

五洲交通 (600368)

受益路网贯通 多元化战略助力

-----五洲交通调研报告

	宋伟亚	周竞
	0755-23976003	021-38676319
	songweiya009360@gtjas.com	zhoujingjing009501@gtjas.com
编号	S0880511050001	S0880511010041

本报告导读:

核心路产坛百高速受益路网贯通效应，未来两年收入增速约 15%。“地产+物流”多元化拓展积极：五洲国际 11-12 年结算，农批市场及物流园盈利能力有望逐步改善。中长期看好公司多元化发展前景和板块比较优势。预测 11-12 年 EPS 为 0.65、0.70 元，谨慎增持，目标价 8.5 元。

投资要点:

- **核心资产坛百高速受益路网贯通效应：**11 年初百色-隆林高速开通、11 年底石林-锁龙寺高速开通，分别连接隆林及贵州西南部、昆明至南宁通道，路网贯通效应诱增车流量。受益于广西北部湾经济区快速发展，预计未来两年整体公路收费业务收入增速在 15% 左右。
- **“房地产+物流”多元化经营渐入佳境：**五洲国际项目预售率已达 90%，计划 11-12 年结算。代建项目收益稳定，预计大板一区、新竹小区改造项目可实现利润 1 亿元。金桥农产品批发市场规划建成南宁“菜篮子”物流基地，一期租售收入 4.5 亿元将在 11 年结算。凭祥物流园规划建成华南最大物流园，物流网点渐趋完善，盈利能力有望逐步改善。
- **坛百并表带来大额汇兑损益：**坛百高速自 11 年并表，其向亚洲开发银行借贷 2 亿美元建设款本息以美元计价，若按人民币升值 5% 计算，可实现汇兑损益约 5500 万元。这将一定程度上缓解公司财务费用高企的压力。
- **“谨慎增持”评级，目标价 8.5 元：**我们预测公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.65、0.70、0.84 元，对应 11 年 PE 为 10.7 倍，低于公路行业平均水平。中长期看好公司多元化发展前景和板块比较优势，给予“谨慎增持”评级，目标价 8.5 元。
- **风险提示：**收费公路行业政策风险、金宜路资产置换方案不确定等。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	241	358	1,183	1,604	1,878
(+/-)%	15%	49%	230%	36%	17%
经营利润 (EBIT)	88	98	503	615	680
(+/-)%	-7%	12%	414%	22%	11%
净利润	143	214	359	390	466
(+/-)%	61%	50%	68%	9%	19%
每股净收益 (元)	0.26	0.38	0.65	0.70	0.84
每股股利 (元)	0.08	0.11	0.00	0.00	0.00

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	36.5%	27.3%	42.5%	38.3%	36.2%
净资产收益率 (%)	5.9%	8.0%	12.0%	11.6%	12.3%
投入资本回报率 (%)	4.2%	1.7%	5.5%	6.6%	7.3%
EV/EBITDA	30.4	42.9	14.0	11.5	9.9
市盈率	28.2	18.8	11.2	10.3	8.7
股息率 (%)	1.1%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 8.50

上次预测:

当前价格: 6.98

2011.07.27

交易数据

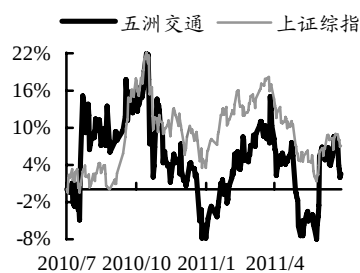
52 周内股价区间 (元)	6.47-9.08
总市值 (百万元)	3,880
总股本/流通 A 股 (百万股)	556/556
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	33

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,391
每股净资产	4.30
市净率	1.6
净负债率	151%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.07	0.11
Q2	0.05	0.12
Q3	0.07	0.13
Q4	0.20	0.29
全年	0.38	0.65

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-9%	-2%
相对指数	-5%	0%	-6%

相关报告

模型更新时间: 2011.07.27

股票研究

工业

运输

五洲交通 (600368)
评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 8.50

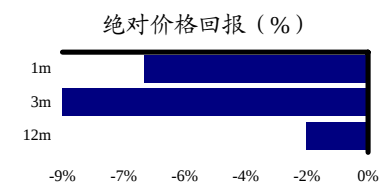
上次预测:

当前价格: 6.98

公司网址

公司简介

公司地处广西南宁市, 在 98 年进行了资产置换, 置换入平王路、南梧路部分路段的全部资产, 目前公司主要经营着平王路、南梧路和金宜路三条公路的收费、房地产和物流业务。此外, 公司还接受广西交通厅委托经营, 管理着南梧路木乐至苍梧段以及贵港至玉林路段桥圩收费站。房地产业务方面, 公司开发的几个项目都带有福利性质, 盈利能力不强。子公司万通物流旗下东兴子公司已发展成东兴口岸目前规模最大的物流公司, 依托交通部门在口岸建设上的垄断优势, 并随着东盟贸易往来的活



52 周价格范围

6.47-9.08

市值 (百万)

3,880

财务预测 (单位: 百万元)
损益表
营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润
资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)
现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额
财务指标
成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

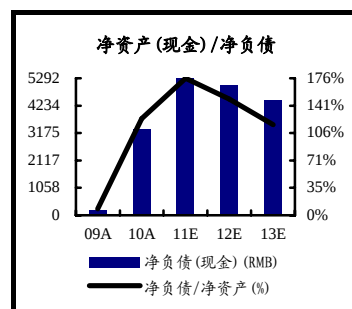
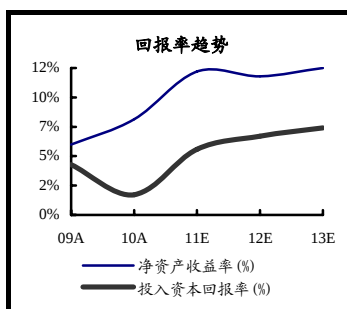
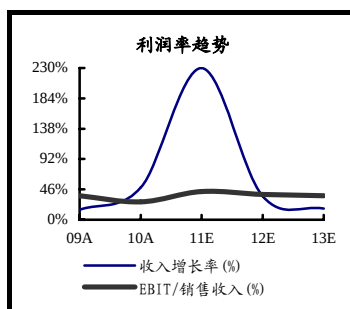
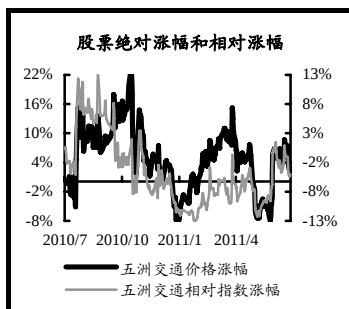
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
损益表					
营业总收入	241	358	1,183	1,604	1,878
营业成本	65	156	508	755	924
税金及附加	10	13	42	57	67
销售费用	45	46	47	64	75
管理费用	32	46	83	112	131
EBIT	88	98	503	615	680
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	66	147	0	0	0
财务费用	8	34	113	190	173
营业利润	145	209	391	425	507
所得税	9	10	59	64	76
少数股东损益	-7	-14	-26	-28	-34
净利润	143	214	359	390	466
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	542	743	118	160	188
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	625	0	0	0	0
固定资产合计	1,848	7,763	7,902	7,845	7,879
无形及其他资产	60	63	63	63	62
资产合计	3,998	9,837	8,471	8,684	8,172
流动负债	742	2,524	1,470	1,320	377
非流动负债	855	4,648	4,002	4,002	4,002
股东权益	2,402	2,666	3,000	3,362	3,794
投入资本(IC)	1,954	5,565	7,745	7,973	7,932
现金流量表					
NOPLAT	82	93	428	523	578
折旧与摊销	50	64	122	136	147
流动资金增量	110	938	-398	-284	73
资本支出	-676	-408	-258	-78	-178
自由现金流	-434	686	-107	296	619
经营现金流	132	223	184	408	830
投资现金流	-692	-1,047	-258	-78	-178
融资现金流	604	1,026	-550	-288	-624
现金流净增加额	43	201	-625	42	27
财务指标					
成长性					
收入增长率	15.1%	49.0%	230.2%	35.5%	17.1%
EBIT 增长率	-6.8%	11.6%	414.0%	22.1%	10.6%
净利润增长率	61.2%	49.9%	68.1%	8.7%	19.3%
利润率					
毛利率	72.8%	56.4%	57.1%	52.9%	50.8%
EBIT 率	36.5%	27.3%	42.5%	38.3%	36.2%
净利润率	59.3%	59.7%	30.4%	24.3%	24.8%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.9%	8.0%	12.0%	11.6%	12.3%
总资产收益率(ROA)	3.6%	2.2%	4.2%	4.5%	5.7%
投入资本回报率(ROIC)	4.2%	1.7%	5.5%	6.6%	7.3%
运营能力					
存货周转天数	2001	1258	270	90	15
应收账款周转天数	13	50	17	10	11
总资产周转天数	5212	7045	2823	1952	1638
净利润现金含量	0.92	1.04	0.51	1.05	1.78
资本支出/收入	281%	114%	22%	5%	10%
偿债能力					
资产负债率	39.9%	72.9%	64.6%	61.3%	53.6%
净负债率	8.2%	124.3%	176.4%	149.7%	116.7%
估值比率					
PE	28.2	18.8	11.2	10.3	8.7
PB	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	30.4	42.9	14.0	11.5	9.9
P/S	16.8	11.2	3.4	2.5	2.1
股息率	1.1%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%



目录

1. “公路+地产+物流”的多元化战略	4
2. 公路收费业务稳健增长	5
2.1. 受益广西北部湾经济区快速发展	5
2.2. 坛百高速: 核心资产, 受益路网贯通效应	5
2.3. 平王路: 2012 年恢复性增长	6
2.4. 岑罗路: 预计 2013 年路网效应兑现	7
2.5. 金宜路: 拟替换为坛石高速, 有望 11 年内完成	7
2.6. 南梧路: 五塘至新桥段 13 年到期, 但业绩影响很小	8
3. 多元化经营渐入佳境	8
3.1. 房地产: 五洲国际进入收获期, 代建项目收益稳定	8
3.2. 金桥农批市场: “菜篮子”新基地, 一期结算增厚 11 年业绩	9
3.3. 凭祥物流园: 华南最大物流园, 长期盈利前景值得期待	10
3.4. 参股小额贷款公司, 风险可控盈利性好	11
4. 财务分析: 坛百并表带来大额汇兑损益	12
5. 盈利预测与估值: 目标价 8.5 元, 谨慎增持	13

图表目录

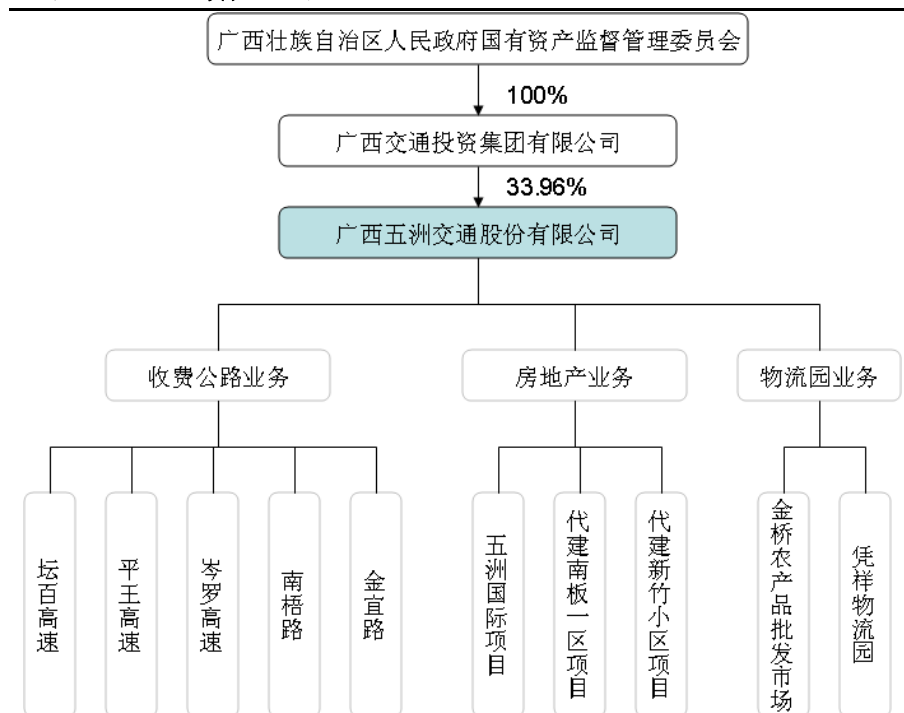
图 1: 股权及资产结构	4
图 2: 车辆通行费收入占比 78.4%	4
图 3: 坛百高速收入占通行费收入的 65.8%	4
图 4: 广西公路客货运数据	5
图 5: 坛百高速净利润高速增长	6
图 6: 受大修影响, 平王路 10 年通行费收入下降 3.7%	7
图 7: 金宜路车流量及通行费收入稳增	8
图 8: 南梧路车流量及增速	8
图 9: 南梧路通行费收入及增速	8
图 10: 五洲国际房地产项目效果图	9
图 11: 金桥一期规划效果图	10
图 12: 金桥二期冷库效果图	10
图 13: 凭祥物流园鸟瞰图	11
图 14: 凭祥万通公司持续亏损	11
图 15: 资产负债率迅速攀升至 70% 以上	12
图 16: 人民币兑美元中间价走势	12
图 17: 五洲交通 PE 处于历史低位	14
表 1: 公司路产一览	5
表 2: A 股高速公路行业公司估值表	13

1. “公路+地产+物流”的多元化战略

五洲交通于 1992 年成立，2000 年 12 月在上交所上市，是广西唯一的公路类上市公司。实际控制人广西壮族自治区国资委拥有公司大股东广西交投集团 100% 股权。

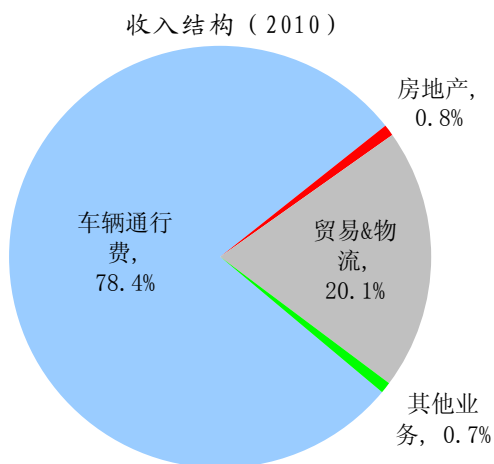
公司管理的公路里程达 406 公里，拥有坛百高速、平王高速、岑罗高速及南梧路、金宜路等的全部或部分权益。2010 年公司收费公路业务收入占比 78.4%，其中坛百公司是公司核心资产，其收入占公司通行费收入的 65.8%。公司稳步推进多元化经营，明确提出“公路+地产+物流”的发展战略，多元化发展为公司中期业绩增长提供重要支撑，主辅业收入比例有望在五年内达到 6:4。

图 1：股权及资产结构



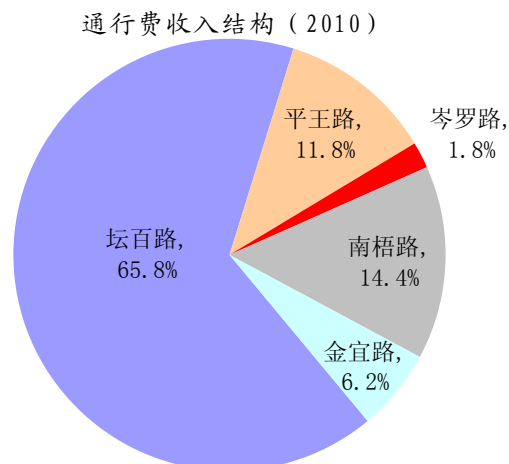
数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 2：车辆通行费收入占比 78.4%



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 3：坛百高速收入占通行费收入的 65.8%



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

注：10 年坛百高速收益计入投资收益，上图数据按实际收入计

2. 公路收费业务稳健增长

2.1. 受益广西北部湾经济区快速发展

公司拥有三条高速公路、两条一级公路的全部或部分收费经营权，所辖路产均是广西壮族自治区内地区间、跨省经济往来的交通干线，其中核心资产坛百高速是贵州省西南地区、云南省昆明等地通往南宁、广州及港澳地区的必经之地。

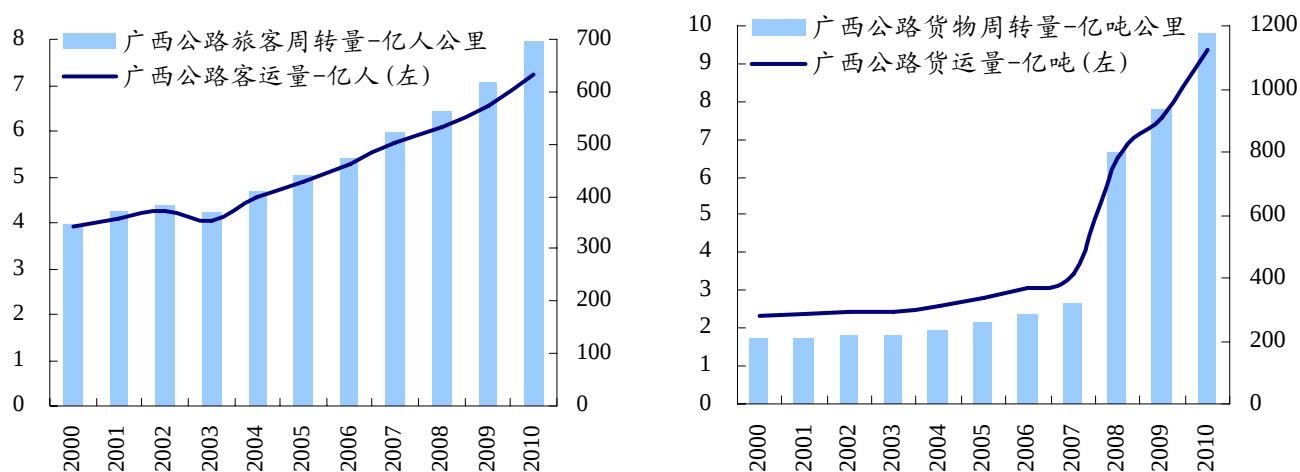
2008 年初，国务院正式批准实施《广西北部湾经济区发展规划》，广西北部湾经济区包括南宁、北海、钦州、防城港四市及玉林、崇左两个市物流区，地处华南经济圈、西南经济圈和东盟经济圈的结合部，是我国西部大开发地区唯一的沿海区域，也是我国与东盟国家既有海上通道、又有陆地接壤的区域，区位优势明显，战略地位突出。规划提出，经过 10 到 15 年的努力，把北部湾经济区建设成为我国沿海重要经济增长区域，在西部地区率先实现全面建设小康社会目标；到 2020 年，人均地区生产总值超过全国平均水平，经济总量占广西的比重提高到 45% 左右。公司将显著受益广西北部湾经济区的快速发展进程。

表 1：公司路产一览

路产	级别	起止点	拥有权益	里程（公里）	车道	经营期限
坛百路	高速公路	南宁市西郊坛洛镇至百色市	100%	187.62	4	2007.12 - 2036.12
平王路	高速公路	来宾市小平阳镇至宾阳县王灵	100%	29.44	4	1998.12 - 2028.12
岑罗路	高速公路	粤桂界的筋竹镇至岑溪市塘化村	70.74%	30.67	6	尚未批复，暂定五年
南梧路	一级公路	宜州市城西收费站至河池市百旺村	100%	90.71	4	1998.1 - 2018.1
金宜路	一级公路	南宁市至梧州市	100%	67.73	6	2001.12-2026.12

数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

图 4：广西公路客货运数据



数据来源：交通运输部，国泰君安证券研究

2.2. 坛百高速：核心资产，受益路网贯通效应

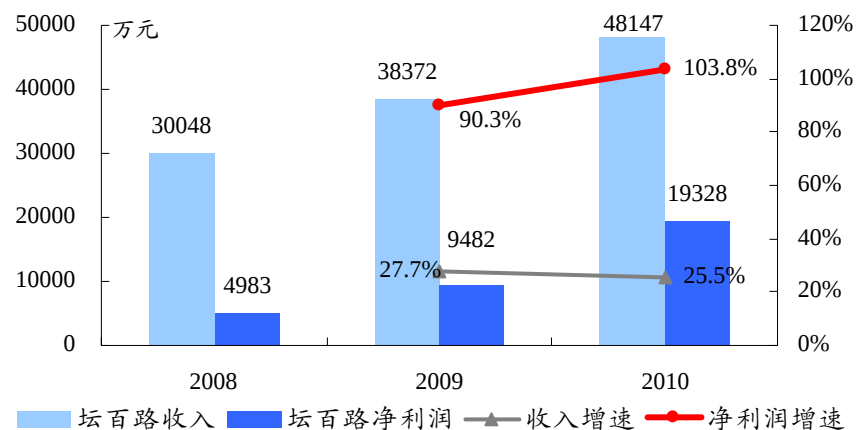
G80 广昆高速的重要连接路段：坛百高速于 2007 年 12 月建成通车，全长 187.62 公里，双向四车道。坛百高速起于南宁市西郊坛洛镇，途经隆安县、平果县、田东县、田阳县，止于百色市，全长 187.82 公里。坛百高速是国家高速公路 G80（广州至昆明）的重要连接路段，广昆高速起

于广州，途径肇庆、梧州、岑溪、玉林、南宁、百色、富宁、开远、石林，止于昆明，全长 1541 公里，是云南、贵州、四川等西南省区通往广西沿海港口及粤港澳地区公路交通干线之一。

通行费收入及净利润高增长：公司于 2010 年 10 月出资 15 亿元收购坛百高速 68% 股权，收购完成后拥有其 100% 股权。坛百高速自 08 年通车运营以来，通行费收入增速在 25% 以上，净利润增速在 90% 以上。

路网贯通效应大于铁路分流影响：坛百高速连接南宁与百色，作为 G80 广昆高速的重要组成部分，该路段与通往云南、贵州西南部地区的其他高速呈“Y”字形，来往云南和贵州西南部的车均需经该路段汇集。
贯通效应之一：2011 年 1 月百色-隆林高速开通，隆林县、田林县、贵州西南部等地车辆可经“隆林-百色-南宁”高速公路到达南宁，再至广州。
贯通效应之二：2011 年底石林-锁龙寺高速将开通，届时昆明车辆可经“石林-锁龙寺-罗村口-百色-南宁”高速公路到达南宁，再至广州。
铁路分流影响：南昆铁路改扩建工程已于 10 年启动，预计 15 年建成通车，届时将对坛百高速产生一定分流影响。综合来看，中短期路网贯通效应仍是首要看点；预计坛百高速未来两年车流量增速在 15% 以上。

图 5：坛百高速净利润高速增长



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

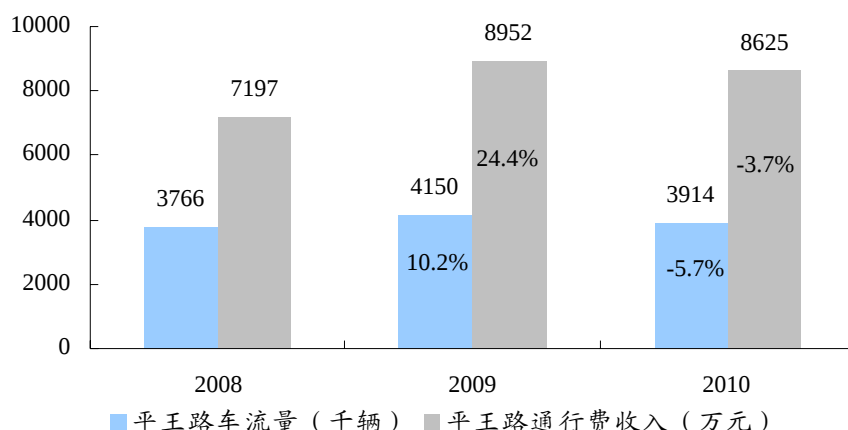
2.3. 平王路：2012 年恢复性增长

沟通南宁、柳州的重要路段：平王路于 1999 年 10 月建成通车，全长 29.44 公里，双向四车道，起于来宾县小平阳镇八冬村，止于宾阳县王灵以南约 2 公里处的横寨村。平王路是柳王高速公路（柳州-王灵）南端的最后一段，柳王高速是国道主干线 GZ75 衡昆公路（衡阳-南宁-昆明）的重要路段，柳王高速向东北延伸可经桂林通往湖南，向东经玉林、梧州通往广东、海南，向南经南宁通往钦州、北海、防城、铁山四个沿海港口。平王路是沟通南宁、柳州的重要路段，也是西南地区出海大通道的组成部分。

预计 11 年车流量与 10 年持平，12 年恢复增长。2010 年 5 月，公司投资 2.588 亿元对平王路实施改扩建项目，由水泥混凝土路面改为沥青混凝土路面，预计 11 年 10 月可完工。由于施工期间，部分路段封闭导致车辆分流，10 年平王路车流量及通行费收入分别同比下降 5.7%、3.7%。预计 11 年继续受大修影响，车流量与 10 年持平；大修完成后，路况改善将吸引车辆回流，12 年车流量恢复正常增长。公司委托广西交投集团

下属南宁公司管理平王路，委托管理费为 631 万元/年。

图 6: 受大修影响，平王路 10 年通行费收入下降 3.7%



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

2.4. 岑罗路：预计 2013 年路网效应兑现

连贯粤桂的出省通道：岑罗路（岑溪至筋竹高速公路）于 2010 年 4 月建成通车，全长 39.99 公里，其中通车运营里程 30.67 公里，双向六车道，起于粤桂界的筋竹镇，止于岑溪市塘化村，公司拥有岑罗路 70.74% 权益。岑罗路是广西高速公路网规划中岑溪至百色高速公路的组成部分，北连包头至茂名高速，南接云浮至罗定高速，连贯粤桂、融通港澳，是广西及西南腹地通往粤港澳的便捷通道之一。

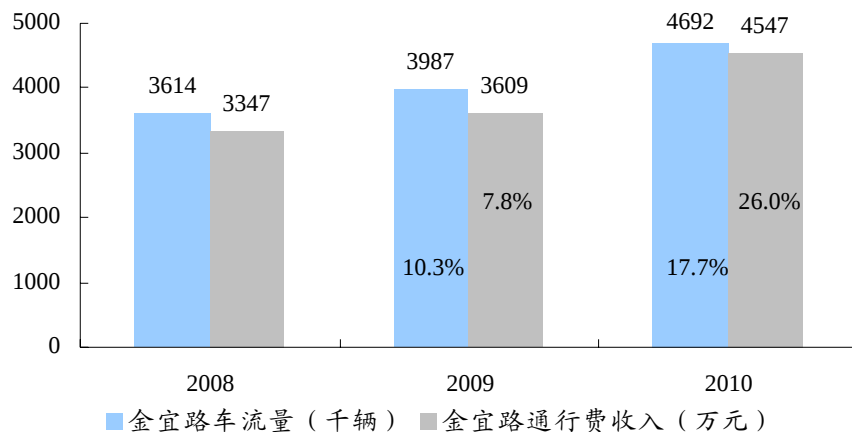
13 年将受益广东路段开通的贯通效应：广西、广东两省曾签订协议分别建设岑罗高速广西段、广东段。广西段已于 2010 年 4 月建成，广东段预计将于 11 年内开工建设，12 年底建成通车。受与之相连接的广东段建设滞后影响，岑罗路 10 年车流量仅为 90 万辆，通行费收入 1304 万元，处于亏损状态。预计 13 年广东路段全线贯通后，岑罗路车辆量将会显著增长。

2.5. 金宜路：拟置换为坛石高速，有望 11 年内完成

连接广西西北部经济发展带与贵州省的交通干线：金宜路是一级公路，于 1998 年 12 月建成通车，全长 67.73 公里，双向六车道，起于宜州市城西收费站，止于河池市东的百旺村。金宜路是国道 323 线（江西瑞金至云南临沧）的重要路段，是连接广西西北部经济发展带宜州市、河池市、柳州市至贵州省的主要交通干线。

拟置换资产坛石高速，预计 11 年内完成：由于控股股东广西交投集团投资在建的河池至宜州高速公路与金宜一级公路近距离平行，存在同业竞争，交投集团已于 2010 年初启动资产置换工作，以试运营的优质高速公路资产置换金宜路。拟置换资产可能是坛石高速（南宁外环石埠至坛洛镇），坛石高速全长 18 公里，连接南宁绕城高速与公司拥有的坛百高速，每年通行费收入约 3500 万元，发展前景优于金宜路。预计资产置换工作将在 11 年内完成。

图 7: 金宜路车流量及通行费收入稳增



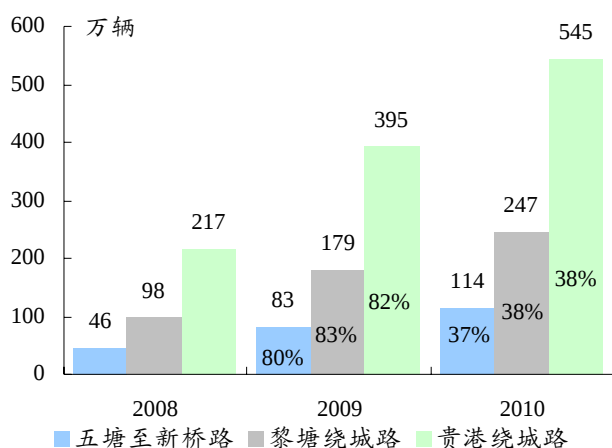
数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

2.6. 南梧路: 五塘至新桥段 13 年到期, 但业绩影响很小

连接南宁与桂东南地区: 南梧路是一级公路, 西起南宁市, 东至苍梧县与梧州市区的交界点, 途径贵港市、玉林市、北流市、岑溪市, 全长 384 公里, 双向四车道, 是南宁通往人口密集、经济发达的桂东南地区和广东省的主要交通干线。公司拥有五塘至新桥路、黎塘绕城路和贵港绕城路等路段。

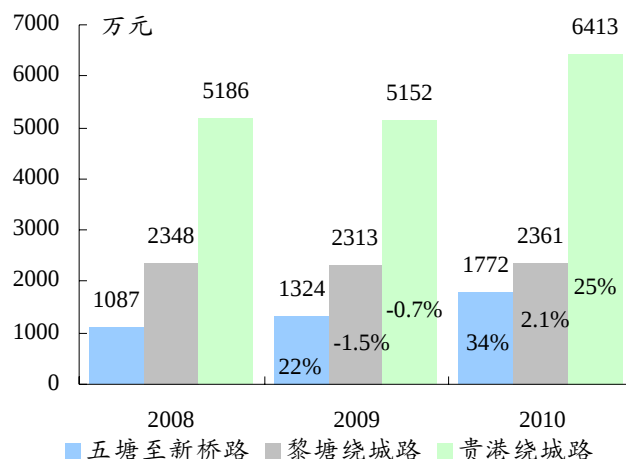
五塘至新桥段收费期限 13 年到期, 但影响较小: 五塘至新桥路段是汽车专用二级公路, 全长 47.2 公里, 收费期限将于 2013 年 1 月 1 日到期, 但其通行费收入仅占公司通行费收入的 2.4%, 预计收费到期对公司业绩影响很小。黎塘绕城路、贵港绕城路的收费期限将于 2018 年 1 月 1 日到期。

图 8: 南梧路车流量及增速



数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

图 9: 南梧路通行费收入及增速



数据来源: 公司资料, 国泰君安证券研究

3. 多元化经营渐入佳境

3.1. 房地产: 五洲国际进入收获期, 代建项目收益稳定

五洲国际预售情况良好, 11-12 年结算。五洲国际房地产项目定位于集住宅、商业于一体的中高档品质楼盘, 位于南宁市中国东盟国际商务区

内，地理位置优越，总投资 2.9 亿元，目前项目建设已接近尾声，预计今年 10 月可交房。五洲国际项目总建筑面积 94000 平方米；地上总建筑面积 75000 平方米，其中住宅面积 63000 平方米，商铺面积 10000 平方米，地下车库面积 19000 平方米。住宅物业、商铺物业的预售情况良好，目前预售率已超过 90%，其中住宅预售均价约为 9000 元/平方米，商铺预售均价约为 20000 元/平方米，预计住宅及商铺的销售收入可达约 7 亿元，将于 11-12 年结算。公司拟自行经营租赁地下车库，不对外出售车位。

图 10：五洲国际房地产项目效果图



数据来源：国泰君安证券研究

代建项目收益稳定，在手项目合计可贡献利润 1 亿元。公司通过投资“短、平、快”项目提高经营收入，作为房地产项目代建人，项目收益包括出资额的财务成本（同期银行贷款基准利率）、项目代建利润（按最终结算的总建设费用的 7%计提）、项目代建管理费（按最终结算的总建设费用的 2%计提）。公司代建项目收入拟采用逐年确认的结算方式。

- 2011 年 3 月公司承接代建南宁大板一区危旧房改住房改造项目，计划工期 3 年，总投资 14 亿元，其中公司出资 3 亿元作为项目启动资金，后续资金来自委托人收取的非还建住房和商业面积的预付销售款。预计此项目可为公司贡献利润 9600 万元。
- 2011 年 6 月公司承接新竹小区危旧房改住房改造项目，计划工期 810 天，总投资 6100 万元，其中公司出资 2000 万元作为补偿安置资金和项目建设保证金，后续资金来自委托人收取的非还建住房和商业面积的预付销售款。预计此项目可为公司贡献利润 400 万元。

3.2. 金桥农批市场：“菜篮子”新基地，一期结算增厚 11 年业绩

投资 12 亿元建成现代化农产品流通市场。金桥农产品批发市场位于南宁市兴宁区东北面三塘镇昆仑大道旁，距市区快速环道 5000 米，距南宁市城市外环高速公路出入口 2000 米。规划面积 1474 亩，主要建设交易服务大楼、交易行、交易大棚、加工车间、冷库、仓库、宾馆餐厅楼、停车场以及水电等基础实施，建成后将成为南宁市具备净菜集中配送、农产品大宗物流调配运输及大宗农产品网上交易平台等多种农产品流通模式的现代化农产品流通市场。项目总投资约 12.3 亿元，工程建设计划分 5 年完成，共分两期进行建设。公司拥有其 70%权益。

一期项目结算 4.5 亿元租售收入，增厚 11 年业绩。金桥农产品批发市场一期项目占地面积约 227 亩，已建成 598 套交易行、含 40 套商铺的综合展销中心、2.61 万平米的综合服务楼、1.19 万平米的商务酒店和三栋办公公寓等。目前一期建设已完成，并已于今年 7 月初试营业，出租率约 80%，11 年可实现销售及租金收入约 4.5 亿元。金桥农产品批发市场二期项目占地 1200 亩，规划建设仓库、冷库及加工车间等，由于用地规划限制，预计年内可完成“招、拍、挂”程序，并开工建设。

金桥农批市场将取代五里亭果蔬批发市场，成为南宁市“菜篮子”基地。五里亭果蔬批发市场建于 1995 年，位于南宁市西乡塘区明秀西路，是南宁市政府“菜篮子工程”重点项目和国家农业部“菜篮子工程”定点鲜活农产品中心批发市场。但其目前面临严重的发展障碍：

- 地理位置已由建成初期的“市郊”变成了“市中心地段”，南宁市规定上午 7 时至 8 时、下午 17 时 30 分至 19 时 30 分，市内快速环道禁止货车通行；市场周边道路拥堵，导致很多农产品运输车辆无法按时到达五里亭市场。
- 规模较小，占地面积仅 120 亩，大量车辆进出市场，导致市场内杂乱拥堵。轻轨工程规划经过五里亭，市场面积可能会进一步压缩。

金桥农批市场占地规模大、交通便利、规划合理，硬件设施也优于五里亭市场；南宁市政府计划用 5 年（2011-15 年）的时间，将金桥农产品批发市场打造成“菜篮子”物流基地，取代五里亭果蔬批发市场的作用。

图 11：金桥一期规划效果图



数据来源：国泰君安证券研究

图 12：金桥二期冷库效果图



数据来源：国泰君安证券研究

3.3. 凭祥物流园：华南最大物流园，长期盈利前景值得期待

规划建成华南地区最大的物流园、全国最大的边境口岸物流园：“中国-东盟自由贸易区凭祥物流园”位于友谊关北侧 9 公里处，西接 322 国道和湘桂铁路，中部有南友高速公路穿过，是我国跟东盟对接最为直接的物流园。凭祥物流园计划总投资 11 亿元，占地面积约 2000 亩，建成后将成为华南地区最大物流园、全国最大的边境口岸物流园。规划有十大功能区，分三期进行：第一期占地面积 175 亩，主要建设友谊关口岸前置核放区、进出口货物通关服务区、进出口货物候检区、物流信息服务中心、综合办公区、配套路网工程及绿化景观工程；二期工程占地面积 580 亩，主要建设物流作业区、大型仓储区、保税加工区；三期工程占

地面积 600 亩，主要建设配套服务区、国际商务生活区、企业职工生活区。凭祥物流园一期工程已于 2006 年建成投入使用，二期工程处于征地阶段。

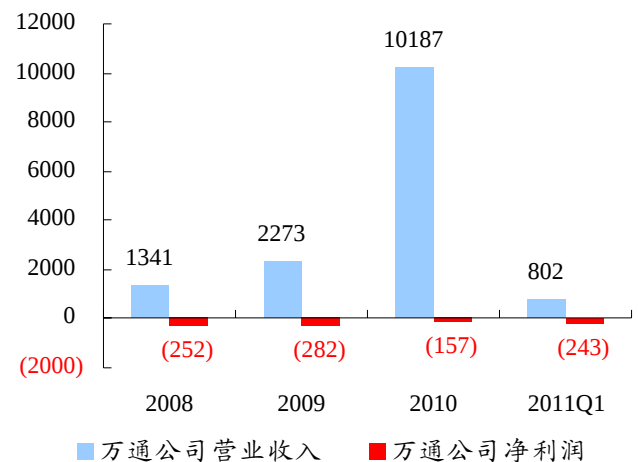
凭祥物流园中长期盈利前景值得期待。广西凭祥万通国际物流有限公司负责凭祥物流园区的运营管理，公司持有万通公司 70% 股权。万通公司收入主要来自凭祥物流园设施有偿使用费、代理进出口货物报关报检、物流网点经营及陆路国际货运代理等。2010 年经营出口煤炭业务使得营业收入大增 348%，但由于在百色、桂林等地布局物流网点导致成本大增，10 年仍亏损。随着物流网点布局渐趋完善，业务量上升，凭祥物流园盈利能力有望逐步改善。

图 13：凭祥物流园鸟瞰图



数据来源：国泰君安证券研究

图 14：凭祥万通公司持续亏损



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

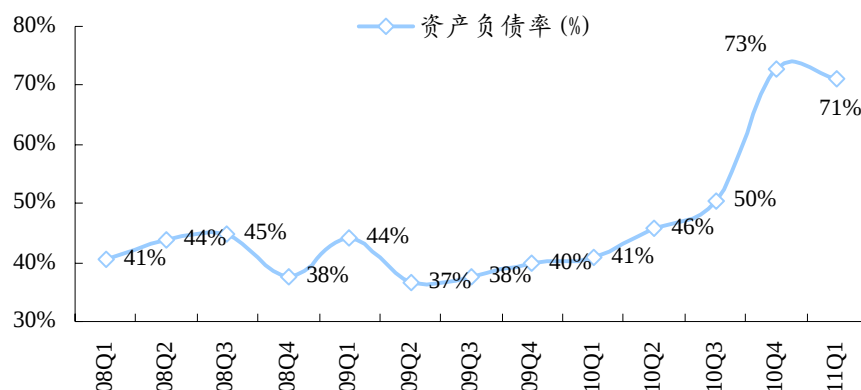
3.4. 参股小额贷款公司，风险可控盈利性好

2011 年 6 月，公司与广西交投集团、宏冠公司合资设立泰和小额贷款公司，注册资本 2 亿元，其中公司出资 4000 万元，占 20% 股权。泰和公司的客户主要定位于广西交投集团投资建设公路的承包商及建筑商，为其施工备料等提供短期小额信贷服务，客户稳定且坏账风险小。目前市场上小额贷款的年化利率高达 20% 左右，预计项目盈利性较好。

4. 财务分析：坛百并表带来大额汇兑损益

增发未成功致资产负债率迅速攀升：公司原计划通过增发收购坛百高速，并于 2009 年发布增发预案，后由于证监会收紧房地产企业再融资，增发事项未成功。公司于 2010 年底出资 15 亿元收购坛百高速，资金来源是自有资金和银行贷款（不超过 12 亿元）。收购完成后，公司持有坛百公司的股权由 32% 提高至 100%。坛百高速资产负债率较高，并表后导致公司资产负债率攀升至 73%。

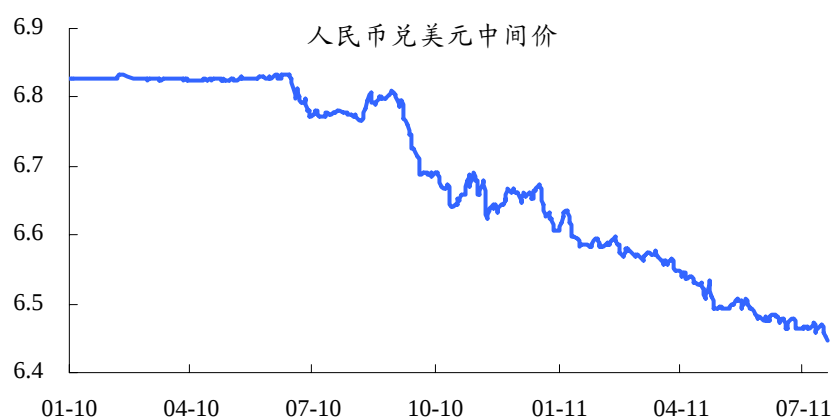
图 15：资产负债率迅速攀升至 70% 以上



数据来源：公司资料，国泰君安证券研究

预计 11 年可实现汇兑损益约 5500 万元：坛百公司负债主要是向亚洲开发银行、国内银行借贷的建设款，其中向亚洲开发银行借款总额为 2 亿美元，贷款期限 24 年（2005 年 4 月至 2028 年 10 月），采用浮动利率，每个利息期利率为当期 LIBOR 上浮 0.6%，本息均按美元计价。按主流宏观预期，预计今年人民币兑美元可升值约 5%，据此计算，并表后可实现汇兑损益约 5500 万元。

图 16：人民币兑美元中间价走势



数据来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

所得税优惠政策尚不明确：公司在 2008-10 年既享受西部大开发税收优惠政策，减按 15% 税率缴纳企业所得税；又享受广西北部湾税收优惠政策，免缴属于地方部分的企业所得税；2008-10 年执行 9% 所得税率。但截至目前，所得税优惠方面尚未有具体政策出台，公司暂按 15% 计提所得税。实际所得税率与我们假设之间的差异将相应影响净利水平。

5. 盈利预测与估值：目标价 8.5 元，谨慎增持

“公路+地产+物流”的多元化经营战略初见成效，中长期前景值得期待。

- **公路收费业务：**新购核心资产坛百高速受益于路网贯通效应；11 年底平王路改扩建完成后将重回增长，13 年与岑罗路相连接的广东段建成通车后将大幅诱增车流量，金宜一级公路有望在年内完成资产置换工作。
- **房地产业务：**五洲国际房地产项目预售超 90%，11 年开始结算；代建南宁大板一区及新竹小区危旧房改住房改造项目，预计可实现利润 1 亿元。
- **物流业务：**金桥农产品批发市场将取代五里亭市场，成为南宁市“菜篮子”物流基地，一期租售收入 4.5 亿元将在 11 年结算；凭祥物流园作为华南最大物流园，随着物流网点布局渐趋完善、业务量上升，盈利能力有望逐步改善。

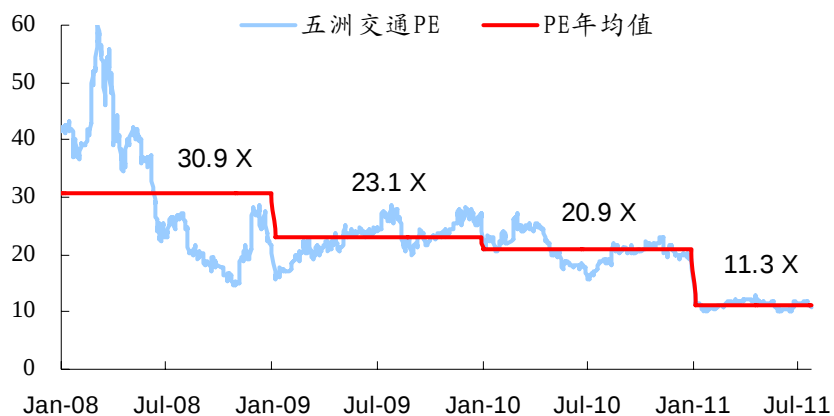
不考虑金宜路资产置换事项，我们预测公司 2011-13 年 EPS 分别为 0.65、0.70、0.84 元。横向比较，目前股价对应 11 年市盈率为 10.7 倍，低于 A 股高速公路行业平均水平；纵向比较，目前市盈率为近几年最低水平，且显著低于其历史 PE 年均值。中长期看好公司多元化发展前景和板块比较优势，给予“谨慎增持”评级，目标价 8.5 元，对应 11 年 13 倍的市盈率。

表 2：A 股高速公路行业公司估值表

2011-7-25	A 股	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PB	PE			EPS		
					TTM	10A	11E	TTM	10A	11E
600368.SH	五洲交通	6.98	38.80	1.62	16.37	18.14	10.74	0.426	0.385	0.650
601107.SH	四川成渝	5.26	160.85	1.87	14.32	14.05	12.64	0.367	0.375	0.416
600377.SH	宁沪高速	5.34	269.02	1.48	10.57	10.83	9.74	0.505	0.493	0.548
600548.SH	深高速	4.90	106.86	1.21	14.01	14.33	11.62	0.350	0.342	0.422
600012.SH	皖通高速	5.11	84.75	1.41	10.02	10.83	8.10	0.510	0.472	0.631
600350.SH	山东高速	3.98	191.48	1.87	14.55	10.70	12.55	0.274	0.372	0.317
600035.SH	楚天高速	4.68	43.60	1.40	10.87	10.90	9.41	0.430	0.429	0.497
600269.SH	赣粤高速	4.50	105.09	1.09	8.39	8.37	7.76	0.537	0.538	0.580
000429.SZ	粤高速 A	3.94	49.53	1.18	15.27	12.75	12.12	0.258	0.309	0.325
600033.SH	福建高速	3.21	88.10	1.25	18.00	16.66	12.89	0.178	0.193	0.249
600020.SH	中原高速	3.30	70.63	1.12	15.45	13.41	10.19	0.214	0.246	0.324
000828.SZ	东莞控股	5.82	60.50	1.93	15.79	17.18	12.68	0.369	0.339	0.459
000886.SZ	海南高速	4.74	46.87	1.87	24.17	39.67	21.55	0.196	0.120	0.220
000916.SZ	华北高速	3.73	40.66	1.04	18.28	16.76	14.79	0.204	0.223	0.252
600106.SH	重庆路桥	9.33	42.35	2.70	30.80	31.62	21.72	0.303	0.295	0.430
000548.SZ	湖南投资	5.80	28.95	2.01	33.07	33.26	16.11	0.175	0.174	0.360
000900.SZ	现代投资	16.65	66.46	1.46	8.32	8.38	8.64	2.002	1.986	1.928
平均值				1.56	16.37	16.93	12.54			
中值				1.46	15.27	14.05	12.12			

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 17: 五洲交通 PE 处于历史低位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

作者简介:**宋伟亚:**

执业资格证书编号: S0880511050001

电话: 0755-23976003

邮箱: songweiya009360@gtjas.com

交通运输行业研究员。南京大学会计学硕士, 民航业工作背景, 4 年券商交运行业研究经验; 2010 年加入国泰君安证券。

周竞竞:

执业资格证书编号: S0880511010041

电话: 021-38676319

邮箱: zhoujingjing009501@gtjas.com

交通运输行业研究员, 上海交通大学金融学硕士, 2010 年 12 月加入国泰君安证券。2007 年 10 月到 2010 年 8 月于上海申银万国证券研究所从事交通运输行业研究, 2009 年获得新财富小组第三名。

崔书田 (贡献作者):

执业资格证书编号: S0880110090084

电话: 021-38674703

邮箱: cuishutian008426@gtjas.com

上海交通大学工学学士、管理学硕士, 2010 年 4 月进入国泰君安证券, 现从事交通运输行业研究。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现作为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		