



公路收费增速回落， 其他收入大幅增长

增持

——四川成渝(601107)2011年报点评——

业绩总结：

- 公司11年实现营业收入38.1亿元，同比增加39.5%，利润总额15.7亿元，同比增加14.6%；归属于母公司股东的净利润13亿元，同比增长13.9%；每股收益0.43元，净资产收益率为14.8%。利润分配预案为每股派现金股息0.09元。

点评：

- 通行费收入在总收入比重下降20个百分点，由10年的84.1%降至11年的63.9%。其它收入为13.8亿元，占总收入的36.2%，主要由蜀南公司、蜀海公司、蜀工公司、蜀厦公司、蜀鸿公司及中路能源公司六家附属公司经营。相比2010年，2011年公司净利润增加1.6亿元，同比增长14.1%，一是由于11年公司实现通行费收入24.3亿元，同比增长5.8%，但增速较去年18.4%水平回落。其中，成渝高速占48.4%，成雅高速占比27.7%，成乐高速占比20%，城北出口高速占比3.9%。成乐高速通行费收入同比增长15.9%，显著高出其它三条高速增速水平。二是由于由六家附属公司经营的其它收入同比大幅增长218%。
- 值得注意的是，公司营业成本大幅上涨67.2%，主要为：一是新增双流仁宝BT项目工程业务和成渝高速公路沿线加油站油品销售业务，共增加营业成本8.3亿元。二是车辆通行费业务成本增加0.39亿元。财务费用同比增长53.5%，主要是由于公司发行20亿短融券利率提高1.09个百分点；因开展BT工程业务，增加银行贷款3.5亿元；银行贷款利率提高。
- 对公路通行费收入增长的影响因素主要有以下几点：其一，经济运行态势总体良好，但经济的增长速度有所放缓。其二，2011年4月，《成渝经济区区域规划》获国务院正式批准，以及成都市出台了《四川省成都天府新区总体规划（2010—2030）》，各类重大项目陆续开工建设，增加通行车辆。其三，去年四川省入境旅游市场恢复态势良好，全年旅游总收入达人民币2440多亿元，带动省内交通流量增长。

分析师

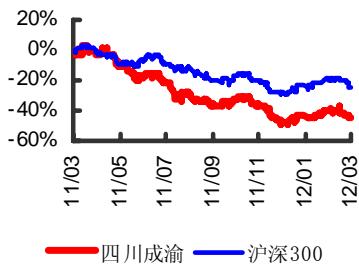
李慧

执业证号：S1250511010006

电话：010-57631192

邮箱：lih@swsc.com.cn

市场表现



- 目前成仁高速 BOT 项目已完成 45.9 亿元，占项目总预算投资的 62.7%，进展情况良好，预计于 2012 年内开通运营。双流仁宝 BT 项目第一、二期工程已于去年末基本完工，晚于我们此前预期。公司另一在建仁寿 BT 项目进展顺利，仁寿大道连接线工程已完成 1.8 亿，预计将于今年完工，仁寿土地挂钩试点项目预计将于 2013 年完工。2011 年 10 月，公司中标遂广、遂西高速 BOT 项目，该项目总里程约 162.671 公里，总投资 122.8 亿元，将于 2012 年开工。今年 1 月，公司中选双流西航港六期 BT 项目，总投资 6.16 亿元。随着雅（安）西（昌）高速、乐（山）雅（安）高速以及宜（宾）泸（州）渝（重庆）高速将于 2012 年相继开通，将会成雅、成乐高速带来交通增量，从而使公司受益于路网效应所带来的收入增长。综合考虑，预计 12 年、13 年和 14 年公司每股收益分别为 0.47 元、0.52 元和 0.55 元，对应动态市盈率分别为 8 倍、7 倍和 7 倍，维持“增持”评级。

表1：四川成渝盈利预测

单位：万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	272915	380703	408840	451256	488652
营业收入增长	27.8%	39.5%	7.4%	10.4%	8.3%
主营业务毛利率	58.9%	50.7%	50.7%	50.7%	50.7%
二、营业总成本	137540	225040	238862	263471	286363
营业成本	112229	187642	201558	222469	240905
营业税金及附加	9313	13390	14309	15794	17103
期间费用	17580	24066	22995	25208	28354
其中：销售费用		225	200	200	200
管理费用	11091	13879	15332	18050	21989
财务费用	6489	9963	7463	6958	6165
期间费用率	6.4%	6.3%	5.6%	5.6%	5.8%
资产减值损失	-1581	-58	0	0	0
三、其它经营收益					
公允价值变动净收益					
投资净收益	1372	1232	1500	1500	1500
四、营业利润	136746	156895	171478	189285	203789
营业利润增长	39.9%	14.7%	9.3%	10.4%	7.7%
营业利润率	50.1%	41.2%	41.9%	41.9%	41.7%
加：营业外收入	1538	1802	1400	1400	1400
减：营业外支出	1660	2195	1300	1300	1300
其中：非流动资产处置净损失	662	684	0	0	0
加：影响利润总额的其它项目					
五、利润总额	136624	156502	171578	189385	203889
利润总额增长	38.6%	14.5%	9.6%	10.4%	7.7%
减：所得税	21013	24598	26595	30302	33642
实际所得税率	15.4%	15.7%	15.5%	16.0%	16.5%
六、净利润	115611	131904	144983	159083	170248
净利润增长	38.0%	14.1%	9.9%	9.7%	7.0%
减：少数股东损益	1083	1488	1450	1591	1702

单位: 万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
归属母公司所有者净利润	114527	130416	143534	157492	168545
母公司净利润增长	38.4%	13.9%	10.1%	9.7%	7.0%
净利润率	42.4%	34.6%	35.5%	35.3%	34.8%
七、每股收益					
每股收益(元/股)	0.37	0.43	0.47	0.52	0.55
每股净资产(元/股)	2.72	3.06	3.49	3.87	4.21
净资产收益率	13.8%	14.0%	13.4%	13.3%	13.1%

资料来源：公司数据，西南证券研发中心

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://www.swsc.com.cn/>