



东兴证券
DONGXING SECURITIES

资产置换启动，股东承诺兑现

——五洲交通（600368）资产置换点评

2010 年 2 月 23 日

强烈推荐/维持

交通运输业

事件点评

张 勋	交通运输行业分析师
	010-6650 7315

事件：

公司发布重要公告，称收到控股股东广西交通投资集团有限公司《关于启动资产置换实施计划的会议纪要》，该纪要阐述了集团公司召集召开的关于资产置换专题会议的主要内容。

评论：

1、资产置换项目启动，股东承诺开始兑现。

《会议纪要》内容显示：一、集团公司将用其拥有的南宁外环（石埠）至坛洛高速公路 18 公里路段置换上市公司拥有的金宜一级公路；二、于 2010 年 1 月份开始启动资产置换工作；并尽快成立资产置换工作小组，于 2 月份前完成中介机构选聘，并开展评估工作；争取在河池至宜州高速公路通车前完成资产置换工作；三、本次资产置换不构成重大资产置换。

2009 年 8 月 5 日，公司股权划拨获得证监会批准，并于 8 月 21 日完成股权划拨。在股权划拨过程中，由于新的大股东交投集团在建河池至宜州高速公路与上市公司经营的一级公路金宜高速并行，新股东承诺，“将在股权划转完成后半年内启动资产置换工作，用集团公司已建成在运营中的优质高速公路资产与五洲交通正在运营中的金宜一级公路进行置换，经履行必要的程序后对此潜在同业竞争问题予以妥善解决。”而公司本次公告的资产置换交易，正是大股东对当时承诺的跟进和执行，从这一角度考虑，大股东已经开始兑现相关承诺，从这一信息，我们可以解读为：1）大股东本身对承诺的执行力很强；2）大股东支持上市公司发展，维护上市公司形象和股东利益。因此，也增强了市场对上市公司未来发展前景的信心。

2、置入资产价值远高于置出资产。

公司披露的置入资产资料比较粗糙，为：“据初步了解，南宁外环（石埠）至坛洛高速公路长约 18 公里，每年对应的通行费收入约 3500 万元”。

通过进一步了解和推算，我们对该笔交易分析如下：

交易充分考虑了置入资产和置出资产的价值。

从账面来看，置出资产 2009 年预计通行费收入为 3515 万元，2001 年收购时价款不足 4.2 亿元；而公司披露的南宁外环石埠到坛洛高速段目前通行费收入约为 3500 万元，且其建造成本每公里不足 3000 万元，资产规模与金宜高速大致相当。本次交易是考虑了收入规模后和资产规模后的交易。

置入资产价值远高于置出资产价值。

我们认为置入资产价值远高于置出资产价值的理由在于：

一、从道路区位优势看，本次拟置入资产，为南宁外环高速的组成部分，属于广州至昆明国家干道的一段，同时也是南洛高速南下通往钦州、北海的必经道路，区位优势明显。

图 1：置入资产路网图



资料来源：东兴证券整理

二、从成长潜力看，本次拟置入资产 2003 年建成通车，为高速公路，其经营期限尚剩余超过 20 年，若考虑到本次资产置换行为，可能会被进一步延长，同时，受路网影响，尚未成熟，在路网和区域经济影响下，成长可期；而置出的金宜公路为国家一级公路，且将于 2013 年到期，最近几年收入增长基本处于停滞阶段。

表 1：金宜公路成长性潜力有限

	2002A	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008	2009E
营业收入	3,274	3,511	3,979	3,401	3,229	3,524	3,347.94	3,515
同比增长		7.25%	13.32%	-14.52%	-5.06%	9.14%	-5.00%	5.00%
营业成本	1,507	1,589	1,698	1,113	1,009	1,147	1,523.12	1,336
同比增长		5.43%	6.89%	-34.45%	-9.39%	13.68%	32.84%	-12.30%
毛利率	54.0%	54.8%	57.3%	67.3%	68.8%	67.5%	54.5%	62.0%

资料来源：东兴证券研究所

三、从盈利能力看，该路段建造成本每公里不足 3000 元，单公里年收入近 200 万元，日公里收入近 6000 元，盈利能力高于公司即将收购的坛百高速，若按照公司坛百高速收购报告中净利率给予一定溢价 25% 折算，则其 2010 年净利润金额为 875 万元。

客观看待其对公司业绩影响。

尽管该路段潜在价值远高于金宜高速，但由于其里程相对较短，不足收购坛百剩余股权后运营高速里程的

10%，本身对公司投资价值影响有限，其里程也低于我们之前的期望值。更多意义来说，反应了股东对上市公司的支持态度。

3、重申投资逻辑，维持“强烈推荐”的投资评级。

一直以来，我们认为公司具备基本面大幅度改善、利润快速增长、多重概念性元素，是不可多得的投资品种。现重申如下：

从基本面角度来看：一方面，公司通过定向增发增持坛百高速公路资产优质，该路段 2010 年将贡献 0.12 元 EPS，通过新的大股东进行资产置换，大幅度夯实公司资产质量；另一方面，公司物流业务发展开始进入收获期，农批市场和凭祥物流园将成为公司利润贡献的重要一极，农批市场超过 3 亿元的销售收入 2010 年中期将进入公司利润表，预计贡献 EPS0.1 元；与此同时，地产业务也开始结算，成为短期资金和利润的重要支撑，公司五洲国际房地产项目一期预售良好。

从利润增长角度来看：按增发后股本计算，预计公司 2009 年、2010 年、2011 年公司 EPS 分别为 0.18 元、0.4 元、0.48 元，公司通过资产置换、地产、物流业务进入正常运行，盈利能力已经彻底改善，进入了新的台阶；未来持续稳健增长局面可以期待。

从概念角度来看：公司同时具备两次资产收购、物流、中国东盟自贸区、北部湾等概念，具备较多的股价驱动点。

根据我们的盈利预测，以当前股价 8.59 元计算，对应的动态 PE 分别为 47 倍、21 倍、17.9 倍，估值处于公路股较高水平，但远低于物流行业估值。2010 年给予 25 倍的 PE，则对应目标价为 10 元，应为支撑价位。考虑到其基本面改善、股价驱动概念较多，存在进一步上行空间，维持“强烈推荐”投资评级。

未来可能超出当前基本面的因素为物流业发展超预期和公司地产项目获得进一步突破。

4、风险提示。

- 1) 坛百高速车流量增长受经济因素影响，增速放缓；
- 2) 公司房地产项目结算周期与我们预期不符。

分析师简介

张 勋

交通运输行业研究员，对外经济贸易大学管理学硕士，2006 年 6 月加盟天相投资顾问有限公司从事交通运输行业研究，2009 年 7 月加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。