



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

首次覆盖
研究报告

2010 年 12 月 23 日

收费公路

研究部

任重

分析师, SAC 执业证书编号: S0080209070097
renzong@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208020077
yangxin@cicc.com.cn

推荐

五洲交通 (600368.CH)

最给力的业绩, 公路+地产+物流三驾马车齐头并进

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	241	397	1,270	839
(+/-%)	15	65	220	(34)
净利润	143	247	464	472
(+/-%)	51	73	88	2
经常性损益净利润	143	247	464	472
(+/-%)	46	72	88	2
每股盈利(元)	0.26	0.44	0.83	0.85
市盈率(X)	28.8	16.7	8.9	8.7
市净率(X)	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	22.1	20.2	7.9	7.9
现金分红收益率(%)	1.1	1.9	3.5	3.6
净资产收益率(%)	6.6	10.6	17.5	15.9

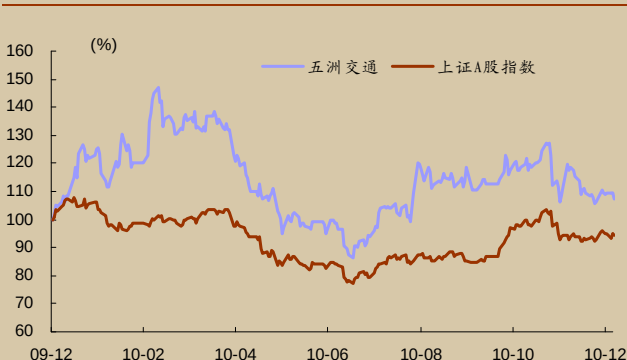
股票信息

A股	
当前股价	7.4
股票代码	600368.CH
日成交量(百万股)	3.94
52周最高价/最低价	人民币10.63/5.82
发行股数(百万股)	555.9
其中:流通股(百万股)	555.9
主要股东(持股比例)	广西交通投资集团有限公司 (33.96%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600368.CH]	+0.13	-1.82	-7.57	+0.89
[上证指数]	-2.41	-1.26	+9.73	-13.09
[中金A股交通运输指数]	+2.35	+1.03	+1.34	-19.33

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

投资亮点:

我们首次覆盖五洲交通, 给予“推荐”的投资评级。公司位处广西, 将充分受益于产业转移和东盟自由贸易区政策带来的物流快速增长。其中, **收费公路**主业不仅具备费率上调的可能, 并且将于 2012 年迎来路网贯通效应; **房地产业务**将于未来两年结算, 带来确定性强的盈利高速增长; **物流业务**逐步进入正轨, 公司亦计划抓住发展物流业务的机遇扩大土地储备, 长期盈利增长值得期待。

- **收费公路业务看提价和路网贯通:** 如果广西省高速公路费率提升至行业平均水平, 盈利增厚约 25.1%。2012 年全线贯通的南宁-昆明-攀枝花-成都通道将显著提升坛百高速过境车流量, 带来 0.8 亿新增利润并带动公路业务盈利较 2011 年提升 42%。公路主业盈利 2012~2013 年将达到每股 0.51 元和 0.61 元。
- **房地产业务 2011、2012 全面释放盈利:** 目前公司五洲国际项目已经预售 70%, 金桥市场摊位亦已完成预售计划, 均将在 2011 年开始结算。我们预计房地产业务将于 2011、2012 年分别确认每股 0.36 元和每股 0.20 元的盈利, 相当于当年盈利的 43%和 23%。
- **物流业务 2011 年将全面拓展, 公司亦将借此扩大土地储备:** 金桥农产品批发市场将于 2011 年中之前开园; 中越 2011 年关税将出现进一步下降, 凭祥物流园区业务有望快速增长。公司意图以发展物流业务的模式加大土地储备规模, 我们看好五洲交通物流业务的发展, 预计未来会有更多类似项目的出现。

财务预测:

保守假设所得税率由 2010 年的 9%上升至 25%, 预计公司 2011、2012 年净利润将分别达到每股盈利 0.83 元和 0.85 元。如果税收优惠延续, 则有 13%~21%的上调空间。

估值与建议:

不考虑提价因素, 公司 2011、2012 年市盈率仅有 8.9 倍和 8.7 倍, 分别低于行业平均水平 35%和 33%, “推荐”, 目标价 12.68 元。如果公司按照以前的方案完成定向增发, 将摊薄盈利 17%, 但可以通过潜在的提价有效对冲。

风险:

地产项目结算和路网贯通效应弱于预期, 增发摊薄盈利。

目录

五洲交通简介.....	3
迎来北部湾发展机遇，公路+物流+地产全面受益.....	5
突出的地理位置和广阔的发展前景.....	5
发展战略正确，执行能力突出，正在迎来全面发展的历史机遇.....	5
收费公路业务重点关注提价和路网贯通.....	8
费率上调可能较大，有望带来 25.1% 的盈利增厚.....	8
2012 年成都-攀枝花-昆明-南宁通道全线打通.....	9
房地产业务 2011、2012 全面释放盈利.....	11
五洲国际项目合计贡献 2.69 亿元盈利.....	11
金桥农产品批发市场出售摊位结算 0.89 亿元盈利.....	11
物流业务 2011 年将全面拓展.....	12
金桥农批市场 2011 年上半年开园.....	12
凭祥物流园区 2011 年受益于中越关税下降，长期增长潜力巨大.....	12
所得税优惠被延续的可能性较高，出于保守起见我们假设所得税优惠取消.....	14
2011 年所得税率优惠到期.....	14
然而，我们认为所得税优惠税率得到延续的可能性较高.....	14
所得税优惠延续将带来 13.4%~21.4% 的利润提升.....	14
财务预测.....	15
不考虑提价因素，公司 2011 年、2012 年盈利增速分别为 88% 和 2%.....	15
如果公司完成定向增发，则有较大可能摊薄每股盈利.....	15
估值与建议.....	18
绝对估值分析.....	18
相对估值分析.....	19
风险.....	22

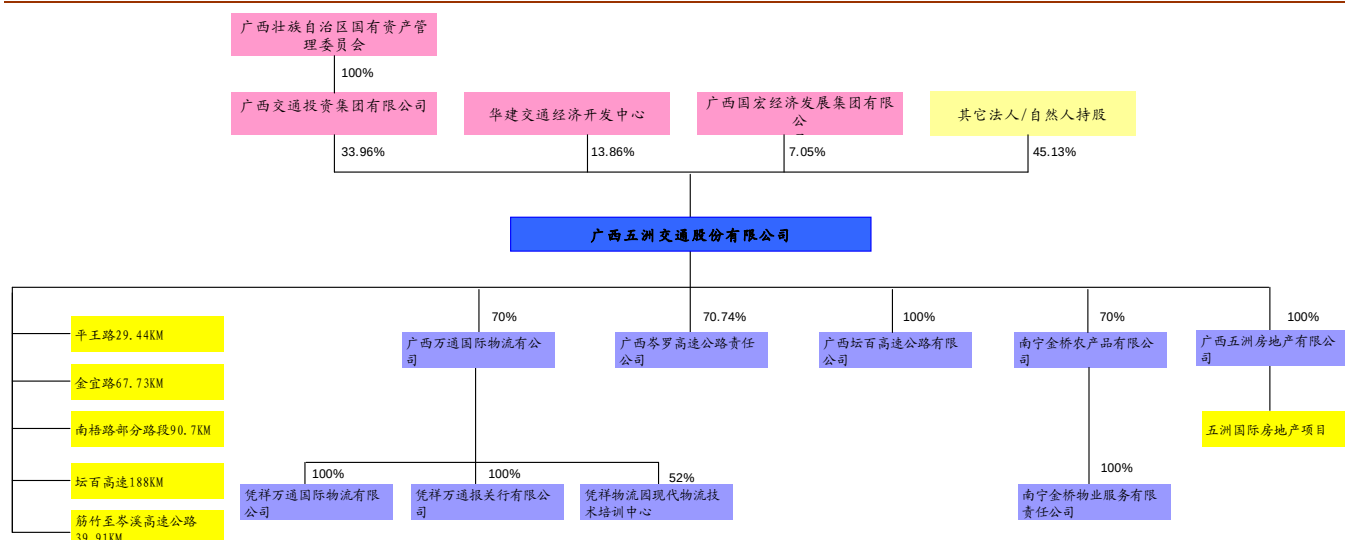
图表目录

图表 1：五洲交通股权及资产结构图.....	3
图表 2：五洲交通主要路产示意图.....	3
图表 3：广西省物流示意图.....	5
图表 4：五洲交通主要业务位置示意图.....	6
图表 5：金桥农贸批发市场位置图.....	6
图表 6：凭祥物流园区位置图.....	6
图表 7：五洲国际项目位置图.....	7
图表 8：2011 年中 CPI 将开始回落.....	8
图表 9：五洲交通费率处于全国较低的水平.....	8
图表 10：提价的敏感性测算.....	9
图表 11：成都-攀枝花-昆明-南宁通道全线打通.....	9
图表 12：坛百高速盈利测算.....	10
图表 13：五洲国际项目盈利测算.....	11
图表 14：金桥农产品批发市场出售部分盈利测算.....	11
图表 15：金桥农产品批发市场出租部分盈利测算.....	12
图表 16：凭祥物流园区收入大幅上升.....	12
图表 17：中越贸易量显著提高.....	13
图表 18：中越关税变化示意图.....	13
图表 19：凭祥物流园价值简单测算.....	13
图表 20：主要盈利预测假设及财务指标.....	15
图表 21：不考虑提价的净利润预测.....	15
图表 22：在目前的条件下，定向增发将摊薄公司 2011 年盈利.....	16
图表 23：在 2011 年中提价假设下的净利润预测.....	16
图表 24：不考虑提价和增发因素影响的五洲交通盈利预测.....	17
图表 25：五洲交通公路业务 WACC 计算及 2011 年底 DCF 估值敏感性分析.....	18
图表 26：地产项目每股 NAV 测算.....	18
图表 27：分部加总法每股 NAV 测算（地产显示出金桥和五洲）.....	19
图表 28：历史 P/E 和 P/B.....	19
图表 29：收费公路可比公司估值表.....	20
图表 30：A 股交通基础设施上市公司估值表.....	21

五洲交通简介

五洲交通成立于1992年12月，大股东为广西交通投资集团有限公司，持股33.96%；二股东为华建交通经济开发中心，持股13.86%。公司主要路产多为首府南宁市通往其他主要城市的主要通道，包括南宁至柳州高速公路小平阳至王灵段，全长29.44公里，收费年限至2028年；金城江至宜州一级公路，全长67.73公里，收费年限至2026年；南宁至梧州收费公路部分路段，其中，五塘至新桥路段长47.19公里，收费年限至2013年，黎塘绕城路长22.25公里，贵港绕城路长21.25公里，收费年限均至2018年；参股南宁至百色的坛百高速，全长，收费年限至2036年；此外，公司控股的全长39.99公里的广西筋竹至岑溪的高速公路，也于2010年4月通车。

图表1：五洲交通股权及资产结构图



资料来源：公司数据，中金研究部

图表2：五洲交通主要路产示意图



资料来源：公司数据，中金研究部

- ▶ **平王路**，双向四车道，总建造成本 4.48 亿元，每公里建造成本 0.15 亿元，是柳王高速公路小平阳至王灵段，柳王高速是广西公路主骨架中南北向公路承前启后的重要路段，是西南地区出海大通道的重要组成部分，平王路是柳王高速公路南端的最后一段，与南梧路宾阳至黎塘段相交，是沟通柳州、南宁的重要路段，地理位置重要。作为公司直接经营管理的唯一一条高速公路，近年来在公司主营业务收入中占比稳步提升。
- ▶ **金宜路**，双向四车道，总建造成本 4.48 亿元，每公里建造成本 0.15 亿元，起于金城江，终于宜州，是“两纵两横三个重要路段”中重庆至北海公路广西境内段过渡方案，是国道 323 线的重要路段，不仅是连接广西西北部经济发展带宜州市、河池市和柳州市、南丹等地的交通主干线，更是四川、重庆、贵州通往广西、广东的主要通道。
- ▶ **南梧路**，双向四车道，西起首府南宁市，东至苍梧县与梧州市区的交界点，穿越五个地、市和七个县、市，是南宁通往人口密集、经济发达的桂东南地区和广东省的主要交通干线，公司拥有南梧路中三个重要路段：五塘至新桥路，起于南宁市邕宁县五塘镇，终于宾阳县新桥镇；黎塘绕城路，起于宾阳县黎塘镇雷响村，终于黎塘镇向阳村；贵港绕城路，起于贵港市西北，终于贵港至桂平公路。
- ▶ **坛百高速**，双向四车道，总建造成本 51.53 亿元，每公里建造成本 0.27 亿元，起于南宁坛洛，止于革命老区百色市右江区，是国家“五纵七横”国道主干线广州至昆明干线的组成部分，是连结南宁、昆明等省会城市的重要通道，是西南地区通往广西沿海港口及粤港澳地区的出海通道，该路产为旗下坛百公司经营，盈利性较强，建设成本较低，在完成对坛百公司 68% 股权收购后成为了公司营业收入增加的主要增长点。
- ▶ **筋竹至岑溪高速公路**，双向四至六车道，总建造成本 18.5 亿元，每公里建造成本 0.46 亿元，起于粤桂界的筋竹镇，终于岑溪市南面塘化村，属于国家高速网中广昆高速路段，是目前广西与广东连接的唯一高速公路出口，对促进泛珠三角区域经济合作和西部大开发意义深远，但由于刚刚建成通车，且由于与该路相连接的广东高速公路的建设滞后，因此，该路尚未能马上体现效益，将在最近两年左右的时段里一定程度上影响公司的盈利。

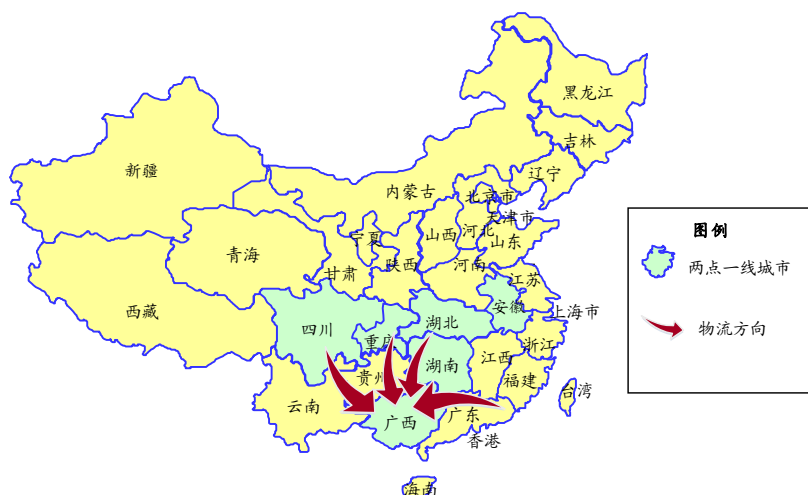
迎来北部湾发展机遇，公路+物流+地产全面受益

在西部大开发战略的持续实施、中国东盟自由贸易区的正式启动以及泛珠三角产业转移的不断深入，广西省经济迎来了全面发展阶段。经济的发展将带来物流、人流和资金流的快速增长，有利于公司目前以公路业务为主、大力发展物流业务以及适时适度发展房地产业务的发展战略全面有效实施。从基本面角度来看在行业中最具投资吸引力。

突出的地理位置和广阔的发展前景

广西地处我国南疆，南临北部湾，面向东南亚，西南与越南毗邻，东邻粤、港、澳，北连华中，背靠大西南，区位优势，是西南地区最便捷的出海通道，也是中国西部资源型经济与东南开放型经济的结合部，具有沿海、沿江、沿边三位一体的区位优势，在中国与东南亚的经济交往中占有重要地位。随着西部大开发战略的持续实施、中国—东盟博览会永久落户广西南宁、中国东盟自由贸易区于 2010 年正式建成、泛珠三角区域合作（“9+2”）的启动以及环北部湾经济圈投资建设的加快，广西的地理位置优势日渐突出。

图表 3：广西省物流示意图



资料来源：公司数据，中金研究部

发展战略正确，执行能力突出，正在迎来全面发展的历史机遇

公路主业内生增长较快，外延式增长将以收购现有成熟高速公路资产为重点。公司目前以收费公路业务为主，在完成坛百高速剩余 68% 股权的收购以后，形成了目前连通西南（坛百高速）、华中（平王璐、南梧路、金宜路）、珠三角（筋竹至岑溪高速）的路网结构，不仅能受益于省内经济的迅猛发展，亦将获益于跨省客流、物流的快速增长。公司未来将选择适当的时机和方式，持续收购大股东效益良好的优质高速公路资产，使得公司资产规模不断扩大，资产质量不断提高。

图表 4：五洲交通主要业务位置示意图



资料来源：公司信息、中金公司研究部

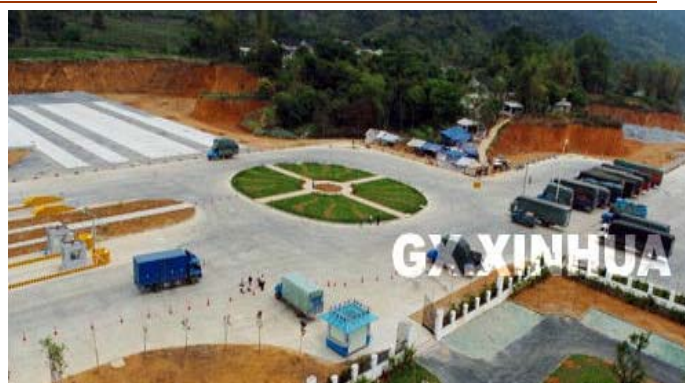
大力发展物流业务，将公司政府和资金的优势完全发挥到位，成为未来盈利大规模释放的保证。除了公路主业之外，公司已经开始全面发展物流业务。目前设在中越友谊关边境的凭祥物流园一期已经开始正常经营，而南宁市区的金桥农贸批发市场预计明年年中开园，未来亦将涉足客运站业务以及其他物流项目。我们认为，广西省特殊的地理位置决定了其将成为极其重要的物流节点，物流、人流和资金流均将汇集于此，而目前尚处在经济发展的初期，公司利用其政府优势和资金优势快速的“跑马圈地”，以低廉的成本收集优质项目，尽管短期贡献盈利有限，但无疑打开了长期增长的广阔空间。

图表 5：金桥农贸批发市场位置图



资料来源：公司信息、中金公司研究部

图表 6：凭祥物流园区位置图



资料来源：公司信息、中金公司研究部

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。

适时适度发展房地产业务。公司目前投资的五洲国际项目可销售面积 73,000 平米，每平米成本约为 4000 元，而均价在 1 万元左右，目前已经锁定 70% 的销售，保守起见全部销售后可以贡献 2.7 亿元盈利，目前预计 2011 年 10 月交房。公司的房地产开发业务秉承“适时、适度”原则和“短、频、快”方针，目前看来既有项目运营良好，在目前市场不稳的情况下公司并未涉足新的项目，这块儿业务的风险控制和盈利能力均表现良好。

图表 7：五洲国际项目位置图



资料来源：公司信息 中金公司研究部

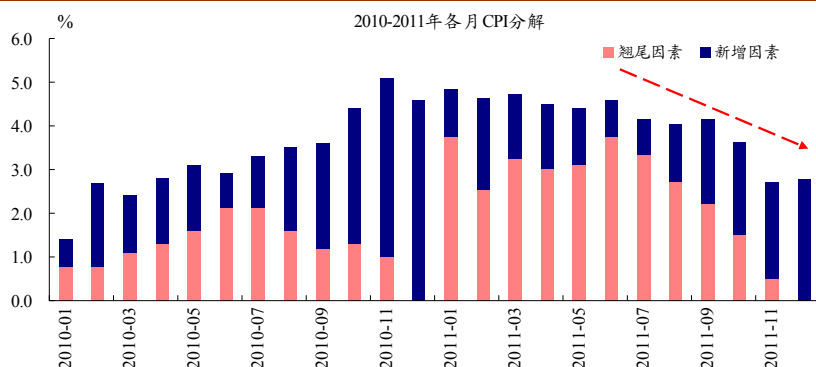
收费公路业务重点关注提价和路网贯通

费率上调可能较大，有望带来 25.1% 的盈利增厚

2011 年年中通胀将有所缓解，将是较好的提价时点

根据中金宏观组判断，本次通胀主要是由食品价格上涨引起，在经济未能企稳之前产能缺口的存在将使得通胀的持续性不足，明年年中 CPI 将由高点开始回落。一旦通胀压力有所缓解，政府对公用事业收费标准的控制将有所放松，而届时广西省交通投资集团的财务状况和投资压力将更为严峻，提价的可能性将有较大的提升。

图表 8：2011 年中 CPI 将开始回落

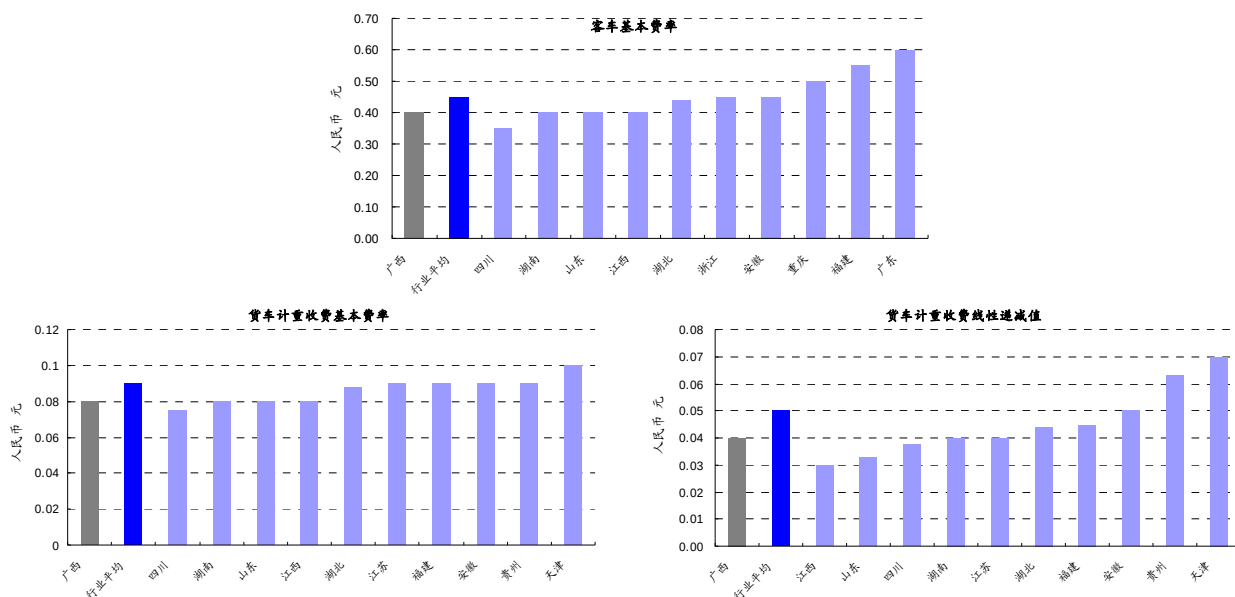


资料来源：国家统计局，中金研究部

五洲交通高速公路收费标准低于全国平均水平

五洲交通目前客车费率低于全国平均和周边省份 12.5%~50%，货车费率低于全国平均和周边省份 12.5%~25%，具备上调的空间和操作性。

图表 9：五洲交通费率处于全国较低的水平



资料来源：各省政府网站及新闻稿，中金研究部

省交通集团有较大的融资需求

广西省计划在 2012 年以前投资 3000 亿元全面升级交通系统，其中公路方面投资达 1450 亿元以上，将新建高速公路 1800 公里，将现有高速公路里程翻倍。对于广西省交投目前 60% 的资产负债率和不到 30 个亿的营业收入来说，我们认为广西省将有较大的动力推进高速公路费率上调，提高行业盈利能力并吸引社会资金参与投资建设。

五洲交通提价的敏感性测算

根据我们的测算，1% 的费率提升将带来五洲交通 1.4% 的盈利增长。如果提价后收费标准与周边省份看齐，则提价将对 2011、2012 年盈利分别产生 25.1% 和 29.3% 的正面影响。

图表 10: 提价的敏感性测算

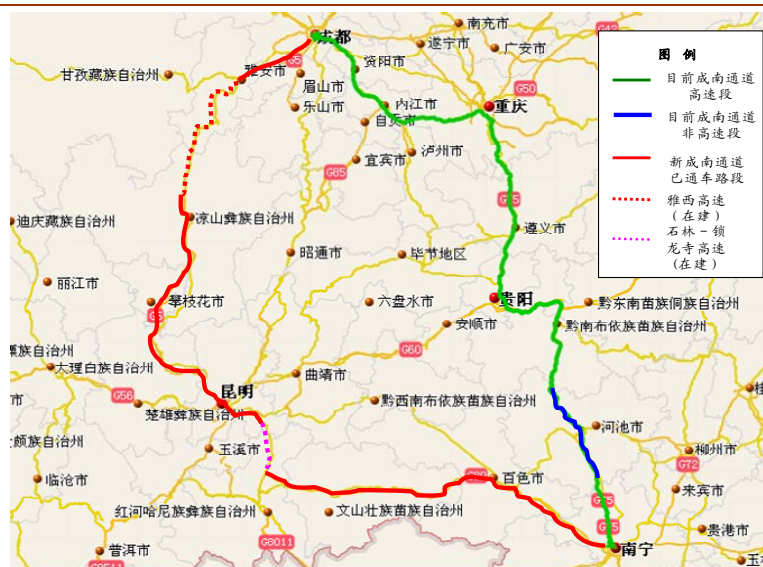
	1%	5%	10%	15%	20%	18%
EPS 2011	0.85	0.89	0.95	1.01	1.07	1.04
增厚(-/+)	1.4%	7.0%	13.9%	20.9%	27.9%	25.1%
EPS 2012	0.86	0.92	0.99	1.06	1.13	1.10
增厚(-/+)	1.6%	8.2%	16.3%	24.5%	32.6%	29.3%

资料来源: 公司信息, 中金研究部

2012 年成都-攀枝花-昆明-南宁通道全线打通

随着四川境内的雅安-西昌高速公路以及云南境内的石林-锁龙寺高速公路 2011 年底全面通车，从成都经攀枝花、昆明、南宁，从北部湾下水的主通道将被打通，西南各省的物流通路将借此消除物流上面的最大障碍，占公司目前盈利贡献 3/5 的坛百高速正是这一线路中广西部分的重要一段，其过境车流量有望显著提升。参照汉宜高速的贯通案例，我们预计坛百高速 2012 年在车流量同比增长 20% 的同时，平均费率也将受益于大货车比例的上升而提升 5% 左右，盈利同比提升 48% 或 0.8 个亿。在坛百高速的带动下，我们预计公路主业盈利 2012~2013 年将达到每股 0.51 元和 0.61 元。

图表 11: 成都-攀枝花-昆明-南宁通道全线打通



资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

图表 12：坛百高速盈利测算

坛百高速	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
日均车流量（量）	9,603	11,524	12,907	15,488	17,347	19,082	20,608	22,257	24,037	25,720	27,520	29,447
平均费率（元/车）	109	118	118	124	124	124	124	124	124	124	124	124
全年天数	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365
车流量增速		20.0%	12.0%	20.0%	12.0%	10.0%	8.0%	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%	7.0%
费率增速		7.7%	0.0%	5.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
收入合计	384	496	556	700	784	862	931	1,006	1,086	1,162	1,244	1,331
成本	80	94	105	125	139	153	165	178	192	206	221	236
-折旧	68	82	91	110	123	135	146	158	170	182	195	209
-其他	12	13	14	15	16	17	19	20	22	24	26	28
毛利润	304	402	450	575	645	710	767	828	894	957	1,023	1,095
其他费用	49	52	57	61	66	71	77	83	90	97	105	113
财务费用	151	160	177	194	194	194	194	194	194	194	194	194
经营利润	104	189	217	321	385	445	496	551	611	666	725	788
税费及其他	9	30	54	80	96	111	124	138	153	166	181	197
所得税率（%）	9%	16%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润	95	159	163	240	289	334	372	413	458	499	544	591
股比	32%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
归属于母公司利润	30	159	163	240	289	334	372	413	458	499	544	591
增速			2%	48%	20%	15%	11%	11%	11%	9%	9%	9%

资料来源：公司信息、中金公司研究部

房地产业务 2011、2012 全面释放盈利

五洲国际项目合计贡献 2.69 亿元盈利

五洲国际项目预计 2011 年 10 月交房，目前已经预售 70%，我们保守起见 2011、2012 和 2013 年分别结算盈利 40%、40%和 20%，预计将分别带来 1.08 亿、1.08 亿和 5400 万的盈利贡献。

图表 13: 五洲国际项目盈利测算

	结算系数	0%	40%	40%	20%
	合计	2010	2011	2012	2013
销售收入	777	0	311	311	155
成本	-204	-	-82	-82	-41
主营业务税金及附加	-58	0	-23	-23	-12
毛利	515	0	206	206	103
期间费用	-156	-	-63	-63	-31
税前利润	359	0	143	143	72
所得税	-90	0	-36	-36	-18
净利润	269	0	108	108	54
少数股东损益 (0%)	0	0	0	0	0
归属于上市公司股东收益	269	0	108	108	54
期间费用率	-20%	n.a.	-20%	-20%	-20%
净利润率	35%	n.a.	35%	35%	35%

资料来源: 公司信息, 中金研究部

金桥农产品批发市场出售摊位结算 0.89 亿元盈利

金桥农产品批发市场预计明年上半年开园，目前已销售 600 个摊位中的 400 个已回笼资金，剩余 200 个留作出租。我们预计出售部分盈利将于 2011 年全部结算，带来 8900 万盈利贡献。

图表 14: 金桥农产品批发市场出售部分盈利测算

	结算系数	0%	100%	0%	0%
	合计	2010	2011	2012	2013
销售收入	459	0	459	0	0
成本	-215	-	-215	-	-
主营业务税金及附加	-34	0	-34	0	0
毛利	210	0	210	0	0
期间费用	-40	-	-40	-	-
税前利润	170	0	170	0	0
所得税	-42	0	-42	0	0
净利润	127	0	127	0	0
少数股东损益 (30%)	-38	0	-38	0	0
归属于上市公司股东收益	89	0	89	0	0
期间费用率	-9%	n.a.	-9%	n.a.	n.a.
净利润率	28%	n.a.	28%	n.a.	n.a.

资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

物流业务 2011 年将全面拓展

金桥农批市场 2011 年上半年开园

金桥农贸批发市场符合国家大力发展农产品物流的战略方向和经济发展趋势，2011 年开园后有望立刻贡献 0.89 亿的摊位销售盈利，而 200 个摊位的租金收入连同整个物流园区的管理费保守期间预计每年将在 5000 万以上，初期每年贡献 1000 万左右的盈利贡献。目前项目的 2 期仍待政府批复，长期盈利仍有较大的上升空间。

图表 15：金桥农产品批发市场出租部分盈利测算

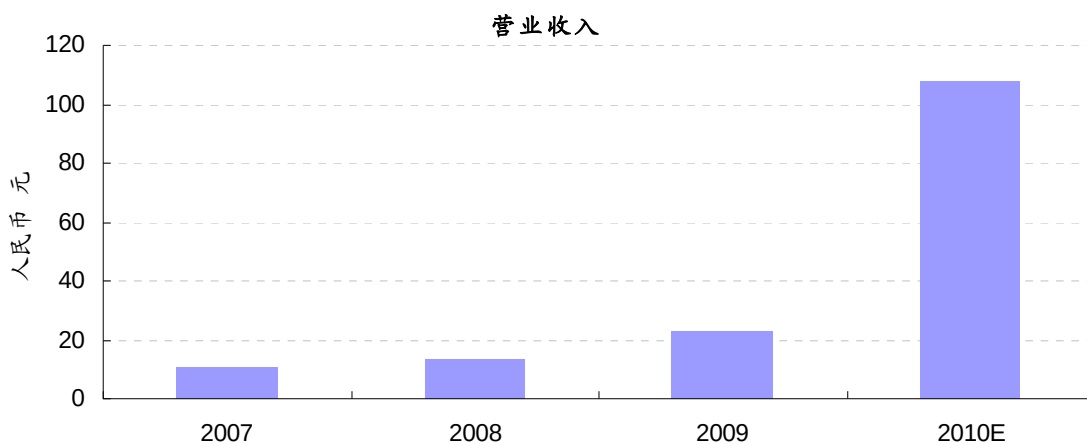
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收入	55	55	55	68	86	103	123	148	177	213
成本	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
主营业务税金及附加	-2	-2	-2	-2	-3	-3	-4	-5	-6	-7
毛利润	50	50	50	63	80	97	116	140	169	203
毛利润率	92%	92%	92%	93%	94%	94%	95%	95%	95%	95%
期间费用	-33	-32	-32	-39	-48	-56	-67	-78	-92	-109
期间费用率	60%	59%	58%	57%	56%	55%	54%	53%	52%	51%
税前利润	17	18	19	24	32	40	50	62	77	95
税前利润率	32%	33%	34%	36%	38%	39%	41%	42%	43%	44%
所得税	-4	-4	-5	-6	-8	-10	-12	-15	-19	-24
净利润	13	13	14	18	24	30	37	46	57	71
少数股东损益（30%）	-4	-4	-4	-6	-7	-9	-11	-14	-17	-21
归属于上市公司股东收益	9	9	10	13	17	21	26	33	40	50

资料来源：公司信息，中金研究部

凭祥物流园区 2011 年受益于中越关税下降，长期增长潜力巨大

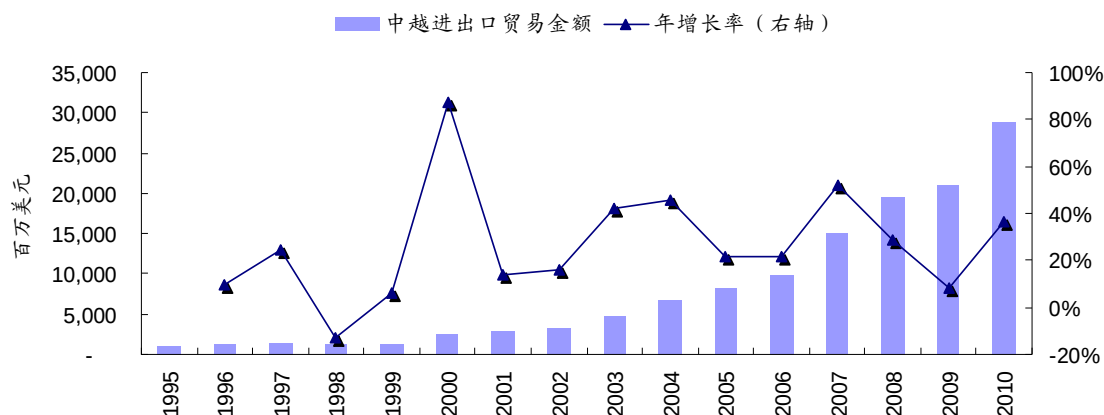
凭祥物流园区受益于中越贸易的快速上升，尽管目前仍处于盈亏的边缘，净利润水平不足 1%，但 2010 年收入同比增长了 5 倍以上，显示业务正在快速走上正轨，未来盈利的想象空间巨大。并且，2011 年中越关税将有大幅下调，税率对不同税基分别下降 3~10 个百分点；2013 年关税将继续下调 0~5 个百分点，至 2015 年最终形成全免关税的自由贸易区。对于凭祥物流园区来说，不仅 2011 年有望延续高增长，未来增长的潜力也非常巨大。由于目前物流园区尚未进入成熟运营阶段，难以准确衡量这块业务的价值。但是，根据我们的简单估算，按照一般商业地产的盈利水平，目前凭祥物流园区一期价值约合每股 1.44 元；而当二期和三期全部投入运营，每股价值将进一步达到 6.06 元。

图表 16：凭祥物流园区收入大幅上升



资料来源：公司信息，中金研究部

图表 17: 中越贸易量显著提高



资料来源: 公司信息, 中金研究部

图表 18: 中越关税变化示意图

	中越关税变化							
	2005	2006	2007	2008	2009	2011	2013	2015
$X \geq 60\%$	60	50	40	30	25	15	10	0
$45\% \leq X < 60\%$	40	35	35	30	25	15	10	0
$35\% \leq X < 45\%$	35	30	30	25	20	15	5	0
$30\% \leq X < 35\%$	30	25	25	20	17	10	5	0
$25\% \leq X < 30\%$	25	20	20	15	15	10	5	0
$20\% \leq X < 25\%$	20	20	15	15	15	10	0-5	0
$15\% \leq X < 20\%$	15	15	10	10	10	5	0-5	0
$10\% \leq X < 15\%$	10	10	10	10	8	5	0-5	0
$7\% \leq X < 10\%$	7	7	7	7	5	5	0-5	0
$5\% \leq X < 7\%$	5	5	5	5	5	5	0-5	0
$X < 5\%$	不变						0-5	0

资料来源: CEIC, 中金研究部

图表 19: 凭祥物流园价值简单测算

凭祥物流园区	比例	建筑规划面积 (平方米)	可售面积 (平方米)	平均地价 (元/平方米)	建安费用 (元/平方米)	楼面租金 (元/平方米)	销售/出租收入 (元)	净资产 (元)
一期	24%	331,631	265,304	150	2,000	1	798,566,361	
		A	B=A*0.8	C	D	E	F=(C+D)*B*140%	3,367,668,427
二、三期	76%	1,066,903	853,522	150	2,000	1	2,569,102,066	
		a	b=a*0.8	c	d	e	f=(c+d)*b*140%	G=F+f
土地规模 (平方米)								608,058
容积率								2.3
总投资 (百万元)								
总地价								168
总建安费用								2,238
合计								2,405
净资产值 (百万元)								3,368
净资产值/总投资								140.0%
每股净资产 (元)								6.06
当前每股净资产 (元)								1.44

资料来源: 公司信息, 中金研究部

所得税优惠被延续的可能性较高，出于保守起见我们假设所得税优惠取消

2011 年所得税率优惠到期

五洲交通目前享受西部大开发税收优惠政策，减按 15% 的税率缴纳企业所得税；此外，根据广西省规定，公司自 2008 年 1 月 1 日起至 2010 年 12 月 31 日免缴属于地方部分的企业所得税。因此，公司 2010 年执行 9% 的企业所得税税率。然而，这两项优惠税率均将在 2011 年到期。出于保守起见，我们目前假设公司从 2011 年开始执行 25% 的所得税率。

然而，我们认为所得税优惠税率得到延续的可能性较高

尽管目前所得税优惠能否延续仍未有定论，我们出于保守起见也假设所得税率将回归 25%。但实际上，我们预计公司所享受的所得税优惠被延续的可能性很高。根据十二五规划第 18 条所传达的精神，

“坚持把深入实施西部大开发战略放在区域发展总体战略优先位置，给予特殊政策支持。。加大支持西藏、新疆和其他民族地区发展力度，扶持人口较少民族发展。。。加快沿边地区开发开放，加强国际通道、边境城市和口岸建设”，

我们认为，在广西省仍处在经济发展初期、需要大规模建设和吸引资金投资的情况下，目前的优惠税率得到延续的可能性较高。

所得税优惠延续将带来 13.4% ~ 21.4% 的利润提升

如果所得税优惠得以延续，在维持现有优惠水平的条件下，将使得我们的盈利预测有 21.4% 的上调空间；如果所得税优惠税率确定在 15% 的水平，则盈利有 13.4% 的上调空间。

财务预测

图表 20: 主要盈利预测假设及财务指标

重要假设	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
日均车流量 (辆)							
平王路	11,375	10,857	12,486	13,984	15,383	16,921	18,613
YoY	10%	-5%	15%	12%	10%	10%	10%
金宜路	10,922	12,482	13,480	11,458	11,458	11,458	11,458
YoY	10%	14%	8%	-15%	0%	0%	0%
南梧路	17,971	26,043	28,126	29,814	31,006	32,247	32,892
YoY	9%	45%	8%	6%	4%	4%	2%
岑罗高速	0	2,267	2,381	2,500	2,625	5,774	7,218
YoY			5%	5%	5%	120%	25%
坛百高速	9,603	11,524	12,907	15,488	17,347	19,082	20,608
YoY		20%	12%	20%	12%	10%	8%
营业收入	241	397	1,270	839	718	651	724
毛利润	165	204	674	497	418	390	443
销售费用	-45	-45	-45	-45	-45	-45	-45
管理费用	-32	-51	-60	-62	-66	-77	-84
财务费用	-8	6	5	6	7	7	8
投资收益	66	159	163	240	289	334	372
有效税率	6%	9%	25%	25%	25%	25%	25%

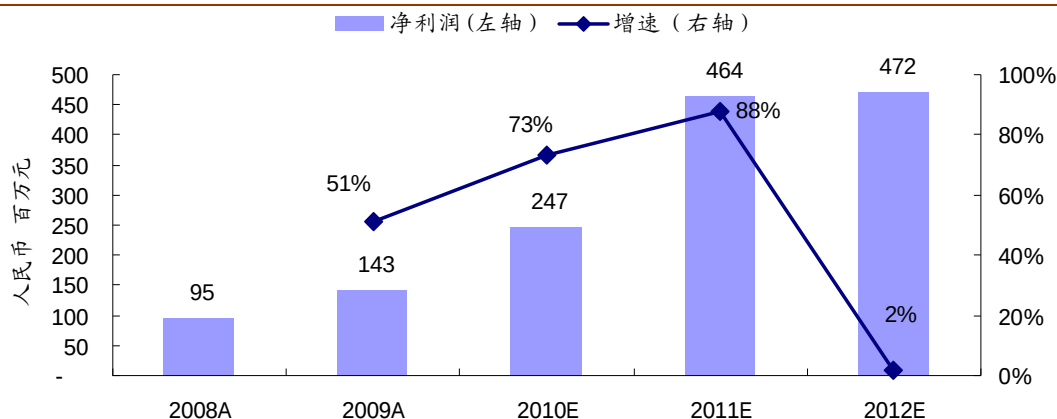
*暂时将坛百高速 100%股权按照投资收益核算。

资料来源: 公司信息 中金公司研究部

不考虑提价因素, 公司 2011 年、2012 年盈利增速分别为 88% 和 2%

不考虑提价因素, 假设五洲国际项目结算 40%, 金桥项目所有出售摊位结算, 则公司 2011 年盈利可以达到 4.64 亿元, 同比增长 88%。假设 2012 年五洲国际项目再结算 40%, 而路网贯通效应开始体现, 则公司 2012 年盈利可以达到 4.72 亿元, 同比增长 2%。预计公司 2011 年和 2012 年每股盈利将分别达到 0.83 元和 0.85 元。

图表 21: 不考虑提价的净利润预测



资料来源: 公司信息 中金公司研究部

如果公司完成定向增发, 则有较大可能摊薄每股盈利

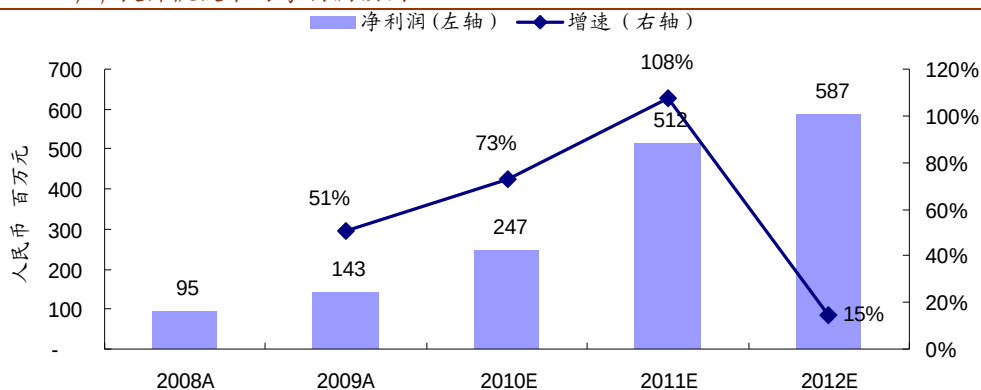
公司此前以定向增发股份收购坛百高速 68%股权的方案被证监会搁置, 通过的可能性已经较小, 目前公司已经以 3 个亿自有资金和 12 个亿银行借款完成了对这部分股权的收购, 但仍会试图通过新的定向增发方案置换这部分借款。按照此前的方案, 如果以每股 7.5 元增发 2 亿股完成收购, 公司 2011 年每股盈利约为 0.69 元, 较目前水平有 17.1% 的摊薄。

图表 22：在目前的条件下，定向增发将摊薄公司 2011 年盈利

	2011E	2012E
增发前EPS (元)	0.83	0.85
增发股数	2亿股	
募集资金	15亿元	
财务费用节省(百万元)	79	86
增发后EPS (元)	0.69	0.71
摊薄	-17.1 %	-16.4 %

资料来源：公司信息 中金公司研究部

图表 23：在 2011 年中提价假设下的净利润预测



资料来源：公司信息 中金公司研究部

图表 24：不考虑提价和增发因素影响的五洲交通盈利预测

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	209	241	397	1,270	839
营业成本	(54)	(65)	(178)	(545)	(309)
营业税金及附加	(9)	(10)	(16)	(51)	(34)
销售费用	(22)	(45)	(45)	(45)	(45)
管理费用	(29)	(32)	(51)	(60)	(62)
财务费用	(5)	(8)	6	5	6
投资收益	16	66	159	163	240
营业利润	107	145	244	602	541
税前利润	102	145	244	602	541
所得税	(9)	(9)	(8)	(110)	(75)
少数股东损益	1	7	10	(28)	6
净利润	95	143	247	464	472
现金流量表 (人民币百万元)					
经营活动现金流	124	132	178	713	323
投资活动现金流	(600)	(692)	(1,341)	163	240
筹资活动现金流	799	604	1,159	(836)	(494)
现金及现金等价物净增加额	317	43	(4)	40	70
资产负债表 (人民币百万元)					
流动资产	1,161	1,464	1,530	1,160	999
固定资产	953	912	867	820	773
在建工程	168	935	935	935	935
长期投资	536	621	2,121	2,121	2,121
其它长期资产	52	65	61	56	52
总资产	2,870	3,998	5,513	5,092	4,880
短期借款	135	140	190	190	140
其他流动负债	235	602	731	662	481
流动负债合计	370	742	921	852	621
长期借款	100	580	1,780	1,080	780
长期应付款	251	251	251	251	251
其他长期负债	358	23	0	0	0
长期借款合计	710	854	2,031	1,331	1,031
股东权益	1,704	2,161	2,331	2,651	2,975
少数股东权益	86	240	230	258	252
资产收益率(%)	3.3	3.6	4.5	9.1	9.7
净资产收益率(%)	5.5	6.6	10.6	17.5	15.9
投入资本收益率(%)	4.7	4.6	5.4	11.1	11.4
每股盈利(元)	0.17	0.26	0.44	0.83	0.85
每股分红(元)	0.06	0.08	0.14	0.26	0.26
每股净资产(元)	3.62	3.89	4.19	4.77	5.35
每股经营现金流(元)	0.22	0.24	0.32	1.28	0.58
毛利率(%)	74%	73%	55%	57%	63%
经营利润率(%)	51%	60%	62%	47%	64%
净利润率(%)	45%	59%	62%	37%	56%
净债务/净资产(%)	15%	-8%	-61%	-26%	-9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

估值与建议

我们看好五洲交通的基本面、发展模式和盈利提升空间。公司 2011 年受益于地产项目结算、2012 年迎来路网贯通效应，盈利将较目前水平提升 40% 以上；而如果所得税优惠费率得以延续，盈利水平还将上调 13.4%~21.4%。从长期来看，公司同时具备东盟自由贸易区带来的人流、物流、资金流积聚优势，并将继续扩展物流业务并持续扩大土地储备，发展战略清晰并且执行力强，长期增长可以看高一线。在我们较为保守的盈利预测下，公司 2011 年市盈率也仅有 8.9 倍，较行业平均水平折让 35%，估值吸引力较强。公司当前股价较我们 2011 年底分部加总法估值每股 12.68 元仍有 71.4% 的上升空间，首次覆盖给予“推荐”的投资评级。

绝对估值分析

2011 年底公路业务 DCF 估值每股 11.43 元：我们采用 9.7% 的资金加权平均成本 (WACC)，五洲交通收费公路主业 2011 年底的 DCF 估值为 11.43 元/股。由于坛百高速目前处于投入运营的初期，盈利能力仍然较低，但长期增长前景广阔，目前公路部分估值相当于 2011 年公路业务盈利 22.4 倍。

图表 25：五洲交通公路业务 WACC 计算及 2011 年底 DCF 估值敏感性分析

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	自由现金流量假设变化(人民币元)				
	80%	90%	100%	110%	120%
8.9%	8.92	10.96	13.00	15.03	17.07
9.3%	8.28	10.23	12.19	14.15	16.11
9.7%	7.67	9.55	11.43	13.31	15.19
10.1%	7.10	8.91	10.72	12.53	14.34
10.5%	6.56	8.30	10.04	11.78	13.52

资料来源：公司信息 中金公司研究部

五洲国际项目每股 NAV 约 0.71 元：我们假设 40%、40% 和 20% 的结算比例，并出于保守起见假设销售费用率和管理费用率均为 10%，5.5% 的贷款利率和 25% 的所得税率，对五洲国际项目的 NAV 进行了测算，预计项目整体 NAV 贡献将达到 3.97 亿元，对应每股估值增厚约 0.71 元。

金桥农贸批发市场每股 NAV 约 0.53 元：我们根据商业地产项目的盈利水平，对金桥农贸批发市场项目的摊位出售部分和持有部分 NAV 进行了测算，预计项目整体 NAV 贡献将达到 2.94 亿元，对应每股估值增厚约 0.53 元。

图表 26：地产项目每股 NAV 测算

五洲国际NAV计算						金桥农贸NAV计算					
	开发类折现	1.00	1.00	1.10	1.21		开发类折现	1.00	1.00	1.10	1.21
	房价系数	85%	85%	89%	94%		房价系数	85%	85%	89%	94%
	结算系数	0%	40%	40%	20%		结算系数	0%	100%	0%	0%
	合计	2010	2011	2012	2013		合计	2010	2011	2012	2013
土地费用	-84					土地费用	-84				
建安费用等	-120	-48	-48			建安费用等	-215	-215	-	-	
销售收入	687	-	264	277	146	销售收入	390	-	390	-	-
税金及附加	-52	-	-20	-21	-11	税金及附加	-29	-	-29	-	-
销售费用	-69	-	-26	-28	-15	销售费用	-12	-	-12	-	-
管理费用	-69	-	-26	-28	-15	管理费用	-12	-	-12	-	-
财务费用	-19	-	-6	-6	-8	财务费用	-17	-	-17	-	-
所得税	-69	-	-28	-28	-14	所得税	-27	-	-27	-	-
合计	207	-48	110	168	84	合计	80	-215	294	-	-
NAV 2011	397	-48	110	185	101	NAV 2011	294	-215	294	-	-
Per share	0.71					Per share	0.53				

资料来源：公司信息 中金公司研究部

不考虑提价，分部加总法估值每股 12.68 元：我们将公路业务 2011 年底 DCF 估值和房地产业务 NAV 相加，对应每股 12.68 元。公司当前股价较我们 2011 年底分部加总法估值仍有 71.4% 的上升空间。

图表 27：分部加总法每股 NAV 测算（地产显示出金桥和五洲）

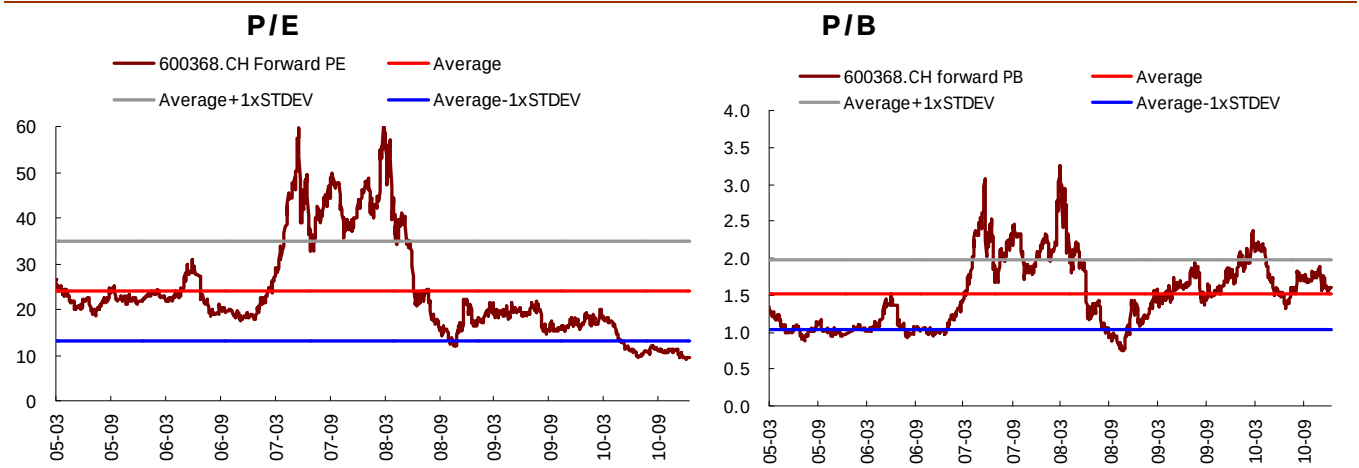
	估值方法	股权价值 (人民币百万元)	每股价值 (人民币元)
收费公路业务	自由现金流折现法	6,358	11.44
五洲国际地产项目	NAV 计算	397	0.71
金桥农贸市场出售部分	NAV 计算	294	0.53
合计		7,049	12.68

资料来源：公司信息 中金公司研究部

相对估值分析

市盈率作为未来成长性的预期，其高低取决于市场对其业绩前景的判断。目前 A 股收费公路上市公司 2011、2012 年市盈率在 13.5 倍和 12.9 倍左右；不考虑提价因素，公司 2011、2012 年市盈率仅有 8.9 倍和 8.7 倍，较行业平均水平折让 35% 和 33%，安全边际较高。

图表 28：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

图表 29：收费公路可比公司估值表

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)		
				22/12/2010	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E
A股高速公路上市公司																						
粤高速*	000429.CH	4.86	837	18.4	16.9	18.2	16.8	1.7	1.5	1.4	1.4	9.2	9.0	7.9	8.1	2.1	2.2	2.1	2.3	13.7	12.7	13.8
深高速*	600548.CH	4.97	1,523	20.1	16.1	14.6	12.9	1.3	1.3	1.2	1.2	6.6	7.9	8.3	9.0	2.4	3.1	3.4	3.9	16.0	11.9	10.5
皖通高速*	600012.CH	5.95	1,486	14.7	13.4	9.0	7.7	1.9	1.7	1.6	1.4	12.7	13.0	17.7	18.5	3.4	3.7	5.4	6.3	8.4	7.3	5.8
宁沪高速*	600377.CH	6.70	5,213	16.8	13.9	12.3	11.0	2.0	1.9	1.8	1.8	12.0	13.9	15.0	15.9	4.6	5.6	6.3	7.0	11.5	9.2	8.2
楚天高速*	600035.CH	5.59	784	17.5	12.5	10.0	9.8	1.8	1.7	1.5	1.3	11.2	14.0	15.5	15.5	1.4	2.6	3.0	3.1	11.4	10.6	11.8
赣粤高速*	600269.CH	5.68	1,998	10.9	10.6	10.7	10.1	1.5	1.4	1.2	1.1	14.0	12.8	11.5	11.1	1.7	1.8	1.8	1.9	7.8	7.7	7.8
现代投资*	000900.CH	21.74	1,307	13.7	11.7	11.0	12.0	2.3	2.1	1.9	1.8	17.0	17.9	17.3	14.6	3.6	3.8	4.1	3.7	6.7	5.8	6.6
五洲交通*	600368.CH	7.40	620	28.8	16.7	8.9	8.7	1.9	1.8	1.6	1.4	6.6	10.6	17.4	15.9	1.1	1.9	3.5	3.6	n.a.	7.4	6.8
山东高速*	600350.CH	4.88	2,472	22.2	14.9	11.1	9.8	1.8	1.3	1.2	1.1	11.2	8.8	11.1	11.6	1.8	2.7	3.6	4.1	28.7	20.4	12.7
四川成渝*	601107.CH	6.96	2,879	25.7	20.6	19.6	16.1	2.9	2.6	2.3	2.1	11.3	12.7	11.9	12.9	0.8	0.9	1.1	1.3	14.2	11.8	10.1
福建高速	600033.CH	3.65	1,509	12.3	13.2	12.5	17.4	1.5	1.7	1.6	1.4	12.6	10.5	11.4	7.9	1.8	2.0	2.5	2.6	n.a.	12.9	10.8
东莞控股	000828.CH	6.84	1,071	24.5	16.6	14.6	12.3	2.4	2.2	2.2	2.1	10.6	14.6	15.8	17.3	2.3	1.9	n.a.	n.a.	n.a.	12.9	n.a.
中原高速	600020.CH	3.68	1,186	17.7	13.3	13.8	11.5	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
华北高速	000916.CH	4.48	735	16.6	14.5	14.0	n.a.	1.3	1.1	1.0	n.a.	8.0	7.5	7.4	n.a.	1.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				26.4	15.6	13.6	12.8	2.0	1.8	1.7	1.6	10.3	11.6	12.6	12.3	2.3	2.7	3.3	2.8	14.2	10.6	9.4
H股高速公路上市公司																						
浙江沪杭甬*	576.HK	7.46	4,178	15.9	16.0	14.0	12.8	2.0	1.9	1.7	1.6	12.7	11.7	12.1	12.5	3.8	3.7	4.3	4.7	7.5	7.6	6.4
宁沪高速*	177.HK	8.66	5,221	18.7	15.0	12.8	11.4	2.5	2.3	2.1	2.0	13.3	15.2	16.3	17.2	4.1	5.1	6.0	6.7	11.9	9.5	8.2
深圳高速*	548.HK	4.68	1,526	16.6	13.0	11.3	10.0	1.1	1.0	0.9	0.9	6.6	7.9	8.3	9.0	3.8	5.6	6.3	6.9	12.2	9.2	7.9
皖通高速*	995.HK	6.96	1,489	15.2	13.5	8.7	7.5	1.9	1.7	1.5	1.3	12.6	12.9	17.0	17.7	3.3	3.7	5.7	6.6	7.8	7.2	5.2
四川成渝*	107.HK	5.31	2,884	17.3	13.4	12.1	9.9	2.3	2.1	1.9	1.7	11.3	12.7	13.1	13.4	1.1	1.2	1.4	1.5	14.2	11.2	8.9
越秀高速*	1052.HK	4.32	932	16.6	10.8	9.7	8.7	0.8	0.8	0.8	0.7	5.0	7.3	7.9	8.5	3.7	5.6	6.2	6.9	6.5	6.0	5.7
合和公路	737.HK	5.94	2,269	16.6	16.6	15.7	16.1	2.1	2.1	2.1	2.1	10.7	12.8	13.7	13.1	5.9	6.0	6.2	6.1	11.5	12.3	11.0
平均值				16.8	14.0	12.0	10.8	1.9	1.8	1.6	1.5	10.4	11.6	12.7	13.1	3.3	4.0	4.7	5.1	10.7	9.3	7.8
国际高速公路上市公司																						
ATLANTIA SPA	ATL IM	9.88	636	9.5	7.3	6.4	6.4	0.8	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	5.1	6.8	5.1	n.a.	n.a.	n.a.
SIAS SPA	SIS IM	7.05	1,172	11.9	10.7	9.7	8.9	1.2	1.2	1.1	1.0	10.6	10.8	11.1	11.1	3.4	4.4	4.9	5.5	n.a.	n.a.	n.a.
ABERTIS INFRAESTRUCTURAS SA	ABE SM	14.01	7,573	15.5	15.3	14.3	13.1	2.0	2.3	2.2	2.1	17.0	15.5	16.7	17.4	4.1	4.3	4.5	4.8	n.a.	n.a.	n.a.
PLUS EXPRESSWAYS BHD	PLUS MK	4.62	7,400	19.5	18.6	13.6	13.0	3.8	3.6	3.2	2.9	20.2	20.0	24.8	23.8	3.6	4.1	4.5	4.6	12.8	11.8	9.7
CITRA MARGA NUSA	CMNP IJ	1,350.00	302	39.1	9.1	13.7	17.2	1.5	1.4	1.3	n.a.	4.8	28.3	10.0	9.4	n.a.	5.2	2.1	n.a.	6.2	6.3	6.2
CCR	CCRO3 BZ	45.50	11,682	31.6	23.8	19.0	15.9	6.7	4.6	4.2	4.1	28.5	29.2	31.9	37.3	n.a.	2.8	3.8	4.3	12.3	10.3	8.8
AUTOSTRADA TO-MI	AT IM	9.88	636	9.5	7.3	6.4	6.4	0.8	0.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.8	5.1	6.8	5.1	n.a.	n.a.	n.a.
CONNECTEAST GRP	CEU AU	0.44	1,757	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.9	0.9	1.0	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.3	3.9	4.5	4.8	n.a.	n.a.	n.a.
BANGKOK EXPRESS	BECL TB	19.30	496	8.7	8.5	10.9	11.9	0.8	0.8	0.8	0.8	20.3	22.6	26.6	26.5	6.5	6.5	5.8	5.9	6.1	6.1	6.9
LINGKARAN TRANS	LTK MK	3.58	576	20.8	18.2	14.6	14.3	4.2	4.1	3.7	3.6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	4.7	4.8	5.2	3.8	10.0	10.0	9.1
平均值				18.3	13.4	12.3	12.1	4.3	2.9	3.2	3.4	15.9	16.6	22.4	21.0	3.6	4.4	4.7	4.7	11.2	10.8	10.0
*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 30: 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 (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	PEG	
				2010-12-22	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09-11	09A
A股港口上市公司																					
上港*	600018.CH	3.91	12,361	23.7	18.5	15.6	2.8	2.6	2.4	11.7	14.1	15.4	2.2	2.8	3.4	12.4	10.0	8.8	23%	1.0	
天津港*	600717.CH	8.53	2,152	21.9	19.3	17.7	1.4	1.4	1.3	6.6	7.1	7.3	1.2	1.3	1.5	10.7	9.7	8.6	11%	1.9	
盐田港*	000088.CH	6.36	1,193	18.0	18.3	16.2	2.0	1.9	1.8	11.5	10.6	11.3	3.3	3.3	3.7	13.6	12.6	11.0	5%	3.3	
深赤湾*	000022.CH	14.95	1,363	22.1	16.9	14.7	3.2	2.9	2.6	14.7	17.1	17.7	2.3	3.0	3.4	10.5	8.5	7.4	22%	1.0	
日照港*	600017.CH	4.16	1,419	17.9	12.1	10.0	1.4	1.0	0.9	8.2	8.4	9.3	0.0	2.5	3.0	13.4	9.9	8.5	34%	0.5	
日照港*（增发后）	600017.CH	4.16	1,419	20.3	13.7	11.4	1.6	1.1	1.0	7.8	8.1	9.1	0.0	2.2	2.6	n.a.	n.a.	n.a.	34%	0.6	
营口港*	600317.CH	6.03	997	35.3	31.5	24.0	2.1	2.0	1.8	5.9	6.2	7.5	1.6	0.0	0.0	13.6	12.7	11.8	21%	1.7	
锦州港*	600190.CH	4.76	1,072	46.2	30.1	32.0	2.1	2.0	1.9	4.6	6.6	5.9	0.5	0.8	0.7	17.1	13.4	12.0	20%	2.3	
A股港口平均				25.7	20.1	17.7	2.1	1.9	1.7	8.9	9.8	10.4	1.4	2.0	2.3	13.0	11.0	9.7	20%	1.3	
A股机场上市公司																					
上海机场*	600009.CH	12.67	3,677	34.6	20.7	17.1	1.9	1.7	1.6	5.4	8.4	9.3	0.4	0.5	0.7	14.1	10.9	9.6	42%	0.8	
深圳机场*	000089.CH	5.71	1,454	16.8	15.2	14.6	1.9	1.7	1.5	11.1	11.0	10.4	0.5	0.6	0.6	9.6	8.7	7.8	7%	2.3	
白云机场*	600004.CH	8.78	1,521	16.2	16.7	15.5	1.6	1.6	1.5	10.1	9.3	9.6	3.0	2.9	3.1	8.3	7.4	6.5	2%	6.7	
厦门空港*	600897.CH	15.95	715	17.4	17.0	16.1	3.8	3.5	3.2	21.8	20.5	19.9	0.0	0.0	0.0	9.7	9.4	8.8	4%	4.5	
A股机场平均				21.2	17.4	15.8	2.3	2.1	1.9	12.1	12.3	12.3	1.0	1.0	1.1	10.4	9.1	8.2	16%	1.3	
A股高速公路上市公司																					
宁沪高速*	600377.CH	6.70	5,213	16.8	13.9	12.3	2.0	1.9	1.8	12.0	13.9	15.0	4.6	5.6	6.3	11.5	9.2	8.2	17%	1.0	
皖通高速*	600012.CH	5.95	1,486	14.7	13.7	9.8	1.9	1.7	1.6	12.7	12.8	16.2	3.4	3.6	5.0	8.4	7.3	5.8	22%	0.7	
深高速*	600548.CH	4.97	1,523	20.1	16.1	14.6	1.3	1.3	1.2	6.6	7.9	8.3	2.4	3.1	3.4	16.0	11.9	10.5	17%	1.2	
楚天高速*	600035.CH	5.59	784	17.4	12.5	10.0	2.0	1.7	1.5	11.2	14.0	15.5	1.4	2.0	2.5	11.4	10.6	11.8	32%	0.5	
福建高速	600033.CH	3.65	1,509	12.3	14.7	14.9	1.5	1.7	1.6	12.6	11.8	11.4	1.8	1.7	2.2	10.6	10.9	12.1	-9%	n.m.	
赣粤高速*	600269.CH	5.68	1,998	10.9	10.6	10.7	1.5	1.4	1.2	14.0	12.8	11.5	1.7	1.8	1.8	7.8	7.7	7.8	1%	13.4	
山东高速*	600350.CH	4.88	2,472	22.2	14.9	11.1	1.8	1.3	1.2	11.2	8.8	11.1	1.8	2.7	3.6	28.7	20.4	12.7	42%	0.5	
四川成渝*	601107.CH	6.96	2,879	25.7	20.6	19.6	2.9	2.6	2.3	11.3	12.7	11.9	0.8	0.9	1.1	14.2	11.8	10.1	15%	1.8	
现代投资*	000900.CH	21.74	1,307	13.7	11.7	11.0	2.3	2.1	1.9	17.0	17.9	17.3	3.6	3.8	4.1	6.7	5.8	6.6	12%	1.2	
五洲交通*	600368.CH	7.40	620	28.8	16.7	8.9	1.9	1.8	1.6	6.6	10.6	17.4	1.1	1.9	3.5	n.a.	7.4	6.8	80%	0.4	
粤高速*	000429.CH	4.86	837	18.4	16.9	18.2	1.7	1.5	1.4	9.2	9.0	7.9	2.1	2.2	2.1	13.7	12.7	13.8	1%	35.6	
A股高速公路平均				17.6	14.4	12.6	1.9	1.7	1.6	11.7	12.2	13.1	2.2	2.7	3.2	12.5	10.2	9.4	18%	1.0	
A股铁路上市公司																					
铁龙物流*	600125.CH	14.56	2,202	42.0	34.8	30.6	5.3	4.7	4.1	12.7	14.4	14.5	0.4	0.4	0.4	20.7	19.3	17.0	17%	2.4	
广深铁路*	601333.CH	3.53	3,564	18.4	16.1	15.3	1.1	1.0	1.0	5.9	6.5	6.5	2.3	2.5	2.6	8.9	7.7	6.9	10%	1.9	
大秦铁路*（资产收购前）	601006.CH	8.05	18,025	16.0	11.3	10.1	2.4	2.2	2.1	15.2	19.8	20.4	3.7	5.3	5.9	10.3	7.3	6.3	26%	0.6	
大秦铁路*（资产收购后）	601006.CH	8.05	18,025	15.4	10.8	9.5	2.1	2.0	1.8	13.7	18.3	19.5	3.9	5.5	6.3	10.0	7.0	5.9	0.3	0.6	
A股铁路平均				25.5	20.7	18.7	2.9	2.7	2.4	11.3	13.6	13.8	2.1	2.7	3.0	13.3	11.4	10.0	17%	1.5	
A股基础设施上市公司平均值				20.5	16.7	14.6	2.1	1.9	1.7	11.1	11.9	12.5	1.8	2.3	2.7	12.2	10.3	9.3	13%	1.6	
A股基础设施上市公司中值				18.2	16.1	14.7	1.9	1.7	1.6	11.2	11.4	11.5	1.8	2.4	2.7	11.1	9.7	8.6	11%	1.9	

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

风险

- ▶ 房地产业务和定价水平低于预期。
- ▶ 路网贯通效应弱于预期。
- ▶ 物流业务发展弱于预期。
- ▶ 所得税费率优惠没有得到延续。
- ▶ 提价时间和幅度弱于预期。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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