



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月15日

公路

研究部

任重*

杨鑫, CFA

中性

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

深高速 (600548.SH)

成本压力显现, 路网贯通有望带来交易机会

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	1,442	2,302	2,538	2,778
(+/-%)	36	60	10	9
净利润	540	746	808	894
(+/-%)	7.4	38	8	11
经常性损益净利润	537	723	800	887
(+/-%)	9	35	11	11
每股盈利(元)	0.248	0.342	0.370	0.410
每股经营现金流(元)	0.36	0.74	0.93	0.80
市盈率(X)	18.2	13.2	12.1	11.0
市净率(X)	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	14.1	8.8	7.8	7.0
现金分红收益率(%)	2.7	3.6	3.9	4.3
净资产收益率(%)	6.6	8.6	8.9	9.4

股票信息

	H股	A股
当前股价	港币3.79	人民币4.50
股票代码	548.HK	600548.CH
日成交量(百万股)	2.25	5.98
52周最高价/最低价	港币5.47/3.42	人民币5.93/3.98
总市值(百万元)	2,833	6,449
发行股数(百万股)	2,181	2,181
其中:流通股(百万股)	748	218
主要股东(持股比例)	新通产实业开发(深圳)有限公司 (30.03%)	

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600548.CH]	+2.27	-4.26	-10.93	-6.05
[上证指数]	-1.26	-7.24	-9.67	-7.63
[中金A股交通运输指数]	-0.03	-0.09	-0.14	-0.26

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年上半年业绩低于预期:

上半年实现收入 11.79 亿元, 同比增长 11.8%; 实现净利润 3.53 亿元, 同比下滑 1.9%, 对应每股收益 0.162 元, 相当于全年预测的 44%, 低于预期, 主要由于二季度维护成本(主要来自清连高速)和人工成本出现明显上升, 使得季度营业利润率环比下降 6 个百分点(历史环比持平)。若在盈利中剔除清连项目影响, 在可比口径下, 上半年业绩相当于我们预测的 51%, 基本符合预期。

正面:

► **收入增长好于行业水平:** 主要路段实现稳定增长, 平均车流量和通行费收入分别同比增长 9.3% 和 8.6%;

负面:

► **维护成本:** 清连二级路实施全面维修以及清连高速日常维护费用增加, 使得维护成本同比增长 65% (或 2300 万元);

► **人工成本:** 计提住房公积金、人数增加及收费作业人员薪酬水平提高使得人工成本同比上升 45% (或 2600 万元)。

发展趋势:

► **清连项目有望 10 月份断头路打通:** 清连项目上半年亏损约 7500 万元, 公司预计 10 月份连接线宜连高速贯通将带动清连高速车流量和费率大幅提升, 我们预计四季度收入增长 30% 以上并带来 3000 万元盈利贡献。根据我们测算, 清连高速车流量和费率每提高一个百分点, 将带来 260 万元和 390 万元的新增盈利贡献, 或盈利的 0.32% 和 0.49%。

► **梅观高速年内预计不会开始北段路面施工:** 梅观高速南段修缮工程已于 8 月初完工, 预计北段改扩建工程 2011 年不会开始路面施工, 今年盈利仍将小幅提升。

► **深圳外环高速投资和政府政策带来不确定性:** 深圳外环高速由于规模大、建造成本高, 公司如果投资将存在一定的风险。梅观高速潜在的收费方式调整(政府支付)和政府开始局部试行的高速公路车流高峰时段间歇性免费放行政策, 均为公司经营带来了一定的不确定性。

估值与建议:

公司主要路段小车比例较高, 收入稳定性较强, 下半年成本增速也将有所放缓, 考虑到清连高速断头路贯通带来的盈利刺激, 我们暂维持盈利预测不变, 对应市盈率分别为 12.1 倍和 11.0 倍, 处于行业较高水平; 考虑到潜在的资本开支风险, 暂维持 A 股“中性”评级。10 月宜连高速贯通的路网效应有望带来交易性机会。

* 报告贡献人: 曾泉江 (zengqj@cicc.com.cn)

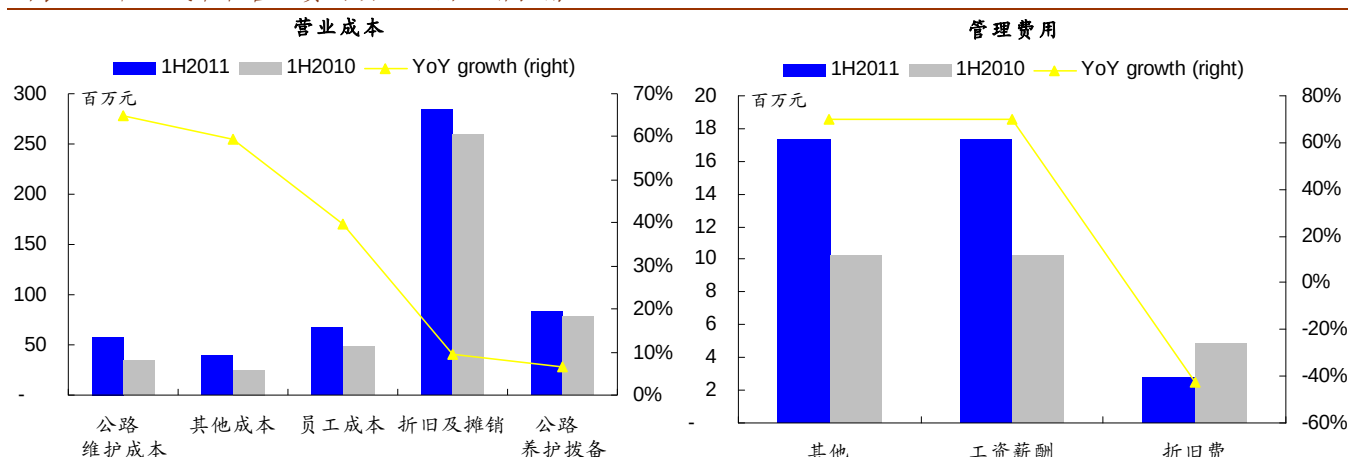
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 2011 年上半年业绩分析

(人民币百万元)	季度数据								年度数据			中金评论
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	YoY	QoQ	1H10	1H11	YoY	
营业收入	507	548	607	640	574	604	10%	5%	1,055	1,179	12%	尽管受到经济放缓和部分路段维修扩建的影响，各主要路段车流量均实现稳定增长。
减：营业成本	-225	-243	-262	-372	-257	-305	25%	19%	-468	-562	20%	
营业税金及附加	-16	-20	-20	-21	-22	-22	10%	3%	-37	-44	19%	员工成本以及公路折旧和维护成本增加导致营业成本增幅超过收入增幅，毛利率下降。
毛利润	265	285	326	247	296	277	-3%	-6%	550	573	4%	
毛利率	52%	52%	54%	39%	52%	46%	-6%	-6%	52%	49%	-4%	公司按照深圳市政府的相关规定计提了员工住房公积金以及新业务开发费用增加。
投资收益	65	67	75	92	65	70	4%	7%	132	136	3%	
减：管理费用	-10	-12	-11	-29	-12	-21	78%	79%	-22	-32	49%	连南段通车后借款利息费用化导致财务费用增加
财务费用	-132	-121	-129	-122	-126	-130	7%	3%	-254	-256	1%	
营业利润	188	219	260	188	224	197	-10%	-12%	407	421	3%	所得税税率由2010年的22%提升至24%
营业利润率	37%	40%	43%	29%	39%	33%	-7%	-6%	39%	36%	-3%	
利润总额	195	220	259	184	224	197	-10%	-12%	414	421	2%	上半年业绩略低于预期
税前利润率	38%	40%	43%	29%	39%	33%	-8%	-6%	39%	36%	-4%	
减：所得税	-30	-36	-44	-37	-43	-42	17%	-1%	-66	-85	29%	
少数股东权益	4	7	5	19	4	12			11	16		
净利润	169	191	220	166	186	166	-13%	-11%	359	353	-2%	
净利润率	33%	35%	36%	26%	32%	28%	-7%	-5%	34%	30%	-4%	
摊薄每股净利润(元)	0.077	0.087	0.101	0.076	0.085	0.076	-13%	-11%	0.165	0.162	-2%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 营业成本和管理费用明细及同比增长情况



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 清连高速车流量和费率变动对公司盈利的敏感性分析

2011年		车流量/平均费率提升幅度				
		1%	2%	5%	10%	15%
盈利提升幅度	车流量	0.32%	0.64%	1.60%	3.19%	4.79%
	平均费率	0.49%	0.97%	2.43%	4.86%	7.30%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 主要路段经营数据

		10-Jan	10-Feb	10-Mar	10-Apr	10-May	10-Jun	10-Jul	10-Aug	10-Sep	10-Oct	10-Nov	10-Dec	11-Jan	11-Feb	11-Mar	11-Apr	11-May	11-Jun
梅观高速	日均车流量	60,764	48,148	62,455	63,626	62,078	62,703	66,183	67,299	67,926	64,535	68,341	70,093	68,092	53,888	72,030	71,253	66,086	59,369
	同比增速	33.1%	-1.5%	17.4%	15.2%	17.3%	13.6%	17.2%	17.8%	14.2%	15.7%	16.9%	18.7%	12.1%	11.9%	15.3%	12.0%	6.5%	-5.3%
	环比增速	2.9%	-20.8%	29.7%	1.9%	-2.4%	1.0%	5.5%	1.7%	0.9%	-5.0%	5.9%	2.6%	-2.9%	-20.9%	33.7%	-1.1%	-7.3%	-10.2%
机荷东段	日均车流量	60,975	58,518	62,841	64,670	62,210	62,251	67,458	69,424	68,173	65,128	65,184	66,715	67,886	56,726	67,433	71,253	66,086	59,369
	同比增速	15.6%	11.0%	19.9%	16.5%	20.0%	19.9%	17.9%	16.1%	13.4%	11.7%	15.3%	11.6%	11.3%	-3.1%	7.3%	10.2%	6.2%	-4.6%
	环比增速	2.0%	-4.0%	7.4%	2.9%	-3.8%	0.1%	8.4%	2.9%	-1.8%	-4.5%	0.1%	2.3%	1.8%	-16.4%	18.9%	5.7%	-7.3%	-10.2%
机荷西段	日均车流量	55,925	46,177	59,767	61,068	58,912	60,520	65,199	68,105	68,944	63,031	66,195	67,361	65,732	51,343	69,788	68,950	66,430	67,038
	同比增速	35.6%	0.3%	24.0%	23.6%	25.7%	23.0%	25.4%	27.1%	20.2%	22.3%	23.5%	19.2%	17.5%	11.2%	16.8%	12.9%	12.8%	10.8%
	环比增速	-1.1%	-17.4%	29.4%	2.2%	-3.5%	2.0%	7.7%	4.5%	1.2%	-8.6%	5.0%	1.8%	-2.4%	-21.9%	35.9%	-1.2%	-3.7%	0.9%
盐坝高速	日均车流量	13,523	11,473	13,355	16,403	16,003	15,744	18,492	20,125	16,410	18,187	16,087	16,214	16,428	16,387	15,433	19,346	17,909	18,263
	同比增速	22.6%	9.0%	22.4%	29.6%	4.0%	12.5%	4.1%	8.4%	14.7%	15.3%	22.5%	25.7%	21.5%	42.8%	15.6%	17.9%	11.9%	16.0%
	环比增速	4.8%	-15.2%	16.4%	22.8%	-2.4%	-1.6%	17.5%	8.8%	-18.5%	10.8%	-11.5%	0.8%	1.3%	-0.2%	-5.8%	25.4%	-7.4%	2.0%
水官高速	日均车流量	78,723	57,309	80,494	81,752	80,885	81,028	83,525	86,631	86,842	78,627	82,553	82,858	74,737	52,121	76,373	75,540	76,158	77,279
	同比增速	46.4%	-1.8%	19.4%	16.7%	19.6%	12.3%	11.3%	12.7%	8.2%	11.7%	7.8%	4.4%	-5.1%	-9.1%	-5.1%	-7.6%	-5.8%	-4.6%
	环比增速	0.1%	-27.2%	40.5%	1.6%	-1.1%	0.2%	3.1%	3.7%	0.2%	-9.7%	5.0%	0.4%	-9.9%	-30.3%	35.9%	-1.1%	0.8%	1.5%
长沙环路	日均车流量	2,445	3,273	2,568	2,675	2,568	2,343	2,423	2,629	2,598	3,032	2,925	2,691	3,235	3,475	2,920	3,175	2,988	2,729
	同比增速	-7.9%	45.6%	26.1%	24.1%	21.2%	16.2%	16.6%	14.8%	6.9%	14.9%	25.1%	11.4%	32.3%	6.2%	13.7%	18.7%	16.4%	16.5%
	环比增速	1.2%	33.9%	-21.5%	4.2%	-4.0%	-8.8%	3.4%	8.5%	-1.2%	16.7%	-3.5%	-8.0%	20.2%	7.4%	-16.0%	8.7%	-5.9%	-8.7%
水官延长段	日均车流量	38,749	27,426	38,067	39,459	39,199	40,410	43,155	44,690	45,781	40,713	43,691	43,452	38,390	24,369	36,918	36,744	36,186	34,014
	同比增速	58.6%	9.5%	29.8%	24.9%	31.0%	26.3%	27.7%	28.3%	20.6%	24.0%	19.2%	12.2%	-0.9%	-11.1%	-3.0%	-6.9%	-7.7%	-15.8%
	环比增速	0.1%	-29.2%	38.8%	3.7%	-0.7%	3.1%	6.8%	3.6%	2.4%	-11.1%	7.3%	-0.5%	-11.6%	-36.5%	51.5%	-0.5%	-1.5%	-6.0%
武黄高速	日均车流量	35,041	42,795	35,867	39,036	36,187	36,417	36,565	37,423	39,578	41,053	39,024	37,941	42,276	41,352	36,172	36,744	36,186	34,014
	同比增速	-0.6%	39.5%	20.3%	19.2%	17.1%	15.3%	22.0%	18.2%	16.6%	15.2%	18.7%	12.5%	20.6%	-3.4%	0.9%	-5.9%	0.0%	-6.6%
	环比增速	3.9%	22.1%	-16.2%	8.8%	-7.3%	0.6%	0.4%	2.3%	5.8%	3.7%	-4.9%	-2.8%	11.4%	-2.2%	-12.5%	1.6%	-1.5%	-6.0%
阳茂高速	日均车流量	15,341	30,858	17,524	19,303	14,801	14,477	15,201	17,085	16,271	17,076	14,635	15,062	22,578	27,036	16,335	21,855	16,047	16,585
	同比增速	-29.5%	58.4%	27.7%	15.6%	15.2%	15.4%	8.8%	14.6%	15.2%	3.0%	9.9%	6.9%	47.2%	-12.4%	-6.8%	13.2%	8.4%	14.6%
	环比增速	8.9%	101.1%	-43.2%	10.2%	-23.3%	-2.2%	5.0%	12.4%	-4.8%	4.9%	-14.3%	2.9%	49.9%	19.7%	-39.6%	33.8%	-26.6%	3.4%
广佛项目	日均车流量	10,611	16,637	11,286	11,984	9,730	10,450	15,609	17,598	16,350	18,812	16,113	16,305	20,934	24,273	15,570	20,908	17,264	17,202
	同比增速	2.0%	60.7%	33.9%	24.0%	23.7%	28.8%	84.1%	112.0%	80.5%	72.7%	70.7%	58.4%	97.3%	45.9%	38.0%	74.5%	77.4%	64.6%
	环比增速	3.1%	56.8%	-32.2%	6.2%	-18.8%	7.4%	49.4%	12.7%	-7.1%	15.1%	-14.3%	1.2%	28.4%	16.0%	-35.9%	34.3%	-17.4%	-0.4%
江中项目	日均车流量	26,990	31,114	28,812	30,339	28,217	27,627	31,252	33,340	34,270	34,510	34,901	35,237	38,293	35,614	36,523	39,577	35,984	35,886
	同比增速	7.0%	25.5%	22.6%	18.4%	21.7%	21.0%	26.8%	25.8%	26.3%	31.4%	34.6%	31.2%	41.9%	14.5%	26.8%	30.4%	27.5%	29.9%
	环比增速	0.5%	15.3%	-7.4%	5.3%	-7.0%	-2.1%	13.1%	6.7%	2.8%	0.7%	1.1%	1.0%	8.7%	-7.0%	2.6%	8.4%	-9.1%	-0.3%
广州西二环	日均车流量	21,770	19,473	23,065	26,745	25,844	25,971	29,828	31,693	33,834	33,489	37,812	36,244	34,721	28,515	34,243	35,862	32,735	32,484
	同比增速	96.9%	83.3%	107.5%	114.1%	140.0%	146.8%	118.6%	88.2%	88.2%	56.1%	78.5%	76.1%	59.5%	46.4%	48.5%	34.1%	26.7%	25.1%
	环比增速	5.8%	-10.6%	18.4%	16.0%	-3.4%	0.5%	14.9%	6.3%	6.8%	-1.0%	12.9%	-4.1%	-4.2%	-17.9%	20.1%	4.7%	-8.7%	-0.8%
南京三桥	日均车流量	21,841	24,966	23,976	24,151	22,563	20,180	20,122	19,900	19,931	21,703	20,675	20,783	26,958	28,466	21,958	23,714	21,730	20,889
	同比增速	-7.1%	17.3%	38.0%	22.4%	19.8%	11.6%	8.1%	2.7%	-4.7%	-2.9%	4.1%	1.4%	23.4%	14.0%	-8.4%	-1.8%	-3.7%	3.5%
	环比增速	6.6%	14.3%	-4.0%	0.7%	-6.6%	-10.6%	-0.3%	-1.1%	0.2%	8.9%	-4.7%	0.5%	29.7%	5.6%	-22.9%	8.0%	-8.4%	-3.9%
盐排高速	日均车流量	22,346	18,333	21,583	23,511	24,991	25,958	29,731	30,317	26,529	24,804	22,703	22,753	22,942	16,681	21,900	26,115	26,882	25,271
	同比增速	37.4%	24.5%	23.3%	25.5%	28.9%	23.9%	20.4%	15.8%	7.9%	12.7%	8.6%	3.2%	2.7%	-9.0%	1.5%	11.1%	7.6%	-2.6%
	环比增速	1.4%	-18.0%	17.7%	8.9%	6.3%	3.9%	14.5%	2.0%	-12.5%	-6.5%	-8.5%	0.2%	0.8%	-27.3%	31.3%	19.2%	2.9%	-6.0%
南光高速	日均车流量	19,395	13,963	20,688	22,099	22,037	23,115	24,348	26,187	28,194	25,284	28,494	28,654	26,852	18,849	28,503	28,226	27,795	28,397
	同比增速	131.0%	42.8%	72.6%	72.2%	71.3%	61.6%	60.9%	64.9%	56.0%	57.7%	61.8%	50.5%	38.4%	35.0%	37.8%	27.7%	26.1%	22.9%
	环比增速	1.9%	-28.0%	48.2%	6.8%	-0.3%	4.9%	5.3%	7.6%	7.7%	-10.3%	12.7%	0.6%	-6.3%	-29.8%	51.2%	-1.0%	-1.5%	2.2%
清连高速	日均车流量	17,771	23,624	17,451	18,625	15,889	15,351	17,524	18,589	18,358	19,411	18,223	19,123	23,946	25,884	19,256	23,045	18,202	18,981
	同比增速	4.9%	54.6%	25.2%	12.7%	5.4%	3.5%	76.0%	80.0%	86.1%	7.5%	0.9%	9.2%	34.7%	9.6%	10.3%	23.7%	14.6%	23.6%
	环比增速	1.5%	32.9%	-26.1%	6.7%	-14.7%	-3.4%	14.2%	6.1%	-1.2%	5.7%	-6.1%	4.9%	25.2%	8.1%	-25.6%	19.7%	-21.0%	4.3%
深高速旗下路段收入合计	日均收入(千元)	11,620	11,463	12,235	12,652	11,983	12,056	12,663	13,590	13,431	12,880	13,138	13,039	13,771	11,890	13,115	13,943	12,775	12,617
	同比增速	26.3%	26.9%	32.8%	27.7%	29.1%	27.8%	23.8%	18.4%	15.9%	17.4%	23.0%	14.6%	18.5%	3.7%	7.2%	10.2%	6.6%	4.7%
	环比增速	2.3%	-1.3%	6.7%	3.4%	-5.3%	0.6%	5.0%	0.4%	0.2%	1.1%	2.0%	-1.0%	5.6%	-13.7%	10.3%	6.3%	-8.4%	-1.2%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 收费公路业务 WACC 假设以及 DCF 估值

A股		自由现金流量假设变化(人民币元)				
WACC		-20%	-10%	0%	10%	20%
无风险利率	3.5%	4.06	4.97	5.87	6.77	7.68
风险溢价	8.0%	3.84	4.72	5.60	6.47	7.35
Beta	1.00	3.63	4.48	5.33	6.18	7.04
股权成本	11.5%	3.43	4.26	5.08	5.91	6.74
税前债务成本	5.5%	3.24	4.04	4.85	5.65	6.45
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%					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 历史和预测的财务指标

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	1,063	1,442	2,302	2,538	2,778
主营业务利润	581	687	1,124	1,264	1,402
管理费用	(54)	(68)	(62)	(76)	(84)
财务费用	(248)	(382)	(505)	(519)	(537)
营业利润	279	237	556	668	782
投资收益	276	333	298	338	380
税前利润	561	570	857	1,009	1,164
所得税	(66)	(45)	(147)	(193)	(246)
少数股东损益	9	15	36	(8)	(24)
净利润	503	540	746	808	894
现金流量表 (人民币百万元)					
经营活动现金流	946	780	1,617	2,019	1,744
投资活动现金流	(2,378)	(1,850)	(836)	(1,548)	(1,103)
筹资活动现金流	1,499	1,016	(725)	(868)	(631)
现金及现金等价物净增加额	67	(54)	56	(396)	10
资产负债表 (人民币百万元)					
流动资产	1,010	1,192	1,133	831	847
固定资产	696	1,111	1,027	919	812
在建工程	268	18	42	935	1,719
长期投资	2,496	2,221	2,411	2,886	3,003
其它长期资产	13,735	17,666	18,000	17,511	17,022
总资产	18,206	22,209	22,617	23,086	23,408
短期借款	783	1,569	1,174	1,200	1,200
流动负债	2,913	3,451	2,987	3,533	3,568
长期借款	4,915	6,286	5,757	5,264	5,071
其他长期负债	2,669	3,605	4,537	4,517	4,497
股东权益	7,005	8,177	8,649	9,079	9,554
少数股东权益	704	689	686	694	718
财务指标					
资产收益率(%)	2.8	2.4	3.3	3.5	3.8
净资产收益率(%)	7.2	6.6	8.6	8.9	9.4
投入资本收益率(%)	3.7	3.2	4.5	4.9	5.3
每股盈利(元)	0.23	0.25	0.34	0.37	0.41
每股分红(元)	0.12	0.12	0.16	0.17	0.19
每股净资产(元)	3.21	3.75	3.97	4.16	4.38
每股经营现金流(元)	0.43	0.36	0.74	0.93	0.80
毛利率(%)	55%	48%	49%	50%	50%
经营利润率(%)	26%	16%	24%	26%	28%
净利润率(%)	47%	37%	32%	32%	32%
净债务/净资产(%)	76%	87%	73%	69%	63%
利息保障倍数 - 净利润(x)	2.1	1.5	1.5	1.5	1.7
利息保障倍数 - EBITDA(x)	4.2	3.4	3.8	4.1	4.4
利息保障倍数 - 现金(x)	2.7	2.5	1.6	0.8	0.8

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7: 盈利预测主要假设

日均车流量 (千辆)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
梅观高速	63.8	67.6	64.2	16%	6%	-5%
机荷西段	61.9	66.8	72.2	23%	8%	8%
盐坝高速 (AB段)	16.0	18.4	19.4	15%	15%	5%
盐排高速	24.5	24.0	25.5	18%	-2%	6%
清连项目	18.3	22.0	27.4	12%	20%	25%
南光高速	23.6	29.5	31.9	64%	25%	8%
机荷东段	64.5	69.0	73.2	16%	7%	6%
水官高速	80.3	80.3	81.9	13%	0%	2%
水官延长线	40.5	40.5	42.1	25%	0%	4%
阳茂高速	17.2	18.6	19.7	12%	8%	6%
广梧高速	14.3	20.0	22.0	54%	40%	10%
广州西二环	28.9	37.5	42.0	94%	30%	12%
江中高速	31.4	37.7	40.7	24%	20%	8%
武黄高速	38.0	41.8	46.0	17%	10%	10%
长沙环路	2.7	3.1	3.4	17%	17%	10%
南京三桥	21.7	24.3	26.3	8%	12%	8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 收费公路公司估值表

公司	股票代码	币种	股价	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)			CAGR	PEG
			2011-08-12		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	10-12	10A
A股高速公路上市公司																					
深高速*	600548.SH	CNY	4.5	1,373	13.2	12.1	11.0	1.1	1.1	1.0	8.6	8.9	9.4	3.6	3.9	4.3	9.6	8.5	7.6	9%	1.2
皖通高速*	600012.SH	CNY	4.71	1,154	10.0	8.4	7.3	1.4	1.2	1.1	13.6	14.7	15.5	4.5	5.0	5.6	5.4	4.6	3.9	17%	0.4
宁沪高速*	600377.SH	CNY	5.45	4,314	11.1	9.9	9.0	1.6	1.5	1.4	14.1	14.9	15.6	6.6	7.3	8.1	7.2	6.4	5.4	11%	0.8
四川成渝*	601107.SH	CNY	4.69	1,966	12.5	11.3	10.1	1.7	1.5	1.4	13.8	13.7	13.7	1.9	2.1	2.3	8.8	6.6	5.5	12%	0.9
楚天高速*	600035.SH	CNY	4.44	647	10.3	9.2	8.2	1.4	1.2	1.1	13.4	14.5	14.8	1.8	2.2	2.5	9.3	11.8	13.2	13%	0.6
五洲交通*	600368.SH	CNY	7.32	637	19.0	9.5	8.6	1.7	1.5	1.4	9.2	16.2	15.9	1.5	3.0	3.3	25.4	8.8	8.0	49%	0.2
山东高速*	600350.SH	CNY	3.87	2,914	10.4	8.6	7.7	1.3	1.0	0.9	12.1	11.1	11.4	2.7	3.2	3.6	6.5	6.1	5.1	16%	0.5
赣粤高速*	600269.SH	CNY	4.27	1,561	7.9	8.0	7.6	1.1	1.0	0.9	13.4	12.0	11.5	2.3	2.3	2.5	7.3	10.2	9.9	2%	3.3
现代投资*	000900.SZ	CNY	16.74	1,046	9.0	8.3	10.5	1.6	1.5	1.4	17.9	17.6	12.9	5.0	5.4	4.3	5.9	5.1	5.6	-7%	n.m.
粤高速*	000429.SZ	CNY	3.93	673	12.7	15.0	13.8	1.2	1.1	1.0	9.9	7.1	7.3	2.5	2.5	2.7	13.8	14.5	11.0	-4%	n.m.
福建高速	600033.SH	CNY	3.08	1,323	16.0	11.0	12.2	1.2	0.7	0.7	7.8	6.6	5.8	3.2	3.6	3.6	11.5	9.7	8.5	15%	0.8
东莞控股	000828.SZ	CNY	5.38	875	15.9	11.7	9.9	1.8	1.6	1.4	12.1	13.3	14.7	3.3	n.a.	n.a.	12.3	n.a.	n.a.	27%	0.4
中原高速	600020.SH	CNY	3	1,005	12.2	9.3	5.1	1.0	0.9	0.8	8.7	10.0	15.9	3.3	n.a.	n.a.	12.5	n.a.	n.a.	55%	0.1
华北高速	000916.SZ	CNY	3.57	609	16.2	14.2	11.1	1.0	n.a.	0.8	6.3	n.a.	7.4	2.2	n.a.	n.a.	5.5	n.a.	n.a.	21%	0.5
平均值					12.6	10.5	9.4	1.4	1.2	1.1	11.5	12.4	12.3	3.2	3.7	3.9	10.1	8.4	7.6	16%	0.6
中值					12.4	9.7	9.4	1.3	1.2	1.1	12.1	13.3	13.3	3.0	3.2	3.6	9.0	8.5	7.6	15%	0.6
H股高速公路上市公司																					
深圳高速*	548.HK	HKD	3.79	1,373	9.5	8.4	7.6	0.8	0.7	0.7	8.6	8.9	9.4	6.9	8.0	8.6	14.7	-1.4	6.4	12%	0.7
皖通高速*	995.HK	HKD	4.67	1,154	8.4	6.8	5.9	1.1	1.0	0.9	13.4	14.6	15.1	5.3	6.2	6.8	14.7	0.2	7.8	19%	0.3
宁沪高速*	177.HK	HKD	6.76	4,314	11.5	10.0	9.0	1.8	1.6	1.5	15.5	16.2	16.9	6.2	7.2	8.0	18.9	19.8	21.4	13%	0.7
四川成渝*	107.HK	HKD	3.3	1,966	7.5	6.5	5.8	1.0	0.9	0.8	13.8	13.7	13.7	3.4	4.0	4.6	0.0	0.0	0.0	14%	0.4
越秀交通*	1052.HK	HKD	3.46	743	9.3	8.0	7.6	0.6	0.6	0.5	6.8	7.2	7.2	6.4	7.3	7.7	0.0	0.0	0.0	10%	0.7
浙江沪杭甬*	576.HK	HKD	4.89	2,724	9.7	8.5	8.0	1.2	1.1	1.1	12.7	13.3	13.6	7.4	8.5	9.0	8.5	7.3	6.5	10%	0.8
合和公路	737.HK	HKD	4.75	1,805	14.7	13.5	14.1	1.6	1.7	1.7	11.5	12.3	12.0	6.7	7.2	7.0	5.0	4.1	3.4	2%	6.0
平均值					10.1	8.8	8.3	1.2	1.1	1.0	11.8	12.3	12.5	6.0	6.9	7.4	8.8	4.3	6.5	10%	0.8
中值					9.5	8.4	7.6	1.1	1.0	0.9	12.7	13.3	13.6	6.4	7.2	7.7	8.5	0.2	6.4	12%	0.7
国际高速公路上市公司																					
Atlantia SpA	ATL IM	EUR	11.07	4,910	10.0	9.1	8.7	2.1	1.9	1.7	22.8	22.5	21.1	6.5	6.9	7.3	5.5	4.7	4.1	7%	1.2
SIAS SpA	SIS IM	EUR	5.865	939	8.9	7.9	7.3	1.0	0.9	0.9	11.1	12.2	11.6	2.7	5.8	6.2	11.2	9.4	9.4	11%	0.7
Abertis Infraestructuras, S.A	ABE SM	EUR	10.72	5,573	11.8	11.3	10.3	1.8	1.9	1.8	15.9	17.8	18.5	n.a.	8.6	7.1	0.0	0.0	0.0	7%	1.5
PLUS Expressways Berhad	PLUS MK	MYR	4.39	7,308	16.8	12.3	11.8	3.9	2.9	2.5	21.3	25.4	24.0	1.7	4.1	4.3	0.0	0.0	0.0	19%	0.6
Citra Marga Nusa	CMNP IJ	IDR	1430	334	9.6	9.2	7.8	1.6	1.4	1.2	18.3	16.3	16.5	0.0	3.2	3.7	7.5	7.2	6.8	11%	0.7
CCR	CCRO3 BZ	BRL	42	11,404	27.6	19.3	15.1	5.6	5.9	5.6	21.0	33.3	38.6	4.6	3.8	4.6	6.4	5.7	5.1	35%	0.4
Autostrada To-Mi	AT IM	EUR	7.31	453	6.0	4.2	4.0	0.6	n.a.	n.a.	9.9	11.2	12.9	3.3	7.0	7.3	9.7	9.5	9.0	23%	0.2
Bangkok Express	BECL TB	THB	17.8	457	7.6	9.5	10.4	0.7	0.7	0.7	9.9	7.6	6.7	0.0	6.6	6.2	6.7	5.9	5.3	-14%	n.m.
Lingkar Trans	LTK MK	MYR	3.6	604	11.5	10.0	9.0	1.8	1.6	1.5	15.5	16.2	16.9	4.7	4.9	5.1	11.6	8.2	7.0	13%	0.7
平均值					12.2	10.3	9.4	2.1	2.1	2.0	16.2	18.1	18.5	2.9	5.7	5.8	6.5	5.6	5.2	14%	0.7
中值					10.0	9.5	9.0	1.8	1.7	1.6	15.9	16.3	16.9	3.0	5.8	6.2	6.7	5.9	5.3	5%	1.7

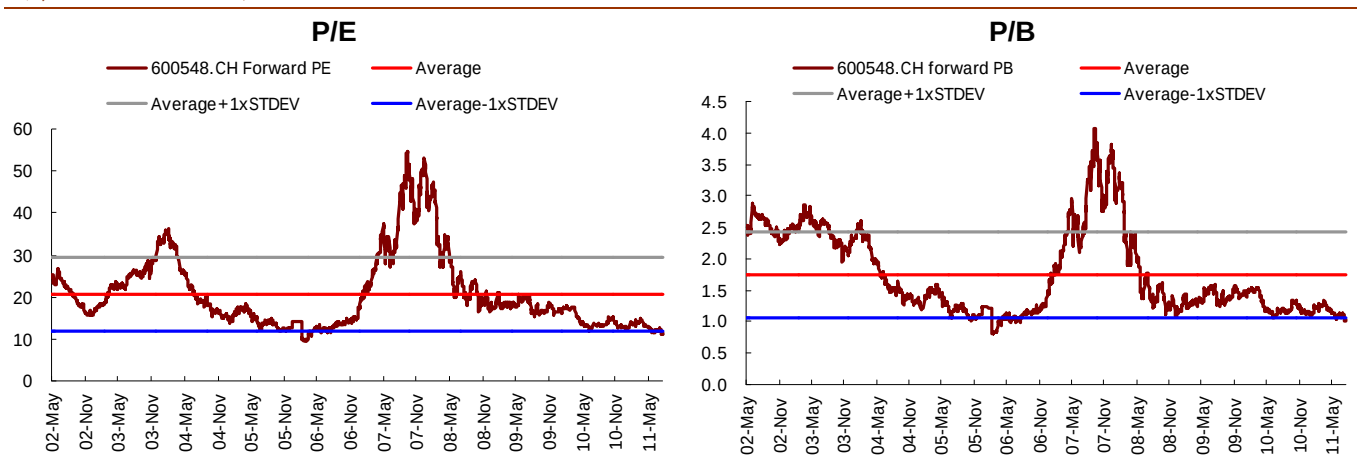
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

图表 9: A 股交通基础设施公司估值表

公司	股票代码	股价	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 (%)			CAGR 10-12	PEG 10A
				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
2011-08-12				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	10-12	10A
A股高速公路上市公司																	
深高速*	600548.SH	4.5	1,373	13.2	12.1	11.0	1.1	1.1	1.0	8.6	8.9	9.4	3.6	3.9	4.3	9%	1.2
皖通高速*	600012.SH	4.71	1,154	10.0	8.4	7.3	1.4	1.2	1.1	13.6	14.7	15.5	4.5	5.0	5.6	17%	0.4
宁沪高速*	600377.SH	5.45	4,314	11.1	9.9	9.0	1.6	1.5	1.4	14.1	14.9	15.6	6.6	7.3	8.1	11%	0.8
四川成渝*	601107.SH	4.69	1,966	12.5	11.3	10.1	1.7	1.5	1.4	13.8	13.7	13.7	1.9	2.1	2.3	12%	0.9
楚天高速*	600035.SH	4.44	647	10.3	9.2	8.2	1.4	1.2	1.1	13.4	14.5	14.8	1.8	2.2	2.5	13%	0.6
五洲交通*	600368.SH	7.32	637	19.0	9.5	8.6	1.7	1.5	1.4	9.2	16.2	15.9	1.5	3.0	3.3	49%	0.2
山东高速*	600350.SH	3.87	2,914	10.4	8.6	7.7	1.3	1.0	0.9	12.1	11.1	11.4	2.7	3.2	3.6	16%	0.5
赣粤高速*	600269.SH	4.27	1,561	7.9	8.0	7.6	1.1	1.0	0.9	13.4	12.0	11.5	2.3	2.3	2.5	2%	3.3
现代投资*	000900.SZ	16.74	1,046	9.0	8.3	10.5	1.6	1.5	1.4	17.9	17.6	12.9	5.0	5.4	4.3	-7%	n.m.
粤高速*	000429.SZ	3.93	673	12.7	15.0	13.8	1.2	1.1	1.0	9.9	7.1	7.3	2.5	2.5	2.7	-4%	n.m.
福建高速	600033.SH	3.08	1,323	16.0	11.0	12.2	1.2	0.7	0.7	7.8	6.6	5.8	3.2	3.6	3.6	15%	0.8
东莞控股	000828.SZ	5.38	875	15.9	11.7	9.9	1.8	1.6	1.4	12.1	13.3	14.7	3.3	n.a.	n.a.	27%	0.4
中原高速	600020.SH	3	1,005	12.2	9.3	5.1	1.0	0.9	0.8	8.7	10.0	15.9	3.3	n.a.	n.a.	55%	0.1
华北高速	000916.SZ	3.57	609	16.2	14.2	11.1	1.0	n.a.	0.8	6.3	n.a.	7.4	2.2	n.a.	n.a.	21%	0.5
A股高速公路平均				12.6	10.5	9.4	1.4	1.2	1.1	11.5	12.4	12.3	3.2	3.7	3.9	16%	0.6
A股铁路上市公司																	
大秦铁路*	601006.SH	7.52	17,495	10.7	8.1	7.4	2.0	1.7	1.6	18.5	18.5	18.4	4.7	6.2	6.8	21%	0.4
广深铁路*	601333.SH	3.44	3,538	15.7	14.7	12.2	1.0	1.0	0.9	6.4	6.6	7.6	2.6	2.8	3.4	13%	0.9
铁龙物流*	600125.SH	8.86	1,810	24.3	20.6	15.5	3.6	3.1	2.6	16.1	16.2	18.2	0.0	0.0	0.0	25%	0.6
A股铁路平均				16.9	14.5	11.7	2.2	1.9	1.7	13.7	13.8	14.7	2.4	3.0	3.4	20%	0.6
A股港口上市公司																	
上港*	600018.SH	3.6	12,819	15.1	12.9	10.3	2.3	1.8	1.6	15.3	13.6	15.5	3.0	3.5	4.4	21%	0.5
深赤湾A*	000022.SZ	12.35	1,126	13.3	14.1	13.4	2.4	2.2	2.0	17.7	15.5	15.1	3.7	3.5	3.7	0%	n.m.
盐田港*	000088.SZ	6.03	1,410	22.0	18.9	17.2	2.0	2.0	1.9	9.8	10.6	11.2	0.4	3.2	3.5	13%	1.3
宁波港*	601018.SH	3.05	6,109	16.1	15.0	13.7	1.7	1.5	1.4	11.8	10.0	10.1	1.0	2.0	2.2	8%	1.7
天津港*	600717.SH	7.25	1,900	15.1	12.1	9.9	1.2	1.1	1.0	7.7	9.1	10.2	1.4	2.2	2.6	24%	0.4
大连港*	601880.SH	3.45	2,097	15.7	18.1	17.4	1.3	1.2	1.1	7.6	6.7	6.6	1.4	1.8	1.9	-5%	n.m.
连云港*	601008.SH	8.6	840	49.6	41.2	35.2	3.1	2.2	2.1	6.2	5.5	6.1	0.0	0.5	0.6	19%	1.9
营口港*	600317.SH	5.08	873	25.9	33.9	25.4	1.3	1.1	1.0	6.3	4.4	5.5	0.0	0.0	0.0	1%	28.6
锦州港*	600190.SH	4.03	957	29.0	29.2	28.9	1.6	1.6	1.5	5.9	5.5	5.3	1.2	0.8	0.8	0%	246.2
唐山港*	601000.SH	7.55	1,181	24.9	17.8	13.5	2.5	1.8	1.6	9.9	10.2	12.1	1.4	2.0	2.6	36%	0.4
日照港*	600017.SH	3.74	1,540	23.3	18.3	15.6	1.7	1.2	1.1	8.8	7.9	8.7	0.0	1.9	2.3	22%	0.7
A股港口平均				22.7	21.0	18.2	1.9	1.6	1.5	9.7	9.0	9.7	1.2	1.9	2.2	12%	1.6
A股机场上市公司																	
上海机场*	600009.SH	12.85	3,875	18.9	17.5	15.7	1.7	1.6	1.5	9.2	10.2	10.6	0.6	0.7	0.8	10%	1.6
白云机场*	600004.SH	7.46	1,343	14.6	13.4	12.3	1.3	1.3	1.2	9.0	9.4	9.6	3.3	3.5	4.0	9%	1.4
深圳机场*	000089.SZ	5.13	1,357	12.1	11.4	10.3	1.5	1.3	1.2	12.2	11.7	11.5	0.7	0.8	0.9	9%	1.2
厦门空港*	600897.SH	13.79	643	14.7	13.5	12.3	2.6	2.2	1.9	17.6	16.3	15.4	0.0	0.0	0.0	9%	1.3
A股机场平均				15.1	13.9	12.7	1.8	1.6	1.4	12.0	11.9	11.8	1.1	1.2	1.4	9%	1.4
A股基础设施上市公司平均值				16.8	14.9	13.1	1.7	1.5	1.3	11.2	11.2	11.5	2.2	2.6	2.9	13%	1.0
A股基础设施上市公司中值				15.1	13.1	11.6	1.6	1.5	1.3	9.9	10.6	11.5	2.0	2.3	2.6	14%	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 10: 历史 P/E 和 P/B



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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