



新领导班子就位、打开资产注入想象空间

- **事件:** 公司公告称, 根据公司第六届董事会第一次会议相关决议, 公司通过了《关于聘任公司总经理的议案》, 董事会聘任谷安东先生为公司总经理, 任期自本次董事会决议生效之日起至公司第六届董事会届满之日止。
- **新任总经理到任为公司打开资产注入想象的空间。** 公司的新任总经理谷安东先生曾任重庆市人民检察院第二分院副检察长、重庆渝涪高速公路有限公司董事、董事长; 现任重庆渝涪高速公路有限公司董事长、总经理。渝涪高速公路有限公司是重庆路桥的重要资产之一, 重庆路桥在重庆渝涪高速的股权占比为 33%。随着谷安东先生成为重庆路桥新任总经理, 未来重庆渝涪高速注入重庆路桥的预期陡然上升。
- **重庆路桥需要新的资产注入。** 目前, 重庆路桥的资产主要是“三桥一路两投资”, “三桥”分别为: 重庆石板坡长江大桥、重庆嘉陵江石门大桥、重庆嘉陵江嘉华大桥; “一路”为: 长寿旅游高速专线; 两投资为: 重庆银行的股权、重庆渝涪高速的股权。重庆石板坡长江大桥于 2016 就要到期、石门大桥也将于 2021 年到期, 公司赖以生存的路桥资产现金流有收缩的压力, 极度需要资产注入。从我们前期对公司的调研来看, 重庆路桥对于收购相关路桥资产的愿望较为迫切, 渝涪高速正是符合公司“胃口”的资产。
- **渝涪高速。** 根据重庆渝涪高速公路公布的信息来看, 2014 年, 公司实现营业收入 8.22 亿元, 较 2013 年 9.41 亿元的水平下滑约 1.2 亿元; 实现净利润 2.7 亿元, 较 2013 年 4.2 亿的水平下滑 1.5 亿元, 导致重庆渝涪高速公路有限公司的收入、利润下滑的原因主要是因为近两年重庆修建并通车了数条重庆到涪陵的高速公路, 使得渝涪高速的车流量受到了严重的分流, 而渝涪高速的盈利模式来自车辆的通行费, 所以收入出现了明显下滑; 另一方面, 高速路的养护成本基本保持稳定, 所以当收入下滑而成本基本保持不变的背景下, 渝涪高速的净利润以高于收入下滑的速度减少。但是考虑到短期内不会再有多条新的高速路建成, 分流压力加剧的空间已经不大。
- **业绩预测与估值:** 在不考虑或有收购的前提下, 我们预测公司 2015--2017 年 EPS 分别为 0.29 元和 0.28 元、0.31 元, 虽然公司目前估值较行业 30 倍的平均水平已经偏高, 但考虑到存在重大资产收购的预期, 仍然维持“增持”评级。
- **风险提示:** 资产注入或不达预期、或出现不可预测的地质灾害。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	339.61	366.71	364.71	380.00
增长率	1.47%	7.98%	-0.55%	4.19%
归属母公司净利润(百万元)	246.92	260.99	256.72	280.32
增长率	-10.04%	5.70%	-1.63%	9.19%
每股收益 EPS(元)	0.27	0.29	0.28	0.31
净资产收益率 ROE	8.39%	9.93%	9.13%	9.27%
PE	54.19	51.27	52.12	47.73
PB	4.54	5.09	4.76	4.43

数据来源: Wind, 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

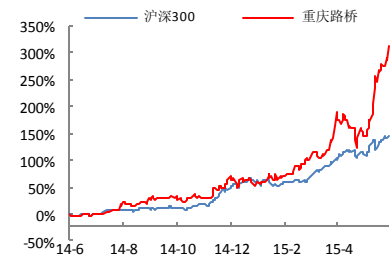
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 刘言

电话: 023-67791663

邮箱: liuyan@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)	3.41-15.16
总市值(亿元)	133.80
总资产(亿元)	69.97
每股净资产(元)	3.34

相关研究

1. 重庆路桥(600106): 攻守兼备的投资标的 (2015-04-07)
2. 重庆路桥(600106): 净利润小幅增长, 业绩基本符合预期 (2014-10-30)
3. 重庆路桥(600106): 利润稳中有升, 将受益于国企改革预期 (2014-08-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	339.61	366.71	364.71	380.00	净利润	246.92	260.99	256.72	280.32
营业成本	32.89	29.34	29.18	30.40	折旧与摊销	15.92	70.14	86.18	104.65
营业税金及附加	18.53	20.01	19.90	20.73	财务费用	169.90	204.80	205.54	211.04
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	3.21	-11.82	1.44	1.48
管理费用	12.17	14.91	14.51	14.98	经营营运资本变动	-110.25	15.22	13.39	-19.46
财务费用	169.90	204.80	205.54	211.04	其他	-44.92	-168.35	-179.29	-197.00
资产减值损失	3.21	-11.82	1.44	1.48	经营活动现金流净额	280.77	370.99	383.99	381.03
投资收益	155.29	166.20	177.14	194.85	资本支出	73.02	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	2.15	2.15	2.15	2.15	其他	157.60	-91.78	15.66	11.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	230.62	-261.96	-174.34	-198.95
营业利润	260.36	277.82	273.43	298.36	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.30	3.55	3.76	3.78	长期借款	-336.05	1144.52	14.08	93.82
利润总额	264.66	281.38	277.19	302.14	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	17.74	20.39	20.46	21.83	支付股利	-82.60	-57.81	-73.70	-69.95
净利润	246.92	260.99	256.72	280.32	其他	-114.38	-1066.07	-205.54	-211.04
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-533.03	20.64	-265.16	-187.17
归属母公司股东净利润	246.92	260.99	256.72	280.32	现金流量净额	-21.64	129.67	-55.52	-5.09
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	850.11	979.78	924.27	919.17	成长能力				
应收和预付款项	61.81	51.53	51.62	56.61	销售收入增长率	1.47%	7.98%	-0.55%	4.19%
存货	343.65	332.31	312.82	330.69	营业利润增长率	-12.88%	6.71%	-1.58%	9.12%
其他流动资产	64.49	64.49	64.49	64.49	净利润增长率	-10.04%	5.70%	-1.63%	9.19%
长期股权投资	1165.91	1332.11	1509.25	1704.10	EBITDA 增长率	-12.67%	23.89%	2.24%	8.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	339.73	443.11	550.26	658.95	毛利率	90.32%	92.00%	92.00%	92.00%
无形资产和开发支出	41.42	38.11	34.81	31.50	三费率	53.61%	59.91%	60.34%	59.48%
其他非流动资产	3436.06	3529.96	3516.42	3507.49	净利率	72.71%	71.17%	70.39%	73.77%
资产总计	6303.18	6771.40	6963.93	7273.01	ROE	8.39%	9.93%	9.13%	9.27%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.72%	3.92%	7.13%	6.88%
应付和预收款项	84.43	91.20	86.69	91.39	ROIC	70.29%	74.03%	63.48%	58.66%
长期借款	2300.67	3445.19	3459.27	3553.09	EBITDA/销售收入	131.38%	150.74%	154.96%	161.59%
其他负债	973.69	605.66	605.60	605.78	营运能力				
负债合计	3358.79	4142.05	4151.55	4250.26	总资产周转率	0.06	0.06	0.05	0.05
股本	907.74	907.74	907.74	907.74	固定资产周转率	1.00	0.86	0.69	0.60
资本公积	54.29	54.29	54.29	54.29	应收账款周转率	13.62	8.66	10.41	10.15
留存收益	1464.14	1667.32	1850.35	2060.71	存货周转率	0.10	0.09	0.09	0.09
归属母公司股东权益	2944.39	2629.35	2812.38	3022.75	销售提升对净利润现金营业收入	91.37%	--	--	--
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2944.39	2629.35	2812.38	3022.75	资产负债率	53.29%	61.17%	59.62%	58.44%
负债和股东权益合计	6303.18	6771.40	6963.93	7273.01	带息债务/总负债	81.87%	94.02%	94.15%	94.17%
					流动比率	2.88	14.82	14.74	14.18
					速动比率	2.13	11.37	11.34	10.76
					股利支付率	33.45%	22.15%	28.71%	24.95%
业绩和估值指标					每股指标				
	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	446.17	552.77	565.15	614.05	每股收益	0.27	0.29	0.28	0.31
PE	54.19	51.27	52.12	47.73	每股净资产	3.24	2.90	3.10	3.33
PB	4.54	5.09	4.76	4.43	每股经营现金	0.31	0.41	0.42	0.42
PS	39.40	36.49	36.69	35.21	每股股利	0.09	0.06	0.08	0.08
EV/EBITDA	27.17	23.15	22.76	21.11					
股息率	0.62%	0.43%	0.55%	0.52%					

数据来源: Wind, 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

地址：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

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

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

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

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

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

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn