



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4月25日

物流

研究部

任重

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010058
renzhong@cicc.com.cn

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

推荐

铁龙物流 (600125.SH)

股东大会明确方向, 一季度业绩符合预期

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,567	2,186	2,801	3,745
(+/-)	3%	39%	28%	34%
毛利	535	673	805	1,088
(+/-)	14%	26%	20%	35%
净利润	349	476	560	748
(+/-)	18%	37%	18%	34%
每股盈利(元)	0.35	0.47	0.56	0.75
市盈率	45.2	33.1	28.2	21.1
市净率	5.8	4.9	4.2	3.5
EV/EBITDA	23.8	20.4	18.4	13.5
净资产收益率	13.4%	16.1%	16.2%	18.2%
ROCE	13.3%	15.6%	15.6%	17.6%
现金分红收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
每股经营现金流(元)	0.7	0.1	0.5	0.9
股价/经营现金	22.2	164.8	31.8	16.6

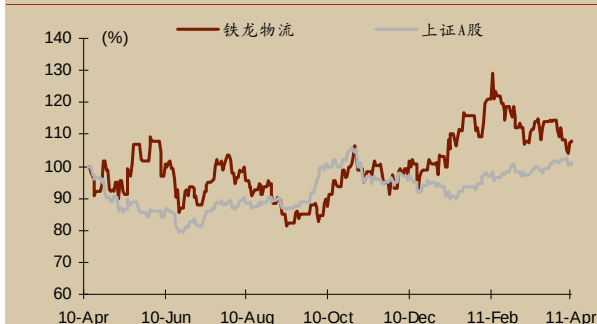
股票信息

	A股
当前股价	人民币15.71
股票代码	600125 CH Equity
日成交量(百万股)	9.6
52周最高价/最低价	人民币18.8/11.79
发行股数(百万股)	1,004
其中:流通股(百万股)	796
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]	-5.80	-2.80	+5.09	+5.89
[上证指数]	+1.15	+5.19	+12.87	+8.89
[中金A股交通运输指数]	+0.97	+3.18	+6.89	+2.72

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

2011年一季度业绩基本符合预期:

2011年一季度实现收入5.7亿元, 同比下降0.5%, 环比增长7.1%; 净利润1.26亿元, 同比增长14.3%, 环比增长7.9%, 对应每股收益0.125元, 相当于我们全年预测的22.4%。考虑到公司房地产业务3季度才能开始贡献盈利, 一季度业绩基本符合预期。

正面:

- 较高的经营杠杆、特种集装箱业务结构的改善以及周转率的提高推动毛利率同比和环比分别改善2.7和7.1个百分点, 带动营业利润率同比和环比分别上升2.0和7.7个百分点。

负面:

- 管理费用率同比和环比分别提高1.6和0.2个百分点。

发展趋势:

- 铁道部战略思路调整, 铁路运输企业的春天或将到来。**盛光祖部长上任后铁道部的战略思路转向“增收增效”, 依托市场经济的要求进行运输的市场化改革。公司管理层认为借助其熟悉铁路运输和资本市场的优势, 铁龙物流将成为铁路市场化改革和运力释放条件下的主要受益者。
- 明确长期发展定位和现阶段三大主业。**公司定位为全国性网络性的专业铁路集装箱运输公司, 现阶段坚持特种集装箱、沙鲮线运营和房地产三大主业。其中持续发展既有干散货箱、大力发展罐输主体(化工箱)以及积极培育冷藏箱是公司十二五期间的主要发展战略。我们认为特种箱业务将受益于经营模式改善(线下收入占比提高)及铁路客货分流释放货运能力(继续提升周转效率), 增长前景可看高一线。
- 2011年传统业务增速放缓。**公司预计沙鲮铁路扩能改造工程2011年下半年开工, 要到2012年方可进一步释放能力。而2010年既有地产项目已经基本结算完成, 新项目需要到2011年10月竣工, 当年盈利贡献将较为有限。
- 铁道部市场化进展、化工箱/冷藏箱购置和班列开行是近期关注的重点,**如有明确进展将提供股价进一步上行的动力。

估值与建议:

我们维持2011、2012年每股盈利预测0.56元和0.75元不变, 仍建议在14~20元区间(25~35倍2011年市盈率)进行波段交易。公司股价在我们前期提示风险后出现了一定的回调, 目前风险和收益的天平重新偏向正面, 重申“推荐”的投资评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

我们参加了公司的 2010 年度股东大会，公司管理层就公司经营状况与未来发展战略与投资者进行了深入的沟通，现将投资者重点关心问题整理如下：

1. 铁道部部长变更及铁道部市场化改革带来的大环境变化

Q. 盛部长上台后提到要求各铁路局加大客货运业务，铁龙公司涉及多个路局，因此是否会受到负面影响？

A.：盛部长上任之后铁路迎来一个很好的发展阶段，铁道部目前的要求一方面是确保安全，另一方面是扩大营销的程度。从运输能力的角度来讲，铁路能力在不断释放，增开班列不会与各路局增加客货运业务产生矛盾。

Q. 盛部长提出提高一线职工待遇，是否会对公司业绩产生负面影响？

A.：按照铁道部的要求，一线主要是指运输一线，公司的一线职工主要是沙鲛线职工，主要是运输组和吊装组，大约 500 人左右，每人每月提高 400 元，一年的总增加额仅为两百多万元，不会对十几亿的成本产生多大影响，不会成为上市公司业绩的影响因素。铁路职工工资在当地属于中等偏上水平，随着效益的提升，公司可能逐年进行调整，同时由此可能会提高服务质量间接公司收入，各位股东不必太关注员工工资对公司业绩的影响。

Q. 铁路运价能否市场化更高一点？公司是否有相关方案？

A.：目前为止，铁路的价格体系还是由发改委确定，公司没有自主权。预计短期内国家还不会放开铁路运价。

2. 公司主营业务发展情况及展望

Q. 与大秦铁路、广深铁路相比，公司目前主营业务相对不够突出，公司主营业务方向的选择？

A.：铁龙公司定位是全国性网络性的专业铁路集装箱运输公司。现阶段，集装箱、沙鲛线运营和房地产是三大方向。其他业务处于退出阶段：公司采用大力发展主业，提高主业收入比例，降低辅业主业比例的方式，有效的降低了退出时可能对业绩产生的负面影响。

对于受到广泛关注的房地产业务：长期来看肯定是不做了（8~10 年），短期来看，特种箱业务还不过大，不足以贡献足够多的盈利，同时铁路资产投资发展存在一定周期；目前公司有一定的资金能否暂时发展房地产业务。房地产业务目前 EPS 大约 0.1 元，为公司的业务发展产生了积极影响。因此，公司现阶段仍将房地产作为主业之一，具体退出时点视公司主业发展的速度而定。

Q. 普遍看来集装箱发展前景向好，朱总对公司十二五期间集装箱发展前景的看法是怎样的？

A.：集装箱发展是一个世界性的潮流，中国的集装箱业务发展速度还比较缓慢，公司也在积极研究如何快速发展集装箱业务，这也将是铁龙未来发展的必然趋势。

中铁集装箱 380 万 TEU（发送量口径，如果按照港口一进一出的口径计算是 760 万），去年 425 万，今年争取 500 万。十二五期间增长速度还需要考虑铁路运能释放的条件和四项货源的增长，目前海铁联运、空铁联运等业务发展势头向好。四项货源主要是产成品和半产成品，受国民消费水平的影响很大（例如美国，集装箱运输占比达到 40~60%）。总体来看，未来的增速应该很好。

预计公司的特种箱业务在十二五期间将保持持续的两位数增长。

Q. 2010 年特种箱的收入增长 70% 以上，能否对增长因素进行分解？今年是否能延续这种增长的势头？

A.：特种箱是公司的战略业务板块。去年受几个因素影响：1）国民经济的复苏，总量增加；2）公司加大服务；3）周转效率的提高；4）经营模式的转变。总的来讲这四个方面是来源于以前投入和经营模式转变的积累，未来发展速度不一定和这个数字相吻合，但是大方向还是会保持高速发展。

其中，经营模式的转变体现在：2005 年使用费收入是线下收入（物流收入）的 2 倍，2009 年二者大约是 1: 1，2010 年线下收入和使用费收入比例达到 3: 2。公司新开发的全程物流的几个项目，对特种箱的运营效率产生了提升。

Q. 特种箱未来各种箱型的发展方向？

A.：目前公司按照十二五的整体规划正在制定特种箱在十二五期间的发展计划，具体规划在正式批复之前无法披露，但是发展原则是：1）持续发展既有的干散货箱，满足现有市场需求；2）大力发展罐输主体，重点行业是在化工和石油产品，市场需求规模是非常大的，具体投资时间公司会及时披露；3）积极培育冷藏箱的发展，公司冷藏箱经过一年多的试验，产品技术和运营模式基本得到了市场的认可，需要多方的配合，尤其是供需两端的配合。因此公司对冷藏箱的定位是积极培育，在几个相对成熟的线

运营模式上以专业化为主，

积极培育冷藏箱的发展，需要多方的配合，尤其是产地和消费地两端的冷库配合。目前来看，要短时间实现大规模发展有一定难度，因此公司对冷藏箱的定位是积极培育，现阶段在几个相对成熟的线和消费地发展，在时机成熟时迅速扩大规模。

Q. 公司特种箱效益较好，主要是由于公司是铁道部旗下的专营企业，未来这种专营权是否会有变化？另外，公司（或者中铁集）是否有运输调度的决定权？

A.：目前铁路还处于垄断阶段，未来这种垄断将被逐步打破。目前公司基本垄断了特种箱的业务，但是未来一家公司不大可能满足整个社会的需求。对于专营权，投资者不必过多担心行政优惠，公司无法确定专营权的延续，但是公司认为在铁路部门经营方式的转变中，铁龙仍然是最大的受益者，因为在铁路行业中铁龙最熟悉铁路的业务，也最熟悉资本市场。

运输调度能力其实是铁路运力的问题。在铁路运力释放的背景下，铁龙将是最大的受益者。

Q. 特种箱目前看来投资回报率不高，未来是否有改善措施？

A.：目前特种箱净资产 6 亿元左右，利润贡献大概是 1 亿元，15%的投资回报率不算低。未来可能持续或逐步提高。

Q. 公司 2011 年融资计划和资本支出计划？

A.：公司目前没有明确的融资计划时间表。

Q. 北车非公开增发，计划在大连建设特种箱基地，公司有何考虑？

A.：目前全国能够生产特种箱的企业大约 30 多家。对于大连基地，公司与北车没有任何战略合作协议。公司的集装箱采购会采取多家竞标的方式，大连基地只是其中之一。

3. 公司与各地方路局的关系

Q. 地方路局从公司的特种箱业务中受益有限，公司如何协调与地方路局的关系？

A.：总体来讲不是问题。公司目前特种箱业务主要是占据地方路局的车站等资源并向其付费，实际是市场化的关系，不存在矛盾。公司与地方路局的关系应该是竞争与合作关系，合作大于竞争，互利是该业务发展的基础。未来市场程度的提高都会有利于公司业务的发展。

Q. 地方路局服务质量是否能得到保障？尤其是冷藏箱等特种箱的全程监控？

A.：铁路运输是社会联网共同运作的业务，任何一家公司都不可能独立完成，各方互相清算能解决成本核算问题。对于服务方面，区域中心站能完成的业务由中心站完成，不能完成的公司派专人进行辅助，需要专业技术的公司会提供单独的技术服务。

对于冷藏箱，公司通过信息系统后台进行远程监控和控制，并于各地区配有专业维修点，有合作伙伴进行专业维修处理。

4. 大股东（中铁集）与铁龙公司的关系

Q. 公中铁集对特种箱的态度以及与中铁集的普通箱的关系？

A.：铁龙主要负责特种箱，与中铁集的普通箱业务没有太多交叉，不会有较大影响。

中铁集装箱是铁龙的大股东，特种箱业务的增长对中铁集装箱是有利的。按照目前的战略规划，铁龙仍然专注于特种箱的经营，快速发展此项业务。受整体铁路运营的因素影响，目前特种箱业务只占全国铁路运输总量的 2.6%，比例非常低，未来特种箱比例的增加是一个必然的趋势。

Q. 大股东控股约 30%，是否有进一步提高股权比例的计划？

A.：目前大股东还没有提高股权比例的想法。

Q. 铁道部旗下有三家涉及集装箱货运的公司：中铁快运、中铁特货以及中铁集，中铁特货是否会与中铁集产生业务冲突？

A.：三大公司的主营业务有所不同。中铁特货主要是针对特殊货物，如锅炉、发电设备配件等超限超大设备。

5. 公司的股权投资和对外收购

Q. 铁洋公司前两年亏损，公司收购铁洋公司的目的？

A.：公司收购铁洋公司主要处于三点考虑：1）铁龙以特种箱尤其是高端特种箱的业务为主要发展方向，急需要一个优秀的团队来运作；2）需要一个与国际接轨的企业运营机制；3）也需要在相当的地域布网设点。铁洋是一个轻资产的公司，以前的业绩不代表未来的发展和实际加之，并且，公司是以净资产作价进行收购。

Q. 铁洋公司有普通集装箱的运营资质，是否会与大股东业务产生同业竞争？

A.：大股东的普通箱业务是平台业务，铁洋是纯市场业务，是一种业务的延伸，不存在同业竞争

Q. 公司投资瑞富行的情况？

A.：冷藏箱主要基于生鲜食品的需求，铁龙在大城市没有超市等终端网点，而瑞富行在 20 多个城市拥有 80 多个网点，收购的目的主要是切入终端网点。

Q. 请简单介绍天邦膜技术研究中心？

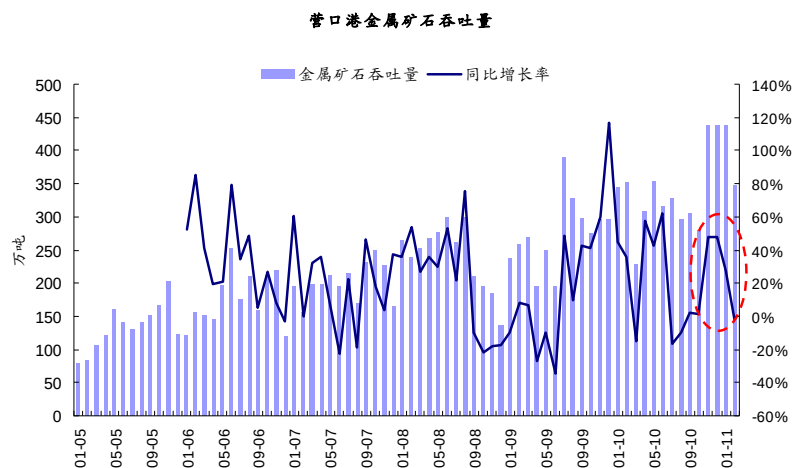
A.：天邦是 1998 年公司与中科院大连化工所的合资公司，后者持股 51%。主要业务是做氮气膜分离业务，在国内能做大第一位，全球第三位。现在公司正在开发水膜、油膜等，近几年正在转换研发成果。

图表 1: 2010 年业绩分析

	季度数据							年度数据			中金评论
(百万元)	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	QoQ	YoY	2009	2010	YoY	
营业收入	574	572	508	533	570	7.1%	-0.5%	1,567	2,186	39.5%	
营业成本	382	374	307	378	364	-3.7%	-4.6%	978	1,441	47.4%	成本控制得力
营业税金及附加	19	17	15	21	15			54	71		
毛利	173	181	186	134	191	43.0%	10.3%	535	673	25.9%	
营业费用	6	3	4	9	4	-50.2%	-27.8%	25	21	-13.7%	
管理费用	11	14	18	18	20	14.9%	86.5%	50	61	23.3%	
财务费用	-2	-2	-3	-1	-1	6.2%	-65.3%	(6)	(7)	14.8%	
营业利润	154	169	166	113	165	45.8%	7.0%	474	601	26.8%	
营业外收入	2	1	1	12	26			19	16	-14.8%	
营业外支出	0	0	3	15	25			22	18	-17.3%	
利润总额	155	170	164	110	166	51.1%	7.0%	471	599	27.2%	
所得税	39	43	40	0	41			121	123		
少数股东权益	0	0	0	-0	0			1	0		
净利润	116	127	124	110	126	14.3%	7.9%	349	476	36.6%	基本符合我们此前的预期
每股收益	0.116	0.126	0.123	0.109	0.125			0.347	0.474		
毛利率	33.4%	34.6%	39.5%	29.0%	36.2%	7.2ppt	2.7ppt	37.6%	34.1%	-3.5ppt	毛利率大幅提升
营业费用率	1.0%	0.5%	0.8%	1.6%	0.7%	-0.9ppt	-0.3ppt	1.6%	1.0%	-0.6ppt	
管理费用率	1.9%	2.5%	3.6%	3.3%	3.5%	0.2ppt	1.6ppt	3.2%	2.8%	-0.4ppt	管理费用率小幅上涨
营业利润率	26.8%	29.5%	32.6%	21.2%	28.9%	7.7ppt	2.0ppt	30.3%	27.5%	-2.8ppt	毛利率大幅提升带动营业利润率提升
所得税率	25.0%	25.3%	24.4%	0.4%	24.5%	24.0ppt	-0.6ppt	25.7%	20.4%	-5.3ppt	
净利润率	20.3%	22.1%	24.4%	20.6%	22.0%	1.4ppt	1.7ppt	22.3%	21.8%	-0.5ppt	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 营口港金属矿石吞吐量



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

单位(人民币百万)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					
营业收入	1,523	1,567	2,186	2,801	3,745
营业成本	-995	-978	-1,441	-1,898	-2,526
营业税金及附加	-57	-54	-71	-97	-131
毛利	471	535	673	805	1,088
营业费用	-29	-25	-21	-23	-26
管理费用	-47	-50	-61	-73	-97
财务费用	-8	6	7	-1	1
投资收益	4	7	6	6	6
营业利润	390	474	601	714	972
税前利润	390	471	599	714	972
所得税	-95	-121	-123	-153	-223
少数股东权益	-	-1	-0	-0	-0
净利润	295	349	476	560	748
摊薄每股收益(人民币元)	0.294	0.347	0.474	0.558	0.745
现金流量表					
经营活动现金流:	270	712	96	496	953
投资活动现金流:	-311	-223	-438	-467	-514
融资活动现金流:	-321	-101	-60	-1	1
货币资金增加额	-363	388	-402	27	440
资产负债表					
流动资产:	1,092	1,501	1,953	2,173	2,608
长期股权投资	60	58	51	51	51
固定资产	1,432	1,441	1,398	1,743	2,121
无形资产和其他资产	66	70	75	74	72
总资产	2,650	3,070	3,501	4,064	4,876
流动负债:	183	290	190	193	257
长期负债:	14	39	121	121	121
总负债	197	329	310	313	377
少数股东权益	1	2	3	2	2
股东权益	2,451	2,739	3,188	3,749	4,497
负债和权益	2,650	3,070	3,501	4,064	4,876
财务指标					
主营业务利润率	30.9%	34.1%	30.8%	28.7%	29.0%
息税前利润率	25.9%	29.4%	27.0%	25.3%	25.8%
净利润率	19.4%	22.3%	21.8%	20.0%	20.0%
净资产收益率	12.8%	13.4%	16.1%	16.2%	18.2%
总资产收益率	10.7%	12.2%	14.5%	14.8%	16.7%
总资产负债率	7.4%	10.7%	8.9%	7.7%	7.7%
净资产负债率	-20.3%	-32.9%	-13.1%	-11.8%	-19.6%
流动比例	6.0	5.2	10.3	11.3	10.2
速动比率	3.8	3.6	3.8	4.4	5.4
应收账款周转期	31.5	20.1	23.5	23.5	23.5
存货周转期	145.0	166.9	310.1	254.7	176.9

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 4：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	
				2011-4-22	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	15.71	2,393	45.3	33.1	28.2	21.1	5.8	4.9	4.2	3.5	13.4	16.1	16.2	18.2	0.4	0.0	0.0	0.0	23.8	20.4	18.4	13.5	29%	1.6	
广深铁路	601333.CH	CNY	3.78	3,818	19.7	17.2	16.4	13.8	1.2	1.1	1.1	1.0	5.9	6.4	6.5	7.4	2.1	2.4	2.5	3.0	9.0	7.8	7.0	5.8	13%	1.6	
大秦铁路	601006.CH	CNY	8.87	20,004	17.0	11.9	9.6	8.7	2.3	2.2	2.0	1.9	15.2	19.8	22.2	21.9	3.5	5.0	6.2	6.8	9.7	6.8	5.4	4.8	25%	0.7	
平均值					27.3	20.7	18.0	14.5	3.1	2.7	2.4	2.1	11.5	14.1	15.0	15.8	2.0	2.5	2.9	3.3	14.2	11.7	10.3	8.0	23%	1.2	
中值					19.7	17.2	16.4	13.8	2.3	2.2	2.0	1.9	13.4	16.1	16.2	18.2	2.1	2.4	2.5	3.0	9.7	7.8	7.0	5.8	13%	1.6	
H股铁路上市公司																											
广深铁路	525.HK	HKD	3.17	3,856	14.7	12.9	11.7	9.7	0.9	0.8	0.7	0.7	5.8	6.1	6.3	7.3	2.9	3.3	3.6	4.3	6.3	5.4	4.6	3.8	15%	1.0	
国际铁路公路上市公司																											
亚洲																											
地铁公司	66.HK	HKD	28.65	21,226	17.0	18.9	20.3	18.1	1.5	1.5	1.4	1.4	9.4	8.1	7.0	7.5	1.8	1.9	1.9	2.1	10.8	15.2	15.1	14.4	-2%	n.m.	
East Japan Railway	9020.JP	JPY	4,380	21,035	14.4	11.4	10.3	9.1	1.0	0.9	0.9	0.8	6.9	8.3	8.9	9.2	2.5	2.6	2.7	3.1	7.4	7.0	6.8	6.5	17%	0.9	
Central Japan Railway	9022.JP	JPY	617,000	15,927	13.2	11.3	9.8	8.7	1.1	1.0	0.9	0.9	8.7	9.7	10.2	10.6	1.5	1.5	1.5	1.5	7.8	7.5	7.4	7.2	15%	0.9	
West Japan Railway	9021.JP	JPY	302,500	7,264	23.6	17.5	15.6	11.9	0.9	0.9	0.8	0.8	3.7	5.0	5.7	6.8	2.3	2.4	2.6	3.3	7.6	6.9	6.3	6.1	26%	0.9	
Hankyu Holdings	9042.JP	JPY	356	5,434	41.6	21.9	17.4	14.6	1.0	0.9	0.9	0.9	2.3	4.3	5.1	5.8	1.4	1.4	1.4	1.4	12.2	13.0	12.3	11.6	0.4	1.0	
Container Corp of India	CCRI.IN	INR	1,196	3,421	20.0	18.0	16.1	15.0	3.6	3.1	2.8	2.5	19.4	19.5	19.1	14.8	1.2	1.4	1.6	2.1	14.2	12.5	11.2	10.9	10%	2.0	
SMRT Corp	MRT.SP	SGD	1.88	2,232	17.6	17.7	16.1	14.6	3.5	3.5	3.3	3.2	21.8	20.2	21.3	21.8	4.5	4.5	4.8	5.2	8.1	8.7	8.1	7.4	6%	2.7	
平均值					21.1	16.7	15.1	13.1	1.8	1.7	1.6	1.5	10.3	10.7	11.0	10.9	2.2	2.2	2.4	2.7	9.7	10.1	9.6	9.2	17%	1.2	
中值					17.6	17.7	16.1	14.6	1.1	1.0	0.9	0.9	8.7	8.3	8.9	9.2	1.8	1.9	1.9	2.1	8.1	8.7	8.1	7.4	6%	2.7	
北美洲																											
Union Pacific	UNP.US	USD	96.06	47,119	25.5	18.1	15.7	13.5	2.8	2.7	2.5	2.3	11.7	15.2	16.5	18.8	1.1	1.3	1.4	1.8	9.6	8.7	7.9	7.2	24%	1.1	
Norfolk Southern	NSC.US	USD	66.27	24,831	23.8	17.0	14.4	12.5	2.3	2.3	2.1	2.0	10.4	13.5	14.8	16.8	2.1	2.1	2.3	2.6	9.5	8.8	8.0	7.4	24%	1.0	
CSX Corp	CSX.US	USD	74.65	27,440	25.4	18.7	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	8.2	7.6	22%	1.2	
Canadian National Railway	CNR.CN	CAD	69.88	32,476	17.7	17.0	15.0	13.3	2.8	2.7	2.4	2.2	17.0	16.8	17.0	17.2	1.4	1.5	1.7	1.9	10.6	9.7	8.9	8.3	10%	1.8	
Canadian Pacific Railway	CP.CN	CAD	59.75	10,251	16.2	15.8	13.2	11.5	2.1	2.0	1.8	1.6	9.8	13.1	13.4	13.8	1.7	1.7	1.9	2.2	9.3	8.6	7.6	7.0	12%	1.3	
平均值					21.7	17.3	14.9	13.0	2.6	2.6	2.3	2.2	12.8	15.0	16.0	17.6	1.5	1.6	1.8	2.0	9.4	9.0	8.1	7.5	19%	1.2	
中值					23.8	17.0	15.0	13.3	2.8	2.7	2.4	2.2	12.7	15.2	16.5	17.2	1.4	1.5	1.7	1.9	9.4	8.8	8.0	7.4	21%	1.1	
全球铁路平均值																											
全球铁路中值																											

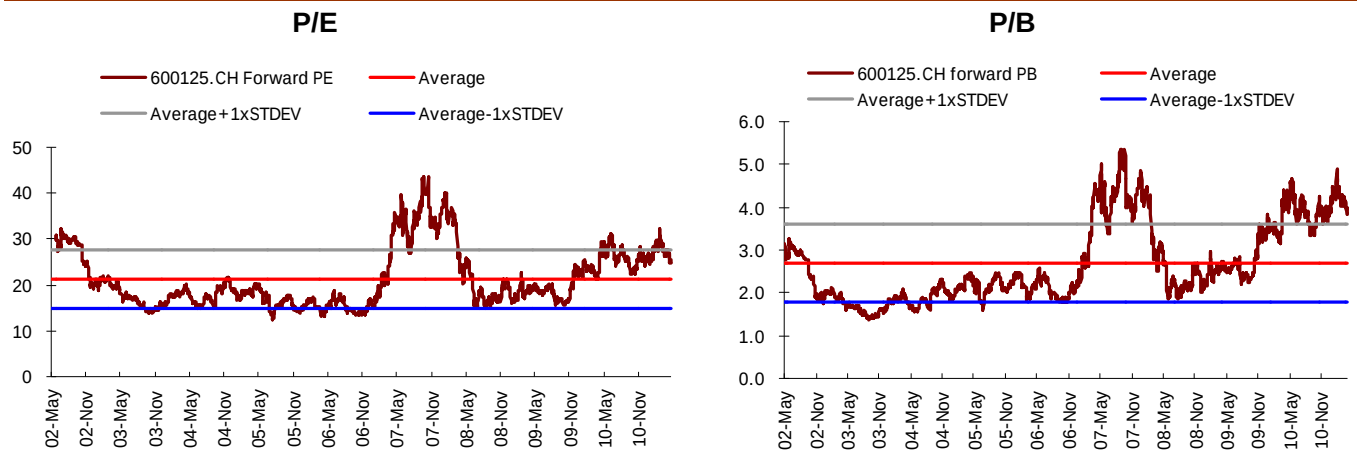
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

图表 5: 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 (%)				CAGR	PEG
				09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E		
2011-4-22																					
A股高速公路上市公司																					
宁沪高速*	600377.CH	6.91	5,305	17.3	14.0	12.6	11.4	2.1	2.0	1.9	1.8	12.0	14.1	14.9	15.6	4.5	5.2	5.8	6.4	15%	0.8
皖通高速*	600012.CH	6.22	1,508	15.3	13.2	9.5	8.3	1.9	1.8	1.6	1.4	12.3	13.4	16.5	16.9	3.2	3.4	4.5	4.9	23%	0.4
深高速*	600548.CH	5.57	1,705	22.5	16.3	15.0	13.6	1.5	1.4	1.3	1.3	6.6	8.6	8.9	9.4	2.2	2.9	3.1	3.4	18%	0.7
楚天高速*	600035.CH	5.64	798	17.6	13.1	10.7	9.5	2.0	1.8	1.6	1.4	11.2	13.4	14.5	14.8	1.4	1.4	1.7	2.0	23%	0.4
赣粤高速*	600269.CH	5.72	2,028	10.9	10.6	10.7	10.2	1.5	1.4	1.3	1.2	14.0	13.4	12.0	11.5	1.7	1.7	1.7	1.8	2%	4.1
山东高速*	600350.CH	4.91	2,507	22.3	13.2	10.9	9.8	1.8	1.6	1.2	1.1	11.2	12.1	11.1	11.4	1.8	2.1	2.6	2.9	32%	0.3
四川成渝*	601107.CH	6.87	2,804	25.4	18.3	16.5	14.7	2.9	2.5	2.3	2.0	11.3	13.8	13.7	13.7	0.9	1.3	1.4	1.6	20%	0.7
现代投资*	000900.CH	20.01	1,213	12.6	10.8	10.2	11.0	2.2	1.9	1.8	1.6	17.0	17.9	17.3	14.6	3.9	4.2	4.4	4.1	5%	2.4
五洲交通*	600368.CH	7.96	672	31.0	20.7	10.4	9.4	2.0	1.9	1.7	1.5	6.6	9.2	16.2	15.9	1.0	1.4	2.8	3.0	49%	0.2
粤高速*	000429.CH	4.87	840	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	2.2	3%	5.5
福建高速	600033.CH	3.70	1,542	12.4	13.4	12.7	17.6	1.5	1.7	1.6	1.4	12.6	10.5	11.4	7.9	1.8	1.9	2.4	2.6	-11%	n.m.
A股高速公路平均				18.7	14.6	12.5	12.0	1.9	1.8	1.6	1.5	11.3	12.3	13.1	12.7	2.2	2.5	3.0	3.2	16%	0.8
A股铁路上市公司																					
铁龙物流*	600125.CH	15.71	2,393	45.3	33.1	28.2	21.1	5.8	4.9	4.2	3.5	13.4	16.1	16.2	18.2	0.4	0.0	0.0	0.0	29%	0.7
广深铁路*	601333.CH	3.78	3,818	19.7	17.2	16.4	13.8	1.2	1.1	1.1	1.0	5.9	6.4	6.5	7.4	2.1	2.4	2.5	3.0	13%	1.1
大秦铁路*	601006.CH	8.87	20,004	17.0	11.9	9.6	8.7	2.3	2.2	2.0	1.9	15.2	19.8	22.2	21.9	3.5	5.0	6.2	6.8	25%	0.4
A股铁路平均				27.3	20.7	18.0	14.5	3.1	2.7	2.4	2.1	11.5	14.1	15.0	15.8	2.0	2.5	2.9	3.3	23%	0.6
A股港口上市公司																					
上港*	600018.CH	4.28	14,774	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	8.05	1,520	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	16.49	1,474	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	8.91	2,264	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	16.49	1,520	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	4.35	2,638	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	4.81	1,653	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	6.35	1,057	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	4.87	1,118	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	14.74	4,309	40.3	22.6	19.2	16.5	2.2	2.0	1.8	1.7	5.4	8.4	9.3	10.1	0.3	0.5	0.6	0.7	35%	0.5
深圳机场*	000089.CH	6.17	1,582	18.1	14.8	13.6	12.3	2.0	1.8	1.6	1.4	11.1	11.0	10.4	11.6	0.5	0.6	0.6	0.7	14%	0.9
白云机场*	600004.CH	8.96	1,563	16.5	17.8	16.3	15.1	1.7	1.6	1.5	1.4	10.1	9.3	9.6	9.6	2.9	2.7	2.9	3.4	3%	4.8
厦门空港*	600897.CH	15.77	712	17.2	17.0	15.7	14.5	3.8	3.0	2.5	2.2	21.8	20.5	19.9	15.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6%	2.5
A股机场平均				23.0	18.1	16.2	14.6	2.4	2.1	1.9	1.7	12.1	12.3	12.3	11.6	0.9	1.0	1.0	1.2	16%	0.9
A股基础设施上市公司平均值				22.1	17.2	14.9	13.1	2.3	2.0	1.8	1.6	11.0	12.3	12.7	13.0	2.1	2.2	2.6	2.8	19%	0.7
A股基础设施上市公司中值				20.5	16.8	14.6	13.0	2.0	1.8	1.6	1.5	11.2	11.6	11.7	11.9	2.1	2.2	2.5	2.9	17%	0.8

资料来源：彭博资讯，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

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

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