

分析师： 吴云英 (8621)68751160 wuyy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120001

联系人： 姜捷 (8621) 68751781 jiangjie@cjsc.com.cn

主辅共进，今年迎来业绩高增长

事件描述

我们近期调研了五洲交通，调研结论如下：

五洲交通地处北部湾经济圈，以经营收费公路为主业，公路资产有南梧路（南宁至梧州收费公路）部分路段、平王路（南宁至柳州高速公路小平阳至王灵段）、金宜路（金城江至宜州一级公路）、坛百高速和筋岑高速公路。另外，公司还拥有金桥农批市场、五洲国际房地产和凭祥物流园等业务。公司确立的“公路收费+物流+地产”这种长中短项目相结合的滚动发展业务模式，有助于实现公司业绩可持续增长。

- ✓ 坛百高速收购完成，公司主业资产规模和盈利能力得以大幅提升；
- ✓ 坛百高速今后几年陆续受益路网贯通效应，高成长性可持续；
- ✓ 金宜路置换工作今年可完成，有助于发挥公司道路的整合效应；
- ✓ 金桥农批市场一期今年结算收入，带来今年业绩高增长；
- ✓ 五洲国际今年国庆开始交房，预计大部分收入将结算在明年，推升明年业绩；
- ✓ 公司作为广西交投集团资本运作平台，有望继续收购大股东旗下优质路产，主业增长潜力可观。

风险提示：

1) 南梧路五塘至新桥段收费 2013 年 1 月 1 日到期；2) 平王路大修今年可完成，总支出 2.588 亿元，扩建里程 29.44 公里，新增折旧成本和财务费用将减少每股盈利 4-5 分钱；3) 自筹资金收购坛百高速，目前已向银行贷款 10 亿元，增加财务费用支出，减少每股盈利 7-8 分钱；4) 税收优惠政策到期。

综合看来，今年公司主业受益坛百高速并表和金桥农批一期结算，盈利能力有望大幅提升，在不考虑所得税优惠情况下，预计公路业务 2011 年 EPS 为 0.71 元，对应 PE 为 11 倍；若税收优惠持续，公司今年业绩可达到 8 毛钱，对应 PE 降至 9.75 倍。我们认为，在国家坚持把实施西部大开发战略放在区域发展总体战略的优先位置这一背景下，税收优惠政策延续的可能性较大，公司今年业绩有望迎来爆发式增长，维持“推荐”评级。

事件评论

第一，公司去年四季度利润大幅增长源于坛百高速投资收益

五洲交通 2010 年 EPS0.38 元，其中单四季度就有 0.196 元，占全年业绩的一半以上。四季度盈利构成中，坛百高速投资收益贡献巨大，公司四季度归属于母公司所有者净利润为 1.09 亿元，坛百高速投资净收益就有 1.08 亿元，而坛百高速前三季度投资净收益分别为 0.13、0.07 和 0.19 亿元，四季度之所以出现跳跃式增长，原因来自两方面：

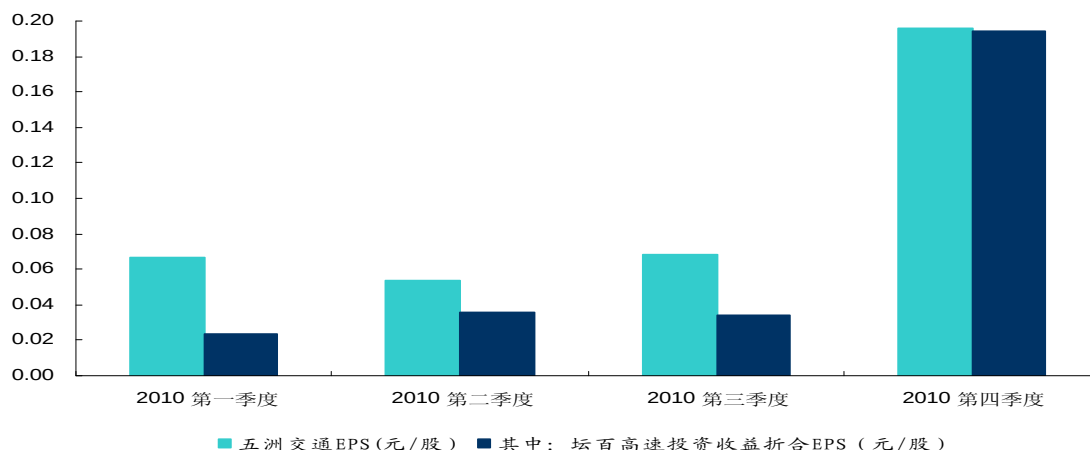
（1）坛百高速剩余 68%股权收购完成

公司原有坛百高速 32%股权，坛百高速公路有限公司 2010 年下半年净利润 1.31 亿元，公司按 32%计算的投资收益应为 0.42 亿元，但公司 2010 年下半年坛百高速投资收益 1.27 亿元，中间价差 0.85 亿元，为公司全面接管坛百高速后享有的收益。公司 9 月 11 日公告先用自筹资金收购坛百高速 68%的剩余股权，公司 2010 年三季报披露已全面接管坛百公司，坛百公司产生的损益归五洲交通享有。

（2）坛百高速汇兑收益在四季度集中结算

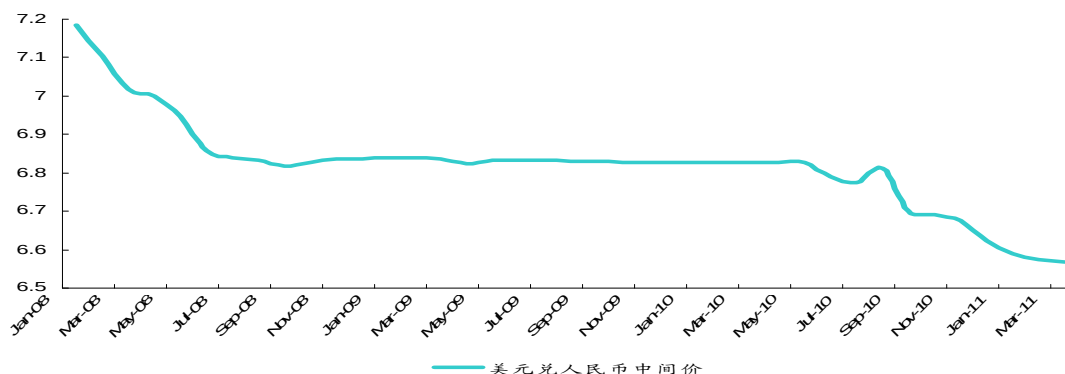
坛百高速含央行贷款 2 亿美金，约定从 2008 年起 15 年内还清，在 2010 年人民币对美元升值态势下，公司把这块的汇兑收益集中放在四季度结算，导致投资收益较前三季度大幅增加。

图 1：五洲交通整体业绩和坛百高速投资收益贡献的业绩对比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：美元/人民币汇率



资料来源：WIND，长江证券研究部

第二，坛百高速将成为公路业务的主要利润增长点

坛百收购完成后，公司经营道路的通车总里程从 218.55 公里扩张至 406.17 公里，不仅扩大了公司路产规模，而且提升了公司资产质量。公司原有道路中，除了平王路和岑罗路是高速公路（通车里程占比仅 27.5%），其余路产均为一级或二级公路。收购坛百后，高速公路通车里程占比迅速提升至 61%。

坛百高速 07 年底建成通车，是国家“五纵七横”国道主干线广州至昆明干线的重要组成部分，也是西南地区通往广西沿海港口及粤港澳地区的出海通道，公司每公里建造成本仅 2800 万元，盈利能力较强。受益于 09 年下半年计重收费政策的执行和去年云南境内连接的高速公路陆续通车，坛百高速 2010 年通行费收入同比增长 27.85%，其绝对量是其他路段通行费收入总和的 1.92 倍。

表 1：五洲交通主要经营路段的基本情况

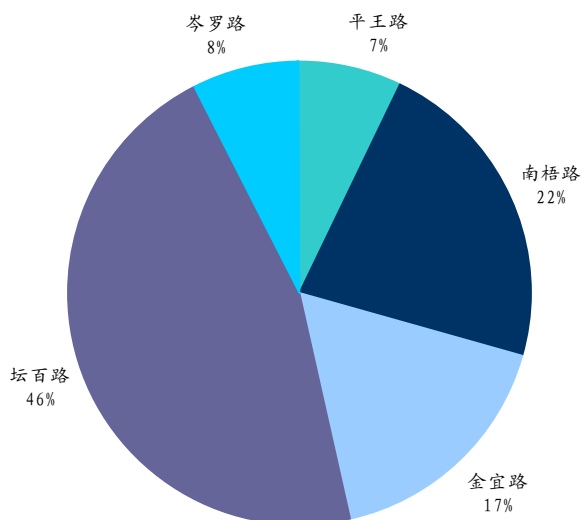
主要经营路段	通车里程(公里)	车道数目	营运起始	营运截止	公路等级	上市公司持股比例
南柳高速公路平王段	29.44	4	1998.12.8	2028.12.7	高速公路	100%
金宜路	67.73	6	2001.12.31	2026.12.31	一级公路	100%
南梧路五塘至新桥路	47.196	4	1998.1.1	2013.1.1	二级汽车专用公路	100%
南梧路黎塘绕城路	22.258	4	1998.1.1	2018.1.1	一级公路	100%
南梧路贵港绕城路	21.253	4	1998.1.1	2018.1.1	一级公路	100%
筋竹至岑溪高速公路	30.67	6	2010.4.13	还贷性质	高速公路	70.74%
坛百高速	187.62	4	2007.12.28	2036.12.27	高速公路	32%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

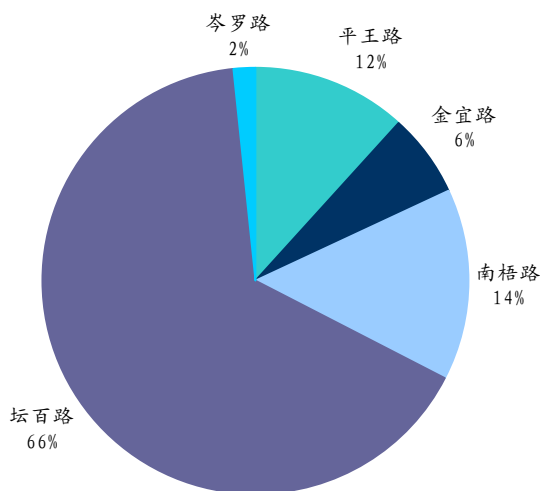
表 2：五洲交通各路段车流量和通行费情况

路段	2010 年车流量 (辆/年)	车流量较上年增减 (%)	2010 年通行费收入 (元)	通行费较上年增减 (%)
平王路	3,914,138	-5.72	86,252,279	-3.64
金宜路	4,691,863	17.69	45,467,246	25.99
南梧路	9,055,923	38.06	105,455,904	19.99
坛百路	2,920,546	15.46	481,466,863	27.85
岑罗路	313,578	-	13,043,593	-

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 3：高速公路占比提升至 61%


资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：坛百高速通行费收入是其余路段总和的近 2 倍


资料来源：公司公告，长江证券研究部

今后几年，受益路网贯通，坛百高速车流量有望维持高成长。

今年 1 月 27 日，国家重点公路包头至友谊关公路及汕头至昆明公路在广西境内的共用路段——百色至隆林高速公路正式通车，由此成为广西连接云南、贵州两省最便捷的公路通道，由于其与坛百高速相接于百色，坛百高速的车流量通行率将大幅提升，尤其是过境车流量将显著增加。

今年年底，四川境内的雅安-西昌高速公路以及云南境内的石林-锁龙寺高速公路将全面通车，从成都经攀枝花、昆明、南宁到北部湾下水的物流主通道将被打通，由于坛百高速是这一线路中广西部分的重要一段，过境车流量进一步得到提升。

2012 年底，与坛百高速相接的百色至靖西、靖西至那坡高速公路将竣工通车，届时借助德保、靖西、那坡 3 个百色边远山区丰富的旅游和矿产资源，旅游资源和商业资源的开发将增加坛百高速的车流量。

图 5: 坛百高速受益隆林-百色高速通车效应和成南通道断头路贯通效应



资料来源：高速公路网，长江证券研究部

图 6: 坛百高速受益百色至靖西、靖西至那坡高速公路 2013 年通车



资料来源：长江证券研究部

第三，金宜路置换可消除道路分流影响，发挥路产整合效应

鉴于集团公司在建的河池至宜州高速公路与五洲交通的金宜一级公路近距离平行，存在潜在同业竞争，公司今年将完成金宜一级公路的置换工作。此次拟置入的南宁外环（石埠）至坛洛高速公路，长约 18 公里，与公司现有的金宜一级公路收入规模相当。由于与收购的坛百高速公路相连，发展前景远好于金宜路。

第四，金桥农批市场一期结算促今年业绩高增长，看好二期发展前景

南宁金桥农产品批发市场位于南宁市兴宁区三塘镇的物流规划园，占地约1500亩，总建筑面积78万平米，是大西南最大的农产品批发物流基地。主要建设：新鲜水果、蔬菜、干杂、蛋品、肉类、粮油副食品等批发交易市场；净肉加工车间、净菜加工车间、配送车间；原材料仓库、净菜仓库、冷库；综合服务大楼；信息网络系统、检验检测系统；停车场、临街商铺等。作为一座规模巨大、设施先进的现代化农产品批发市场，金桥农产品批发市场最大的特点就是能够为商家提供一体化的仓储物流服务，例如市场可以提供全城物流配送，直达门店。

项目一期占地227亩（即15万平米），为综合用地，每亩拿地成本70-80万元，规划为水果区、台湾农产品交易区、粮油区、土特产区、冻品区、干货区、综合展销中心、商务公寓楼、综合服务楼、交易服务楼和商务酒店。一期采用租售相结合的经营模式，其中5万平米拿来出售，5万平米可卖可租，剩余5万平米为公共配套设施。截至2010年底，项目一期已竣工并陆续交房，已累计签订租赁合同360套，累计销售商铺412套。一期今年可实现开园，这部分租售收入将于今年结算。

项目二期占地 1200 余亩，为工业用地，二期含有作为一期配套的仓储物流配套设施，包括目前广西最大的冷库（1.5 万吨）。二期主要针对农产品的深加工和进出口贸易，增大市场规模。主要地块规划用途如下：2 号地建设 2 万吨大型高温冷库、仓库、动植物检验检疫中心、大棚交易、车板交易、大型停车场、冻品交易；3 号地建设农产品的深加工，包括果蔬加工、粮油加工、豆制品加工、粉类加工、蛋品加工、干货加工以及农产品交易、配送；4 号地建设生猪待宰区、生猪交易、屠宰、肉类加工、肉类检测、3 万吨的大型低温冷库、熟食加工、水产品加工及配送及大型停车场；5 号地主要是禽类待宰区，禽类检测、屠宰、加工及禽类交易区配送。目前 2 号地建设已满足交易条件，其他用地还在陆续施工。公司的宗旨是把金桥园区作为专业的农产品物流园进行永续经营，并在粮油和海产品等加工链上积极引入战略合作者，绑定有实力的经营户。公司在二期项目主要采用自营出租的方式，初期为了吸引客户、培育园区声誉，月租金水平约在 30-50 元/平米，在项目培育成熟以后，租金将逐渐上调至 100 元/平米，长期盈利有较大上升空间。

图 7：南宁金桥农批一期规划图



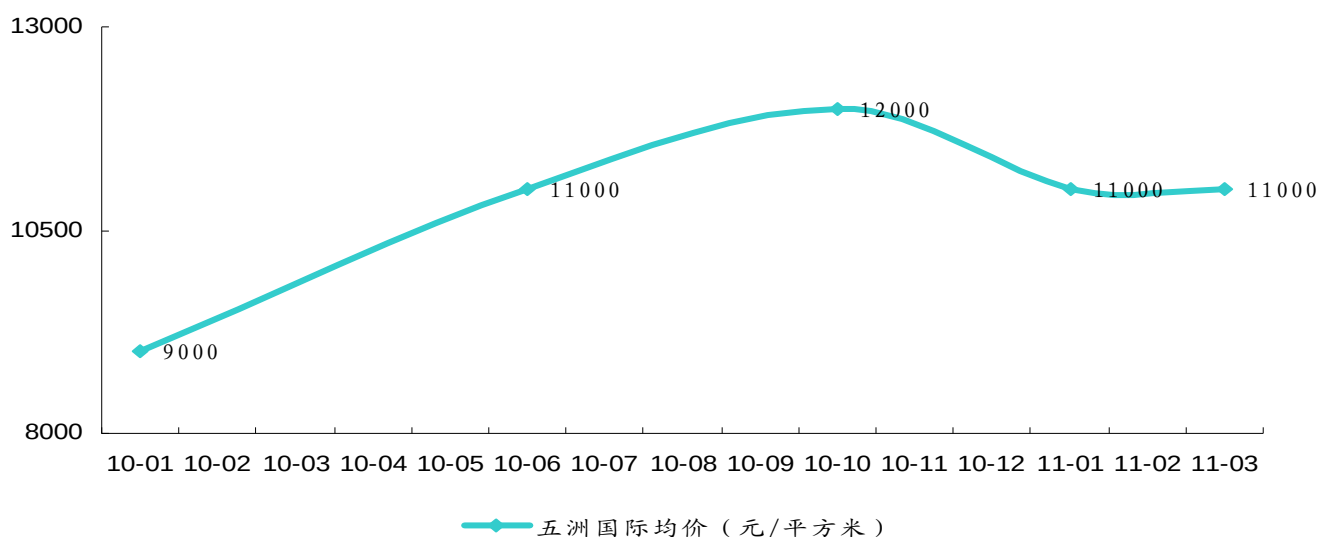
资料来源：长江证券研究部

第五，房地产业务推升明年业绩，旧房改造项目提供利润新增点

五洲国际房地产项目位于南宁市中国东盟国际商务区内，项目总投资2.9亿元，可销售面积约7.3万平方米，其中住宅可售面积约6.3万平米，商业可售面积1万平米；每平米成本约4000元，但销售均价每平米近万元。目前五洲国际对外可售套数约500来套，已签订销售合同的约400套，其中地产政策调控致使80多套住宅没办下按揭。项目于今年国庆开始交房，由于购房者80%以上来自外地，预计大部分销售收入将在2012年结算。

公司目前虽然没有商业地产储备项目，但旧房改造项目可能会成为公司地产业务未来发展的新方向。这项业务符合国家土地利用的总体规划，拿贷款容易，且未来加大投资的风险不高，控制好的话，收益率至少可以达到16%。现有南宁大板一区项目可增加公司2014年净利润近1个亿。

图 8：五洲国际房价走势



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 9：五洲国际实景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

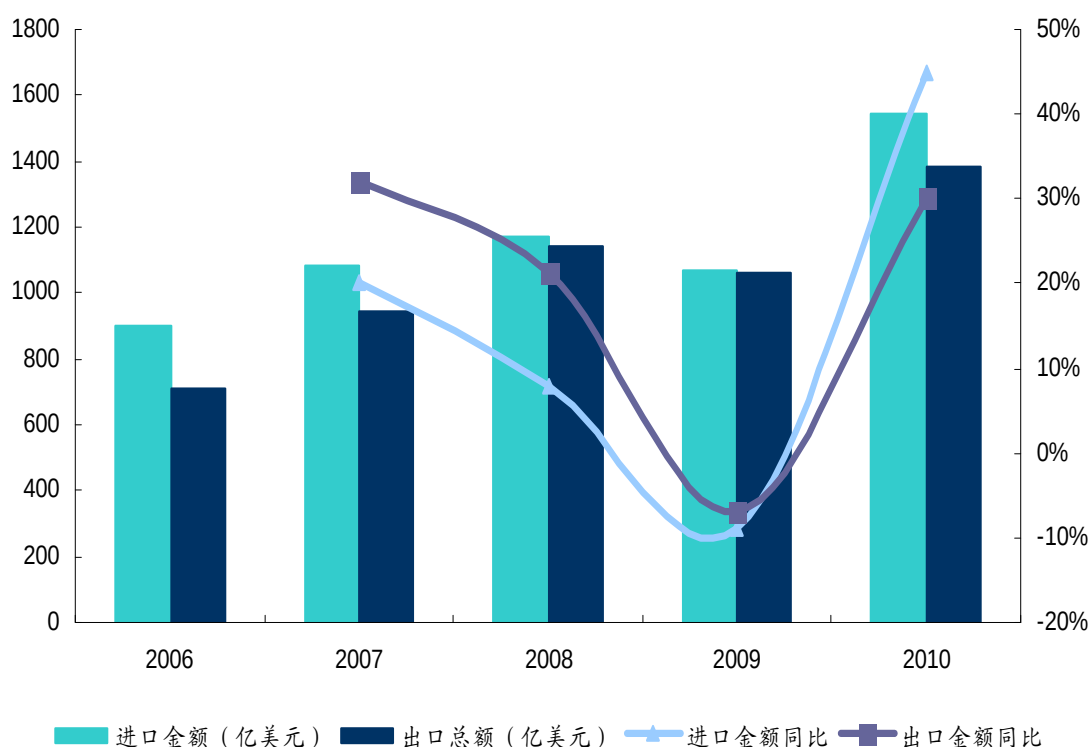
第六，凭祥物流园区借助地域优势有望迎来业绩拐点

物流园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，占地面积约 2000 亩，园区以零关税向东盟市场进口和出口货物开放。凭祥物流园拟分三期建设，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，由公司出资1.75亿元，广西道路运输管理局出资0.75 亿元。一期工程于2006年11月建成并投入使用，二期工程目前还在征地阶段。

凭祥物流园一期的收入来源主要是设施有偿使用费及代理报关业务收入，2010 年东盟自贸区正式成立后，物流园营业额突破 1 亿元，较去年同期增长 348%。但由于公司去年在外面布点做第三方物流，导致成本上升，物流园仍处于亏损状态。物流行业由于进入壁垒低，同行中能做到 3%的净利率已经算理想值，行业仍需国家政策的进一步扶持。公司当前任务是通过积极扩大业务规模 and 提供多样化的第三方物流服务来实现扭亏为盈。

凭祥边界贸易区是中国通往东盟最大、最便捷的陆路通道，从南宁经凭祥到越南仅 350 公里。目前进出口东盟的货物是综合性的，有水果、矿产、整车的汽车和零部件、还有钢材和红木家具等。凭祥口岸对东盟水果进出口和红木进口排全国第一。2010 年，中国与东盟双边贸易额达 2927.8 亿美元，同比增长 37.5%，2011 年东盟有望成为中国的第三大贸易伙伴，随着中国与东盟贸易往来的提速，凭祥物流园区营业额有望加快增长。

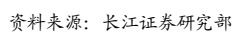
图 10: 中国与东盟贸易额及其增长



资料来源：国家统计局，长江证券研究部

第七，公司后续资产注入可期

09 年 8 月，公司大股东由广西交通厅变更为广西交投集团，五洲交通由此成为交投集团的资本运作平台。另一方面，南梧路五塘至新桥段（全长 47 公里）收费年限将于 2013 年 1 月 1 日到期，南梧路其余管辖路段也将在 2018 年 1 月 1 日到期，或制约公司主业长期发展。从以上两点出发，我们判断公司今年很有可能会考虑继续收购大股东旗下的优质路产。大股东现有南宁至柳州、南宁至都安、南宁至坛洛、南宁至友谊关、南宁至岑溪等十余条高速公路，其中盈利情况最好的是南宁至柳州高速。公司将会从大股东意愿、资产盈利能力、资产收购价格等多重因素考虑收购对象。



第八，今年业绩有望迎来爆发式增长，维持“推荐”评级

综合看来，今年公司主业受益坛百高速并表和金桥农批一期结算，盈利能力有望大幅提升，在不考虑所得税优惠情况下，预计公路业务 2011 年 EPS 为 0.71 元，对应 PE 为 11 倍；若税收优惠持续，公司今年业绩可达到 8 毛钱，对应 PE 降至 9.75 倍。我们认为，在国家坚持把实施西部大开发战略放在区域发展总体战略的优先位置这一背景下，税收优惠政策延续的可能性较大，公司今年业绩有望迎来爆发式增长，维持“推荐”评级。

风险提示

- 平王路大修完毕，预计减少公司 EPS4-5 分钱。
- 公司利用自筹资金收购坛百高速时，预计新增银行贷款 12 亿元，截至目前实际贷款 10 亿元，财务费用的增加预计减少公司 EPS7-8 分钱。
- 五洲交通享受西部大开发税收优惠政策，减按15%的税率缴纳企业所得税；此外，公司自08年起免缴属于地方部分的企业所得税。因此，公司2010 年执行9%的企业所得税税率。这两项优惠税率均将在2011 年到期。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	358	1580	2151	2311	货币资金	743	1140	1316	1438
营业成本	156	671	1020	1209	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	202	909	1131	1103	应收账款	188	184	250	269
% 营业收入	56.4%	57.5%	52.6%	47.7%	存货	645	0	0	0
营业税金及附加	13	70	109	101	预付账款	433	144	219	266
% 营业收入	3.6%	4.5%	5.1%	4.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	46	54	71	66	流动资产合计	2009	1476	1796	1985
% 营业收入	12.8%	3.4%	3.3%	2.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	46	105	132	140	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.7%	6.6%	6.2%	6.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	34	124	140	110	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	9.5%	7.9%	6.5%	4.8%	固定资产合计	7763	7797	8233	8664
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	50	47	45	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	147	0	0	0	递延所得税资产	2	0	0	0
营业利润	211	556	678	686	其他非流动资产	12	12	12	12
% 营业收入	58.8%	35.2%	31.5%	29.7%	资产总计	9837	9334	10086	10705
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	639	0	0	0
利润总额	210	556	678	686	应付款项	889	165	250	303
% 营业收入	58.6%	35.2%	31.5%	29.7%	预收账款	772	16	22	23
所得税费用	10	139	169	172	应付职工薪酬	16	18	27	33
净利润	200	417	508	515	应交税费	-24	8	11	11
归属于母公司所有者的净利润	213.8	394.8	481.3	507.7	其他流动负债	231	456	669	788
润					流动负债合计	2524	662	979	1159
少数股东损益	-14	22	27	7	长期借款	3002	4002	4002	4002
EPS (元/股)	0.38	0.71	0.87	0.91	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
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	1645	1645	1645	1645
经营活动现金流净额	223	335	910	832	负债合计	7171	6310	6626	6806
取得投资收益收回现金	4	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2331	2666	3076	3507
长期股权投资	-643	0	0	0	少数股东权益	335	358	385	392
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2666	3024	3460	3899
固定资产投资	-408	-116	-522	-523	负债及股东权益	9837	9334	10086	10705
其他	4	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1047	-116	-522	-523	EPS	0.385	0.710	0.866	0.913
债券融资	0	0	0	0	BVPS	4.19	4.80	5.53	6.31
股权融资	109	0	0	0	PE	19.84	10.74	8.81	8.35
银行贷款增加 (减少)	1009	361	0	0	PEG	0.59	0.32	0.26	0.25
筹资成本	93	-184	-212	-186	PB	1.82	1.59	1.38	1.21
其他	-186	0	0	0	EV/EBITDA	23.28	9.29	7.64	7.65
筹资活动现金流净额	1026	177	-212	-186	ROE	9.2%	14.8%	15.7%	14.5%
现金净流量	201	396	176	122					

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。

姜捷，同济大学工商管理学士，法国兰斯高商金融学硕士，研究领域为公路、铁路和物流。

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。