



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

renzhong@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

中性

现代投资 (000900.CH)

主要机会在提价预期, 大修和分流将带来负面影响

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,765	1,894	1,948	1,782
(+/-%)	17	7	3	(9)
净利润	632	739	787	723
(+/-%)	11	17	7	(8)
每股盈利(元)	1.58	1.85	1.97	1.81
每股经营现金流 (元)	2.56	2.91	2.76	2.48
市盈率(X)	13.7	11.7	11.0	12.0
市净率(X)	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	6.7	5.8	6.6	7.8
现金分红收益率(%)	3.6	3.8	4.1	3.7
净资产收益率(%)	17.0	17.9	17.3	14.6

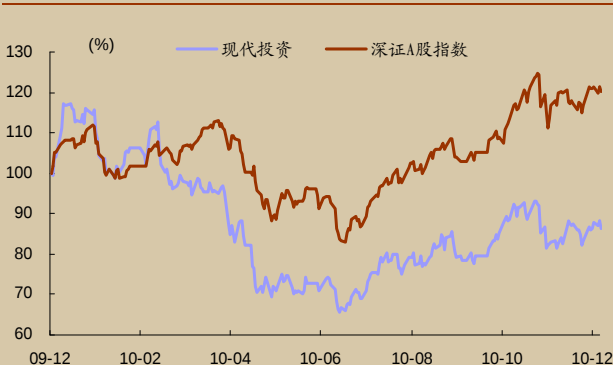
股票信息

	A股
当前股价	21.74
股票代码	000900.CH
日成交量 (百万股)	4.42
52周最高价/最低价	人民币31.33/16.35
发行股数 (百万股)	399.2
其中: 流通股 (百万股)	290.6
主要股东 (持股比例)	湖南省高速公路建设开发总公司 (27.19%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[000900.CH]	+0.97	+4.88	+9.66	-25.46
[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:

我们首次覆盖现代高速, 给予“中性”的投资评级。我们认为公司具备费率上调可能, 但主要路产 2011 年可能迎来大修, 而 2012 年开始将面临分流的风险。公司目前较低的估值水平提供了一定的安全边际, 在提价预期影响下具备一定的交易性机会。

- **费率提升至行业水平将带来 25.7% 的盈利增厚:** 湖南省高速公路收费费率较周边省份低 10% 以上, 省交投目前正在积极申请将收费标准上调。我们认为在通胀压力回落的情况下, 调价申请有望通过。根据我们的测算, 1% 的费率提升将带来 1.7% 的盈利增长; 如果收费标准与周边省份看齐, 则提价将对盈利产生 25.7% 的正面影响。
- **2011、2012 年将对现有路段进行大修, 完成后每年新增 1.5 亿折旧费用:** 我们预计公司 2011 年开始将开始大修工程, 按照 1500 万每公里的建造成本, 预计将新增 37.5 亿大修成本, 2013 年开始每年新增折旧费用 1.5 亿左右。
- **2012 年开始京广高铁全线竣工、京珠复线投入使用将分流公司现有车流量:** 我们预计公司主要路段 2012 年自然增长 8%, 铁路和公路产生的分流影响将分别为 7% 和 6%, 大修负面影响 5%; 综合而言, 公司主要路段 2012 年车流量将下滑 10% 左右。

财务预测:

不考虑提价因素影响, 公司 2011 年净利润将同比增长 7%, 但 2012 年在分流和大修的影响下盈利将出现 8% 左右的下滑。

估值与建议:

公司 2011 年市盈率仅有 11.0 倍, 较行业平均折让 21%。但考虑到公司将持续面临分流风险, 公司当前股价的吸引力仍显不足, 给予“中性”的投资评级。

风险:

提价时间和幅度弱于预期、分流影响和大修成本超预期。

目录

现代投资简介.....	3
主要的投资机会在于提价预期	4
收费标准低于行业平均水平和邻近省份水平 12.5%~20%	4
湖南省交通投资集团财务状况差、投资压力大，具备提价动力	4
2011 年年中通胀将有所缓解，将是较好的提价时点	5
现代投资提价的敏感性测算	5
面临分流和大修风险	6
2011~2012 年可能开始大修，将对车流量产生一定的负面影响，2013 年开始将年新增 1.5 亿左右折旧费用	6
2012 年起将面临公路和铁路的双重分流	6
公路铁路分流影响测算	7
2012 年可能开始大修，亦将对现有路产车流量产生负面影响，并将产生较大的维修费用	7
财务预测	8
不考虑提价因素，2011 年净利润增长 7%，2012 年盈利下滑 8%	8
假设 2011 年下半年提价至行业平均水平，2011、2012 年盈利增速分别达到 23% 和 4%	8
估值与建议	10
绝对估值分析	10
相对估值分析	10
风险	13

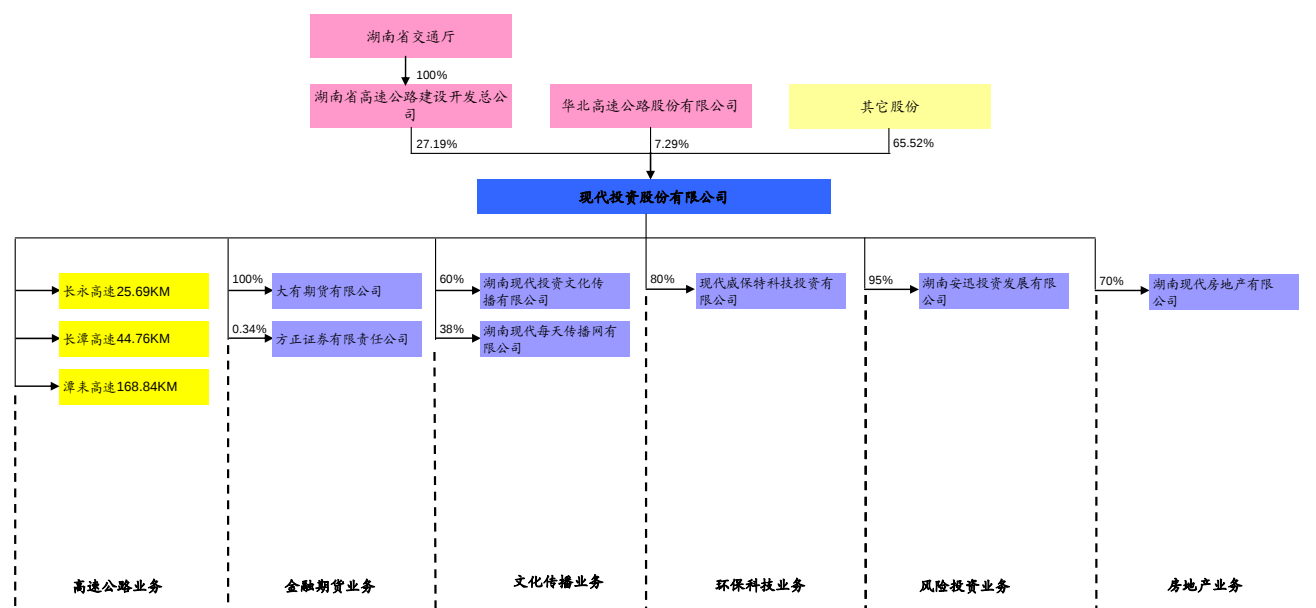
图表目录

图表 1：现代投资股权及资产结构图（确认股权结构目前是否有变化）	3
图表 2：湖南省高速公路收费标准低于行业平均水平和邻近省份水平 参照四川成渝修改	4
图表 3：湖南省交通投资集团资产负债率高企	5
图表 5：2011 年中 CPI 将开始回落	5
图表 6：提价的敏感性测算	5
图表 7：公司路产、京珠高速复线和京广铁路示意图	6
图表 8：以跨省运输为主的中部省份公路货运结构分析	7
图表 9：主要假设	8
图表 10：不考虑提价的净利润预测	8
图表 11：2011 年下半年开始提价的净利润预测	8
图表 12：不考虑提价因素影响的现代投资盈利预测	9
图表 13：现代投资 WACC 计算及 2011 年底 DCF 估值敏感性分析	10
图表 14：历史 P/E 和 P/B	10
图表 15：收费公路可比公司估值表	11
图表 16：A 股交通基础设施上市公司估值表	12

现代投资简介

现代投资股份有限公司成立于1993年5月28日，大股东为湖南省高速公路建设开发总公司，持股27.19%；二股东为华北高速公路股份有限公司，持股7.29%。公司主要路产为长沙至湘潭全长51.55公里的长潭高速公路，收费年限至2028年；湘潭至耒阳全长168.8公里的潭耒高速公路，其中潭衡段全长117.9公里，收费年限至2020年，衡耒段全长50.9公里，收费年限至2023年；长沙至浏阳并与黄花机场连接的全长26.3公里的长永高速公路，收费年限至2024年。除了公路主业之外，公司还涉足金融期货、风险投资、环保科技、文化传播、房地产等领域，但投资规模和盈利占比均较小。

图表 1：现代投资股权及资产结构图



资料来源：公司数据，中金研究部

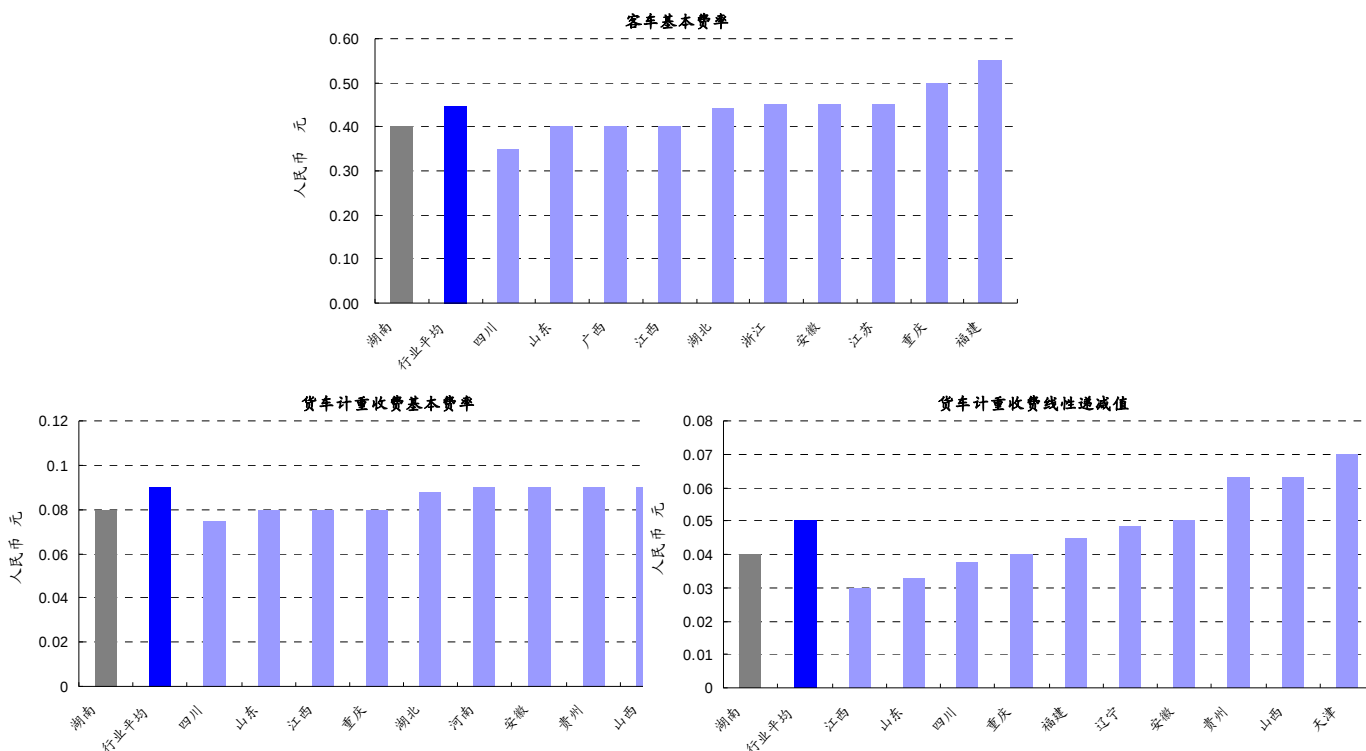
- ▶ **长潭高速**，双向四车道，总建造成本11.9亿元，每公里建造成本0.23亿元，北起长沙市区牛角冲互通，南至湘潭市马家河，双向四车道，是我国“五纵七横”国道主干线中重要一纵京珠高速的一部分，地处湖南省经济发达地区长株潭城市群，为其他主要公路交通干道的重要联络线，也是湖南省境内最繁忙的高速公路路段。随着长株潭城市群成为全国第四个国家综合配套改革试验区，区域一体化和政策支持将进一步推动该区经济发展，随之也将带来更旺盛的交通需求。
- ▶ **潭耒高速**，双向四车道，总建造成本44.8亿元，每公里建造成本0.27亿元，北起湘潭市马家河互通式立交，上承长潭高速公路，南至耒阳市陈家坪，下连耒宜高速公路，途径湘潭、株洲、衡阳三市七县（市）区，也是京珠南北交通动脉湖南段重要组成部分，及长株潭金三角核心经济区域的一条主要高速主干线，交运地位与长潭高速齐肩。
- ▶ **长永高速**，双向四车道，总建造成本2.7亿元，每公里建造成本0.12亿元，公路西起长沙县牛角冲，东止浏阳市永安镇，西连长沙银盆岭大桥东接线，东与浏永超二级公路相接，并以互通式立交桥与全长3.24公里的支线连结黄花机场，为长沙重要的东出通道，交通需求稳定。

主要的投资机会在于提价预期

收费标准低于行业平均水平和邻近省份水平 12.5%~20%

湖南省目前客车基准费率为 0.4 元每公里，低于周边省份 0.45 元~0.5 元每公里的收费水平约 12.5%~20%，也低于行业平均水平 0.45 元每公里 12.5%；而货车计重收费标准为 0.08 元每吨公里~0.04 元每吨公里，低于周边省份和行业平均水平 0.09 元每吨公里~0.05 元每吨公里约 12.5%~20%。不论客车费率和货车费率，湖南省高速公路收费标准都明显偏低。

图表 2：湖南省高速公路收费标准低于行业平均水平和邻近省份水平

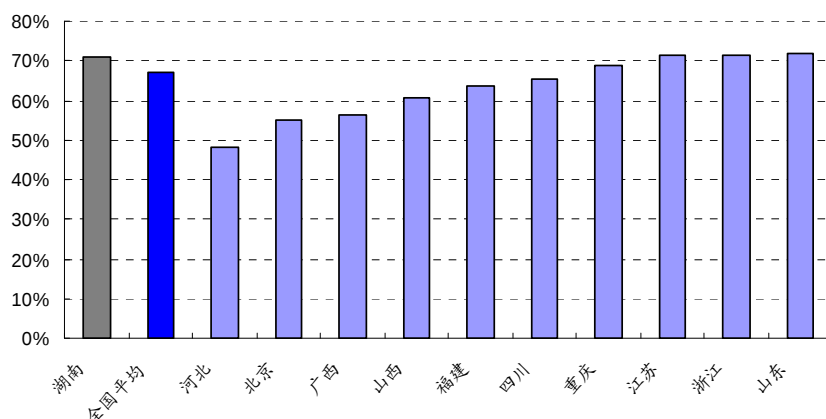


资料来源：各省人民政府网站，中金研究部

湖南省交通投资集团财务状况差、投资压力大，具备提价动力

现代投资的母公司湖南省交通投资集团 2008 年时资产负债率即达到了 71%，处于全国较高水平；集团目前仍有 878 亿元的在建项目，但每年经营现金流仅有不到 30 个亿，而每年筹资活动现金净流入却达到 75 个亿左右，目前帐面仍有 110 亿以上的短期借款需要偿付。因此，湖南省交投有较大的提价动力来提高盈利能力并改善资产负债表，目前已经开始积极申请将收费标准上调至和其他省份相当的水平。

图表 3: 湖南省交通投资集团资产负债率高企

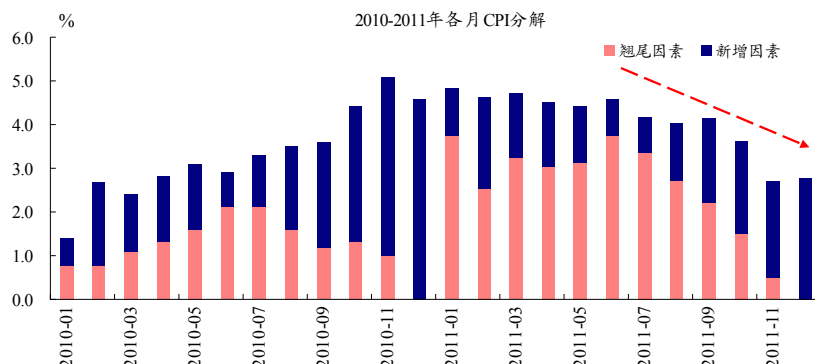


资料来源: 各省政府网站、中金公司研究部

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, 而届时湖南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 4: 2011 年中 CPI 将开始回落



资料来源: 国家统计局, 中金研究部

现代投资提价的敏感性测算

根据我们的测算, 1% 的费率提升将带来现代投资 1.7% 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 年和 2012 年盈利分别产生 25.7% 和 25.5% 的正面影响。

图表 5: 提价的敏感性测算

	1%	5%	10%	15%	20%
EPS 2011	2.01	2.14	2.31	2.48	2.65
增厚(-/+)	1.7%	8.6%	17.1%	25.7%	34.3%
EPS 2012	1.84	1.96	2.12	2.27	2.43
增厚(-/+)	1.7%	8.5%	17.0%	25.5%	34.0%

资料来源: 公司数据, 中金研究部

面临分流和大修风险

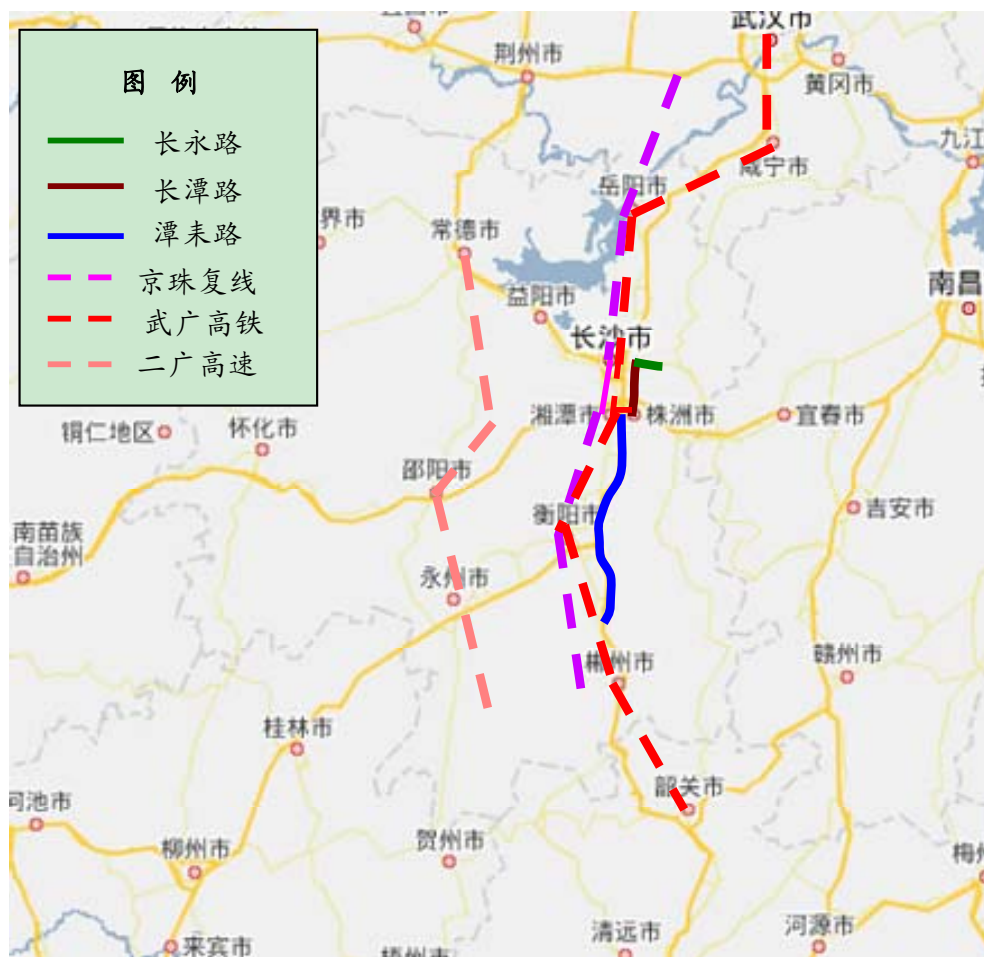
2011~2012 年可能开始大修，将对车流量产生一定的负面影响，2013 年开始将年新增 1.5 亿左右折旧费用

由于京珠高速为目前湖南唯一的南北物流主动脉，战略意义重大，尽管路面损毁较为严重，考虑到南北物流的畅通，一直无法进行大修。公司已经开始考虑 2011 年~2012 年对现有路网进行大修。按照 1500 万每公里的建造成本，预计将新增 37.5 亿大修成本，2013 年开始每年新增折旧费用 1.5 亿左右。而对 2011 年和 2012 年而言，大修将对车流量产生 5%左右的负面影响。

2012 年起将面临公路和铁路的双重分流

目前公司经营的潭耒高速和长潭高速均为京珠高速主线，以南北向的跨省货物运输为主，目前运力已经较为紧张。2011 年底北京-武汉高速铁路将投入运营，京广高速铁路全线通车，客货分流将大幅提升原有京广铁路的货运能力；同时，京珠高速复线也将于 2012 年竣工，将和京广铁路一起对公司的货运车流量产生分流。

图表 6：公司路产、京珠高速复线和京广铁路示意图

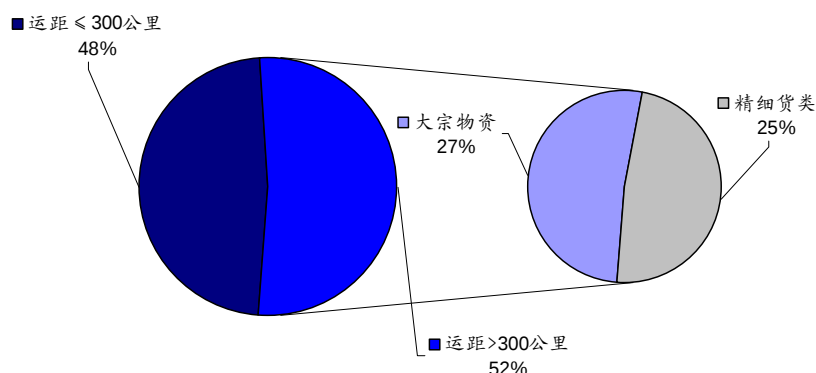


资料来源：公司数据，中金研究部

公路铁路分流影响测算

我们目前缺乏湖南省公路货物运输结构数据，但可以用与其较为相似、均以过境车流量为主的河南省公路货物运输结构进行分析。我们认为，在整体货物运输中，运距超过 300 公里以上的大多为跨省运输，整体来看占全部公路运量的 52%。其中钢铁及有色金属、非金属矿石、化工品和金属制品等大宗物资铁路运输具备较大的优势，约占整体运量的 27%；而剩余长距离货种，包括工业机械和医药品等精细货类公路运输优势较大，约占整体的 25%。

图表 7：以跨省运输为主的中部省份公路货运结构分析



资料来源：公司数据，中金研究部

考虑京珠高速跨省运输量接近 75%，长途运输比例高于全省整体水平，我们预计实际公司经营路产车流量中，铁路可分流部分约占整体的 39%，公路可分流部分占整体的 33%。我们预计铁路能力释放后，可以分流现有公路运输长途大宗货物的 3/4，即 30%；而京珠复线可以分流跨省精细货类运输量的 1/2，约为整体的 16%。我们预计考虑到铁路调图和提升配套集疏运体系等因素影响，分流影响将在 4 年左右的时间内逐步体现，每年影响约在 7% 左右；而公路分流产生的负面因素体现得更快，预计在两年内释放，每年带来的负面影响在 8% 左右。综合而言，公路和铁路 2012 年~2013 年每年分别产生 15% 的车流量分流影响，2014~2015 年这一负面影响将下降至 7%。但考虑到车流量每年 8% 左右的自然增长以及大修完成后带来的路网贯通效应，我们预计公司主要线路 2012~2015 年的车流量将分别同比下降 10%、5%、2% 和 2%。

2012 年可能开始大修，亦将对现有路产车流量产生负面影响，并将产生较大的维修费用

2012 年京广铁路货运能力释放以及京珠复线的贯通将使得现有路产大修成为可能。我们预计公司路产将在 2012 年开始路面大修工程，为期两年，每年因为大修对车流量造成的负面影响为 5% 左右。综合 5% 左右的内生增长以及公路铁路带来的分流因素，我们预计公司 2011 年车流量将同比增长 5%，但 2012~2013 年车流量将出现每年 15% 左右的下滑，2014~2015 年这一下滑幅度将减小至 5% 和 2%。

公司现有路段大修将产生较高的维修费用，我们按照每公里 100 万元计算，预计将 2012~2013 年新增每年 1.0 亿元左右的大修费用，相当于公司现有盈利的 14% 左右。

财务预测

图表 8：主要假设

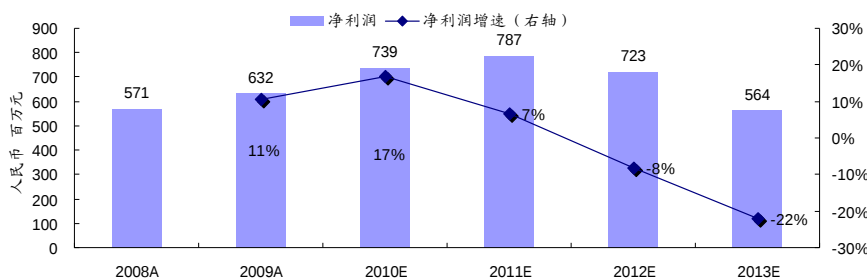
重要假设	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
日均车流量（辆）								
潭末路	24,378	27,453	29,649	30,539	27,485	26,111	25,588	25,077
YoY	15%	13%	8%	3%	-10%	-5%	-2%	-2%
长潭路	27,550	33,371	36,040	37,121	33,409	31,739	30,152	29,549
YoY	9%	21%	8%	3%	-10%	-5%	-5%	-2%
长永路	11,189	12,149	13,121	13,908	14,604	15,334	15,947	16,585
YoY	8%	9%	8%	6%	5%	5%	4%	4%
营业收入	1,514	1,765	1,894	1,948	1,782	1,703	1,664	1,638
毛利润	970	1,166	1,225	1,269	1,173	953	931	878
管理费用	-79	-86	-111	-114	-105	-100	-98	-96
财务费用	-48	-39	-34	-36	-41	-41	-39	-36
投资收益	14	-12	-1	-1	-1	0	0	0
有效税率	24%	33%	27%	25%	25%	25%	25%	25%

资料来源：公司数据，中金研究部

不考虑提价因素，2011 年净利润增长 7%，2012 年盈利下滑 8%

不考虑提价因素，我们预计公司收入增速与车流量变化一致，变动成本率提升约 1 个百分点，则公司 2011 年盈利可以达到 7.87 亿元，同比增长 7%，对应每股盈利 1.97 元；2012 年在分流和大修的负面影响下盈利将出现 8% 的同比下滑，对应每股盈利 1.81 元。

图表 9：不考虑提价的净利润预测

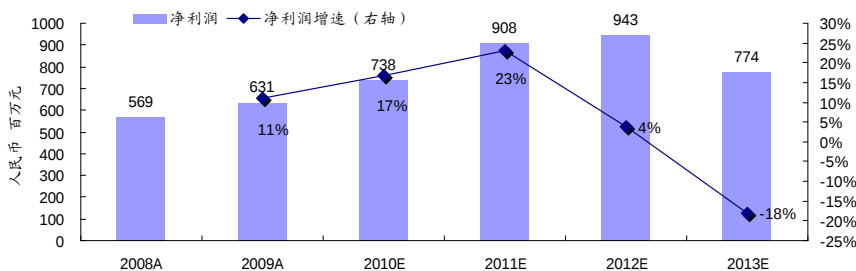


资料来源：公司数据 中金公司研究部

假设 2011 年下半年提价至行业平均水平，2011、2012 年盈利增速分别达到 23% 和 4%

假设 2011 年下半年提价至行业平均水平，则公司 2011 年盈利可以达到 9.08 亿元，同比增长 23%，对应每股盈利 2.27 元；2012 年盈利将增长 4%，对应每股盈利 2.36 元。

图表 10：2011 年下半年开始提价的净利润预测



资料来源：公司数据中金公司研究部

图表 11: 不考虑提价因素影响的现代投资盈利预测

损益表 (人民币百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,589	1,514	1,765	1,894	1,948	1,782
营业成本	(510)	(544)	(599)	(669)	(679)	(609)
营业税金及附加	(53)	(51)	(63)	(66)	(68)	(62)
销售费用	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(34)	(79)	(86)	(111)	(114)	(105)
财务费用	(97)	(48)	(39)	(34)	(36)	(41)
投资收益	12	14	(12)	(1)	(1)	(1)
营业利润	911	751	947	1,012	1,049	964
税前利润	910	749	945	1,012	1,049	964
所得税	(323)	(180)	(313)	(273)	(263)	(241)
少数股东损益	3	2	0	0	0	0
净利润	590	571	632	739	787	723
现金流量表 (人民币百万元)						
经营活动现金流	1,071	975	1,023	1,162	1,101	991
投资活动现金流	(35)	45	(148)	(0)	(2,000)	(1,750)
筹资活动现金流	(2,026)	(629)	(353)	(367)	(390)	334
现金及现金等价物净增加额	(991)	391	521	795	(1,289)	(425)
资产负债表 (人民币百万元)						
流动资产	457	1,035	1,795	2,622	1,346	891
固定资产	743	720	720	672	624	575
在建工程	69	27	32	32	2,032	3,782
长期投资	6	6	5	3	2	1
其它长期资产	3,634	3,379	3,079	2,847	2,615	2,385
总资产	4,908	5,166	5,632	6,177	6,620	7,634
短期借款	160	0	0	0	0	700
其他流动负债	504	772	916	1,055	1,065	982
流动负债合计	664	772	916	1,055	1,065	1,682
其他长期负债	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
长期借款合计	1,100	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
股东权益	3,137	3,389	3,711	4,117	4,550	4,948
少数股东权益	6	6	5	4	4	3
主要财务比率						
资产收益率(%)	12.0	11.1	11.2	12.0	11.9	9.5
净资产收益率(%)	18.8	16.8	17.0	17.9	17.3	14.6
投入资本收益率(%)	17.3	16.8	17.0	17.9	17.3	12.8
每股盈利(元)	1.48	1.43	1.58	1.85	1.97	1.81
每股分红(元)	0.38	0.80	0.78	0.83	0.89	0.81
每股净资产(元)	7.86	8.49	9.30	10.31	11.40	12.39
每股经营现金流(元)	2.68	2.44	2.56	2.91	2.76	2.48
毛利率(%)	68%	64%	66%	65%	65%	66%
经营利润率(%)	57%	50%	54%	53%	54%	54%
净利润率(%)	37%	38%	36%	39%	40%	41%
净债务/净资产(%)	-32%	-11%	6%	25%	-6%	-28%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

估值与建议

我们首次覆盖现代高速，给予“中性”的投资评级。我们认为公司提价可能性较强，但主要路产 2011 年以后面临分流和大修的风险，应以阶段性交易机会为主。公司 2011 年市盈率仅有 11.0 倍，较行业平均折让 20%，估值水平短期具备一定的安全边际；但分流和大修将带来长期估值风险。公司当前股价低于我们 2011 年底 DCF 估值每股 14.76 元，给予“中性”的投资评级。

绝对估值分析

2011 年底 DCF 估值每股 14.8 元：我们采用 9.7% 的资金加权平均成本 (WACC)，现代投资 2011 年底的 DCF 估值为 14.8 元/股，低于公司现有股价。

图表 12：现代投资 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%

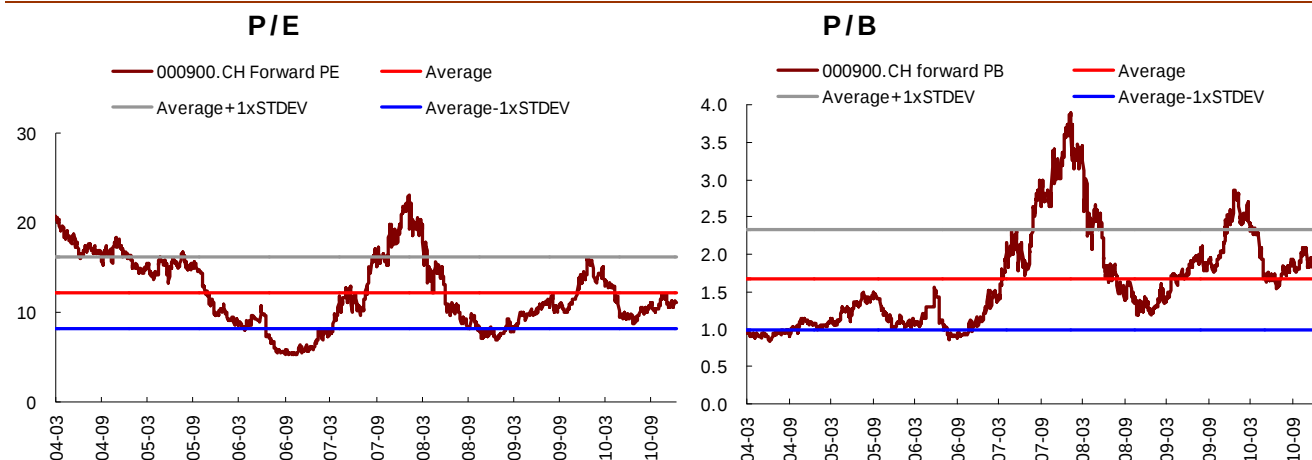
WACC	自由现金流量假设变化 (人民币元)				
	-20%	-10%	0%	10%	20%
8.9%	12.33	13.95	15.58	17.20	18.82
9.3%	12.00	13.58	15.16	16.75	18.33
9.7%	11.68	13.22	14.76	16.31	17.85
10.1%	11.37	12.87	14.38	15.88	17.38
10.5%	11.07	12.53	14.00	15.47	16.93

资料来源：公司数据 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。目前公司目前 2011、2012 年市盈率在 11.0 倍和 12.0 倍左右，分别较行业平均折价 20% 和 7.5%，短期具备一定的安全边际。

图表 13：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 14：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 15: A 股交通基础设施上市公司估值表

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率			市净率			净资产收益率			现金分红收益率			EV/EBITDA			CAGR	PEG
		(RMB)	(US\$ m)	(X)			(X)			(%)			(%)			(X)				
		2010-12-22	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09A	10E	11E	09-11		
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

- ▶ 提价时间和幅度弱于预期。
- ▶ 公路、铁路分流影响超出预期。
- ▶ 大修成本超出预期。
- ▶ 大修对车流量的负面影响超出预期。

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