

2010 年 8 月 10 日

A
未有评级

600368.SS- 人民币 7.28

刘会明

(8610) 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300210030001

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(4)	14	(3)	(1)
相对新华富时 A50 指数(%)	19	8	(4)	24

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	555.87
流通股 (%)	100
流通股市值 (人民币 百万)	4,046
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	42
净负债比率 (%)	11.2
主要股东 (%)	
广西交通投资集团	33.96

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

五洲交通

步入快速成长阶段

公司主要业务包括收费公路、房地产和物流。主要资产包括南柳高速平王段、筋竹至岑溪高速公路、金宜路（一级公路）和南梧路（二级公路），五洲国际房地产项目以及金桥农批市场和凭祥物流园。我们认为，公司正处于快速成长阶段，公司作为一个快速成长的高速公路公司，加之其拥有的物流概念和作为广西政府融资平台的后续资产注入预期，公司目前股价对应 16 倍 10 年市盈率，仍然有上升的空间。

主要发现

- 坛百高速公路将保持快速增长，成为公司业绩增长的主要因素。
- 公司经营的金桥农批市场和五洲国际房地产项目对公司主业形成了良好补充。金桥农批市场预计今年 10 月开园，今年可以进入结算，五洲国际房地产项目预计 2011 年起开始结算。
- 公司非公开发行 2 亿股方案有望在三季度获得证监会通过。
- 作为广西省的融资平台，公司将得到政府和集团的持续支持，后续资产注入值得期待。

主要风险

- 金桥农批市场和五洲国际结算的不确定性。
- 未来收购资产的不确定性

图表 1. 投资摘要（市场一致预期）

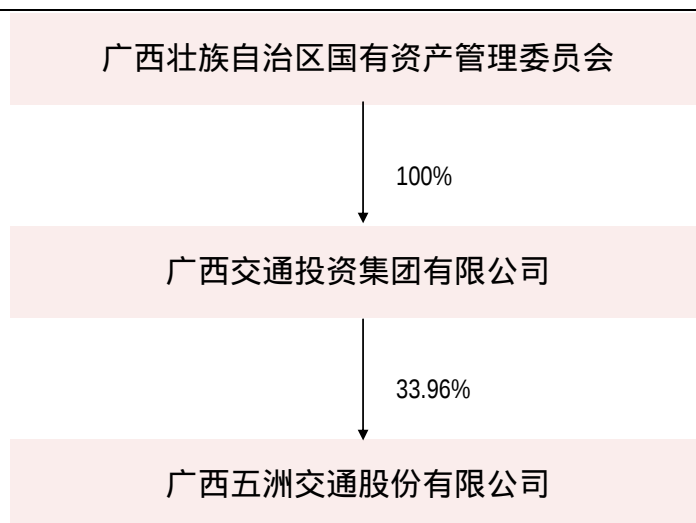
年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	208.9	240.5	1159	1660	4,270
变动 (%)	0.75	15.1	381.9	43.2	(29.5)
净利润 (人民币 百万)	88.5	142.7	258	367	297.9
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.19	0.26	0.46	0.66	0.54
变动 (%)	(11)	61.2	90.9	42.2	(18.8)
全面摊薄市盈率(倍)	38.8	28.4	15.6	11	13.6

资料来源：公司数据及万得资讯

公司概况

五洲交通于 2000 年 12 月 21 日在上海证券交易所上市，公司实际控制人为广西壮族自治区国有资产管理委员会。目前公司主要业务包括收费公路、房地产和物流。主要资产包括南柳高速平王段、筋竹至岑溪高速公路、金宜路（一级公路）和南梧路（二级公路），五洲国际房地产项目以及金桥农批市场和凭祥物流园。

图表 2. 股权结构图



资料来源：中银国际研究

业绩快速增长

公司 2009 年实现营业收入 2.4 亿元，同比增长 15.1%，实现净利润 1.43 亿元，同比增长 51.1%，每股收益 0.28 元，净资产收益率为 6.99%。09 年业绩的大幅提升主要得益于 09 年 7 月 1 日广西省内高速公路实行计重收费以及现代国际大厦结算贡献的投资收益大幅度增加所致。2010 年 1 季度，公司实现营业收入 0.69 亿元，同比增长 30.7%，实现净利润 0.37 亿元，同比增长 95.8%。

收购坛百高速大幅提升公司运营公路里程

2008 年 9 月，广西壮族自治区政府同意公司收购原控股股东广西壮族自治区高速公路管理局持有的广西坛百高速公路有限公司 68% 的股权，收购价格为 15 亿元。公司拟采用非公开发行不超过 2 亿股，不低于 6.59 元/股的价格进行融资。目前该方案尚需中国证监会的批准。

在收购坛百高速之前，公司所属路产中只有南柳高速公路平王段和筋竹至岑溪高速两条高速路段，此次收购完成后，公司运营的高速公路权益里程将从 117.77 公里提升到 245.36 公里。公司的资产质量和盈利能力也将得到大幅提升。

南宁（坛洛）至百色高速公路是国家规划的衡阳至昆明国道主干线的重要路段，是西南地区通往广西沿海港口及粤港澳地区的出海通道，全长 187.62 公里，概算总投资 51.53 亿元。于 2007 年 12 月 28 日建成通车，09 年实现营业收入 3.83 亿元，净利润 0.95 亿元。目前，坛百高速日均收费额约 120 万/天，全程日均车流量约 1.9 万，较去年同期的 1.4 万增长 35.7%，我们认为，公司能够顺利完成今年实现 4.5 亿收入的目标。

与坛百高速平行的一段二级路目前收费标准较低，且未采取计重收费，因而分流了坛百高速相当一部分货车。但是，该二级路坡度陡，选择该路段从南宁到百色需要约 4 小时，因而我们认为，如果该二级公路将来实行计重收费，加大查超力度，以及进入大修期，将会对坛百高速车流量和收入的进一步提升起到积极作用。我们认为，百色作为广西省有色金属工业基地，为坛百高速的长期发展提供了有利条件。同时，随着广西至云南的断头路的开通，坛百高速作为云贵两省出海最短路线的组成部分，也将从中受益。我们相信，坛百高速未来几年将保持较高的增长速度。

筋竹-岑溪高速受制于断头路

筋竹-岑溪高速今年 4 月已开通约 32 公里，而广东段仍有 7 公里预计将在 2012 年开通。目前，该路段车流量受断头路影响较大，车流量较少。

多元化经营值得期待

在经营收费公路主业的基础上，公司还积极尝试包括房地产开发，农产品批发市场和物流园等项目在内的多元化经营，对主业实现了较好的补充。

南宁金桥农产品批发市场位于南宁市兴宁区三塘镇昆仑大道旁，交通便利，离市区快速环道约 5 公里，距南宁市城市外环高速公路出入口仅 2 公里，占地面积约 1,500 亩，建筑总面积约 78 万平方米，总投资 12 亿元，主要功能包括农产品贸易、加工、仓储以及与之相配套的综合服务设施。项目一期占地约 227 亩，预计今年底全部完工，主要为商业用地。二期则计划在 2012 年建成。在一期总共 600 套商铺中，公司拥有 480 套。我们预计，其中 150 套将用于租赁。已经售出的 300 套将于今年 10 月交付。公司希望将金桥农批市场打造成位广西省内最大的区域性农产品集散地。

五洲国际房地产项目位于南宁市中国东盟国际商务区内，项目投资总概算为 2.9 亿元，项目包括 9 栋商住楼，建筑面积约 91,000 平方米，可销售面积约 73,000 平米。2009 年 12 月 26 日“五洲国际”项目一期开盘预售，预售住宅 197 套，预售面积 21,630 平米，销售额已经超过 2 亿元。目前当地楼盘均价在 1 万元左右。我们预计，该项目将于 2011 年开始结算。

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，总占地面积约 2,000 亩，建成后将成为华南地区最大物流园、全国最大边境口岸物流园。物流园分三期建设，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。项目一期占地 175 亩，总投资 2.5 亿元，已于 2006 年 11 月建成投产。我们认为，该项目将在今年扭亏为盈。

结论

我们认为，公司作为广西省的融资平台，在基础设施建设等相关领域将受到政府和集团的持续支持，值得期待后续优良资产的注入。坛百高速将成为未来几年公司业绩快速增长的主要因素，而金桥农批市场和凭祥物流园将是公司主业的有利补充。如果金桥农批市场 10 月能顺利开园，今年有望对公司产生业绩贡献。五洲国际房地产项目则可能成为公司明年业绩的亮点。

目前，由于金桥农批市场与五洲国际房地产项目的结算时间和方式尚难确定，这将成为公司今、明两年业绩的最大不确定性。我们认为，目前市场预测公司今年每股收益 0.45 元较为合理，考虑到上述两个项目结算的不确定性以及坛百高速公路车流量和收入的快速增长，公司业绩存在超预期的可能。公司正处于快速成长阶段，我们认为，公司作为一个快速成长的高速公路公司，加之其拥有的物流概念和作为广西政府融资平台的后续资产注入预期，公司目前股价对应 16 倍 10 年市盈率，仍然有上升的空间。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 6 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下一个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371