

2015年01月22日

证券研究报告·公司研究·交通运输

四川成渝(601107)调研报告

增持(首次)

当前价: 4.83元



## 主营稳定，地方国企改革是主要看点

### 投资要点

- **传统高速收费管理公司向多元化经营延伸。**公司同时在沪市与香港上市，主营共五块，分别为车辆通行、工程施工、能源与文化传播、城市运营、以及金融投资。公司现有主营均围绕高速公路沿线相关服务展开，未来公司还将继续实践多种类业务共营的战略
- **通行费收入依旧是影响公司业绩的主要因素。**从收入结构看，公司多元化经营格局业已形成，传统业务车辆通行费占收入比已由 2008 年的 88%下降至 32.4%，工程施工、能源化工品销售等业务收入占比超过 20%。从盈利能力分析，新业务降低了公司整体盈利能力，能源化工品销售、高速沿线租赁等新业务由于毛利率较低对公司业绩贡献较小。目前车辆通行费依旧是影响公司业绩最重要的因素，其毛利占公司总额比高达 80%，而工程施工、能源化工品销售业务毛利合计占比不到 12%。
- **主业通行费收入稳定增长。**公司现有高速资产有成渝高速、成雅高速、成乐高速、成仁高速以及城北出口高速，其中成渝、成雅都是运行较为成熟的资产，成仁于 2012 年开通运营，目前车流量处于上升阶段。在建的遂广、遂西高速有望在 2015-2016 年投入运营。公司主要的高速资产都以成都作为中心向四川主要景点辐射，因而车流量受旅游出行影响较大，我们预计伴随庐山地地震对旅游影响不断消化，省内旅游人次还将增长，公司车辆通行费收入将稳步上升。
- **国企改革催生资产注入预期。**高速公路上市公司是地方国企改革的受益标的。公司控股股东四川省交投集团掌控了省内将近 90%的公路运营权，四川省共有高速资产 5046 公里，而公司所辖高速里程仅为 573 公里。作为四川省国资系统唯一的高速上市公司，公司将显著受益于国有资产证券化改革。
- **估值与评级：**公司主业稳定，由于遂广、遂西高速投入运营后还有数年车流量培育期，相应地会削弱当年利润。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.36 元、0.35 元、0.37 元，对应 PE 为 13 倍，14 倍，13 倍。立足长期，我们认为公司具有高现金流，稳增长的特点，未来可能迎来估值提升的机遇，给予“增持”评级。
- **风险提示：**高速公路收费政策变动的风险。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7134.86	9239.65	11179.97	13751.37
增长率	69.48%	29.50%	21.00%	23.00%
归属母公司净利润(百万元)	1010.28	1093.36	1058.46	1124.46
增长率	-14.45%	8.22%	-3.19%	6.24%
每股收益 EPS(元)	0.33	0.36	0.35	0.37
净资产收益率 ROE	9.18%	9.24%	8.38%	8.34%
PE	14.62	13.51	13.95	13.14
PB	1.34	1.25	1.17	1.10

数据来源: 公司公告, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

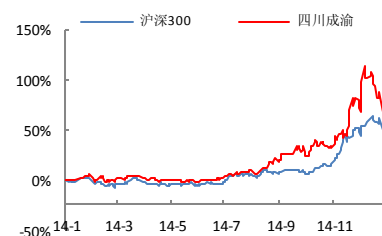
分析师: 熊莉

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)	30.58
流通 A 股(亿股)	21.63
52 周内股价区间(元)	2.63-5.87
总市值(亿元)	147.70
总资产(亿元)	275.81
每股净资产(元)	3.80

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

一、多元化经营情况不太理想.....	1
（一）多元化经营致使公司毛利率下降.....	1
（二）通行费收入仍是影响公司业绩的主要因素.....	2
（三）大股东优质资产注入预期.....	3
二、主业通行费收入稳定.....	4
（一）高速资产运营情况分析.....	4
（二）四川省旅游人次攀升有望带动车流量增长.....	4
三、盈利预测与投资建议.....	6

## 图 目 录

图 1: 四川成渝毛利率变化情况 .....	1
图 2: 四川成渝营业收入增长情况（单位：万元） .....	2
图 3: 四川成渝归属母公司净利润增长情况（单位：万元） .....	2
图 4: 四川成渝主营收入构成情况（单位：万元） .....	3
图 5: 四川成渝毛利构成情况（单位：万元） .....	3
图 6: 四川省高速资产情况一览 .....	3
图 7: 四川成渝通行费收入遭受地震影响（单位：万元） .....	5
图 8: 四川省国内旅游人数变化情况（单位：万人） .....	5

## 表 目 录

表 1: 四川成渝多元化经营情况 .....	1
表 2: 四川成渝各项业务毛利率情况 .....	2
表 3: 四川成渝现有高速资产运营情况 .....	4
附表: 财务预测与估值 .....	7

## 一、多元化经营情况不太理想

### （一）多元化经营致使公司毛利率下降

四川成渝于 1997 年在香港上市，后于 2009 年 7 月在上交所挂牌上市，主营四川省内高速公路投资、运营管理业务。目前公司拥有四川省内优质的路桥资产，主营盈利稳定。

公司主要业务包含五块，分别为车辆通行、工程施工、能源化工品销售、城市运营、以及金融投资五类。自 2011 年始，公司不断在传统的高速公路收费和工程施工、道路养护业务之外开辟新的业务种类。公司现有主营均围绕高速公路沿线相关服务展开，未来公司还将继续实践多种类业务共营的战略。

从收入看，公司多元化经营格局业已形成。传统的车辆通行费占收入比已由 2008 年的 88% 下降至 32.4%，工程施工、能源化工品销售成为收入占比超过 20% 的新晋业务。

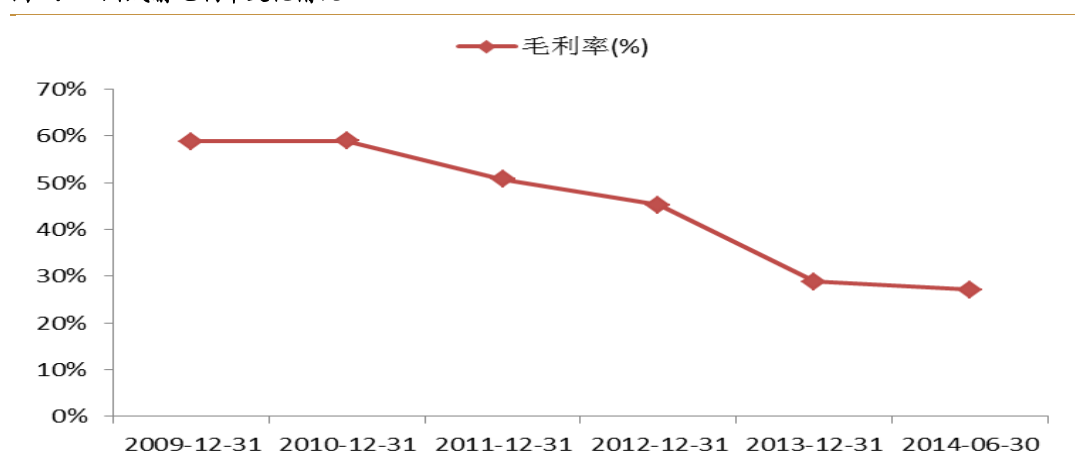
表 1：四川成渝多元化经营情况

业务名称	主要经营主体	收入（亿元）	收入占比
车辆通行费	四川成渝母公司及部分高速经营子公司	13.28	32.4%
工程施工	交投建设公司	11.79	28.78%
能源与化工品销售	中路能源	15.28	37.3%
城市运营	蜀鸿公司	0.4	0.5%
金融投资	蜀海公司	--	--

数据来源：西南证券整理

公司整体毛利率被降低。公司新开拓的业务类别毛利率低，致使公司整体盈利水平被拉低。

图 1：四川成渝毛利率变化情况



数据来源：wind，西南证券

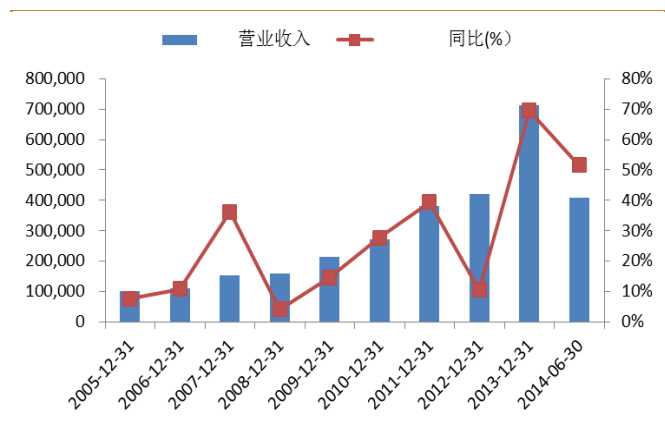
表 2：四川成渝各项业务毛利率情况

毛利率	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-06-30
车辆通行费	63%	68%	68%	67%	62%	66%
工程施工	9%	9%	6%	10%	10%	11%
化工产品销售	0%	0%	0%	0%	1%	1%
能源销售	0%	0%	7%	8%	8%	8%
BT 项目收入	0%	0%	21%	0%	96%	95%
公路沿线广告位租赁	55%	57%	66%	62%	69%	73%
房屋租赁	24%	42%	40%	35%	45%	28%
服务区租赁	0%	0%	0%	49%	26%	0%
公路沿线加油站租赁	74%	74%	53%	0%	0%	0%

数据来源：西南证券整理

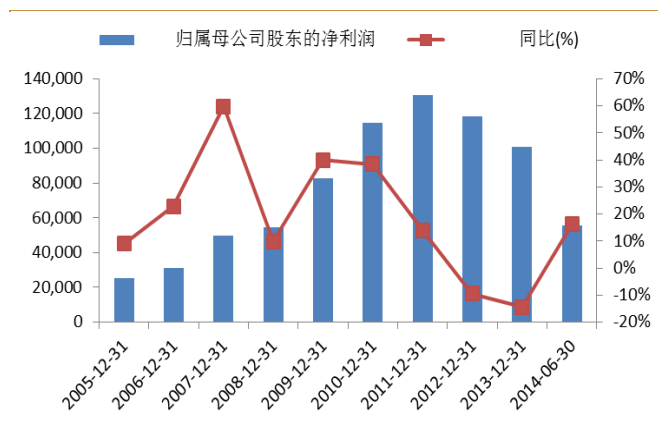
**净利润略微下滑。**近年来毛利率低的新业务助推公司收入不断上扬，与此相对的是归属母公司净利润略有下滑。我们认为净利润下滑的主要原因有两点：一是国家关于节假日小车通行的收费政策给公司车辆通行费带来不利影响，对应净利润减少；二是成仁高速通车，公司当年桥梁管理及维护成本上升速度超过了该项业务收入增速，同时财务费用的大幅增加也削弱了公司净利润。

图 1：四川成渝营业收入增长情况（单位：万元）



数据来源：wind，西南证券

图 2：四川成渝归属母公司净利润增长情况（单位：万元）

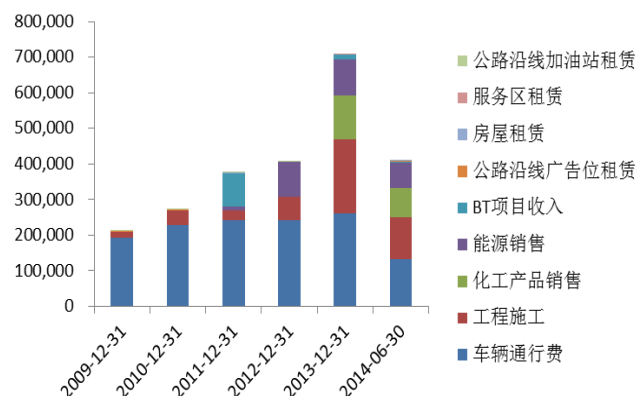


数据来源：wind，西南证券

## （二）通行费收入仍是影响公司业绩的主要因素

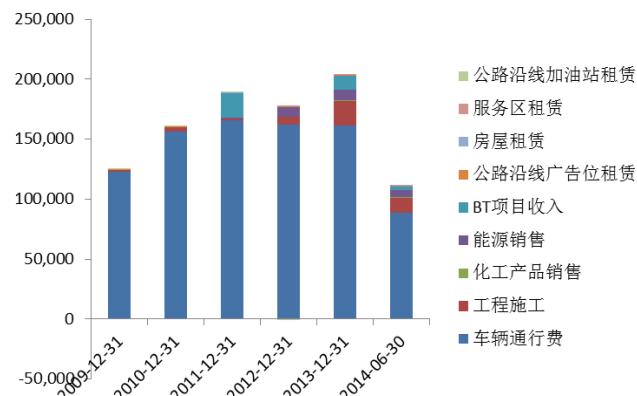
四川成渝在传统通行费收入的基础上向各个板块做延伸，但由于各项业务的毛利率存在较大差异，目前车辆通行费收入依旧是影响公司业绩最主要的因素。

图 4：四川成渝主营收入构成情况（单位：万元）



数据来源：wind，西南证券

图 5：四川成渝毛利构成情况（单位：万元）



数据来源：wind，西南证券

从主营收入构成看，公司多元化经营战略推进取得较好成果，除车辆通行费以外其他业务收入占比不断上升；从毛利构成看，公司新开展的业务盈利能力不理想，能源销售、化工产品销售、高速沿线租赁业务毛利率较低，对公司业绩贡献有限。分析四川成渝，我们依旧将重点集中在对整体业绩产生较大影响的车辆通行费业务。

### （三）大股东优质资产注入预期

公司大股东是四川省交投集团，持有上市公司股权约 34%，四川省交投集团旗下拥有众多未上市高速资产，这部分资产未来有望加速证券化。截至 2013 年底，四川省共拥有高速公路通车总里程约 5046 公里，交投集团控制约 90% 的资产经营权。未来四川省交投集团筹划提升资产证券化水平，作为子公司的四川成渝将直接受益：目前上市公司四川成渝拥有的通车里程数仅为 573 公里，交投集团下面的未上市优质资产数额远大于上市公司现有资产总数，一旦地方国企改革进一步推进，同一个系统内难以存续两家高速上市公司，交投集团向上市公司注入优秀或次优资产的概率较高。

图 6：四川省高速资产情况一览



## 二、主业通行费收入稳定

对公司业绩影响最大的通行费收入近年来平稳增长，波动较小，主要原因是公司现有资产运营较为成熟，车流量没有大幅波动，而车辆通行收费标准主要由国家政策调控，所以目前公司这块业务收入相对固化。

针对高速公路车辆通行费收入的特点，我们将分析的重点集中在“车流量”这一要素。我们从以下两个方面进行阐述：一分析公司现有资产运营情况以及未来可能新增的资产；二重点关注四川省旅游出行对公司车流量产生的影响。

### （一）高速资产运营情况分析

**现有高速资产通行费收入稳步上升。**公司现有高速资产有成渝高速、成雅高速、成乐高速、成仁高速以及城北出口高速，其中成渝高速、成雅高速都是运行较为成熟的资产，成仁高速于 2012 年开通运营，目前车流量还处于上升阶段。

**表 3：四川成渝现有高速资产运营情况**

高速资产名称	权益比例	剩余收费年限（年）	2014 年通行费收入（亿元）	2013 年通行费收入（亿元）	同比增速
成渝高速	100%	12	8.4	9.7	-13.7%
成雅高速	100%	14	7.9	6.8	15.9%
成乐高速	100%	14	4.6	4.1	12.0%
成仁高速	100%	27	5.9	4.7	25.8%
城北出口高速	60%	9	0.8	0.7	8.3%
合计	--	--	27.6	26.0	5.8%

数据来源：公司官网

**未来将新增遂广遂西两条高速公路，预计将在 1-2 年内通行。**公司正在建设的两条高速公路分别是遂广（遂宁-广安），遂西（遂宁-西充）高速。这两条高速路属于经营性公路，公司自筹资金负责道路建设运营。公司预计投入 70.6 亿元建设遂广高速，投资 48 亿元建设遂西高速。

新建高速公路近期内难以快速增厚公司利润。从施工情况看，截止 2014 年 6 月，上述两条高速完成项目概算投资总额约为 35.9%，按照既有施工进度预计，上述两条公路有望在 2015-2016 年投入运营。但由于新建高速车流量培育期一般为 4-5 年，自建的这两条高速近期内难以快速增厚公司利润。

### （二）四川省旅游人次攀升有望带动车流量增长

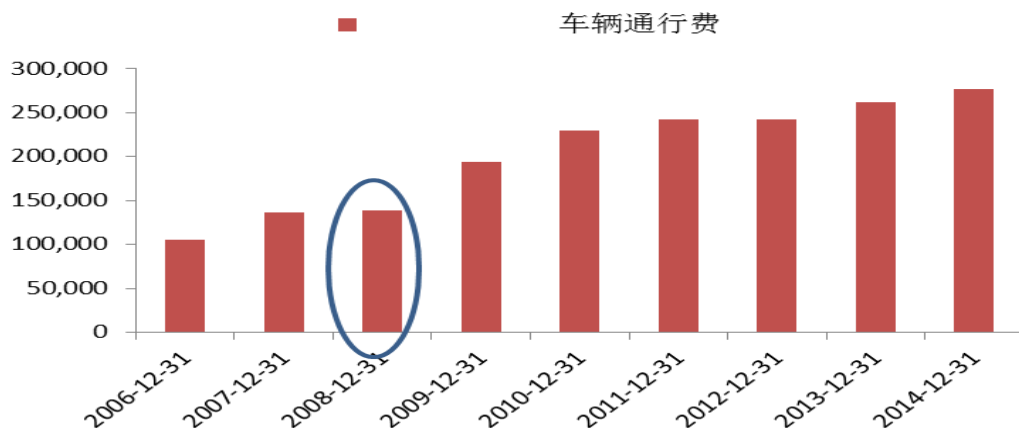
**四川成渝通行费收入受四川省旅游人次变化影响。**从行业内车流通行情况看，5 类车中，一类车占全线车流量比最高，约在 70% 以上，而一类车一个重要出行方式就是旅游。四川省旅游资源丰富，旅游人次对境内车流量的影响尤其明显。

四川成渝主要的高速资产均以成都作为中心向外辐射，成渝、成雅、成乐、成仁、城北出口乃至参股的机场高速都是进出成都的交通要道，同时这些公路也正好是成都去往省内主



要旅游景点的必经之路，公司车流量受旅游出行影响较大。2008 年地震对四川省旅游、车辆通行带来非常大的不利影响，公司通行费收入也相应出现下滑。

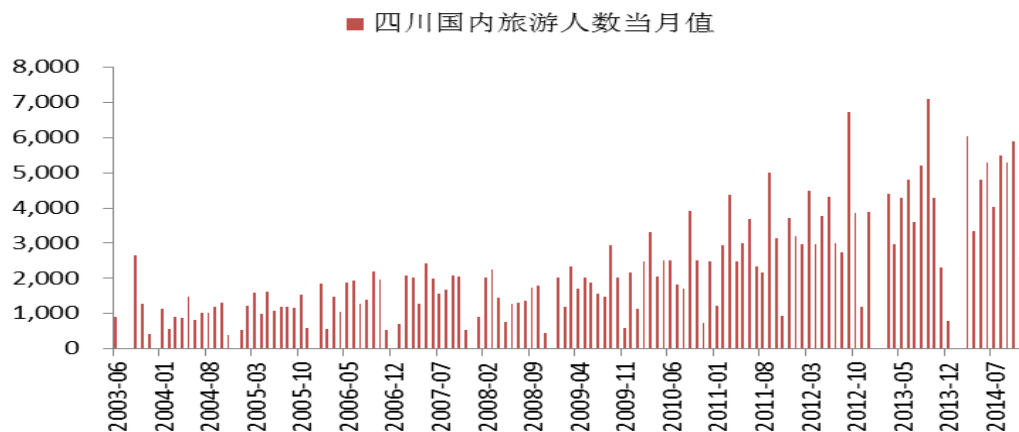
图 7：四川成渝通行费收入遭受地震影响（单位：万元）



数据来源：西南证券整理

分析四川省旅游人数近年来的一个变化可知，省内旅游人次在经历 2008 年的低谷之后不断上升，特别在 2011 年以后，旅游人次增长非常迅猛。在我国家庭私人汽车拥有量不断增加的背景下，旅游出行人数的攀升有利于高速公路一类车的通行量增长。我们预计伴随庐山地震对旅游不利影响的减弱，未来四川省旅游人数还将快速增长，四川成渝也将显著受益。

图 8：四川省国内旅游人数变化情况（单位：万人）



数据来源：西南证券整理



### 三、盈利预测与投资建议

公司基本面情况稳定，未来 2-3 年通行费收入稳步增长。一方面公司现有高速资产收费剩余年限较长，成仁高速车辆通行费收入还在继续增加，未来遂广遂西高速投入运营，车流量将逐年递增；另一方面地震对四川省旅游业的冲击基本已消化完毕，未来省内车流量将继续伴随旅游人次的增加稳步提升。

成本方面，公司管理、人工等成本相对稳定，唯财务费用变动较大，主要由于在建项目在不同阶段对资金的需求存在较大差异。2013 年公司财务费用较 2012 年大幅增加的原因有两点：一是因为新建项目增加，新增付息借款增多；二是成仁高速投入使用后，专项借款利息停止资本化转而费用化致使财务费用大幅上升。2014 年公司仅新增中票 3 亿元，遂广、遂西专项贷款利息还不能计入财务费用，所以 2014 财务费用较 2013 年变动不大。但考虑 2015 年因为有 15 亿元的公司债要发行，2015-2016 两条新高速可能投入运营，我们预计 2015 年，2016 年公司财务费用将有所增长。

公司主要看点：地方国企改革推动的四川省高速资产流转对公司形成直接利好，母公司四川省交投集团旗下未上市优质资产数量大，在新一轮的国有资产证券化过程中，四川成渝可能会通过支付相应对价的方式公开取得优质高速资产的收费权，这一举措将大幅提高公司毛利率，增厚公司净利润。

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.36 元、0.35 元、0.37 元，对应 PE 为 13 倍，14 倍，13 倍。立足长期分析，我们认为公司具有高现金流，稳增长的特点，未来可能迎来估值提升的机遇，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	7134.86	9239.65	11179.97	13751.37	净利润	1071.18	1159.26	1122.26	1192.24
营业成本	5077.57	6975.93	8753.92	10999.72	折旧与摊销	519.29	676.92	791.50	801.98
营业税金及附加	175.97	227.88	275.73	339.15	财务费用	412.04	477.04	609.07	737.98
销售费用	27.29	29.57	33.54	37.13	资产减值损失	0.02	-0.34	-0.34	-0.34
管理费用	177.26	199.58	221.36	269.53	经营营运资本变动	-1904.36	-424.18	-493.50	205.11
财务费用	412.04	477.04	609.07	737.98	其他	-112.53	-10.77	-12.85	-8.09
资产减值损失	0.02	-0.34	-0.34	-0.34	<b>经营活动现金流净额</b>	-14.37	1877.93	2016.13	2928.88
投资收益	27.01	21.50	21.30	22.00	资本支出	-2771.91	-1916.70	-5512.50	-1011.60
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	397.51	7.27	7.27	7.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-2374.40	-1909.43	-5505.23	-1004.33
<b>营业利润</b>	1291.72	1351.49	1307.99	1390.21	短期借款	-140.00	490.00	550.00	100.00
其他非经营损益	8.68	8.55	8.55	8.55	长期借款	1915.09	800.00	3200.00	2000.00
<b>利润总额</b>	1300.40	1360.04	1316.54	1398.75	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	229.23	200.78	194.29	206.51	支付股利	-244.64	-264.76	-256.31	-272.29
净利润	1071.18	1159.26	1122.26	1192.24	其他	753.86	-473.99	-605.38	-733.45
少数股东损益	60.90	65.90	63.80	67.78	<b>筹资活动现金流净额</b>	2284.30	551.24	2888.31	1094.26
归属母公司股东净利润	1010.28	1093.36	1058.46	1124.46	<b>现金流量净额</b>	-104.47	519.74	-600.80	3018.80
资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1514.68	2034.42	1433.63	4452.43	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1351.48	1657.49	1619.94	2150.14	销售收入增长率	69.48%	29.50%	21.00%	23.00%
存货	1134.99	1286.80	1899.80	1369.80	营业利润增长率	-8.97%	4.63%	-3.22%	6.29%
其他流动资产	870.02	870.02	870.02	870.02	净利润增长率	-11.54%	8.22%	-3.19%	6.24%
长期股权投资	137.47	158.97	180.27	202.27	EBITDA 增长率	8.16%	12.63%	8.06%	8.14%
投资性房地产	36.93	31.31	25.69	20.07	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	582.04	419.02	251.79	80.42	毛利率	28.83%	24.50%	21.70%	20.01%
无形资产和开发支出	17351.04	18773.41	23681.20	24068.16	三费率	8.64%	7.64%	7.73%	7.60%
其他非流动资产	567.20	553.60	539.99	539.99	净利率	15.01%	12.55%	10.04%	8.67%
<b>资产总计</b>	23545.85	25785.04	30502.34	33753.31	ROE	9.18%	9.24%	8.38%	8.34%
短期借款	590.00	1080.00	1630.00	1730.00	ROA	7.26%	7.11%	6.30%	6.32%
应付和预收款项	2118.49	2173.18	2274.54	2505.56	ROIC	8.97%	8.08%	7.79%	6.91%
长期借款	8600.96	9400.96	12600.96	14600.96	EBITDA/销售收入	31.25%	27.18%	24.27%	21.34%
其他负债	705.77	705.77	705.77	705.77	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	12015.22	13359.90	17211.26	19542.28	总资产周转率	0.30	0.36	0.37	0.41
股本	3058.06	3058.06	3058.06	3058.06	固定资产周转率	12.60	23.90	54.05	244.15
资本公积	1858.53	1858.53	1858.53	1858.53	应收账款周转率	17.91	27.21	24.52	20.87
留存收益	6087.91	6916.50	7718.65	8570.82	存货周转率	4.47	5.42	4.61	8.03
归属母公司股东权益	11004.50	11833.09	12635.24	13487.41	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.89	——	——	——
少数股东权益	526.14	592.04	655.84	723.62	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	11530.64	12425.14	13291.08	14211.03	资产负债率	51.03%	51.81%	56.43%	57.90%
负债和股东权益合计	23545.85	25785.04	30502.34	33753.31	带息债务/总负债	76.49%	78.45%	82.68%	83.57%
					流动比率	1.47	1.51	1.29	1.82
					速动比率	0.86	0.95	0.68	1.36
					股利支付率	24.22%	24.22%	24.22%	24.22%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	2229.38	2510.95	2713.42	2934.17	每股收益	0.33	0.36	0.35	0.37
PE	14.62	13.51	13.95	13.14	每股净资产	3.60	3.87	4.13	4.41
PB	1.34	1.25	1.17	1.10	每股经营现金	0.00	0.61	0.66	0.96
PS	2.07	1.60	1.32	1.07	每股股利	0.08	0.09	0.08	0.09
EV/EBITDA	10.32	9.50	10.43	9.36					
股息率	1.66%	1.79%	1.74%	1.84%					

数据来源：公司公告，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 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

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

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

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn