



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22日

公路

研究部

任重*

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010058

renzhong@cicc.com.cn

杨鑫, CFA

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080208020077

yangxin@cicc.com.cn

推荐

宁沪高速 (600377.SH)

成本上升较快, 上半年业绩略低于预期

主要财务信息

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	5,741	6,756	7,273	7,928
(+/-%)	9	18	8	9
净利润	2,010	2,484	2,672	2,963
(+/-%)	29	24	8	11
每股盈利(元)	0.399	0.493	0.530	0.588
(+/-%)	29	24	8	11
每股经营现金流(元)	0.357	0.673	0.757	0.834
每股股利(元)	0.31	0.36	0.39	0.43
市盈率(X)	14.1	11.4	10.6	9.6
市净率(X)	1.7	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	9.1	7.6	6.9	5.8
净资产收益率(%)	12.0	14.1	14.5	15.2
投入资本收益率(%)	13.0	15.2	15.3	16.7
现金分红收益率(%)	5.5	6.4	6.9	7.6

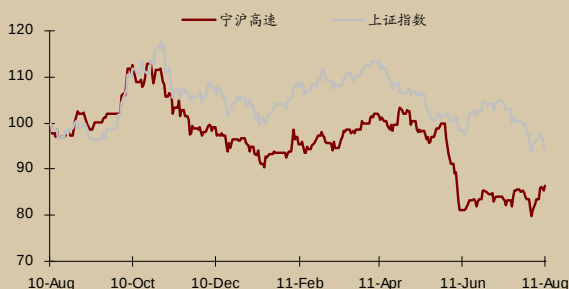
股票信息

	H股	A股
当前股价	港币6.95	人民币5.63
股票代码	177.HK	600377.CH
日成交量(百万股)	2.08	3.28
52周最高价/最低价	港币9.8/6.32	人民币7.94/5.11
总市值(百万元)	8,493	21,484
发行股数(百万股)	5,038	5,038
其中:流通股(百万股)	1,222	198
主要股东(持股比例)	江苏省交通控股公司 (54.44%)	

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600377.CH]	+3.30	+3.87	-12.25	-10.54
[上证指数]	-2.27	-9.30	-11.33	-9.72
[中金A股交通运输指数]	+0.00	-7.29	-12.48	-15.35

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年上半年业绩略低于预期

2011年上半年实现收入36.4亿元, 同比增长11.4%; 实现净利润13.0亿元, 同比增长2.9%, 对应每股收益0.26元。公司上半年盈利相当于我们全年预测的47%, 略低于预期。

正面:

- ▶ **车流量增长较为稳健:** 主要路段上半年车流量均实现双位数增长, 虽然6月份数据有所下滑, 但7月已出现回暖趋势。
- ▶ **房地产项目如期推进:** 地产项目花桥C4地块2011年1月开始预售, 上半年销售进度达到85%, 在政府调控的大背景下销售进度好于预期。

负面:

- ▶ **小型客车通行比例提高, 平均费率降低:** 上半年沪宁高速日均车流量增长12.1%, 但由于客车比例提升了2.7个百分点, 平均费率下滑5.9%, 沪宁高速日均收费额同比增长5.5%, 增幅低于车流量增长约6.6个百分点;
- ▶ **成本上升较快:** 养护和人工成本分别增加32%和16%, 以及低毛利的配套服务增速较高, 导致毛利率下滑4.5个百分点。

发展趋势

- ▶ **车流量持续稳定增长:** 长三角一体化进程保证了沪宁高速车流量的持续稳定增长。目前沪宁高速运能利用率约为60%左右, 预计十二五期间仍可以保持年均8%左右的增长。
- ▶ **成本增长将有所放缓:** 公司本年度人工成本上调幅度较高, 以及去年大修维护仍有部分工程在本年收尾, 使得成本上升较快; 展望未来, 公司预计该两项成本增速在年均10%左右。
- ▶ **维持高派息政策, 派息率将不低于目前水平。** 根据我们和公司的沟通, 从中长期来看, 公司仍会采取高派息的政策不变; 以净利润为基数, 将维持70%以上的派息水平。
- ▶ **2011年地产板块暂无盈利贡献。** 由于年内不会交付, 地产业务2011年尚无法结算, 将于2012年开始贡献盈利。据我们测算, 地产项目未来可贡献11亿盈利, 相当于2010年盈利的44%, 将于未来6年内逐步体现在盈利中。

估值与建议

出于保守起见, 我们下调2011/2012年盈利预测约3%以反映成本压力, 对应每股盈利0.53元和0.59元。公司目前2011年10.6倍市盈率及6.9%的分红收益率提供了足够的估值安全边际, 稳定的基本面和高派息政策具备较高的配置价值, 维持“推荐”。

* 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

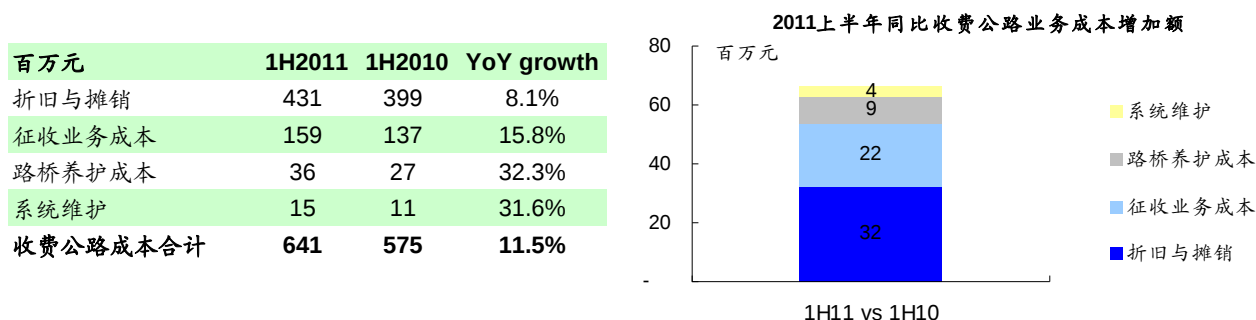
(人民币百万元)	季度数据								年度数据			中金评论
	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	QoQ	YoY	1H10	1H11	YoY	
营业收入	1,559	1,709	1,720	1,768	1,733	1,909	10%	12%	3,268	3,642	11%	车流量平稳增长，但小型车占比提高，路费收入增速趋缓
- 路费收入	1,163	1,251	1,285	1,300	1,241	1,306	5%	4%	2,414	2,547	5%	
- 其他业务收入	396	458	435	468	492	603	23%	32%	854	1,095	28%	
营业成本	-636	-725	-728	-870	-754	-927	23%	28%	-1,361	-1,681	24%	成本增幅大于收入增幅
毛利润	923	984	992	898	979	982	0%	0%	1,907	1,961	3%	养护和人工成本分别增加32%和16%，以及低毛利的配套服务增速较高，导致毛利率下滑4.5个百分点。
毛利率	59.2%	57.6%	57.7%	50.8%	56.5%	51.5%	-5%	-6%	58.4%	53.8%	-4.5%	
营业税金及附加	-41	-45	-46	-47	-44	-47	7%	6%	-86	-91	7%	
管理费用	-34	-37	-40	-53	-35	-39	11%	5%	-71	-73	4%	
销售费用	-	-1	-2	-3	-1	-3			-1	-4		
财务费用	-94	-89	-98	-82	-71	-72	0%	-20%	-183	-143	-22%	财务费用持续减少
投资收益	42	88	66	47	46	56	20%	-37%	130	102	-22%	去年江苏租赁公司分红导致投资收益基数较高
利润总额	798	906	874	755	878	867	-1%	-4%	1,702	1,751	3%	
税前利润率	51.2%	53.0%	50.9%	42.7%	50.7%	45.4%			52.1%	48.1%		
所得税	-190	-210	-204	-189	-208	-211	1%	0%	-400	-418	5%	
少数股东权益	-13	-18	-13	-12	-14	-14			-30	-28		
净利润	596	676	658	554	657	643	-2%	-5%	1,273	1,299	2%	
净利润率	38.2%	39.6%	38.3%	31.3%	37.9%	33.7%			38.9%	35.7%		
摊薄每股净利润 (元)	0.118	0.134	0.131	0.110	0.130	0.128	-2%	-5%	0.253	0.258	2%	上半年业绩略低于预期。

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 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	11-Jul
沪宁高速	日均车流量 52,541	62,459	55,921	57,647	53,965	55,063	55,237	55,890	58,499	59,391	54,398	52,583	65,682	61,623	61,794	66,055	61,823	58,249	60,602
	同比增速 3.1%	23.3%	18.3%	11.7%	9.7%	14.5%	11.7%	9.9%	6.6%	4.0%	6.2%	2.8%	12.4%	-1.3%	10.5%	14.6%	14.6%	5.8%	9.7%
	环比增速 2.8%	14.8%	-7.3%	3.1%	-6.4%	2.0%	0.3%	1.2%	4.7%	1.5%	-8.4%	-3.3%	12.3%	-6.2%	0.3%	6.9%	-6.4%	-5.8%	4.0%
广靖高速	日均车流量 34,005	46,921	35,228	38,263	36,345	34,993	36,657	37,608	40,034	40,660	36,296	35,352	46,771	47,614	41,673	46,736	40,511	38,644	40,558
	同比增速 -17.2%	48.2%	12.0%	4.7%	2.6%	9.5%	11.3%	9.8%	12.6%	3.5%	3.9%	1.3%	23.9%	1.5%	18.3%	22.1%	11.5%	10.4%	10.6%
	环比增速 -2.6%	33.2%	-22.2%	8.6%	-5.0%	-3.7%	4.8%	2.6%	6.5%	1.6%	-10.7%	-2.6%	19.2%	1.8%	-12.5%	12.1%	-13.3%	-4.6%	5.0%
锡澄高速	日均车流量 36,107	43,846	37,790	40,591	38,537	38,417	38,836	39,551	41,053	42,644	38,730	37,647	48,003	46,180	45,913	50,157	47,238	40,334	42,188
	同比增速 -3.4%	21.9%	9.0%	7.3%	6.4%	11.1%	9.4%	8.2%	8.3%	7.3%	9.6%	6.2%	19.1%	5.3%	21.5%	23.6%	22.6%	5.0%	8.6%
	环比增速 1.8%	17.2%	-10.7%	7.4%	-5.1%	-0.3%	1.1%	1.8%	3.8%	3.9%	-9.2%	-2.8%	14.2%	-3.8%	-0.6%	9.2%	-5.8%	-14.6%	4.6%
宁连高速	日均车流量 5,607	5,842	5,598	6,096	5,580	5,686	5,840	5,944	6,442	6,313	6,028	5,172	5,386	4,863	5,046	5,197	4,822	4,397	4,496
	同比增速 7.6%	16.3%	18.4%	29.1%	11.4%	20.9%	15.8%	8.9%	11.3%	6.2%	5.8%	-7.1%	-3.9%	-16.8%	-9.9%	-14.7%	-13.6%	-22.7%	-23.0%
	环比增速 0.7%	0.6%	-0.8%	8.9%	-8.5%	1.9%	2.7%	1.8%	8.4%	-2.0%	-4.5%	-14.2%	4.1%	-9.7%	3.8%	3.0%	-7.2%	-8.8%	2.3%
宁沪二环路	日均车流量 20,423	17,925	23,270	24,042	21,832	20,315	20,279	19,196	21,072	20,436	21,928	22,759	19,930	16,878	21,574	21,852	20,180	19,023	19,315
	同比增速 5.6%	-18.0%	-3.6%	-2.6%	-4.0%	-7.6%	-1.8%	-7.5%	-12.8%	-8.6%	-7.2%	1.0%	-2.4%	-5.8%	-7.3%	-9.1%	-7.6%	-6.4%	-4.8%
	环比增速 -9.3%	-15.3%	34.5%	3.3%	-9.2%	-6.9%	-0.2%	-5.3%	9.8%	-3.0%	7.3%	3.8%	-12.4%	-15.3%	27.8%	1.3%	-7.7%	-5.7%	1.5%
宁沪高速旗下主要路段合计	日均车流量 148,683	176,993	157,807	166,639	156,259	154,474	156,849	158,189	167,100	169,444	157,380	153,513	185,772	177,158	176,000	189,997	174,574	160,647	167,159
	同比增速 -3.4%	26.3%	10.9%	7.2%	5.2%	9.3%	9.2%	7.0%	5.6%	3.0%	4.4%	2.6%	24.9%	0.1%	11.5%	14.0%	11.7%	4.0%	6.6%
	环比增速 -0.6%	19.0%	-10.8%	5.6%	-6.2%	-1.1%	1.5%	0.9%	5.6%	1.4%	-7.1%	-2.5%	21.0%	-4.6%	-0.7%	8.0%	-8.1%	-8.0%	4.1%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 收费公路业务成本增长分析


资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 盈利预测主要假设

日均车流量(辆)	2010A	2011E	2012E	2013E
沪宁高速江苏段	55,913	60,386	65,217	70,434
312国道江苏段	21,094	20,039	20,039	20,039
宁连公路南京段	5,828	6,178	6,548	6,941
广靖高速	37,500	40,500	43,740	47,239
锡澄高速	39,325	42,471	45,869	49,538
江阴长江大桥	44,009	46,209	47,134	48,076
苏嘉杭高速	33,776	36,478	38,667	40,987
YoY %				
沪宁高速江苏段	10%	8%	8%	8%
312国道江苏段	-6%	-5%	0%	0%
宁连公路南京段	11%	6%	6%	6%
广靖高速	10%	8%	8%	8%
锡澄高速	8%	8%	8%	8%
江阴长江大桥	10%	5%	2%	2%
苏嘉杭高速	12%	8%	6%	6%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 盈利预测调整

A股		2011E	2012E
营业收入	调整前	7,273	7,928
(人民币百万元)	调整后	7,273	7,928
	(+/-%)	0.0	0.0
路费收入	调整前	5,382	5,866
(人民币百万元)	调整后	5,382	5,866
	(+/-%)	0.0	0.0
营业成本	调整前	(3,178)	(3,344)
(人民币百万元)	调整后	(3,295)	(3,471)
	(+/-%)	3.7	3.8
净利润	调整前	2,760	3,060
(人民币百万元)	调整后	2,672	2,963
	(+/-%)	(3.2)	(3.1)
每股盈利	调整前	0.548	0.607
(人民币元)	调整后	0.530	0.588
	(+/-%)	(3.2)	(3.1)

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 收费公路业务 WACC 假设以及 DCF 估值

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%	7.26	8.27	9.29	10.31	11.32
9.3%	7.00	7.98	8.96	9.95	10.93
9.7%	6.75	7.70	8.65	9.60	10.55
10.1%	6.51	7.43	8.35	9.27	10.20
10.5%	6.28	7.18	8.07	8.96	9.86

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 7: 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	5,277	5,741	6,756	7,273	7,928
EBITDA	3,455	3,858	4,554	4,733	5,246
营业成本	(2,474)	(2,494)	(2,959)	(3,295)	(3,471)
折旧与摊销	(811)	(760)	(859)	(903)	(960)
营业利润	2,107	2,728	3,332	3,566	3,978
财务费用	(542)	(387)	(362)	(262)	(313)
投资收益	153	175	243	224	240
税前利润	2,101	2,711	3,332	3,568	3,974
所得税	(502)	(650)	(793)	(852)	(947)
少数股东损益	(45)	(50)	(55)	(59)	(63)
净利润	1,554	2,010	2,484	2,672	2,963
现金流量表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	2,765	1,798	3,392	3,813	4,203
投资活动现金流	(898)	(139)	39	213	241
筹资活动现金流	(2,536)	(1,602)	(3,474)	(2,265)	(2,663)
现金及现金等价物净增加额	(668)	57	(43)	1,760	1,781
资产负债表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	675	2,002	2,226	3,718	5,395
固定资产	1,477	1,348	1,235	1,038	883
在建工程	43	10	14	31	31
长期投资	1,884	2,067	2,036	2,041	2,041
总资产	24,775	25,496	24,897	25,452	26,168
流动负债	3,655	3,771	3,795	2,832	4,473
长期借款	3,622	3,420	3,078	3,678	1,678
股东权益	15,933	16,757	17,564	18,422	19,435
少数股东权益	475	450	460	520	583
负债及股东权益合计	24,776	25,496	24,897	25,452	26,168
财务指标	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净资产收益率(%)	9.8	12.0	14.1	14.5	15.2
投入资本收益率(%)	11.6	13.0	15.2	15.3	16.7
资产收益率(%)	6.3	7.9	10.0	10.5	11.3
每股盈利(元)	0.31	0.40	0.49	0.53	0.59
每股分红(元)	0.27	0.31	0.36	0.39	0.43
每股EBITDA (元)	0.69	0.77	0.90	0.94	1.04
毛利率(%)	50%	54%	54%	52%	54%
净债务/净资产(%)	38%	37%	33%	21%	9%
利息保障倍数 - EBITDA (x)	6.4	10.0	12.6	18.0	16.8
利息保障倍数 - 现金 (x)	0.8	1.3	1.3	0.9	7.7

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		市盈率			市净率			净资产收益率			现金分红收益率			EV/EBITDA			CAGR	PEG
				(USD m)		(X)		(X)		(%)		(%)		(X)								
2011-08-19						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	4.17	1,278	12.2	11.3	10.2	1.1	1.0	1.0	8.6	8.9	9.4	3.8	4.2	4.6	8.8	7.8	7.0	9%	1.1	
皖通高速*	600012.SH	CNY	4.68	1,147	9.9	8.4	7.2	1.3	1.2	1.1	13.6	14.7	15.5	4.5	5.1	5.6	5.4	4.6	3.9	17%	0.4	
宁沪高速*	600377.SH	CNY	5.63	4,449	11.4	10.6	9.6	1.6	1.5	1.5	14.1	14.5	15.2	6.4	6.9	7.6	7.6	6.9	5.8	9%	1.1	
四川成渝*	601107.SH	CNY	4.88	2,030	13.0	11.7	10.5	1.8	1.6	1.4	13.8	13.7	13.7	1.8	2.0	2.2	8.8	6.6	5.5	12%	0.9	
楚天高速*	600035.SH	CNY	4.19	611	9.8	8.7	7.7	1.3	1.2	1.0	13.4	13.4	13.9	1.9	2.1	2.4	8.0	11.2	12.8	13%	0.6	
五洲交通*	600368.SH	CNY	7.95	691	20.7	10.4	9.4	1.9	1.7	1.5	9.2	16.2	15.9	1.4	2.8	3.1	25.4	8.8	8.0	49%	0.2	
山东高速*	600350.SH	CNY	3.82	2,875	10.3	8.5	7.6	1.2	0.9	0.9	12.1	11.1	11.4	2.7	3.3	3.7	6.5	6.1	5.1	16%	0.5	
赣粤高速*	600269.SH	CNY	4.15	1,516	7.7	7.8	7.4	1.0	0.9	0.8	13.4	12.0	11.5	2.4	2.4	2.5	7.3	10.2	9.9	2%	3.2	
现代投资*	000900.SZ	CNY	16.1	1,005	8.7	8.0	10.1	1.6	1.4	1.3	17.9	17.6	12.9	5.2	5.6	4.4	5.9	5.1	5.6	-7%	n.m.	
粤高速*	000429.SZ	CNY	3.83	658	12.4	14.6	13.5	1.1	1.0	1.0	9.9	7.1	7.3	2.6	2.6	2.8	13.8	14.5	11.0	-4%	n.m.	
福建高速	600033.SH	CNY	2.93	1,258	15.2	10.5	11.6	1.1	0.7	0.7	7.8	6.6	5.8	3.4	3.8	3.8	11.3	9.5	8.3	15%	0.8	
东莞控股	000828.SZ	CNY	5.14	836	15.2	11.2	9.4	1.7	1.6	1.4	12.1	13.3	14.7	3.5	n.a.	n.a.	11.8	n.a.	n.a.	27%	0.4	
中原高速	600020.SH	CNY	2.94	984	12.0	9.1	5.0	1.0	0.9	0.8	8.7	10.0	15.9	3.4	n.a.	n.a.	12.4	n.a.	n.a.	55%	0.1	
华北高速	000916.SZ	CNY	3.46	590	15.7	13.7	10.7	1.0	n.a.	0.8	6.3	n.a.	7.4	2.3	n.a.	n.a.	5.3	n.a.	n.a.	21%	0.5	
平均值					12.4	10.3	9.3	1.3	1.2	1.1	11.5	12.2	12.2	3.2	3.7	3.9	9.9	8.3	7.6	16%	0.6	
中值					12.1	10.4	9.5	1.3	1.2	1.0	12.1	13.3	13.3	3.1	3.3	3.7	8.4	7.8	7.0	13%	0.7	
H股高速公路上市公司																						
深圳高速*	548.HK	HKD	3.58	1,278	9.0	8.0	7.2	0.8	0.7	0.6	8.6	8.9	9.4	7.3	8.5	9.1	14.7	-1.4	6.4	12%	0.6	
皖通高速*	995.HK	HKD	4.65	1,147	8.4	6.7	5.9	1.1	1.0	0.9	13.4	14.6	15.1	5.3	6.2	6.9	14.7	0.2	7.8	19%	0.3	
宁沪高速*	177.HK	HKD	6.95	4,449	11.8	10.6	9.6	1.8	1.7	1.6	15.5	15.8	16.5	6.1	6.8	7.5	18.9	19.8	21.4	11%	0.9	
四川成渝*	107.HK	HKD	3.3	2,030	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	3.42	734	9.2	7.9	7.5	0.6	0.6	0.5	6.8	7.2	7.2	6.4	7.4	7.8	0.0	0.0	0.0	10%	0.7	
浙江沪杭甬*	576.HK	HKD	5.03	2,800	10.0	8.8	8.2	1.3	1.2	1.1	12.7	13.3	13.6	7.2	8.2	8.8	7.0	6.1	5.4	10%	0.8	
合和公路	737.HK	HKD	4.82	1,830	14.9	13.7	14.3	1.7	1.7	1.7	11.5	12.3	11.9	6.6	7.1	6.9	5.0	4.1	3.4	2%	6.1	
平均值					10.1	8.9	8.3	1.2	1.1	1.0	11.8	12.3	12.5	6.1	6.9	7.4	8.6	4.1	6.4	10%	0.8	
中值					9.2	8.0	7.5	1.1	1.0	0.9	12.7	13.3	13.6	6.4	7.1	7.5	7.0	0.2	5.4	10%	0.7	
国际高速公路上市公司																						
Atlantia SpA	ATL IM	EUR	10.5	4,625	9.5	8.7	8.3	2.0	1.8	1.6	22.8	22.5	21.1	6.8	7.3	7.7	5.5	4.7	4.1	7%	1.2	
SIAS SpA	SIS IM	EUR	5.515	877	8.4	7.4	6.8	0.9	0.9	0.8	11.1	12.2	11.6	2.9	6.2	6.6	11.3	9.5	9.5	11%	0.6	
Abertis Infraestructuras, S.A	ABE SM	EUR	10.52	5,430	11.6	11.1	10.3	1.7	1.9	1.9	15.9	17.4	18.5	n.a.	9.3	7.2	0.0	0.0	0.0	6%	1.7	
PLUS Expressways Berhad	PLUS MK	MYR	4.38	7,347	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	1520	355	10.2	9.8	8.3	1.6	1.4	1.2	18.3	16.3	16.5	0.0	3.0	3.5	7.3	7.0	6.6	11%	0.7	
CCR	CCRO3 BZ	BRL	45.5	12,559	29.9	21.4	16.5	6.0	6.4	6.2	21.0	30.2	37.8	4.2	3.6	4.5	6.3	5.6	5.0	34%	0.5	
Autostrada To-Mi	AT IM	EUR	6.70	412	5.5	3.9	3.6	0.5	n.a.	n.a.	9.9	11.2	12.9	3.6	7.6	8.0	9.7	9.5	9.0	23%	0.2	
Bangkok Express	BECL TB	THB	17.5	452	7.5	9.4	10.3	0.7	0.7	0.7	9.9	7.5	6.7	0.0	6.7	6.3	7.0	6.2	5.6	-15%	n.m.	
Lingkar Trans	LTK MK	MYR	3.7	626	11.8	10.6	9.6	1.8	1.7	1.6	15.5	15.8	16.5	4.6	4.8	4.9	12.5	8.8	7.5	11%	0.9	
平均值					12.3	10.5	9.5	2.1	2.2	2.1	16.2	17.6	18.4	3.0	5.9	5.9	6.6	5.7	5.3	14%	0.7	
中值					10.2	9.8	9.6	1.7	1.7	1.6	15.9	16.3	16.5	3.2	6.2	6.3	7.0	6.2	5.6	3%	3.0	

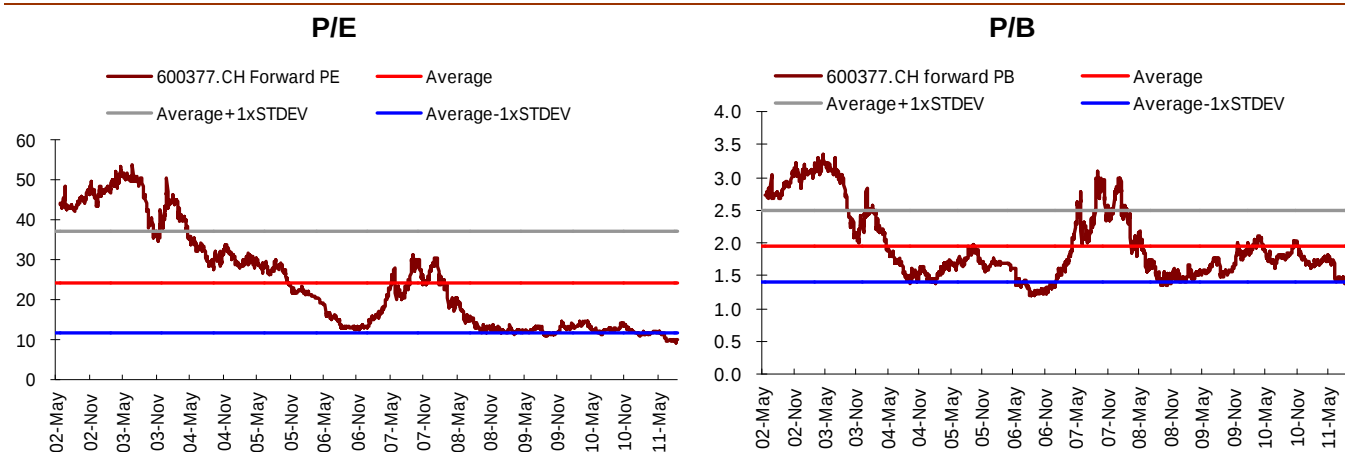
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

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	市盈率			市净率			净资产收益率			现金分红收益率			CAGR	PEG
			(USD m)	(X)	(X)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	10-12	10A				
2011-08-19				2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
A股高速公路上市公司																	
深高速*	600548.SH	4.17	1,278	12.2	11.3	10.2	1.1	1.0	1.0	8.6	8.9	9.4	3.8	4.2	4.6	9%	1.1
皖通高速*	600012.SH	4.68	1,147	9.9	8.4	7.2	1.3	1.2	1.1	13.6	14.7	15.5	4.5	5.1	5.6	17%	0.4
宁沪高速*	600377.SH	5.63	4,449	11.4	10.6	9.6	1.6	1.5	1.5	14.1	14.5	15.2	6.4	6.9	7.6	9%	1.0
四川成渝*	601107.SH	4.88	2,030	13.0	11.7	10.5	1.8	1.6	1.4	13.8	13.7	13.7	1.8	2.0	2.2	12%	0.9
楚天高速*	600035.SH	4.19	611	9.8	8.7	7.7	1.3	1.2	1.0	13.4	13.4	13.9	1.9	2.1	2.4	13%	0.6
五洲交通*	600368.SH	7.95	691	20.7	10.4	9.4	1.9	1.7	1.5	9.2	16.2	15.9	1.4	2.8	3.1	49%	0.2
山东高速*	600350.SH	3.82	2,875	10.3	8.5	7.6	1.2	0.9	0.9	12.1	11.1	11.4	2.7	3.3	3.7	16%	0.5
赣粤高速*	600269.SH	4.15	1,516	7.7	7.8	7.4	1.0	0.9	0.8	13.4	12.0	11.5	2.4	2.4	2.5	2%	3.2
现代投资*	000900.SZ	16.1	1,005	8.7	8.0	10.1	1.6	1.4	1.3	17.9	17.6	12.9	5.2	5.6	4.4	-7%	n.m.
粤高速*	000429.SZ	3.83	658	12.4	14.6	13.5	1.1	1.0	1.0	9.9	7.1	7.3	2.6	2.6	2.8	-4%	n.m.
福建高速	600033.SH	2.93	1,258	15.2	10.5	11.6	1.1	0.7	0.7	7.8	6.6	5.8	3.4	3.8	3.8	15%	0.8
东莞控股	000828.SZ	5.14	836	15.2	11.2	9.4	1.7	1.6	1.4	12.1	13.3	14.7	3.5	n.a.	n.a.	27%	0.4
中原高速	600020.SH	2.94	984	12.0	9.1	5.0	1.0	0.9	0.8	8.7	10.0	15.9	3.4	n.a.	n.a.	55%	0.1
华北高速	000916.SZ	3.46	590	15.7	13.7	10.7	1.0	n.a.	0.8	6.3	n.a.	7.4	2.3	n.a.	n.a.	21%	0.5
A股高速公路平均				12.4	10.3	9.3	1.3	1.2	1.1	11.5	12.2	12.2	3.2	3.7	3.9	16%	0.6
A股铁路上市公司																	
大秦铁路*	601006.SH	7.37	17,140	10.5	8.0	7.2	1.9	1.7	1.6	18.5	18.5	18.4	4.7	6.3	6.9	21%	0.4
广深铁路*	601333.SH	3.47	3,576	15.8	13.7	12.3	1.0	1.0	0.9	6.4	7.1	7.6	2.6	3.0	3.3	13%	0.9
铁龙物流*	600125.SH	9.46	1,932	25.9	22.0	16.5	3.9	3.3	2.7	16.1	16.2	18.2	0.0	0.0	0.0	25%	0.7
A股铁路平均				17.4	14.6	12.0	2.3	2.0	1.7	13.7	13.9	14.7	2.4	3.1	3.4	20%	0.6
A股港口上市公司																	
上港*	600018.SH	3.42	12,174	14.4	12.3	9.8	2.2	1.7	1.5	15.3	13.6	15.5	3.2	3.7	4.7	21%	0.5
深赤湾A*	000022.SZ	11.7	1,071	12.6	13.4	12.7	2.2	2.1	1.9	17.7	15.5	15.1	4.0	3.7	3.9	0%	n.m.
盐田港*	000088.SZ	5.78	1,351	21.1	18.1	16.5	1.9	1.9	1.8	9.8	10.6	11.2	0.4	3.3	3.6	13%	1.3
宁波港*	601018.SH	2.94	5,887	15.5	14.4	13.2	1.6	1.5	1.3	11.8	10.0	10.1	1.0	2.1	2.3	8%	1.6
天津港*	600717.SH	7.01	1,837	14.6	11.7	9.5	1.1	1.1	1.0	7.7	9.1	10.2	1.4	2.2	2.7	24%	0.4
大连港*	601880.SH	3.28	2,004	14.9	17.2	16.5	1.2	1.1	1.1	7.6	6.7	6.6	1.5	1.9	2.0	-5%	n.m.
连云港*	601008.SH	8.3	811	47.9	39.8	33.9	3.0	2.1	2.0	6.2	5.5	6.1	0.0	0.6	0.6	19%	1.8
营口港*	600317.SH	4.81	826	24.5	32.1	24.1	1.2	1.0	1.0	6.3	4.4	5.5	0.0	0.0	0.0	1%	27.1
锦州港*	600190.SH	3.88	924	27.9	28.1	27.8	1.6	1.5	1.5	5.9	5.5	5.3	1.3	0.8	0.9	0%	237.1
唐山港*	601000.SH	7.1	1,111	23.4	16.7	12.7	2.3	1.7	1.5	9.9	10.2	12.1	1.5	2.1	2.8	36%	0.4
日照港*	600017.SH	3.52	1,449	22.0	17.3	14.6	1.6	1.2	1.1	8.8	7.9	8.7	0.0	2.0	2.4	22%	0.7
A股港口平均				21.7	20.1	17.4	1.8	1.5	1.4	9.7	9.0	9.7	1.3	2.0	2.4	12%	1.5
A股机场上市公司																	
上海机场*	600009.SH	12.43	3,747	18.3	16.9	15.2	1.7	1.5	1.4	9.2	10.2	10.6	0.6	0.7	0.8	10%	1.6
白云机场*	600004.SH	7.03	1,265	13.8	12.6	11.6	1.2	1.2	1.1	9.0	9.4	9.6	3.5	3.8	4.3	9%	1.3
深圳机场*	000089.SZ	4.92	1,301	11.6	10.9	9.9	1.4	1.3	1.1	12.2	11.7	11.5	0.7	0.8	0.9	9%	1.2
厦门空港*	600897.SH	13.74	640	14.6	13.4	12.2	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				14.6	13.5	12.2	1.7	1.5	1.4	12.0	11.9	11.8	1.2	1.3	1.5	9%	1.3
A股基础设施上市公司平均值				16.4	14.5	12.7	1.6	1.4	1.3	11.2	11.2	11.5	2.2	2.7	2.9	14%	0.9
A股基础设施上市公司中值				14.6	12.4	11.2	1.6	1.4	1.2	9.9	10.6	11.5	2.1	2.4	2.8	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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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