

交通运输-公路

报告原因: 调研报告

2010年10月8日

市场数据: 2010年9月30日

收盘价(元)	7.79
一年内最高/最低(元)	10.63/5.82
市净率	2.05
市盈率	17.16
流通A股市值(百万元)	4469

基础数据: 2010年6月30日

每股净资产(元)	3.93
资产负债率%	45.72
总股本/流通A股(百万)	555.87/555.87
流通B股/H股(百万)	-/-

相关研究

分析师: 孟令茹

执业证书编号: S0760210080007

电话: 0351-8686978

邮箱: menglingru@sxzq.com

联系人: 张小玲

电话: 0351-8686990

邮箱: sxzqyjfbz@i618.com.cn

五洲交通(600368)

主营业务齐头并进, 增值空间值得期待

首次评级

买入

公司研究/深度报告

盈利预测:

单位: 百万元、元、%、倍

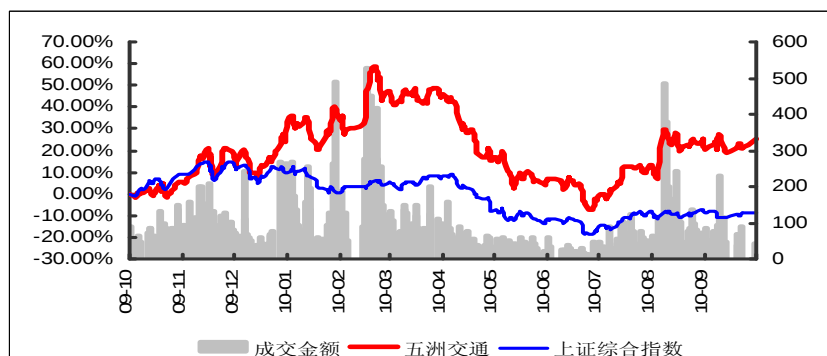
	主营收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营利润率	净资产收益率	市盈率
2008A	208.89	0.76	88.50	-11.04	0.20	42.37	5.19	38.95
2009A	240.51	15.14	142.68	61.23	0.28	59.33	6.60	27.82
2010E	1366.34	468.11	253.00	77.32	0.45	18.52	9.09	17.16
2011E	2041.73	55.00	433.89	71.50	0.57	21.25	13.49	13.60

注: 市盈率是指目前股价除以各年业绩

投资要点:

- **主营业务蓄势待发: 大股东启动资产置换计划, 金宜路分流影响即将消除。**大股东广西交通投资集团拟在河池至宜州高速公路通车前, 完成以南宁外环(石埠)至坛洛高速公路资产置换金宜一级公路资产的置换工作, 拟注入资产发展前景远好于公司所属金宜路路段。**收购坛百高速, 提升资产规模和盈利能力, 奠定资产收购和对外投资基础。**地处于具有沿海、沿江、沿边三位一体的区位优势增强坛百高速巨大的发展潜力, 保证未来持续高速发展趋势; 而低成本收购坛百高速后, 有效提升资产规模, 公司公路里程总计将达到407公里, 较目前增长85%, 其中高速公路大幅提高至约249公里, 是目前高速公路里程的4倍。同时, 公司资产规模较09年增长135%, 为进一步收购其他优质资产和对外投资打下基础。
- **公司辅营业务逐步进入释放期, 成为公司战略调整期业绩平稳增长润滑剂: 传统与现代市场运营模式融合, 金桥农批市场未来发展前景看好。**一期的收入来源主要包括交易行商铺销售收入、未销商铺(包括售后回租)租金收入、公寓租金收入及酒店托管收入, 二期项目的收入来源主要包括交易佣金收入及园区的物业管理收入, 最终形成前店后厂、互相支撑的市场格局。2010年即将确认4.3亿元交易行商铺销售收入。**东盟自由贸易区深入推进, 凭祥物流园迎来发展机遇。**万通物流公司处于开拓业务阶段, 主要进行外贸进出口业务, 对公司业绩贡献度很小, 但是随东盟自由贸易区的向前推进, 我们认为万通物流园区业务将会加快提升。**房地产业务: 2011年9栋商住楼将会确认收入。**2011年住宅地产实现销售收入6.93亿元, 1.38亿元左右的净利润。
- **背靠交投集团大股东, 后续资产注入值得期待。**
- **投资建议。**预计2010-2011年每股收益分别为0.45元、0.57元, 对应2010-2011年动态市盈率为17.16倍、13.60倍。尽管公司估值在行业内相对偏高, 但是我们认为公司所在的区位优势将会受到国家多项政策支持, 并且公司业绩增长即将实现质的突破, 理应享受较高估值水平, 综合考虑, 首次给予“买入”评级。
- **投资风险。**坛百高速所得税率上调, 金桥农批市场招商情况低于预期; 平王路金梧路大修对公司业绩影响高于预期等。

图1. 一年内公司与大盘走势比较

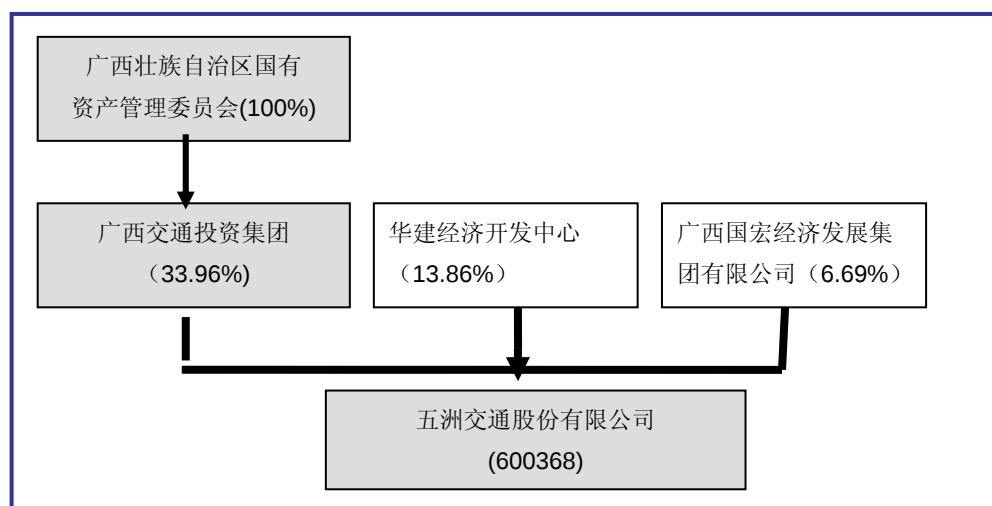


请务必阅读正文之后的特别声明部分

一、基本情况

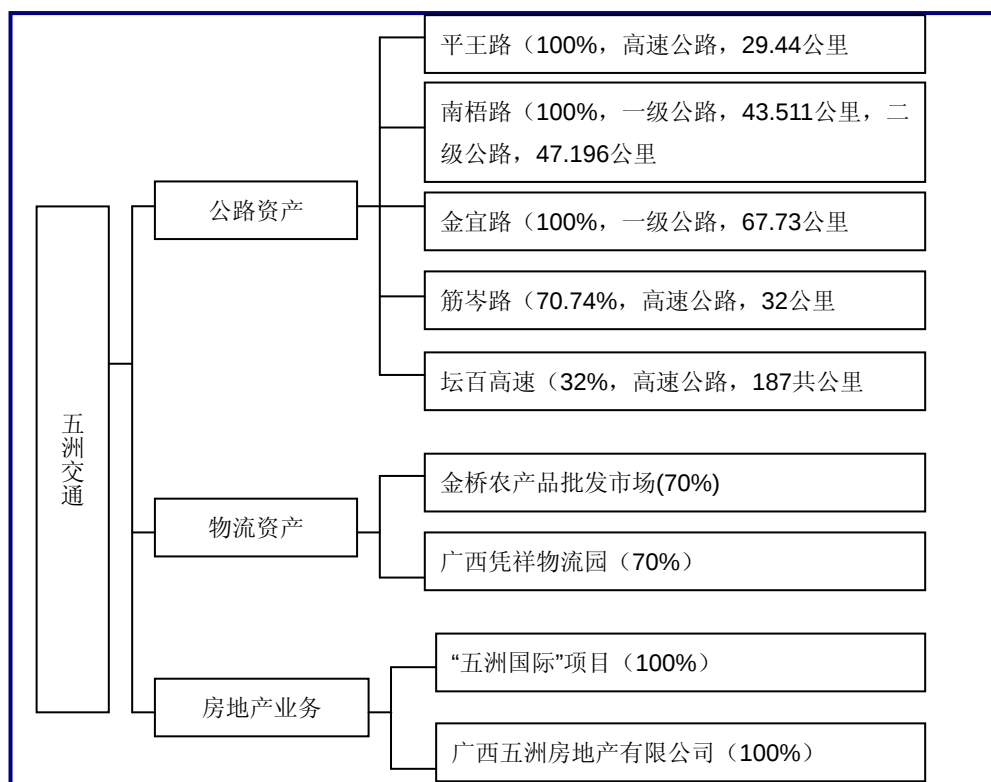
公司于 2000 年 12 月 21 日在上海证券交易所上市，主要经营公路收费、物流、房地产等业务，其中公路收费业务为主营业务，分布于广西境内，是公司利润的主要来源，物流及房地产开发业务是公司辅营业务。公司原控股股东为广西高速公路管理局，2009 年 2 月 28 日，广西交通投资集团与广西高速公路管理局签订《无偿划转股份协议书》，拥有公司 33.96%的股权，并成为公司控股股东，实际控制人为广西壮族自治区国有资产管理委员会。

图 1. 公司股权结构



资料来源：公司公告，山西证券研究所

图 2. 公司业务及主要资产



资料来源：公司公告，山西证券研究所

二、主营业务蓄势待发

公路收费业务是公司主营业务，也是构成公司收入和利润的重要来源。截止 2010 年 6 月 30 日，公路收入占营业收入的 66.73%，如果算上参股坛百高速 32%股权，则交通运输收入占公司营业收入的 90%以上。近年来，随着国内外经济形势的逐步改善，公司的公路业务在不断发展的同时，部分路段面临着期限临近、平行路分流等困境，具体呈现以下特征：

表 1. 公司资产构成

收费公路	运营路段	公里总长： 公里	公路等级	收费期限
平王路	小平阳至王灵	29.44	高速公路	1998/12/8 -2028/12/7
南梧路五塘至新桥段	五塘至新桥	47.196	二级汽车专用公路	1998/1/1 -2013/1/1
黎塘绕城路	黎塘镇雷响村至向阳村	22.258	一级公路	1998/1/1 -2018/1/1
贵港绕城路	贵港至桂平公路	21.253	一级公路	1998/1/-2018/1/1
金宜路一期	宜州至都街	46.339	一级公路	2001/12/31-2026/12/31
金宜路二期	都街至金城江	21.391	一级公路	2001/12/31 -2026/12/31
筋岑高速	筋竹-岑溪	40	高速公路	2010/4/30-……

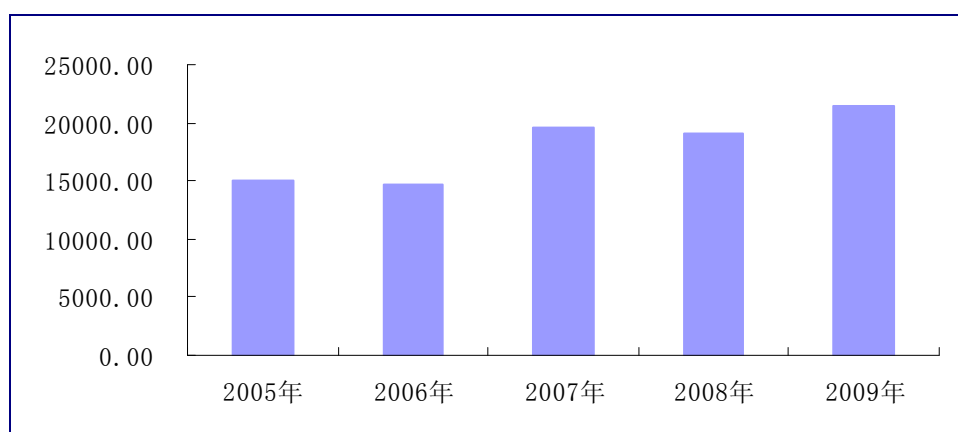
坛百高速	南宁（坛洛-百色）	187.815	高速公里	2010/12/28 -2036/12/27
------	-----------	---------	------	------------------------

资料来源：公司资料 山西证券研究所

1) 公司交通收入快速增长，综合毛利率迅速提升。

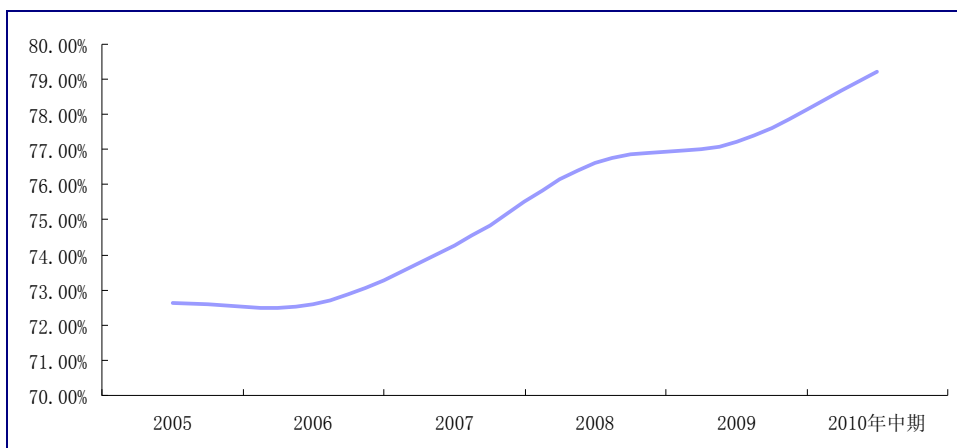
2009 年公司交通收入实现 2.15 亿元, 同比增长 12.19%，05-09 年 4 年复合增长率为 9.51%。得益于金融危机后国内外经济的快速恢复和广西境内高速公路及部分等级公路计重收费政策的实施，公司 2010 年上半年实现交通收入 1.27 亿元，同比增长 30.41%。与此同时，公路综合毛利率也呈现加速增长势头，2010 年上半年公司公路业务综合毛利率为 79.21%，较 2009 年提升 1.99 个百分点，较 2005 年提升 6.57 个百分点。其中，平王路的毛利率最高，且增长势头明显，2008 年为 83.82%，较 2005 年提高 16.03 个百分点；南梧路和金宜路毛利率相对较低，2008 年上述两段公路毛利率分别为 79.21%和 54.51%，较 2005 年分别提高 1.83 个百分点和下降 3.98 个百分点。

图 3. 公司交通收入快速增长 单位：万元



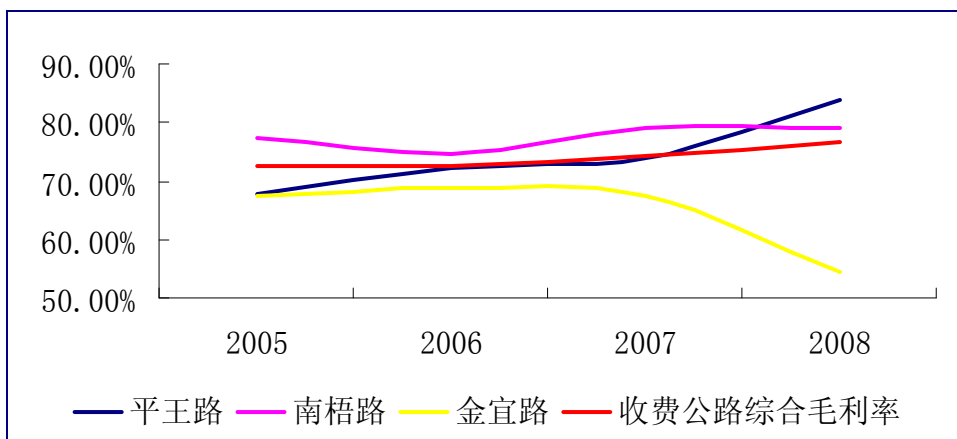
资料来源：公司资料 山西证券研究所

图 4. 公司公路业务综合毛利率迅速上升



资料来源：公司资料 山西证券研究所

图 5. 公司分段收费公路毛利率走势



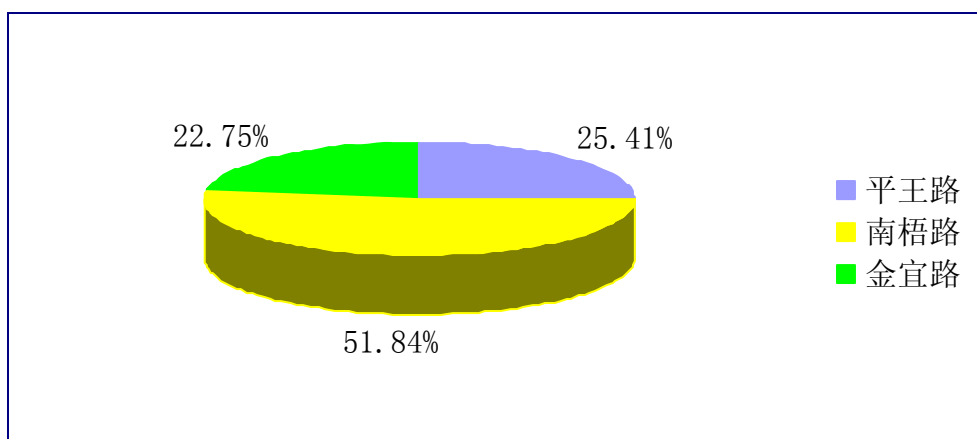
资料来源：公司资料 山西证券研究所

2) 公司交通收入集中度较高，部分路段收入增速趋缓、贡献度下降。

公司交通收入主要集中在平王路和南梧路。2005 年-2010 年上半年，上述两条路的收入在占交通总收入的比例均维持在 77%以上，2010 年上半年，平王路和南梧路收入占交通总收入的比例达到 79.13%。但是，受 2003 年 8 月建成通车的六景至兴业高速公路分流及路段运营时间较长影响（2013 年后将陆续到期）和 2004 年 10 月建成通车的水任-南宁公路（其中都安至南宁为高速公路）分流影响，南梧路和金宜路对公司交通运输收入的贡献度均现下降走势。2005 年南梧路和金宜路收入分别占公司交通收入总和的 51.84%和 22.75%，到 2010 年中期，上述两段路交通收入占公司交通收入比重分别下降 8.02 和 5.59 个百分点至 43.82%和 17.16%。鉴于筋竹-岑溪高速公路于 2010 年 4 月 30 日刚刚开通 32 公里，尚存 8

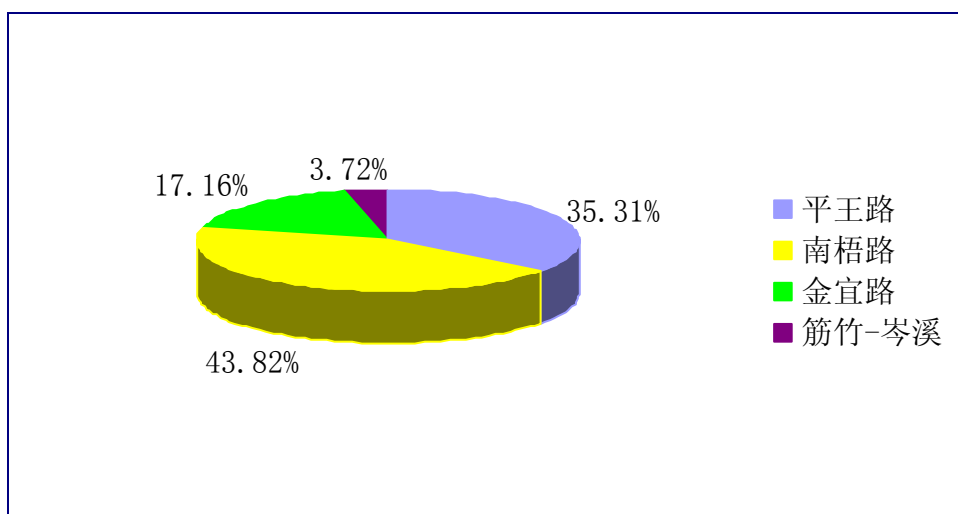
公里待建，同时受制于广州段云浮-罗定断头路影响，加上车流量培育尚需时日，2010 年对公司交通收入贡献度较小。

图 6. 05 年公司交通收入结构



资料来源：公司资料 山西证券研究所

图 7. 2010 年上半年公司交通收入结构



资料来源：公司资料 山西证券研究所

3) 资产置换计划启动，金宜路分流影响即将消除。

为妥善解决集团公司在建河池至宜州高速公路与金宜路潜在同业竞争问题，消除金宜路被新建路段分流的影响，广西交通投资集团有限公司通过了《关于启动资产置换实施计划的会议纪要》，拟在河池至宜州高速公路通车前，完成以南宁外环（石埠）至坛洛高速公路资产置换金宜一级公路资产的置换工作。相关资料显示，南宁外环（石埠）至坛洛高速公路长约 18 公里，每年对应的交通



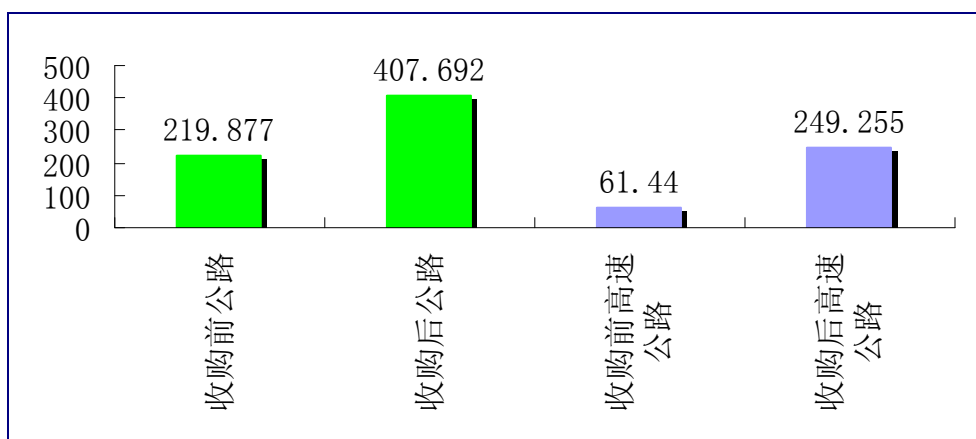
收入约 3,500 万元，2008 年金宜路交通收入 3348 万元。尽管目前两条路交通收入基本相当，但金宜路由于分流影响，交通收入增速连年下降，其增长前景远差于南宁外环（石埠）至坛洛高速公路，资产置换计划的实施彻底消除了金宜路车辆分流的负面影响，有利于公司可持续发展。

4) 收购坛百高速，提升资产规模和盈利能力，奠定资产收购和对外投资基础。

区位优势增强坛百高速巨大发展潜力。坛百高速为广州至昆明高速公路的重要连接路段，起自南宁市西郊坛洛镇，接建成的南宁至坛洛高速公路，全长 187.82 公里，全线采用双向四车道高速公路标准建设，2007 年 12 月 28 日正式通车运营，车辆通行费收费期限为 29 年。广西作为我国西南地区重要的出海通道，具有沿海、沿江、沿边三位一体的区位优势，未来持续受益于西部大开发战略持续实施、中国—东盟博览会永久落户广西南宁、泛珠三角区域合作（“9+2”）启动、环北部湾经济圈建设加快推动周边码头运输条件逐步改善、以及中国—东盟自由贸易区于 2010 年 1 月的正式建成，种种迹象表明坛百高速发展空间十分广阔。

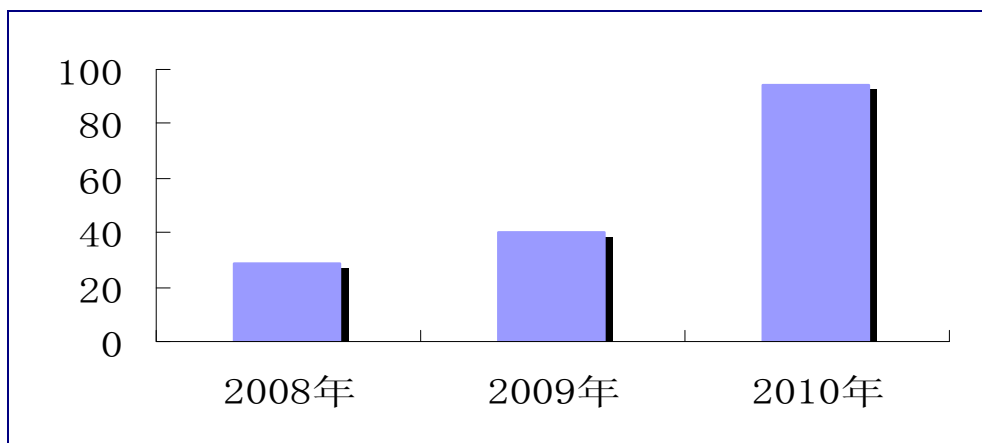
低成本收购坛百高速，有效提升资产规模。由于国家房地产调控政策，公司“通过非公开发行股份募集资金收购坛百高速剩余 68%股权”事项延迟。但是，公司考虑坛百高速优质资产增值预期，决定 2010 年底前先以现金购买该项资产，现金来源包括不超过 12 亿元的短期借款（借款利率将是基准利率的 85%-90%水平）和不低于 3 亿元的自有资金。购买事项完成后，公司公路里程总计将达到 407 公里，较目前增长 85%，其中高速公路大幅提高至约 249 公里，是目前高速公路里程的 4 倍。同时，公司资产规模大大增长，2010 年公司资产总计将达到 93.97 亿元，较 09 年增长 135%，为进一步收购其他优质资产和对外投资打下基础。此外，以自有资金收购资产后，公司将会在 2011 年 5-6 月启动非公开发行融资事项，置换前期投入资金。

图 8. 收购坛百前后公司公路里程及高速公路里程对比



资料来源：公司资料 山西证券研究所

图 9. 2010 年收购坛百后公司总资产变化 单位：亿元



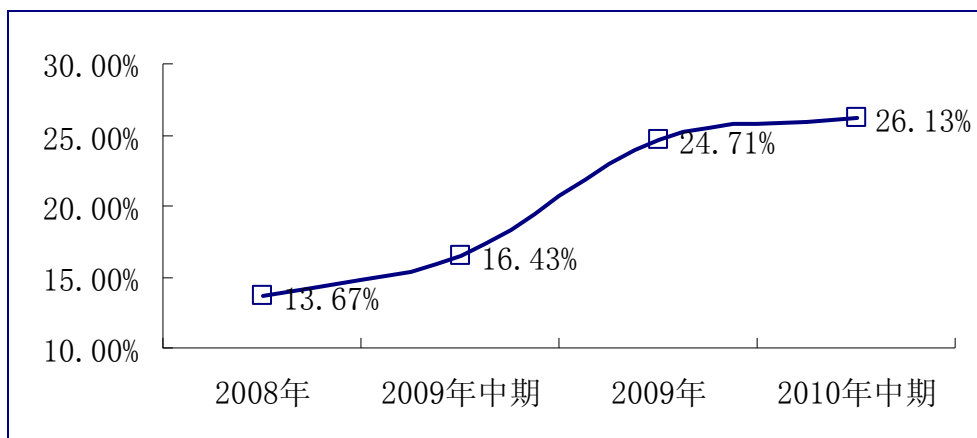
资料来源：公司资料 山西证券研究所

计重收费政策增强坛百高速收入盈利能力。2009 年 7 月 1 日起，所有广西壮族自治区已联网收费的高速公路和与高速公路平行、出省、出边、主要干道的普通收费公路实行计重收费。由于坛百高速过境车辆较多且运输大宗物资（如矿产资源、钢材、大型设备等）的货车比例较高，公司测算全线平均每天通行费收入比计重前增加约 16.41%。

基于坛百高速较低的建设成本（批复概算投资总额为 51.53 亿元，平均每公里建设成本低于 3000 万元，现在广西平均为 4000 元/公里，而新建的路段均在 6000 元以上/公里）、较好的区位及计重收费政策的刺激，坛百高速净利润率不断提高，从 2008 年的 13.67% 迅速提升到 2010 年的 26.13%。2010 年 1-6 月坛百公司实现营业收入 23,603 万元，同比增长 41%；实现净利润 6,167.58 万元，

同比增长 126.80%。考虑到下半年是广西公路运营的旺季，预计 2010 年坛百高速实现营业收入 5.19 亿元，2011 年实现营业收入 6.75 亿元。按照 2010 年和 2011 年净利润率分别为 26%和 28%，则 2010 年-2011 年公司净利润分别为 1.35 亿元和 1.89 亿元。

图 10. 坛百高速较高的净利润率水平



资料来源：公司资料 山西证券研究所

三、公司辅营业务逐步进入释放期

1) 金桥农批市场：传统与现代市场运营模式融合，未来发展前景看好。金桥农批市场位于南宁市兴宁区三塘镇的金桥物流规划园区内，距南宁金桥客运站约 1 千米，项目占地约 1474 亩，建筑面积 78 万平方米，总投资约 12 亿元，分两期推进。一期项目为 1 号地，占地 296 亩，建筑面积 16.69 万平方米，投资约 5 亿元，建设内容包括：598 套交易行商铺、综合展销中心、土特产专营区、服务大楼、商务酒店和商务公寓。一期的收入来源主要包括交易行商铺销售收入、未销商铺（包括售后回租）租金收入、公寓租金收入及酒店托管收入。二期项目占地 1177 亩，投资约 7 亿元，主要在 2-5 号地建设，其中 2 号地建设 13 个共 5.3 万平方米的大棚交易区和 1.5 万吨的高低温冷库区，3-5 号地建设以粮油、水产品、肉类加工为主，同时配以冷库、仓储、终端配送等附属设施，与 1 和 2 号地的交易功能相配套，最终形成前店后厂、互相支撑的市场格局，二期项目的收入来源主要包括交易佣金收入及园区的物业管理收入。

表 2. 金桥农批市场规划蓝图

		占地 (亩)	建筑面积(万平方 米)	投资额 (亿元)	主要功能
一期	1 号用地	296	16.7	5	交易行商铺、综合展销中心、土特产专营区、服务 大楼、商务酒店和商务公寓
二期	2 号用地	1177	61.3	7	果蔬大棚、整车交易
	3 号用地				豆制品、大米、调味品、果蔬、干货的加工交易配 送
	4 号用地				肉类、咸淡水产品加工交易配送
	5 号用地				活禽暂养屠宰加工

资料来源：金桥农批市场招商指南、公司公告

2010 年确认商铺销售收入 4.3 亿元。截止 2010 年 6 月 30 日，公司 598 套交易行商铺（扣除台湾企业合作方的 120 套外），已售 401 套，剩下商铺将用作出租，累计完成商铺招商认租 330 套（含部分已售铺面）。按照一期园区建设进度，2010 年底开园试运行，届时将确认商铺销售收入 4.3 亿元（为吸引客源和培育市场，交易行出租首期 6 个月免租，3 年内租金不调整）。为实现资金滚动利用的最大价值，二期园区将采用边建设边运营的模式，目前正处于挂牌拍卖 1200 亩地阶段，预计 3-6 个月后部分项目将建成并投入运营，完成整个项目约需 3 年。作为南宁地区重要的菜篮子工程，一期和二期园区将会吸引南宁五里亭农产品市场大部分交易主体和引进市政府重点监控产业-肉联厂，未来发展潜力巨大。按照 2010 年确认 4.3 亿元的销售收入及五洲交通 70% 的股东权益，则 2010 年金桥农批市场将实现净利润 6020 万元。

表 3. 金桥农批盈利预测：

单位：万元

	2010E	2011E	2012E
商铺销售收入	43000	0	0
商铺自营租赁收入	0	335	770
商铺返租差价收入	0	100	150
酒店租赁收入	0	200	200
公寓租赁收入	0	450	450
物业费收入	0	400	460
交易佣金收入	0	1200	3000
收入合计	43000	2685	5030
净利润	8600	805.5	1509

注：假定 2011 年—2012 年末售商铺全部投入自营租赁业务，2010 年金桥农批市场净利润率达到了 20%，2011—2012 年分别达到 30%。资料来源：公司资料 山西证券研究所



2) 东盟自由贸易区深入推进，凭祥物流园迎来发展机遇。

公司控股广西万通国际物流有限公司 70% 股份，凭祥物流园是万通国际物流有限公司的主要投资项目，该园区坐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 1000 亩。物流园区分三期建设，其中一期项目已于 2006 年 11 月开园运营，占地约 800 亩，主要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等。二、三期工程前期工作正在进行中，但是由于北部湾开发建设导致用地需求增加，征地成本随之加大，进展相对缓慢。目前，万通物流公司处于开拓业务阶段，主要进行外贸进出口业务，对公司业绩贡献度很小，但是随东盟自由贸易区的向前推进，我们认为万通物流园区业务将会加快提升。

3) 房地产业务：2011 年 9 栋商住楼将会确认收入

公司房地产业务收入包括两部分，一是全资子公司广西五洲房地产有限公司，为钦州市代建市政基础设施，截止 2010 年 6 月 30 日，工程尚未完工，暂未实现收入；二是公司独资的五洲国际房地产项目，该项目用地位于南宁市中国东盟国际商务区的主轴线上，属于南宁凤岭片区，东与桂雅路接壤，西与中柬路接壤，南背靠耀凯凤岭一号项目，北与合作路接壤。项目计划总投资 2.9 亿元，为新开发商业、住宅综合小区项目，由 9 栋商住楼、东南面三层商铺、门楼组成，总建筑面积约 9.4 万平米，地上总建筑面积约 7.5 万平米，可销售面积约 7.3 万平米，其中包括住宅面积 6.3 万平米，商业面积 0.98 万平米。截止 2010 年 6 月 30 日，该项目的 9 栋商住楼中已有 6 栋及东南面商铺封顶，余下三栋已将近封顶。对外可供销售 514 套，而已签订销售合同 383 套，大户型销售在 9000 多元每平方米，假定 9300 元每平方米和 2011 年全部售完，则住宅地产实现销售收入 6.93 亿元，1.38 亿元左右的净利润。三层商铺计划作为公司利润调节部分，并于 2012 年及以后进行销售和租赁，假定 2012 年及以后按照 3-4 万/平米计算，则公司 3 层商铺实现 3-4 亿的销售收入，按照 20% 净利润率则能为公司带来将近 7000 万元的净利润。



四、背靠交投集团大股东，后续资产注入值得期待。

按照广西壮族自治区政府公路发展规划，2020 年全省公路里程将达到 8000 公里，目前广西省内公路运营里程约 2100 公里，在建约 1400 公里，尚有 3500 公里待建。广西交通投资集团作为自治区人民政府授权经营的大型国有独资公司，拥有较为雄厚的财力和丰富的交通基础设施建设与经营管理经验，将承担大部分待建公路的修建任务（按照交通投资集团发展规划 2020 年大股东所属公路里程将达到 4000 公里，是目前运营公路里程的 4 倍），由于公路建设成本逐年提高，交投集团面临着巨大的资金压力。从 2009 年股权划转和广西壮族自治区未来公路建设规划看，交投集团将会充分利用五洲交通作为其融资平台，解决资金问题。

截至 2009 年，交通投资集团拥有已建成通车的高速公路约 947 公里，占据广西已建成高速公路里程的“半壁江山”，同时，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，后续资产注入值得期待。

五、盈利预测及投资建议

总体来看，公司各项业务开展有序，主营业务在收购坛百高速和置换金宜路之后将实现跨越发展，为避免定向增发而引发的对每股收益的摊薄效应出现，公司前期开拓的辅营业务金桥农批市场和五洲国际房地产项目逐步步入释放通道，并将成为公司战略调整期业绩平稳增长的润滑剂，经过测算，预计 2010-2011 年每股收益分别为 0.45 元、0.57 元，对应 2010-2011 年动态市盈率为 17.16 倍、13.60 倍。尽管公司估值在行业内相对偏高，但是我们认为公司所在的区位优势将会受到国家多项政策支持，并且纵观公司增长模式不难看出公司业绩增长即将实现质的突破，未来发展空间相当广阔，理应享受较高估值水平，综合考虑，首次给予“买入”评级。

六、投资风险

坛百高速所得税率上调，金桥农批市场招商情况低于预期；平王路金梧路大修对公司业绩影响高于预期等。

表 4. 盈利预测表

	2008 年报	2009 年报	2010E	2011E
一、营业总收入(万元)	20888.97	24050.59	136634.02	204172.73
营业收入(万元)	20888.97	24050.59	136634.02	204172.73
同比增长：%	0.76%	15.14%	468.11%	55%
二、营业总成本(万元)	11852.87	16217.85	109380.53	157326.20
营业成本(万元)	5417.03	6537.43	68317.01	95961.19
毛利率：%	74.068%	72.818%	50%	53%
营业税金及附加(万元)	924.34	1028.10	4327.41	6466.47
销售费用(万元)	2227.19	4477.08	14780.45	22086.48
管理费用(万元)	2906.95	3235.24	14089.36	21053.78
财务费用(万元)	450.46	806.75	7868.73	11758.28
资产减值损失(万元)	-73.10	133.25	-2.44	0.00
三、其他经营收益(万元)				
投资净收益(万元)	1634.22	6625.85	0.00	0.00
四、营业利润(万元)	10670.31	14458.59	27253.49	46846.54
加：营业外收入(万元)	0.26	104.07	62.25	0.00
减：营业外支出(万元)	426.49	29.30		
五、利润总额(万元)	10244.08	14533.36	27315.74	46846.54
同比增长：%	-13.65%	41.87%	87.95%	71.50%
减：所得税(万元)	1478.92	938.54	3277.89	5621.58
六、净利润(万元)	8765.15	13594.82	24037.85	41224.95
减：少数股东损益(万元)	-84.47	-673.28	-1262.07	-2164.46
归属于母公司所有者的净利润(万元)	8849.62	14268.10	25299.93	43389.41
同比增长：%	-11.04%	61.23%	77.32%	71.50%
七、每股收益：				
(一) 基本每股收益(元)	0.2	0.28	0.45	0.57
(二) 稀释每股收益(元)	0.16	0.28	0.45	0.57

资料来源：公司资料 山西证券研究所

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

本报告是基于山西证券股份有限公司研究所认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。