



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24日

公路

研究部

任重*

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

杨鑫, CFA

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511080003
yangxin@cicc.com.cn

推荐

山东高速 (600350.SH)

上半年业绩基本符合预期

主要财务信息

(人民币百万元)	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3,669	3,940	4,137	4,363
(+/-%)	0	7	5	5
净利润	1,052	1,251	2,146	2,406
(+/-%)	(15)	19	72	12
每股盈利(元)	0.22	0.26	0.45	0.50
(+/-%)	(41)	19	72	12
每股经营现金流(元)	0.56	0.66	0.60	0.46
市盈率(X)	17.2	14.4	8.4	7.5
市净率(X)	1.3	1.2	0.9	0.9
EV/EBITDA	6.0	5.2	4.7	3.8
现金分红收益率(%)	2.3	2.8	3.3	3.7
净资产收益率(%)	11.2	12.1	11.1	11.4

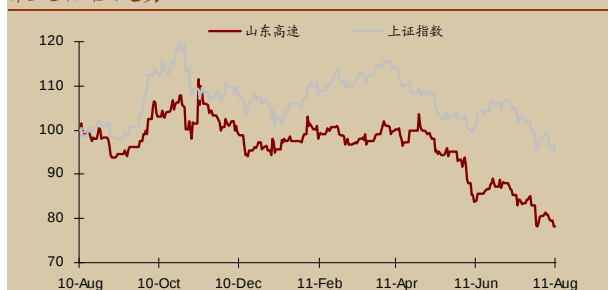
股票信息

	A股
当前股价	3.75
股票代码	600350.CH
日成交量(百万股)	3.09
52周最高价/最低价	人民币5.47 / 3.65
发行股数(百万股)	4,811
其中:流通股(百万股)	1,385
主要股东(持股比例)	山东高速集团有限公司(71.21%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600350.CH]	-3.35	-8.54	-17.40	-18.01
[上证指数]	-2.07	-7.82	-6.83	-9.02
[中金A股交通运输指数]	+0.16	-8.50	-10.95	-27.41

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年上半年业绩基本符合预期:

2011年上半年实现收入20.7亿元, 同比增长14.4%; 实现净利润6.38亿元, 同比增长19.4%, 对应每股盈利0.19元, 基本符合我们此前每股0.20元的预测。

正面:

- ▶ 随着项目逐步进入成熟期, 公司参股的潍莱高速亏损额大幅降低85%, 下半年有望开始实现盈利;
- ▶ 济青高速大货车流量占比出现向好变化, 使得平均费率同比提升11.7%, 带动济青高速在车流量同比下滑3.6%的情况下通行费收入同比增长7.6%。

负面:

- ▶ 受宏观经济放缓和周边路网分流影响, 公司整体车流量增速同比下滑5.1个百分点至6.5%, 略高于行业平均水平。

发展趋势:

- ▶ **成本下降带动主业释放业绩:** 2011年大修对车流量和维修成本的负面影响消失, 公路主业盈利有望增长20%以上。
- ▶ **资产收购已于7月完成:** 公司对母公司定向增发并收购其高速运管公司和潍莱公司股权项目已于7月完成, 全年盈利有望借此增厚6.78亿元, 对应0.14元的摊薄后每股盈利。
- ▶ **雪野湖项目有望开始贡献盈利:** 我们预计雪野湖一期今年将结算60%的销售收入, 实现净利润1.25亿元, 对应0.03元的摊薄后每股盈利。
- ▶ **多元化业务进展迅速: 房地产:** 雪野湖二期200亩土地已顺利取得, 公司与绿城的合作将继续深化; 8月份公司连续拍得两个项目(宁华园林项目和章丘山水泉城项目)的6宗土地, 总面积高达669万平方米, 我们粗略估算将可在未来提供0.35元的每股盈利贡献, 相当于2011年盈利的78%。**其他多元化业务:** 污水处理等公用事业项目发展较为顺利, 公司亦表示将参股山东高速文化传媒有限公司20%股权。

估值与建议:

我们维持公司盈利预测不变。公司目前8.4倍2011年市盈率较行业平均有19%的折价, 维持“推荐”的投资评级不变。但由于公路板块受政策负面影响和经营数据疲弱影响, 短期内仍未看到明确的股价催化剂, 我们仍建议投资者等待更好的介入机会。

* 报告贡献人: 曾泉江 (zengqj@cicc.com.cn)

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	822	989	1,003	1,127	979	1,093	11.7%	10.5%	1,810	2,071	14%	车流量增速下滑导致通行费收入增速放缓，但石油制品销售收入快速增长推动营业收入实现双位数增长。
营业成本	-371	-437	-451	-429	-452	-522	15.5%	19.5%	-808	-973	20%	
营业税金及附加	-25	-31	-31	-34	-28	-33	17.9%	6.2%	-56	-60	8%	低毛利的石油制品销售业务快速增长使得平均毛利率降低
毛利润	425	522	521	664	499	539	7.9%	3.3%	947	1,038	10%	
毛利率	51.7%	52.7%	52.0%	58.9%	51.0%	49.3%	-1.7%	-3.5%	52.3%	50.1%	-2.2%	联营公司潍莱公司亏损减少
销售费用	-6	-8	-2	-10	-6	-6	-1.8%	-18.8%	-14	-13	-6%	
管理费用	-46	-56	-53	-56	-60	-53	-10.8%	-5.2%	-102	-113	11%	联营公司潍莱公司亏损减少
财务费用	-36	-34	-28	-29	-37	-31	-15.6%	-7.7%	-70	-68	-3%	
投资收益	-31	-15	-15	-25	-10	3			-46	-7	-85%	联营公司潍莱公司亏损减少
利润总额	310	417	430	544	390	455	16.8%	9.3%	727	845	16%	
税前利润率	37.7%	42.1%	42.9%	48.3%	39.8%	41.7%			40.1%	40.8%		上半年业绩略基本预期
所得税	-84	-110	-111	-145	-99	-109	10.8%	-0.5%	-194	-208	7%	
少数股东权益	1	0	0	0	1	0			1	0		上半年业绩略基本预期
净利润	227	307	319	398	292	346	18.5%	12.5%	534	638	19%	
净利润率	27.6%	31.1%	31.8%	35.3%	29.8%	31.6%			29.5%	30.8%		上半年业绩略基本预期
摊薄每股净利润 (元)	0.047	0.064	0.066	0.083	0.061	0.072	18.5%	12.5%	0.111	0.133	19%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 山东高速车流量数据

	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
日均车流量	34,700	30,028	34,921	37,252	34,980	30,347	35,400	34,253	37,562	33,112	33,753	28,569	34,445	28,868	32,602	33,459	32,420	33,124
同比增速	-15.0%	-10.5%	-1.7%	3.1%	-2.7%	0.7%	1.7%	-7.9%	4.0%	-13.7%	4.5%	-22.2%	-0.7%	-3.9%	-6.6%	-10.2%	-7.3%	9.2%
环比增速	-5.5%	-13.5%	16.3%	6.7%	-6.1%	-13.2%	16.7%	-3.2%	9.7%	-11.8%	1.9%	-15.4%	20.6%	-16.2%	12.9%	2.6%	-3.1%	2.2%
日均车流量	17,034	19,597	23,058	23,613	23,279	33,260	26,223	26,502	26,847	25,343	25,882	23,019	22,713	22,391	26,588	29,362	27,486	32,331
同比增速	-17.8%	27.2%	-3.3%	-10.5%	51.4%	90.7%	43.5%	41.5%	24.7%	28.4%	25.8%	14.3%	33.3%	14.3%	15.3%	24.3%	18.1%	-2.8%
环比增速	-15.4%	15.0%	17.7%	2.4%	-1.4%	42.9%	-21.2%	1.1%	1.3%	-5.6%	2.1%	-11.1%	-1.3%	-1.4%	18.7%	10.4%	-6.4%	17.6%
日均车流量	42,462	35,740	26,800	30,110	21,537	21,965	23,846	26,153	30,796	37,190	34,202	23,387	26,862	25,435	26,521	28,389	31,070	28,207
同比增速	16.8%	9.6%	-7.6%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	88.0%	94.6%	32.2%	56.1%	-36.7%	-28.8%	-1.0%	-5.7%	44.3%	28.4%	
环比增速	183.5%	-15.8%	-25.0%	12.4%	-28.5%	2.0%	8.6%	9.7%	17.8%	20.8%	-8.0%	-31.6%	14.9%	-5.3%	4.3%	7.0%	9.4%	-9.2%
日均车流量	20,560	14,654	19,182	21,963	21,673	15,127	-	16,841	17,977	19,726	19,876	18,855	23,221	17,964	24,055	22,465	24,168	21,619
同比增速	64.5%	2.9%	33.2%	34.2%	34.9%	-6.8%	-100.0%	-15.0%	18.9%	19.5%	41.1%	12.9%	12.9%	22.6%	25.4%	2.3%	11.5%	42.9%
环比增速	23.1%	-28.7%	30.9%	14.5%	-1.3%	-30.2%	-100.0%	n.a.	6.7%	9.7%	0.8%	-5.1%	23.2%	-22.6%	33.9%	-6.6%	7.6%	-10.5%
日均车流量	24,147	21,726	17,479	20,255	17,464	21,493	19,159	20,511	20,245	14,908	16,649	12,303	17,497	12,671	15,158	14,823	15,298	15,503
同比增速	-3.9%	22.8%	-1.6%	33.3%	10.2%	24.4%	-6.3%	-6.2%	-46.3%	-20.3%	-10.9%	-23.5%	-27.5%	-41.7%	-13.3%	-26.8%	-12.4%	-27.9%
环比增速	50.2%	-10.0%	-19.5%	15.9%	-13.8%	23.1%	-10.9%	7.1%	-1.3%	-26.4%	11.7%	-26.1%	42.2%	-27.6%	19.6%	-2.2%	3.2%	1.3%
日均车流量	77,383	71,967	61,901	67,868	43,914	-	75,361	45,774	66,682	68,886	54,314	65,240	64,523	60,480	61,303	67,181	67,558	63,096
同比增速	5.1%	26.9%	20.6%	12.9%	-13.9%	-100.0%	32.1%	-23.6%	15.2%	36.2%	-25.8%	-0.2%	-16.6%	-16.0%	-1.0%	-1.0%	53.8%	n.a.
环比增速	18.4%	-7.0%	-14.0%	9.6%	-35.3%	-100.0%	n.a.	-39.3%	45.7%	3.3%	-21.2%	20.1%	-1.1%	-6.3%	1.4%	9.6%	0.6%	-6.6%
日均车流量	8,510	9,783	9,204	10,092	9,785	9,930	11,360	14,075	13,761	13,181	10,798	13,181	12,907	12,871	11,095	14,552	12,289	14,596
同比增速	-9.2%	41.7%	22.7%	31.2%	8.2%	59.7%	30.4%	35.2%	64.9%	-64.8%	104.4%	49.5%	51.7%	31.6%	20.5%	44.2%	25.6%	47.0%
环比增速	-3.5%	15.0%	-5.9%	9.6%	-3.0%	1.5%	14.4%	23.9%	-2.2%	-4.2%	-18.1%	22.1%	-2.1%	-0.3%	-13.8%	31.2%	-15.6%	18.8%
日均车流量	224,796	203,495	192,545	211,153	172,632	132,122	191,349	184,109	213,870	212,346	195,474	184,554	202,168	180,680	197,322	210,231	210,289	208,476
同比增速	2.9%	14.9%	7.4%	30.5%	20.5%	-3.9%	21.1%	9.7%	10.8%	5.9%	2.9%	3.2%	-10.1%	-11.2%	2.5%	-0.4%	21.8%	57.8%
环比增速	25.7%	-9.5%	-5.4%	9.7%	-18.2%	-23.5%	44.8%	-3.8%	16.2%	-0.7%	-7.9%	-5.6%	9.5%	-10.6%	9.2%	6.5%	0.0%	-0.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 8 月份公司连续拍得 6 宗土地

城市	地块编号	土地面积 (平方米)	成交价 (百万元)	土地用途
济南	2011-G060	24,998	45	商务金融
济南	2011-G061	180,826	180	住宅
济南	2011-G062	109,061	116	住宅
济南	2011-G063	165,372	191	住宅
济南	2011-G064	115,521	134	住宅
章丘	2011-11	72,977	186	住宅
合计		668,755	851	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4: 雪野湖一期每股 NAV 测算

	结算系数	0%	40%	60%
合计	2010	2011	2012	
土地费用	-38			
建安费用等	-200	-80	-120	
销售收入	525	-	204	321
税金及附加	-39	-	-15	-24
销售费用	-16	-	-6	-10
管理费用	-16	-	-6	-10
财务费用	-8	-	-3	-5
所得税	-52	-	-21	-31
合计	157	-80	33	242
NAV 2011	298	-80	33	266
净利润率	30%			
Per share	0.06			

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 济南宁华园林项目每股 NAV 估算

	结算系数	0%	0%	10%	20%	40%	30%
合计	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
土地费用	-665	-665					
建安费用等	-3,039	-	-304	-608	-1,216	-912	-
销售收入	5,140	-	-	491	1,033	2,066	1,550
税金及附加	-386	-	-	-37	-77	-155	-116
销售费用	-154	-	-	-15	-31	-62	-46
管理费用	-154	-	-	-15	-31	-62	-46
财务费用	-77	-	-	-7	-15	-31	-23
所得税	-166	-	-	-17	-33	-67	-50
合计	499	-665	-304	-207	-371	778	1,267
NAV 2011	1,437	-665	-334	-251	-493	1,140	2,041
净利润率	10%						
Per share	0.30						

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 6: 章丘山水泉城项目每股 NAV 估算

	结算系数	0%	0%	10%	20%	40%	30%
合计	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
土地费用	-186	-186					
建安费用等	-343	-	-34	-69	-137	-103	-
销售收入	737	-	-	69	146	292	230
税金及附加	-55	-	-	-5	-11	-22	-17
销售费用	-22	-	-	-2	-4	-9	-7
管理费用	-22	-	-	-2	-4	-9	-7
财务费用	-11	-	-	-1	-2	-4	-3
所得税	-24	-	-	-2	-5	-10	-7
合计	73	-186	-34	-12	-18	135	188
NAV 2011	238	-186	-38	-15	-24	198	303
净利润率	10%						
Per share	0.05						

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

重要假设	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
日均车流量 (辆)					
济青高速	38,811	35,667	34,006	36,047	38,209
YoY	6%	-8%	-5%	6%	6%
济莱高速	7,012	8,252	11,149	12,487	13,736
YoY		18%	35%	12%	10%
泰曲路	18,979	19,777	24,479	25,459	26,477
YoY	4%	4%	24%	4%	4%
济南黄河大桥	36,847	15,436	29,467	30,646	31,872
YoY	-4%	-58%	91%	4%	4%
滨州黄河大桥	10,987	20,196	18,829	19,582	20,366
YoY	-59%	84%	-7%	4%	4%
平阴黄河大桥	13,444	15,917	17,207	17,551	17,551
YoY	-21%	18%	8%	2%	0%
济南黄河二桥	70,226	58,908	61,892	66,844	67,512
YoY	95%	-16%	5%	8%	1%
营业收入	3,666	3,669	3,940	4,137	4,363
毛利润	2,020	1,863	2,132	2,234	2,391
销售费用	-26	-25	-25	-30	-30
管理费用	-192	-218	-212	-255	-269
财务费用	-126	-170	-127	-110	-37
投资收益	-10	-52	-86	803	905
有效税率	-25%	-26%	-26%	-26%	-26%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 8: 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%	5.03	5.63	6.23	6.82	7.42
9.3%	4.90	5.48	6.06	6.64	7.22
9.7%	4.78	5.34	5.91	6.47	7.03
10.1%	4.66	5.21	5.76	6.31	6.85
10.5%	4.55	5.08	5.61	6.15	6.68

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 9: 分部加总法估值测算

估值方法	股权价值 (人民币百万元)	每股价值 (人民币元)
收费公路业务 自由现金流折现法	28,415	5.91
地产业务 NAV计算	298	0.06
合计	28,714	5.97

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 10: 历史和预测的财务指标

损益表 (人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	3,666	3,669	3,940	4,137	4,363
营业成本	(1,536)	(1,701)	(1,688)	(1,776)	(1,839)
营业税金及附加	(110)	(105)	(120)	(126)	(133)
销售费用	(26)	(25)	(25)	(30)	(30)
管理费用	(192)	(218)	(212)	(255)	(269)
财务费用	(126)	(170)	(127)	(110)	(36)
投资收益	(10)	(52)	(86)	803	905
营业利润	1,666	1,399	1,682	2,642	2,960
税前利润	1,666	1,421	1,701	2,642	2,960
所得税	(424)	(369)	(451)	(496)	(555)
少数股东损益	(2)	(0)	1	1	1
净利润	1,241	1,052	1,251	2,146	2,406
现金流量表 (人民币百万元)					
经营活动现金流	1,943	1,869	2,207	2,909	2,195
投资活动现金流	(3,559)	(933)	(591)	(6,710)	905
筹资活动现金流	438	(1,098)	(788)	5,131	(700)
现金及现金等价物净增加额	(1,178)	(161)	829	1,331	2,400
资产负债表 (人民币百万元)					
流动资产	427	364	1,358	2,506	4,950
固定资产	7,658	7,367	7,155	6,621	6,088
在建工程	30	42	111	-	-
长期投资	563	502	411	7,923	7,923
其它长期资产	5,582	5,572	5,360	5,235	4,998
总资产	14,278	13,879	14,440	22,284	23,959
短期借款	2,710	600	500	-	-
其他流动负债	1,593	2,591	2,274	1,533	1,475
流动负债合计	4,303	3,191	2,774	1,533	1,475
长期借款	750	980	958	958	958
长期应付款	-	-	-	-	-
其他长期负债	329	318	326	326	326
长期借款合计	1,079	1,298	1,284	1,284	1,284
股东权益	8,872	9,366	10,321	19,406	21,139
少数股东权益	23	23	62	61	60
主要指标					
资产收益率(%)	8.7	7.6	8.7	9.6	10.0
净资产收益率(%)	14.0	11.2	12.1	11.1	11.4
投入资本收益率(%)	10.0	9.6	10.4	10.5	10.9
每股盈利(元)	0.37	0.22	0.26	0.45	0.50
每股分红(元)	0.11	0.06	0.07	0.12	0.14
每股净资产(元)	2.64	2.78	3.07	4.03	4.39
每股经营现金流(元)	0.40	0.39	0.46	0.60	0.46
毛利率(%)	55%	51%	54%	54%	55%
经营利润率(%)	45%	38%	43%	64%	68%
净利润率(%)	34%	29%	32%	52%	55%
净债务/净资产(%)	35%	15%	6%	-7%	-18%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 11: 收费公路公司估值表

公司	股票代码	币种	股价	市值	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
				(USD m)	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E		
2011-08-23																			10-12	10A	
A股高速公路上市公司																					
深高速*	600548.SH	CNY	4.2	1,278	12.3	11.3	10.2	1.1	1.0	1.0	8.6	8.9	9.4	3.8	4.1	4.6	8.8	7.8	7.0	9%	1.1
皖通高速*	600012.SH	CNY	4.8	1,172	10.2	8.6	7.4	1.4	1.3	1.1	13.6	14.7	15.5	4.4	4.9	5.5	5.4	4.6	3.9	17%	0.4
宁沪高速*	600377.SH	CNY	5.57	4,391	11.3	10.5	9.5	1.6	1.5	1.4	14.1	14.5	15.2	6.5	7.0	7.7	7.6	6.9	5.8	9%	1.0
四川成渝*	601107.SH	CNY	4.78	1,987	12.8	11.5	10.2	1.8	1.6	1.4	13.8	13.7	13.7	1.8	2.0	2.3	8.8	6.6	5.5	12%	0.9
楚天高速*	600035.SH	CNY	4.24	617	9.9	8.8	7.8	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	7.83	680	20.4	10.2	9.2	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	3.75	2,820	14.4	8.4	7.5	1.2	0.9	0.9	12.1	11.1	11.4	2.8	3.3	3.7	5.2	4.7	3.8	39%	0.2
赣粤高速*	600269.SH	CNY	4.19	1,529	7.8	7.9	7.4	1.0	0.9	0.9	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	16.19	1,010	8.7	8.1	10.2	1.6	1.4	1.3	17.9	17.6	12.9	5.1	5.6	4.4	5.9	5.1	5.6	-7%	n.m.
粤高速*	000429.SZ	CNY	3.86	661	12.5	14.8	13.6	1.2	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	2.97	1,274	15.4	10.7	12.0	1.2	0.7	0.7	7.8	6.5	5.7	3.4	2.7	2.7	11.4	9.6	8.3	13%	0.9
东莞控股	000828.SZ	CNY	5.26	855	15.5	11.4	9.7	1.7	1.6	1.4	12.1	13.3	14.7	3.4	n.a.	n.a.	12.0	n.a.	n.a.	27%	0.4
中原高速	600020.SH	CNY	2.99	1,000	12.2	9.2	5.1	1.0	0.9	0.8	8.7	10.0	15.9	3.3	n.a.	n.a.	12.6	n.a.	n.a.	55%	0.1
华北高速	000916.SZ	CNY	3.5	596	15.9	13.9	10.8	1.0	n.a.	0.8	6.3	n.a.	7.4	2.3	n.a.	n.a.	5.4	n.a.	n.a.	21%	0.5
平均值					12.8	10.4	9.3	1.3	1.2	1.1	11.5	12.2	12.2	3.2	3.6	3.8	9.8	8.2	7.4	17%	0.5
中值					12.4	10.3	9.6	1.3	1.2	1.0	12.1	13.3	13.3	3.1	2.8	3.1	8.4	7.8	7.0	14%	0.7
H股高速公路上市公司																					
深圳高速*	548.HK	HKD	3.52	1,278	8.8	7.8	7.1	0.8	0.7	0.6	8.6	8.9	9.4	7.5	8.6	9.3	14.7	-1.4	6.4	12%	0.6
皖通高速*	995.HK	HKD	4.7	1,172	8.5	6.8	5.9	1.1	1.0	0.9	13.4	14.6	15.1	5.2	6.1	6.8	14.7	0.2	7.8	19%	0.3
宁沪高速*	177.HK	HKD	6.82	4,390	11.6	10.4	9.4	1.8	1.6	1.5	15.5	15.8	16.5	6.2	6.9	7.6	18.9	19.8	21.4	11%	0.8
四川成渝*	107.HK	HKD	3.23	1,987	7.4	6.4	5.7	1.0	0.9	0.8	13.8	13.7	13.7	3.5	4.1	4.7	0.0	0.0	0.0	14%	0.4
越秀交通*	1052.HK	HKD	3.47	745	9.3	8.1	7.6	0.6	0.6	0.5	6.8	7.2	7.2	6.3	7.3	7.7	0.0	0.0	0.0	10%	0.7
浙江沪杭甬*	576.HK	HKD	4.93	2,746	9.8	8.6	8.0	1.2	1.1	1.1	12.7	13.3	13.6	7.4	8.4	9.0	7.0	6.1	5.4	10%	0.8
合和公路	737.HK	HKD	4.78	1,816	14.8	13.6	13.9	1.6	1.7	1.7	11.5	12.2	11.9	6.7	7.1	7.1	5.0	4.1	3.4	3%	4.5
平均值					10.0	8.8	8.2	1.2	1.1	1.0	11.8	12.2	12.5	6.1	6.9	7.4	8.6	4.1	6.4	10%	0.8
中值					9.3	8.1	7.6	1.1	1.0	0.9	12.7	13.3	13.6	6.3	7.1	7.6	7.0	0.2	5.4	10%	0.7
国际高速公路上市公司																					
Atlantia SpA	ATL IM	EUR	10.87	4,732	9.8	9.0	8.6	2.0	1.8	1.7	22.8	22.5	21.1	6.6	7.0	7.4	4.3	3.5	3.0	7%	1.2
SIAS SpA	SIS IM	EUR	5.62	883	8.5	7.5	6.8	0.9	0.9	0.8	11.1	12.2	11.6	2.8	6.1	6.5	11.3	9.3	9.3	12%	0.6
Abertis Infraestructuras, S.A	ABE SM	EUR	10.45	5,601	12.1	11.6	10.7	1.8	2.0	2.0	15.9	17.4	18.5	n.a.	9.0	6.9	0.0	0.0	0.0	6%	1.8
PLUS Expressways Berhad	PLUS MK	MYR	4.38	7,384	16.8	12.3	11.8	4.2	2.9	2.5	21.3	25.4	24.0	1.7	4.0	4.2	0.0	0.0	0.0	19%	0.6
Citra Marga Nusa	CMNP IJ	IDR	1620	379	10.9	10.4	8.8	1.8	1.5	1.3	18.3	16.3	16.5	0.0	2.8	3.3	7.4	7.1	6.7	11%	0.8
CCR	CCRO3 BZ	BRL	45.53	12,500	29.9	21.4	16.6	6.0	6.4	6.2	21.0	29.3	37.3	4.2	3.6	4.4	6.0	5.3	4.7	34%	0.5
Autostrada To-Mi	AT IM	EUR	6.97	424	5.7	4.0	3.8	0.5	n.a.	n.a.	9.9	11.2	12.9	3.4	7.3	7.7	9.8	9.6	9.2	23%	0.2
Bangkok Express	BECL TB	THB	17.6	454	7.5	9.5	10.4	0.7	0.7	0.7	9.9	7.5	6.7	0.0	6.7	6.3	7.4	6.5	5.9	-15%	n.m.
Lingkar Trans	LTK MK	MYR	3.7	629	11.6	10.4	9.4	1.8	1.6	1.5	15.5	15.8	16.5	4.6	4.8	4.9	12.5	8.8	7.5	11%	0.8
平均值					12.5	10.7	9.6	2.2	2.2	2.1	16.2	17.5	18.3	2.9	5.7	5.7	6.5	5.6	5.1	14%	0.7
中值					10.9	10.4	9.4	1.8	1.7	1.6	15.9	16.3	16.5	3.1	6.1	6.3	7.4	6.5	5.9	8%	1.2

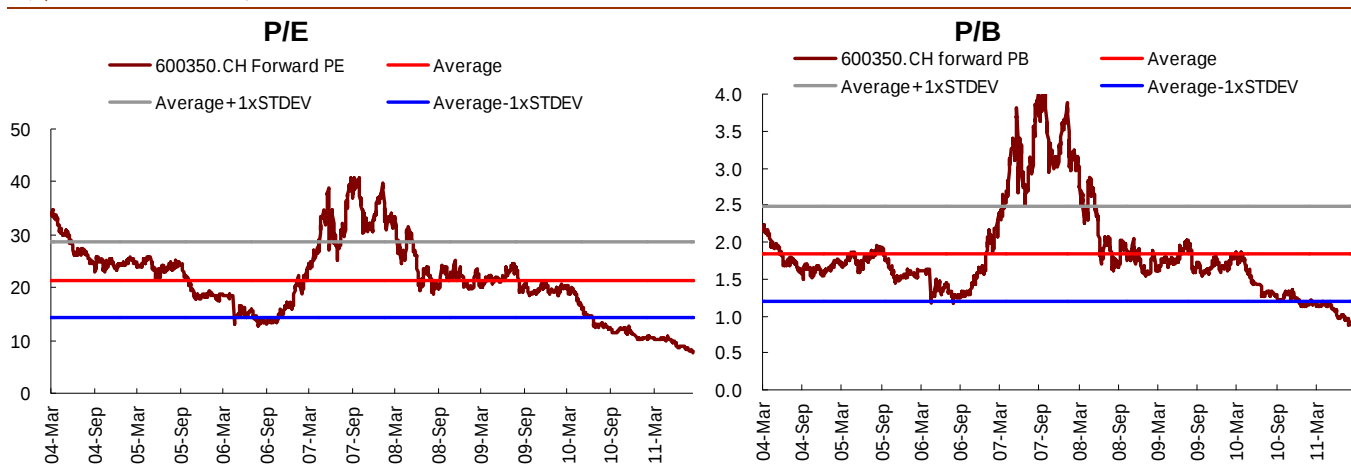
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：*数据为中金预测，其他为市场预测数据，来自彭博资讯

图表 12: 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)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)				
2011-08-23				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	4.2	1,278	12.3	11.3	10.2	1.1	1.0	1.0	8.6	8.9	9.4	3.8	4.1	4.6	9%	1.1
皖通高速*	600012.SH	4.8	1,172	10.2	8.6	7.4	1.4	1.3	1.1	13.6	14.7	15.5	4.4	4.9	5.5	17%	0.4
宁沪高速*	600377.SH	5.57	4,391	11.3	10.5	9.5	1.6	1.5	1.4	14.1	14.5	15.2	6.5	7.0	7.7	9%	1.0
四川成渝*	601107.SH	4.78	1,987	12.8	11.5	10.2	1.8	1.6	1.4	13.8	13.7	13.7	1.8	2.0	2.3	12%	0.9
楚天高速*	600035.SH	4.24	617	9.9	8.8	7.8	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	7.83	680	20.4	10.2	9.2	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	3.75	2,820	14.4	8.4	7.5	1.2	0.9	0.9	12.1	11.1	11.4	2.8	3.3	3.7	39%	0.2
赣粤高速*	600269.SH	4.19	1,529	7.8	7.9	7.4	1.0	0.9	0.9	13.4	12.0	11.5	2.4	2.4	2.5	2%	3.2
现代投资*	000900.SZ	16.19	1,010	8.7	8.1	10.2	1.6	1.4	1.3	17.9	17.6	12.9	5.1	5.6	4.4	-7%	n.m.
粤高速*	000429.SZ	3.86	661	12.5	14.8	13.6	1.2	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	2.97	1,274	15.4	10.7	12.0	1.2	0.7	0.7	7.8	6.5	5.7	3.4	2.7	2.7	13%	0.9
东莞控股	000828.SZ	5.26	855	15.5	11.4	9.7	1.7	1.6	1.4	12.1	13.3	14.7	3.4	n.a.	n.a.	27%	0.4
中原高速	600020.SH	2.99	1,000	12.2	9.2	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	3.5	596	15.9	13.9	10.8	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				12.8	10.4	9.3	1.3	1.2	1.1	11.5	12.2	12.2	3.2	3.6	3.8	17%	0.5
A股铁路上市公司																	
大秦铁路*	601006.SH	7.4	17,195	10.6	8.0	7.3	2.0	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	3.49	3,593	15.9	13.7	12.4	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	10.09	2,059	27.6	23.5	17.6	4.1	3.5	2.9	16.1	16.2	18.2	0.0	0.0	0.0	25%	0.7
A股铁路平均				18.0	15.1	12.4	2.4	2.1	1.8	13.7	13.9	14.7	2.4	3.1	3.4	21%	0.6
A股港口上市公司																	
上港*	600018.SH	3.45	12,270	14.5	12.4	9.9	2.2	1.7	1.5	15.3	13.6	15.5	3.2	3.7	4.6	21%	0.5
深赤湾A*	000022.SZ	12.18	1,105	13.2	15.2	14.4	2.3	2.2	2.0	17.7	14.4	14.1	3.8	3.3	3.5	-4%	n.m.
盐田港*	000088.SZ	5.75	1,343	20.9	18.0	16.4	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	2.98	5,962	15.7	14.6	13.4	1.7	1.5	1.4	11.8	10.0	10.1	1.0	2.0	2.2	8%	1.6
天津港*	600717.SH	7.17	1,877	14.9	11.9	9.8	1.2	1.1	1.0	7.7	9.1	10.2	1.4	2.2	2.7	24%	0.4
大连港*	601880.SH	3.36	2,037	15.3	17.6	16.9	1.2	1.2	1.1	7.6	6.7	6.6	1.5	1.9	1.9	-5%	n.m.
连云港*	601008.SH	8.36	816	48.2	40.1	34.2	3.0	2.2	2.0	6.2	5.5	6.1	0.0	0.5	0.6	19%	1.8
营口港*	600317.SH	4.85	832	24.7	32.3	24.3	1.2	1.0	1.0	6.3	4.4	5.5	0.0	0.0	0.0	1%	27.4
锦州港*	600190.SH	3.92	932	28.2	28.4	28.1	1.6	1.6	1.5	5.9	5.5	5.3	1.3	0.8	0.8	0%	239.5
唐山港*	601000.SH	7.63	1,193	25.2	18.0	13.6	2.5	1.8	1.7	9.9	10.2	12.1	1.4	1.9	2.6	36%	0.4
日照港*	600017.SH	3.58	1,472	22.3	17.6	14.9	1.7	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				22.1	20.6	17.8	1.9	1.6	1.5	9.7	8.9	9.6	1.3	2.0	2.3	11%	1.6
A股机场上市公司																	
上海机场*	600009.SH	12.46	3,753	18.3	17.0	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	7.12	1,280	13.9	12.8	11.8	1.2	1.2	1.1	9.0	9.4	9.6	3.5	3.7	4.2	9%	1.3
深圳机场*	000089.SZ	4.98	1,316	11.8	11.0	10.0	1.4	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	14.06	654	14.9	13.7	12.5	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				14.7	13.6	12.4	1.8	1.6	1.4	12.0	11.9	11.8	1.2	1.3	1.5	9%	1.4
A股基础设施上市公司平均值				16.7	14.7	12.9	1.7	1.5	1.3	11.2	11.2	11.5	2.2	2.6	2.9	14%	0.9
A股基础设施上市公司中值				14.9	12.6	11.3	1.6	1.4	1.2	9.9	10.6	11.4	2.1	2.4	2.7	15%	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 13: 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