	48
21	遂宁至资阳	2009-2013	123
22	成都第二绕城高速(西段)	2010-2013	222
23	南大梁(川渝界)高速	2010-2013	145
24	乐山至自贡高速	2010-2013	116
25	资阳界至眉山(洪雅)	2010-2013	119
26	绵阳绕城高速	2010-2013	33
27	遂资眉	2009-2014	242
			3626
11 年新招标 BOT 项目			
1	巴中—广安-重庆	2011-2015	208
2	遂宁至广安	2011-2014	97
3	遂宁至西充	2011-2014	66
4	内江至威远至荣县	2011-2015	63
5	自贡至隆昌	2011-2014	51
6	叙永—古蔺	2011-2015	69
			553
总计			4179

资料来源: 四川省交通运输厅, 国信证券经济研究所整理



### 普通公路投资年均规模超过 300 亿

“十一五”末，四川省公路通车里程达 26.6 万公里，其中，国省干线公路为 1.9 万公里，农村公路为 24.7 万公里。根据规划，“十二五”时期四川省公路建设将高位求进，5 年将完成公路建设投资 1500 亿元以上，比“十一五”增长 50%，平均每年投资超过 300 亿元，改造国省干线公路 8100 公里、重要经济干线公路 5900 公里，国省干线二级及以上等级公路比重达到 80%，其中，内地全面达到二级及以上等级公路，三州基本达到三级及以上等级公路。力争新改建农村公路 10 万公里，实现 75% 以上的建制村通油(水泥)路，内地基本实现建制村通油(水泥)路。2011 年公路建设要确保完成投资 273 亿元，其中国省干线公路 115 亿元，农村公路 158 亿元；建成国省干线公路 2450 公里，新改建农村公路 2 万公里。

表 14: 四川省普通公路建设情况

		“十一五”	“十二五” E
总投资	亿元	1000	1500
国省干线二级以上公路比重	%	65.60%	80%
新增农村公路	万公里	12.7	10
改造国省干线	万公里		0.81
改造经济干线	万公里		0.59

资料来源：四川省交通运输厅，国信证券经济研究所整理

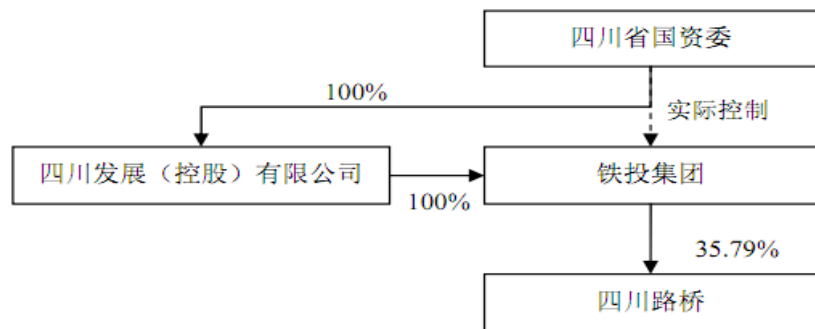
四川路桥集团是四川省内公路建设的主要载体，在川内高速公路的市场占有率高达 30%，也是川内唯一拥有特级资质的公路施工企业，是四川交通建设提速的最大受益者，我们认为集团与上市公司重组后，将大幅提升上市公司施工能力、投资能力，同时也确保上市公司最大限度的享受四川西部交通枢纽建设的盛宴。

## 公司概况

### 历史沿革及股权结构

四川路桥建设股份有限公司由四川公路桥梁建设集团公司发起创立于 1999 年，公司于 2003 年 3 月在上海证券交易所挂牌交易。

图 16: 四川路桥股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

为落实省委九届四中会会建设西部交枢纽的战略规划，四川省人民政府授权出资设立了四川铁路投资集团，并于 2009 年 1 月正式挂牌成立运行。新成立的铁投集团旨在整合川内交通基础设施建设力量，因此四川公路建设的主要力量——四川路桥集团和铁路建设的主要力量——铁路集团有限责任公司（简称川铁集团）被纳入铁投集团旗下。2009 年 3 月，路桥集团将所持四川路桥股份无偿划转给铁投集团，至此，路桥集团与股份公司无直接持股关系，集团与股份公司同成为铁投集团下属二

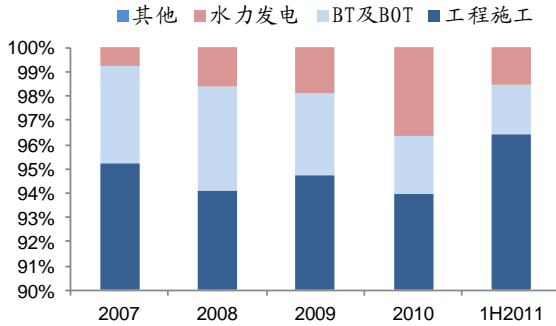


级企业。

### 业务结构

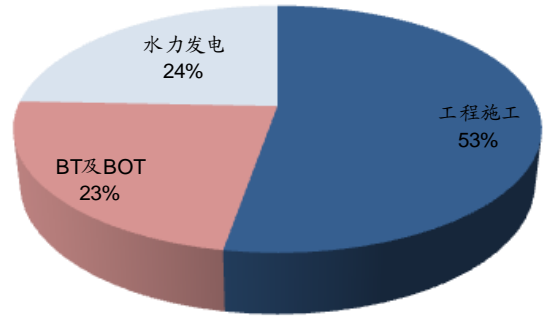
公司目前业务主要分三大板块，分别是工程施工、路桥收费和水力发电业务，工程施工贡献了公司超过 50%的毛利，路桥收费和水力发电对公司毛利的贡献均超过 20%。

图 17: 营收结构 (2007-1H11)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

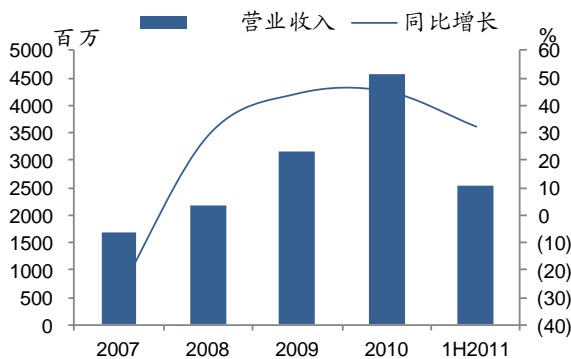
图 18: 毛利结构结构 (2010)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

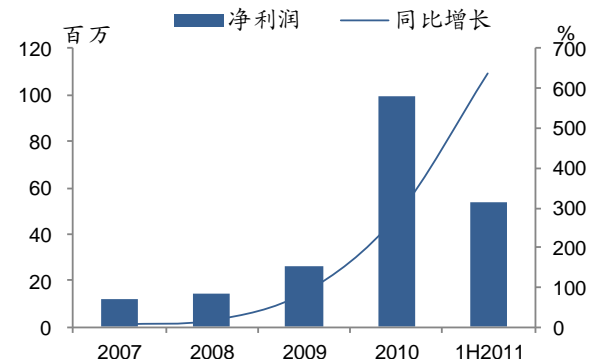
公司上市以来经营表现并不出色, 受益于四川省内交通基建提速, 自 2008 年开始, 公司营业收入和净利润开始大幅增长, 近 3 年营业收入的复合增长率超过 40%, 净利润增长超过 100%, 不过, 由于基数太低, 公司目前业绩也仅是“脱贫”, 远未到“致富”的阶段。

图 19: 营业收入增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

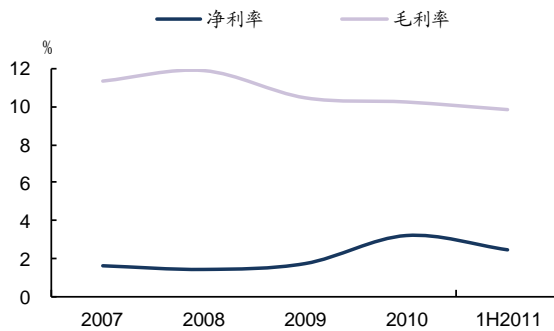
图 20: 净利润增长情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

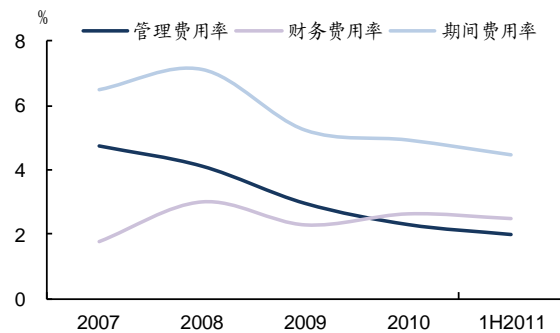
由于经营情况好转, 公司近几年来净利率不断提升, 期间费用也持续下降, 但由于公司施工业务毛利率仍低于同行, 资产负债率较高, 财务费用率居高不下, 公司净利率仍不足 3%。

图 21: 净利率不断提升



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 22: 费用率持续下降



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 优质资产注入尽享川内基建盛宴

四川路桥股份公司与四川公路桥梁建设集团有限公司(以下简称路桥集团)的重组是基于政策推进、大股东支持、监管方要求等背景下展开的。

政策方面, 国务院国资委证监会于 2006 年底出台了《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》, 四川省国资委随后于 2008 年出台《关于推进省属企业上市融资工作的实施意见》, 提出大力推动省属企业整体上市或核心业务资产上市, 做优做强国有控股上市公司。

大股东支持方面, 铁投集团成立后, 确定了巩固和发展路桥建设业务: 大力实施“主业精强战略”、“转型升级战略”, 大力发展 BOT 和 EPC(设计施工总承包)等高端项目。要做大做强其下属路桥施工板块, 而同为路桥施工资产的四川路桥和路桥集团的整合成为该战略规划的重要组成部分。

事实上, 尽管川内交通基建在过去两年飞速发展, 但四川路桥股份公司并不是最大的受益者, 原因就在于路桥集团与上市公司存在明显的同业竞争关系, 上市公司施工业务实力较集团有较大差距, 这显然不符合证监会相关要求, 也不利于上市公司的发展。

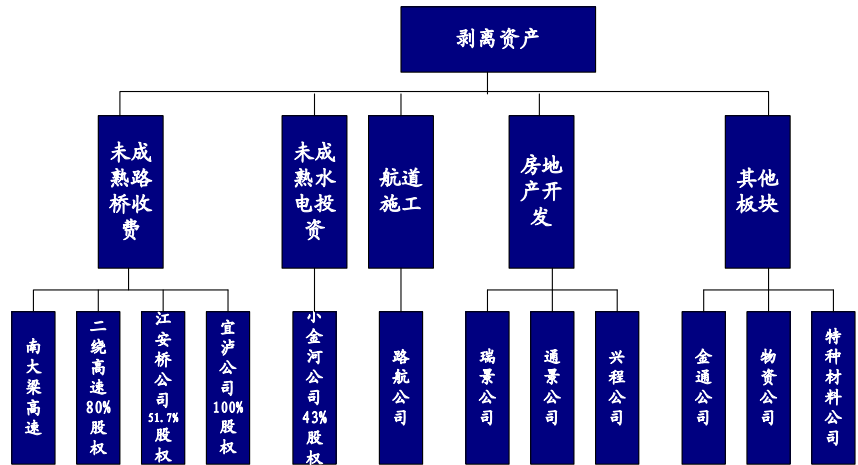
### 拟注入资产质地优良

从此次注入的资产情况看, 铁投集团将路桥集团 100% 股权(包括路桥施工资产和业务以及部分成熟的高速公路 BOT/BT 资产)注入上市公司, 不仅有利于解决长期以来困扰上市公司和铁投集团的同业竞争问题, 实现路桥施工资产的整体上市; 更能通过优质资产注入, 推动上市公司成为集规模优势与技术优势于一体的国内路桥施工行业领先公司, 有利于上市公司做大做强。

### 非路桥和不成熟资产将拨离

据公司披露, 上市公司与路桥集团的重组分两步进行, 首先是剥离非路桥业务资产以及不成熟的路桥收费资产, 然后将成熟的路桥收费资产、施工资产和部分权益投资注入上市公司, 根据公司披露, 目前资产剥离已经完成, 证监会已于 2011 年 12 月 2 号正式受理公司的资产重组方案。

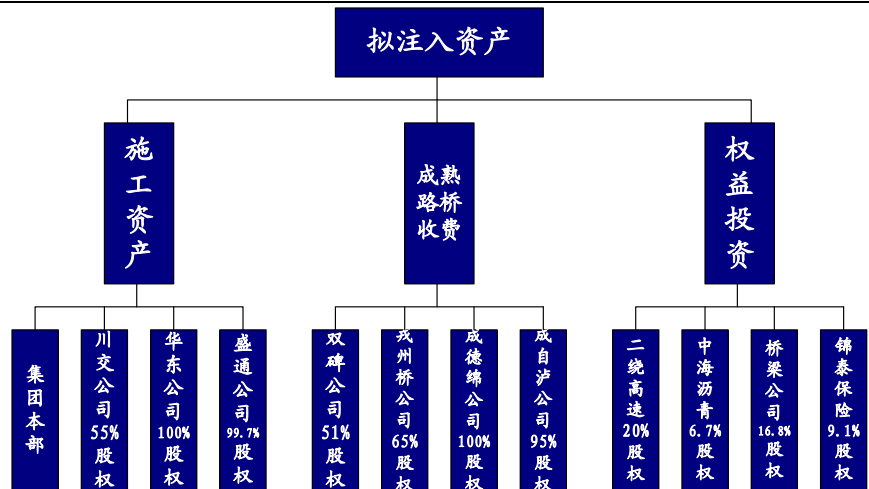
图 23: 已剥离资产



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从拟注入的资产来看, 资产净值 13.9 亿元, 评估值 25.0 亿元, 资产增值 11.1 亿元, 由于大股东进行了业绩承诺, 2012-2014 年拟注入资产需实现净利润分别为 4.0、3.8、3.9 亿元, 合计 11.7 亿元, 即未来三年业绩承诺即可将增值部分完全抵消。

图 24: 拟注入资产



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司拟以 9.11 元的价格, 发行 2.75 亿股普通股向铁投集团购买上述资产, 公司发行前总股本 3.04 亿股, 第一大股东铁投集团持股比例为 33.73%, 发行后铁投集团持有公司股票将达 3.83 亿股, 占公司总股本的 66.27%。

表 15: 发行股份购买资产情况

项目	单位	数值
发行股份	亿股	2.75
价格	元/股	9.11
发行前总股本	亿股	3.04
发行前铁投集团持股比例	%	33.73
发行后铁投集团持股比例	%	66.27
拟注入资产评估值	亿元	25.02

**表 15: 发行股份购买资产情况**

项目	单位	数值
帐面价值	亿元	13.93
增值率	%	79
业绩承诺		
	2012 亿元	4.02
	2013 亿元	3.83
	2014 亿元	3.90
	合计 亿元	11.75

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 施工业务评估价格对应 10 年净利润 PE 仅 3 倍

从不同资产的评估增值情况看, 增值主要来源是集团的施工业务, 评估值 13.3 亿元, 增值 6.8 亿元, 根据公司资产构成情况公司子公司的盈利情况, 我们简单测算了公司施工业务净利润—“施工业务净利润=归属母公司净利润-盛通-戎州桥-投资收益-营业外收支”, 公司 2010 年施工业务贡献净利润约为 4.3 亿元, 按照 13.3 亿元的评估值, 则注入的价格对应 PE 为 3.09 倍。

**表 16: 路桥集团 2010 年施工业务净利润测算**

	2009	2010	2011/5/31
集团	14,156.16	44,238.61	13,592.16
盛通	402.93	-602.38	-969.62
戎州桥公司	589.14	499.87	113.91
投资收益	294.006	523.6324	-191.5
营业外收支	-406.68	767.12	472.83
施工业务净利润	13,276.76	43,050.37	14,166.54

资料来源: 公司公告, WIND, 国信证券经济研究所整理

### 长期股权投资评估价格对应 PB1.1-1.2 倍

长期股权投资部分整体增值并不明显, 大部分按成本法评估, 这部分资产主要是两路一桥一洞, 由于两条高速公路和双碑隧道目前均未通车, 距离盈利还有较长时间, 评估价格基本是 1.1-1.2 倍 PB, 目前高速公路上市公司平均 PB1.34 (2010 年) 倍, 与公司区域位置最接近的四川成渝 PB 为 1.6 倍, 我们认为这一估值水平在合理区间。

**表 17: 拟注入资产评估增值明细(万元)**

项目	帐面值	评估值	增值	增值率	评估方法
一 路桥集团施工业务整体资产(包括路桥集团本部施工业务及川交公司、华东公司施工业务)	63,855.12	132,645.79	68,790.67	108%	收益法
二 长期股权投资	202,405.12	232,133.84	29,728.72	15%	
1 施工类子公司股权	3,050.00	2,042.76	-1,007.24	-33%	
1.2 盛通公司 99.67%股权	3,050.00	1,971.48	-1,078.52	-35%	成本法
1.3 川交道桥试验检测 28.09%		71.28			成本法
2 路桥收费类子公司股权	173,706.50	202,053.24	28,346.74	16%	
2.1 成自泸 95%股权	76,000.00	84,972.37	8,972.37	12%	收益法
2.2 成德绵 100%股权	70,000.00	86,675.26	16,675.26	24%	收益法
2.3 戎州桥公司 65%股权	1,696.50	4,395.60	2,699.10	159%	成本法
2.4 重庆双碑隧道 51%股权	26,010.00	26,010.00	0	0%	成本法
3 其他权益性投资	25,648.62	28,037.84	2,389.22	9%	
3.1 蓉城二绕 20%股权	13,000.00	13,000.00	0	0%	账面值
3.2 中海沥青 6.65%	565.65	2,900.00	2,334.35	413%	
3.3 路桥桥梁 16.77%	2,082.97	2,137.84	54.87	3%	账面值
3.4 锦泰财产保险 10%	10,000.00	10,000.00	0	0%	成本法
三 溢余及非经营性资产	15,343.56	15,343.56	0	0.00%	
四 减: 与施工业务无关的负债					

**表 17: 拟注入资产评估增值明细(万元)**

	项目	帐面值	评估值	增值	增值率	评估方法
五	减: 付息债务价值	105,000.00	105,000.00	0	0.00%	
六	减: 并表子公司少数股东权益	21,864.15	24,952.85	3,088.70	14%	
七	减: 母公司报表与合并报表留存收益差异及其他	15,347.56				
八	企业股东全部权益价值	139,392.08	250,170.33	110,778.25	79%	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 资产注入将大幅增强公司各业务板块盈利能力

### 施工业务盈利能力将显著提升

路桥施工业务是目前上市公司营业收入的主要来源, 公司拥有公路施工一级资质, 2010 年, 该项业务占公司总收入的 94%, 截止 2011 年中期, 拥有在建项目 53 个, 未完工合同金额 122.65 亿元。

同为川内路桥建设的主力军, 公司在施工业务上的实力较路桥集团仍有较大差距。

首先, 在资质上, 路桥集团拥有公路特级资质, 而上市公司只有一级资质。目前对于大型项目的施工, 标段较过去明显变大, 相应的, 业主对施工方的资质要求也变高, 国内拥有特级资质的公路施工企业并不多(一共 28 家), 川内只有路桥集团一家, 相对来说, 拥有一级资质的企业较多, 共有 6 家, 因此, 路桥集团无论是业务承接能力还是面对的竞争环境都优于四川路桥。

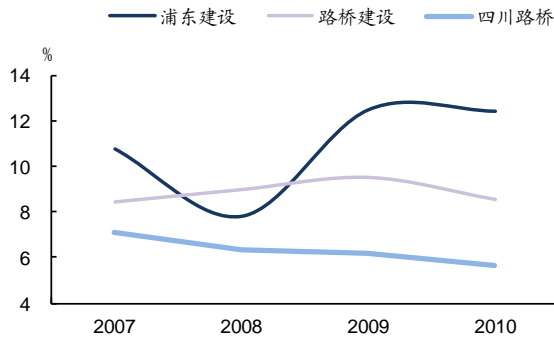
**表 18: 四川省内拥有一级以上公路总包资质的企业**

编号	公司名	主项资质	增项
1	四川公路桥梁建设集团有限公司	公路工程施工总承包特级	公路路面工程专业承包一级 公路路基工程专业承包一级
2	四川路桥建设股份有限公司	公路工程施工总承包一级	公路路面工程专业承包一级 公路路基工程专业承包一级
3	四川川交路桥有限责任公司	公路工程施工总承包一级	公路路面工程专业承包一级 公路路基工程专业承包一级
4	四川路航建设工程有限公司	公路工程施工总承包一级	公路路面工程专业承包一级 公路路基工程专业承包一级
5	四川攀峰路桥建设有限责任公司	公路工程施工总承包一级	公路路面工程专业承包一级 公路路基工程专业承包一级
6	核工业西南建设集团公司	公路工程施工总承包一级	公路路面工程专业承包二级 公路路基工程专业承包一级
7	四川华西集团有限公司	公路工程施工总承包一级	公路路基工程专业承包一级

资料来源: 四川省交通运输厅, 国信证券经济研究所整理

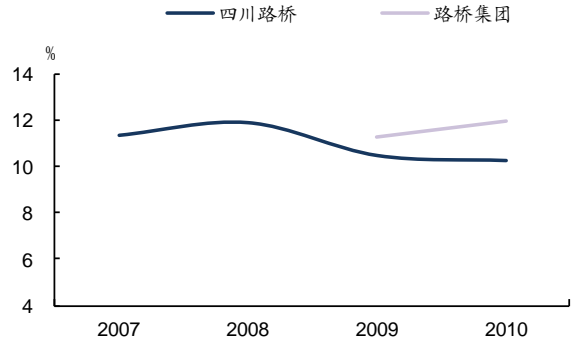
其次, 在盈利能力上四川路桥施工业务的毛利率远远低于路桥集团, 四川路桥的施工业务毛利率在 6% 左右的水平, 而根据我们的测算, 路桥集团毛利率超过 10%, 主要原因在于, 以 BT 和 BOT 方式建设的高速公路毛利率一般较高(因 BOT 投资方一般是铁投集团或路桥集团自己), 路桥集团承接的这一类项目的比例较高, 还有一个原因则是路桥集团单体合同的规模高于四川路桥, 有一定的规模效应。

图 25: 上市公司施工业务毛利率低于浦东建设和路桥建设



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 26: 路桥集团综合毛利率高于四川路桥



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表 15: BOT 项目施工毛利率、净利率与竞争性项目的对比

	竞争性项目	BOT 或 BT
	%	%
毛利率	7-8	15-18
扣除		
	营业税金及附加	3.5
	期间费用率	2-4
	乘 (1-所得税率)	75
净利率	-0.5-2	7-9

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

采用 BOT 或 BT 模式承接的施工业务, 净利率可达 8%, 远高于市场化项目不到 2% 的净利率, 从这个角度, 根据公司的披露, 集团公司在手合同中约有 200 个亿是高毛利的 BOT 项目的施工。

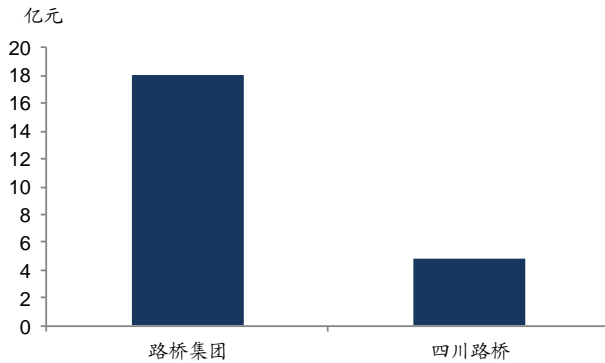
正是由于集团在施工业务上较上市公司有很明显的优势, 我们认为重组完成后对上市公司施工业务的影响是非常明显的,

首先, 公司业务规模将快速扩大, 路桥集团过去 5 年在四川高速公路市场的占有率约为 21%, 加上上市公司的市场份额, 可占到全川高速公路市场的 30% 左右, 成为川内当之无愧的基建霸主。按照前面测算川内高速公路年均投资 515 亿元, 则公司仅高速公路带来的业务量在 155 亿元左右。

其次, 可以显著提升公司施工业务的毛利率, 公司承接高毛利项目的机会大大增加, 盈利能力将有明显提升。

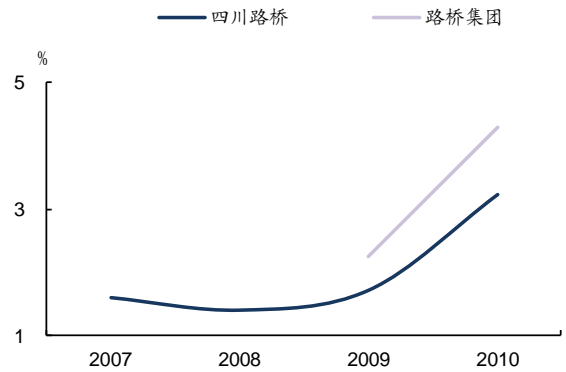
再次, 拥有特级资质后, 公司未来跨省业务扩张中将更具优势, 目前处于基建投资高峰的新疆、内蒙等地区, 本地没有特级资质的公路总包企业, 高等级公路的建设基本由央企和外省大型企业承担, 路桥集团已在这些区域承接业务, 未来上市公司有望继续开拓。

图 27: 四川路桥单体合同规模远小于路桥集团



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 28: 路桥集团净利率高于四川路桥



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### BT 及 BOT 业务: 拟注入资产将适时填补到期项目

四川路桥现有收费业务主要是“三桥一路”，每年为公司贡献稳定利润，但由于几个项目投资较早，规模也较小，因此整体贡献的利润有限。目前每年营业收入基本保持个位数的增长，我们的测算显示，每年贡献净利润大约 4 千万元以上，折合 EPS 约 0.14 元。

表 19: “三桥一路”收费情况 (2010) (百万)

三桥一路	总投资	持股比例%	运营期	营业收入	净利润	权益净利润	收费方式
宜宾市菜园沱长江大桥	344	65.00	2006-2015	46.35	25.16	16.35	收费期 2006 年-2015 年, 基年(2006 年)收入 5505.79 万元, 以后每年递增 5%。
泸州绕城公期一期南段项目	400	66.67	2005-2022	16.87	6.70	4.47	收入由泸州市交通局在泸州市收费路桥通行费收入中优先安排, 每月支付一次, 共 18 年, 按年递增 3%。
金沙江中坝大桥	200	60.00	2005-2014	25.25	15.41	9.25	通行费新标准按 10 年收费期综合测算、逐年递增 5% 的方式核定。
岷江一桥	150	85.23	2005-2014	21.15	13.75	11.72	通行费新标准按 10 年收费期综合测算、逐年递增 5% 的方式核定
合计				109.62	61.02	41.79	

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

而次此资产重组后，将注入两条总里程超过 200 公里的高速公路以及一个总投资 17.2 亿的 BT 项目。

从目前川内的经济发展情况看，成德绵高速和成自泸高速经过的地区是川内经济最活跃的地区，就现有川内在建高速公路来说，收费前景最好，预计成德绵有望当年盈利，而成自泸公路经过两到三年的培育期能实现盈利。

戎州桥项目自 2005 年起已开始收费，目前每年能实现净利润 500 万元，对上市公司影响有限。

整体来讲，注入的投资业务对上市公司短期业绩贡献较小，但从长期来看，由于原有的三个收费大桥将在 2015 年以前陆续到期，注入资产将适时弥补相关业务的萎缩，为公司提供相对稳定的现金流。



**表 20: 拟注入收费资产基本情况**

	项目名称	股权比例	总投资	建设模式	总里程	竣工时间	收费期
双碑公司	重庆又碑隧道	51%	17.2	BT		2013 年	
成德绵公司	成德绵高速	100%	57.4	BOT	86.2	2012 年 10 月	26 年 152 天
成自泸公司	成自泸高速	95%	67.0	BOT	112.7	2012 年 8 月	28 年 290 天
戎州桥公司	戎州桥	65%	0.9	BOT			2005-2014

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

### 水电开发业务: 华山沟水电站已并网发电, 对 12 年业绩贡献明显

公司目前拥有两家水电公司共 4 个水电站, 总装机容量约 234MW, 多年平均发电量约 9.5 亿度, 上网电价 0.288 元/度, 正常情况每年可为公司贡献约 2.74 亿元的收入, 最新建设的华山沟水电站已于 2011 年底实现并网发电。

**表 21: 现有水电资产收益贡献测算**

水电项目		总装机容量	并网发电起始时间	多年平均发电量	上网电价	年贡献收入
		MW		亿 kwh	元/kwh	亿元
平昌巴河	风滩	30MW	2007 年		0.288	
	双滩	36MW	2008 年		0.288	
合计				2.5	0.288	0.72
巴郎河	巴郎口	96MW	2010 年	4.1	0.288	1.18
	华山沟	72MW	2011 年底	2.9	0.288	0.84
合计				7.0	0.288	2.02

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理,

### 重组是开始而非结束

股份公司与路桥集团多年以来在业务结构、经营范围、人员配置等方面有诸多重合, 此次重组并不仅仅是为了解决同业竞争与关联交易的问题, 更希望通过重组, 借用上市公司更规范的管理、更广阔的融资渠道将四川路桥打造成集团优质资产的整合平台。

铁投集团作为四川交通基础设施建设的主要载体此次将优质资产注入上市公司。伴随本次整合, 在市场的约束机制下, 上市公司未来有较大的成长空间。

重组对于公司来说, 并不是结束, 而仅只是开始, 重组之后, 公司有望在经营机制、人员管理、激励考核等方面得到集团的支持, 并进一步的整合、改进, 从而打开公司内生增长空间。

## 盈利预测

### 预测前提

- 未来 3 年, (1) 四川省固定资产投资增速维持在 20% 以上; (2) 川内现有在建的超过 3600 公里高速公路并未出现明显的工期拖延。
- (1) 公司施工业务毛利率上升至 7.3%, (2) 三桥一路的收费保持 4% 左右的增长, (3) 巴郎河水电站 2011 年底顺利并网发电, 上网电价 0.288 元/度。
- 三项费用占营业收入的比重与 2010 年持平。
- 该预测仅考虑公司现有资产的盈利水平, 未考虑注入资产的盈利情况。

基于上述假设前提, 预计公司 2011-2013 年净利润分别为 0.51/0.61/0.69 元, 当前股价对应的 PE 分别为 15/12/11 倍。

按重组后总股本计算的 EPS 分别为 0.26、0.32 和 0.36 元

而根据重组方案中大股东的业绩承诺, 2012~2013 年注入资产将实现净利润 4.02 和 3.83, 折合 EPS (重组后总股本) 分别为 0.7 和 0.67 元。

根据我们对拟注入资产的盈利预测, 2011-2013 年将实现净利润 4.08、4.58 和 5.30 亿元, 折合 EPS (重组后总股本) 0.70/0.79/0.92 元。

**表 22: 重组后上市公司盈利预测与估值**

	2012	2013
上市公司预测 EPS(重组摊薄后)	0.32	0.36
注入资产业绩承诺	0.69	0.66
合计	1.01	1.02
PE	7.4	7.4
上市公司盈利预测	0.32	0.36
注入资产业绩预测	0.79	0.92
合计	1.11	1.28
PE	6.8	5.9

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理、预测

我们对公司的盈利预测进行了情景分析, 将大股东的业绩承诺中拟注入资产的利润作为中性情景, 下浮 10% 作为悲观情景, 我们对注入资产的盈利预测作为乐观的情景。

**表 23: 盈利预测的敏感性分析**

	2012 (重组后)	2013 (重组后)
偏悲观假设	0.94	0.98
中性假设	1.01	1.02
偏乐观假设	1.11	1.28

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理、预测

按照业绩承诺, 当前股价对应重组后 2012 和 2013 年的 PE 分别为 7X 和 7X, 而按照我们对重组资产的盈利预测, 当前股价对应重组后 2012 和 2013 年的 PE 分别为 7X 和 6X, 我们认为, 若重组顺利完成, 公司作为四川省内实力最强的路桥施工企业, 适逢川内交通基建的黄金时期, 将实现业务规模的较大增长, 以及盈利能力的大幅提高, 公司目前总市值仅 23.7 亿, 当前股价较定增价 9.11 元有 16% 的折让, 有较高的安全边际, 给予“推荐”的投资评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	561	226	1324	1844
应收款项	923	1342	1637	1941
存货净额	1973	2802	3419	4067
其他流动资产	227	327	398	472
<b>流动资产合计</b>	<b>3819</b>	<b>4832</b>	<b>6917</b>	<b>8464</b>
固定资产	2140	2182	2143	1976
无形资产及其他	20	19	18	17
投资性房地产	1008	1008	1008	1008
长期股权投资	224	224	224	224
<b>资产总计</b>	<b>7211</b>	<b>8265</b>	<b>10311</b>	<b>11691</b>
短期借款及交易性金融负债	335	350	400	500
应付款项	1404	1997	2417	2875
其他流动负债	1966	2769	3378	4017
<b>流动负债合计</b>	<b>3705</b>	<b>5116</b>	<b>6196</b>	<b>7392</b>
长期借款及应付债券	2150	1650	2450	2450
其他长期负债	33	33	33	33
<b>长期负债合计</b>	<b>2183</b>	<b>1683</b>	<b>2483</b>	<b>2483</b>
<b>负债合计</b>	<b>5888</b>	<b>6799</b>	<b>8678</b>	<b>9874</b>
少数股东权益	394	427	463	501
股东权益	929	1039	1169	1316
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7211</b>	<b>8265</b>	<b>10311</b>	<b>11691</b>

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.33	0.51	0.61	0.69
每股红利	0.52	0.15	0.18	0.21
每股净资产	3.06	3.42	3.85	4.33
ROIC	7%	9%	11%	13%
ROE	11%	15%	16%	16%
毛利率	10%	11%	11%	11%
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	7%	8%	8%	8%
收入增长	45%	43%	22%	19%
净利润增长率	278%	57%	19%	12%
资产负债率	87%	87%	89%	89%
息率	7%	2%	2%	3%
P/E	23.3	14.8	12.4	11.1
P/B	2.5	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	26.5	17.8	17.6	17.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>4581</b>	<b>6533</b>	<b>7969</b>	<b>9444</b>
营业成本	4112	5824	7099	8429
营业税金及附加	143	203	248	294
销售费用	0	0	0	0
管理费用	106	144	172	199
财务费用	120	135	157	176
投资收益	70	70	70	70
资产减值及公允价值变动	(40)	(52)	(64)	(76)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	130	244	300	341
营业外净收支	(1)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>129</b>	<b>244</b>	<b>300</b>	<b>341</b>
所得税费用	(19)	39	63	78
少数股东损益	49	49	51	53
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>99</b>	<b>156</b>	<b>186</b>	<b>209</b>

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
<b>净利润</b>	<b>99</b>	<b>156</b>	<b>186</b>	<b>209</b>
资产减值准备	26	5	2	(1)
折旧摊销	89	151	174	193
公允价值变动损失	40	52	64	76
财务费用	120	135	157	176
营运资本变动	279	53	47	71
其它	(54)	29	33	38
<b>经营活动现金流</b>	<b>480</b>	<b>447</b>	<b>507</b>	<b>585</b>
资本开支	(243)	(250)	(200)	(100)
其它投资现金流	(83)	0	(3)	(3)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(420)</b>	<b>(250)</b>	<b>(203)</b>	<b>(103)</b>
权益性融资	40	0	0	0
负债净变化	199	(500)	800	0
支付股利、利息	(158)	(47)	(56)	(63)
其它融资现金流	(247)	15	50	100
<b>融资活动现金流</b>	<b>(124)</b>	<b>(532)</b>	<b>794</b>	<b>37</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(64)</b>	<b>(335)</b>	<b>1099</b>	<b>520</b>
货币资金的期初余额	625	561	226	1324
货币资金的期末余额	561	226	1324	1844
企业自由现金流	379	258	377	565
权益自由现金流	331	(341)	1104	530

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧梯	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340	<b>技术分析</b>	
		赵婧	021-60875168	闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	区瑞明	0755-82130678
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	黄道立	0755-82133397
岳鑫	0755-82130432			方焱	0755-82130648
周俊	0755-82136085				
糜怀清	021-60933167				
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
常伟	0755-82131528			秦波	010-66026317
<b>机械</b>		<b>基础化工及石化</b>		<b>医药</b>	
陈玲	0755-82130646	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
杨森	0755-82133343	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473
		罗洋	0755-82150633	胡博新	0755-82133263
		朱振坤	010-66025229	刘勍	0755-82133400
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	0755-82133920
<b>电力及公共事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>轻工</b>	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565
		田良	0755-82130470	邵达	0755-82130706
		童成墩	0755-82130513		
<b>家电</b>		<b>建筑工程及建材</b>		<b>计算机及电子元器件</b>	
王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390	段迎晟	0755-82130761
		刘萍	0755-82130678	高耀华	0755-88005321
		马彦	010-88005304	欧阳仕华	0755-82151833
<b>纺织服装</b>		<b>食品饮料</b>		<b>新兴产业</b>	
方军平	021-60933158	黄茂	0755-82138922	陈健	010-88005308
<b>旅游</b>		<b>量化投资产品</b>		<b>量化投资策略</b>	
曾光	0755-82150809	焦健	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
钟潇	0755-82132098	周琦	0755-82133568	郑云	021-60875163
		邓岳	0755-82150533	毛甜	021-60933154
				李荣兴	021-60933165
				郑亚斌	021-60933150
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>基金评价与研究</b>			
戴军	0755-82133129	杨涛	0755-82133339		
黄志文	0755-82133928	康亢	010-66026337		
秦国文	0755-82133528	李腾	010-88005310		
张璐楠	0755-82130833-1379	刘洋	0755-82150566		
		潘小果	0755-82130843		
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		