

2014年08月26日

证券研究报告·公司研究·交通运输

重庆路桥(600106)调研报告

增持(维持)

当前价: 4.22元



利润稳中有升，将受益于国企改革预期

投资要点

- **主营收入稳定，路桥维护成本影响主营业务利润。**公司主营路桥收入来源于“三桥一路”通行费收入，这部分收入是通过市财政拨付给重庆市城市建设投资公司，再由其按协议向公司支付，收入较为固化。相应路桥维护成本成为影响主营业务利润的关键。公司路桥的维护采用外包形式，交由市场化的养护团队进行，相应节约公司人力与设备支出。目前石门大桥已做过换锁维护，预计可以正常使用20年，且已完成相应会计处理，预计2014年较去年维护成本略有降低。
- **公司利润主要从主营路桥业务和投资收益获得。**上半年公司主营业务营业收入1.6亿元，同比增长4.6%，营业成本为1737万元，较去年同期上升8.3%，处于历年均衡范围内。投资收益拉动公司利润快速上升：上半年实现营业利润1.5亿元，净利润1.4亿元，分别同比增长27.9%和23.5%，其中实现投资收益1.0亿元，贡献利润增速比例39.9%。目前公司对外投资运行情况良好：页岩气相关配套投资进展顺利，公司已支付了相应投资款项，页岩气公司尚在筹备。重庆银行上市后加大了对股东的红利分配力度，增厚对公司的投资收益；工程建设投资谨慎。上述投资行为将继续为公司贡献利润。
- **抓国企改革契机，计划适时增加收费资产。**重庆国企改革将在铁路、高速公路等领域推出重点改革项目，目前重庆市主要高速资产国企正在筹备挂牌出售部分优质资产。我们认为重庆路桥是潜在的优质资产受让人原因有三：公司股权明晰，国资背景淡化；经营管理渝内路桥资产多年，经验丰富，作为上市公司实力雄厚；现有资产到期日临近，具有购买补充优质路桥资产，增长收费年限的内在动力。国企改革进程中公司存在吸纳优质盈利资产的可能性，其中不排除公司未来增持渝涪高速股权的可能。
- **业绩预测与估值。**我们预计路桥收入及投资收益稳中有升，公司具有在国企改革中购入优质资产的预期。不考虑资产收购，预计2014年、2015年EPS分别为0.35元和0.37元，对应PE11倍、10倍，给予“增持”评级。
- **风险提示：**受宏观政策因素影响，公司通行费有再次降低的风险。

指标年度	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万元)	321.85	334.70	348.42	363.05
增长率	-19.21%	3.99%	4.10%	4.20%
归属母公司净利润(百万元)	232.74	274.46	316.74	339.59
增长率	-34.54%	17.93%	15.40%	7.22%
每股收益EPS(元)	0.26	0.30	0.35	0.37
净资产收益率ROE	11.27%	12.10%	12.46%	11.97%
PE	14.98	12.70	11.01	10.26
PB	1.69	1.54	1.37	1.23

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：李慧

执业证号：S1250511010006

电话：010-57631192

邮箱：lih@swsc.com.cn

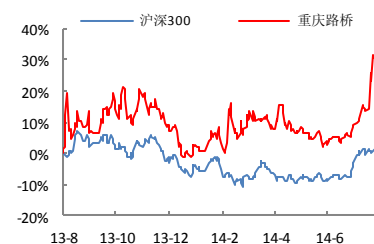
分析师：熊莉

执业证号：S1250514080002

电话：023-63786278

邮箱：xiongli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	9.08
流通A股(亿股)	9.08
52周内股价区间(元)	3.27-4.49
总市值(亿元)	38.67
总资产(亿元)	56.71
每股净资产(元)	2.56

相关研究

目 录

一、公司营收平稳，利润稳中有升.....	1
（一）主营收入稳定，路桥维护成本影响主营业务利润.....	1
（二）公司利润稳中有升	1
二、公司看点一抓国企改革契机，适时增加收费资产	4
三、盈利预测与评级	6
四、风险提示	6

插图目录

图 1: 重庆路桥营业收入增长情况	1
图 2: 重庆路桥成本变化	1
图 3: 重庆路桥主要盈利资产列举	2
图 4: 2014 年 6 月重庆路桥营业利润构成图	2
图 5: 重庆路桥投资收益占利润比	2
图 6: 重庆路桥营业利润增长	3
图 7: 重庆市现有高速资产一览	5

一、公司营收平稳，利润稳中有升

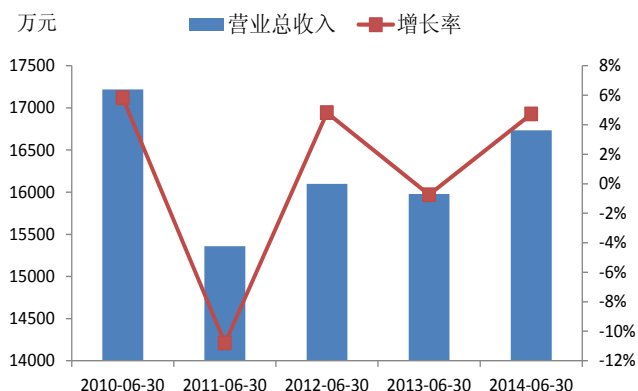
（一）主营收入稳定，路桥维护成本影响主营业务利润

主营路桥收入固化，成本影响主营业务利润。公司主营收入主要来源于“三桥一路”，即石板坡长江大桥、石门嘉陵江大桥、嘉华嘉陵江大桥、长寿湖旅游专用高速公路的通行费收入。由于上述路桥收费收入大部分是通过市财政拨付给重庆市城市建设投资公司，再由其按协议向公司支付，收入较为固化，从公司财报可以看到，除 2012 年受到国家对重大节假日小型客车免征通行费的影响外，公司连续 3 年主营收入变动幅度不超过 5%。

公司未来较长时间的经营成本主要集中在对现有路桥资产的维护。公司目前主要的路桥资产包含：三桥分别为长江石板坡大桥（2016 年 12 月 31 日到期），石门嘉陵江大桥（2021 年 12 月 31 日到期），嘉华嘉陵江大桥（2034 年 10 月 1 日到期）；公司所辖道路主要包含长寿湖旅游专用高速公路。

营业成本呈现小幅波动。公司路桥的维护采用外包形式，交由市场化的养护团队进行，相应节约公司人力与设备支出。公司的长江石板坡大桥与石门嘉陵江大桥是运营多年的老桥，设施维护费用保持在一个较低水平。两桥每年折旧计提相对较低，保持在 1000 万左右水平；尚有 7 年运营期的石门大桥已做过换锁维护，预计可以正常使用 20 年，且已完成相应会计处理，预计 2014 年较去年维护成本略有降低。嘉华嘉陵江大桥尚有 20 年运营期，且此桥采用 BOT 模式进行投资，公司仅对嘉华嘉陵江大桥 BOT 项目拥有收益权，相应的维护成本以及折旧摊销并未在公司报表中体现。

图 1：重庆路桥营业收入增长情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 2：重庆路桥成本变化



数据来源：公司公告，西南证券

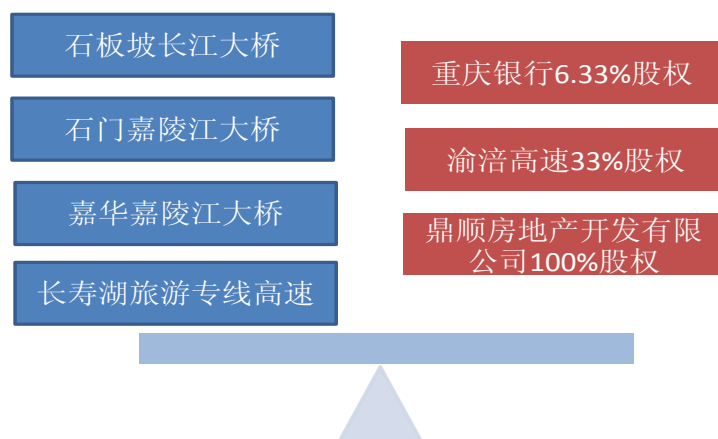
（二）公司利润稳中有升

1、公司利润主要从主营路桥业务和投资收益获得

重庆路桥股份有限公司是一家集城市路桥经营、城市基础设施建设、投资及房地产综合开发为一体的股份制企业。公司的资产主要分为两个部分：一是“三桥一路”的经营管理权，这是公司的主营业务，具体包括石板坡长江大桥、石门嘉陵江大桥、嘉华嘉陵江大桥、长寿

湖旅游专用高速公路；二是公司的投资参股资产，公司投资持有重庆鼎顺房地产开发有限公司 100%股权、持有渝涪高速 33%股权（6.6 亿股）、持有重庆银行 6.3%股权（1.7 亿股），这些资产为公司贡献投资收益。

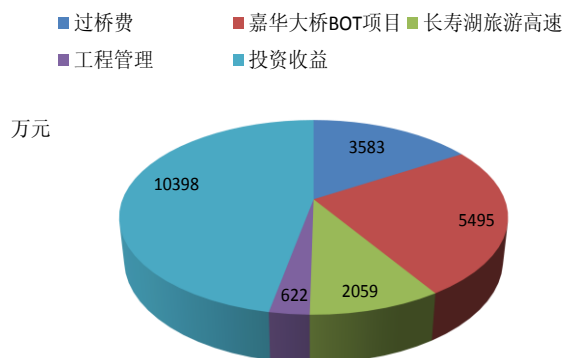
图 3：重庆路桥主要盈利资产列举



数据来源：西南证券整理

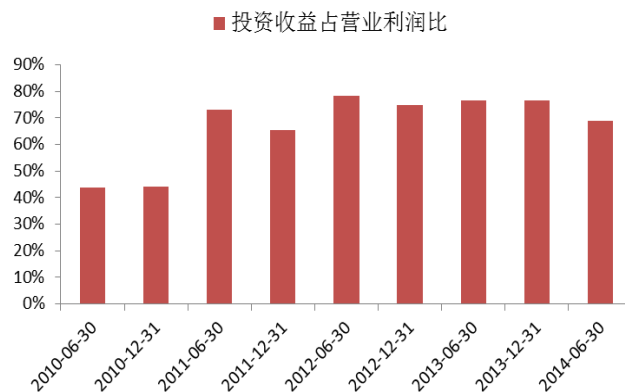
公司利润主要来源于主营路桥资产以及参股其他资产，其中公司传统路桥利润占比正在下降，对此相对的投资收益占比增长迅速，成为公司业绩上涨的主要动力。

图 4：2014 年 6 月重庆路桥营业利润构成图



数据来源：公司公告，西南证券

图 5：重庆路桥投资收益占利润比



数据来源：公司公告，西南证券

2、上半年主营业务保持稳定增长

公司主营收入保持平稳增长态势。上半年公司主营业务营业收入 1.6 亿元，同比增长 4.6%，主要是工程管理及其他增加了 950 万收入。上半年公司主要通行费用维持在一个稳定水平，报告期公司对三桥一路设施进行了日常维护工程建设方面公司与重庆市北碚区新城建设公司的基础设施合作建设项目进展顺利，报告期内公司共收到工程建设管理费 950 万元。

上半年公司营业成本主要体现为对路桥资产的日常维护，营业成本为 1737 万元，较去年同期上升 8.3%，却处于历史均衡范围内。上半年公司对所属三桥一路设施日常维护正常进行，并在汛期即将来临前对三桥排水设施及边坡、堡坎安全状况进行了检查，确保大桥安

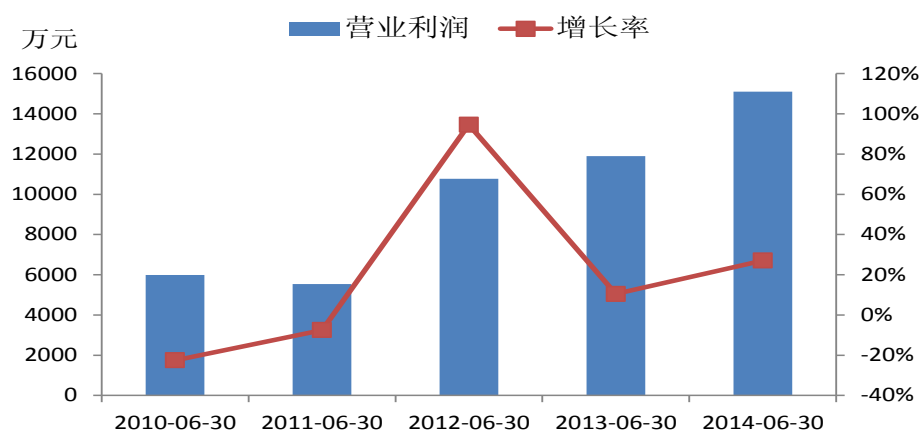
全健康运行。报告期内，公司还对长江石板坡大桥、嘉陵江石门大桥、嘉陵江嘉华大桥的排水、电照系统、桥面、升降机井架、栏杆等分别进行了维护，组织实施了嘉陵江石门大桥水域礁石爆破监督管理的工作。

3、投资收益拉动利润上升

公司对外投资运行情况良好。目前重庆路桥的投资活动主要由公司的投资基金负责，基金资金规模不到 10 个亿，以固定收益回报的为主，项目数量与种类较多，项目到期后再转向其他投资。

上半年公司投资收益拉动营业利润实现快速增长，截至 2014 年 6 月底，公司连续三年营业利润复合增长率达到 90%。2014 年上半年实现营业利润 1.5 亿元，同比增长 27.9%。主要源于公司投资收益的增长以及财务费用的降低：报告期公司实现投资收益 1.0 亿元，同比增长 13.2%，贡献利润增速比例 39.9%，其中投资收益的增加主要源于重庆银行上市分红增多；报告期财务费用降至 8438 万，同比下降 11.5%，贡献利润增速比例 47.9%。

图 6：重庆路桥营业利润增长



数据来源：西南证券

上半年公司实现净利润 1.4 亿元，同比增长 23.5%。报告期净利润增幅低于营业利润增幅，源于递延所得税费用调整带来的所得税费用中大幅上升。

公司目前投资情况一览：

(1) 页岩气相关配套投资进展顺利。2014 年 1 月重庆路桥投资设立重庆联顺创业投资基金合伙企业，后者主要用于投资扶持发展页岩气产业相关的研发、销售、技术、设备、服务等领域，包括在页岩气产业链中资源勘查、开采产气、储运输配和分销利用四个阶段中提供装备和服务的初创期及早中期企业。基金总规模 2.5 亿元人民币，公司拥有 20% 的股权。基金存续期为 7 年，其中投资期四年，回收期三年；经全体合伙人一致同意可延长 1~2 年。投资期为 2014-2017 年，回收期为 2018-2020 年。目前公司已经支付了相应投资款项，公司正在筹备。公司主要投资重庆周边页岩气的配套投资，不参与开发生产、而以提供设备、易耗品等其他投资。目前重庆市政府支持页岩气开发，收益比较稳定。

(2) 重庆银行上市，公司所持原始股获利。重庆路桥对重庆银行持股由 10.015% 降低到 6.33% 的主要原因是重庆银行香港上市，对原有股权产生稀释作用。公司持有 171339698

股重庆银行原始股，初始投资成本为 2 亿元，目前重庆银行每股市价约为 5 元，公司持有的股票对应市值为 8.6 亿元。由于公司对重庆银行的投资是股权长期投资，重庆银行对公司的投资收益主要体现为每年红利分配，从 2013 年上市以来，重庆银行加大了对股东的红利分配力度，不断增厚对公司的投资收益。

（3）工程建设投资谨慎。公司的工程建设以及管理相关业务主要由公司下属各家全资子公司完成，公司根据重庆市宏观经济形势以及建筑行业项目竞争的市场格局进行判断，从 2013 年开始，公司谨慎对待相关投资。

- 新城建设的北碚组团 I 标准分区城乡一体化基础设施项目是一个类固定收益的城乡一体化建设工程。公司出资金及部分建设团队，获取 9%—10% 的投资回报。目前农户和政府签订了协议，项目有融资兜底，几乎没有资金问题。
- 路北项目目前已经全部转给晋愉地产，此次转让公司拥有微弱盈利。该项目交付方为重庆市公安系统，公司主建的办公楼具有一定特殊性，难以应用于民居，由于交付方的变更，项目陷入难以处置的局面。晋愉愿意接手，公司便以微弱盈利的价格将这部分工程转让。
- 全资子公司鼎顺目前未产生什么盈利，在财务上可忽略。公司等待转让或者有合适的项目再进行开发。
- 公司对曲线政府工程项目承包采取更加谨慎的态度。考虑到政府宏观调控，以及目前区县政府的项目的复杂程度，公司目前暂不考虑增加工程承包力度。

二、公司看点一抓国企改革契机，适时增加收费资产

全国各地国企改革进行的如火如荼、其中公路资产的划拨、出售是各地国企改革的主要内容。2014 年 7 月，重庆市政府出台《中共重庆市委重庆市人民政府关于进一步深化国资国企改革的意见》，要求加大重点项目投资开放力度。建立健全政府购买服务制度，在铁路、高速公路等领域推出一批有市场信号、有边界条件的重点项目。加大公共服务类企业非主业资产的剥离重组力度，开放竞争性业务，引导各类资本进入可市场化运作的基础设施、公共服务等领域。重庆市国有高速公路资产主要集中在渝富集团、重庆高速集团以及建工集团，我们从重庆国资委了解到，这些集团有意向挂牌出售部分优质资产。

我们认为重庆路桥是此次国企改革承接国有资产的优质受让人，原因有三：第一公司有资格参与国有资产受让，重庆路桥治理结构明晰，拥有健全的公司法人治理机构；重庆路桥目前第一大股东为香港南光，公司目前无实际控制人，国资背景淡化。第二公司有能力购买并且管理当地新增高速资产，公司在重庆地区经营路桥收费，维护路桥资产多年，经验丰富，公司有能力管理新增资产，其次公司上市多年，拥有众多低成本的融资渠道，自身具备较强的资金实力，能够完成对新增资产的购买工作。第三，公司有动力参与此次国企改革高速资产转让，公司现有资产到期日临近，公司具有购买补充优质路桥资产，增长收费年限的内在动力，公司也计划在此次重庆地区国有企业改革过程中收购一些由政府挂牌出售盈利能力较强的路桥资产。

分析重庆市路桥资产归属可以知道，目前重庆路桥作为重庆地区唯一一家路桥上市公司，其拥有的资产仅仅是市区内几座桥的收费权，长寿区旅游高速收费权，以及重庆到涪陵高速的部分股权。重庆市传统优质高速资产成渝高速、绕城高速以及新建的渝湘高速资产均归属

重庆几大国有集团。我们从重庆国资委了解到为深化此次国企改革，重庆市内优质高速资产将有可能参与国企改革试点。

图 7：重庆市现有高速资产一览



数据来源：西南证券

不排除公司未来增持渝涪高速股权可能：渝涪高速是重庆国资旗下盈利能力较强的公路资产，公司拥有渝涪高速公司股权的优先购买权。渝涪高速公司拥有业绩高增长的优质路产，报告期渝涪高速实现净利润 1.5 亿元。“渝涪高速”由重庆上桥至涪陵长江大桥北桥头，全长 118 公里，2000 年 12 月 28 日建成通车。渝涪高速公路公司拥有渝涪高速公路自 2003 年 9 月 30 日至 2038 年 9 月 29 日的特许经营权。渝涪高速一直拥有较高的车流量，通行费收入位列重庆市高速路资产前列。

重庆路桥拥有渝涪高速公司股权的优先购买权：2007 年公司在与重庆渝富资产管理公司联合收购渝涪高速公司股权时曾经约定，“公司拥有重庆渝富出资所享有的渝涪公司股权的优先购买权，且购买价格为 1.16 元/股。在本次收购完成后 15 年内，如公司一次或分次对重庆渝富所享有部分股权以 1.16 元/股的价格提出收购要求，重庆渝富应当将相应的股权转让给本公司”

公司未来可能增持渝涪高速股权。渝涪高速是重庆境内车流量超负荷的公路之一，盈利能力可观。公司拥有渝涪高速 33% 的股权，但是第一大股东是重国投。公司存在增持渝涪高速股权的可能。

三、盈利预测与评级

针对重庆路桥的盈利预测我们遵循两条主线：一是主营路桥收入以及投资收益稳中有升；二是国企改革进程中公司存在吸纳优质盈利资产的可能性。

1、主营路桥收入及投资收益稳中有升。主营方面公司目前拥有的主营业务资产“三桥一路”收入稳定，营业利润的变化主要来源于路桥的维护成本，由于去年公司已经对石门大桥进行换锁，公司下半年成本主要集中在一些常规维护，从今年半年报情况看，预计公司2014年营业成本较2013年略低，2014年主营业务利润较去年会略微提升，2015年主营收入预计将与2014年持平。投资方面，公司目前进行的三项投资中，预计重庆银行分红将保持平稳，主要源于重庆银行盈利能力趋稳，分红水平与相关制度将与上市第一年保持一定的连续性；页岩气相关项目开发在2014年尚不能贡献营业利润，估计在2015年将进入市场初试期；工程建设与管理方面的项目暂时只有北碚区新城建设项目能提供金额较为稳定的工程建设管理费。

2、期待公司在重庆国企改革进程中对优质高速资产的吸纳，给公司带来新的营收增长点。此次重庆市国企改革将有近百亿高速资产包参与转让，除目前公司参股的市内老牌盈利资产渝涪高速，还包含了渝湘、环城高速等未来通行费收入可观的资产。公司或将在此次改革中补充收费资产。

不考虑资产收购，我们预计2014年、2015年公司分别实现营业收入3.4亿元、3.6亿；EPS分别为0.35元、0.37元，对应PE11倍、10倍，给予“增持”评级。

四、风险提示

公司面临的主要风险包括：页岩气相关项目遭遇行业风险，行业需求疲软，公司面临投资受损的风险；受宏观政策因素影响，公司通行费有再次降低的风险。

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2012	2013	2014E	2015E	利润表	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	315.06	776.76	631.42	1058.16	营业收入	321.85	334.70	348.42	363.05
应收和预付款项	56.86	11.52	100.22	16.21	减：营业成本	35.95	36.27	38.92	37.76
存货	636.99	342.72	708.55	311.36	营业税金及附加	18.73	18.90	19.67	20.50
其他流动资产	33.11	29.34	29.34	29.34	营业费用	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1221.53	1280.21	1500.21	1728.21	管理费用	14.90	15.07	15.69	16.35
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	194.57	196.15	163.15	159.99
固定资产和在建工程	368.98	354.38	294.51	234.63	资产减值损失	-3.14	-2.68	-2.82	-2.82
无形资产和开发支出	43.40	42.41	37.45	32.49	加：投资收益	181.85	228.76	220.00	228.00
其他非流动资产	2639.91	2876.90	2876.58	2876.25	公允价值变动损益	0.57	-0.90	0.00	0.00
资产总计	5315.85	5714.26	6178.28	6286.67	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	243.25	298.85	333.81	359.28
应付和预收款项	208.10	98.68	288.31	102.51	加：其他非经营损益	1.88	3.27	0.00	0.00
长期借款	2806.02	3085.61	3085.61	3085.61	利润总额	245.14	302.12	333.81	359.28
其他负债	235.91	262.31	262.31	262.31	减：所得税	12.39	27.66	17.07	19.69
负债合计	3250.03	3446.60	3636.23	3450.43	净利润	232.74	274.46	316.74	339.59
股本	907.74	907.74	907.74	907.74	减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	54.29	54.29	54.29	54.29	归属母公司股东净利润	232.74	274.46	316.74	339.59
留存收益	1103.79	1305.63	1580.02	1874.20	现金流量表	2012	2013	2014E	2015E
归属母公司股东权益	2065.82	2267.66	2542.05	2836.24	经营性现金净流量	230.21	255.54	58.89	630.87
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	-372.7	271.18	0.00	0.00
股东权益合计	2065.82	2267.66	2542.05	2836.24	筹资性现金净流量	-417.3	48.90	-204.24	-204.13
负债和股东权益合计	315.06	776.76	631.42	1058.16	现金流量净额	-559.8	575.62	-145.35	426.74

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

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，仅限内部使用，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。

西南证券投资评级说明

公司评级	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
行业评级	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

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：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：research@swsc.com.cn