



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

交通运输 — 高速公路
Transportation-highway

2009 年 8 月 5 日

市场数据 2009 年 8 月 5 日

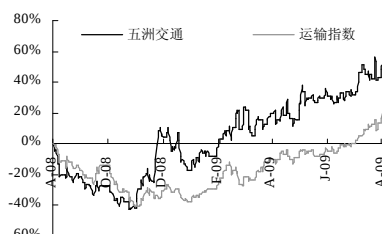
当前价格 (元) 7.71
52 周价格区间 (元) 2.88
总市值 (亿) 39.85
流通市值 (亿) 39.85
总股本 (亿股) 5.5587
流通股 A (亿股) 5.5587
日均成交额 (百万) 96
近一月换手 (%) 52%
Beta (2 年) 0.89

广西壮族自治区高速

第一大股东 管理局

公司网址

一年期收益率比较



魏芳

行业首席分析师

+86 755 83025630

Weifang@jyzq.cn

五洲交通 (600368)

— 资产注入、物流和地产三驾马车提升收益

评级: 增持

赢利预测	2009E	2010E	2011E
主营收入 (万元)	67977.87	131775.65	161647.71
主营收入增长率%		93%	23%
净利润 (万元)	20454.27	37620.21	52596.46
净利润增长率%		84%	40%
每股收益 (元)	0.27	0.50	0.70
PE(倍)	28.34	15.44	11.05

- 公司定位北部湾经济区交通建设龙头企业。为推进北部湾地区交通建设，广西壮族自治区政府于 08 年成立广西交通投资集团有限公司，是自治区人民政府授权经营的大型国有独资公司，五洲交通前 3 大股东股权已悉数转让给交通投资集团。大股东拥有已建成通车的高速公路约 1000 公里。目前在建高速公路项目有隆林至百色、六寨至河池、宜州至河池、玉林至铁山港、崇左至钦州、六景至钦州港等 6 条高速公路，09 年新开工项目 7 个，雄厚的实力给近年来停滞不前的公司业务带来新的活力。
- 拟定向增发放入的坛百高速 68% 股权盈利能力极佳。坛百高速位于国道主干线，是西南地区通往广西沿海港口及有粤港澳地区的出海通道，是连接南宁、昆明等省会城市的重要通道，全长 187.62 公里，08 年建成通车当年盈亏平衡，预计 2010 年坛百高速盈利 8000 万，等同公司目前 3 条路段盈利总和。
- 公司物流业务 2010 年将结硕果，西南地区最大的农批市场：金桥农批市场一期即将发售。该项目是自治区的重大建设项目之一，是目前西南地区面积最大、功能最齐全、经营理念最先进的农产品批发市场，9 月正式发售，目前预售号已抢完，预计金桥农批将实现销售收入 6 亿元，公司 70% 股权获得净利润 2 亿元。
- 2010 年东盟贸易自由区建成公司两物流园将直接受益。东盟自由贸易区建成后将成为世界最大自由贸易区，根据承诺到 2010 年，中国和东盟进出口的产品中，将有 93% 的产品实行零关税。公司凭祥国际物流园是对越南边贸口岸最大物流园和金桥农批市场将在贸易量和物流收费项目上全面受益。
- 房地产项目逐渐进入收获期。公司现代国际商住楼项目 09 年下半年盈利结算。五洲国际小区项目 09 年底发售，2011 年结算，保守预计盈利 3 亿元。
- 投资建议：在高速公路、物流和房地产三架马车的拉动下，五洲交通未来几年主营收入和净利润复合增长率超过 50%，我们看好公司近期定向增发注入坛百高速 68% 股权事宜，此外，随着东盟自由贸易区在 2010 年实施，公司几项业务都将受惠于经济大环境转好，在假设增发摊薄后，我们预测公司动态市盈率分别为 28 倍、15 倍和 11 倍，以公司良好的成长性，按照 2010 年估值给与 22 倍市盈率，目标价 11 元，较现在仍有 42% 上涨空间，我们给与增持评级。

公司定位北部湾经济区交通建设龙头企业

广西五洲交通股份公司地处南宁市，2001 年通过资产置换，置入平王路、南梧路部分路段全部资产，公司目前主要经营平王路、南梧路和金宜路三条公路的收费权，物流和房地产业务，参股 32%坛百高速，此外还有广西筋竹—岑溪高速公路在建。

——**大股东转换成广西交通投资集团公司，致力于北部湾基础设施建设** 为推进北部湾地区交通建设，广西壮族自治区政府于 08 年 7 月成立广西交通投资集团有限公司，是自治区人民政府授权经营的大型国有独资公司，09 年 2 月份，公司第一、第三、第五大股东悉数无偿转让所持约 1.9 亿股五洲交通国有股份给广西交通投资集团，占五洲交通截至 2008 年 12 月 31 日总股本的 40.06%，目前股权转让的审批只等证监会最后通过，近日即将完成。

——**大股东给公司停滞不前的业务注入新的活力** 大股东目前拥有已建成通车的高速公路约 1000 公里。目前在建高速公路项目有隆林至百色、六寨至河池、宜州至河池、玉林至铁山港、崇左至钦州、六景至钦州港等 6 条高速公路，2009 年新开工建设河池至都安、岑溪至水汶、南宁外环、灌阳至凤凰、百色至靖西、靖西至那坡、三江至柳州等 7 条高速公路，雄厚的实力给近年来停滞不前的公司业务带来新的活力。

拟定向增发放入的坛百高速 68%股权盈利能力极佳

——**坛百高速 2007 年底建成通车后即实现盈亏平衡** 坛百高速位于国道主干线，是西南地区通往广西沿海港口及有粤港澳地区的出海通道，是连接南宁、昆明等省会城市的重要通道，全长 187.62 公里，设有 14 个收费站、4 对服务区和 3 对停车区。2007 年 12 月底通车运营。

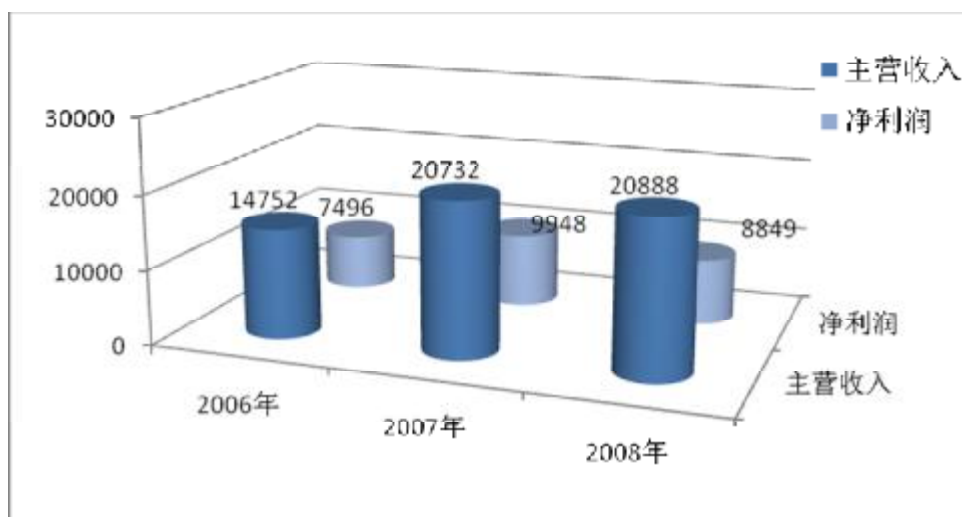
2008 年坛百高速实现通行费收入 30048 万元，净利润 4107 万元，在通车当年实现盈利实属难得，也看出该路段良好的车流量增长潜力。公司此前已拥有坛百高速 32%股权，08 年投资收益 1314 万元。

此外，坛百高速较低的建设成本是也确保该路段建成之初即盈利的原因之一，按照工程概算，坛百高速每公里造价为 2750 万元左右，大大低于行业平均水平和自治区目前在建路段平均 4000-5000 万/公里建造成本的水平。

——**预计 2010 年坛百高速盈利 8000 万，等同公司目前 3 条路段盈利总和** 到 2009 年底，随着筋竹—岑溪高速建成通车，坛百高速广西境内全线通车，我们预计在开通初期比较低的车流量基础上，净利润有望在 2010 年达到 8000 万-10000 万元，超过目前经营中的平王路、金宜路和南梧路 3 路净利润总和。

图 1：五洲交通 06-08 年主营收入与净利润情况

单位：万元



资料来源：公司年报

——公司高速公路里程增加 6.5 倍，资产质量改善 公司目前路产中仅有 29 公路长的平王路是高速公路，此次融资放入 187 公路长的坛百高速，高速里程增加 6.5 倍，大大改善了公司目前公路资产质量。

公司现有高速公路资产预计未来 3 年将保持 17% 的增长速度

——公司现有 3 条路介绍 公司目前有 2 条一级公路和一条高速公路。

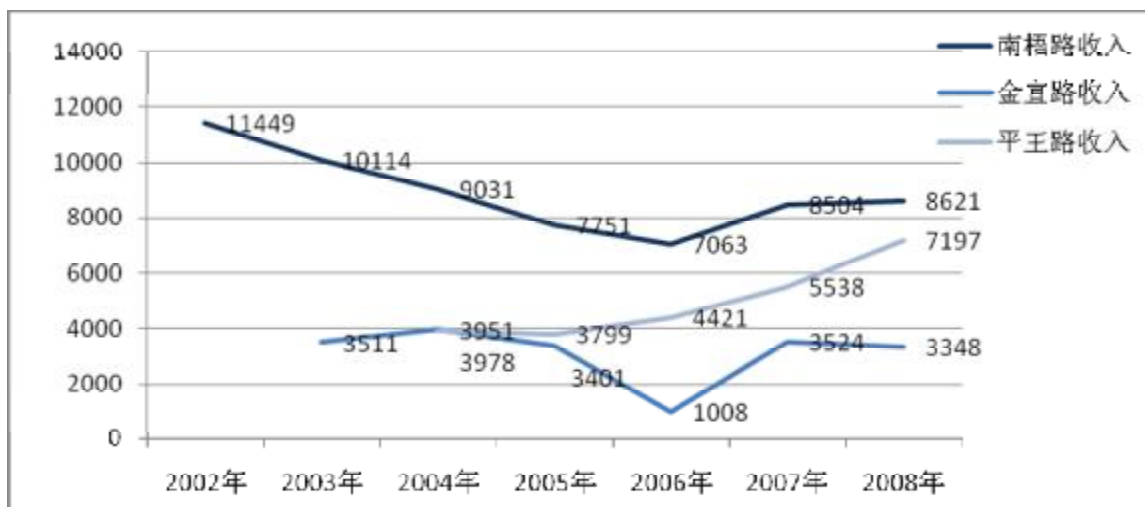
平王路：（高速公路）平王路为柳王高速公路小平阳至王灵段，是柳王高速公路南端的最后一段。北起来宾县小平阳镇八冬村，南端止于宾阳县王灵以南约 2 公里处的横寨村，全长 29.44 公里，与南梧路宾阳至黎塘段相交，是沟通柳州、南宁的重要路段。平王路为双向四车道，计算行车速度为每小时 120 公里，设王灵收费站。

南梧路：（一级公路）南梧路西起广西壮族自治区首府南宁市，经邕宁、宾阳、贵港、桂平、藤县，东苍梧县与梧州市区的交界点，穿越五个地、市和七个县、市，全长 384 公里。公司拥有南梧路中五塘至新桥路、黎塘绕城路、贵港绕城路及桂平郁江大桥等重要路段。其中：五塘至新桥路是南宁（五塘）至宾阳（新桥）的全立交、全封闭的汽车专用公路，起于南宁市邕宁县五塘镇，终点为宾阳县新桥镇六谢，全长 47.196 公里；黎塘绕城路起于宾阳县黎塘镇雷响村，终于黎塘镇向阳村，全长 22.258 公里，双向四车道；贵港绕城路起于贵港市西北，绕贵港市北郊，终于贵港至桂平公路，全长 21.253 公里，双向四车道，设计时速 80 公里；桂平郁江大桥位于郁江与黔江汇流口上游约 4 公里桂平县城附近，是桂平航运枢纽工程之一，2004 年 12 月 31 日，公司对桂平郁江大桥的经营期满。公司拥有的南梧路路段共设五塘、黎塘、贵港、桂平 4 个收费站。

金宜路：（一级公路）金宜路起于宜州市城西收费站，经叶茂、怀远、德胜、都街、东江，终于河池市东面的百旺村，全长 67.73 公里。其中宜州至都街段计算行车速度每小时 100 公里，都街至金城江段计算行车速度为每小时 60 公里。金宜路是连接广西西北部经济发展带宜州市、河池市和柳州市、南丹以至贵州省的主要交通干线，设德胜、东江收费站。

图 2：五洲交通 3 条路产近年来收入情况

单位：万元



资料来源：公司年报，金元证券

图 3：五洲交通 3 条路毛利率走势

单位：%



资料来源：公司年报，金元证券

——09 年上半年高速公路收入保持 10%以上增长 尽管金融危机对自治区经济造成一定冲击，但在加大基础建设投资拉动下和去年上半年冰雪灾害低基数的基础上，上半年 3 条路保持了较好的增势，据了解通行费收入同比增长 10%以上，收入超过 10500 万元。根据自治区统计数据，区内高速公路近年来车流量年增长速度超过 17%，我们认为在投资拉动和明年东盟贸易区开通下，未来几年车流量有望继续保持 15-17%增长率。

——公司拥有 70.74%股权的筋竹——岑溪高速公路 09 年底通车 该路是公司 06 年投资项目，是广州——昆明国道主干线的重要组成部分，连接广西与广东省，地理位置优越，建设里程 40 公里，总投资 18.5 亿元，公司占项目资本金 70.74%。预计在 09 年底提前通车，我们预计该路段在 2010 年能够实现盈亏平衡。

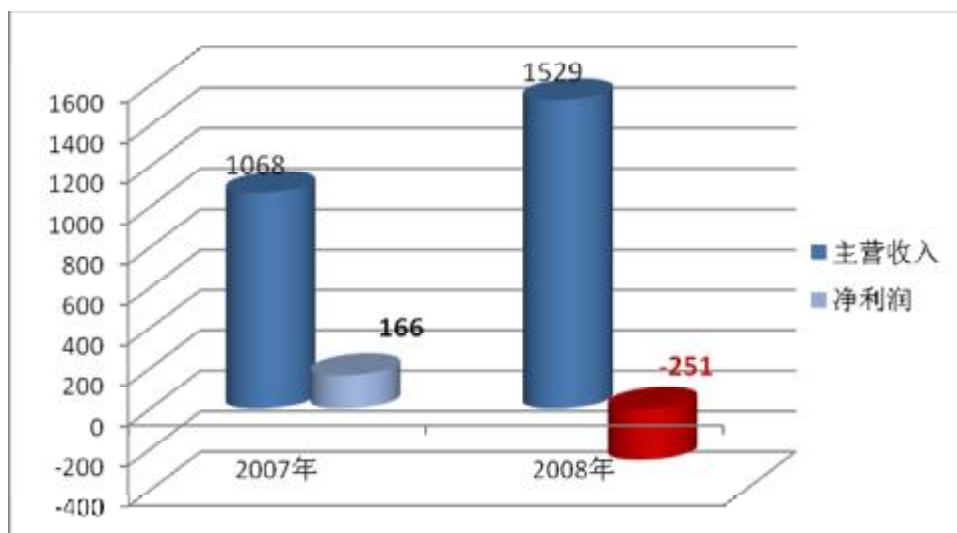
公司物流业务 2010 年结硕果

在积极推进交通基础设施建设的同时,公司也积极寻找符合公司发展情况的新利润增长点,随着国家确立北部湾经济合作区,建立中国——东盟自由贸易区以及深入实施西部大开发战略和构建泛珠三角经济区,公司确立了发展物流业和房地产作为新利润增长点。

——**凭祥国际物流园是对越边贸口岸最大物流园,经营初见成效** 2006 年 1 月,公司拥有 70%股权的广西万通国际物流有限公司设立全资子公司广西凭祥万通国际物流有限公司,作为项目业主投资建设和经营中国东盟自由贸易区凭祥物流园。凭祥国际物流园座落于广西凭祥边境经济合作区南山工业园区南友高速公路旁,距友谊关约 10 公里,总占地面积约 2000 亩,总投资约 11 亿元,分三期建设,其中一期建设友谊关前置核放区、进出口货物通关服务区、进出口货物车辆候检区、物流信息服务中心、综合办公区以及配套路网工程及绿化景观工程,已于 2006 年 11 月基本建成投入使用。物流园收入来源主要是广西凭祥万通国际物流有限公司对中国东盟自由贸易区凭祥国际物流园一期经营获得的设施有偿使用费收入及广西凭祥万通报关行有限公司的代理报关业务收入。

图 2: 凭祥物流园近两年收入与利润

单位: 万元



资料来源: 金元证券

08 年凭祥物流园营业收入增加而利润减少主要是因为一期在建工程转固后, 固定资产计提折旧大幅增加和对越贸易量有所下滑导致的。

——**西南地区最大的农批市场: 金桥农批市场一期即将发售** 南宁金桥农产品有限公司注册资本金 3 亿元, 金桥农批市场总投资 12 亿元, 由五洲交通出资 2.1 亿元, 占 70%的股权。金桥市场位于南宁市三塘镇昆仑大道北面, 占地约 1500 亩, 总建筑面积约 78 万平方米。该项目是自治区的重大建设项目之一, 是目前西南地区面积最大、功能最齐全、经营理念最先进的农产品批发市场, 最终发展为覆盖南宁市及周边地区、辐射大西南、面向东南亚等国际市场的大型农产品批发物流中心、净菜加工配送中心。

项目开发参照了深圳农批市场的先进模式, 建成预计后年交易量达 495 万吨, 成

交金额达 80 亿元，是广西首个大型农产品加工物流园区，也是南宁市首个一站式数字化运作农批市场，该市场包括信息、检测、价格、商品展销、仓储物流和食品加工六大中心，有水果蔬菜、水产肉类、粮油、干杂蛋品、台湾农产品经营交易区、综合展示区和商务公共区七大交易区。同时，项目还设有物流配送、餐饮及商住、停车及装卸、电子商务、生活服务八大服务系统。

——项目一期 9 月份开始正式发售，明年上半年结算 7 月 4 日，南宁金桥农产品批发市场销售中心落成，标志着该项目正式推向市场，据现场了解，公司预定发放 200 张 VIP 卡早早被一抢而空，主办方不得不增加派发量到 1500 多个。一期一共有 14 栋楼，交易行 478 套，预计每套销售价格在 80-100 万左右，预售许可证已经拿到，9 月份正式发售，此外 10 月份呢一期的 3 栋生活配套楼，包括临街商铺和住宅楼开始发售，预计金桥农批将实现销售收入 6 亿元，公司 70%股权获得净利润 2 亿元。

农批市场 2、3 和 4 期目前还未开始动工建设，开发进度将视市场经营情况和经济发展情况而定，2、3 和 4 期未来将主要以出租形式获得收益。

图 3：金桥农批市场一期效果图



资料来源：金元证券

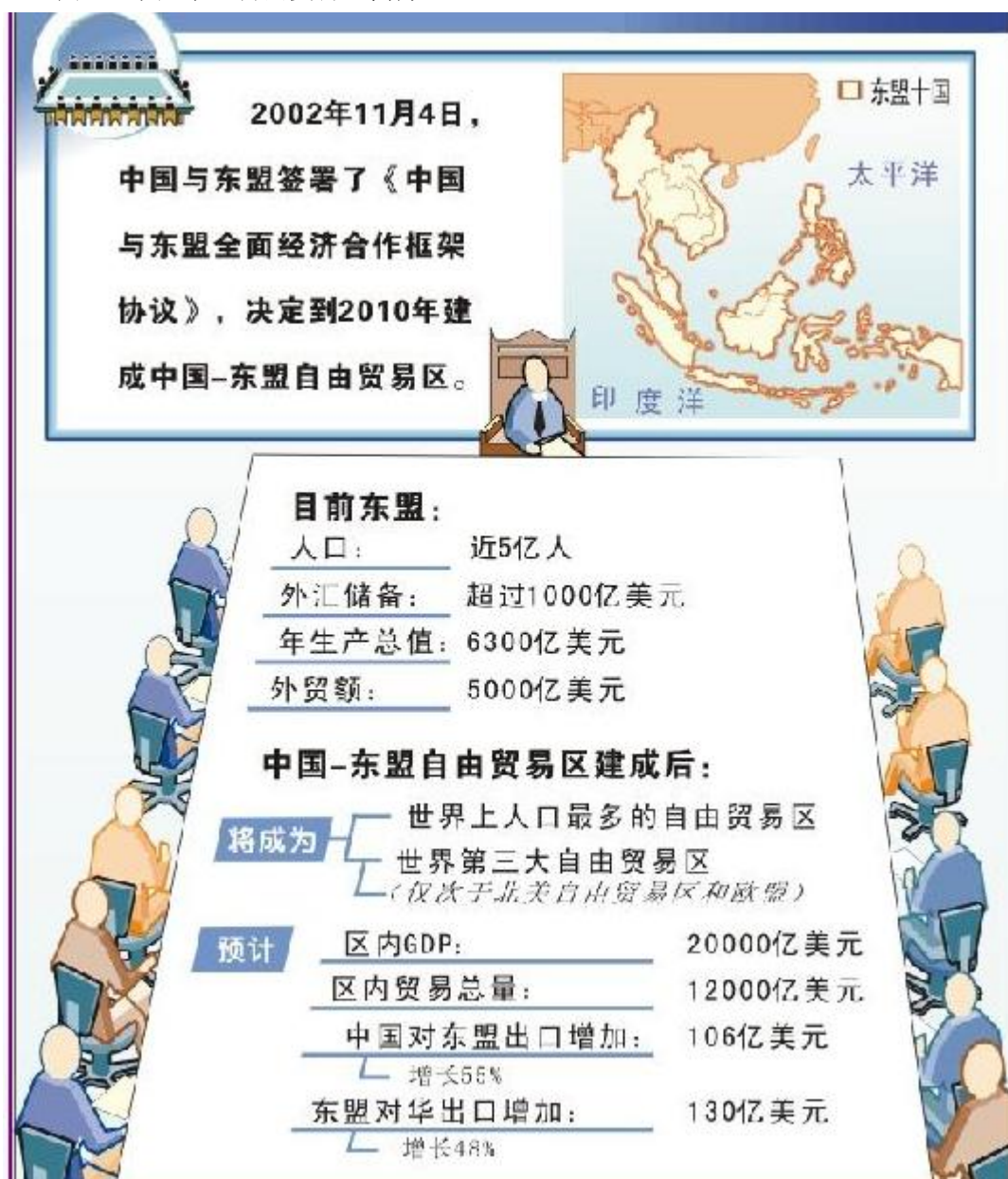
——2010 年公司两物流园将全面受惠于东盟贸易区建成 自 2002 年 11 月正式启动建立中国-东盟自由贸易区进程以来，中国-东盟贸易谈判委员会已举行三十次会议，并已签署《货物贸易协议》、《服务贸易协议》、《投资协议》等一系列文件。自由贸易区亦将在 2010 年全面建成。

中国——东盟自由贸易区的建设给双方企业带来难得的发展机遇。通过实施降税，中国与东盟的企业减少了关税环节的支出，降低了经营成本。2008 年，中国自东盟进口受惠货物 61 亿美元，为企业优惠税款 32 亿元人民币。同时，中国企业申领了 18.4 万份中国——东盟自由贸易区优惠原产地证，向东盟出口受惠货物 51 亿美元。按照自由贸易区规定的降税模式，2007 年 1 月 1 日起，中国对东盟的平均关税已降到 5.8%；09 年 1 月 1 日，又进一步降到 2.4%。到 2010 年，中国自东盟进口的产品中，将有 93%的产品实行零关税。同样，东盟国家也将作出类似安排。

据估计，在中国—东盟自由贸易区的建成后，将会创造一个拥有 18 亿消费者、近 2 万亿美元国内生产总值、1.2 万亿美元贸易总量的经济区。按人口算，这将是世界上最大的自由贸易区；从经济规模上看，将是仅次于欧盟和北美自由贸易区的全球第三大自由贸易区，由中国和东盟 10 国共创的世界第三大自由贸易区，是发展中国家组成的最大的自由贸易区。

五洲交通两家物流园，凭祥物流园是广西与越南边界上最大的物流园，在建的金桥物流园定位于西南地区最大的物流园，随着明年东盟自由贸易区的实施，东盟与国内的贸易量在零关税的带动下将大增，由此产生的通关费用、边检、堆存等物流费用也将呈现大增势头，从而提升公司物流业收入和利润。

图 4：中国东盟自由贸易区简介



资料来源：博鳌论坛网站，金元证券

房地产项目逐渐进入收获期

公司的房地产项目近年来一直作为交通行业的有益补充，目前有两个房地产项目，包括 09 年结算的现代国际商住楼，和 2011 年竣工结算的五洲国际楼盘。

——现代国际商住楼 09 年下半年结算 2005 年 8 月，公司与龙基置业有限公司签订《合作开发协议》合作开发现代国际项目，项目位于南宁五象广场旁，为 28 层的商务公寓楼，双方共出资 10,000 万元，08 年竣工交付使用，09 年下半年将进入结算，其中裙楼 4000 多平方出租，08 年体现租金收入 320 万。该项目是和和其他方合作建设，五洲交通 5000 万投资已经收回，下半年将就项目利润进行分配。

——五洲国际项目将在 2011 年竣工结算，预计净利润超过 3 亿元 五洲国际房地产项目位于南宁市中国东盟国际商务区内，2006 年 9 月公司参与南宁中国东盟国际商务区地块竞拍并以每亩 251 万元（含拍卖佣金和契税）的价格取得 33.399 亩土地的使用权进行房地产开发，项目拟建设 1 栋 7 层、3 栋 15 层、5 栋 22 层商住楼，预计投资额 2.9 亿元。小区占地面积 22 万平方米，容积率 3.29，绿地率 29.02%，总建筑面积 91923.5 平方米，其中住宅面积 62601.7 平方米，商业面积 10755.1 平方米，地下车库 18566.7 平方米，项目计划工期 2.5 年。

该项目地段极佳，属于南宁凤岭区，东面与桂雅路接壤，西面与中柬路接壤，南面背临耀凯凤岭 1 号项目，北面与合作路接壤，是新开发商住、住宅综合小区。公司拿地成本低于周围地产商，目前正在做地下室工程，预计年底开始发售。目前该地段小区精装公寓卖到 8000-9000 元/平方，毛坯房在 6000 元/平方左右，公司的五洲国际项目盈亏平衡点在 3200 元/平方，我们保守预计公司该项目盈利将超过 3 亿元。

盈利预测

假设：1、公司未来 3 年梧州路、平王路和金宜路 09 年 10%增长率，2010 年和 2011 年增长率为 15%。

2、坛百高速全年并入报表，2009 年车流量增速 50%，2010 年增速 30%。

3、筋竹一岑溪高速公路 2010 年盈利平衡，2010 年贡献收入 600 万。

4、假设年内完成定向增发，股本增加 2 亿。

5、假设公司 2009-2011 年执行 15%的所得税率。

表 1：五洲交通 2009-2011 年盈利预测表

单位：万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	18847.51	20731.83	20888.97	67977.87	131775.65	161647.71
二、营业总成本	9702.22	8868.53	11852.87	49072.17	87807.65	100176.56
三、其他经营收益						
投资净收益	(194.00)		1634.22	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	8951.29	11863.30	10670.31	18905.70	43968.00	61471.14
加：营业外收入			0.26	0.26	0.26	0.26
减：营业外支出	7.17	0.51	426.49	0.50	0.50	0.50
五、利润总额	8944.12	11862.79	10244.08	23905.46	43967.76	61470.90
减：所得税	1475.87	1864.59	1478.92	3451.19	6347.55	8874.45
六、净利润	7468.25	9998.21	8765.15	20454.27	37620.21	52596.46
减：少数股东损益	(58.20)	49.98	(84.47)	(84.47)	(84.47)	(84.47)

归属于母公司所有者的净利	7526.44	9948.23	8849.62	20538.74	37704.68	52680.93
润						
七、每股收益：						
基本每股收益(元)	0.17	0.23	0.20	0.27	0.50	0.70
PE				28.34	15.44	11.05

资料来源：金元证券

投资建议

在高速公路、物流和房地产三架马车的拉动下，五洲交通未来几年主营收入和净利润将呈现大幅增长态势，我们看好公司近期定向增发注入坛白高速 68%股权事宜，此外，随着东盟自由贸易区在 2010 年实施，公司几项业务都将受惠于经济大环境转好，在假设增发摊薄后，我们预测公司动态市盈率分别为 28 倍、15 倍和 11 倍，以公司良好的成长性，按照 2010 年估值给与 22 倍市盈率，目标价 11 元，较现在仍有 42%上涨空间，我们给与增持评级。

风险提示

- 1、公司物流和房地产项目未能按时结算。
- 2、未来 3 年，国内高速公路网和高速铁路网完善带来的高速公路客流、货流分流的风险。

金元证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%-10%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券有限责任公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2005. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.