



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 7 日

高速公路行业

研究部

黄文龙

分析员, SAC 执业证书编号: S0080210030006
huangwl@cicc.com.cn

任重

分析员, SAC 执业证书编号: S0080209070097
huangwl@cicc.com.cn

陶薇

分析员, SAC 执业证书编号: S0080205070024
taovivian@cicc.com.cn

中性

皖通高速(600012.CH)

2009 年业绩略好于预期

2009 年业绩略高于预期:

皖通高速公布 2009 年业绩:收入达到人民币 17.72 亿元,同比提高 5.2%;净利润 6.73 亿元,对应每股盈利 0.41 元,同比下滑 2.85%,略高于我们预期 3.0%,主要由于本期冲回 1478 万元所得税费用所致(2008 年度财政补贴款相关所得税费用于 2009 年度抵减)。公司宣布期末股息每股 0.2 元,对应 49%的派息率。

正面:

- 2010 年前两个月皖通高速车流量恢复明显,主要路产均录得 11.0%~28.7%的车流量同比增幅,公司合计路费收入同比增长 15.5%,好于我们预期;
- 合宁高速和高界高速(合计贡献 65%的收入)改扩建工程已经全部完成,公司车流量有望在皖江规划带动下进入快速增长期;

负面:

- 改扩建工程完成后贷款利息不再资本化,预计 2010 年财务费用将同比增长 69%至 1.19 亿元。
- 工程竣工带来新增折旧摊销费用,预计 2010 年相关费用将同比增长 13.6%至 4.42 亿元。

发展趋势:

公司三条最主要的路段合宁高速、宣广高速和高界高速合计贡献了公司 80%的盈利,均直接位于皖江城市带内,直接受益于产业转移示范区规划带来的车流量增长。由于公司采用直线折旧法,成本相对固定,经营杠杆的存在使得业绩对收入增长的敏感性较高。根据我们测算,10%的路费收入增长将带来 15%净利润提升。我们将密切关注公司 3、4 月份的车流量数据,如果持续向好将进一步上调公司盈利并考虑调整公司投资评级。

盈利预测调整:

我们根据 2010 年前两个月好于预期的车流量数据上调公司收入预测并上调财务费用以及折旧摊销费用预测。综合而言,分别上调 2010、2011 年盈利预测 16.8%和 12.7%至人民币每股 0.41 元和 0.42 元。

估值与建议:

目前 A 股股价对应 18.3 倍 2010 和 17.7 倍 2011 年市盈率,对应的 2010 年现金分红收益率 2.7%,估值处于 A 股高速公路板块估值中端,当前股价已经部分反映了皖江规划带来的利好,我们暂维持“中性”评级不变。

主要财务信息

(人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,689	1,684	1,772	1,960	2,088
(+/-%)	2	(0)	5	11	7
净利润	530	693	673	680	702
(+/-%)	(35)	31	(3)	1	3
经常性损益净利润	655	665	682	680	702
(+/-%)	(20)	2	3	(0)	3
每股盈利(元)	0.32	0.42	0.41	0.41	0.42
经常性损益每股盈利(元)	0.40	0.40	0.41	0.41	0.42
每股经营现金流(元)	0.70	0.62	0.69	0.87	0.86
市盈率(X)	23.5	17.9	18.5	18.3	17.7
经常性损益市盈率(X)	19.0	18.7	18.2	18.3	17.7
市净率(X)	2.7	2.5	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	9.3	10.3	10.3	9.5	9.1
现金分红收益率(%)	2.7	3.1	2.7	2.7	2.8
净资产收益率(%)	11.4	13.9	12.7	12.0	11.7

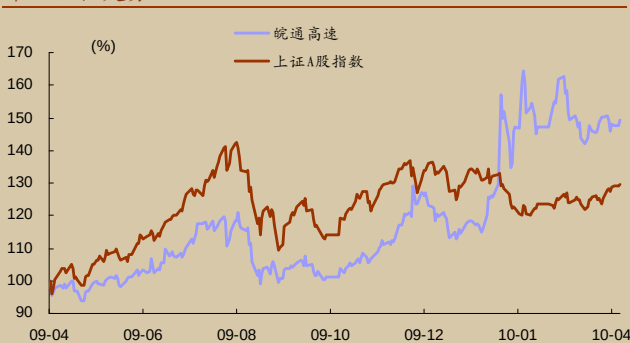
股票信息

	H股	A股
当前股价	港币 5.38	人民币 7.50
股票代码	995.HK	600012.CH
日成交量(百万股)	0.51	12.41
52周最高/最低价	港币 5.88/3.38	人民币 8.49/4.88
总市值(百万元)	6270.9	4737.9
发行股数(百万股)	1658.6	1658.6
其中:流通股(百万股)	493.0	631.7
主要股东(持股比例)	安徽省高速公路总公司(31.27%) 华建交通经济开发中心(20.92%)	

最近股价走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600012.CH]	+0.00	-1.32	+27.55	+26.26
[上证指数]	+0.96	+4.47	-2.97	-3.65
[中金A股交通基础设施指数]	+1.09	-1.28	+10.64	+6.85

最近估值走势



资料来源:彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

图表 1：2009 业绩分析

(人民币百万元)	季度数据						年度数据			中金评论
	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	QoQ %	YoY %	2009	2008	YoY %	
主营业务收入	450	407	446	469	5.0	12.9	1,772	1,684	5.2	车流量环比逐月恢复。
减：主营业务成本	-124	-115	-141	-168	18.6	50.0	-548	-491	11.6	合宁高速和高界高速大修结束后新增折旧费用。
主营业务税金及附加	-16	-11	-15	-16	6.8	17.6	-58	-54	7.4	
主营业务利润	310	280	290	285	-1.7	-1.6	1,166	1,138	2.4	
毛利率	68.9%	68.8%	65.0%	60.9%			65.8%	67.6%		
减：管理费用	-37	-26	-37	-41	10.4	3.4	-142	-129	10.3	大修结束后停止资本化，财务费用上升。
财务费用	-11	-10	-17	-31	81.7	123.0	-68	-61	11.5	
加：投资收益	0	0	1	2			4	4		
营业利润	262	245	237	215	-9.2	-9.6	959	952	0.7	
营业利润率	58.3%	60.1%	53.1%	45.9%			54.1%	56.6%		
营业外支出净额	1	1	0	-11			-8	36		
利润总额	264	246	238	204	-14.1	-4.0	951	989	-3.8	
税前利润率	58.6%	60.4%	53.2%	43.6%			53.7%	58.7%		
减：所得税	-64	-47	-58	-51	-11.2	-5.6	-220	-247	-10.8	财政补贴款相关所得税费用1478万元于2009年度抵减。
减：少数股东权益	-14	-13	-15	-15			-57	-48		
净利润	185	186	164	138	-16.0	-6.7	673	693	-2.9	尽管主营业务收入上升，折旧和财务费用上升使得4季度业绩录得同比、环比下降。
净利润率	41.2%	45.7%	36.8%	29.5%			38.0%	41.2%		
摊薄每股净利润（元）	0.112	0.112	0.099	0.083	-16.0	-6.7	0.406	0.418	-2.9	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：2009 年日均车流量及通行费收入明细

	日均全程车流量 (千辆)			通行费收入 (人民币百万元)		
	2009	2008	YoY %	2009	2008	YoY %
合宁高速	15.4	13.8	11.6	663	585	13.3
宣广高速	12.2	10.5	16.5	336	298	12.5
高界高速	9.9	9.4	4.9	435	442	-1.4
连霍高速	6.9	7.3	-5.7	172	198	-13.2
205国道天长段新线	5.7	6.0	-3.9	45	44	2.1
宁淮高速公路天长段	13.7	11.1	23.9	56	43	31.8
合计	63.9	58.1	10.0	1,707	1,610	6.0

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：2009 年客货车比例及单车费率明细

	客货车比例		单车通行费收入 (人民币元)		
	2009	2008	2009	2008	YoY %
合宁高速	62 : 38	59 : 41	117.5	115.4	1.8
宣广高速	54 : 46	50 : 50	75.2	77.6	-3.1
高界高速	42 : 58	38 : 62	120.9	128.3	-5.8
连霍高速	43 : 57	35 : 65	68.6	74.3	-7.8
205国道天长段新线	42 : 58	44 : 56	21.4	20.1	6.6
宁淮高速天长段	74 : 26	72 : 28	11.3	10.6	6.7

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 皖通高速车流量数据

		09-Jan	09-Feb	09-Mar	09-Apr	09-May	09-Jun	09-Jul	09-Aug	09-Sep	09-Oct	09-Nov	09-Dec	10-Jan	10-Feb	前两个月合计增长率
合宁高速	日均车流量	18,630	15,680	14,072	15,559	11,749	13,991	14,751	15,047	16,714	17,409	15,518	16,255	17,676	25,392	25.5%
	同比增速	69.8%	-2.5%	-3.1%	5.7%	-15.4%	8.3%	-0.5%	10.6%	17.0%	31.9%	8.6%	24.9%	-5.1%	61.9%	
	环比增速	43.2%	-15.8%	-10.3%	10.6%	-24.5%	19.1%	5.4%	2.0%	11.1%	4.2%	-10.9%	4.7%	8.7%	43.7%	
宣广高速	日均车流量	13,790	12,043	11,197	12,268	11,537	10,861	11,339	12,115	12,832	14,109	12,074	12,540	13,382	19,861	28.7%
	同比增速	64.4%	-0.8%	-2.3%	14.4%	5.2%	8.1%	10.4%	16.8%	20.0%	31.1%	22.6%	20.8%	-3.0%	64.9%	
	环比增速	32.8%	-12.7%	-7.0%	9.6%	-6.0%	-5.9%	4.4%	6.8%	5.9%	10.0%	-14.4%	3.9%	6.7%	48.4%	
高界高速	日均车流量	11,737	9,822	8,973	9,532	7,111	8,537	8,991	9,138	9,962	10,286	9,375	9,561	10,429	15,400	19.8%
	同比增速	42.4%	-9.8%	-13.2%	-7.6%	-27.1%	-3.5%	-2.8%	5.0%	6.3%	15.1%	0.0%	7.5%	-11.1%	56.8%	
	环比增速	31.9%	-16.3%	-8.6%	6.2%	-25.4%	20.1%	5.3%	1.6%	9.0%	3.3%	-8.9%	2.0%	9.1%	47.7%	
连霍高速	日均车流量	6,868	6,500	6,541	7,187	5,659	6,445	6,900	7,572	7,789	7,941	6,467	6,524	6,752	8,080	11.0%
	同比增速	18.8%	-12.1%	-15.2%	-10.2%	-29.0%	-15.4%	-10.8%	13.8%	6.1%	3.7%	-11.9%	5.0%	-1.7%	24.3%	
	环比增速	10.5%	-5.4%	0.6%	9.9%	-21.3%	13.9%	7.1%	9.7%	2.9%	2.0%	-18.6%	0.9%	3.5%	19.7%	
205国道天长段	日均车流量	5,067	4,388	5,307	5,803	5,665	5,367	5,608	6,059	6,410	6,575	6,348	6,524	5,259	5,823	17.2%
	同比增速	-26.2%	-25.5%	-22.7%	-16.4%	-13.8%	-11.2%	-7.7%	2.8%	10.4%	24.9%	31.2%	39.0%	3.8%	32.7%	
	环比增速	8.0%	-13.4%	20.9%	9.3%	-2.4%	-5.3%	4.5%	8.0%	5.8%	2.6%	-3.5%	2.8%	-19.4%	10.7%	
宁淮高速天长段	日均车流量	14,731	11,793	12,419	13,816	13,743	13,185	13,533	14,296	15,008	15,623	13,213	12,885	12,885	17,707	15.3%
	同比增速	81.1%	-0.9%	17.4%	23.6%	27.3%	29.0%	24.9%	33.8%	20.9%	22.5%	12.8%	11.0%	-12.5%	50.1%	
	环比增速	26.9%	-19.9%	5.3%	11.2%	-0.5%	-4.1%	2.6%	5.6%	5.0%	4.1%	-15.4%	-2.5%	0.0%	37.4%	
皖通高速旗下路段收入合计	日均收入(千元)	4,499	4,593	4,501	4,724	4,446	4,305	4,404	4,665	5,017	4,927	4,845	5,034	5,265	5,239	15.5%
	同比增速	19.8%	24.9%	-9.0%	-4.6%	-5.6%	-2.5%	-0.7%	7.9%	9.4%	15.4%	11.6%	16.8%	17.0%	14.1%	
	环比增速	4.4%	2.1%	-2.0%	5.0%	-5.9%	-3.2%	2.3%	5.9%	7.5%	-1.8%	-1.7%	3.9%	4.6%	-0.5%	

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 5: 盈利预测主要假设

重要假设	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
日均车流量(辆)					
合宁高速	13,846	15,446	17,763	19,539	21,493
同比增长率	-3%	12%	15%	10%	10%
宣广高速	10,498	12,229	13,696	15,066	16,573
同比增长率	5%	16%	12%	10%	10%
高界高速	9,403	9,866	11,050	12,155	13,370
同比增长率	-2%	5%	12%	10%	10%
连霍高速	7,281	6,868	7,280	7,717	8,180
同比增长率	3%	-6%	6%	6%	6%
205国道天长段新线	5,980	5,744	5,629	5,517	5,406
同比增长率	-25%	-4%	-2%	-2%	-2%
占主营业务收入的比例					
折旧与摊销成本	21%	22%	23%	23%	22%
大修养护成本	5%	4%	4%	4%	4%
管理费用	8%	8%	9%	9%	9%
所得税税率	25%	23%	25%	25%	25%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 6：盈利预测调整

A股		2010E	2011E
主营业务收入 (人民币百万元)	调整前	1708	1763
	调整后	1960	2088
	(+/-%)	14.7	18.5
净利润 (人民币百万元)	调整前	582	623
	调整后	680	702
	(+/-%)	16.8	12.7
每股盈利 (人民币元)	调整前	0.35	0.38
	调整后	0.41	0.42
	(+/-%)	16.8	12.7

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7：DCF 估值

无风险利率	3.5%
风险溢价	8.0%
Beta	1.00
股权成本	11.5%
税前债务成本	5.5%
税率	25.0%
税后债务成本	4.1%
目标负债率	25%
加权资本成本	9.7%

WACC	A股自由现金流量假设变化(人民币)				
	-20%	-10%	0%	10%	20%
8.9%	4.40	5.13	5.85	6.57	7.30
9.3%	4.22	4.92	5.63	6.33	7.03
9.7%	4.05	4.73	5.41	6.09	6.77
10.1%	3.89	4.55	5.21	5.86	6.52
10.5%	3.73	4.37	5.01	5.65	6.29

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 历史和预测的财务指标

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,689	1,684	1,772	1,960	2,088
主营业务成本	-414	-491	-548	-628	-682
其中: 折旧与摊销	-338	-346	-390	-442	-484
主营业务利润	1,220	1,138	1,166	1,274	1,344
管理费用	-95	-129	-142	-167	-178
财务费用	1	-61	-68	-119	-141
营业利润	1,126	948	955	988	1,026
税前利润	1,123	989	951	992	1,030
所得税	-507	-247	-220	-248	-257
少数股东损益	-87	-48	-57	-64	-70
净利润	530	693	673	680	702
现金流量表 (人民币百万元)					
经营活动现金流	1,166	1,034	1,143	1,449	1,420
投资活动现金流	-792	-1,245	-837	-1,078	-1,275
筹资活动现金流	-367	335	206	-939	13
现金及现金等价物净增加额	7	124	512	-568	159
资产负债表 (人民币百万元)					
流动资产	426	553	1,068	502	663
固定资产	652	601	571	477	382
在建工程	106	122	161	0	0
长期投资	48	72	79	42	42
无形资产	6,128	7,213	7,657	8,585	9,471
总资产	7,388	8,587	9,574	9,631	10,583
短期借款	1,390	2,225	985	500	1,000
其他流动负债	803	799	720	850	873
长期借款	0	0	1,972	1,972	1,972
其它长期负债	336	345	366	366	366
股东权益	4,638	4,998	5,295	5,642	6,001
少数股东权益	220	220	236	301	371
财务指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
资产收益率(%)	7.2	8.1	7.0	7.1	6.6
净资产收益率(%)	11.4	13.9	12.7	12.0	11.7
投入资本收益率(%)	8.5	9.3	7.9	8.1	7.5
每股盈利(元)	0.32	0.42	0.41	0.41	0.42
每股分红(元)	0.20	0.23	0.20	0.20	0.21
每股净资产(元)	2.80	3.01	3.19	3.40	3.62
每股经营现金流(元)	0.70	0.62	0.69	0.87	0.86
毛利率(%)	72%	68%	66%	65%	64%
经营利润率(%)	67%	56%	54%	50%	49%
净利润率(%)	31%	41%	38%	35%	34%
净债务/净资产(%)	21%	34%	36%	35%	39%
利息保障倍数 - 净利润(x)	288.9	10.6	9.4	5.6	4.9
利息保障倍数 - EBITDA(x)	796.5	21.3	19.6	12.8	11.6
利息保障倍数 - 现金(x)	218.3	6.2	7.4	8.6	3.3

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 9：收费公路公司估值表

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)				
				2010-4-6	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2009E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E
A股高速公路上市公司																								
粤高速*	000429.CH	6.03	984	19.0	20.9	23.4	26.4	2.2	2.0	1.9	1.8	11.6	9.4	8.0	6.7	1.7	1.5	1.3	1.2	12.2	13.7	14.5	12.2	
粤高速B*	200429.CH	4.04	1,119	11.2	12.4	13.4	14.6	1.3	1.2	1.1	1.0	11.6	9.4	8.0	6.7	2.8	2.6	2.4	2.2	8.2	7.4	10.3	9.3	
深高速*	600548.CH	6.52	1,761	28.3	26.3	24.8	24.1	2.0	1.7	1.7	1.6	7.2	6.6	6.8	6.7	1.8	1.8	2.0	2.1	20.0	17.3	15.7	14.7	
皖通高速*	600012.CH	7.50	1,622	17.9	18.5	18.3	17.7	2.5	2.3	2.2	2.1	13.9	12.7	12.0	11.7	3.1	2.7	2.7	2.8	10.3	10.3	9.5	9.1	
宁沪高速*	600377.CH	8.07	5,665	26.2	20.2	17.9	15.3	2.6	2.4	2.4	2.2	9.8	12.0	13.2	14.6	3.3	3.8	4.3	5.1	13.2	11.9	9.9	8.7	
福建高速	600033.CH	7.74	2,075	14.6	16.1	18.1	17.8	2.7	2.4	2.2	1.9	19.4	17.0	14.0	13.1	1.9	1.9	1.4	2.5	n.a.	11.4	13.0	10.9	
赣粤高速	600269.CH	8.08	2,764	17.2	15.8	15.0	14.5	2.3	2.4	2.1	1.8	16.3	14.5	13.9	13.8	1.4	1.5	1.6	2.0	n.a.	10.3	9.4	8.8	
中原高速	600020.CH	4.87	1,527	37.9	25.6	23.2	n.a.	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	5.1	n.a.	n.a.	n.a.	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
山东高速	600350.CH	6.15	3,031	16.7	20.2	17.1	15.0	2.3	2.2	2.0	1.9	14.4	12.1	11.7	12.7	2.7	2.4	2.8	3.5	n.a.	9.1	8.3	7.8	
楚天高速	600035.CH	7.41	1,011	23.2	21.0	17.3	15.6	2.7	2.5	2.3	2.1	11.5	12.1	13.2	13.2	2.2	1.8	2.0	2.3	n.a.	12.3	10.9	9.9	
四川成渝	601107.CH	9.57	3,556	44.9	34.5	29.4	27.0	4.2	3.9	3.6	3.2	9.4	11.4	12.3	12.0	0.0	0.7	0.9	1.0	25.5	18.4	15.6	13.9	
平均值				22.4	21.1	19.7	18.6	2.3	2.3	2.1	1.9	11.6	11.5	11.2	11.0	2.1	2.1	2.2	2.5	16.4	12.6	11.7	10.6	
H股高速公路上市公司																								
浙江沪杭甬*	576.HK	7.10	3,971	14.3	15.1	13.8	12.2	2.0	1.9	1.8	1.6	13.8	12.7	12.7	13.1	5.0	4.0	4.3	4.9	7.1	6.7	5.8	4.8	
宁沪高速*	177.HK	7.33	5,665	20.4	15.9	13.5	11.5	2.2	2.1	1.9	1.8	10.9	13.3	14.4	15.4	4.2	4.8	5.7	6.6	11.2	10.1	8.3	7.2	
深圳高速*	548.HK	4.07	1,761	15.5	14.5	13.2	12.4	1.1	1.0	0.9	0.8	7.2	6.6	6.8	6.7	3.3	4.4	5.5	5.8	14.5	13.0	11.9	10.9	
皖通高速*	995.HK	5.38	1,622	11.7	11.8	11.3	10.5	1.5	1.5	1.4	1.2	13.1	12.6	12.0	11.6	4.9	4.2	4.4	4.7	7.0	7.0	6.5	6.1	
越秀高速*	1052.HK	3.96	853	10.9	15.3	9.9	8.9	0.8	0.8	0.7	0.7	7.2	5.0	7.3	7.9	4.0	4.0	6.1	6.8	6.3	8.5	5.4	4.5	
合和公路	737.HK	5.38	2,052	15.1	15.7	14.7	15.5	1.9	1.9	1.9	1.9	10.7	12.0	12.6	12.5	6.5	6.3	6.8	6.4	10.9	10.7	9.6	9.4	
四川成渝	107.HK	4.54	3,556	21.3	15.4	13.7	12.8	2.1	1.8	1.8	1.6	9.8	11.9	13.1	14.8	0.0	3.5	2.4	2.5	20.1	17.5	14.3	12.6	
平均值				15.6	14.8	12.9	12.0	1.7	1.6	1.5	1.4	10.4	10.6	11.3	11.7	4.0	4.5	5.0	5.4	11.0	10.5	8.8	7.9	
国际高速公路上市公司																								
ATLANTIA SPA	ATL IM	10.61	696	21.5	11.6	11.1	8.2	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.4	2.8	3.9	3.9	6.8	6.5	5.9	4.9	
SIAS SPA	SIS IM	6.98	1,184	20.7	14.5	13.8	13.5	1.2	1.3	1.1	1.1	6.3	9.2	10.3	10.3	2.9	3.7	3.9	3.8	6.3	6.1	5.5	4.7	
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	ABE SM	14.58	7,650	16.3	15.6	15.1	13.9	1.9	2.7	2.6	2.5	17.0	18.7	17.7	18.9	3.9	4.2	4.4	4.6	11.2	11.0	10.5	10.0	
PLUS EXPRESSWAYS BHD	PLUS MK	3.40	5,300	15.7	14.5	13.8	10.2	3.0	2.8	2.7	2.4	19.6	19.9	19.7	24.3	4.7	5.0	5.1	5.7	12.1	11.2	10.9	8.7	
CITRA MARGA NUSA	CMNP IJ	890.00	197	24.6	13.9	13.1	9.4	1.2	n.a.	n.a.	n.a.	5.2	7.9	8.5	10.9	1.0	n.a.	n.a.	n.a.	7.4	6.9	6.6	5.7	
CCR	CCRO3 BZ	39.25	9,837	22.2	22.5	18.5	16.6	9.7	5.9	5.2	4.8	44.6	36.1	32.9	34.0	n.a.	2.6	3.3	4.0	10.8	10.5	8.9	7.9	
AUTOSTRADA TO-MI	AT IM	10.61	696	21.5	11.6	11.1	8.2	0.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	2.4	2.8	3.9	3.9	6.8	6.5	5.9	4.9	
CONNECTEAST GRP	CEU AU	0.46	1,930	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.8	1.0	1.1	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.1	4.3	3.3	3.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
BANGKOK EXPRESS	BECL TB	20.40	485	10.9	9.2	8.8	10.4	0.9	0.9	0.9	0.8	9.0	21.5	21.8	24.3	5.4	5.7	5.9	5.7	6.2	6.2	6.1	6.5	
LINGKARAN TRANS	LTK MK	3.02	471	14.6	16.1	14.5	12.1	3.6	3.3	3.2	2.9	15.2	n.a.	n.a.	n.a.	8.3	5.5	5.5	5.5	9.6	9.5	9.3	8.4	
平均值				18.6	14.8	13.7	11.9	21.6	4.7	3.4	3.4	14.6	19.5	17.1	18.4	3.9	4.2	4.5	4.7	9.9	9.5	9.0	8.1	
*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，公司数据，中金公司研究部

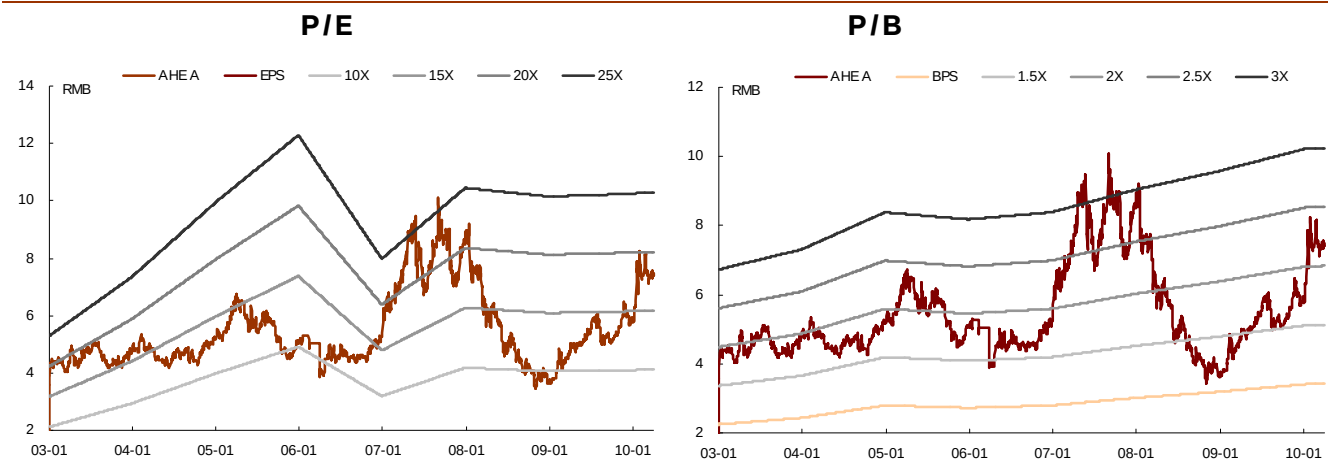
图表 10: A 股交通基础设施公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (RMB)	市值 (US\$ 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)				CAGR 08-11	PEG 08A
				08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E		
A股港口上市公司																									
上港*	600018.CH	5.65	17,375	25.7	31.5	27.9	25.1	4.0	3.7	3.5	3.3	15.5	11.7	12.5	13.0	1.8	1.7	1.9	2.1	13.2	15.8	14.1	12.9	1%	35.1
天津港*	600717.CH	11.93	2,927	21.2	29.8	24.3	23.1	2.2	2.1	2.0	1.9	10.5	7.1	8.2	8.1	0.0	1.0	1.2	1.3	12.6	12.9	11.9	10.6	-3%	n.m.
盐田港*	000088.CH	8.83	1,611	19.2	23.9	22.3	19.5	2.9	2.5	2.4	2.2	15.3	11.2	10.9	11.7	2.7	2.1	2.2	2.6	20.7	15.0	13.9	12.0	0%	n.m.
深赤湾*	000022.CH	15.97	1,395	16.0	23.4	19.3	16.6	3.7	3.6	3.2	2.9	23.3	15.3	16.7	17.6	3.1	2.1	2.6	3.0	9.3	11.6	9.8	8.5	-1%	n.m.
日照港*	600017.CH	8.04	1,779	46.4	34.9	24.0	20.1	4.0	2.7	2.5	2.2	8.7	7.8	10.3	11.1	0.6	0.0	1.3	1.4	16.3	14.7	10.9	10.7	32%	1.4
营口港*	600317.CH	9.24	1,486	33.8	52.1	46.4	35.4	3.2	3.1	2.9	2.6	9.6	5.9	6.2	7.5	0.0	1.1	0.0	0.0	8.6	17.6	15.7	13.9	-2%	n.m.
锦州港*	600190.CH	6.31	1,354	60.0	68.1	47.7	50.1	6.3	2.8	2.6	2.5	10.4	4.0	5.5	5.0	0.6	0.4	0.5	0.5	19.1	25.9	23.6	21.5	6%	9.7
A股港口平均				31.8	37.7	30.3	27.1	3.8	2.9	2.7	2.5	13.3	9.0	10.0	10.6	1.3	1.2	1.4	1.6	14.3	16.2	14.3	12.9	5%	5.9
A股机场上市公司																									
上海机场*	600009.CH	18.80	5,307	42.2	56.9	32.3	27.0	2.9	2.8	2.6	2.4	7.0	4.9	8.1	8.9	0.3	0.2	0.3	0.4	20.5	19.9	15.5	13.6	16%	2.6
深圳机场*	000089.CH	7.47	1,850	52.6	23.9	20.6	19.3	2.7	2.5	2.3	2.1	5.2	10.5	11.1	10.8	0.3	0.8	0.9	0.9	22.5	13.9	11.0	9.6	40%	1.3
白云机场*	600004.CH	11.75	1,980	27.8	26.9	22.5	21.2	2.3	2.2	2.0	1.9	8.3	8.1	9.1	9.0	1.4	1.1	1.3	1.4	11.6	11.2	9.5	8.4	9%	2.9
厦门空港*	600897.CH	19.95	870	30.5	21.8	21.3	20.2	5.3	4.8	4.4	4.0	17.5	21.8	20.5	19.9	0.0	0.0	0.0	0.0	18.8	12.8	12.4	11.6	15%	2.1
A股机场平均				38.3	32.4	24.1	21.9	3.3	3.1	2.8	2.6	9.5	11.4	12.2	12.1	0.5	0.5	0.6	0.7	18.3	14.5	12.1	10.8	20%	1.9
A股高速公路上市公司																									
宁沪高速*	600377.CH	8.07	5,665	26.2	20.2	17.9	15.3	2.6	2.4	2.4	2.2	9.8	12.0	13.2	14.6	3.3	3.8	4.3	5.1	13.2	11.9	9.9	8.7	20%	1.3
皖通高速*	600012.CH	7.50	1,622	17.9	18.5	18.3	17.7	2.5	2.3	2.2	2.1	13.9	12.7	12.0	11.7	3.1	2.7	2.7	2.8	10.3	10.3	9.5	9.1	0%	43.0
深高速*	600548.CH	6.52	1,761	28.3	26.3	24.8	24.1	2.0	1.7	1.7	1.6	7.2	6.6	6.8	6.7	1.8	1.8	2.0	2.1	20.0	17.3	15.7	14.7	5%	5.2
福建高速*	600033.CH	7.74	2,075	14.6	16.3	18.1	18.1	2.7	2.4	2.2	1.9	19.4	17.1	14.3	13.3	1.9	1.8	1.4	2.5	n.a.	11.4	13.0	10.9	-7%	n.m.
赣粤高速*	600269.CH	8.08	2,764	17.2	16.8	15.8	14.5	2.3	2.4	2.1	1.8	16.3	14.2	13.8	13.7	1.4	1.5	1.6	2.0	n.a.	10.3	9.4	8.8	6%	3.0
粤高速*	000429.CH	6.03	984	19.0	20.9	23.4	26.4	2.2	2.0	1.9	1.8	11.6	9.4	8.0	6.7	1.7	1.5	1.3	1.2	12.2	13.7	14.5	12.2	-10%	n.m.
A股高速公路平均				20.5	19.8	19.7	19.4	2.4	2.2	2.1	1.9	13.0	12.0	11.3	11.1	2.2	2.2	2.2	2.6	13.9	12.5	12.0	10.7	2%	10.4
A股铁路上市公司																									
铁龙物流*	600125.CH	11.24	1,654	38.3	30.6	26.9	24.7	4.6	4.1	3.6	3.2	12.0	13.4	13.4	13.0	0.5	0.5	0.5	0.5	26.2	21.6	18.4	0.2	16%	2.4
广深铁路*	601333.CH	4.50	4,303	26.3	23.7	23.3	21.3	1.4	1.4	1.3	1.3	5.4	5.8	5.7	5.9	1.8	2.0	2.0	2.2	12.7	11.7	11.2	0.1	7%	3.6
大秦铁路* (资产收购前)	601006.CH	9.80	18,631	19.0	20.4	16.3	14.9	3.2	3.0	2.8	2.6	16.6	14.5	16.9	17.1	3.1	2.9	3.6	3.9	12.9	12.1	9.7	0.1	8%	2.3
大秦铁路* (资产收购后)	601006.CH	9.80	18,631	n.a.	17.0	13.8	12.1	n.a.	2.1	2.0	n.a.	n.a.	12.6	14.4	0.0	n.a.	3.5	4.3	0.0	23.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
A股铁路平均				27.9	24.9	22.2	20.3	3.1	2.8	2.6	2.3	11.3	11.2	12.0	12.0	1.8	1.8	2.0	2.2	17.3	15.1	13.1	0.1	11%	2.5
A股基础设施上市公司平均值				27.5	27.3	23.5	21.3	3.0	2.7	2.5	2.3	12.3	11.1	11.5	11.6	1.5	1.5	1.6	1.9	15.4	14.0	12.4	9.3	9%	3.1
A股基础设施上市公司中值				26.2	23.9	22.5	20.2	2.7	2.5	2.4	2.2	11.6	11.2	11.1	11.7	1.7	1.5	1.4	2.0	13.2	12.9	11.9	10.6	9%	2.9

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, 公司数据, 中金公司研究部

图表 11: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部

北京

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。