



2009 年 2 月 24 日

中性

收费公路行业

中金公司研究部

联系人: 黄文龙 huangwl@cicc.com.cn

分析员: 陶 薇 taovivian@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

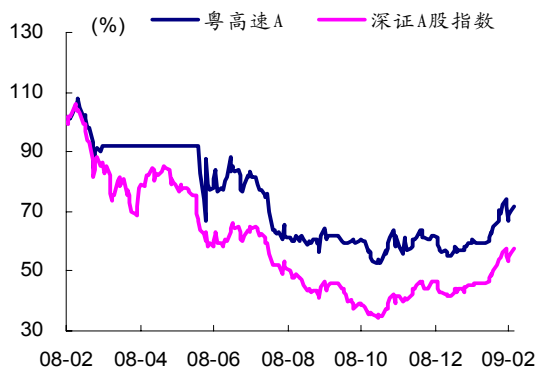
粤高速 (000429.CH/200429.CH)

2009 年业绩前景不乐观

主要财务指标

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,067	1,113	937	855	864
(+/-%)	4	4	(16)	(9)	1
主营业务利润	656	739	524	518	532
(+/-%)	(3)	13	(29)	(1)	3
净利润	344	494	398	342	324
(+/-%)	6	44	(19)	(14)	(5)
每股盈利(元)	0.27	0.39	0.32	0.27	0.26
(+/-%)	6	44	(19)	(14)	(5)
每股经营现金流 (元)	0.47	0.55	0.47	0.50	0.23
市盈率(X)	17.7	12.4	15.3	17.8	18.8
市净率(X)	2.0	1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.2	7.7	11.4	12.9	13.8
净资产收益率(%)	11.3	14.8	11.6	8.9	8.0
投入资本收益率(%)	12.8	17.3	9.9	7.1	6.5
现金分红收益率(%)	3.5	3.5	2.1	1.8	1.7
	B股			A股	
当前股价	港币3.1			人民币4.85	
股票代码	200429.CH			000429.CH	
日成交量 (百万股)	1.83			6.73	
52周最高价/最低价	港币6.44/2.38			人民币9.8/3.5	
发行股数 (百万股)	1257			1257	
其中: 流通股 (百万股)	349			418	
主要股东(持股比例)	广东省交通集团有限公司 (39.84%)				

近期股价表现



资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部

要点:

粤高速 2008 年业绩低于市场预期, 符合我们预期。粤高速公布了 2008 年业绩: 收入同比下降 15.8%, 至 9.37 亿元人民币; 净利润同比下降 19.33%, 至 3.98 亿元, 每股净利润 0.32 元, 远低于市场 0.38 元的预测, 较我们预计的每股 0.31 元高 3.3%, 符合预期。收入和盈利下降的主要原因是 1) 佛开、广佛高速的扩建和维修; 2) 不利宏观经济环境; 3) 绿色通道政策的影响。公司建议派发末期股息每股 0.1 元人民币, 以此计算股息支付率为 31.6%。

2009 年业绩不乐观。2009 年广佛高速的扩建会继续进行, 车流量会继续受到影响, 而佛开高速将于年中开始扩建, 对车流量也有负面影响; 康大高速目前还是断头路, 投资收益会继续为负数; 绿色通道政策对控股的广佛、佛开、参股的惠盐、茂湛、广惠均有不利影响; 恶化的宏观经济环境对所有路段都有负面影响。以上种种因素决定了粤高速 2009 年的业绩不佳。

下调盈利预测。我们根据九江大桥和康大高速的最新信息调整了我们的盈利预测。将 2009 和 2010 年净利润预测值分别下调 10.7% 和 5.4%, 至 3.42 亿元和 3.24 亿元人民币, 每股收益分别为 0.27 元和 0.26 元人民币。

维持中性的投资评级。基于调整后的盈利数据, 粤高速 2009 和 2010 年市盈率分别为 17.8 和 18.8 倍, 高于 A 股高速公路板块均值。其最新 DCF 估值为人民币 2.27 元, 较当前股价低 53.2%。但是考虑到其母公司的强大实力和未来资产运作的可能, 我们维持其“中性”的投资评级不变。

2008 年业绩

08 年业绩符合预期。粤高速于 2 月 23 日公布了 2008 年业绩：收入同比下降 15.8%，至 9.37 亿元人民币；净利润同比下降 19.33%，至 3.98 亿元，每股净利润 0.32 元，远低于市场 0.38 元的预测，较我们预期的每股 0.31 元高 3.3%，符合预期。收入和盈利下降的主要原因是 1) 佛开、广佛高速的扩建和维修；2) 不利宏观经济环境；3) 绿色通道政策的影响（绿色通道政策估计造成公司 2008 年净利润下降约 5000 万元人民币）。公司建议派发末期股息每股 0.1 元人民币，以此计算股息支付率为 31.6%。

表 1：2008 年业绩摘要

(人民币百万元)	2008A	2007A	YoY%
主营业务收入	937	1,113	-15.8
减：主营业务成本	-383	-338	13.4
主营业务税金及附加	-31	-36	-16.0
主营业务利润	524	739	-29.1
毛利率	56%	66%	-10.5
加：投资收益	255	260	-2.1
管理费用	-101	-96	5.0
管理费用率	11%	9%	
财务费用	-118	-102	16.1
营业利润	560	793	-29.4
营业利润率	60%	71%	-11.5
营业外收入	4	3	
营业外支出	-36	-55	
利润总额	528	741	-28.8
税前利润率	56%	67%	-10.2
减：所得税	-65	-151	-56.9
有效税率	12%	20%	
减：少数股东权益	-65	-97	-33.3
净利润	399	494	-19.3
净利润率	43%	44%	-1.8
摊薄每股净利润（元）	0.317	0.393	-19.3

资料来源：公司数据，中金公司研究部

控股路段下滑明显。公司控股的广佛高速和佛开高速正在进行部分路段的扩建和整修，施工工程影响车流量，进而影响到了盈利能力。广佛高速车流量和通行费收入分别同比大幅下降 16.8%和 20.0%，佛开高速尽管车流量录得了 9.7%的同比增长，但通行费收入亦出现了 10.3%的下滑。

参股路段收益也小幅下降。收困于外贸严重下滑和经济放缓，公司参股的惠盐高速、茂湛高速、京珠高速公路广珠段、广肇高速及一级公路、广惠高速、江中高速下半年均出现较为明显的车流量下滑，但全年收益仍录得了小幅增长。可是由于公司新投资的康大公路才开通，车流量并不理想，全年录得 2378 万元的投资亏损，整体看，2008 粤高速参股路段的总投资收益下降 2.12%至 2.55 亿元。

表 2：主要路段流量及通行费收入

	日均车流量 (千辆)			日均通行费收入 (人民币千元)			费率 (人民币/辆)		
	2008	2007	YoY%	2008	2007	YoY%	2008	2007	YoY%
广佛高速	86.0	103.4	-16.8%	821	1,026	-20.0%	9.5	9.9	-3.8%
佛开高速	64.2	58.5	9.7%	1,702	1,897	-10.3%	26.5	32.4	-18.2%
惠盐高速	73.8	69.1	6.8%	829	829	0.0%	11.2	12.0	-6.4%
茂湛高速	9.7	9.0	7.9%	912	922	-1.1%	93.7	102.3	-8.4%
京珠高速广珠东段	81.2	78.9	2.9%	2,854	2,746	3.9%	35.1	34.8	1.0%
广肇高速	25.6	23.7	8.2%	489	492	-0.7%	19.1	20.8	-8.2%
广肇一级公路	36.2	33.0	9.6%	301	281	7.0%	8.3	8.5	-2.4%
广惠高速	50.4	44.7	12.9%	3,390	3,030	11.9%	67.3	67.9	-0.9%
江中高速	45.3	39.4	15.1%	651	580	12.3%	14.4	14.7	-2.5%
康大高速	1.8	n.a.	n.a.	61	n.a.	n.a.	34.1	n.a.	n.a.
合计	474.3	459.7	3.2%	12,009	11,802	1.8%			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 3：参股路段收益统计

投资收益（百万元）	2008	2007	YoY%
合营及联营公司利润			
惠盐高速	60.9	56.2	8.5
茂湛高速	2.1	-0.8	
京珠高速	100.6	86.7	16.0
广惠高速	115.1	106.0	8.6
粤肇高速	3.8	18.1	
江中高速	-3.7	-4.0	
康大高速	-23.8	n.a.	
其他股票投资收益	-0.3	-1.9	
合计	254.7	260.2	-2.1

资料来源：公司数据，中金公司研究部

2009 年业绩不容乐观

经济危机影响继续。目前全球宏观经济环境持续恶化，而广东省由于外贸依存度较高，受不利宏观环境的影响更大，广东省内所有公路都面临车流量下降的压力。

广佛、佛开扩建将继续对车流量形成负面影响。工期两年半的广佛扩建于 2007 年 5 月开始，一直要持续到 2009 年年底；而佛开高速的扩建将于 2009 年年中开始，预计 2011 年通车。在扩建期间，广佛、佛开的车流量不可避免将受到一定的负面影响。综合考虑不利宏观经济环境和扩建的影响，我们预计广佛、佛开 2009 年的车流量将下降 10%。

绿色通道影响将继续。2009 年绿色通道政策将继续执行，粤高速控股的广佛高速、佛开高速以及参股的惠盐、茂湛、广惠均将继续受其影响。

九江大桥通车时间晚于预期。原定 2009 年初通车的重建的九江大桥目前工期晚于预期，预计要到 2009 年 6 月以后通车。

康大高速投资收益不理想。受经济危机和连接线韶赣高速未完工的影响，康大高速的 2009 年车流量增长预计将持续低迷，由于其采用的是直线折旧法，预计其 2009 年将继续录得 1824 万元的投资亏损。

整体看, 粤高速 2009 年的路费收入由于扩建、大修、绿色通道等原因将面临严峻考验, 而其大规模的资本开支令财务费用居高不下, 2009 年的业绩不容乐观。我们判断粤高速的现有资产要到 2011 年佛开扩建完成才有望实行业绩反转。

盈利预测调整

我们根据九江大桥和康大高速的最新信息调整了我们的盈利预测。将 2009 和 2010 年净利润预测值分别下调 10.7% 和 5.4%, 至 3.42 亿元和 3.24 亿元人民币, 每股收益分别为 0.27 元和 0.26 元人民币。

2009 仍然期待资产运作

粤高速实际控制人广东省交通集团目前持股只有 40.6%, 还没有形成绝对控股, 有动力注入资产提升持股比例。广东省交通集团作为全国最大的高速公路运营商, 旗下资产众多, 粤高速未来通过资产运作做大做强的空间很大, 我们对其 2009 年的资本运作充满期待。

维持中性的投资评级

基于调整后的盈利数据, 粤高速 2009 和 2010 年市盈率分别为 17.8 和 18.8 倍, 高于 A 股高速公路板块均值。其最新 DCF 估值为人民币 2.27 元, 较当前股价低 53.2%。但是考虑到其母公司的强大实力和未来资产运作的可能, 我们维持其中性的投资评级不变。

表 4: 盈利预测调整

		2009E	2010E
主营业务收入 (人民币百万元)	调整前	847	837
	调整后	855	864
	(+/-%)	1.0	3.3
主营业务成本 (人民币百万元)	调整前	(310)	(320)
	调整后	(309)	(303)
	(+/-%)	(0.4)	(5.1)
财务成本 (人民币百万元)	调整前	(103)	(158)
	调整后	(137)	(203)
	(+/-%)	33.4	28.6
投资收益 (人民币百万元)	调整前	263	283
	调整后	229	252
	(+/-%)	(12.9)	(11.0)
净利润 (人民币百万元)	调整前	383	342
	调整后	342	324
	(+/-%)	(10.7)	(5.4)
每股盈利 (人民币元)	调整前	0.30	0.27
	调整后	0.27	0.26
	(+/-%)	(10.7)	(5.4)

资料来源: 中金公司研究部

表 5、各主要路段月度流量统计

		08-Jan	08-Feb	08-Mar	08-Apr	08-May	08-Jun	08-Jul	08-Aug	08-Sep	08-Oct	08-Nov	08-Dec	09-Jan
广佛高速	日均车流量	94,496	84,943	96,768	96,020	85,224	78,806	84,954	82,303	89,199	82,073	78,591	79,871	79,091
	同比增速	-11.4%	-14.5%	-11.8%	-15.9%	-19.2%	-22.7%	-18.4%	-21.9%	-17.9%	-19.7%	-16.7%	-14.5%	-16.3%
	环比增速	1.1%	-10.1%	13.9%	-0.8%	-11.2%	-7.5%	7.8%	-3.1%	8.4%	-8.0%	-4.2%	1.6%	-1.0%
佛开高速	日均车流量	70,270	62,586	68,189	71,641	65,486	61,153	67,563	65,360	64,471	56,313	58,419	58,475	64,595
	同比增速	10.0%	-6.8%	-3.2%	-1.1%	-14.8%	-17.8%	3.2%	9.8%	-8.6%	-18.9%	-15.3%	-8.6%	-8.1%
	环比增速	9.8%	-10.9%	9.0%	5.1%	-8.6%	-6.6%	10.5%	-3.3%	-1.4%	-12.7%	3.7%	0.1%	10.5%
广肇高速	日均车流量	64,495	68,868	60,455	65,476	59,999	56,862	59,899	59,476	62,251	62,497	58,833	63,087	72,367
	同比增速	18.2%	6.8%	10.1%	16.0%	7.0%	5.8%	8.1%	4.8%	5.5%	3.0%	2.4%	3.5%	12.2%
	环比增速	5.8%	6.8%	-12.2%	8.3%	-8.4%	-5.2%	5.3%	-0.7%	4.7%	0.4%	-5.9%	7.2%	14.7%
惠盐高速	日均车流量	73,788	74,449	71,907	78,274	72,818	68,940	76,684	75,806	76,611	74,350	70,148	71,827	77,276
	同比增速	23.7%	4.6%	15.4%	16.0%	8.3%	4.0%	5.0%	1.2%	2.9%	-0.1%	1.3%	0.7%	4.7%
	环比增速	3.4%	0.9%	-3.4%	8.9%	-7.0%	-5.3%	11.2%	-1.1%	1.1%	-3.0%	-5.7%	2.4%	7.6%
广惠高速	日均车流量	50,373	56,237	51,716	55,198	48,978	46,522	50,342	48,175	50,987	50,473	46,926	47,628	57,900
	同比增速	24.5%	14.1%	22.3%	27.9%	14.6%	17.0%	15.0%	10.0%	8.9%	1.7%	-1.0%	-1.9%	14.9%
	环比增速	3.8%	11.6%	-8.0%	6.7%	-11.3%	-5.0%	8.2%	-4.3%	5.8%	-1.0%	-7.0%	1.5%	21.6%
茂湛高速	日均车流量	8,398	13,110	8,821	12,576	8,968	8,453	9,129	9,595	9,690	8,965	8,738	8,673	14,242
	同比增速	7.0%	1.2%	-6.8%	37.9%	5.4%	-6.2%	6.8%	12.4%	11.5%	-3.8%	2.6%	2.4%	69.6%
	环比增速	-0.9%	56.1%	-32.7%	42.6%	-28.7%	-5.7%	8.0%	5.1%	1.0%	-7.5%	-2.5%	-0.7%	64.2%
广珠东高速	日均车流量	81,340	80,198	86,050	87,205	83,111	78,494	83,091	80,972	84,644	79,833	79,831	69,813	81,702
	同比增速	12.7%	5.3%	10.8%	9.1%	8.1%	5.5%	6.0%	-0.4%	1.8%	-4.7%	-4.2%	-15.1%	0.4%
	环比增速	-1.1%	-1.4%	7.3%	1.3%	-4.7%	-5.6%	5.9%	-2.5%	4.5%	-5.7%	0.0%	-12.5%	17.0%
江中高速	日均车流量	45,181	45,310	47,065	48,537	45,471	43,207	45,671	44,418	46,139	44,578	44,161	44,400	46,229
	同比增速	34.1%	23.4%	29.2%	28.6%	23.6%	14.3%	14.6%	8.6%	7.4%	2.9%	2.4%	0.0%	2.3%
	环比增速	15.7%	0.3%	3.9%	3.1%	-6.3%	-5.0%	5.7%	-2.7%	3.9%	-3.4%	-0.9%	0.5%	4.1%
粤高速旗下路段日均收入(千元)		396,136	350,455	385,225	400,481	375,754	342,068	374,296	367,793	361,993	354,002	332,363	347,629	376,024
收入合计	同比增速	15.8%	4.6%	2.8%	7.6%	10.7%	0.8%	3.7%	0.2%	-1.0%	-6.1%	-8.8%	-9.9%	-5.1%
	环比增速	2.7%	-11.5%	9.9%	4.0%	-6.2%	-9.0%	9.4%	-1.7%	-1.6%	-2.2%	-6.1%	4.6%	8.2%

资料来源：中金公司研究部

附表 1、DCF 计算以及主要假设

	A股	B股	WACC	A 股自由现金流量假设变化(人民币)				
				0.8	0.9	1	1.1	1.2
无风险利率	3.5%	3.5%	9.4%	1.49	2.07	2.64	3.21	3.79
风险溢价	9.5%	9.5%	9.8%	1.34	1.89	2.45	3.00	3.56
Beta	1.00	0.90	10.2%	1.19	1.73	2.27	2.80	3.34
股东要求的收益率	13.0%	12.1%	10.6%	1.05	1.57	2.09	2.61	3.13
			11.0%	0.92	1.42	1.92	2.43	2.93
税前负债成本	5.0%	5.0%	WACC	B 股自由现金流量假设变化(港币)				
实际税率	25.0%	25.0%		0.8	0.9	1	1.1	1.2
税后负债成本	3.8%	3.8%	8.8%	2.00	2.69	3.39	4.08	4.77
			9.2%	1.82	2.48	3.15	3.82	4.49
目标负债率	30%	30.0%	9.6%	1.64	2.28	2.93	3.57	4.22
加权资本成本	10.2%	9.6%	10.0%	1.47	2.09	2.71	3.34	3.96
			10.4%	1.30	1.91	2.51	3.11	3.72

资料来源：中金公司研究部

附表 2、DDM 计算以及主要假设

COE	A股股息假设变化(人民币)					COE	H股股息假设变化(港币)				
	80%	90%	100%	110%	120%		80%	90%	100%	110%	120%
12.2%	1.80	2.02	2.23	2.45	2.66	11.3%	2.21	2.47	2.73	3.00	3.26
12.6%	1.73	1.94	2.14	2.35	2.55	11.7%	2.11	2.36	2.62	2.87	3.12
13.0%	1.66	1.86	2.06	2.25	2.45	12.1%	2.02	2.26	2.50	2.75	2.99
13.4%	1.60	1.79	1.98	2.16	2.35	12.5%	1.94	2.17	2.40	2.63	2.86
13.8%	1.54	1.72	1.90	2.08	2.26	12.9%	1.86	2.08	2.30	2.53	2.75

资料来源：中金公司研究部

附表 3、历史财务数据及未来预测 (A 股)

损益表 (人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	1,067	1,113	937	855	864
主营业务利润	656	739	524	518	532
管理费用	(84)	(96)	(101)	(76)	(75)
财务费用	(114)	(102)	(118)	(137)	(203)
投资收益	187	260	255	229	252
营业利润	589	793	560	533	506
税前利润	588	741	528	506	478
所得税	(152)	(151)	(65)	(101)	(96)
少数股东损益	(92)	(97)	(65)	(63)	(59)
净利润	344	494	398	342	324
现金流量表 (人民币百万元)					
经营活动现金流	596	691	590	622	295
投资活动现金流	20	(125)	(1,236)	(1,681)	(1,487)
筹资活动现金流	(672)	(866)	807	1,620	998
现金及现金等价物净增加额	(56)	(300)	160	561	(195)
资产负债表 (人民币百万元)					
流动资产	543	243	492	978	793
固定资产	3,346	3,101	3,444	3,798	3,812
在建工程	12	421	1,083	2,493	4,061
长期投资	1,774	1,852	2,196	2,196	2,196
其它长期资产	204	184	73	64	56
总资产	5,885	5,802	7,300	9,540	10,929
短期借款	300	100	300	800	800
流动负债	586	948	1,000	1,169	1,177
长期借款	1,708	988	2,348	3,948	5,048
其它长期负债	100	87	103	103	103
股东权益	3,045	3,325	3,421	3,831	4,052
少数股东权益	447	454	427	489	549
财务指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
资产收益率(%)	5.8	8.5	5.5	3.6	3.0
净资产收益率(%)	11.3	14.8	11.6	8.9	8.0
投入资本收益率(%)	12.8	17.3	9.9	7.1	6.5
每股盈利(元)	0.27	0.39	0.32	0.27	0.26
每股分红(元)	0.17	0.17	0.10	0.09	0.08
每股净资产(元)	2.42	2.64	2.72	3.05	3.22
每股经营现金流 (元)	0.47	0.55	0.47	0.50	0.23
净利润率(%)	32.2	44.3	42.5	39.9	37.4
净债务/净资产(%)	49.8	41.1	75.6	100.1	126.6
利息保障倍数 - EBITDA (x)	7.7	10.0	6.8	5.9	4.2
利息保障倍数 - 现金 (x)	4.3	1.9	3.0	6.6	3.5

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

附表 4、A 股交通基础设施上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率				市净率				净资产收益率				现金分红收益率				EV/EBITDA				CAGR	PEG																					
		(RMB)	(US\$ m)	(X)				(X)				(%)				(%)				(X)																										
		2009-2-23	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07A	08E	09E	10E	07-09			07A																				
A股港口上市公司																																														
上港	600018.CH	4.35	13,356	25.1	19.1	22.3	19.3	3.2	2.8	1.3	2.4	13.8	13.9	14.6	15.2	1.7	2.5	1.8	1.7	14.5	11.7	10.8	9.4	6%	4.1																					
天津港*	600717.CH	12.34	3,023	17.7	17.6	17.2	15.7	3.0	2.7	2.4	2.2	17.1	15.4	14.2	14.0	0.7	1.7	1.7	1.9	9.1	9.7	8.9	7.9	1%	12.0																					
盐田港*	000088.CH	6.81	1,240	13.1	15.8	18.3	18.6	2.3	2.0	1.9	1.8	19.0	13.7	10.6	10.0	3.5	2.9	2.5	2.5	5.6	5.3	5.6	5.2	-15%	n.m.																					
深赤湾*	000022.CH	12.32	1,018	12.0	13.5	15.7	15.6	3.1	2.9	2.8	2.6	25.7	21.4	17.8	16.8	5.5	4.9	4.2	4.2	5.7	6.1	7.0	6.7	-13%	n.m.																					
南京港	002040.CH	5.70	205	67.9	n.a.	n.a.	n.a.	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	n.a.	34.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.																					
日照港	600017.CH	6.25	1,152	44.6	24.7	17.9	15.2	3.1	2.6	2.4	2.1	7.5	10.9	12.8	13.3	0.8	0.6	1.1	1.2	24.4	14.6	10.8	9.1	58%	0.8																					
营口港	600317.CH	8.53	685	15.0	15.0	14.8	14.2	1.5	1.3	3.4	n.a.	11.9	11.1	8.6	8.8	3.5	n.a.	n.a.	n.a.	18.2	10.1	9.2	8.5	1%	24.4																					
A股港口平均				27.9	17.6	17.7	16.4	2.7	2.4	2.4	2.2	14.1	14.4	13.1	13.0	2.4	2.5	2.3	2.3	16.0	9.6	8.7	7.8	26%	1.1																					
A股机场上市公司																																														
上海机场*	600009.CH	13.96	3,935	15.9	30.8	24.4	18.4	2.3	2.2	2.0	1.9	14.6	7.1	8.3	10.1	1.1	0.6	0.7	0.9	14.1	15.0	12.5	10.7	-19%	n.m.																					
深圳机场*	000089.CH	6.49	1,605	23.0	39.9	18.9	17.6	3.1	2.2	2.1	2.0	13.5	5.6	11.3	11.5	2.6	1.5	3.2	3.4	16.7	17.6	10.7	9.2	10%	2.2																					
白云机场*	600004.CH	9.30	1,564	29.6	21.9	18.6	16.8	1.9	1.8	1.7	1.6	6.5	8.3	9.1	9.4	1.0	1.4	1.6	1.8	11.4	9.9	9.4	8.0	26%	1.1																					
厦门空港*	600897.CH	16.26	708	29.2	24.7	20.0	18.0	4.2	4.3	3.9	3.6	14.2	17.6	19.6	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	18.1	14.9	11.7	10.7	21%	1.4																					
A股机场平均				24.4	29.3	20.5	17.7	2.9	2.6	2.4	2.3	12.2	9.6	12.1	12.8	1.2	0.9	1.4	1.5	15.1	14.4	11.1	9.7	9%	2.6																					
A股高速公路上市公司																																														
宁沪高速*	600377.CH	6.09	4,258	19.2	19.1	20.0	19.7	2.0	1.9	1.9	1.9	10.2	10.1	9.5	9.5	4.4	4.5	4.3	4.3	9.4	9.6	10.3	9.9	-2%	n.m.																					
皖通高速*	600012.CH	4.94	1,044	15.8	12.0	15.0	17.0	1.8	1.7	1.6	1.6	11.2	14.0	10.8	9.2	4.0	5.3	4.3	3.8	5.5	6.2	7.2	6.9	3%	5.7																					
深高速*	600548.CH	5.71	1,446	18.5	21.4	21.1	20.5	1.7	1.6	1.6	1.5	9.3	7.7	7.5	7.4	2.8	2.3	2.4	2.4	13.9	18.0	16.6	14.4	-7%	n.m.																					
福建高速	600033.CH	6.01	1,301	14.2	11.5	11.3	15.3	2.5	2.2	2.1	1.9	18.0	16.7	16.5	11.3	4.2	4.4	3.4	2.2	8.9	7.2	7.3	9.0	12%	1.2																					
赣粤高速	600269.CH	9.58	1,636	10.2	10.3	9.4	9.2	1.8	1.4	1.2	1.1	18.8	13.6	13.4	13.7	2.4	2.5	2.7	3.0	7.3	7.1	6.5	6.0	4%	2.5																					
粤高速*	000429.CH	4.85	784	12.4	15.3	17.8	18.8	1.8	1.8	1.6	1.5	14.8	11.6	8.9	8.0	3.5	2.1	1.8	1.7	7.7	11.4	12.4	13.5	-17%	n.m.																					
A股高速公路平均				15.0	14.9	15.8	16.8	1.9	1.8	1.7	1.6	13.7	12.3	11.1	9.8	3.6	3.5	3.1	2.9	8.8	9.9	10.1	9.9	-2%	n.m.																					
A股铁路上市公司																																														
铁龙物流*	600125.CH	8.35	1,227	24.8	29.0	19.8	15.5	3.2	3.6	3.1	2.7	13.0	12.3	15.9	17.4	0.0	1.2	1.2	1.2	13.2	13.2	9.5	7.5	12%	2.1																					
广深铁路*	601333.CH	4.28	4,000	21.2	20.7	20.0	21.2	1.4	1.3	1.3	1.2	6.6	6.5	6.4	5.8	1.9	1.9	2.0	1.9	10.2	10.3	9.2	9.0	3%	7.4																					
大秦铁路*	601006.CH	9.50	18,033	20.2	17.6	16.3	14.1	3.3	3.1	2.8	2.6	16.3	17.4	17.5	18.7	3.2	3.4	3.7	4.3	10.3	9.6	8.2	6.9	11%	1.8																					
A股铁路平均				22.1	22.4	18.7	16.9	2.6	2.7	2.4	2.2	12.0	12.1	13.3	14.0	1.7	2.2	2.3	2.4	11.2	11.0	9.0	7.8	9%	2.5																					
A股基础设施上市公司平均值																									20.1	20.0	17.8	16.9	2.5	2.3	2.2	2.0	13.8	12.4	12.3	12.1	2.5	2.4	2.4	2.4	11.8	10.9	9.7	8.9	6%	3.3
A股基础设施上市公司中值																									18.5	19.1	18.3	17.0	2.3	2.2	2.0	1.9	13.8	12.3	11.3	11.3	2.6	2.2	2.2	2.1	10.3	10.1	9.4	9.0	0%	44.3

注: *数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

附表 5、高速公路上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (USD m)	市盈率 (X)					市净率 (X)					净资产收益率 (%)				现金分红收益率 (%)				EV/EBITDA (X)			
				2009-2-23	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	2007A	2008E	2009E	2010E	
A股高速公路上市公司																									
粤高速*	000429.CH	4.85	784	12.4	15.3	17.8	18.8	1.8	1.8	1.6	1.5	14.8	11.6	8.9	8.0	3.5	2.1	1.8	1.7	7.7	11.4	12.4	13.5		
粤高速B*	200429.CH	3.10	889	7.4	8.4	10.0	10.9	1.1	1.0	0.9	0.9	14.8	11.6	8.9	8.0	5.8	3.7	3.1	2.9	5.2	7.0	6.6	10.2		
深高速*	600548.CH	5.71	1,446	18.5	21.4	21.1	20.5	1.7	1.6	1.6	1.5	9.3	7.7	7.5	7.4	2.8	2.3	2.4	2.4	8.9	7.2	7.3	9.0		
皖通高速*	600012.CH	4.94	1,044	15.8	12.0	15.0	17.0	1.8	1.7	1.6	1.6	11.2	14.0	10.8	9.2	4.0	5.3	4.3	3.8	13.9	13.9	13.9	13.9		
宁沪高速*	600377.CH	6.09	4,258	19.2	19.1	20.0	19.7	2.0	1.9	1.9	1.9	10.2	10.1	9.5	9.5	4.4	4.5	4.3	4.3	5.5	6.2	7.2	6.9		
福建高速	600033.CH	6.01	1,301	14.2	11.5	11.3	15.3	2.5	2.2	2.1	1.9	18.0	16.7	16.5	11.3	4.2	4.4	3.4	2.2	8.9	7.2	7.3	9.0		
赣粤高速	600269.CH	9.58	1,636	10.2	10.3	9.4	9.2	1.8	1.4	1.2	1.1	18.8	13.6	13.4	n.a.	2.4	2.5	2.7	3.0	7.3	7.1	6.5	6.0		
中原高速	600020.CH	3.46	1,073	12.4	9.5	8.7	10.2	1.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	11.6	n.a.	n.a.	n.a.		
山东高速	600350.CH	5.35	2,632	15.5	12.8	11.0	10.4	2.2	1.9	1.7	1.5	14.6	15.0	16.4	n.a.	2.9	3.6	4.1	4.7	9.8	8.4	7.2	6.9		
楚天高速	600035.CH	4.84	660	16.8	13.7	10.9	9.2	1.9	1.8	1.6	1.4	11.9	0.0	0.0	n.a.	3.5	3.7	4.6	5.4	8.4	8.4	6.6	6.5		
平均值				14.0	13.3	13.4	13.4	1.7	1.7	1.5	1.4	13.1	11.1	10.3	9.4	3.6	3.9	3.7	3.5	9.4	9.3	8.8	9.0		
H股高速公路上市公司																									
浙江沪杭甬*	576.HK	5.10	2,857	8.6	11.1	13.3	11.7	1.6	1.4	1.4	1.3	18.3	12.6	10.4	11.5	6.5	5.0	4.5	5.1	3.2	4.4	4.7	4.3		
宁沪高速*	177.HK	5.45	4,258	15.7	14.3	14.7	15.4	1.8	1.6	1.6	1.6	11.5	11.3	11.0	10.7	5.3	6.0	5.8	5.5	9.3	8.0	6.9	n.a.		
深圳高速*	548.HK	2.58	1,446	7.8	8.3	8.5	8.2	0.7	0.6	0.6	0.6	9.3	7.8	7.5	7.6	6.6	6.0	5.9	6.1	7.5	6.4	6.0	5.8		
皖通高速*	995.HK	3.18	1,044	10.5	6.3	7.3	7.9	0.9	0.8	0.8	0.8	8.7	12.4	10.6	9.7	6.7	9.6	7.6	6.5	5.6	4.8	4.5	n.a.		
合和公路	737.HK	4.58	1,750	6.8	10.8	11.1	11.7	1.2	1.2	1.2	1.2	17.7	11.0	11.0	10.8	6.6	7.3	7.6	7.8	7.5	6.4	6.0	5.8		
四川成渝	107.HK	1.36	449	7.1	6.0	5.2	4.5	0.6	0.6	0.6	0.6	9.6	9.5	9.6	10.4	0.0	4.6	5.5	6.2	4.0	4.2	4.0	3.6		
平均值				9.4	9.5	10.0	9.9	1.1	1.1	1.0	1.0	12.5	10.8	10.0	10.1	5.3	6.4	6.1	6.2	6.2	5.7	5.3	4.9		
国际高速公路上市公司																									
ATLANTIA SPA	ATL IM	5.09	349	3.8	4.0	4.1	3.7	0.5	0.4	0.4	n.a.	12.8	10.1	9.0	6.4	7.9	9.1	12.0	9.0	6.8	4.8	4.5	4.6		
SIAS SPA	SIS IM	3.78	671	5.3	5.9	6.2	4.8	0.7	0.6	0.7	n.a.	12.9	9.6	9.3	9.9	8.6	8.3	9.0	8.2	6.6	5.0	4.8	4.5		
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	ABE SM	12.08	6,315	11.0	10.3	9.6	8.8	2.0	1.8	1.7	1.7	18.6	17.4	17.4	19.3	2.3	4.7	5.0	5.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
PLUS EXPRESSWAYS BHD	PLUS MK	2.88	3,943	11.5	12.3	11.8	11.3	2.7	2.6	2.4	2.3	25.3	20.7	20.6	20.6	4.9	5.8	6.0	6.3	n.a.	10.5	10.2	9.5		
CITRA MARGA NUSA	CMNP IJ	880.00	148	14.6	11.2	11.6	11.5	1.3	1.2	1.1	1.1	9.1	11.7	10.2	9.6	n.a.	3.3	3.4	4.6	7.5	6.2	6.0	5.3		
CCR	CCRO3 BZ	22.91	3,880	15.8	12.7	10.7	9.1	5.7	4.6	4.2	3.9	36.7	41.9	44.3	47.7	n.a.	5.0	6.0	9.6	8.0	7.1	6.3	5.4		
MACQUARIE KOREA	MIG AU	1.19	4,226	1.8	2.1	4.0	6.8	0.5	0.4	0.4	0.3	26.7	17.7	11.1	6.5	16.8	16.8	17.1	17.4	3.0	3.1	4.6	5.6		
AUTOSTRADA TO-MI	AT IM	5.09	349	3.8	4.0	4.1	3.7	0.5	0.4	0.4	n.a.	12.8	10.1	9.0	6.4	7.9	9.1	12.0	9.0	6.8	4.8	4.5	4.6		
CONNECTEAST GRP	CEU AU	0.42	1,592	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.4	0.4	0.5	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	15.7	22.7	26.5	26.5	n.a.	n.a.	21.8	13.7		
BANGKOK EXPRESS	BECL TB	15.60	337	8.5	7.2	5.6	6.0	0.7	0.7	0.7	0.6	8.9	10.1	14.0	14.1	n.a.	7.3	9.0	7.8	6.2	5.9	5.5	5.6		
LINGKARAN TRANS	LTK MK	1.91	259	9.3	8.7	7.7	7.1	1.0	1.0	0.9	0.9	11.5	11.3	n.a.	n.a.	3.8	6.1	6.4	8.6	n.a.	7.5	7.0	6.8		
平均值				9.1	8.3	8.0	7.6	2.2	2.6	2.4	2.6	16.6	15.0	15.8	15.4	8.6	9.1	10.3	10.3	9.4	7.4	8.4	7.5		

*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。