



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

公司动态
证券研究报告

2011年2月23日

仓储物流

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

铁龙物流 (600125.CH)

风险和收益的天平开始倾斜, 短期不追高

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1,523	1,567	1,975	2,398	3,112
(+/-)	-4%	3%	26%	21%	30%
主营业务利润	471	535	684	785	1,058
(+/-)	-5%	14%	28%	15%	35%
净利润	295	348	456	522	711
(+/-)	5%	18%	31%	15%	36%
摊薄每股盈利(元)	0.29	0.35	0.45	0.52	0.71
(+/-)	-0.13	0.18	0.31	0.15	0.36
市盈率	59.9	50.8	38.8	33.9	24.9
市净率	7.2	6.5	5.6	4.9	4.2
EV/EBITDA	31.0	26.9	23.3	20.3	15.0
净资产收益率	12.8%	13.4%	15.5%	15.5%	18.1%
ROCE	12.6%	13.3%	15.3%	15.3%	17.9%
现金分红收益率	-0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
每股经营现金流(元)	0.3	0.7	0.3	0.6	1.0
股价/经营现金流	65.5	24.8	56.9	31.1	18.5

股票信息

当前股价	A股 人民币17.61
股票代码	600125 CH Equity
日成交量(百万股)	28.8
52周最高价/最低价	人民币18.8/10.46
发行股数(百万股)	837
其中: 流通股(百万股)	586
主要股东(持股比例)	中铁集装箱运输有限责任公司(15.90%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600125.CH]	+6.53	+9.86	+21.87	+22.12
[上证指数]	-1.51	+5.18	-0.18	+1.69
[中金A股交通运输指数]	-2.81	+7.18	-3.40	-0.69

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

近来事件

- 12/23/2010 《需求引领下的结构性发展机会—铁路运输专题报告之一: 铁路冷链运输发展前景分析》
- 1/11/2011 《收购铁洋公司有利于特种箱业务发展》
- 3/25/2011 2010 年年度业绩公布

观点更新:

我们12月23日将公司评级上调至“推荐”, 目前股价已经位于我们17.6元的交易区间上限。我们的观点更新如下: 依旧看好公司的中长期发展前景, 维持“推荐”评级不变, 并将交易区间上调至14~20元; 但考虑到当前估值水平已经对利好因素反映得较为充分, 综合考虑风险收益水平, 短期不建议继续追高。

评论:

- 一季度投资气氛依旧向好, 股价还有10%左右的空间。向好的投资气氛主要有三点: 1) 3月末股东大会有望公布规模较大的特种箱购置计划; 2) 两会期间物流发展及冷链建设将得到更多关注; 3) 铁道部十二五规划将强调铁路集装箱发展。但考虑到公司2011年盈利增速约为15%, 目前34倍的市盈率水平继续扩张将遇到阻力, 我们预计40倍市盈率将成为短期的估值天花板, 可能要到下半年再寻求突破。
- 高估值反映了市场较为乐观的预期, 但不能忽视一些潜在的风险。我们看好公司特种箱业务的发展, 但秉持的态度始终是理性和谨慎。在25倍市盈率的时候, 我们更多地看到机会; 而在35倍市盈率的时候, 我们更多地关注风险。我们认为, 公司可能面临的风险在于: 1) 铁道部目前格外重视运输安全, 化工箱扩大规模可能遇到阻碍; 2) 冷链食品生产商在主要消费地设厂; 3) 冷藏箱收费标准的提升可能对冷藏箱推广造成一定的负面影响。
- 上调2011年盈利8%至0.52元, 上调交易区间至14~20元。我们预计公司的特种箱购置规模好于此前预期, 并根据冷藏箱提价小幅上调了费率预测; 综合而言, 上调公司2011年每股盈利预测8%。我们也因此将此前12~18元的交易区间上调至14~20元, 约对应2011年27倍~38倍市盈率。

估值与建议:

我们维持铁龙物流长期“推荐”的投资评级, 认为公司股价表现的三个平台在于: 1) 特种箱(特别是化工箱和冷藏箱)运营规模扩大; 2) 建立成熟的产品、品牌和战略联盟, 盈利释放加快; 3) 政策环境和经营环境显著改善。目前第一个平台已经基本确立, 第二和第三个平台趋势向好但并未实质突破, 我们维持谨慎乐观的观点, 短期不主张追高, 建议在14~20元区间进行波段交易。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

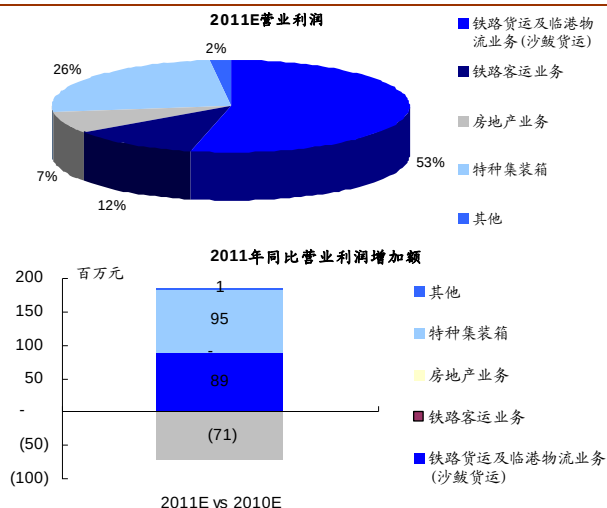
一季度仍将保持良好的投资气氛

- ▶ **3 月有望公布规模较大的特种箱购置计划：**根据我们的了解，公司 2011 年计划新购 5,000~10,000 个干散货箱，500~1,000 个化工箱，以及 500 个左右的冷藏箱，合计相当于现有箱量的 25%~40%，目前这一方案仍有待铁道部和股东大会批准。
- ▶ **两会期间物流发展及冷链建设将得到更多关注：**通胀压力下政府更加重视物流产业和冷链体系的建设，政府工作报告中有望着重提及；
- ▶ **铁道部十二五规划将强调铁路集装箱发展。**高铁逐步投入运营、现有干线客货分离将带来货运能力的翻倍提升，而铁路集装箱直接和降低物流成本、产业转移和消费升级挂钩，将成为最大的受益者。

近期缺乏盈利高增长支撑，公司短期股价进一步提升空间缩小至 10%

- ▶ **房地产结算大幅减少，化工箱和冷藏箱仍处于发展的初期阶段，2011 年盈利增速将放缓至 15%。**我们预计 2011 年铁路货运和物流业务将带来 7,000 万左右的盈利增量，特种箱业务（主要依靠干散货箱和化工箱）将带来 7,000 万左右的盈利增量，而房地产业务盈利将出现 5,000 万左右的下滑。综合而言，2011 年盈利增速将放缓至 15%。

图表 1：铁龙物流 2010/2011 年主营业务利润拆分



资料来源：公司数据，中金公司研究部

- ▶ **缺乏盈利高增长支持，仅靠估值扩张带来的股价提升难以持续。**我们认为，在缺乏盈利高增长支撑的情况下，仅依靠预期改善带来的估值提升难以持续提升公司股价。预计在比较乐观的情况下，40 倍左右的市盈率水平也将成为短期内的估值天花板。目前公司 2011 年市盈率水平达到了 33.9 倍，而考虑到每股盈利上调的可能性较小，公司股价继续上行将遇到一定的阻碍。

高估值反映了市场较为乐观的预期，但不能忽视一些潜在的风险

我们看好公司特种箱业务的发展，但从基本面上来看并非无懈可击，我们的态度始终是理性、谨慎和乐观。在 25 倍市盈率的时候，我们更多地看到机会；而在 35 倍市盈率的时候，我们更多地关注基本面上潜在的风险。从我们近期的观察来看，公司可能面临的考验在于：

- ▶ **铁道部目前格外重视安全，化工箱扩大规模可能遇到阻碍。**由于铁道部对于运输安全的重视，特别是近期人事更迭，新上任的盛光祖部长更是格外强调安全和稳定的重要性，预计铁路危险化学品运输短期大规模发展的机会变小，公司的化工箱业务大规模上量的可能性降低。
- ▶ **冷链食品生产商在主要消费地设厂。**目前三全和思念等企业已经在主要消费地设厂以降低仓储成本并进行个性化的生产，部分原料在当地采购。这种方式将使得长距离运输冷链产成品变为长距离运输部分原材料，总体来说对冷藏箱需求是中性偏负面的。
- ▶ **公司和客户就冷藏箱收费标准产生争议影响战略合作伙伴关系。**铁龙物流在 2010 年末上调了冷藏箱费率，对于公路运输费率的折价由此前的 30% 下降至 15% 左右，竞争力有所下降，而部分冷冻食品厂商因此在春节传统旺季期间并未使用铁龙物流的冷藏箱。我们认为，公司冷藏集装箱在推广过程中和建立战略合作伙伴关系的进程中，仍需要不断的博弈和磨合，也具有一定的不确定性，需要我们紧密跟踪和观察。

上调 2011 年盈利 8% 至 0.52 元，上调交易区间至 14~20 元

上调 2011 年估值水平和交易区间。公司的特种箱购置规模有望好于我们此前预期，并根据冷藏箱提价小幅上调了费率预测；综合而言，上调公司 2011 年每股盈利预测 8%。我们也因此将此前 12~18 元的交易区间上调至 14~20 元，约对应 2011 年 27 倍~38 倍市盈率。

以市值法估算交易区间上限。冷藏箱业务 2015 年的每股盈利 0.40 元，给予 25 倍市盈率约相当于 100 亿市值。目前业务给予交通基础设施 2011 年平均 18 倍的估值水平（不含收费公路），也对应 100 亿市值。从市值角度考虑，合计 200 亿左右的市值对应每股价值 20 元左右。

趋势向好，短期不追高，长期依旧乐观

我们维持铁龙物流长期“推荐”的投资评级，认为公司股价表现的三个平台在于：1) 特种箱（特别是化工箱和冷藏箱）运营规模扩大；2) 建立成熟的产品、品牌和战略联盟，盈利释放加快；3) 政策环境和经营环境显著改善。目前第一个平台已经基本达到，第二和第三个平台趋势向好但并未实质突破，我们维持谨慎乐观的观点，短期不主张追高，建议在 14~20 元进行区间交易。

图表 1：2015 年铁龙物流冷藏箱业务盈利在不同周转效率下的测算（周转率 5~6 天为基础情景）

在单箱平均1200公里运输条件下的盈利测算		周转天数		
单位：元	计算公式	7~10天	5~6天	3~4天
公路单箱单程运价	a	11,048	11,048	11,048
相对折价率	b	85%	85%	85%
铁路单箱单程收费	c=a*b	9,391	9,391	9,435
年周转次数	d	36	60	90
单箱年收入	e=c*d	338,072	563,453	849,157
成本				
营业税费	f=e*3%	(11,156)	(18,594)	(28,022)
变动成本率	g	16%	14%	12%
变动成本	h=e*g	(54,091)	(81,554)	(97,653)
年度铁道部结算成本	i	(199,452)	(332,419)	(498,629)
年度线下物流成本	j	(36,000)	(60,000)	(90,000)
年折旧成本	k=300000/12	(25,000)	(25,000)	(25,000)
年固定维修成本	l	(10,000)	(10,000)	(10,000)
合计	m=f+h+i+j+k+l	(335,699)	(527,567)	(749,304)
单箱年利润	n=e+m	2,372	35,886	99,853
所得税费用	o=n*25%	(593)	(8,971)	(24,963)
单箱净利润	p=n+o	1,779	26,914	74,890
净利润率	q=p/e	0.5%	4.8%	8.8%
箱量	r	24,772	14,863	9,909
合计净利润贡献（百万元）	s=p*r	44.1	400.0	742.1
股本	t		1,004,000,000	
EPS	u=p*s/t	0.04	0.40	0.74

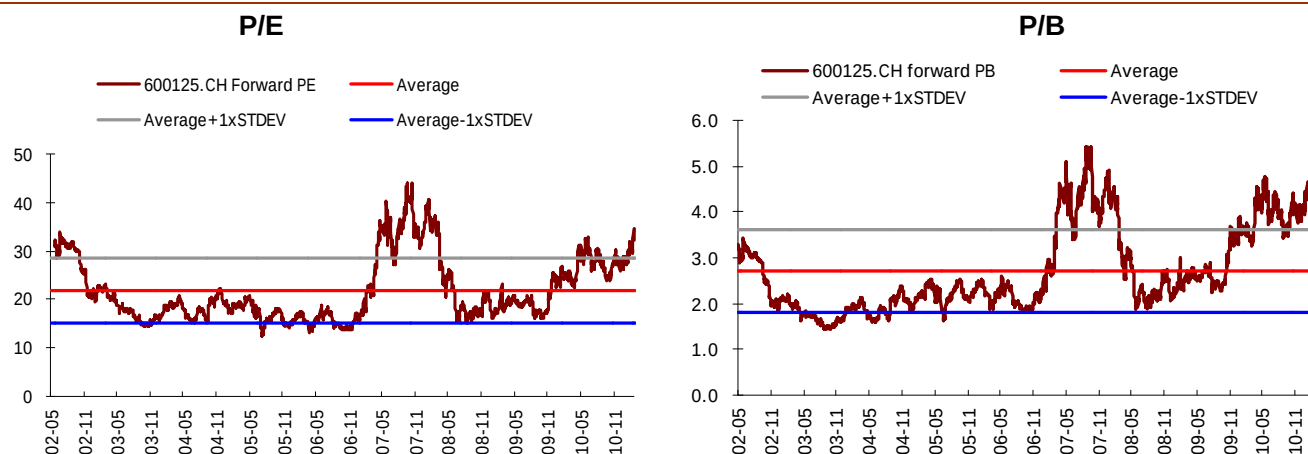
资料来源：中金公司研究部

图表 2：铁龙物流盈利预测（2008~2012）

单位(人民币百万)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
损益表					
主营业务收入净额	1,523	1,567	1,975	2,398	3,112
主营业务成本	-995	-978	-1,213	-1,521	-1,950
主营业务税金及附加	-57	-54	-79	-92	-103
主营业务利润	471	535	684	785	1,058
营业费用	-29	-25	-26	-29	-31
管理费用	-47	-50	-62	-72	-93
财务费用	-8	6	5	5	8
营业利润	386	467	601	689	941
投资收益	4	7	7	7	7
税前利润	390	470	608	696	948
所得税	-95	-121	-152	-174	-237
少数股东权益	-0	-1	-0	-0	-1
净利润	295	348	456	522	711
摊薄每股收益（人民币元）	0.294	0.347	0.454	0.520	0.708
现金流量表					
经营活动现金流:	270	712	311	568	958
投资活动现金流:	-311	-223	-481	-370	-370
融资活动现金流:	-321	-101	-55	-55	-52
货币资金增加额	-363	388	-225	143	536
资产负债表					
流动资产:	1,092	1,501	1,438	1,720	2,219
长期投资	60	58	58	58	58
固定资产	1,432	1,441	1,786	2,010	2,225
无形资产和其他资产	66	70	70	70	69
总资产	2,650	3,070	3,352	3,858	4,572
流动负债:	183	290	176	220	283
长期负债:	14	39	39	39	39
总负债	197	329	215	259	322
少数股东权益	1	2	2	3	3
股东权益	2,451	2,739	3,135	3,596	4,247
负债和权益	2,650	3,070	3,352	3,858	4,572
财务指标					
主营业务利润率	30.9%	34.1%	34.6%	32.7%	34.0%
息税前利润率	25.9%	29.4%	30.2%	28.5%	30.0%
净利润率	19.4%	22.2%	23.1%	21.8%	22.8%
净资产收益率	12.8%	13.4%	15.5%	15.5%	18.1%
总资产收益率	10.7%	12.2%	14.2%	14.5%	16.9%
总资产负债率	7.4%	10.7%	6.4%	6.7%	7.0%
净资产负债率	-20.3%	-32.9%	-21.6%	-22.8%	-31.9%
流动比例	6.0	5.2	8.2	7.8	7.9
速动比率	3.8	3.6	5.0	4.9	5.9
应收账款周转期	31.5	20.1	20.1	20.1	20.1
存货周转期	145.0	166.9	164.7	155.3	102.4

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表3：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4：铁路可比公司估值表

公司名称	股票代码	货币	股价	市值 (USD mn)	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
				2011-2-22	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09-12	09A
A股铁路上市公司																										
铁龙物流	600125.CH	CNY	17.61	2,683	50.8	38.8	33.9	24.9	6.5	5.6	4.9	4.2	13.4	15.5	15.5	18.1	0.3	0.3	0.3	0.3	19.7	17.1	14.9	10.9	27%	1.9
广深铁路	601333.CH	CNY	3.61	3,655	18.8	18.6	16.8	14.0	1.1	1.1	1.1	1.0	5.9	5.9	6.1	7.0	2.2	2.2	2.5	3.0	6.3	6.1	5.5	9.3	10%	1.8
大秦铁路	601006.CH	CNY	8.36	18,854	16.0	11.2	9.2	8.3	2.2	2.0	1.9	1.8	15.2	19.8	22.0	21.7	3.7	5.3	6.5	7.1	9.7	6.9	5.5	4.8	24%	0.7
平均值					28.6	22.9	20.0	15.7	3.2	2.9	2.6	2.3	11.5	13.8	14.5	15.6	2.1	2.6	3.1	3.5	11.9	10.0	8.6	8.3	22%	1.3
中值					18.8	18.6	16.8	14.0	2.2	2.0	1.9	1.8	13.4	15.5	15.5	18.1	2.2	2.2	2.5	3.0	9.7	6.9	5.5	9.3	10%	1.8
H股铁路上市公司																										
广深铁路	525.HK	HKD	3.05	3,660	14.0	13.5	11.7	9.7	0.8	0.8	0.7	0.7	6.0	5.9	6.3	7.2	3.0	3.1	3.6	4.3	6.3	6.1	5.5	9.3	13%	1.1
国际铁路公路上市公司																										
亚洲																										
地铁公司	66.HK	HKD	28.30	20,965	16.7	18.7	20.1	17.8	1.5	1.4	1.4	1.3	9.4	8.1	7.0	7.5	1.8	1.9	2.0	2.1	10.8	15.2	15.1	14.4	-2%	n.m.
East Japan Railway	9020.JP	JPY	5,670	27,230	18.7	14.8	13.3	11.8	1.3	1.2	1.1	1.0	6.9	8.3	8.9	9.2	1.9	2.0	2.1	2.4	8.1	7.7	7.4	7.1	17%	1.1
Central Japan Railway	9022.JP	JPY	730,000	18,844	15.7	13.3	11.6	10.3	1.3	1.2	1.1	1.0	8.7	9.7	10.2	10.6	1.2	1.2	1.3	1.3	8.2	8.0	7.8	7.6	15%	1.1
West Japan Railway	9021.JP	JPY	331,500	7,960	25.8	19.2	17.1	13.0	1.0	0.9	0.9	0.9	3.7	5.0	5.7	6.8	2.1	2.2	2.4	3.0	7.9	7.1	6.6	6.3	26%	1.0
Hankyu Holdings	9042.JP	JPY	396	6,045	46.3	24.3	19.4	16.3	1.1	1.0	1.0	1.0	2.3	4.3	5.1	5.8	1.3	1.3	1.3	1.3	12.6	13.4	12.6	11.9	0.4	1.1
Container Corp of India	CCRI.IN	INR	1,104	3,158	18.5	16.6	14.8	13.9	3.3	2.9	2.6	2.3	19.4	19.5	19.1	14.8	1.3	1.5	1.7	2.2	13.0	11.4	10.2	10.0	10%	1.9
SMRT Corp	MRT.SP	SGD	1.98	2,350	18.5	18.7	16.9	15.3	3.7	3.7	3.5	3.3	21.8	20.2	21.3	21.8	4.3	4.2	4.5	4.9	8.5	9.2	8.5	7.8	6%	2.9
平均值					22.9	17.9	16.2	14.1	1.9	1.8	1.7	1.6	10.3	10.7	11.0	10.9	2.0	2.0	2.2	2.5	9.9	10.3	9.8	9.3	18%	1.3
中值					18.5	18.7	16.9	13.9	1.3	1.2	1.1	1.0	8.7	8.3	8.9	9.2	1.8	1.9	2.0	2.2	8.5	9.2	8.5	7.8	10%	1.8
北美洲																										
Union Pacific	UNP.US	USD	97.14	47,696	25.8	18.3	15.9	13.7	2.8	2.7	2.5	2.3	11.7	15.2	16.5	18.8	1.1	1.3	1.4	1.8	9.8	8.8	8.1	7.3	24%	1.1
Norfolk Southern	NSC.US	USD	65.00	23,147	23.3	16.6	14.2	12.3	2.2	2.2	2.0	2.0	10.4	13.5	14.8	16.8	2.1	2.2	2.4	2.7	9.0	8.3	7.5	7.0	24%	1.0
CSX Corp	CSX.US	USD	74.76	27,689	25.4	18.8	16.1	14.1	3.3	3.2	2.9	2.8	13.6	16.6	18.2	21.3	1.2	1.3	1.4	1.6	9.4	9.0	8.3	7.6	22%	1.2
Canadian National Railway	CNR.CN	CAD	71.33	33,251	18.1	17.3	15.3	13.6	2.8	2.8	2.5	2.3	17.0	16.8	17.0	17.2	1.4	1.5	1.6	1.8	10.8	9.9	9.1	8.4	10%	1.8
Canadian Pacific Railway	CP.CN	CAD	67.56	11,579	18.4	17.9	15.0	13.0	2.3	2.2	2.0	1.8	9.8	13.1	13.4	13.8	1.5	1.5	1.7	1.9	10.2	9.4	8.4	7.7	12%	1.5
平均值					22.2	17.8	15.3	13.3	2.7	2.6	2.4	2.2	12.8	15.0	16.0	17.6	1.5	1.6	1.7	2.0	9.8	9.1	8.3	7.6	19%	1.2
中值					23.3	17.9	15.3	13.6	2.8	2.7	2.5	2.3	12.7	15.2	16.5	17.2	1.4	1.5	1.6	1.8	9.8	9.0	8.3	7.6	20%	1.2
全球铁路平均值																										
全球铁路中值																										

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部

图表5：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 (%)				CAGR 09~12	PEG 09A
				2011-2-22	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E		
A股高速公路上市公司																					
宁沪高速*	600377.CH	6.43	5,041	16.1	13.3	11.8	10.6	1.9	1.9	1.8	1.7	12.0	13.9	15.0	15.9	4.8	5.8	6.6	7.3	15%	0.7
皖通高速*	600012.CH	6.22	1,488	15.3	14.0	9.4	8.1	1.9	1.8	1.7	1.5	12.7	13.0	17.7	18.5	3.2	3.5	5.2	6.0	24%	0.3
深高速*	600548.CH	5.25	1,607	21.2	17.0	15.4	13.6	1.4	1.3	1.3	1.2	6.6	7.9	8.3	9.0	2.3	2.9	3.2	3.7	16%	0.9
楚天高速*	600035.CH	5.44	769	17.0	12.1	9.7	8.7	1.9	1.7	1.5	1.3	11.2	14.0	15.5	15.8	1.5	2.1	2.6	2.9	25%	0.3
赣粤高速*	600269.CH	5.53	1,961	10.6	10.4	10.4	9.8	1.5	1.3	1.2	1.1	14.0	12.8	11.5	11.1	1.8	1.8	1.8	1.9	2%	3.9
山东高速*	600350.CH	4.81	2,456	21.9	14.7	10.9	9.7	1.7	1.3	1.2	1.1	11.2	8.8	11.1	11.6	1.8	2.7	3.7	4.1	31%	0.3
四川成渝*	601107.CH	6.45	2,680	23.8	19.1	17.1	14.9	2.7	2.4	2.2	1.9	11.3	12.7	12.7	13.0	0.8	1.0	1.1	1.3	17%	0.9
现代投资*	000900.CH	19.85	1,203	12.5	10.7	10.1	11.0	2.1	1.9	1.7	1.6	17.0	17.9	17.3	14.6	3.9	4.2	4.5	4.1	5%	2.4
五洲交通*	600368.CH	7.06	596	27.5	15.9	8.5	8.3	1.8	1.7	1.5	1.3	6.6	10.6	17.4	15.9	1.1	2.0	3.7	3.7	49%	0.2
粤高速*	000429.CH	4.89	843	18.5	17.0	18.3	16.9	1.7	1.5	1.4	1.4	9.2	9.0	7.9	8.1	2.0	2.2	2.1	2.2	3%	5.5
福建高速	600033.CH	3.55	1,479	11.9	12.9	12.2	16.9	1.4	1.7	1.5	1.3	12.6	10.5	11.4	7.9	1.9	2.0	2.5	2.7	-11%	n.m.
A股高速公路平均				18.4	14.4	12.2	11.2	1.9	1.7	1.5	1.4	11.2	12.1	13.4	13.4	2.3	2.8	3.4	3.7	18%	0.6
A股铁路上市公司																					
铁龙物流*	600125.CH	17.61	2,683	50.8	38.8	33.9	24.9	6.5	5.6	4.9	4.2	13.4	15.5	15.5	18.1	0.3	0.3	0.3	0.3	27%	0.9
广深铁路*	601333.CH	3.61	3,655	18.8	18.6	16.8	14.0	1.1	1.1	1.1	1.0	5.9	5.9	6.1	7.0	2.2	2.2	2.5	3.0	10%	1.3
大秦铁路*	601006.CH	8.36	18,854	16.0	11.2	9.2	8.3	2.2	2.0	1.9	1.8	15.2	19.8	22.0	21.7	3.7	5.3	6.5	7.1	24%	0.3
A股铁路平均				28.6	22.9	20.0	15.7	3.2	2.9	2.6	2.3	11.5	13.8	14.5	15.6	2.1	2.6	3.1	3.5	22%	0.7
A股港口上市公司																					
上港*	600018.CH	4.43	14,106	21.3	15.3	14.2	11.1	2.5	2.3	1.9	1.8	11.7	15.1	13.4	15.9	2.5	3.4	3.7	4.7	24%	0.5
盐田港*	000088.CH	7.19	1,358	16.6	16.8	14.9	13.6	1.8	1.7	1.7	1.6	11.5	10.6	11.3	11.9	3.6	3.5	4.0	4.4	7%	2.0
深赤湾*	000022.CH	18.27	1,619	21.6	14.9	13.3	11.8	3.2	2.8	2.5	2.2	14.7	18.7	18.8	18.9	2.3	3.4	3.8	4.2	22%	0.5
天津港*	600717.CH	8.93	2,269	21.7	16.8	14.0	11.5	1.4	1.4	1.3	1.2	6.6	8.1	9.0	10.1	1.2	1.6	1.9	2.3	23%	0.5
宁波港*	601018.CH	18.27	1,358	22.6	18.8	16.1	14.3	2.9	1.6	1.5	1.4	12.6	8.4	9.2	9.6	2.6	1.6	1.9	2.1	16%	0.9
大连港*	601880.CH	3.99	2,461	24.0	22.3	20.3	19.1	1.8	1.3	1.2	1.2	7.6	5.8	6.1	6.2	6.3	1.5	1.6	1.7	8%	2.4
日照港*（增发后）	600017.CH	4.17	1,433	31.2	21.0	18.2	15.1	2.4	1.9	1.6	1.4	7.8	9.1	8.6	9.5	0.0	1.4	1.7	2.0	27%	0.6
营口港*	600317.CH	5.95	991	32.5	25.9	20.0	14.7	1.9	1.8	1.6	1.5	5.9	6.9	8.1	9.9	1.7	0.0	0.0	0.0	30%	0.5
锦州港*	600190.CH	4.50	1,026	44.1	28.7	30.5	29.2	2.0	1.9	1.8	1.7	4.6	6.6	5.9	5.9	0.5	0.8	0.8	0.8	15%	2.0
A股港口平均				26.2	20.1	18.0	15.6	2.2	1.9	1.7	1.5	9.2	9.9	10.1	10.9	2.3	1.9	2.1	2.5	19%	0.8
A股机场上市公司																					
上海机场*	600009.CH	13.80	4,034	37.7	21.1	18.0	15.4	2.1	1.9	1.7	1.6	5.4	8.4	9.3	10.1	0.4	0.5	0.6	0.7	35%	0.4
深圳机场*	000089.CH	5.78	1,482	17.0	13.9	12.7	11.6	1.9	1.7	1.5	1.3	11.1	11.0	10.4	11.6	0.5	0.6	0.7	0.8	14%	0.8
白云机场*	600004.CH	8.52	1,486	15.7	16.9	15.5	14.3	1.6	1.5	1.4	1.4	10.1	9.3	9.6	9.6	3.1	2.9	3.1	3.5	3%	4.5
厦门空港*	600897.CH	15.19	686	16.6	16.4	15.1	14.0	3.6	2.9	2.4	2.1	21.8	20.5	19.9	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6%	2.4
A股机场平均				21.7	17.1	15.3	13.8	2.3	2.0	1.8	1.6	12.1	12.3	12.3	11.6	1.0	1.0	1.1	1.3	16%	0.8
A股基础设施上市公司平均值				21.7	17.2	14.9	13.0	2.2	2.0	1.8	1.6	11.0	12.1	12.7	13.0	2.2	2.4	2.8	3.1	19%	0.7
A股基础设施上市公司中值				20.0	16.6	14.6	12.7	1.9	1.8	1.6	1.5	11.2	10.8	11.4	11.9	2.1	2.2	2.8	3.3	16%	0.8

资料来源：彭博资讯，公司数据，中金公司研究部；注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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