

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn
 联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208120194

公路+物流+地产，共铸业绩高增长可持续之路

事件描述

五洲交通今日发布半年报，公司营业收入 1.9 亿元，同比增长 79.93%；营业利润 6890 万元，同比增长 61.47%；归属于上市公司股东的净利润 6690 万元，同比增长 46.13%；扣除非经常性损益后的 EPS0.12 元，同比增长 50%。

事件评论

第一，主辅共进，业绩劲升

报告期内，公司经营的平王路、金宜路、南梧路通行费收入较上年同期分别增长 18.15%、24.41%和 32.76%，导致公司今年上半年通行费收入同比增长 30%，营业利润率较上年同期增长 10.95%。同时，公司参股公司广西坛百高速的营业收入、净利润较上年同期也分别增长 41%和 443.92%。公司通行费收入实现同比大幅增长的主要原因是：（1）低基数效应：公司去年上半年车流量受金融危机影响明显减少，今年上半年随国内经济复苏，货车量明显增加；（2）车辆保有量增加：由于国家政策支持和居民收入增长、汽车下乡和城镇居民购车大幅增加，自驾商务和外出旅行的车辆增多；（3）计重收费影响：去年上半年广西全区高速公路尚未执行计重收费，今年上半年高速公路因为执行计重收费导致单车收入增加。

同样受益于上半年经济复苏，公司凭祥物流园区借助东盟自由贸易区和北部湾经济区的地域优势得以摆脱 09 年的亏损状态，实现盈利 44.69 万元。

虽然报告期内刚开通不久的筋竹-岑溪高速运营亏损，但丝毫不影响公司中期业绩靓丽的高增长态势。

表 1：公司利润表同比变动 30%以上情况及原因分析

项目 (单位：元)	2010 年 1-6 月	2009 年 1-6 月	增减比例 (%)	原因分析
营业收入	189,700,086	105,430,922	80	主要是本期子公司广西万通国际物流有限公司全资子公司广西凭祥万通国际物流有限公司销售收入较去年同期增加 6000 万元及子公司广西岑罗高速公路有限责任公司 4 月 13 日通车后取得通行费收入 470 万元，去年同期无此项内容所致。
营业成本	83,531,343	30,016,116	178	主要是子公司广西万通国际物流有限公司全资子公司广西凭祥万通国际物流有限公司较去年同期增加营业成本 5100 万元所致。
营业税金及附加	6,008,087	4,473,498	34	本期营业收入较去年同期营业收入大幅增加导致本期比去年同期

				期营业税金及附加增加。
销售费用	20,520,868	12,297,264	67	主要是本期收费站人工成本增加、设备维护费增加及新增核算单位子公司广西岑罗高速公路有限责任公司所致。
财务费用	10,924,847	4,566,594	139	主要是本期子公司广西岑罗高速公路有限责任公司因通车后项目借款产生的利息停止项目资本化而费用化所致。
资产减值损失	-12,160	263,239	-105	本期冲减多计提的坏账准备金所致。
投资收益	19,736,265	4,838,484	308	主要是本期参股公司广西坛百高速公路有限公司较去年同期产生的净利润大幅度增加所致。
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	19,736,265	4,838,484	308	主要是本期参股公司广西坛百高速公路有限公司较去年同期产生的净利润大幅度增加所致。
营业利润	68,901,995	42,672,615	61	主要是本期通行费收入及投资收益较去年同期增加所致。
营业外收入	697,783	25,261	2,662	主要是子公司广西万通国际物流有限公司的全资子公司广西凭祥万通国际物流有限公司收到的政府拨付的项目基础设施经费因资产投入使用,按照资产年限分摊收益,而去年同期无该核算内容所致。
营业外支出	75,293	268,289	-72	主要去年同期是公司处置固定资产一批产生的损失,本期主要是对外捐赠所致。
利润总额	69,524,485	42,429,588	64	主要是本期通行费收入及投资收益较去年同期增加所致。
所得税费用	5,964,987	-2,292,602	360	本期按应纳税所得额的 9%税率计提企业所得税,而去年同期因按 15%税率计提后将多计提的所得税费用冲回所致。
净利润	63,559,497	44,722,190	42	主要是本期通行费收入及投资收益较去年同期增加所致。
归属于母公司所有者的净利润	66,896,565	45,779,490	46	主要是本期通行费收入及投资收益较去年同期增加所致。
少数股东损益	-3,337,068	-1,057,300	-216	主要是新增子公司广西岑罗高速公路有限责任公司因通车后运营暂时亏损导致少数股东损失增加所致。

资料来源：公司公告

第二，下半年金桥农批业务延续业绩高增长

截至报告期末，金桥一期交易行共建商铺 598 套，已累计完成商铺销售 401 套、商铺招商认租 330 套（含部分已售铺面），金桥农批市场预计今年 10 月开园，下半年即可确认销售收入约 3.8 亿元，是公司上半年营业总收入的 2 倍。由于金桥一期拿地成本较低，该项目的盈利可观，预计可贡献净利润约 7500 万元。

第三，多因素推动公司业绩可持续高增长，我们维持公司“推荐”评级

我们认为公司业绩的高增长是可持续的，原因是：（1）区域经济拉动需求：中央政府计划未来 3-5 年内投入 1.5 万亿元人民币对广西壮族自治区基础设施和公共设施进行大规模开发以促进当地经济增长；（2）坛百高速收益增加：公司年底前若成功收购坛百高速剩余 68% 的股权，公司主营盈利能力将显著提升，今年底百色至隆林高速公路有望建成通车，坛百高速明年的业绩还有大幅提升空间；（3）房产销售明年结算：五洲国际的房产项目销售收入将在明年入账。按 7.3 万可售面积计算，预计实现销售收入 6.8 亿元，净利润 1.377 亿元；（4）金桥项目收入不断：金桥农批二期已

正式启动，公司 2012 年以后的年租金收入将达到 4 亿元；（5）物流园发展前景可期：中国-东盟自由贸易区 2010 年 1 月 1 日建成，是世界第三大自由贸易区、人口最多的自由贸易区，也是发展中国家之间最大的自由贸易区。启动后，中国对东盟的平均关税从之前的 9.8%降至 0.1%；而东盟 6 个老成员国文莱、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国，对中国的平均关税从 12.8%降低到 0.6%，4 个新成员国越南、老挝、柬埔寨和缅甸，90%的商品将于 2015 年实现零关税。随着中国—东盟自贸区的建成，双方贸易互补性的发展潜力将愈发凸显，经贸往来将日益频繁，作为对接东盟的广西北部湾经济区凭祥物流保税区的贸易量有望实现加速增长。

假设定向增发今年完成，我们预计公司今明两年 EPS 分别为 0.43 和 0.68 元，同比分别增长 67%和 58%，对应 PE 分别为 19.5 倍和 12.2 倍，维持公司“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	241	1184	1795	1763	货币资金	542	118	180	433
营业成本	65	351	507	500	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	175	833	1289	1263	应收账款	27	132	200	197
% 营业收入	72.8%	70.3%	71.8%	71.6%	存货	432	2472	3534	3490
营业税金及附加	10	51	77	75	预付账款	464	2526	3612	3567
% 营业收入	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	45	213	323	317	流动资产合计	1464	5255	7535	7696
% 营业收入	18.6%	18.0%	18.0%	18.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	32	154	233	229	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.5%	13.0%	13.0%	13.0%	长期股权投资	621	621	621	621
财务费用	8	40	60	80	投资性房地产	4	4	4	4
% 营业收入	3.4%	3.4%	3.3%	4.5%	固定资产合计	1848	1876	1777	1598
资产减值损失	1	5	4	0	无形资产	50	48	45	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	66	0	0	0	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	145	370	592	561	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	60.1%	31.2%	33.0%	31.8%	资产总计	3998	7815	9993	9972
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	140	26	389	0
利润总额	145	370	592	561	应付款项	43	233	333	329
% 营业收入	60.4%	31.2%	33.0%	31.8%	预收账款	262	1184	1795	1763
所得税费用	9	33	53	50	应付职工薪酬	2	9	13	13
净利润	136	336	538	511	应交税费	-13	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	142.7	321.7	514.8	488.1	其他流动负债	308	1336	1973	1942
					流动负债合计	742	2788	4504	4047
少数股东损益	-7	15	24	22	长期借款	580	761	761	761
EPS (元/股)	0.26	0.43	0.68	0.65	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	274	274	274	274
经营活动现金流净额	132	26	53	1013	负债合计	1596	3823	5540	5082
取得投资收益收回现金	32	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2161	3737	4174	4589
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	240	255	279	301
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2402	3992	4453	4890
固定资产投资	-676	-271	-218	-218	负债及股东权益	3998	7815	9993	9972
其他	-16	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-692	-271	-218	-218	EPS	0.257	0.426	0.681	0.646
债券融资	0	0	0	0	BVPS	3.89	6.72	7.51	8.26
股权融资	40	1302	0	0	PE	32.33	19.51	12.20	12.86
银行贷款增加 (减少)	485	67	363	-389	PEG	0.75	0.33	0.21	0.22
筹资成本	77	-88	-137	-153	PB	2.14	1.24	1.11	1.01
其他	2	0	0	0	EV/EBITDA	27.63	9.33	6.59	5.55
筹资活动现金流净额	604	1281	226	-543	ROE	6.6%	8.6%	12.3%	10.6%
现金净流量	43	1036	61	253					

分析师介绍

吴云英，南开大学数学学士，经济学硕士，长江证券研究部首席分析师，研究领域为航运和港口。2009 年交通运输行业新财富行业排名第6。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，从事铁路公路运输行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。