



2009 年 4 月 3 日

收费公路

业绩回顾

黄文龙

联系人

huangwl@cicc.com.cn

陶薇

分析员

taovivian@cicc.com.cn

中性

## 深高速(600548.CH/548.HK)

### 会计准则调整令 08 年业绩低于预期

#### 主要财务信息

| (人民币百万元)   | 2007A | 2008A | 2009E | 2010E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入     | 1,103 | 1,063 | 1,324 | 1,570 |
| (+/-%)     | 43    | (4)   | 25    | 19    |
| 净利润        | 606   | 503   | 509   | 511   |
| (+/-%)     | 5     | (17)  | 1     | 0     |
| 经常性损益净利润   | 650   | 492   | 508   | 510   |
| (+/-%)     | 19    | (24)  | 3     | 0     |
| 每股盈利(元)    | 0.278 | 0.231 | 0.233 | 0.234 |
| 每股经营现金流(元) | 0.37  | 0.43  | 0.43  | 0.44  |
| 市盈率(X)     | 19.7  | 23.8  | 23.5  | 23.5  |
| 市净率(X)     | 1.7   | 1.7   | 1.6   | 1.6   |
| EV/EBITDA  | 15.8  | 18.1  | 17.2  | 15.1  |
| 现金分红收益率(%) | 2.9   | 2.1   | 2.1   | 2.1   |
| 净资产收益率(%)  | 8.9   | 7.2   | 7.0   | 6.8   |

#### 股票信息

|             | H股                      | A股           |
|-------------|-------------------------|--------------|
| 当前股价        | 港币2.86                  | 人民币5.49      |
| 股票代码        | 548.HK                  | 600548.CH    |
| 日成交量(百万股)   | 3.96                    | 12.86        |
| 52周最高价/最低价  | 港币6.5/2.1               | 人民币9.11/4.19 |
| 总市值(百万股)    | 2137.9                  | 7868.3       |
| 发行股数(百万股)   | 2180.7                  | 2180.7       |
| 其中:流通股(百万股) | 747.5                   | 217.8        |
| 主要股东(持股比例)  | 新通产实业开发(深圳)有限公司(30.03%) |              |

#### 最近股价走势

|                | Last week | 1m     | 3m     | YTD    |
|----------------|-----------|--------|--------|--------|
| [600548.CH]    | +3.98     | +9.80  | +24.49 | +24.49 |
| [market index] | +2.69     | +17.07 | +33.16 | +33.16 |
| [sector index] | +7.68     | +23.37 | +42.77 | +42.77 |

#### 52 周股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

#### 08 年业绩低于预期:

深高速公布 08 年 A 股和 H 股业绩。08 年收入同比下降 3.66%至 10.63 亿元人民币，净利润同比下降 17%至 5.03 亿元人民币，对应每股收益 0.231 元，低于我们和市场预期 13.5%，主要原因在于公司采用财政部《企业会计准则第二号解释》调整了会计准则并对 2007 年业绩进行了追述调整。会计准则调整令公司 2008 年和 2007 年净利润分别减少了 7563 万元和 6726 万元。若剔除会计准则调整的影响，则公司 2008 年盈利与我们的预期完全一致。公司每股派息 0.12 元人民币，对应股息支付率为 52%，符合预期。

正面: 09 年初珠三角经济下滑趋势有所缓解，深高速旗下路段车流量同比、环比均有所增长，较 08 年四季度好转较为明显。

负面: 会计准则变动令公路养护拨备费用大幅上升，对公司利润产生较大的负面影响，令股价短期有下调的压力；由于清连项目在高速化改造期处于亏损状态，新开通的南光高速目前毛利率还较低，使得报告期总体毛利率由 2007 年的 63.57%下降到了 2008 年的 58.25%

#### 发展趋势:

2009 年清连项目有望实现盈亏平衡，而南光高速的盈利状况会随车流量的上升而有所改善。但是在 2011 年清连高速开始正常贡献盈利之前公司业绩表现将不会出现明显增长。长期看，我们仍然看好广东省的长期发展前景和深高速旗下多条道路的优越地理位置，随着宏观经济环境在 2009 年或 2010 年以后或有回暖，完成多个新建、扩建项目的深高速将重新步入快速增长轨道。

#### 盈利预测调整:

根据最新的会计准则和最新情况，我们将公司 A/H 股 2009 和 2010 年的盈利预测分别下调 13.6%/12.7%和 16.0%/17.6%至 0.233 元和 0.234 元。相应的，我们得到 2009 年底的 H 股目标价 HK\$3.53 元，对应 90%的 DCF 估值。

#### 估值和建议:

目前 A 股股价对应高达 23.5 倍 2009 和 2010 年市盈率，对应的现金分红收益率只有 2.1%；而 H 股对应的现金分红收益率也只有 4.8%和 5.1%，股价均有下跌压力。我们建议投资者注意股价短期下跌风险，H 股的长线投资者可以在股价下跌后趁低吸纳。我们维持 A 股“中性”，H 股“推荐”的投资评级。

图表 1: 08 年全年业绩分析

|            | 季度数据  |       |       |       |          | 年度数据  |       |          | 中金评论                                                                         |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|----------|------------------------------------------------------------------------------|
| (人民币百万元)   | 1Q08  | 2Q08  | 3Q08  | 4Q08  | QoQ %    | 2008  | 2007  | YoY %    |                                                                              |
| 营业收入       | 305   | 190   | 285   | 283   | -0.7     | 1,063 | 1,103 | -3.7     | 路费收入受外需走弱、国内经济下滑影响出现下降<br>公路维护业务规模增大、通胀成本上涨以及公司根据大修计划预提了公路养护责任拨备             |
| 减：营业成本     | -74   | -104  | -128  | -139  | 8.3      | -445  | -370  | 20.5     |                                                                              |
| 营业税金及附加    | -9    | -7    | -10   | -10   | 6.0      | -37   | -37   | -1.9     |                                                                              |
| 毛利润        | 222   | 78    | 147   | 134   | -9.0     | 581   | 696   | -16.6    |                                                                              |
| 同比增长率      |       |       |       |       |          |       |       |          |                                                                              |
| 毛利率        | 73%   | 41%   | 52%   | 47%   | -4.3ppt  | 55%   | 63%   | -8.5ppt  |                                                                              |
| 投资收益       | 88    | 71    | 65    | 52    | -19.8    | 276   | 176   | 57.0     | 扣除非经常性损益对投资收益的影响，较07年下降5.9%<br><br>南光高速通车后，借款利息不再资本化                         |
| 减：管理费用     | -14   | -3    | -7    | -30   | 315.4    | -54   | -50   | 7.5      |                                                                              |
| 财务费用       | -56   | -48   | -80   | -64   | -20.6    | -248  | -141  | 76.1     |                                                                              |
| 营业利润       | 240   | 98    | 125   | 93    | -25.6    | 555   | 681   | -18.5    |                                                                              |
| 营业利润率      | 79%   | 51%   | 44%   | 33%   | -11.0ppt | 52%   | 62%   | -9.5ppt  |                                                                              |
| 营业外支出净额    | 6     | 2     | -9    | 0     | -1       | 9     |       |          |                                                                              |
| 利润总额       | 246   | 99    | 116   | 93    | -19.6    | 561   | 692   | -19.0    |                                                                              |
| 税前利润率      | 81%   | 52%   | 41%   | 33%   | -7.7ppt  | 53%   | 63%   | -10.6ppt |                                                                              |
| 减：所得税      | -45   | 12    | -9    | -25   | 189.5    | -66   | -92   | -28.3    |                                                                              |
| 少数股东权益     | 0     | 4     | 3     | 2     |          | 9     | 6     | 35       |                                                                              |
| 净利润        | 201   | 116   | 110   | 70    | -36.0    | 503   | 606   | -17.0    | 会计准则调整令公司2008年和2007年净利润分别减少了7563万元和6726亿元。若剔除会计准则调整的影响，则公司2008年盈利与我们的预期完全一致。 |
| 同比增长率      |       |       |       |       |          |       |       |          |                                                                              |
| 净利润率       | 66%   | 61%   | 38%   | 25%   | -13.7ppt | 47%   | 55%   | -8.2ppt  |                                                                              |
| 摊薄每股净利润（元） | 0.094 | 0.050 | 0.050 | 0.032 | -36.0    | 0.231 | 0.278 | -17.0    |                                                                              |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

## 2008 年业绩低于预期

深高速公布 08 年 A 股和 H 股业绩。08 年收入同比下降 3.66%至 10.63 亿元人民币，净利润同比下降 17%至 5.03 亿元人民币，对应每股收益 0.231 元，低于我们和市场预期 13.5%，主要原因在于公司采用财政部《企业会计准则第二号解释》调整了会计准则并对 2007 年业绩进行了追述调整。会计准则调整令公司 2008 年和 2007 年净利润分别减少了 7,563 万元和 6,726 万元。若剔除会计准则调整的影响，则公司 2008 年盈利与我们的预期完全一致。公司每股派息 0.12 元人民币，对应股息支付率为 52%，符合预期。

图表 2：会计准则调整明细

| (人民币千元)                                                               | 对2008年度<br>盈利影响 | 对2009年度<br>盈利影响 |
|-----------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|
| 对特许经营安排所取得的有关公路资产的经营权进行重分类调整，并统一采用车流量法摊销                              | 731             | 0               |
| 对特许经营安排所取得的盐坝高速、盐排高速的政府补贴，视作经营权授予方对部分投资的支付承担确认为金融资产，导致减少经营期摊销额        | -6,512          | -9,676          |
| 依据《企业会计准则第13号-或有事项》，对特许经营安排的收费公路维护及路面重铺的责任，除属于改造服务外，计提“公路养护责任拨备”的预计负债 | -77,781         | -66,864         |
| 对共同控制实体马鄂公司所拥有的特许经营无形资产-武黄高速经营权，改用车流量法进行摊销                            | 7,932           | 9,280           |
| <b>会计政策变更对盈利合计影响</b>                                                  | <b>-75,630</b>  | <b>-67,260</b>  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部。

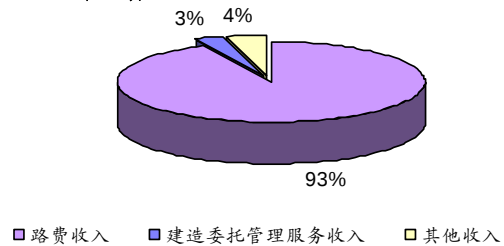
## 2008 年盈利分析

- 公司路费收入同比小幅上升 1.96%至 9.85 亿元，在总收入中占到 92.64%。建造委托管理业务收入同比下降 66.21%，从 2007 年的人民币 1.02 亿元下降到 2008 年的 3455 万元，总收入占比也从 9.27%下降到 3.25%。
- 折旧和摊销费用达到 1.95 亿元人民币，在经营成本中占到 47.51%，仍然是最高支出项目。按新会计准则重述后的公路维护成本同比上升 17.45%至 1.03 亿元人民币，占总成本的 25.25%。
- 深高速高速公路收费业务 2008 年毛利率下降 5.32 个百分点至 58.25%毛利达到 5.45 亿元。毛利率下降的主要原因是清连项目在高速化改造期处于亏损状态，而新开通的南光高速目前毛利率还较低，从而拉低了深高速的毛利率水平。
- 合资公司与联营公司路费总收入增长 4.82%，至 22.88 亿元人民币；总经营成本增长 5.38%，至 9.39 亿元人民币。共录得投资收益 2.73 亿元人民币。

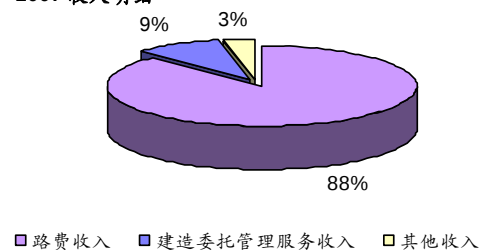
图表 3：深圳高速主营业务收入明细

| 收入 (人民币百万元) | 2008         | 2007         | YoY %       |
|-------------|--------------|--------------|-------------|
| 路费收入        | 985          | 966          | 2.0         |
| 建造委托管理服务收入  | 35           | 102          | (66.2)      |
| 其他收入        | 44           | 35           | 23.6        |
| <b>合计</b>   | <b>1,063</b> | <b>1,103</b> | <b>-3.7</b> |

2008 收入明细



2007 收入明细

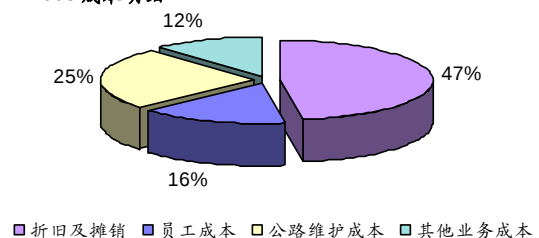


资料来源：公司数据，中金公司研究部

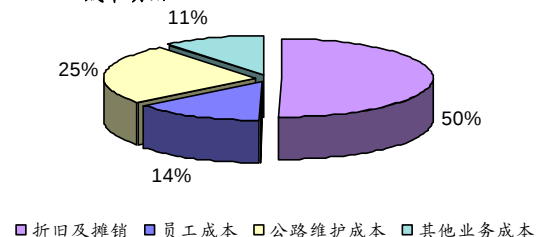
图表 4：深圳高速主营业务成本明细

| 成本 (人民币百万元) | 2008       | 2007       | YoY %       |
|-------------|------------|------------|-------------|
| 折旧及摊销       | 195        | 176        | 10.7        |
| 员工成本        | 65         | 49         | 32.1        |
| 公路维护成本      | 104        | 88         | 17.4        |
| 其他业务成本      | 47         | 38         | 24.5        |
| <b>合计</b>   | <b>411</b> | <b>352</b> | <b>16.9</b> |

2008 成本明细



2007 成本明细



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 收费公路盈利贡献 (合并项目)

|                          | 持股比例 | 路费收入<br>(百万元) |       | 营业成本<br>(百万元) |       | 毛利率  |       | 息税、管理费用前利<br>润<br>(百万元) |       |
|--------------------------|------|---------------|-------|---------------|-------|------|-------|-------------------------|-------|
|                          |      | 2008          | YoY % | 2008          | YoY % | 2008 | YoY % | 2008                    | YoY % |
| <b>纳入会计报表合并范围的项目</b>     |      |               |       |               |       |      |       |                         |       |
| 梅观高速                     | 100% | 290           | -12.1 | 70            | 0.3   | 76%  | (3%)  | 212                     | -17.1 |
| 机荷西段                     | 100% | 343           | -0.6  | 87            | 9.2   | 75%  | (2%)  | 247                     | -5.2  |
| 盐坝高速 (AB段) <sup>12</sup> | 100% | 72            | 13.6  | 60            | 11.5  | 17%  | 2%    | 10                      | 57.8  |
| 盐排高速                     | 100% | 149           | 10.3  | 69            | 15.8  | 54%  | (2%)  | 76                      | 5     |
| 南光高速                     | 100% | 60            | n.a.  | 49            | n.a.  | 18%  | n.a.  | 9                       | n.a.  |
| 清连项目 <sup>13</sup>       | 76%  | 71            | -23.4 | 76            | -14.8 | (6%) | n.a.  | 7                       | n.a.  |
| <b>合计</b>                |      | 985           | 2.0   | 411           | 16.9  | 58%  | (5%)  | 546                     | -8.2  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部。

图表 6: 合资和联营公司盈利贡献

|                     | 持股比例 | 路费收入<br>(百万元) |       | 营业成本<br>(百万元) |       | 毛利率  |       | 集团投资收益<br>(百万元) |       |
|---------------------|------|---------------|-------|---------------|-------|------|-------|-----------------|-------|
|                     |      | 2008          | YoY % | 2008          | YoY % | 2008 | YoY % | 2008            | (+/-) |
| 未纳入会计报表合并范围的项目      |      |               |       |               |       |      |       |                 |       |
| 机荷东段                | 55%  | 449           | 7.0   | 131           | 9.6   | 71%  | (1%)  | 125             | (4)   |
| 水官高速                | 40%  | 372           | -3.1  | 81            | 6.5   | 78%  | (0%)  | 84              | 2     |
| 水官延长线               | 40%  | 65.5          | -1.4  | 31            | 10.4  | 53%  | (5%)  | 0               | (3)   |
| 阳茂高速                | 25%  | 330           | -0.9  | 138           | -3.3  | 57%  | 1%    | 19              | 1     |
| 广梧高速                | 30%  | 97            | -0.1  | 49            | 1.2   | 49%  | (1%)  | (3)             | (1)   |
| 广州西二环 <sup>13</sup> | 25%  | 110           | 67    | 68            | 38.5  | 38%  | 13%   | (22)            | 1     |
| 江中高速                | 25%  | 239           | 12.3  | 143           | 11.5  | 40%  | 0%    | (6)             | 0     |
| 武黄高速                | 55%  | 372           | -3.1  | 170           | 0.9   | 54%  | (2%)  | 81              | (13)  |
| 长沙环路                | 51%  | 23            | 2.1   | 23            | 0.1   | n.a. | n.a.  | 2               | 1     |
| 南京三桥                | 25%  | 234           | 2.0   | 105           | -2.2  | 55%  | 2%    | (7)             | (3)   |
| 合计                  |      | 2,288         | 4.8   | 939           | 5.4   | 59%  | (0%)  | 273             | (19)  |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 受不利宏观经济环境影响，车流量增速放缓

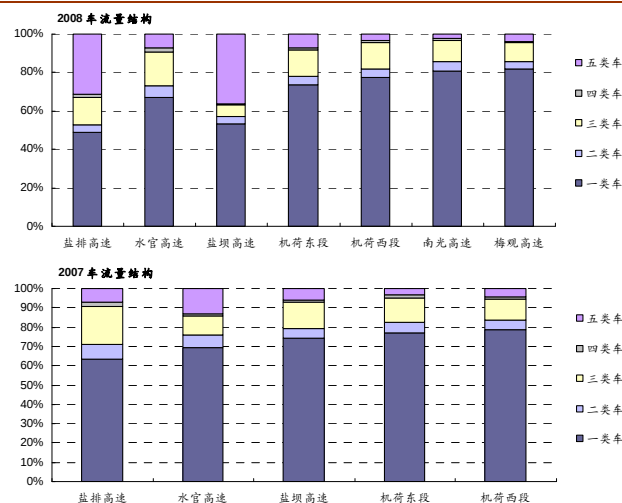
- 受不利宏观环境、绿色通道政策、路网布局变动等因素的影响，2008 年深高速旗下主要路段的车流量增速明显放缓。受不同局部因素影响，各路段表现也有较大差异：
  - ✓ 梅观高速受上游的莞深高速大修禁行大货车和平行的福龙路开通导致部分车辆分流的影响，日均车流量和路费收入同比下降 5.6% 和 12.3%。
  - ✓ 盐坝高速受益于深盐二通道的开通，日均车流量同比大幅上升 11.1%，日均收费额也同比上升了 13.3%，在主要路段中表现最好。
  - ✓ 盐排-水官互通立交的开通令机荷高速东段、水官和盐排高速互相联通，促进了这三个路段的车流量分别录得了 2.6%、2.9% 和 21.2% 的正增长。
  - ✓ 南光高速 08 年 1 月 26 日正式开通，车流量表现不佳，全年日均混合车流量约为 1.6 万辆，处于较低水平。由于南坪二期未通车，目前南光高速的车流基本都是区间小轿车，来往港口的大货车和集装箱车比例很小，未能充分发挥其预期的疏港通道作用。
- 车型比例方面，除作为盐田港疏港路的盐排高速外，深高速旗下其他路段小车比例均超过了 65%。2008 年小车的比例还有轻微的上升。

图表 7: 日车流量与路费统计数据

| 深高速旗下主要路段车流量及<br>通行费收入 | 日均混合车流量<br>(千辆) |      |       | 日均通行费收入<br>(人民币千元) |       |       | 持股比例 | 按持股比例计算日均通行费收入<br>(人民币千元) |       |       |
|------------------------|-----------------|------|-------|--------------------|-------|-------|------|---------------------------|-------|-------|
|                        | 2008            | 2007 | YoY % | 2008               | 2007  | YoY % |      |                           |       |       |
| 纳入会计报表合并范围的项目          |                 |      |       |                    |       |       |      |                           |       |       |
| 梅观高速                   | 93              | 99   | -5.6  | 792                | 903   | -12.3 | 100% | 792                       | 903   | -12.3 |
| 机荷西段                   | 68              | 66   | 2.9   | 937                | 945   | -0.8  | 100% | 937                       | 945   | -0.8  |
| 盐坝高速 (AB段)             | 14              | 13   | 11.1  | 196                | 173   | 13.3  | 100% | 196                       | 173   | 13.3  |
| 盐排高速                   | 32              | 26   | 21.2  | 407                | 370   | 10.0  | 100% | 407                       | 370   | 10.0  |
| 清连项目                   | 15              | 19   | -19.4 | 195                | 255   | -23.5 | 76%  | 149                       | 195   | -23.5 |
| 南光高速                   | 16              | n.a. | n.a.  | 255                | n.a.  | n.a.  | 76%  | 195                       | n.a.  | n.a.  |
| 未纳入会计报表合并范围的项目         |                 |      |       |                    |       |       |      |                           |       |       |
| 机荷东段                   | 91              | 89   | 2.6   | 1,227              | 1,150 | 6.7   | 55%  | 675                       | 632   | 6.7   |
| 水官高速                   | 106             | 103  | 2.9   | 1,006              | 965   | 4.3   | 40%  | 402                       | 386   | 4.3   |
| 水官延长线                  | 28              | 28   | 0.6   | 179                | 182   | -1.6  | 40%  | 72                        | 73    | -1.6  |
| 阳茂高速                   | 18              | 16   | 11.9  | 902                | 913   | -1.2  | 25%  | 226                       | 228   | -1.2  |
| 广梧高速                   | 10              | 9    | 6.8   | 265                | 266   | -0.4  | 30%  | 80                        | 80    | -0.4  |
| 广州西二环                  | 10              | 6    | 59.7  | 301                | 180   | 66.8  | 25%  | 75                        | n.a.  | n.a.  |
| 江中高速                   | 45              | 39   | 14.8  | 652                | 582   | 12.0  | 25%  | 163                       | 146   | 12.0  |
| 武黄高速                   | 29              | 28   | 4.7   | 1,017              | 1,052 | -3.3  | 55%  | 559                       | 578   | -3.3  |
| 长沙环路                   | 6               | 6    | 4.0   | 61                 | 62    | -1.7  | 51%  | 31                        | 32    | -1.7  |
| 南京三桥                   | 18              | 16   | 9.2   | 640                | 629   | 1.7   | 25%  | 160                       | 157   | 1.7   |
| 合计                     | 598             | 562  | 6.4   | 9,032              | 8,627 | 4.7   |      | 5,118                     | 4,897 | 4.5   |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 深高速主要路段车型结构



资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 2009 年展望

### • 09 年初车流量反弹，能否长期维持仍需观察。

不考虑南光高速和清连高速投入运营带来的新增车流量影响，在同比口径下，深高速 09 年前两个月合计车流量仍录得 5.3% 的同比增长，车流量绝对额较去年四季度水平也有明显 10% 左右的好转，显示了深圳地区经济活力已经有所增强。目前全球宏观环境仍然高度不稳定，珠三角区域由于外贸依存度较高，其经济能否持续稳定复苏还有待进一步观察。具体而言：

- ✓ 梅观高速由于直接与莞深高速相连，受出口放缓的影响最大，而且今年开始的大修对车流量也会有一定的负面影响，预计 2009 年路费收入将有 10% 的同比下降。
- ✓ 机荷西继续受福龙路开通的影响，预计 2009 年路费收入下降 11%。
- ✓ 南光高速、清连高速等新运营路段将贡献主要的车流量增量。其中南光高速日均全程车流量有望同比增长 25% 至 8,750 辆，而清连高速车流量在 9 月高速化运行时将达到 16,000 辆左右。
- **清连高速化收费推迟，连南段改造影响未来两年盈利能力**
  - ✓ 由于清连的封闭化工作还未完成，而通车之初车流量需要一段时间培养，并且其连接段宜连高速要到 09 年年底才能完工，因此目前清连项目需要先按照一级路的标准收费，预计要到今年的 6-9 月份才正式按照高速公路收费。
  - ✓ 而清连高速北部的连南段长 25 公里，原计划与二广高速共线，此段一级路不进行高速化改造，但是由于二广高速方案发生变化，不再与清连共线。深高速现决定对连南段进行高速化改造，预计投资 9.8 亿元，预计 2010 年年底完工。
  - ✓ 在改造期间，不同的改造方案会使连南段的通行能力受到不同程度的影响。我们认为较为可行的改造方案是分段施工，半幅通行。通常一级路的日均通行能力在 15,000-30,000 辆之间，我们取其均值 22,500 辆，高速化改造会对该段的通行能力有 20% 左右的负面影响，我们预计改造期间连南段的日通行能力只有 18,000 辆。
  - ✓ 综合而言，尽管我们认为未来两年清连高速收入仍将同比增长 499% 和 108% 达到 2.88 亿和 5.99 亿元，但仅能贡献 0.14 亿和 0.71 亿的盈利。

### • 预计 2009 和 2010 年财务成本仍将高企。

我们预计，由于信贷放松，融资成本下降，深高速未来两年实际利率应该会控制在 5.5% 以下。公司未来两年资本开支仍然较大，我们认为公司 2009 和 2010 年财务成本将进一步增长至 2.31 亿和 4.36 亿元人民币。

## 下调 2009 和 2010 年盈利预测

根据最新的会计准则和最新情况，我们将公司 A/H 股 2009 和 2010 年的盈利预测分别下调 13.6%/12.7% 和 16.0%/17.6% 至 0.233 元和 0.234 元。相应的，我们得到 2009 年底的 H 股目标价 HK\$3.53 元，对应 90% 的 DCF 估值。

## 维持 A 股中性，H 股推荐评级不变

由于会计准则变动造成的盈利下滑，目前 A/H 股短期均面临股价下滑的压力，我们提示投资者注意短期风险。从长期看，我们仍然看好广东省的发展前景和深高速旗下路段的车流量增长前景，目前深高速 H 股股价对应 10.8 倍 09 年 P/E，0.7 倍 09 年 P/B，处于 H 股高速公路板块中部，09 年分红收益率 4.8%，较我们的目标价 HK\$3.53 元有 23.5% 的上升空间，我们仍然维持“推荐”的投资评级。深高速 A 股，目前估值高达 23.5 倍 09 年 P/E，1.6 倍 09 年 P/B，处于高速公路板块的高端，估值风险较大，我们维持对其“中性”的投资评级。

图表 9：深高速各路段运营情况

|                    | 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 | 09-Feb | 前两个月合计增长率 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 日均车流量              | 54,070 | 42,495 | 53,077 | 53,248 | 51,041 | 51,782 | 55,585 | 52,786 | 54,831 | 52,764 | 52,826 | 52,912 | 45,664 | 48,879 |           |
| 梅观高速 同比增速          | -1.9%  | -8.4%  | -3.6%  | -9.8%  | -9.8%  | -8.1%  | -8.3%  | -12.9% | -10.8% | -3.5%  | -6.6%  | -4.3%  | -15.5% | 15.0%  | -2.1%     |
| 环比增速               | -2.2%  | -21.4% | 24.9%  | 0.3%   | -4.1%  | 1.5%   | 7.3%   | -5.0%  | 3.9%   | -3.8%  | 0.1%   | 0.2%   | -13.7% | 7.0%   |           |
| 日均车流量              | 57,240 | 51,148 | 54,842 | 57,733 | 54,319 | 52,242 | 57,302 | 55,658 | 57,697 | 53,893 | 51,175 | 52,242 | 52,753 | 52,709 |           |
| 机荷东段 同比增速          | 28.9%  | 7.6%   | 15.8%  | 6.0%   | 7.8%   | 4.5%   | 5.2%   | 1.0%   | 2.3%   | -1.9%  | -4.2%  | -2.7%  | -7.8%  | 3.1%   | -2.7%     |
| 环比增速               | 6.6%   | -10.6% | 7.2%   | 5.3%   | -5.9%  | -3.8%  | 9.7%   | -2.9%  | 3.7%   | -6.6%  | -5.0%  | 2.1%   | 1.0%   | -0.1%  |           |
| 日均车流量              | 48,476 | 38,951 | 50,201 | 51,185 | 48,929 | 47,312 | 49,231 | 48,814 | 51,111 | 47,271 | 46,216 | 46,273 | 41,242 | 46,038 |           |
| 机荷西段 同比增速          | 8.8%   | -3.5%  | 8.1%   | 6.1%   | 5.5%   | -2.0%  | -2.3%  | -4.6%  | -3.9%  | -5.7%  | -9.6%  | -7.2%  | -14.9% | 18.2%  | -0.2%     |
| 环比增速               | -2.8%  | -19.6% | 28.9%  | 2.0%   | -4.4%  | -3.3%  | 4.1%   | -0.8%  | 4.7%   | -7.5%  | -2.2%  | 0.1%   | -10.9% | 11.6%  |           |
| 日均车流量              | 8,915  | 7,345  | 9,047  | 9,764  | 10,529 | 9,544  | 15,896 | 16,247 | 14,201 | 13,731 | 11,624 | 11,115 | 11,031 | 10,523 |           |
| 盐坝高速 同比增速          | -2.5%  | -16.4% | 10.9%  | 4.1%   | -9.9%  | -12.6% | 22.6%  | 38.1%  | 28.4%  | 29.1%  | 27.4%  | 23.1%  | 23.7%  | 43.3%  | 32.6%     |
| 环比增速               | -1.3%  | -17.6% | 23.2%  | 7.9%   | 7.8%   | -9.4%  | 66.6%  | 2.2%   | -12.6% | -3.3%  | -15.3% | -4.4%  | -0.8%  | -4.6%  |           |
| 日均车流量              | 67,174 | 47,175 | 67,194 | 68,831 | 67,105 | 67,211 | 70,978 | 66,368 | 68,092 | 63,264 | 63,936 | 65,997 | 53,758 | 58,351 |           |
| 水官高速 同比增速          | 22.8%  | 9.4%   | 21.2%  | 12.2%  | 11.7%  | 7.5%   | 7.2%   | -1.6%  | -3.1%  | -1.3%  | -3.7%  | 0.1%   | -20.0% | 23.7%  | -2.0%     |
| 环比增速               | 1.9%   | -29.8% | 42.4%  | 2.4%   | -2.5%  | 0.2%   | 5.6%   | -6.5%  | 2.6%   | -7.1%  | 1.1%   | 3.2%   | -18.5% | 8.5%   |           |
| 日均车流量              | 1,144  | 1,670  | 2,091  | 2,188  | 2,102  | 1,947  | 1,819  | 2,027  | 2,175  | 2,285  | 1,997  | 2,099  | 2,654  | 2,248  |           |
| 长沙环路 同比增速          | -30.0% | -22.6% | 11.8%  | 13.7%  | 5.5%   | -2.1%  | -8.2%  | 2.0%   | -8.0%  | 2.6%   | -7.0%  | 6.0%   | 132.0% | 34.6%  | 74.2%     |
| 环比增速               | -42.2% | 46.0%  | 25.2%  | 4.6%   | -3.9%  | -7.4%  | -6.6%  | 11.4%  | 7.3%   | 5.1%   | -12.6% | 5.1%   | 26.4%  | -15.3% |           |
| 日均车流量*             | 29,730 | 20,280 | 28,397 | 29,176 | 27,801 | 28,104 | 30,151 | 28,627 | 29,735 | 27,626 | 28,784 | 29,414 | 24,436 | 25,050 |           |
| 水官延长段 同比增速         | 15.4%  | -21.3% | 10.2%  | 13.2%  | 7.9%   | 9.1%   | 0.8%   | -5.6%  | -8.2%  | -4.0%  | -5.1%  | -0.6%  | -17.8% | 23.5%  | -1.0%     |
| 环比增速               | 0.5%   | -31.8% | 40.0%  | 2.7%   | -4.7%  | 1.1%   | 7.3%   | -5.1%  | 3.9%   | -7.1%  | 4.2%   | 2.2%   | -16.9% | 2.5%   |           |
| 日均车流量*             | 24,280 | 29,924 | 28,951 | 31,275 | 29,366 | 27,901 | 28,609 | 28,097 | 31,849 | 30,717 | 28,700 | 30,157 | 35,249 | 30,671 |           |
| 武黄高速 同比增速          | -13.1% | -15.8% | 7.7%   | 11.8%  | 5.3%   | 6.1%   | 3.1%   | -0.3%  | -0.9%  | -5.6%  | -2.5%  | 16.9%  | 45.2%  | 2.5%   | 21.6%     |
| 环比增速               | 44.0%  | 23.2%  | -3.3%  | 8.0%   | -6.1%  | -5.0%  | 2.5%   | -1.8%  | 13.4%  | -3.6%  | -6.6%  | 5.1%   | 16.9%  | -13.0% |           |
| 日均车流量              | 14,954 | 19,132 | 13,294 | 16,010 | 12,569 | 11,932 | 12,662 | 13,702 | 13,570 | 13,058 | 11,883 | 12,000 | 21,758 | 19,487 |           |
| 阳茂高速 同比增速          | 30.6%  | -20.7% | -16.8% | 2.9%   | -4.5%  | -7.0%  | 2.4%   | 38.0%  | 9.4%   | -1.2%  | 2.7%   | -6.5%  | 45.5%  | 1.9%   | 21.0%     |
| 环比增速               | 16.5%  | 27.9%  | -30.5% | 20.4%  | -21.5% | -5.1%  | 6.1%   | 8.2%   | -1.0%  | -3.8%  | -9.0%  | 1.0%   | 81.3%  | -10.4% |           |
| 日均车流量              | 8,823  | 11,839 | 8,037  | 8,584  | 7,393  | 7,179  | 7,508  | 7,591  | 8,007  | 8,115  | 7,665  | 8,199  | 10,399 | 10,350 |           |
| 广梧高速 同比增速          | 29.4%  | 3.5%   | 3.7%   | 12.1%  | 1.6%   | 1.3%   | -4.4%  | -4.8%  | -1.6%  | -2.5%  | 3.3%   | 8.5%   | 17.9%  | -12.6% | 0.4%      |
| 环比增速               | 16.8%  | 34.2%  | -32.1% | 6.8%   | -13.9% | -2.9%  | 4.6%   | 1.1%   | 5.5%   | 1.3%   | -5.5%  | 7.0%   | 26.8%  | -0.5%  |           |
| 日均车流量              | 23,035 | 26,415 | 23,671 | 24,804 | 22,496 | 21,435 | 22,773 | 22,348 | 23,087 | 22,040 | 21,760 | 21,976 | 25,233 | 24,787 |           |
| 江中高速 同比增速          | 32.6%  | 16.9%  | 19.9%  | 22.1%  | 18.6%  | 13.8%  | 14.9%  | 9.6%   | 8.7%   | 1.6%   | 0.3%   | -0.7%  | 9.5%   | -6.2%  | 1.2%      |
| 环比增速               | 4.1%   | 14.7%  | -10.4% | 4.8%   | -9.3%  | -4.7%  | 6.2%   | -1.9%  | 3.3%   | -4.5%  | -1.3%  | 1.0%   | 14.8%  | -1.8%  |           |
| 日均车流量*             | 14,351 | 22,906 | 18,690 | 18,880 | 17,904 | 19,518 | 18,911 | 18,677 | 18,450 | 16,728 | 15,895 | 15,889 | 23,503 | 21,278 |           |
| 南京三桥 同比增速          | 12.5%  | 79.6%  | 46.6%  | 48.1%  | 40.4%  | 53.1%  | 20.1%  | 12.7%  | 0.8%   | -9.3%  | -5.6%  | -1.3%  | 63.8%  | -7.1%  | 20.2%     |
| 环比增速               | -10.9% | 59.6%  | -18.4% | 1.0%   | -5.2%  | 9.0%   | -3.1%  | -1.2%  | -1.2%  | -9.3%  | -5.0%  | 0.0%   | 47.9%  | -9.5%  |           |
| 日均车流量              | 20,250 | 13,746 | 19,486 | 21,133 | 21,717 | 22,033 | 24,705 | 23,765 | 23,107 | 20,069 | 17,411 | 17,999 | 16,267 | 14,729 |           |
| 盐排高速 同比增速          | 40.9%  | 10.2%  | 40.6%  | 28.7%  | 21.7%  | 17.4%  | 14.3%  | 16.4%  | 7.3%   | 1.7%   | -9.1%  | -7.6%  | -19.7% | 7.2%   | -8.8%     |
| 环比增速               | 4.0%   | -32.1% | 41.8%  | 8.5%   | 2.8%   | 1.5%   | 12.1%  | -3.8%  | -2.8%  | -13.1% | -13.2% | 3.4%   | -9.6%  | -9.5%  |           |
| 日均车流量              | n.a.   | 2,678  | 5,546  | 6,912  | 7,020  | 8,064  | 8,187  | 7,898  | 8,863  | 8,248  | 9,534  | 10,471 | 8,397  | 9,780  |           |
| 南光高速 同比增速          | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 265.2% | n.a.      |
| 环比增速               | n.a.   | n.a.   | 107.1% | 24.6%  | 1.6%   | 14.9%  | 1.5%   | -3.5%  | 12.2%  | -6.9%  | 15.6%  | 9.8%   | -19.8% | 16.5%  |           |
| 日均车流量              | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | 16,947 | 15,281 |           |
| 清连高速 同比增速          | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.      |
| 环比增速               | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   | n.a.   |           |
| 日均收入 (千元)          | 8,251  | 7,598  | 8,610  | 8,793  | 8,308  | 8,219  | 8,675  | 8,456  | 8,639  | 8,108  | 7,764  | 7,997  | 8,834  | 8,683  |           |
| 深圳高速旗下 路段收入合计 同比增速 | 16.2%  | -0.4%  | 9.1%   | 7.5%   | 2.9%   | 0.3%   | 2.7%   | -1.2%  | -3.1%  | -3.9%  | -6.4%  | -4.4%  | 7.1%   | 14.3%  | 10.5%     |
| 环比增速               | 8.2%   | -7.9%  | 13.3%  | 2.1%   | -5.5%  | -1.1%  | 5.6%   | -2.5%  | 2.2%   | -6.1%  | -4.2%  | 3.0%   | 10.5%  | -1.7%  |           |

注：“\*”数据为自然车流量，因公司未公布该路段的全程折合车流量

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10: DCF 估值计算

|        | A股    | H股    |      |                  |       |      |      |      |
|--------|-------|-------|------|------------------|-------|------|------|------|
| 无风险利率  | 3.5%  | 3.5%  | WACC | 自由现金流量假设变化(人民币元) |       |      |      |      |
| 风险溢价   | 9.5%  | 11.0% |      | -20%             | -10%  | 0%   | 10%  | 20%  |
| Beta   | 1.00  | 1.00  |      | 9.9%             | 3.10  | 3.96 | 4.82 | 5.67 |
| 股权成本   | 13.0% | 14.5% |      | 10.3%            | 2.85  | 3.68 | 4.50 | 5.33 |
| 税前债务成本 | 5.0%  | 5.0%  |      | 10.7%            | 2.61  | 3.41 | 4.21 | 5.00 |
| 税率     | 25.0% | 25.0% |      | 11.1%            | 2.39  | 3.16 | 3.92 | 4.69 |
| 税后债务成本 | 3.8%  | 3.8%  | WACC | 11.5%            | 2.17  | 2.92 | 3.66 | 4.40 |
| 目标负债率  | 25%   | 25%   |      | 自由现金流量假设变化(港币元)  |       |      |      |      |
| 加权资本成本 | 10.7% | 11.8% |      | WACC             | -20%  | -10% | 0%   | 10%  |
|        |       |       |      |                  | 11.0% | 2.76 | 3.64 | 4.52 |
|        |       |       |      |                  | 10.3% | 2.52 | 3.37 | 4.22 |
|        |       |       |      |                  | 10.7% | 2.28 | 3.10 | 3.92 |
|        |       |       |      |                  | 11.1% | 2.06 | 2.85 | 3.64 |
|        |       |       |      |                  | 11.5% | 1.85 | 2.61 | 3.38 |

资料来源：中金公司研究部

图表 11: 盈利预测调整

| H 股      |        | 2009E  | 2010E  | A 股      |        | 2009E  | 2010E  |
|----------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入   | 调整前    | 1305   | 1530   | 主营业务收入   | 调整前    | 1305   | 1530   |
| (人民币百万元) | 调整后    | 1324   | 1570   | (人民币百万元) | 调整后    | 1324   | 1570   |
|          | (+/-%) | 1.4    | 2.6    |          | (+/-%) | 1.4    | 2.6    |
| 主营业务成本   | 调整前    | (520)  | (484)  | 主营业务成本   | 调整前    | (514)  | (499)  |
| (人民币百万元) | 调整后    | (622)  | (601)  | (人民币百万元) | 调整后    | (661)  | (671)  |
|          | (+/-%) | 19.6   | 24.2   |          | (+/-%) | 28.6   | 34.5   |
| 管理费用     | 调整前    | (52)   | (70)   | 管理费用     | 调整前    | (52)   | (70)   |
| (人民币百万元) | 调整后    | (67)   | (80)   | (人民币百万元) | 调整后    | (67)   | (80)   |
|          | (+/-%) | 28.3   | 14.5   |          | (+/-%) | 28.3   | 14.5   |
| 利息费用     | 调整前    | (218)  | (404)  | 利息费用     | 调整前    | (218)  | (404)  |
| (人民币百万元) | 调整后    | (231)  | (436)  | (人民币百万元) | 调整后    | (231)  | (436)  |
|          | (+/-%) | 5.7    | 7.8    |          | (+/-%) | 5.7    | 7.8    |
| 净利润      | 调整前    | 583    | 619    | 净利润      | 调整前    | 589    | 608    |
| (人民币百万元) | 调整后    | 509    | 511    | (人民币百万元) | 调整后    | 509    | 511    |
|          | (+/-%) | (12.7) | (17.6) |          | (+/-%) | (13.6) | (16.0) |
| 每股盈利     | 调整前    | 0.267  | 0.284  | 每股盈利     | 调整前    | 0.27   | 0.28   |
| (人民币元)   | 调整后    | 0.233  | 0.234  | (人民币元)   | 调整后    | 0.23   | 0.23   |
|          | (+/-%) | (12.7) | (17.6) |          | (+/-%) | (13.6) | (16.0) |

资料来源：中金公司研究部

图表 12：历史及预测财务数据

| 损益表 (人民币百万元)       | 2006A | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入             | 769   | 1,103  | 1,063  | 1,324  | 1,570  |
| 主营业务利润             | 535   | 696    | 581    | 623    | 851    |
| 管理费用               | -45   | -50    | -54    | -67    | -80    |
| 财务费用               | -71   | -141   | -248   | -224   | -433   |
| 营业利润               | 414   | 507    | 279    | 332    | 339    |
| 投资收益               | 186   | 176    | 276    | 251    | 267    |
| 税前利润               | 631   | 692    | 561    | 583    | 607    |
| 所得税                | -40   | -92    | -66    | -70    | -75    |
| 少数股东损益             | -12   | 6      | 9      | -4     | -22    |
| 净利润                | 579   | 606    | 503    | 509    | 511    |
| 现金流量表 (人民币百万元)     |       |        |        |        |        |
| 经营活动现金流            | 655   | 812    | 946    | 935    | 970    |
| 投资活动现金流            | -679  | -3,457 | -2,378 | -2,645 | -1,518 |
| 筹资活动现金流            | -565  | 2,788  | 1,499  | 1,507  | 476    |
| 现金及现金等价物净增加额       | -588  | 143    | 69     | -203   | -72    |
| 资产负债表 (人民币百万元)     |       |        |        |        |        |
| 流动资产               | 433   | 710    | 1,010  | 680    | 714    |
| 固定资产               | 3,634 | 344    | 714    | 883    | 792    |
| 在建工程               | 900   | 349    | 268    | 0      | 0      |
| 长期投资               | 4,702 | 2,566  | 2,478  | 2,666  | 2,676  |
| 其它长期资产             | 229   | 10,684 | 13,735 | 16,105 | 17,208 |
| 总资产                | 9,899 | 14,653 | 18,206 | 20,334 | 21,390 |
| 短期借款               | 1,195 | 385    | 783    | 2,300  | 2,500  |
| 流动负债               | 2,061 | 1,173  | 2,913  | 4,451  | 4,950  |
| 长期借款               | 856   | 3,319  | 4,915  | 5,266  | 5,566  |
| 其它长期负债             | 352   | 2,598  | 2,669  | 2,649  | 2,629  |
| 股东权益               | 6,630 | 6,851  | 7,005  | 7,259  | 7,515  |
| 少数股东权益             | 0     | 712    | 704    | 708    | 730    |
| 财务指标               |       |        |        |        |        |
| 资产收益率(%)           | 5.9   | 4.1    | 2.8    | 2.5    | 2.4    |
| 净资产收益率(%)          | 8.7   | 8.9    | 7.2    | 7.0    | 6.8    |
| 投入资本收益率(%)         | 6.7   | 5.4    | 3.7    | 3.2    | 3.0    |
| 每股盈利(元)            | 0.27  | 0.28   | 0.23   | 0.23   | 0.23   |
| 每股分红(元)            | 0.13  | 0.16   | 0.12   | 0.12   | 0.12   |
| 每股净资产(元)           | 3.04  | 3.14   | 3.21   | 3.33   | 3.45   |
| 每股经营现金流(元)         | 0.30  | 0.37   | 0.43   | 0.43   | 0.44   |
| 每股EBITDA(元)        | 0.38  | 0.46   | 0.46   | 0.54   | 0.64   |
| 毛利率(%)             | 69%   | 63%    | 55%    | 47%    | 54%    |
| 经营利润率(%)           | 54%   | 46%    | 26%    | 25%    | 22%    |
| 净利率(%)             | 75%   | 55%    | 47%    | 38%    | 33%    |
| 净债务/净资产(%)         | 26%   | 47%    | 76%    | 103%   | 111%   |
| 利息保障倍数 - 净利润(x)    | 7.0   | 4.3    | 2.1    | 2.2    | 1.2    |
| 利息保障倍数 - EBITDA(x) | 10.0  | 7.2    | 4.2    | 5.1    | 3.2    |
| 利息保障倍数 - 现金(x)     | 4.7   | 3.4    | 2.7    | 1.5    | 0.6    |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 13: 盈利预测主要假设

| 日均车流量（千辆）  | 2009E |      |      | 2010E |      |       |
|------------|-------|------|------|-------|------|-------|
|            | 调整前   | 调整后  | 变化   | 调整前   | 调整后  | 变化    |
| 梅观高速       | 44.7  | 47.0 | 5.2% | 40.2  | 47.0 | 16.8% |
| 机荷西段       | 46.6  | 46.6 | 0.0% | 48.9  | 48.9 | 0.0%  |
| 盐坝高速 (AB段) | 11.3  | 11.3 | 0.0% | 12.1  | 12.1 | 0.0%  |
| 盐排高速       | 32.1  | 32.1 | 0.0% | 34.1  | 34.1 | 0.0%  |
| 清连项目       | 16.0  | 16.0 | 0.0% | 18.0  | 18.0 | 0.0%  |
| 南光高速       | 8.8   | 8.8  | 0.0% | 9.6   | 9.6  | 0.0%  |
| 机荷东段       | 56.5  | 56.5 | 0.0% | 59.9  | 59.9 | 0.0%  |
| 水官高速       | 65.1  | 65.1 | 0.0% | 69.0  | 69.0 | 0.0%  |
| 水官延长线      | 29.0  | 29.0 | 0.0% | 30.7  | 30.7 | 0.0%  |
| 阳茂高速       | 16.2  | 16.2 | 0.0% | 17.2  | 17.2 | 0.0%  |
| 广梧高速       | 7.5   | 7.5  | 0.0% | 8.0   | 8.0  | 0.0%  |
| 广州西二环      | 8.6   | 8.6  | 0.0% | 9.4   | 9.4  | 0.0%  |
| 江中高速       | 22.7  | 22.7 | 0.0% | 24.6  | 24.6 | 0.0%  |
| 武黄高速       | 19.4  | 19.4 | 0.0% | 20.4  | 20.4 | 0.0%  |
| 长沙环路       | 2.0   | 2.0  | 0.0% | 2.1   | 2.1  | 0.0%  |
| 南京三桥       | 24.5  | 24.5 | 0.0% | 27.9  | 27.9 | 0.0%  |

| 路费收入（百万元）  | 2009E |     |      | 2010E |     |       |
|------------|-------|-----|------|-------|-----|-------|
|            | 调整前   | 调整后 | 变化   | 调整前   | 调整后 | 变化    |
| 梅观高速       | 261   | 274 | 5.2% | 234   | 274 | 16.8% |
| 机荷西段       | 322   | 322 | 0.0% | 332   | 332 | 0.0%  |
| 盐坝高速 (AB段) | 67    | 67  | 0.0% | 71    | 71  | 0.0%  |
| 盐排高速       | 159   | 159 | 0.0% | 165   | 165 | 0.0%  |
| 清连项目       | 288   | 288 | 0.0% | 599   | 599 | 0.0%  |
| 南光高速       | 64    | 64  | 0.0% | 69    | 69  | 0.0%  |
| 机荷东段       | 435   | 435 | 0.0% | 452   | 452 | 0.0%  |
| 水官高速       | 347   | 347 | 0.0% | 360   | 360 | 0.0%  |
| 水官延长线      | 64    | 64  | 0.0% | 66    | 66  | 0.0%  |
| 阳茂高速       | 314   | 314 | 0.0% | 326   | 326 | 0.0%  |
| 广梧高速       | 99    | 99  | 0.0% | 102   | 102 | 0.0%  |
| 广州西二环      | 172   | 172 | 0.0% | 185   | 185 | 0.0%  |
| 江中高速       | 221   | 221 | 0.0% | 234   | 234 | 0.0%  |
| 武黄高速       | 370   | 370 | 0.0% | 380   | 380 | 0.0%  |
| 长沙环路       | 22    | 22  | 0.0% | 22    | 22  | 0.0%  |
| 南京三桥       | 308   | 308 | 0.0% | 344   | 344 | 0.0%  |

资料来源：中金公司研究部

图表 14：高速公路上市公司估值比较

| 公司名称                        | 股票代码       | 股价<br>(RMB) | 市值<br>(USD m) | 市盈率<br>(X) |       |       |       | 市净率<br>(X) |       |       |       | 净资产收益率<br>(%) |       |       |       | 现金分红收益率<br>(%) |       |       |       | EV/EBITDA<br>(X) |       |       |       |
|-----------------------------|------------|-------------|---------------|------------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|------------------|-------|-------|-------|
|                             |            |             |               | 09-4-2     | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E      | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E         | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E          | 2007A | 2008E | 2009E | 2010E            | 2007A | 2008E | 2009E |
| A股高速公路上市公司                  |            |             |               |            |       |       |       |            |       |       |       |               |       |       |       |                |       |       |       |                  |       |       |       |
| 粤高速*                        | 000429 .CH | 4.73        | 767           | 12.0       | 14.9  | 17.4  | 18.4  | 1.8        | 1.7   | 1.6   | 1.5   | 14.8          | 11.6  | 8.9   | 8.0   | 3.6            | 2.1   | 1.8   | 1.7   | 7.7              | 11.4  | 12.4  | 13.5  |
| 粤高速B*                       | 200429 .CH | 3.07        | 870           | 7.3        | 8.4   | 9.9   | 10.8  | 1.1        | 1.0   | 0.9   | 0.9   | 14.8          | 11.6  | 8.9   | 8.0   | 5.9            | 3.8   | 3.2   | 2.9   | 5.2              | 7.0   | 6.6   | 10.2  |
| 深高速*                        | 600548 .CH | 5.49        | 1,427         | 19.7       | 23.8  | 23.5  | 23.5  | 1.7        | 1.7   | 1.6   | 1.6   | 8.9           | 7.2   | 7.0   | 6.8   | 2.9            | 2.2   | 2.1   | 2.1   | 9.7              | 7.9   | 8.0   | 9.8   |
| 皖通高速*                       | 600012 .CH | 4.97        | 1,070         | 15.6       | 11.9  | 14.5  | 16.2  | 1.8        | 1.6   | 1.6   | 1.5   | 11.4          | 13.8  | 10.8  | 9.2   | 4.0            | 4.6   | 3.7   | 3.3   | 15.8             | 15.8  | 15.8  | 15.8  |
| 宁沪高速*                       | 600377 .CH | 5.94        | 4,153         | 18.7       | 19.3  | 19.5  | 19.2  | 1.9        | 1.9   | 1.9   | 1.8   | 10.2          | 9.8   | 9.5   | 9.5   | 4.5            | 4.5   | 4.4   | 4.4   | 6.0              | 6.8   | 7.6   | 7.1   |
| 福建高速                        | 600033 .CH | 6.12        | 1,325         | 14.5       | 11.7  | 11.5  | 15.6  | 2.5        | 2.3   | 2.1   | 2.0   | 18.0          | 16.7  | 16.5  | 11.3  | 4.1            | 4.3   | 3.3   | 2.2   | 9.7              | 7.9   | 8.0   | 9.8   |
| 赣粤高速                        | 600269 .CH | 9.91        | 1,693         | 10.6       | 10.7  | 9.8   | 9.5   | 1.8        | 1.5   | 1.3   | 1.1   | 18.8          | 13.6  | 13.4  | n.a.  | 2.3            | 2.4   | 2.6   | 2.9   | 7.5              | 7.3   | 6.7   | 6.2   |
| 中原高速                        | 600020 .CH | 3.43        | 1,064         | 12.3       | 9.4   | 8.6   | 10.1  | 1.4        | n.a.  | n.a.  | n.a.  | n.a.          | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 0.5            | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 11.5             | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| 山东高速                        | 600350 .CH | 5.28        | 2,599         | 15.3       | 12.6  | 10.9  | 10.3  | 2.1        | 1.9   | 1.7   | 1.5   | 14.6          | 15.0  | 16.4  | n.a.  | 3.0            | 3.6   | 4.2   | 4.7   | 9.7              | 8.3   | 7.1   | 6.8   |
| 楚天高速                        | 600035 .CH | 4.91        | 669           | 17.0       | 13.9  | 11.0  | 9.3   | 2.0        | 1.8   | 1.6   | 1.4   | 11.9          | 0.0   | 0.0   | n.a.  | 3.6            | 3.9   | 4.8   | 5.7   | 8.5              | 8.5   | 6.6   | 6.5   |
| 平均值                         |            |             |               | 14.1       | 13.6  | 13.8  | 13.5  | 1.7        | 1.7   | 1.5   | 1.4   | 13.1          | 11.0  | 10.3  | 9.3   | 3.4            | 3.9   | 3.4   | 3.6   | 10.1             | 9.6   | 9.1   | 9.4   |
| H股高速公路上市公司                  |            |             |               |            |       |       |       |            |       |       |       |               |       |       |       |                |       |       |       |                  |       |       |       |
| 浙江沪杭甬*                      | 576 .HK    | 5.95        | 3,334         | 10.1       | 11.8  | 13.5  | 12.0  | 1.8        | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 18.3          | 13.8  | 12.0  | 13.1  | 5.5            | 6.0   | 4.4   | 5.0   | 4.7              | 5.5   | 6.3   | 5.9   |
| 宁沪高速*                       | 177 .HK    | 5.30        | 4,153         | 15.3       | 14.5  | 14.3  | 15.0  | 1.8        | 1.6   | 1.6   | 1.6   | 11.5          | 10.9  | 11.0  | 10.7  | 5.4            | 5.9   | 5.9   | 5.7   | 9.1              | 7.8   | 6.8   | n.a.  |
| 深圳高速*                       | 548 .HK    | 2.86        | 1,427         | 9.7        | 10.7  | 10.8  | 11.1  | 0.8        | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 8.9           | 7.2   | 7.0   | 6.8   | 6.0            | 4.6   | 4.8   | 5.1   | 9.1              | 7.7   | 7.2   | 7.0   |
| 皖通高速*                       | 995 .HK    | 3.50        | 1,070         | 10.0       | 7.5   | 9.3   | 10.8  | 1.1        | 1.0   | 1.0   | 1.0   | 11.3          | 13.1  | 10.3  | 8.9   | 6.1            | 7.6   | 5.9   | 5.1   | 5.7              | 4.9   | 4.6   | n.a.  |
| 合和公路                        | 737 .HK    | 4.30        | 1,643         | 6.4        | 10.2  | 10.4  | 11.0  | 1.1        | 1.1   | 1.1   | 1.1   | 17.7          | 11.0  | 11.0  | 10.8  | 7.0            | 7.8   | 8.1   | 8.3   | 9.1              | 7.7   | 7.2   | 7.0   |
| 四川成渝                        | 107.HK     | 1.50        | 495           | 7.9        | 6.6   | 5.8   | 5.0   | 0.7        | 0.7   | 0.6   | 0.6   | 9.6           | 9.5   | 9.6   | 10.4  | 0.0            | 4.1   | 5.0   | 5.6   | 4.1              | 4.3   | 4.1   | 3.7   |
| 平均值                         |            |             |               | 9.9        | 10.2  | 10.7  | 10.8  | 1.2        | 1.1   | 1.1   | 1.1   | 12.9          | 10.9  | 10.1  | 10.1  | 5.0            | 6.0   | 5.7   | 5.8   | 7.0              | 6.3   | 6.0   | 5.9   |
| 国际高速公路上市公司                  |            |             |               |            |       |       |       |            |       |       |       |               |       |       |       |                |       |       |       |                  |       |       |       |
| ATLANTIA SPA                | ATL IM     | 4.43        | 292           | 3.3        | 3.3   | 3.4   | n.a.  | 0.4        | 0.4   | n.a.  | n.a.  | 12.8          | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 9.0            | 9.3   | n.a.  | n.a.  | 5.2              | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| SIAS SPA                    | SIS IM     | 3.78        | 644           | 5.3        | 8.0   | 6.8   | 7.6   | 0.7        | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 12.9          | 8.9   | 9.1   | 8.1   | 8.6            | 7.7   | 7.5   | 7.3   | 5.6              | 5.7   | 5.4   | 5.0   |
| ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA | ABE SM     | 12.02       | 6,044         | 13.0       | 12.4  | 11.7  | 12.3  | 1.7        | 1.9   | 1.9   | 2.0   | 14.3          | 14.1  | 15.2  | 13.8  | 4.1            | 4.9   | 5.1   | 5.5   | n.a.             | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| PLUS EXPRESSWAYS BHD        | PLUS MK    | 2.96        | 4,105         | 13.7       | 13.5  | 12.9  | 9.7   | 2.6        | 2.5   | 2.3   | 2.1   | 19.6          | 18.8  | 18.8  | 23.5  | 5.4            | 5.7   | 5.8   | 6.5   | n.a.             | 10.7  | 10.4  | 8.6   |
| CITRA MARGA NUSA            | CMNP IJ    | 820.00      | 143           | 13.6       | 13.6  | 13.3  | 10.9  | 1.1        | 1.1   | 1.1   | 1.0   | 9.1           | 9.8   | 9.2   | 10.5  | 1.1            | 3.4   | 4.1   | 4.7   | 7.9              | 7.4   | 6.7   | 6.3   |
| CCR                         | CCRO3 BZ   | 21.90       | 3,876         | 12.4       | 11.7  | 9.7   | 8.1   | 5.6        | 4.0   | 3.2   | 2.6   | 44.6          | 37.0  | 37.1  | 39.3  | n.a.           | 4.1   | 4.5   | 7.4   | 6.7              | 5.7   | 5.0   | 4.3   |
| MACQUARIE KOREA             | MIG AU     | 1.36        | 4,365         | 4.3        | -7.3  | 14.3  | 13.7  | 0.6        | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 12.4          | -13.0 | 4.3   | 4.2   | 14.7           | 14.7  | 10.4  | 10.0  | -2.9             | -6.6  | 10.2  | 9.1   |
| AUTOSTRADA TO-MI            | AT IM      | 4.43        | 292           | 3.3        | 3.3   | 3.4   | n.a.  | 0.4        | 0.4   | n.a.  | n.a.  | 12.8          | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 9.0            | 9.3   | n.a.  | n.a.  | 5.2              | n.a.  | n.a.  | n.a.  |
| CONNECTEAST GRP             | CEU AU     | 0.40        | 1,386         | n.a.       | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 0.5        | 0.5   | 0.6   | 0.6   | n.a.          | n.a.  | n.a.  | n.a.  | 20.4           | 11.6  | 5.1   | 6.6   | n.a.             | n.a.  | 19.9  | 14.6  |
| BANGKOK EXPRESS             | BECL TB    | 16.10       | 351           | 8.6        | 7.9   | 7.4   | 8.2   | 0.8        | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 9.0           | 9.5   | 17.6  | 19.3  | 6.8            | 6.7   | 6.8   | 7.1   | 6.7              | 6.4   | 6.3   | 6.8   |
| LINGKARAN TRANS             | LTK MK     | 2.11        | 291           | 9.9        | 9.9   | 9.8   | 9.6   | 2.1        | 1.6   | 1.7   | 1.6   | 11.8          | 15.0  | n.a.  | n.a.  | 5.1            | 10.1  | 7.4   | 8.0   | n.a.             | 7.8   | 8.0   | 7.6   |
| 平均值                         |            |             |               | 9.4        | 8.4   | 9.8   | 10.7  | 4.8        | 4.3   | 3.6   | 2.4   | 23.4          | 11.1  | 15.1  | 15.8  | 8.8            | 7.6   | 6.2   | 6.8   | 7.7              | 7.3   | 10.0  | 9.0   |
| *数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯   |            |             |               |            |       |       |       |            |       |       |       |               |       |       |       |                |       |       |       |                  |       |       |       |

\*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

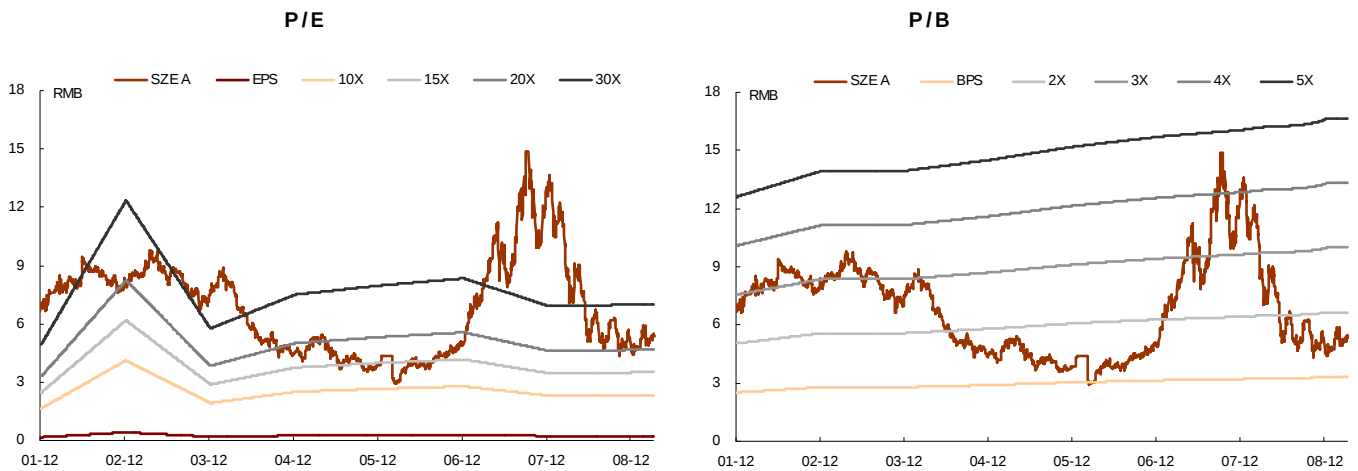
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 15: A 股交通基础设施上市公司估值比较

| 公司名称                           | 股票代码      | 股价<br>(RMB) | 市值<br>(US\$ m) | 市盈率<br>(X) |      |      |      |     | 市净率<br>(X) |      |      |      |      | 净资产收益率<br>(%) |      |     |      |      | 现金分红收益率<br>(%) |      |      |      |      | EV/EBITDA<br>(X) |       |     | CAGR | PEG |
|--------------------------------|-----------|-------------|----------------|------------|------|------|------|-----|------------|------|------|------|------|---------------|------|-----|------|------|----------------|------|------|------|------|------------------|-------|-----|------|-----|
|                                |           |             |                | 09-4-2     | 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 | 6.09        | 18,708         | 35.2       | 27.6 | 30.1 | 29.1 | 4.5 | 4.1        | 3.9  | 3.6  | 13.8 | 13.9 | 14.6          | 15.2 | 1.2 | 1.8  | 1.3  | 1.2            | 19.7 | 15.9 | 14.7 | 12.7 | 8%               | 4.4   |     |      |     |
| 天津港*                           | 600717.CH | 12.33       | 3,022          | 17.7       | 21.8 | 17.7 | 16.6 | 3.0 | 2.8        | 2.5  | 2.2  | 17.1 | 12.7 | 14.1          | 13.6 | 0.7 | 1.4  | 1.7  | 1.8            | 10.7 | 12.7 | 10.4 | 9.5  | 0%               | n.m.  |     |      |     |
| 盐田港*                           | 000088.CH | 7.17        | 1,306          | 13.8       | 16.6 | 20.3 | 20.3 | 2.5 | 2.1        | 2.0  | 1.9  | 19.0 | 13.7 | 10.1          | 9.6  | 3.3 | 2.8  | 2.3  | 2.3            | 9.3  | 9.5  | 10.7 | 10.2 | -18%             | n.m.  |     |      |     |
| 深赤湾*                           | 000022.CH | 13.01       | 1,067          | 12.6       | 14.3 | 20.7 | 20.7 | 3.2 | 3.1        | 3.0  | 2.9  | 25.7 | 21.4 | 14.7          | 14.0 | 5.2 | 4.6  | 3.2  | 3.2            | 6.8  | 7.3  | 9.7  | 9.3  | -22%             | n.m.  |     |      |     |
| 南京港                            | 002040.CH | 5.75        | 207            | 68.5       | 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.           | 34.2 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a.             | n.m.  |     |      |     |
| 日照港                            | 600017.CH | 6.17        | 1,138          | 44.1       | 24.4 | 17.6 | 15.0 | 3.1 | 2.5        | 2.3  | 2.1  | 7.5  | 10.9 | 12.8          | 13.3 | 0.8 | 0.6  | 1.1  | 1.2            | 24.1 | 14.5 | 10.7 | 9.1  | 58%              | 0.8   |     |      |     |
| 营口港                            | 600317.CH | 8.52        | 684            | 14.9       | 14.9 | 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 | 9.1  | 8.5  | 1%               | 24.4  |     |      |     |
| A股港口平均                         |           |             |                | 29.5       | 19.9 | 20.2 | 19.3 | 2.9 | 2.6        | 2.9  | 2.5  | 14.1 | 13.9 | 12.5          | 12.4 | 2.2 | 2.2  | 1.9  | 1.9            | 17.6 | 11.7 | 10.9 | 9.9  | 21%              | 1.4   |     |      |     |
| A股机场上市公司                       |           |             |                |            |      |      |      |     |            |      |      |      |      |               |      |     |      |      |                |      |      |      |      |                  |       |     |      |     |
| 上海机场*                          | 600009.CH | 14.50       | 4,089          | 16.5       | 32.0 | 25.4 | 19.1 | 2.4 | 2.3        | 2.1  | 1.9  | 14.6 | 7.1  | 8.3           | 10.1 | 1.0 | 0.5  | 0.7  | 0.9            | 14.6 | 15.4 | 12.9 | 11.0 | -19%             | n.m.  |     |      |     |
| 深圳机场*                          | 000089.CH | 6.52        | 1,613          | 23.1       | 40.1 | 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            | 16.8 | 17.7 | 10.8 | 9.3  | 10%              | 2.2   |     |      |     |
| 白云机场*                          | 600004.CH | 9.13        | 1,537          | 29.1       | 21.5 | 18.3 | 16.5 | 1.9 | 1.8        | 1.7  | 1.6  | 6.5  | 8.3  | 9.1           | 9.4  | 1.0 | 1.4  | 1.6  | 1.8            | 10.9 | 9.5  | 9.0  | 7.7  | 26%              | 1.1   |     |      |     |
| 厦门空港*                          | 600897.CH | 16.20       | 706            | 29.1       | 24.6 | 19.9 | 17.9 | 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                         |           |             |                | 24.5       | 29.6 | 20.6 | 17.8 | 2.9 | 2.7        | 2.5  | 2.3  | 12.2 | 9.6  | 12.1          | 12.8 | 1.2 | 0.9  | 1.4  | 1.5            | 15.1 | 14.4 | 11.1 | 9.6  | 9%               | 2.8   |     |      |     |
| A股高速公路上市公司                     |           |             |                |            |      |      |      |     |            |      |      |      |      |               |      |     |      |      |                |      |      |      |      |                  |       |     |      |     |
| 宁沪高速*                          | 600377.CH | 5.94        | 4,153          | 18.7       | 19.3 | 19.5 | 19.2 | 1.9 | 1.9        | 1.9  | 1.8  | 10.2 | 9.8  | 9.5           | 9.5  | 4.5 | 4.5  | 4.4  | 4.4            | 10.1 | 10.6 | 10.6 | 10.2 | -2%              | n.m.  |     |      |     |
| 皖通高速*                          | 600012.CH | 4.97        | 1,070          | 15.6       | 11.9 | 14.5 | 16.2 | 1.8 | 1.6        | 1.6  | 1.5  | 11.4 | 13.8 | 10.8          | 9.2  | 4.0 | 4.6  | 3.7  | 3.3            | 6.0  | 6.8  | 7.6  | 7.1  | 4%               | 4.2   |     |      |     |
| 深高速*                           | 600548.CH | 5.49        | 1,427          | 19.7       | 23.8 | 23.5 | 23.5 | 1.7 | 1.7        | 1.6  | 1.6  | 8.9  | 7.2  | 7.0           | 6.8  | 2.9 | 2.2  | 2.1  | 2.1            | 15.8 | 18.1 | 17.2 | 15.1 | -8%              | n.m.  |     |      |     |
| 福建高速                           | 600033.CH | 6.12        | 1,325          | 14.5       | 11.7 | 11.5 | 15.6 | 2.5 | 2.3        | 2.1  | 2.0  | 18.0 | 16.7 | 16.5          | 11.3 | 4.1 | 4.3  | 3.3  | 2.2            | 9.7  | 7.9  | 8.0  | 9.8  | 12%              | 1.2   |     |      |     |
| 赣粤高速                           | 600269.CH | 9.91        | 1,693          | 10.6       | 10.7 | 9.8  | 9.5  | 1.8 | 1.5        | 1.3  | 1.1  | 18.8 | 13.6 | 13.4          | 13.7 | 2.3 | 2.4  | 2.6  | 2.9            | 7.5  | 7.3  | 6.7  | 6.2  | 4%               | 2.6   |     |      |     |
| 粤高速*                           | 000429.CH | 4.73        | 767            | 12.0       | 14.9 | 17.4 | 18.4 | 1.8 | 1.7        | 1.6  | 1.5  | 14.8 | 11.6 | 8.9           | 8.0  | 3.6 | 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                       |           |             |                | 15.2       | 15.4 | 16.0 | 17.1 | 1.9 | 1.8        | 1.7  | 1.6  | 13.7 | 12.1 | 11.0          | 9.7  | 3.6 | 3.4  | 3.0  | 2.8            | 9.5  | 10.4 | 10.4 | 10.3 | -3%              | n.m.  |     |      |     |
| A股铁路上市公司                       |           |             |                |            |      |      |      |     |            |      |      |      |      |               |      |     |      |      |                |      |      |      |      |                  |       |     |      |     |
| 铁龙物流*                          | 600125.CH | 7.48        | 1,099          | 22.2       | 25.5 | 25.4 | 22.0 | 2.9 | 3.1        | 2.8  | 2.5  | 13.0 | 12.0 | 11.0          | 11.5 | 0.0 | 0.8  | 0.8  | 0.8            | 11.8 | 11.8 | 8.5  | 6.7  | -6%              | n.m.  |     |      |     |
| 广深铁路*                          | 601333.CH | 4.60        | 4,376          | 22.8       | 22.2 | 21.5 | 22.8 | 1.5 | 1.4        | 1.4  | 1.3  | 6.6  | 6.5  | 6.4           | 5.8  | 1.7 | 1.8  | 1.8  | 1.7            | 10.2 | 10.3 | 9.2  | 9.0  | 3%               | 7.9   |     |      |     |
| 大秦铁路*                          | 601006.CH | 9.38        | 17,814         | 19.9       | 17.4 | 16.1 | 13.9 | 3.2 | 3.0        | 2.8  | 2.6  | 16.3 | 17.4 | 17.5          | 18.7 | 3.2 | 3.5  | 3.7  | 4.3            | 10.3 | 9.6  | 8.2  | 6.9  | 11%              | 1.8   |     |      |     |
| A股铁路平均                         |           |             |                | 21.6       | 21.7 | 21.0 | 19.6 | 2.5 | 2.5        | 2.3  | 2.2  | 12.0 | 12.0 | 11.6          | 12.0 | 1.6 | 2.0  | 2.1  | 2.3            | 10.8 | 10.6 | 8.6  | 7.5  | 2%               | 14.3  |     |      |     |
| A股基础设施上市公司平均值                  |           |             |                |            |      |      |      |     |            |      |      |      |      |               |      |     |      |      |                |      |      |      |      |                  |       |     |      |     |
| A股基础设施上市公司中值                   |           |             |                |            |      |      |      |     |            |      |      |      |      |               |      |     |      |      |                |      |      |      |      |                  |       |     |      |     |
| 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

图 16: 历史 P/E and P/B bands



资料来源: 中金公司研究部, 彭博资讯

## 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。