

金控业务拉开序幕，多元化经营开始

- 事件:** 28日晚间公司发布公告，四川成渝设立成渝融资租赁有限公司，由成渝与信成香港投资有限公司共同出资设立。公司注册资本3亿元，成渝出资1.8亿元，股权占比60%。
- 公司金控业务拉开序幕，多元化经营开始。**成渝融资租赁公司办公地址在深圳前海，注册资本为3亿元，主要针对四川省交通机械，以及医疗通讯等业务领域展开融资租赁服务。我们认为此次融资租赁子公司的设立是对上市公司充裕现金流优势的有效利用。
- 子公司股权结构合理，增厚成渝营业利润。**成渝融资租赁公司是港澳台与境内企业合资设立的，在政策上将享受一定税收优惠，此外境外出资方也会为租赁公司寻求更低的境外资金成本带来优势。融资租赁业务是国家鼓励发展的朝阳产业，收益率较好，按照目前业内11%的内部收益率计算，在不考虑后续利用融资杠杆扩大经营规模的前提下，子公司将为四川成渝贡献3000万元以上利润。
- 公司主营稳定，在建项目稳步推进。**2014年公司实现车辆通行费收入27.6亿，同比增长约5.7%，符合预期。在建项目稳步推进，截至2014年底，总投资为118.8亿元的遂广遂西高速BOT项目已完成51.5%的投资；总投资为24.7亿元的仁寿县高滩水体公园、天府仁寿大道建设工程等项目已经完成施工。
- 重申公司三大投资逻辑：**1)国企改革带来资产注入预期，地方国企改革纷纷拉开序幕，上市公司通过投标当地高速资产增厚盈利是改革的主要路径之一。2)高速公路现金流充裕，混业经营已是目前高速上市公司转型主要方向，此次融资租赁子公司的设立正是有益尝试。3)“一路一带”概念有望带动相关区域建设，高速通行车流量有望随之增长。
- 估值与评级：**公司高速公路主业稳定，经营性现金流充裕。2015年公司将加强财务管控，开展融资创新，对在建项目实施精细化管理，看好融资租赁公司未来的发展。我们预计2015-2017年EPS分别为0.37元、0.40元、0.42元，对应PE为19倍、18倍、17倍。参考业内高速公路平均26的市盈率，预计公司目标价为9.62元，上调至“买入”评级。
- 风险提示：**高速公路收费政策变动的风险。

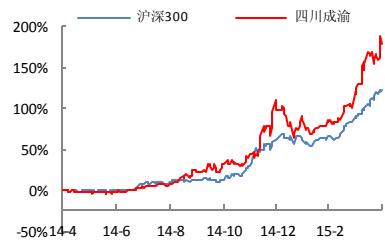
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	8300.36	9844.22	10523.47	12196.71
增长率	16.34%	18.60%	6.90%	15.90%
归属母公司净利润(百万元)	999.38	1133.60	1222.65	1297.79
增长率	-0.52%	13.43%	7.86%	6.15%
每股收益EPS(元)	0.33	0.37	0.40	0.42
净资产收益率ROE	8.57%	9.26%	9.22%	8.52%
PE	22.43	19.77	18.33	17.27
PB	1.81	1.68	1.56	1.45

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: xiongl@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)	2.64-8.04
总市值(亿元)	233.02
总资产(亿元)	287.99
每股净资产(元)	3.85

相关研究

1. 四川成渝(601107): 主营稳定，地方国企改革是主要看点 (2015-01-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	8300.36	9844.22	10523.47	12196.71	净利润	1089.54	1232.90	1326.25	1314.69
营业成本	6169.30	7211.88	7707.39	9310.97	折旧与摊销	552.56	607.08	607.08	607.08
营业税金及附加	213.70	253.45	270.93	314.01	财务费用	442.31	633.92	662.63	680.52
销售费用	41.61	50.21	52.62	60.98	资产减值损失	-2.33	0.02	-0.59	-11.69
管理费用	186.65	244.14	257.83	280.52	经营营运资本变动	183.77	358.58	-121.65	151.88
财务费用	442.31	633.92	662.63	680.52	其他	-405.29	-28.62	-22.51	-7.91
资产减值损失	-2.33	0.02	-0.59	-11.69	经营活动现金流净额	1860.55	2803.88	2451.21	2734.56
投资收益	24.90	28.60	23.10	19.60	资本支出	-3160.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	948.28	557.22	23.10	19.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2212.01	557.22	23.10	19.60
营业利润	1274.03	1479.21	1595.77	1581.00	短期借款	-470.00	30.00	0.00	10.00
其他非经营损益	13.32	13.04	12.41	12.77	长期借款	1965.25	1000.00	900.00	900.00
利润总额	1287.35	1492.25	1608.18	1593.77	股权融资	-12.07	0.00	0.00	0.00
所得税	227.98	259.35	281.93	279.07	支付股利	-244.64	-225.17	-258.34	-280.49
净利润	1059.37	1232.90	1326.25	1314.69	其他	939.17	-2568.09	-662.63	-680.52
少数股东损益	90.16	99.30	103.60	16.90	筹资活动现金流净额	2177.70	-1763.26	-20.97	-51.00
归属母公司股东净利润	999.38	1133.60	1222.65	1297.79	现金流量净额	1825.59	1597.84	2453.34	2703.16
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	3752.08	5349.91	7803.25	10506.41	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应收和预付款项	1760.54	1898.57	2055.76	2450.48	成长能力				
存货	1350.94	1579.24	1687.75	2038.90	销售收入增长率	16.34%	18.60%	6.90%	15.90%
其他流动资产	541.31	15.05	16.09	18.65	营业利润增长率	-1.37%	16.11%	7.88%	-0.93%
长期股权投资	71.92	71.92	71.92	71.92	净利润增长率	-1.10%	16.38%	7.57%	-0.87%
投资性房地产	35.11	35.11	35.11	35.11	EBITDA 增长率	2.06%	19.89%	5.34%	0.11%
固定资产和在建工程	577.30	506.81	436.33	365.84	获利能力				
无形资产和开发支出	19870.17	19336.24	18802.32	18268.39	毛利率	25.67%	26.74%	26.76%	23.66%
其他非流动资产	839.77	837.10	834.44	831.78	三费率	8.08%	9.43%	9.25%	8.38%
资产总计	28799.14	29629.97	31742.97	34587.48	净利润率	12.76%	12.52%	12.60%	10.78%
短期借款	120.00	150.00	150.00	160.00	ROE	8.57%	9.26%	9.22%	8.52%
应付和预收款项	2559.10	3155.04	3237.72	3936.02	ROA	4.47%	3.68%	7.13%	7.11%
长期借款	9266.21	10266.21	11166.21	12066.21	ROIC	7.31%	8.73%	9.63%	9.94%
其他负债	4486.44	2737.49	2799.91	3001.90	EBITDA/销售收入	27.33%	27.63%	27.23%	23.52%
负债合计	16431.74	16308.73	17353.83	19164.13	营运能力				
股本	3058.06	3058.06	3058.06	3058.06	总资产周转率	0.31	0.34	0.34	0.37
资本公积	1846.46	1846.46	1846.46	1846.46	固定资产周转率	14.62	19.79	24.65	34.22
留存收益	6807.62	7716.05	8680.35	9697.66	应收账款周转率	17.28	17.54	17.60	17.77
归属母公司股东权益	11766.02	12620.56	13584.87	14602.17	存货周转率	4.96	4.92	4.72	5.00
少数股东权益	601.37	700.67	804.27	821.17	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	93.47%	--	--	--
股东权益合计	12367.40	13321.24	14389.14	15423.35	资本结构				
负债和股东权益合计	28799.14	29629.97	31742.97	34587.48	资产负债率	57.06%	55.04%	54.67%	55.41%
					带息债务/总负债	66.86%	73.68%	74.43%	72.15%
					流动比率	1.39	2.10	2.65	2.85
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	速动比率	1.13	1.72	2.27	2.46
EBITDA	2268.89	2720.21	2865.47	2868.59	股利支付率	24.48%	19.86%	21.13%	21.61%
PE	22.43	19.77	18.33	17.27	每股指标				
PB	1.81	1.68	1.56	1.45	每股收益	0.33	0.37	0.40	0.42
PS	2.70	2.28	2.13	1.84	每股净资产	4.04	4.36	4.71	5.04
EV/EBITDA	13.49	10.35	9.29	8.65	每股经营现金	0.61	0.92	0.80	0.89
股息率	1.09%	1.00%	1.15%	1.25%	每股股利	0.08	0.07	0.08	0.09

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

罗月江
021-50755210
13632421656
lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）	易芳
0755-83288793	0755-88285458
18665815531	18610942879
liuj@swsc.com.cn	yifang@swsc.com.cn
张婷	罗聪
0755-88286971	0755-88286972
13530267171	15219509150
zhangt@swsc.com.cn	luoc@swsc.com.cn