

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格（人民币）：5.90元
目标价格（人民币）：7.80-9.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A股(百万股)	907.74
总市值(百万元)	5,355.68
年内股价最高最低(元)	6.24/3.35
沪深 300 指数	3312.42
上证指数	3075.91



外延扩张涨业绩，两带一路提估值

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.256	0.302	0.279	0.284	0.398
每股净资产(元)	2.28	2.50	3.25	3.48	4.18
每股经营性现金流(元)	0.25	0.28	0.32	0.28	0.93
市盈率(倍)	15.60	12.37	20.96	21.98	15.66
行业优化市盈率(倍)	10.22	9.93	16.09	16.17	16.17
净利润增长率(%)	-34.54%	17.93%	-7.87%	1.93%	60.87%
净资产收益率(%)	11.27%	12.10%	8.5%	8.2%	9.6%
总股本(百万股)	907.74	907.74	907.74	907.74	1,040.74

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **三桥一路收益固定，年票收费模式风险低保障高有利建设运营企业：**三桥一路是公司的主要资产和收入利润来源。重庆市政府对主城区内车辆强制征收路桥通行年费并进行统收统支，财政根据各路桥的建设运营成本给与一定利润加成后拨付给运营企业，与实际车流量无关，因此公司三桥一路营收利润基本固定。这种特殊收费模式降低了建设运营企业风险，保障项目收益和现金流充沛。
- **自身条件佳动力强，外延式扩张潜力大：**我们将负债率和短期现金保障能力作为衡量企业外延扩张潜力的长短期指标，公司在高速公路和基础建设行业29家上市公司中负债率适中，现金（流）充沛。加上公司运营的石板坡大桥16年收费到期将使其收入盈利下降15%，综合来看公司自身条件良好，完全具备外延式扩张的动力和能力。
- **重庆国改和 PPP 推进力度大，项目质量好，并购或大幅增厚 EPS：**重庆国企改革力度大，并将基础设施 PPP 模式作为推进国企改革的五大路径之一重点抓，推出了一批质量高，效益好的高速公路股权转让和 BOT 项目，如果并购 EPS 有望增厚 25%~50% 以上，同时提高 BPS 和 ROE 水平。

投资建议

- 公司外延扩张潜力大能力强，重庆作为一带一路交汇点，区位优势凸出，未来一带一路建设将释放本地交通基建和运营需求；内陆自贸区一旦落户重庆也将带动新一轮建设热潮，公司成长空间打开，估值将明显提升，给予“买入”的投资评级。

估值

- 预计公司 14~16 年的 EPS 为 0.279 元，0.284 元和 0.398 元，对应当前股价的 PE 分别为 21X, 21X 和 14.7X, PB 分别为 1.8X, 1.7X 和 1.4X。从 DCF 估值看，公司市值至少在 70 亿以上。

风险

- 外延式扩张低于预期，一带一路政策对重庆本地基建拉动低于预期，利率上升

吴彦丰 分析师 SAC 执业编号：S1130514080001
(8621)60230251
wuyanfeng@gjzq.com.cn

内容目录

三桥一路收益固定，年票收费模式风险低保障高有利建设运营企业	3
三桥一路是公司的主要资产和收入来源	3
三桥一路收费盈利固定，现金流良好	3
内外环境天时地利，公司外延式扩张潜力大，有望实现跨越式增长	5
两桥收费到期分别影响公司营收 16% 和 12%，利润 15% 和 9%	5
公司负债水平适中，短期现金流充沛，自身具备外延式扩张条件	5
重庆国企改革和 PPP 模式推进力度大，项目质量好，收购将大幅增厚 EPS	6
公司非公经济背景和项目全生命周期运作优势为外延扩张加码	10
页岩气和金融业是公司多元化投资方向	10
两带一路、重庆自贸区提升估值，给予“买入”评级	11
附录：三张报表预测摘要	13

图表目录

图表 1：“三桥一路”是公司的主要资产和营收来源	3
图表 2：重庆主要桥梁地图	3
图表 3：桥梁通行费收入和成本相对固定（单位：万元）	4
图表 4：桥梁通行收费业务利润相对固定（单位：万元）	4
图表 5：嘉华大桥 BOT 项目收入盈利相对固定（单位：万元）	5
图表 6：长寿湖旅游专用高速公路 BOT 项目收入盈利相对固定（单位：万元）	5
图表 7：石板坡大桥（2016 收费到期）收入拆分 （单位：万元）	5
图表 8：石门大桥（2021 到期）收入拆分 （单位：万元）	5
图表 9：重庆路桥负债水平适中，扩张有基础	6
图表 10：重庆路桥短期现金流充沛	6
图表 11：重庆国企改革五大路径	7
图表 12：高速占重庆国企改革示范项目总投资半壁江山	7
图表 13：重庆市属国企面向非公资本项目表（高速公路部分）	8
图表 14：50 亿 BOT 项目前 14 年利润和现金流量表	9
图表 15：50 亿 BOT 项目后 16 年利润和现金流量表	9
图表 16：公司是为非公资本，不存在实际控制人	10
图表 17：公司市值至少在 70 亿以上	11
图表 18：分布盈利预测表	12

三桥一路收益固定，年票收费模式风险低保障高有利建设运营企业

三桥一路是公司的主要资产和收入来源

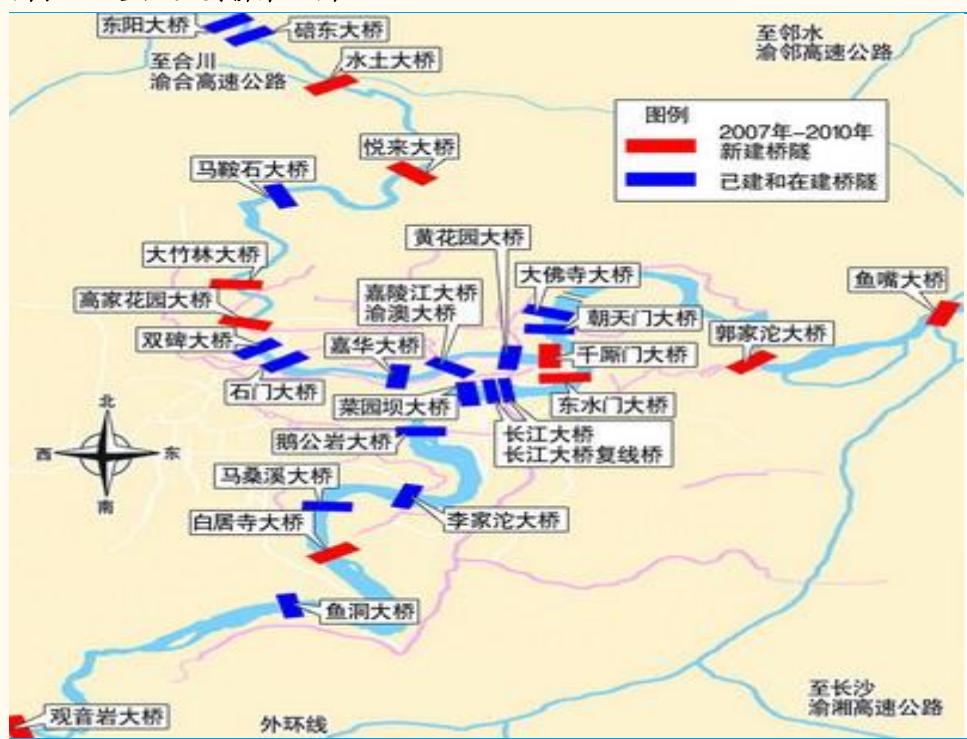
- 公司目前主要运营重庆长江石板坡大桥、重庆嘉陵江石门大桥、重庆嘉陵江嘉华大桥和长寿湖旅游高速公路，简称“三桥一路”，这是公司主要的资产和营收来源。

图表1：“三桥一路”是公司的主要资产和营收来源

	建成时间	总长 (米)	账面原值/总投 资(亿元)	收费模式	截止收费时点	项目 负债
长江石板坡大桥 (即重庆长江大桥)	1980年7月	1121	2.73	委托收费	2016年底	
嘉陵江石门大桥	1988年12月	1096.5	3.19	委托收费	2021年底	
嘉陵江嘉华大桥	2007年6月	528	19.48	BOT	2034年6月	14~16亿
长寿湖旅游高速	2010年5月	9440	5.89	BOT	2039年1月	4~5亿

来源：国金证券研究所

图表2：重庆主要桥梁地图



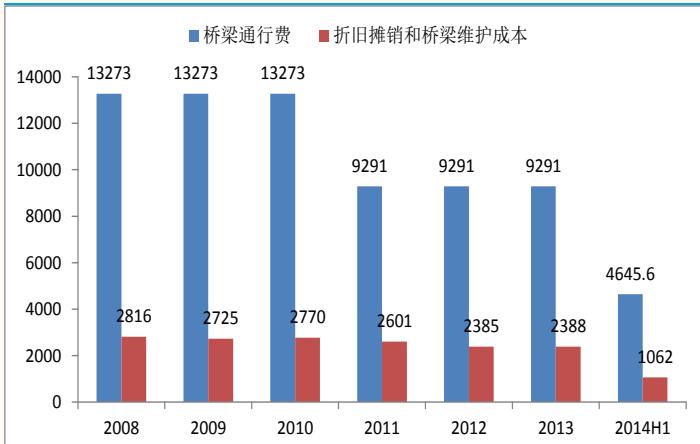
来源：国金证券研究所

三桥一路收费盈利固定，现金流良好

- 公司目前经营的长江石板坡大桥和嘉陵江石门大桥适用委托收费模式，收入盈利都相对固定。重庆市主城区路桥收费模式与其他省份不同，根据重庆市政府《重庆市主城区路桥通行费征收管理办法（2012年修订版）》，在重庆市主城区内（渝中区、江北区、南岸区、沙坪坝区、九龙坡区、大渡口区、渝北区、巴南区、北碚区）及绕城高速的路桥通行费实行统收统支管理，在主城区内登记上牌的机动车辆每年需一次性缴纳路桥通行年费，收费纳入市级非税收入统一管理，财政将根据路桥的建设运营企业的成本

给与一定利润加成后直接或间接拨付给路桥运营企业作为通行费收入。因此包括公司运营的长江石板坡大桥和嘉陵江石门大桥在内的中心城区范围内的路桥通行费收入相对固定，与实际车流量无关。

图表3：桥梁通行费收入和成本相对固定（单位：万元）



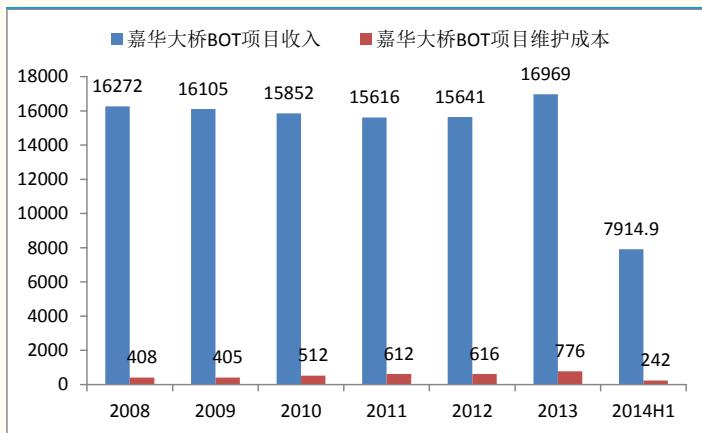
来源：国金证券研究所

图表4：桥梁通行收费业务利润相对固定（单位：万元）



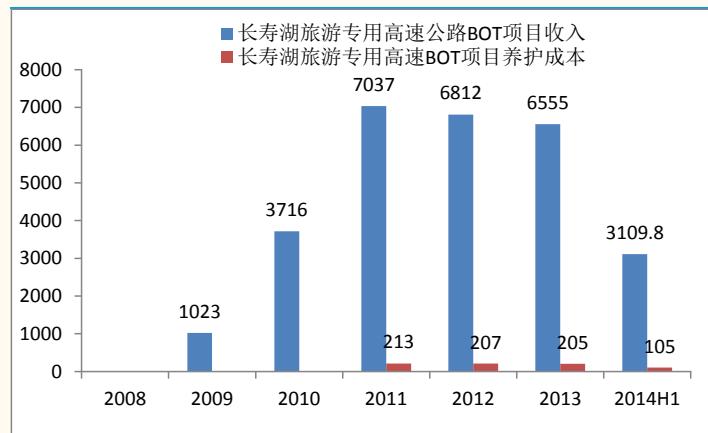
- 公司 2002 年决定将嘉陵江牛角沱大桥（收费已于 2010 年到期，相关资产已移交政府）、长江石板坡大桥、嘉陵江石门大桥的收费业务委托给重庆城投公司，协议约定：“三桥”收费以 11,800 万元/年为基数，从 2002-2004 年每年按 4% 增长，之后不再增长；上述收费金额由重庆城投按月、季拨付给公司。三桥的产权及经营权仍属公司所有，桥梁的维护、经营业务仍由公司负责。桥梁收费期满后，重庆市政府将按其经评估确认后的净资产进行回购或置换。
- 公司目前经营的嘉临江嘉华大桥和长寿湖旅游高速采用 BOT 模式运营，建设环节已经完成，现在处于运营阶段。公司 BOT 项目收益也相对固定，并在此基础上按内部收益率扣除一定的成本后确认收入。重庆这种特有的路桥收费模式以政府强制收费和财政资金作保障，降低了建设运营企业风险，保障项目收益和现金流充沛。
- 具体来说，对于嘉华大桥，在 27 年的收益期限内，重庆城投按工程总投资的 10% 按月支付给公司收益，由于嘉华大桥暂未完成竣工决算审计，重庆城投暂按每季度 5000 万元的标准向公司支付嘉华大桥经营收益。公司根据新会计准则解释，按项目的内部收益率确认营业收入，营业收入与实际收款的差额冲减投资本金。
- 对于长寿湖旅游高速公路，自通车之日起，长寿基础设施开发公司每年按照工程总投资的 11.5% 向公司支付经营收益。若经营期内人民银行五年期以上基准贷款利率高于 6.12% 时，长寿基础设施开发公司同意在 11.5% 的基础上增加当时利率高于 6.12% 的相应基点数。公司根据新会计准则解释，按项目的内部收益率确认营业收入，营业收入与实际收款的差额冲减投资本金。

图表 5：嘉华大桥 BOT 项目收入盈利相对固定 (单位：万元)



来源：国金证券研究所

图表 6：长寿湖旅游专用高速公路 BOT 项目收入盈利相对固定 (单位：万元)



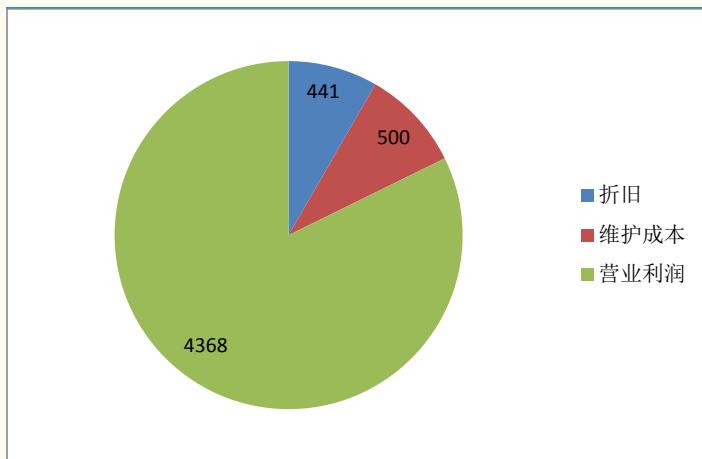
内外环境天时地利，公司外延式扩张潜力大，有望实现跨越式增长

两桥收费到期分别影响公司营收 16% 和 12%，利润 15% 和 9%

- 公司运营的长江石板坡大桥（重庆长江大桥）将于 2016 年底收费到期，该桥现在每年为公司贡献收入约 5300 万，税前利润 4400 万左右，收费到期将使公司总营收和利润分别下降 16% 和 15%。

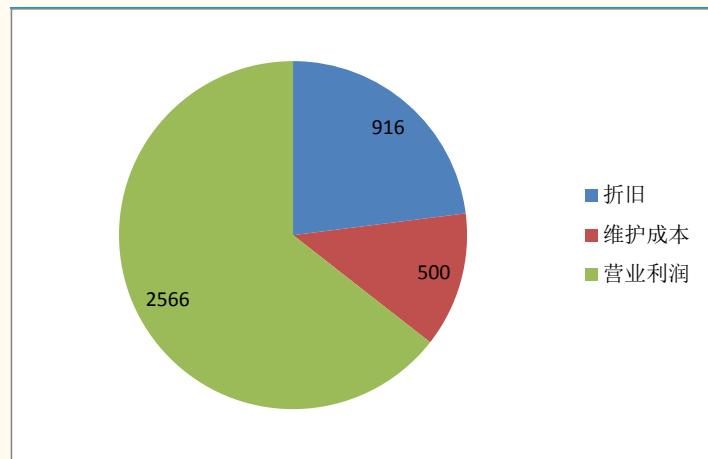
公司运营的嘉临江石门大桥将于 2021 年底收费到期，该桥现在每年为公司贡献收入约 4000 万，税前利润 2600 万左右，收费到期将使公司总营收和利润分别下降 12% 和 9%。

**图表 7：石板坡大桥 (2016 收费到期) 收入拆分
(单位：万元)**



来源：国金证券研究所

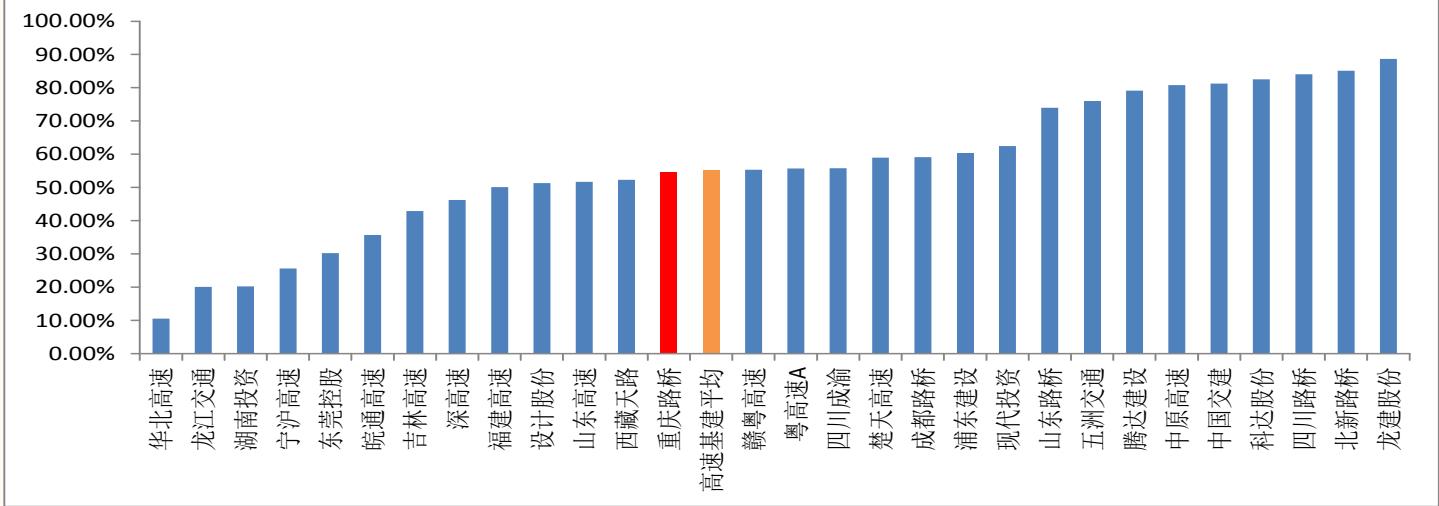
**图表 8：石门大桥 (2021 到期) 收入拆分
(单位：万元)**



公司负债水平适中，短期现金流充沛，自身具备外延式扩张条件

- 我们将**负债率**作为判断企业未来长期举债能力的指标。截止 2014 年 3 季度末，公司负债率为 54%，在全部 29 家高速公路和路桥基建类上市公司中处于中等水平，这为公司未来扩张提供了长期基础。

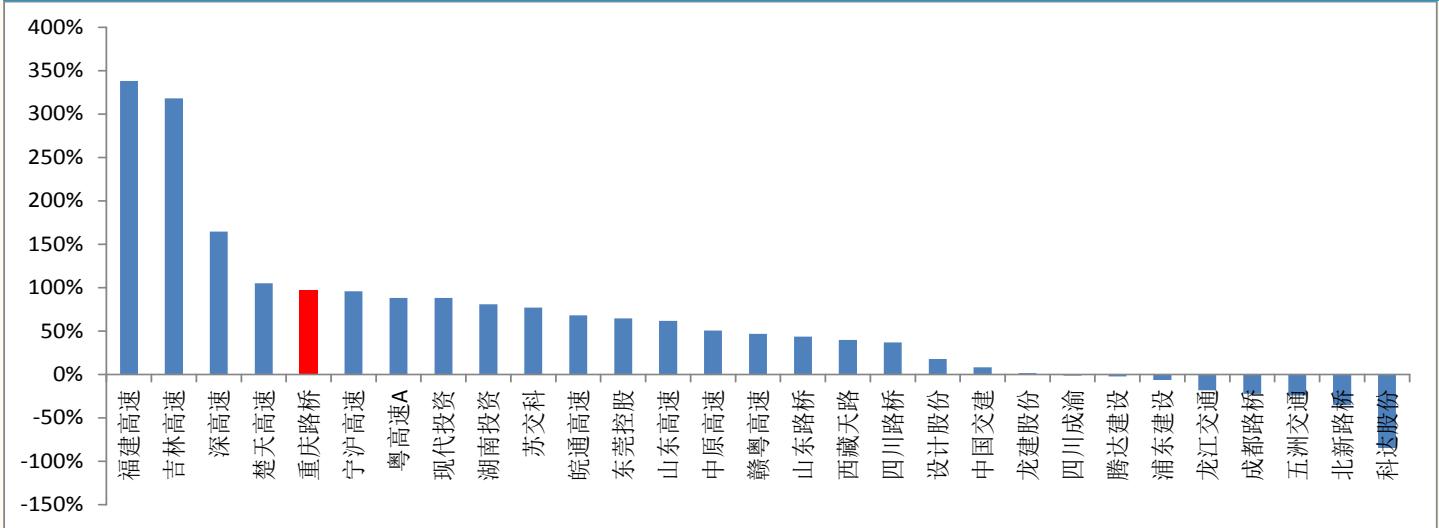
图表 9：重庆路桥负债水平适中，扩张有基础



来源：国金证券研究所

- 短期来看，公司账上有 8~9 亿多现金，加上 14 年回收 2 亿委托贷款，未来还可能通过出售持有的土地获得 3.5 亿现金，16 年向政府移交石板坡大桥还将获得约 1.2 亿的现金补偿，预计到 16 年公司账上现金将增至 13~15 亿现金。我们将 经营性净现金流量净额/(短期借款+一年内到期的非流动负债)作为反应企业短期现金流情况的指标。以 2013 年年报作为测算基础，公司现金流对短期负债的覆盖率为 97%，在全部 29 家高速公路和路桥基建类上市公司中处于领先水平（华北高速和园区设计没有短期债务）。因此，不管是纵向还是横向对比，公司短期现金流都极为充沛，外延式扩张没有资金障碍。

图表 10：重庆路桥短期现金流充沛



来源：国金证券研究所

- 综合考虑两桥收费到期对公司的营收和业绩的负面影响，负债率适中和短期现金流充沛的事实，我们认为公司自身条件良好，完全具备外延式扩张的动力、能力和条件。

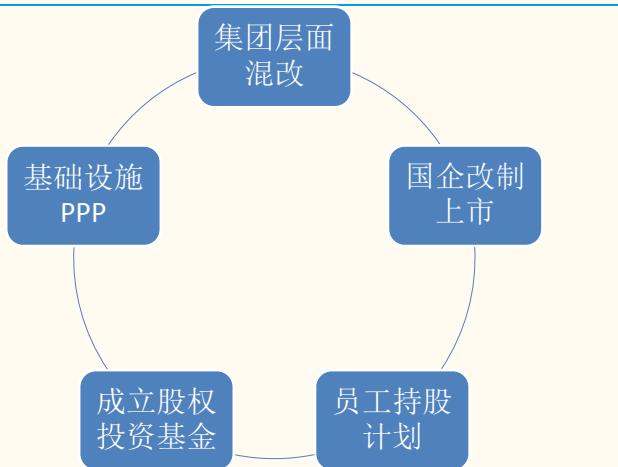
重庆国企改革和PPP模式推进力度大，项目质量好，收购将大幅增厚EPS

- 重庆国资总量居全国第四，其国企改革力度也较大。重庆市于2014年发布了《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》，

重庆市委书记等领导也在不同场合多次强调重庆推进国企改革的5大路径即集团层面混改、国企改制上市、基础设施PPP模式、成立股权投资基金和员工持股计划。为此，2014年下半年重庆市属重点国有企业向社会公开抛出110个、共2650亿元合作项目，包括24个增资扩股类项目，总金额538亿元；42个股权转让类项目，总金额437亿元；2个技术转让类项目，总金额0.62亿元；33个合资合作类项目，总金额为695亿元和9个BOT+EPC招商类项目，总金额为980亿元。2014年重庆国资系统已批准实施和签约的项目总计达50个，涉及总金额1130亿元。

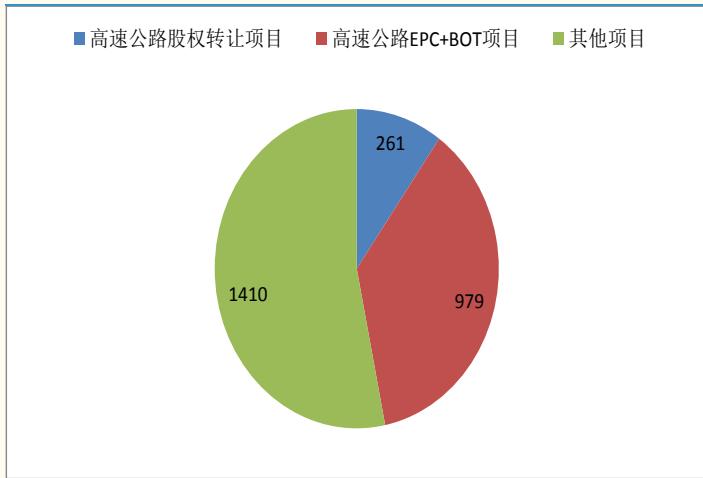
- 从这些示范项目的结构看，基础设施类项目在数量上虽不占优势，但金额上确是绝对主力，仅重庆高速集团旗下高速公路类项目的总金额已达1240亿元，占示范项目总投资的半壁江山。这也印证了国企改革五大路径中“大力推进基础设施投融资PPP模式”的提法。可见高速公路项目PPP模式的推进对于重庆国企改革的成功和地方政府负债水平的下降有着不可替代的重要性。

图表 11：重庆国企改革五大路径



来源：国金证券研究所

图表 12：高速占重庆国企改革示范项目总投资半壁江山



- 从第一批示范项目中股权转让的标的来看，不乏像成渝高速（重庆段）、渝涪高速等盈利能力很强的优质路产。我们估算成渝高速（重庆段）51%股权转让按收益法评估价约在20亿元左右，假设全部采用股权融资注入上市公司，摊薄后的EPS有50%以上的增厚；而渝涪高速30%股权转让按收益法评估价约在10亿左右，假设全部采用股权融资注入上市公司，摊薄后的EPS有25%左右的增厚。
- 此外，重庆市内路桥特殊的委托收费模式使建设运营企业可以避免因车流量变化、新建竞争性路桥、节假日免费政策等诸多原因对未来收益造成的不确定性，为项目参与方提供了可靠的长期收益保障。

图表 13：重庆市属国企面向非公资本项目表（高速公路部分）

合作项目名称	拟采取方式	国企合作方	项目介绍及进展情况	估算总投资(亿元)	2012年收入	2012年净利润	三年复合收入增长率
成渝高速	股权出让	高速集团	成渝高速公路由重庆成渝高速公路有限公司负责养护运营管理，该公司是由重庆高速集团与上海中信基建投资有限公司按51%和49%比例出资组建，于1999年12月23日正式成立。公司注册资本为4亿元。2010年11月30日，重庆高速集团将持有的成渝公司51%股权转让给其全资子公司重庆高速股份有限公司。该高速系G42沪蓉高速公路重庆上桥至桑家坡段，项目全长114公里，总投资约19亿元，为双向四车道设计，设计时速80公里/小时。	19.00	9.9	6.23	6.10%
渝邻高速	股权出让	高速集团	该项目起于邻水邱家河，止于江北区黑石子，全长53.6公里，目前已建成通车。高速集团拟转让全部或部分股权	19.10	1.96	0.455	20.50%
渝涪高速	股权出让	高速集团	渝涪高速公路由重庆渝涪高速公路有限公司负责养护运营管理。该公司于2003年10月1日正式成立，系高速集团、重庆国际信托投资有限公司、重庆路桥各按30%、37%及33%的比例出资组建的有限公司，公司注册资本20亿元。渝涪高速系由重庆上桥至涪陵长江大桥北桥头，共118公里。分两段进行建设和通车，其中上桥至长寿桃花街段称为渝长高速公路，现为G50沪渝高速公路中的一段。长寿区桃花街段到涪陵称为长涪高速公路长江大	49.00	9.42	4.29	12.80%
渝湘高速部分路段	股权出让	高速集团	界水、水武、武彭（武黄和黄彭）、彭黔（西）高速公路均系G65渝湘高速公路（重庆段）一部分，上述路段共计里程约275公里，总投资约150亿元，高速公路为双向4车道，设计时速为80公里/小时，现由重庆高速集团以南方分公司和东南分公司形式负责养护运营管理。	150.00	N/A	N/A	N/A
江合路	股权出让	高速集团	江合高速公路系G93成渝环线高速公路重庆至泸州段，该路段共计里程48公里，总投资约24亿元，高速公路为双向4车道，设计时速为80公里/小时，现由重庆高速集团以中渝分公司形式负责养护运营管理。	24.00	N/A	N/A	N/A
重庆巫溪至陕西镇坪高速公路	BOT+EPC招商	高速集团	项目优化后里程为59公里，目前市交委已启动项目前期工作，正在开展项目工可报批工作。	84.90			
垫江至丰都至武隆高速公路	BOT+EPC招商	高速集团	项目是我市“三环十射三联线”高速公路网规划中的第一联线，全长155公里，其中垫江至丰都75公里，丰都至武隆段80公里。目前市交委已启动项目前期工作，委托渝勘院开展工可报告编制工作。	202.00			
奉节至湖北建始高速公路	BOT+EPC招商	高速集团	项目是我市“三环十射三联线”高速公路网规划中第三联线的重要路段，长46公里，长江大桥一座，特长隧道2座。目前市交委已启动项目前期工作，委托渝勘院开展工可报告编制工作。	87.00			
开县至城口至陕西岚皋高速公路	BOT+EPC招商	高速集团	项目是我市“三环十射三联线”高速公路网规划中十射的重要路段，长133公里，桥隧比75.5%，互通10处。目前市交委已启动项目前期工作，委托渝勘院开展工可报告编制工作。	194.00			
南川至两江新区高速公路	BOT+EPC招商	高速集团	项目起于南川大铺子互通，项目全长约88公里，桥隧比55.6%，互通11处，目前市交委已启动项目前期工作，委托渝勘院开展工可报告编制工作。	115.00			
南渝泸高速公路	BOT+EPC招商	高速集团	项目全长约138公里，桥隧比12.3%，互通10处，其中枢纽互通3处，目前市交委已启动项目前期工作，委托渝勘院开展工可报告编制工作。	94.00			
重庆巫溪至陕西镇坪高速公路（重庆段）项目	BOT+EPC招商	高速集团	路线全长47.70公里，目前该项目工可报告已评审，待市发改委批复，相关技术方案待调整。	75.60			
黔江至石柱高速公路项目	BOT+EPC招商	高速集团	工可已经批复，设计院正就初步设计进行优化，以降低造价。	127.00			

来源：重庆国资委，国金证券研究所

除了成熟路产，收购进入运营阶段的 BOT 项目也将大幅增厚 EPS。假设公司收购投资规模 50 亿，刚进入运营期，收费时间为 30 年的重庆主城区内路桥项目，融资来源为自有资金 7 亿，股权融资 8 亿，债券融资 35 亿，根据目前重庆地区 8.5% 左右的项目 IRR 计算，股权 IRR 为 13.5%（高于目前公司 8.5% 的 ROE 水平）。项目投产首年即可为公司增加近 1.7 亿的税后利润，未来随着项目财务费用的递减，盈利还将按每年 2.5% 的复合增速增长。假设新项目于 16 年并表，则 16 年 EPS 将大增 40%，每股净资产增厚 20% 至 4.18 元，ROE 提升至 9.6%。

图表 14：50 亿 BOT 项目前 14 年利润和现金流量表

P&L	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Year	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000
Revenue	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Depreciation	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250
Operations & maintenance	\$ 2,152,500	\$ 2,125,984	\$ 2,097,837	\$ 2,067,959	\$ 2,036,244	\$ 2,002,578	\$ 1,966,842	\$ 1,928,907	\$ 1,888,640	\$ 1,845,897	\$ 1,800,525	\$ 1,752,362	\$ 1,701,238	\$ 1,646,969	\$ 1,646,969
Interest expenses	\$ 1,692,563	\$ 1,715,101	\$ 1,739,026	\$ 1,764,422	\$ 1,791,380	\$ 1,819,996	\$ 1,850,372	\$ 1,882,616	\$ 1,916,843	\$ 1,953,175	\$ 1,991,742	\$ 2,032,680	\$ 2,076,136	\$ 2,122,264	\$ 2,122,264
EBIT	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750
PBT	\$ 1,991,250	\$ 2,017,766	\$ 2,045,913	\$ 2,075,791	\$ 2,107,506	\$ 2,141,172	\$ 2,176,908	\$ 2,214,843	\$ 2,255,110	\$ 2,297,853	\$ 2,343,225	\$ 2,391,388	\$ 2,442,512	\$ 2,496,781	\$ 2,496,781
tax rate	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
Tax credit/expenses	\$ -298,688	\$ -302,665	\$ -306,887	\$ -311,369	\$ -316,126	\$ -321,176	\$ -326,536	\$ -332,226	\$ -338,266	\$ -344,678	\$ -351,484	\$ -358,708	\$ -366,377	\$ -374,517	\$ -374,517
Net income	\$ 1,692,563	\$ 1,715,101	\$ 1,739,026	\$ 1,764,422	\$ 1,791,380	\$ 1,819,996	\$ 1,850,372	\$ 1,882,616	\$ 1,916,843	\$ 1,953,175	\$ 1,991,742	\$ 2,032,680	\$ 2,076,136	\$ 2,122,264	\$ 2,122,264
Cash flow															
PBT	\$ 1,991,250	\$ 2,017,766	\$ 2,045,913	\$ 2,075,791	\$ 2,107,506	\$ 2,141,172	\$ 2,176,908	\$ 2,214,843	\$ 2,255,110	\$ 2,297,853	\$ 2,343,225	\$ 2,391,388	\$ 2,442,512	\$ 2,496,781	\$ 2,496,781
YOY%	1.33%	1.39%	1.46%	1.53%	1.60%	1.67%	1.74%	1.82%	1.90%	1.97%	2.06%	2.14%	2.22%		
Tax credit/expenses	\$ -298,688	\$ -302,665	\$ -306,887	\$ -311,369	\$ -316,126	\$ -321,176	\$ -326,536	\$ -332,226	\$ -338,266	\$ -344,678	\$ -351,484	\$ -358,708	\$ -366,377	\$ -374,517	\$ -374,517
Depreciation	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Debt principle pmt	\$ -431,156	\$ -457,672	\$ -485,819	\$ -515,697	\$ -547,413	\$ -581,078	\$ -616,815	\$ -654,749	\$ -695,016	\$ -737,759	\$ -783,132	\$ -831,294	\$ -882,419	\$ -936,688	\$ -936,688
Initial investment	\$ -15,000,000														
Terminal															
FCF to Project	\$ -50,000,000	\$ 4,695,063	\$ 4,691,085	\$ 4,686,863	\$ 4,682,381	\$ 4,677,624	\$ 4,672,574	\$ 4,667,214	\$ 4,661,524	\$ 4,655,484	\$ 4,649,072	\$ 4,642,266	\$ 4,635,042	\$ 4,627,373	\$ 4,619,233
FCF to Equity	\$ -15,000,000	\$ 2,111,406	\$ 2,107,429	\$ 2,103,207	\$ 2,098,725	\$ 2,093,968	\$ 2,088,918	\$ 2,083,557	\$ 2,077,867	\$ 2,071,827	\$ 2,065,416	\$ 2,058,610	\$ 2,051,385	\$ 2,043,717	\$ 2,035,576
PV(FCF to Equity)	\$ 1,937,070	\$ 1,773,781	\$ 1,624,061	\$ 1,486,790	\$ 1,360,935	\$ 1,245,553	\$ 1,139,777	\$ 1,042,812	\$ 953,927	\$ 872,454	\$ 797,779	\$ 729,339	\$ 666,617	\$ 609,139	\$ 609,139
PV(sum)	\$ 21,111,956														
IRR to Project	8.50%														
IRR to Equity	13.50%														

来源：国金证券研究所

图表 15：50 亿 BOT 项目后 16 年利润和现金流量表

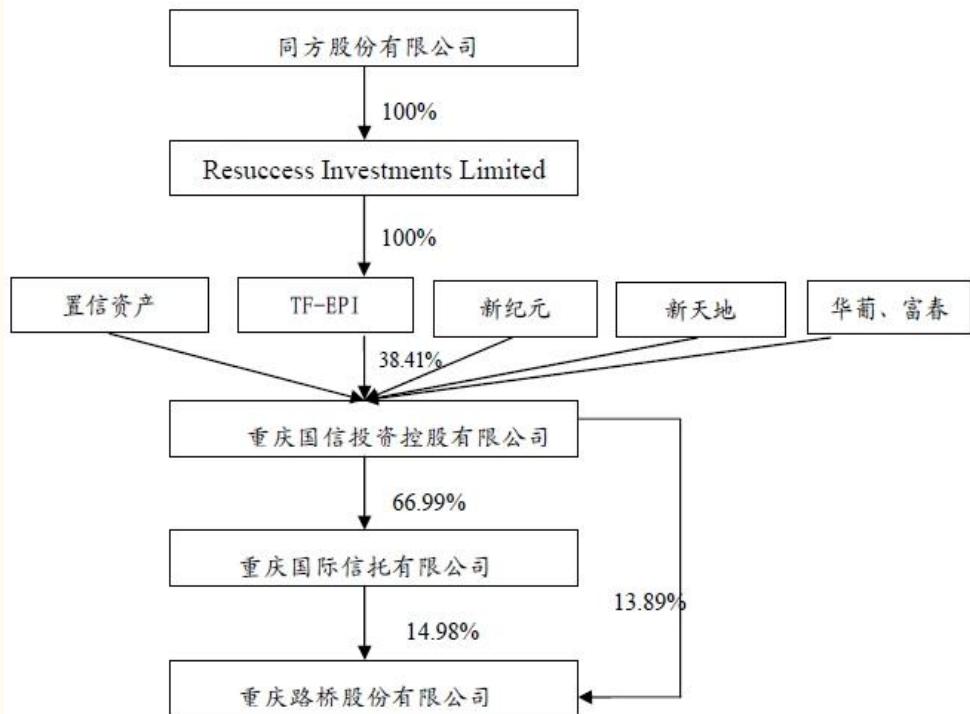
P&L	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
Year	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	\$ 4,250,000	
Revenue	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Depreciation	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	\$ -106,250	
Operations & maintenance	\$ 1,692,563	\$ 1,528,213	\$ 1,463,304	\$ 1,394,402	\$ 1,321,263	\$ 1,243,626	\$ 1,161,214	\$ 1,073,733	\$ 980,873	\$ 882,302	\$ 777,669	\$ 666,601	\$ 488,702	\$ 423,552	\$ 290,705	\$ 149,689
Interest expenses	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	\$ 1,692,563	
EBIT	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	\$ 4,143,750	
PBT	\$ 2,554,388	\$ 2,615,537	\$ 2,680,446	\$ 2,749,348	\$ 2,822,487	\$ 2,900,124	\$ 2,982,536	\$ 3,070,017	\$ 3,162,877	\$ 3,261,448	\$ 3,366,081	\$ 3,477,149	\$ 3,595,048	\$ 3,720,198	\$ 3,853,045	\$ 3,994,061
tax rate	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	
Tax credit/expenses	\$ -383,158	\$ -392,330	\$ -402,067	\$ -412,402	\$ -423,373	\$ -435,019	\$ -447,380	\$ -460,502	\$ -474,432	\$ -489,217	\$ -504,912	\$ -521,572	\$ -539,257	\$ -558,030	\$ -577,957	\$ -599,109
Net income	\$ 2,171,229	\$ 2,223,206	\$ 2,278,379	\$ 2,336,946	\$ 2,399,114	\$ 2,465,106	\$ 2,535,156	\$ 2,609,514	\$ 2,688,445	\$ 2,772,231	\$ 2,861,169	\$ 2,955,577	\$ 3,055,791	\$ 3,162,168	\$ 3,275,088	\$ 3,394,952
Cash flow																
PBT	\$ 2,554,388	\$ 2,615,537	\$ 2,680,446	\$ 2,749,348	\$ 2,822,487	\$ 2,900,124	\$ 2,982,536	\$ 3,070,017	\$ 3,162,877	\$ 3,261,448	\$ 3,366,081	\$ 3,477,149	\$ 3,595,048	\$ 3,720,198	\$ 3,853,045	\$ 3,994,061
YOY%	2.31%	2.39%	2.48%	2.57%	2.66%	2.75%	2.84%	2.93%	3.02%	3.12%	3.21%	3.30%	3.39%	3.48%	3.57%	3.66%
Tax credit/expenses	\$ -383,158	\$ -392,330	\$ -402,067	\$ -412,402	\$ -423,373	\$ -435,019	\$ -447,380	\$ -460,502	\$ -474,432	\$ -489,217	\$ -504,912	\$ -521,572	\$ -539,257	\$ -558,030	\$ -577,957	\$ -599,109
Depreciation	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Debt principle pmt	\$ -994,294	\$ -1,055,443	\$ -1,120,353	\$ -1,189,254	\$ -1,262,394	\$ -1,340,031	\$ -1,422,443	\$ -1,509,923	\$ -1,602,783	\$ -1,701,354	\$ -1,805,988	\$ -1,917,056	\$ -2,034,955	\$ -2,160,104	\$ -2,292,951	\$ -2,433,967
Initial investment																
Terminal																
FCF to Project	\$ 4,610,592	\$ 4,601,420	\$ 4,591,683	\$ 4,581,348	\$ 4,570,377	\$ 4,558,731	\$ 4,546,370	\$ 4,533,248	\$ 4,519,319	\$ 4,504,533	\$ 4,488,838	\$ 4,472,178	\$ 4,454,493	\$ 4,435,720	\$ 4,415,793	\$ 4,394,641
FCF to Equity	\$ 2,026,936	\$ 2,017,763	\$ 2,008,027	\$ 1,997,691	\$ 1,986,721	\$ 1,975,075	\$ 1,962,713	\$ 1,949,591	\$ 1,935,662	\$ 1,920,876	\$ 1,905,181	\$ 1,888,521	\$ 1,870,836	\$ 1,852,064	\$ 1,832,137	\$ 1,810,985
PV(FCF to Equity)	\$ 356,471	\$ 308,214	\$ 464,001	\$ 423,498	\$ 386,397	\$ 352,414	\$ 321,292	\$ 292,793	\$ 266,698	\$ 242,808	\$ 220,940	\$ 200,925	\$ 182,608	\$ 165,949	\$ 150,518	\$ 136,496

来源：国金证券研究所

公司非公经济背景和项目全生命周期运作优势为外延扩张加码

- 由于 PPP 项目和国企混改会优先向非公资本开放，公司作为非公经济将受益。公司大股东为中外合资的企业重庆国信投资，国信投资股东较为分散，董事会制度安排特殊，所以国信控股的任一单一股东对国信都不享有控制权。因此上市公司重庆路桥也不存在实际控制人，不隶属于国资系统。

图表 16：公司不存在实际控制人，是非公经济



来源：国金证券研究所

- 合作对象的选择对于 PPP 项目至关重要，地方政府势必优先选择同时具备投融资能力、工程技术水平资质和大项目管理经验的企业。公司具有市政总包工程一级资质，多项工程获得优质工程奖，技术施工水平过硬；作为上市公司，投融资能力强于好于一般企业，同时具有运营大型 BOT 项目的建设管理经验，加之与地方政府合作关系良好，完全有能力承接路桥建设等大型 BOT 项目。

页岩气和金融业是公司多元化投资方向

- 公司在立足路桥收费、建设主业的同时也积极进行多元化开拓。公司出资 5000 万与重庆地质矿产研究院、国投高科技投资有限公司、共同设立产业投资基金投资于页岩气资源勘查、开采产气、储运运输配和分销等环节提供装备和服务的初创期及早中期企业，基金共规模 2.5 亿，公司占 20%份额。
- 公司目前还持有 H 股上市公司重庆银行（1963.HK）6.33%的股权，市值约 11 亿元，为公司第四大股东。重庆银行近三年复合盈利增速达 16%，现金分红情况良好，每年为公司提供近亿元现金红利。

两带一路、重庆自贸区提升估值，给予“买入”评级

- 我们预计公司14~16年的EPS为0.279元，0.284元和0.398元，对应当前股价的PE分别为21X, 21X和14.7X, PB分别为1.8X, 1.7X和1.4X, 与高速公路板块和基础建设板块PE和PB估值水平基本一致。
- 从绝对估值看，我们将50亿BOT项目、嘉华大桥BOT项目、长寿湖BOT项目、两桥未来现金流按9%的贴现率进行折现，结果如下：

图表 17：公司市值至少在70亿以上

	现值（亿元）
50亿BOT项目股权	21.1
嘉华大桥BOT项目股权	6.72
长寿湖高速BOT项目股权	2.79
石板坡大桥+石门大桥	5.5
渝涪高速33%股权	18.33
重庆银行6.33%股权	11
其他净资产	-1.44
合计	64

来源：国金证券研究所

- 由于公司新接BOT项目的IRR都在13%以上，高于9%的资本成本，因此利润再投资将增加股东价值，我们认为公司的市值至少在**70亿以上**。考虑到重庆是丝绸之路经济带和长江经济带的交汇点，区位优势十分显著，未来两带一路建设将释放重庆地区交通基建和运营需求，内陆第一批自贸区中重庆具有得天独厚的优势，呼声很高，一旦自贸区落户重庆又将带动新一轮建设热潮，公司成长空间打开，估值将明显提升，给予“买入”的投资评级。

图表 18：分布盈利预测表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（亿元）	3.34	3.23	3.45	3.98	3.22	3.35	3.40	3.40	7.65
嘉华大桥BOT项目	1.63	1.61	1.59	1.56	1.56	1.70	1.70	1.70	1.70
过桥费	1.33	1.33	1.33	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93	0.93
长寿湖旅游专用高速公路BOT项目		0.10	0.37	0.70	0.68	0.66	0.66	0.66	0.66
工程管理及其他	0.13	0.02		0.78	0.04	0.04	0.11	0.11	0.11
过路费	0.19	0.15	0.14						
50亿BOT项目									4.25
营业成本（亿元）	0.55	0.43	0.40	0.35	0.36	0.36	0.41	0.41	0.51
嘉华大桥BOT项目		0.04	0.05	0.06	0.06	0.08	0.07	0.07	0.07
过桥费	0.28	0.27	0.28	0.26	0.24	0.24	0.22	0.22	0.22
长寿湖旅游专用高速公路BOT项目				0.02	0.02	0.02	0.02	0.02	0.02
工程管理及其他	0.12	0.01		0.01	0.04	0.03	0.10	0.10	0.10
过路费	0.15	0.10	0.08						
50亿BOT项目									0.10
毛利（亿元）	2.79	2.80	3.04	3.63	2.86	2.98	2.99	2.99	7.14
嘉华大桥BOT项目		1.57	1.53	1.50	1.50	1.62	1.63	1.63	1.63
过桥费	1.05	1.05	1.05	0.67	0.69	0.69	0.71	0.71	0.71
长寿湖旅游专用高速公路BOT项目				0.68	0.66	0.63	0.64	0.64	0.64
工程管理及其他	0.02	0.00		0.77	0.00	0.02	0.01	0.01	0.01
过路费	0.04	0.05	0.06						0.00
50亿BOT项目									4.15
毛利率（%）	83.60	86.64	88.26	91.14	88.83	89.16	87.93	87.93	93.33
嘉华大桥BOT项目		97.49	96.77	96.08	96.06	95.43	95.88	95.88	95.88
过桥费	78.78	79.47	79.13	72.01	74.33	74.30	76.32	76.32	76.32
长寿湖旅游专用高速公路BOT项目				96.98	96.97	96.87	96.97	96.97	96.97
工程管理及其他	12.43	11.28		98.66	0.84	40.32	6.37	6.37	6.37
过路费	19.86	32.21	44.56						
50亿BOT项目									97.65

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	398	322	335	340	340	765
增长率	-19.2%	4.0%	1.5%	0.0%	125.1%	
主营业务成本	-35	-36	-36	-41	-41	-51
% 销售收入	8.9%	11.2%	10.8%	12.1%	12.1%	6.7%
毛利	363	286	298	299	299	714
% 销售收入	91.1%	88.8%	89.2%	87.9%	87.9%	93.3%
营业税金及附加	-22	-19	-19	-19	-19	-42
% 销售收入	5.5%	5.8%	5.6%	5.5%	5.5%	5.5%
营业费用	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-16	-15	-15	-17	-17	-18
% 销售收入	4.0%	4.6%	4.5%	5.0%	5.0%	2.3%
息税前利润（EBIT）	325	252	264	263	263	654
% 销售收入	81.7%	78.4%	79.0%	77.4%	77.4%	85.5%
财务费用	-192	-195	-196	-170	-143	-349
% 销售收入	48.1%	60.5%	58.6%	50.0%	42.0%	45.7%
资产减值损失	3	3	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	-1	0	0	0
投资收益	257	182	229	170	180	180
% 税前利润	65.3%	74.2%	75.7%	62.5%	59.4%	36.9%
营业利润	393	243	299	263	300	485
营业利润率	98.7%	75.6%	89.3%	77.4%	88.4%	63.4%
营业外收支	0	2	3	9	3	3
税前利润	393	245	302	272	303	488
利润率	98.7%	76.2%	90.3%	80.1%	89.3%	63.8%
所得税	-38	-12	-28	-19	-45	-73
所得税率	9.6%	5.1%	9.2%	7.0%	15.0%	15.0%
净利润	356	233	274	253	258	415
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	356	233	274	253	258	415
净利率	89.2%	72.3%	82.0%	74.5%	75.9%	54.2%

现金流量表（人民币百万元）						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	356	233	274	253	258	415
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	13	13	16	15	15
非经营收益	-57	19	-17	17	-16	186
营运资金变动	151	-35	-17	6	-3	353
经营活动现金净流	463	229	254	292	255	969
资本开支	1	-13	-3	9	3	149
投资	1,014	380	7,000	251	50	-4,825
其他	29	53	191	170	180	180
投资活动现金净流	1,045	420	7,188	430	233	-4,496
股权筹资	0	0	0	0	0	133
债权筹资	-572	-184	306	-227	-230	3,270
其他	-203	-233	-257	-191	-213	-414
筹资活动现金净流	-775	-417	49	-418	-443	2,989
现金净流量	732	232	7,491	304	45	-539

资产负债表（人民币百万元）						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	858	297	872	1,176	1,221	682
应收账款	106	57	12	43	46	52
存货	218	637	343	342	342	0
其他流动资产	32	99	29	29	29	29
流动资产	1,214	1,090	1,255	1,591	1,639	763
% 总资产	21.5%	20.3%	21.6%	27.1%	28.0%	7.9%
长期投资	3,980	3,848	4,144	3,893	3,843	8,668
固定资产	383	369	354	340	326	166
% 总资产	6.8%	6.9%	6.1%	5.8%	5.6%	1.7%
无形资产	46	44	43	41	40	39
非流动资产	4,424	4,275	4,558	4,288	4,223	8,887
% 总资产	78.5%	79.7%	78.4%	72.9%	72.0%	92.1%
资产总计	5,638	5,366	5,813	5,879	5,861	9,650
短期借款	368	236	262	265	265	265
应付款项	460	208	99	139	139	149
其他流动负债	37	17	56	100	100	61
流动负债	865	461	417	503	503	475
长期贷款	2,858	2,806	2,637	2,407	2,177	5,447
其他长期负债	29	33	492	494	494	494
负债	3,752	3,300	3,546	3,404	3,174	6,415
普通股股东权益	1,886	2,066	2,268	2,475	2,688	3,235
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	5,638	5,366	5,813	5,879	5,861	9,650

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	0.783	0.256	0.302	0.279	0.284	0.398
每股净资产	4.156	2.276	2.498	2.727	2.961	3.108
每股经营现金净流	1.019	0.253	0.280	0.322	0.281	0.931
每股股利	0.060	0.000	0.070	0.050	0.050	0.000
回报率						
净资产收益率	18.85%	11.27%	12.10%	10.22%	9.59%	12.82%
总资产收益率	6.31%	4.34%	4.72%	4.30%	4.40%	4.30%
投入资本收益率	5.72%	4.66%	4.25%	4.33%	3.97%	5.89%
增长率						
主营业务收入增长率	15.55%	-19.21%	3.99%	1.46%	0.00%	125.14%
EBIT增长率	21.98%	-22.46%	4.83%	-0.59%	0.00%	148.73%
净利润增长率	334.51%	-34.54%	17.93%	-7.87%	1.93%	60.87%
总资产增长率	-0.27%	-4.83%	8.34%	1.13%	-0.30%	64.64%
资产管理能力						
应收账款周转天数	88.5	77.2	22.8	32.0	35.0	18.0
存货周转天数	2,378.6	4,341.1	4,929.7	3,045.0	3,045.0	1.0
应付账款周转天数	751.6	870.2	738.1	738.0	738.0	588.0
固定资产周转天数	350.6	418.3	386.2	364.7	349.5	79.0
偿债能力						
净负债/股东权益	123.94%	131.39%	107.90%	77.40%	61.05%	168.44%
EBIT利息保障倍数	1.7	1.3	1.3	1.5	1.8	1.9
资产负债率	66.54%	61.50%	60.99%	57.90%	54.15%	66.48%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	1	2
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-61620767
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD