

交通运输

2018 年度策略：铁路关注改革，公路关注分红和低估个股

观点聚焦

投资建议

铁路：推荐广深铁路-H（2017 为盈利低点，客运提价盈利弹性大，铁路改革催化剂在前）和**大秦铁路**（盈利丰厚，分红稳健，攻守兼备），**关注广深铁路-A**（中性）。

公路：长期推荐宁沪高速 A/H（高分红+稳定增长，绝对回报 10~15% 品种），**推荐深高速 A/H**（盈利可持续高增速，关注 2018 年梅林关转让股权的可能大额收益），**推荐安徽皖通-H**（内生增长前景最好，预期差大，有望受益新收费公路管理条例）。

理由

铁路：往回看，经济回暖，货运量大幅回升，高铁占比继续提高，拉动客运增长；**向前看**，铁总负债高企，现金流紧张，铁路改革（商业化+混合所有制）将是 2018 年投资主线：1）**超额收益**：客运提价将大幅提升广深铁路盈利（10~40%提价将带来 59%~118% 盈利），改革进展（可能土地开发+资产注入）将催化估值提升；2）**分红收益**：与市场预期相反，大秦将继续保持盈利增长（运量稳定+提价效应+分流低于预期），2017 年 5.6% 分红收益率攻守兼备。

公路：中金宏观组对 2018 年宏观经济乐观，重卡销量继续回暖，货车占比高的公司路费收入增速将更快，位于不同省份的公司有分化（**内生增长排序：安徽皖通>深高速>宁沪高速>沪杭甬**）。《收费公路管理条例》有望近期出台，将保证合理回报，提供利好。**推荐宁沪高速 A/H**（车流量增速稳定，货车占比提升持续改善盈利，2018 年分红收益率 A/H 分别为 5.8%/6.3%）；**推荐深高速 A/H**（2017~2018 年内生增长+收购驱动盈利（36%/16%）；环保产业投资贡献稳定回报；2019~2020 梅林关和外环项目价值逐步兑现；若公司 2018 年随大股东转让部分梅林关项目股权，将增厚盈利 5~10 亿元，2018 年 H 股分红收益率或可达 6.7%~8.2%）；**推荐皖通高速 H**（货车占比最高（25%），盈利弹性更好，且公司采取直线折旧法，运营杠杆更高；关注合宁高速改扩建后收费期限延长带来的催化剂。2017/18 年盈利增速高（20.6%/12%），今年股价未反映。

盈利预测与估值

重点公司 2018 年估值：广深铁路 H 股 25.5x P/E（考虑提价 25% 降至 14.7x P/E）、大秦铁路为 8.7x P/E、宁沪高速 A/H 为 12.0x/11.2x P/E、分红收益率 5.8%/6.3%。深高速 A/H 为 11.1x/7.7x P/E，分红收益率 3.7%/5.3%。皖通高速-H 为 7.2x P/E，分红收益率 5.7%。

风险

宏观经济下行。

杨鑫, CFA

分析员

xin.yang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080511080003

SFC CE Ref: APY553

赵欣悦

联系人

xinyue.zhao@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080116080019

刘钢贤

联系人

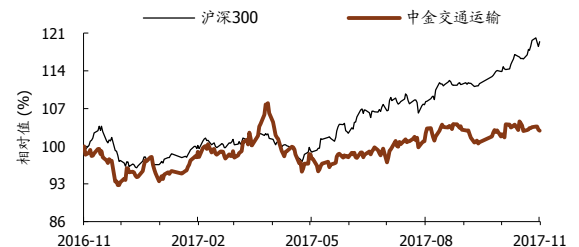
gangxian.liu@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080117080022

| 股票名称 | 评级 | 目标价格 | P/E (x) | |
|------------|----|-------|---------|-------|
| | | | 2017E | 2018E |
| 大秦铁路-A | 推荐 | 11.90 | 8.9 | 8.7 |
| 宁沪高速-A | 推荐 | 11.49 | 13.0 | 12.0 |
| 深高速-A | 推荐 | 11.91 | 12.9 | 11.1 |
| 广深铁路-A | 中性 | 5.64 | 38.8 | 35.1 |
| 铁龙物流-A | 中性 | 8.77 | 42.8 | 41.9 |
| 广深铁路-H | 推荐 | 5.36 | 29.0 | 25.5 |
| 江苏宁沪高速公路-H | 推荐 | 13.25 | 12.5 | 11.2 |
| 深圳高速公路-H | 推荐 | 10.18 | 9.3 | 7.7 |
| 安徽皖通高速公路-H | 推荐 | 7.90 | 8.3 | 7.2 |
| 浙江沪杭甬-H | 推荐 | 12.04 | 10.5 | 9.7 |

中金一级行业

交通运输



相关研究报告

- 深高速-A | 三季度业绩符合预期，已签约由万科代建梅林关项目 (2017.10.27)
- 大秦铁路-A | 再介入时点来临，高安全边际，进可攻退可守 (2017.10.27)
- 广深铁路-A | 三季度业绩符合预期，四季度关注客运提价进展 (2017.10.26)
- 大秦铁路-A | 9 月运量增长符合预期，三季度盈利超预期将是近期催化剂 (2017.10.11)
- 深高速-A | 盈利确定性高增速，梅林关项目价值即将释放，H 股更具吸引力 (2017.10.09)
- 广深铁路-H | 下行风险已释放，催化剂在前，上调至推荐 (2017.09.19)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部



目录

| | |
|---|-----------|
| 铁路: 铁路改革长期利好, 重点关注客运提价 | 4 |
| 2017 年回顾: 经济回暖, 货运量大幅回升; 高铁带动, 客运量稳定增长 | 4 |
| 2018 年铁路改革将是投资主线: 注重盈利、盘活资产、提高效率 | 6 |
| 2018 年选股策略: 超额收益首选广深铁路 H 股、关注 A 股; 稳定回报推荐大秦铁路 | 11 |
| 公路: 基本面前景稳健, 重视分红, 关注低估资产 | 17 |
| 2017 回顾: 受益经济复苏, 货车流量快速增长带来盈利弹性 | 17 |
| 2018 展望: 车流量增长稳定, 路费收入增速区域分化, 关注新收费公路管理条例 | 20 |
| 2018 年选股策略: 重视分红收益, 关注低估资产 | 22 |

图表

| | |
|--|----|
| 图表 1: 铁路货运量及增速 | 4 |
| 图表 2: 铁路货运周转量及增速 | 4 |
| 图表 3: 大秦铁路铁路煤炭运量及增速 | 5 |
| 图表 4: 秦皇岛港煤炭库存 | 5 |
| 图表 5: 火电产量累计增速 | 5 |
| 图表 6: 粗钢产量累计增速 | 5 |
| 图表 7: 铁路客运量及累计增速 | 6 |
| 图表 8: 高铁占铁路客运量比例 | 6 |
| 图表 9: 铁总自 2014 年开始连续亏损 | 7 |
| 图表 10: 铁总负债高企 | 7 |
| 图表 11: 铁总资金缺口达到 8650 亿元 | 7 |
| 图表 12: 各国铁路运输强度对比 | 8 |
| 图表 13: 中国主要客运列车类型 (票价为硬座或二等座) | 8 |
| 图表 14: 中国铁路与其他交通方式比价偏低 | 9 |
| 图表 15: 铁路客运基价多年未动 | 9 |
| 图表 16: 港铁公司 EBITDA 拆分 (2016 年) | 10 |
| 图表 17: 日本国铁 EBITDA 拆分 (2017 财年) | 10 |
| 图表 18: 铁总推出的 32 个土地综合开发项目 | 10 |
| 图表 19: 广深铁路客运收入结构 | 12 |
| 图表 20: 广深铁路成本结构拆分 (2016 年) | 12 |
| 图表 21: 广深铁路客运价格变化敏感性分析 | 12 |
| 图表 22: 历史估值表 (A/H 股市盈率) | 13 |
| 图表 23: 大秦线运量预测 | 13 |
| 图表 24: 铁路货运量增速自去年 8 月起回正 | 14 |
| 图表 25: 大秦线运量及增速 | 14 |
| 图表 26: 从火电产量增速来看下游需求仍强 | 14 |
| 图表 27: 黄骅港煤炭吞吐量接近设计产能上限 | 14 |
| 图表 28: 煤炭产地向三西集中 | 14 |
| 图表 29: 大秦铁路关键假设 | 15 |
| 图表 30: 大秦铁路 DCF 估值 | 15 |
| 图表 31: 可比公司估值表 | 16 |
| 图表 32: 高速公路总车流量累计增速平稳: 客车略放缓, 货车升幅明显 | 17 |
| 图表 33: 分地区客车车流量增速 | 18 |
| 图表 34: 分地区货车车流量增速 | 18 |



| | |
|--------------------------------------|----|
| 图表 35: 主要高速公路车流量增速..... | 18 |
| 图表 36: 公路货运量增速回升..... | 19 |
| 图表 37: 公路货运周转量增速回升..... | 19 |
| 图表 38: 制造业 PMI..... | 19 |
| 图表 39: A 股交通基础设施板块收入增速..... | 20 |
| 图表 40: A 股交通基础设施板块扣非净利润增速..... | 20 |
| 图表 41: 重卡销量增速为货车车流量增速的领先指标..... | 20 |
| 图表 42: 各地区省均 GDP 及结构..... | 21 |
| 图表 43: 机动车人均保有量前五的均是东部中部省份..... | 21 |
| 图表 44: 上市公路公司货车占比..... | 21 |
| 图表 45: 江苏、广东、安徽、浙江高速公路收费优惠政策..... | 22 |
| 图表 46: 公路估值中枢变化比其他基础设施小 (A 股)..... | 23 |
| 图表 47: 公路估值中枢变化比其他基础设施小 (H 股)..... | 23 |
| 图表 48: A 股公路公司分红比例和估值..... | 24 |
| 图表 49: H 股分红比例高的公司估值溢价..... | 24 |
| 图表 50: 中金覆盖公路公司 2018 年预测股息收益率对比..... | 24 |
| 图表 51: 2017 中金覆盖 H 股公路公司表现与大盘对比..... | 25 |
| 图表 52: 深高速和皖通高速股价表现弱于盈利增长..... | 26 |
| 图表 53: 深高速和皖通高速股价表现弱于盈利增长..... | 27 |
| 图表 54: 皖通高速盈利预测调整..... | 28 |
| 图表 55: 可比公司估值表..... | 28 |



铁路: 铁路改革长期利好, 重点关注客运提价

我们预计铁路改革将是 2018 年铁路股票投资的主线, 行业层面改革和混合所有制改革的进一步推进有望提高经营效率, 提升盈利能力, 盘活存量资产, 长期利好整个铁路行业。

2018 年铁路公司的投资价值主要体现在两个方面: 1) **超额收益:** 客运提价渐行渐近, 若提价将大幅提升广深铁路盈利, 同时铁路改革的整体进展则将催化估值提升, 形成戴维斯双击; 2) **分红收益:** 宏观经济景气, 大秦铁路盈利丰厚, 分红有吸引力, 在铁路板块中估值最低, 进可攻退可守。

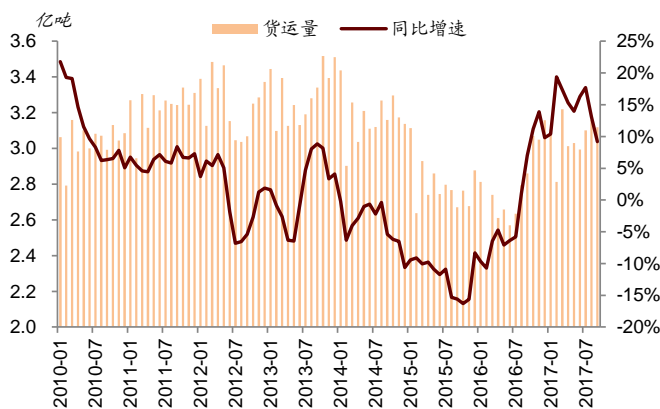
选股策略: 首推广深铁路 H (推荐), 建议关注广深铁路 A (中性) (客运提价盈利弹性大, 铁路改革多重催化剂在前, 盈利能力有提升空间); 推荐大秦铁路 (盈利丰厚, 分红稳健, 攻守兼备)。

2017 年回顾: 经济回暖, 货运量大幅回升; 高铁带动, 客运量稳定增长

货运量大幅回升, 2018 有望维持高位

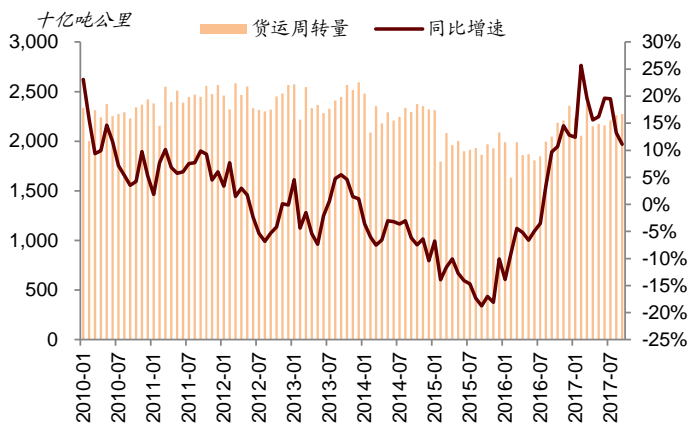
2017 年 1~9 月货运量累计同比增长 14.6%, 大幅高于去年同期的 -4.8% 及去年全年的 -0.8%; 从单月数据来看, 9 月略有放缓, 从 8 月的 13.1% 降至 9.2%, 但仍明显高于去年同期的 7%。2017 年 1~9 月铁路货运周转量累计同比增长 16.8%, 大幅高于去年同期的 -4.1% 及去年全年的 0.2%; 单月看, 铁路货运周转量从 8 月的 13.2% 降至 11.1%, 但仍高于去年同期的 9.7%。

图表 1: 铁路货运量及增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 铁路货运周转量及增速

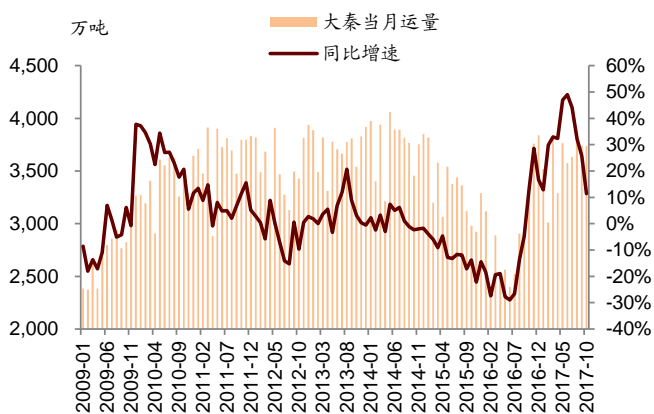


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

随着下游港口补库存需求逐渐得到满足, 大秦铁路运量增速 7 月以来略有放缓, 由 6 月 49.0% 的增速高点降至 9 月的 25.8% 及 10 月的 11.5%, 9 月数据大幅高于去年同期的 -4.8%, 10 月数据略低于去年同期的 12.5%; 从运量绝对值数据来看, 9 月、10 月运量分别为 3739 万吨及 3736 万吨, 高于 6 月的 3575 万吨, 处于历史高位。

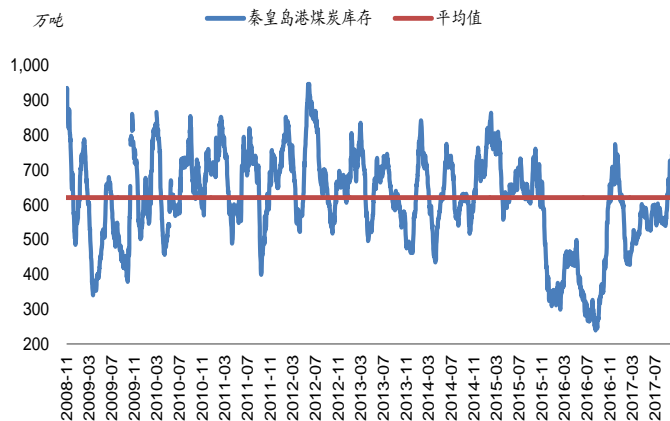


图表 3: 大秦铁路铁路煤炭运量及增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: 秦皇岛港煤炭库存

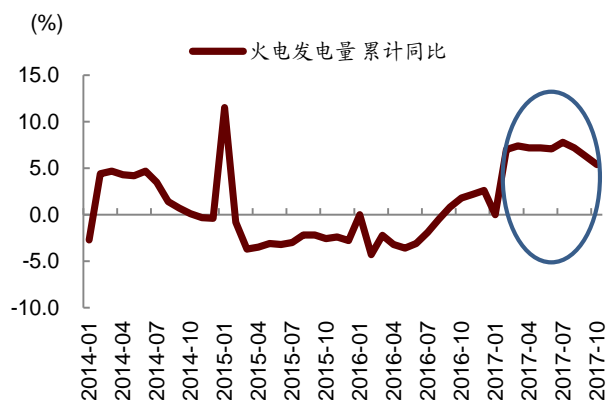


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

铁路货运量中 40%是煤炭, 煤炭运量的大幅回升是驱动铁路货运量增速恢复的重要因素。今年煤炭运量的回升主要得益于:

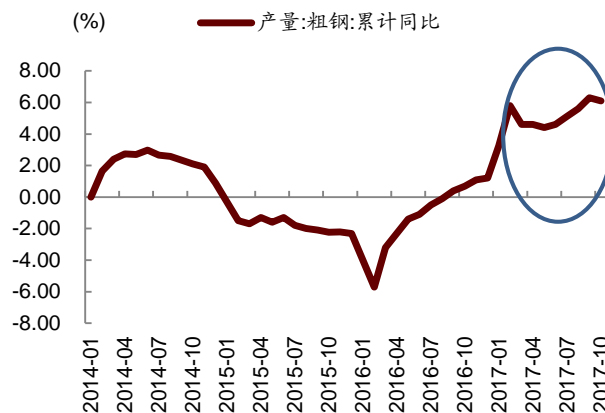
- 1) 下游煤炭需求旺盛: 粗钢产量累计增速加快, 由 1~3 月的 4.6%持续增长至 1~9 月的 6.3%, 1~10 月仅略有下降, 增速为 6.1%, 大幅高于去年同期的 0.7%及去年全年的 1.2%。火电产量累计增速略有放缓, 由 1~9 月的 6.3%降至 1~10 月的 5.4%, 总体增速来看仍处于较高水平, 远高于去年同期的 1.8%及去年全年的 2.6%。

图表 5: 火电产量累计增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 6: 粗钢产量累计增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

- 2) 2016 年四季度起的公路超限超载治理, 2017 年继续得到严格执行, 普遍超载的煤炭运输车辆载货量受限后, 公路运煤成本明显上升, 竞争力下降。

- 3) 今年 3 月起京津冀地区启动空气污染治理, 禁止天津港 (京津冀最主要公路煤炭下水港口) 接运公路煤炭下水, 9 月起环渤海地区全面停止公路运煤, 运量回流铁路。

2018 年由于基数变高铁路货运量增速或有所放缓, 但运量仍将保持高位:

- 1) 宏观经济景气度有望延续: 据中金宏观组预测, 在盈利明显改善的推动下, 2018 年制造业投资增速有望增加, 2018 年实际 GDP 增速为 6.9%, 名义 GDP 保持 10%以上的双位数增长, 工业增加值增速为 6.5%, 经济增长后劲可期。
- 2) 煤炭需求好: 据中金大宗商品组预测, 2018 年整体动力煤需求将与今年持平, 火电耗煤在工业稳健增长推动下同比增长 1.3%, 总体需求趋于平稳。

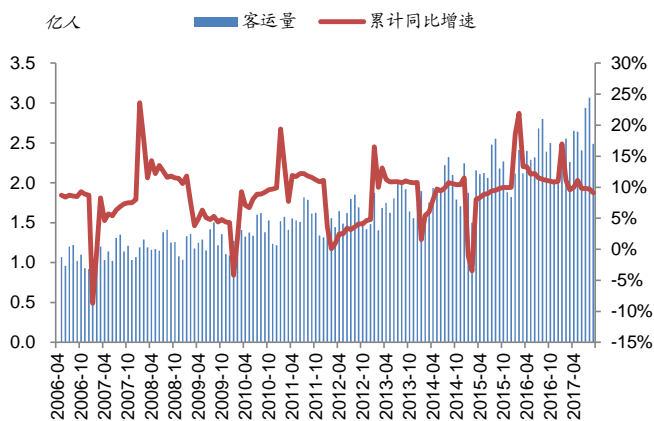


3) **和公路的竞争格局:** 受益公路治超, 铁路货运占公路铁路合计货运比重由 2015 年的 8.6% 上升至 2016 年的 9.0%。**长期看, 我们认为铁路运输占比趋稳:** 上行风险包括, 京津冀地区空气污染治理持续趋严, 公路运量继续回流铁路; 各地铁路通过两端运输和接卸能力改造、更合理的排产等手段提高白货组织能力, 竞争力或得到提升; 环保部近期建议降低铁路货运价格以转移公路货运量, 我们认为铁总降价可能性较小, 若降价则对象主要为白货, 有利吸引部分公路运量。下行风险包括, 各省公路去年起陆续采取货车收费优惠政策, 或对铁路产生分流。

客运量增速略有放缓, 高铁占比继续提高

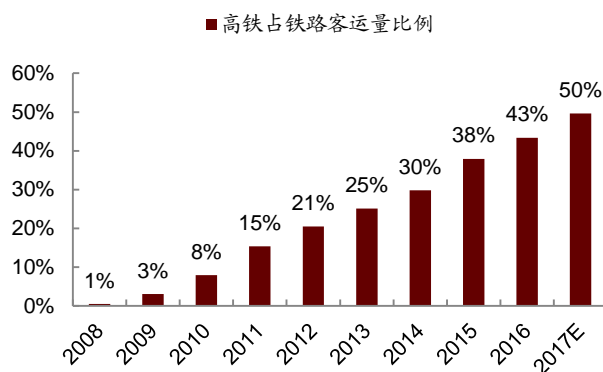
1~9 月, 铁路客运量累计增速 9.1%, 略低于去年同期的 11.1% 及去年全年的 11.0%。影响铁路客运量增长主要因素之一是高铁客运的增长, 从数据来看, 自 2008 年高铁开通以来 8 年间高铁客运量年复合增长率达 89%, 占铁路客运量比例从 2008 年的不足 1% 提高至 2016 年的 43%, 我们预计今年该比例可能提升至 50%。长期来看, 高铁的提速及网络的完善还将继续驱动高铁客运量快速增长, 在铁路客运中也将占据更大份额。

图表 7: 铁路客运量及累计增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 8: 高铁占铁路客运量比例



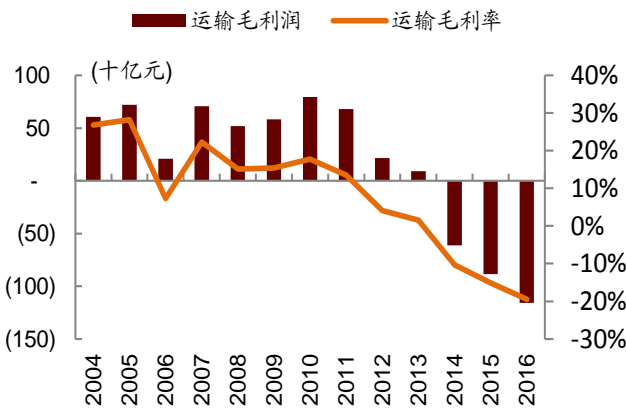
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

2018 年铁路改革将是投资主线: 注重盈利、盘活资产、提高效率

中国铁路面临盈利疲弱 (运输业务利润连续下跌, 2014~2016 连续三年亏损)、负债高企 (资产负债率 65%, 带息负债 4.1 万亿)、资金缺口巨大 (十三五期间每年预计 8650 亿资金缺口) 三重困境, 亟待改革。自去年铁总换届完成, 列入混改重点领域后, 铁路改革尚未取得实质性进展, 但高铁调价、推出多个土地综合开发项目、会见阿里腾讯、路局更名等一系列举措体现出铁总求新求变的积极态度, 预示着铁路改革渐行渐近。

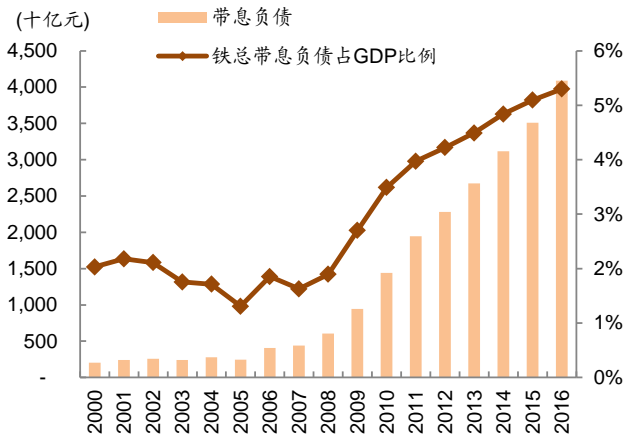


图表9: 铁总自2014年开始连续亏损



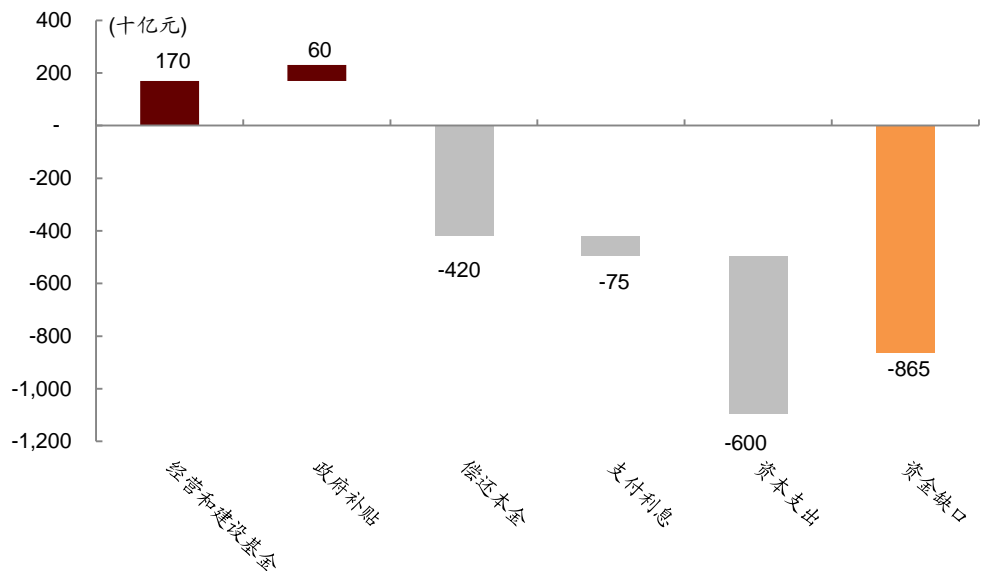
资料来源: 铁路总公司, 中金公司研究部

图表10: 铁总负债高企



资料来源: 铁路总公司, 中金公司研究部

图表11: 铁总资金缺口达到8650亿元

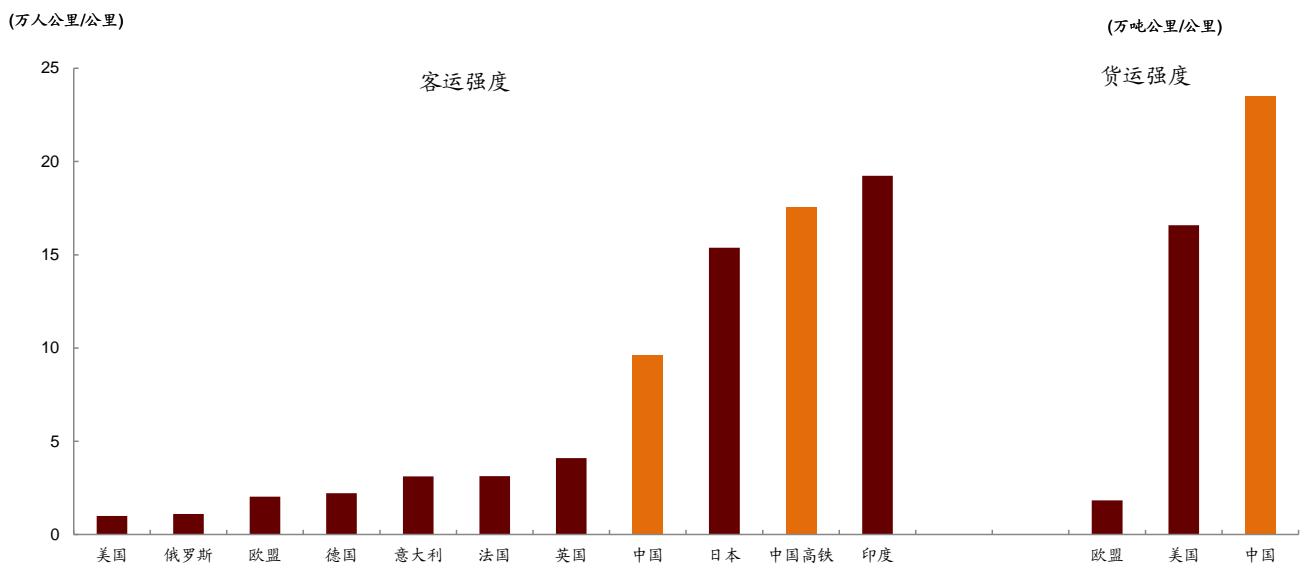


资料来源: 中国铁路总公司, 中金公司研究部

铁路业务盈利能力的核心在于运输密度, 中国铁路客运密度堪比日本, 货运密度堪比美国, 日本的客运和美国的货运都是利润丰厚的业务, 我们认为随着铁路改革的逐步推进, 运价提高、资产盘活、效率提升, 中国铁路将逐步获得应有的自我造血能力。



图表 12: 各国铁路运输强度对比



资料来源: 欧盟统计局, 美国交通统计局, 日本国土交通省, 万得资讯, 中金公司研究部

短期来看, 铁路改革重在提升盈利能力, 最有望见效的方式将是客运提价和土地综合开发。长期来看, 铁路资产证券化是一举多得的解决方案, 既可盘活存量资产, 降低铁路总负债率、缓解高位投资压力, 又为后续形成网运合一的大区域公司、引入竞争机制铺垫, 具体的实现方式可以是产权清晰的资产单独上市, 也可以是资产注入现有上市平台。

铁路客运定价偏低, 客运提价渐行渐近

中国铁路普客提价条件成熟, 其运价横向低于国内其他交通方式, 与其他交通方式比价也明显低于国际水平, 纵向历史上基价涨幅滞后于 CPI 和铁路货运基价。

- ▶ **横向看**, 铁路客运价格仅为民航的 27%, 高铁也仅为民航的 53%, 远低于美日德铁路和民航的比价, 普铁客运价格甚至低于公路, 而美日德铁路运价均显著高于公路。
- ▶ **纵向看**, 铁路客运基价多年未动, 同期 CPI 已上涨 46%, 即使考虑到铁路客运列车升级换代带来的平均运价上涨, 也低于铁路货运涨幅, 同时也低于公路的涨幅。

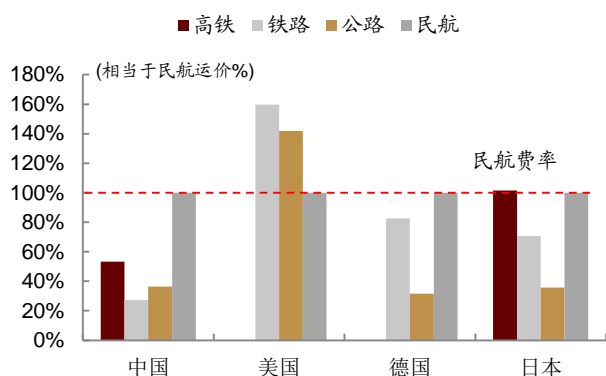
图表 13: 中国主要客运列车类型 (票价为硬座或二等座)

| 列车类型 | 名称 | 时速 | 票价 (元/人公里) |
|--------|-------|-----------|------------|
| 高铁 | G字头列车 | 250~300公里 | 0.41 |
| 动车 | D字头列车 | 200~250公里 | 0.31 |
| 直达快速列车 | Z字头列车 | 160公里 | 0.14 |
| 特快列车 | T字头列车 | 140~160公里 | 0.14 |
| 快速列车 | K字头列车 | 120公里 | 0.11 |
| 普通列车 | 没有字母 | 100~120公里 | 0.06 |

资料来源: 铁路总公司, 中金公司研究部

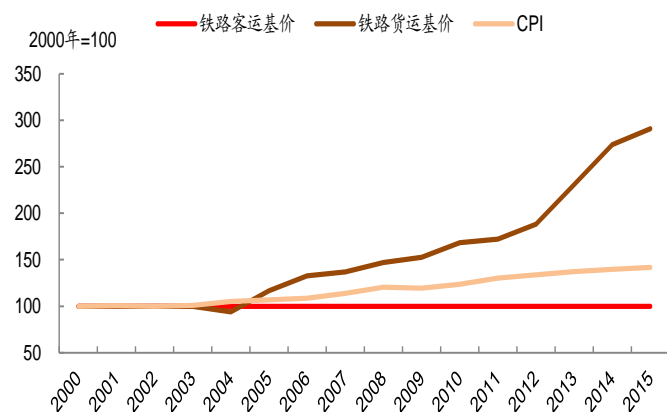


图表 14：中国铁路与其他交通方式比价偏低



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 15：铁路客运基价多年未动



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

客运提价确定性高，根据 11 月 7 日发改委新闻发布会的披露，铁路普客成本监审现在已经完成了实地审核工作，目前正在做汇总，起草最终监审报告的阶段。成本监审主要是为了提高客运定价的科学性及合理性，是普客提价的必要前置流程，监审结果的得出将成为铁路普客提价的依据和启动点。另一方面，铁总对于有自主定价权的高铁 D 字头车次已启动两次价格优化（海南环岛高铁和东南沿海高铁），从结果上看是上调，可视为铁总试水客运提价。

提价时点已临近，参考今年 8 月末结束的天然气管道运输定价成本监审，其全过程维持了 10-11 个月，我们按同样速度推测 2016 年 12 月开始的铁路普通旅客列车运输定价成本监审将于今年四季度或明年一季度公布结果。值得注意的是，发改委在天然气管道运输定价成本监审结果公布的一天公布了新的运输定价，并于 9 月 1 日开始执行。

提价方案猜想：铁路普客提价对象或主要是 K 字头、T 字头和 Z 字头车次，考虑到铁路运输的民生属性，无字母字头的普通列车可能不会提价。

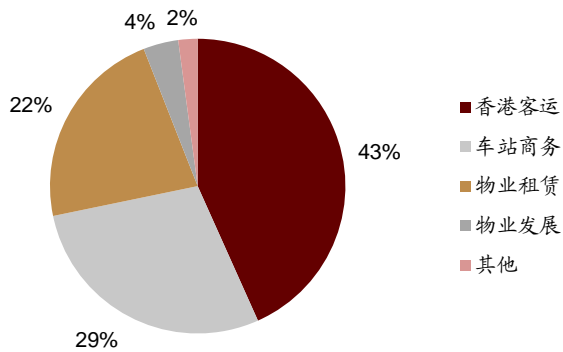
提价将显著增厚铁路公司盈利，按 2016 年铁总披露报表估算，铁路客运费率平均提价 30%，铁总年运输收入将增加 850 亿元。上市公司层面，对于以客运业务为主的广深铁路来说，客运提价叠加经营杠杆将提供巨大的盈利弹性。**根据我们的敏感性测算，10%-40% 的铁路客运票价上调，将会增厚广深铁路 2018 年盈利 59%~118%（详见后文广深铁路公司部分）。**即使是对货运为主的大秦铁路，保守估算也可增厚盈利 2~7 亿元。

铁路土地开发有望提速，释放巨大价值

铁总持有大量土地资产，其巨大价值未得到体现，纵向看，2013 年 8 月国务院下发 33 号文《关于改革铁路投融资体制加快推进建设的意见》，明确提出加大盘活铁路用地资源，2014 年 8 月进一步印发《关于支持铁路建设实施土地综合开发的意见》。尽管政策大力扶持，但铁路土地开发直到去年为止尚无实质性进展；横向看，港铁集团非客运业务占到 EBITDA 的 57%，日本铁路上市公司也达到 22%，按照港日经验，火车站点、货运站、轨道交通上盖和新建铁路沿线土地均可用于综合开发利用。

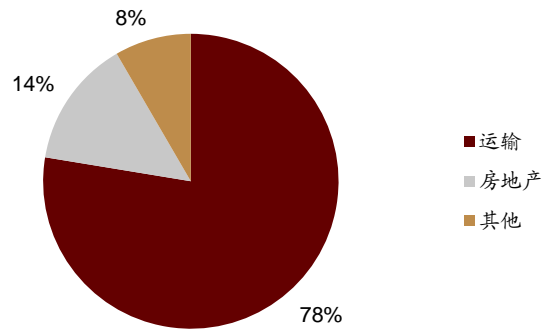


图表 16: 港铁公司 EBITDA 拆分 (2016 年)



资料来源: 港铁公司 2016 年年报, 中金公司研究部

图表 17: 日本国铁 EBITDA 拆分 (2017 财年)



资料来源: JR 西日本, JR 东日本, JR 东海, JR 九州, 中金公司研究部

今年铁总先后在上海和北京产权交易所推出 32 个土地综合开发项目, 铁路土地开发或将开始提速。

图表 18: 铁总推出的 32 个土地综合开发项目

| 序号 | 主要项目 | 披露机构 | 土地面积 (亩) |
|----|--|-----------|----------|
| 1 | 武汉市武昌旧城改造项目 | 上海联合产权交易所 | 20,552 |
| 2 | 连云港市铁路货场地块综合开发项目 | | |
| 3 | 深圳市平湖南方公司地块综合开发项目 | | |
| 4 | 桂林市桂海线观光旅游列车及沿线土地综合开发项目 | | |
| 5 | 西昌市邛海 A09 地块综合开发项目 | | |
| 6 | 郑州至合肥铁路高速铁路 (河南段) 许昌北、鄢陵南、扶沟南、西华、周口东、项城北、沈丘北铁路土地综合开发项目 | | |
| 7 | 新建临沧市火车站土地综合开发项目 | | |
| 8 | 南宁沙井铁路物流园区 | | |
| 9 | 滇越铁路 (云南段) 开行观光旅游列车及沿线土地综合开发项目 | | |
| 1 | 哈尔滨市铁路群力居住区住宅项目 | 北京产权交易所 | 5,689 |
| 2 | 田园牧歌二期房地产开发项目 | | |
| 3 | 沈铁达观住宅开发项目 | | |
| 4 | 北京市明光村地块综合开发项目 | | |
| 5 | 涿州市涿州货场地块综合开发项目 | | |
| 6 | 呼和浩特市东站商品房项目 | | |
| 7 | 北京市潮白河养老社区项目 | | |
| 8 | 汉中市勉西铁路地区空置资产开发项目 | | |
| 9 | 兰州高铁西客站商业综合体项目 | | |
| 10 | 乌鲁木齐市高铁站 68 亩配套设施用地开发项目 | | |
| 11 | 大同晋北铁路物流区。 | | |

资料来源: 中国铁路总公司, 财新网, 中金公司研究部

铁路土地资产如果能够盘活可释放巨大价值, 我们以上市广深铁路为例, 试框算铁路土地开发的价值: 根据广深铁路 2017 年上半年业绩披露的信息来看, 其拥有广州至深圳间铁路沿线所有土地使用权, 总面积约为 1,300 万平方米。假设可开发面积占比 30%, 通过出让土地、土地开发、市场价值等三种方式估计, 我们认为, 广深铁路拥有的土地价值可达 30~400 亿:

- ▶ **出让土地:** 2011 年广州南站一块土地 (原铁路规划用地) 出让, 70% 成交款补偿给原业主 (即广铁集团)。按此方案, 目前变更为商业用地的出让金普遍在 15,000 元/平米, 按公司获取 70% 的出让金计算, 铁总能获得 1 万元/平米补偿, 乘以 400 万平米, 则是 400 亿元的价值增值。
- ▶ **土地开发:** 按平均 3 倍容积率计算, 可开发建筑面积可达 1,200 万平米, 目前华南地区平均开发每平米获益约 3,000 元, 因此铁总将获得 360 亿元的净利润。
- ▶ **市场价值:** 2016 年末全国 105 个主要城市商服用地价和工业用地价分别为 5,900 元/



平方米和 780 元/平方米, 则作为商服用地和工业用地, 广深铁路的土地价值分别为 236 亿元/31 亿元。

长期关注铁路资产证券化, 独立上市 or 资产注入

目前铁总的 18 路局行政架构存在大量跨局结算和关联交易, 不利于引入经营考核和竞争机制。看向未来, 划分大区域公司将是铁路行业改革的大势所趋, 行业整合层面, 电信行业的改革路径可以作为参考。进一步参考日本国铁的改革路径, 我们认为资产证券化是一举多得的解决方案, 同时也符合混合所有制改革的要求。

从资产证券化的实现路径上看, 独立上市和由现有平台进行资产收购都是可行的方案:

独立上市: 对于资产权属清晰, 盈利能力强的高铁资产, 可单独进行 IPO。根据我们测算, 京沪高铁、武广高铁、广深高铁、胶济高铁、京津高铁和沪宁城际等从客运密度角度看已经可以盈利, 长期看在高人口密度的支持下, 京广线以东的高铁(约 1.2 万公里, 占目前高铁网络里程的 53%) 都具备盈利潜力。此外, 按照铁总此前公布的改革计划, 下属二级非运输企业正在重组整合, 也可能成为 IPO 的潜在标的。

资产注入: 作为重资产的铁路公司, 广深铁路、大秦铁路、铁龙物流三个上市公司均有不错的 ROA (广深铁路 3.6%/大秦铁路 6%/铁龙物流 3.2%), 资产负债率远低于铁总整体 (广深铁路 15%/大秦铁路 26%/铁龙物流 33%, 铁总整体 65%)。其中, 大秦铁路和广深铁路在手现金充足 (3Q17 账面现金/货币资金 149.5 亿元/15.5 亿元), 且铁路公司债务融资成本也较低, 有能力并购相邻区域路产实现铁路资产的注入和证券化。这样不仅可实现铁路资产证券化, 上市公司偏低的 ROE 也可得到提高。

2018 年选股策略: 超额收益首选广深铁路 H 股、关注 A 股; 稳定回报推荐大秦铁路

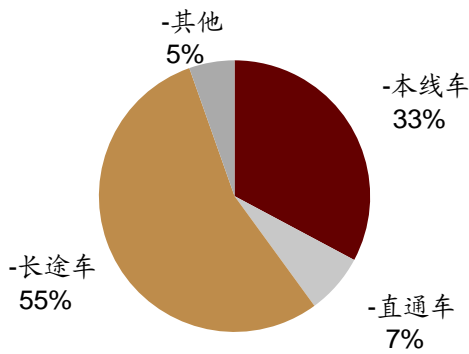
广深铁路 (601333.SH 中性/00525.HK 推荐) 提价渐行渐近, 盈利弹性巨大

客运量增速放缓: 1~10 月客运总发送量同比增速为-0.6%, 略高于去年同期的-0.9%, 与去年全年的-0.6%持平, 其中 1~10 月城际列车客运量同比增长 1.6%, 高于去年同期的 1.2%, 及去年全年的 1.5%; 1~10 月直通车同比增长 2.3%, 大幅高于去年同期-9.4%及全年-8.4%的下滑; 1~10 月长途车同比增速为-2.4%, 较去年同期的-1.9%及去年全年的-1.5%下滑幅度扩大。

我们预计 2017 年客运收入同比增长 3%。广深铁路客运收入结构中 55%来自长途车收入, 长途车大部分是 K/Z 字头, 如果客运提价将存在运价弹性, 不考虑客运提价, 我们预计 2018 年客运收入同比增长 2% (考虑 25%客运提价则增长 74%)。

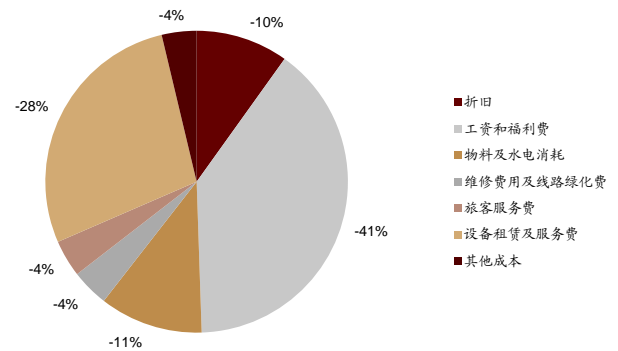


图表 19: 广深铁路客运收入结构



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 20: 广深铁路成本结构拆分 (2016 年)



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

盈利方面, 三季度广深铁路存在路网清算费用和收入错期问题, 因此四季度成本端的变化仍存在一定不确定性, 考虑到 4Q17 动车组大修 5~6 对, 每对维修费用约 2000 万元, 资本化成本约 5000 万元, 2018 年动车组大修 9~10 对, 我们维持 2017/2018 年全年盈利预测不变 (不计入提价)。

考虑到广深铁路利润率较低, 客运提价对广深铁路盈利弹性巨大 (客运提价 10~40%, 2018 年盈利将增厚 29~118%), 且提价如果形成后续调整机制, 将长期利好公司基本面。铁路改革的进展和 ROE 的提高也可能推动公司估值水平的提升, 带来超额收益。

图表 21: 广深铁路客运价格变化敏感性分析

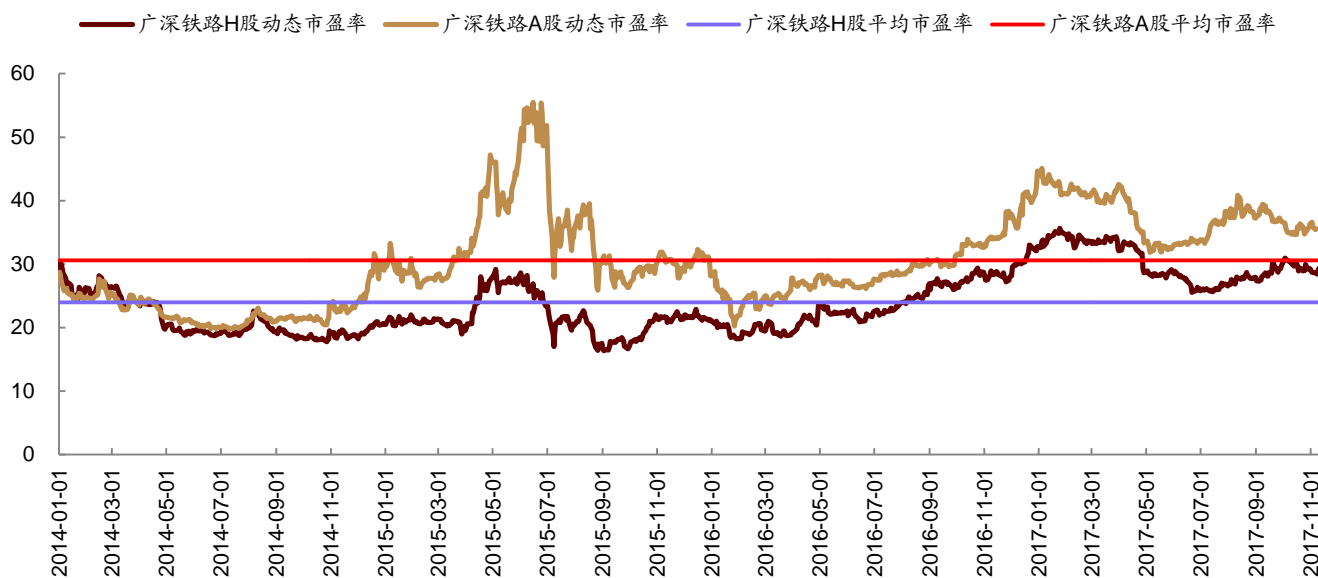
| | 2018E | 长途车提价幅度 | | | | | |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|------|
| | | 10% | 20% | 25% | 30% | 40% | |
| 平均运价 (元/人) | 89 | 98 | 107 | 111 | 115 | 124 | |
| 长途车客运量 (千人次) | 44,338 | 44,338 | 44,338 | 44,338 | 44,338 | 44,338 | |
| 收入 (百万元) | 19,439 | 19,832 | 20,226 | 20,423 | 20,620 | 21,014 | |
| 净利润 (百万元) | 998 | 1,292 | 1,587 | 1,734 | 1,881 | 2,175 | |
| 净利润增额 | | 294 | 589 | 736 | 883 | 1,177 | |
| | | (+/-%) | 29% | 59% | 74% | 88% | 118% |
| 每股盈利 (元) | 0.14 | 0.18 | 0.22 | 0.24 | 0.27 | 0.31 | |
| 假设客运提价开始于 | | | | | | | |
| 1Q 18 | | 29% | 59% | 74% | 88% | 118% | |
| 2Q 18 | | 22% | 44% | 55% | 66% | 88% | |
| 3Q 18 | | 15% | 29% | 37% | 44% | 59% | |
| 4Q 18 | | 7% | 15% | 18% | 22% | 29% | |

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

目前公司股份对应 A/H 股 2018 年 35.1/25.5 倍市盈率 (如假设考虑全年 25% 客运提价, 对应 20.2 倍/14.7 倍市盈率)。H 股目前估值在 0.9 倍市净率, 安全边际较高。我们维持 A 股的中性评级和 5.64 元的目标价, 以及 H 股的推荐评级和 5.36 的目标价。



图表 22: 历史估值表 (A/H 股市盈率)

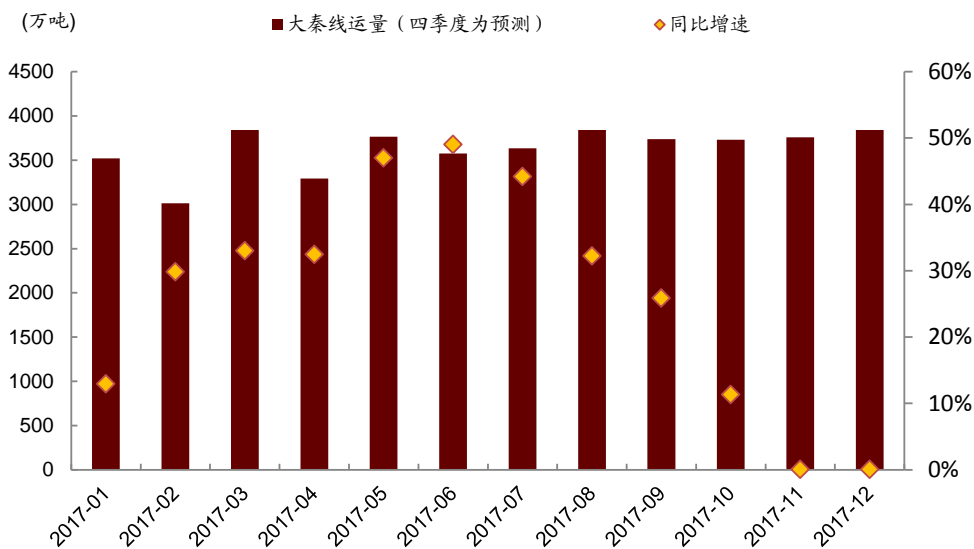


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

大秦铁路 (601006.SH 推荐) 高分红, 低风险, 进可攻退可守

据公司三季报披露, 公司全年盈利同比增速可达 105%, 对应净利润为 147 亿元, 超过市场一致预期 (高 10%) 及我们的预期 (高 7%)。据我们测算, 2017 年全年运量预计 4.35 亿吨, 同比增长 24%。四季度运量环比增长 1%, 综合考虑收入增长、经营杠杆及四季度铁路高结算成本特性, 四季度盈利达公司指引可能性高, 假设公司维持目前 50% 的分红比例, 则 2017 年股息收益率将达到 5.6%, 具有吸引力。

图表 23: 大秦线运量预测

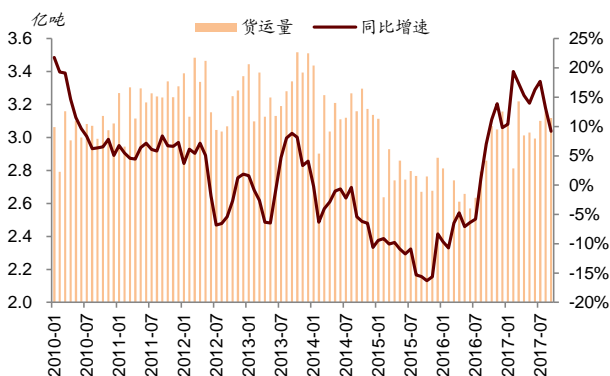


资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

三重因素利好, 2018 年前景乐观: 2016 年下半年开始, 上游需求企稳, 铁路货运量增速持续恢复, 大秦线也体现出相同的变化趋势。今年 1~3 季度大秦线运量 3.2 亿吨, 同比增长 33.3%。我们预期 2017 年大秦线运量为 4.35 亿吨, 2018 年大秦线运量同比持平, 2017/2018 年盈利同比正增长 24.8%/1.1%。

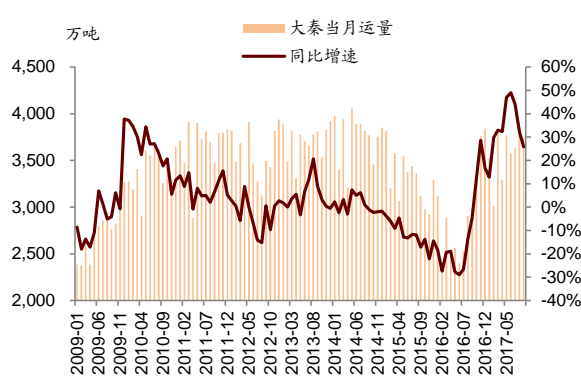


图表 24: 铁路货运量增速自去年 8 月起回正



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

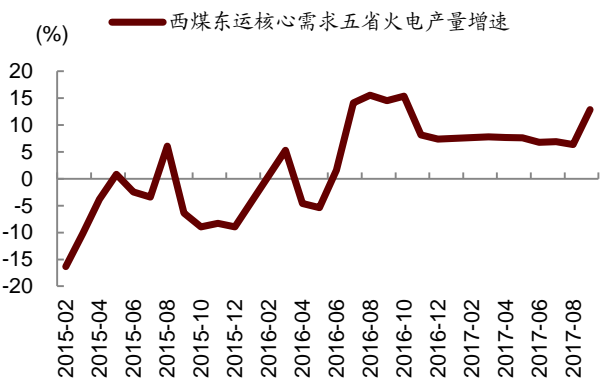
图表 25: 大秦线运量及增速



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

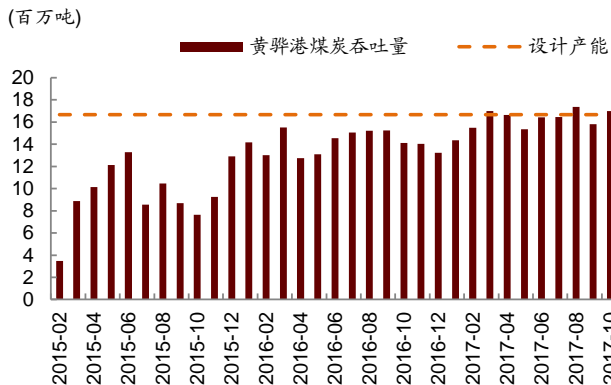
- ▶ **下游需求强:** 从西煤东运的核心需求区的火电产量增速 (由 8 月的 6.3% 大幅提升至 9 月的 12.9%) 及中金宏观组预测的全国工业增加值增速 (2017/18/19 年预计为 6.8%/6.5%/6.3%) 来看, 下游需求将延续景气。
- ▶ **竞争格局仍然利好:** 1) 西煤东运向大秦线集中: 受益于逐步趋严的京津冀空气污染治理及公路治超, 煤炭运输回流铁路。由于朔黄线产能瓶颈严重 (2H18 前不能解决), 张唐、瓦日两条线路运量基数较大秦线相差过大, 短期内均难以形成分流。2) 煤炭产地向三西集中: 三西地区原煤产量占比逐渐提高, 进口煤炭受限利好国产煤需求。
- ▶ **运价同比今年更高:** 今年 3 月大秦铁路恢复运价, 明年一季度运价同比高约 4% (考虑电气化附加下调), 公司仍持有自主上浮运价 10% 的权限。

图表 26: 从火电产量增速来看下游需求仍强



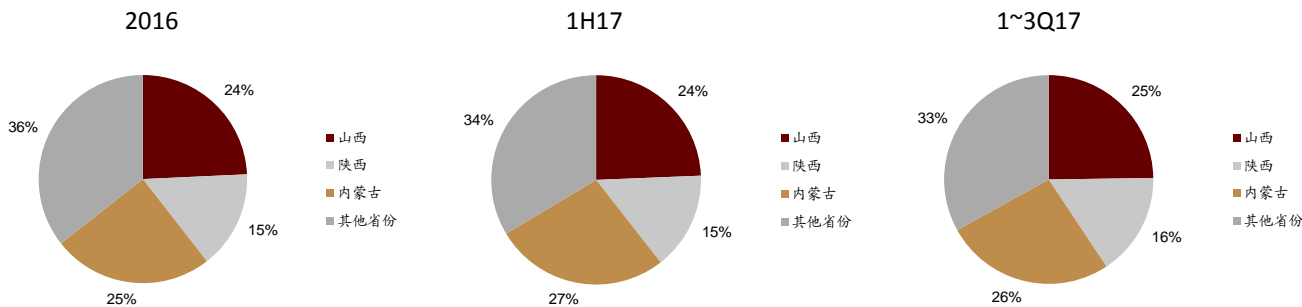
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 27: 黄骅港煤炭吞吐量接近设计产能上限



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 28: 煤炭产地向三西集中



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



催化剂或带来超额收益: 1) 客运提价: 普客成本定价监审结果有望于四季度公布, 大秦铁路总收入中客运收入占比 10%, 刨去其中不受影响的路网清算收入, 预计 10-40% 的提价幅度将增厚大秦铁路盈利 2~7 亿元 (增厚 2018 年盈利 1.3%~4.7%); 2) 铁路改革: 目前改革尚处于路局层面, 但长期看大秦铁路可能从土地开发及资产注入两方面受益。

图表 29: 大秦铁路关键假设

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 运量 | | | | | | | | |
| 煤炭运量 (百万吨) | 597 | 584 | 595 | 613 | 557 | 478 | 593 | 593 |
| (+/-%) | | -2% | 2% | 3% | -9% | -14% | 24% | 0% |
| -大秦本线 | 440 | 426 | 445 | 450 | 397 | 351 | 435 | 435 |
| (+/-%) | | -3% | 5% | 1% | -12% | -12% | 24% | 0% |
| -其他线路 | 157 | 158 | 150 | 163 | 160 | 127 | 157 | 157 |
| (+/-%) | | 1% | -5% | 9% | -2% | -21% | 24% | 0% |
| 运价 | | | | | | | | |
| 煤炭平均运价 (元/吨公里) | 0.096 | 0.099 | 0.102 | 0.107 | 0.117 | 0.106 | 0.112 | 0.113 |
| (+/-%) | | 3% | 3% | 5% | 10% | -9% | 6% | 0% |
| -大秦本线 | 0.087 | 0.087 | 0.087 | 0.091 | 0.100 | 0.089 | 0.095 | 0.095 |
| (+/-%) | | 0% | 0% | 4% | 10% | -10% | 7% | 0% |
| -其他线路 | 0.074 | 0.081 | 0.086 | 0.091 | 0.100 | 0.089 | 0.095 | 0.095 |
| (+/-%) | | 10% | 6% | 5% | 10% | -11% | 7% | 0% |

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 30: 大秦铁路 DCF 估值

| 大秦铁路 人民币百万元 | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 大秦线运量 (百万吨) | 436 | 436 | 401 | 381 | 354 | 340 | 340 | 340 | 340 | 340 |
| 息税前利润 | 18,822 | 18,962 | 15,979 | 14,460 | 12,673 | 11,479 | 11,350 | 11,451 | 11,465 | 13,000 |
| 税费 | -3,854 | -3,768 | -3,001 | -2,622 | -2,186 | -1,898 | -1,875 | -1,911 | -1,926 | -2,323 |
| 折旧与摊销 | 5,439 | 5,641 | 5,842 | 6,044 | 6,245 | 6,446 | 6,648 | 6,849 | 7,051 | 7,252 |
| 运营资本变动 | 2,704 | 73 | -181 | -72 | -104 | -29 | 54 | 51 | 57 | 16 |
| 资本开支 | -5,000 | -5,000 | -5,000 | -5,000 | -5,000 | -5,000 | -5,000 | -5,000 | -5,000 | -5,000 |
| 自由现金流 | 18,112 | 15,909 | 13,639 | 12,809 | 11,626 | 10,999 | 11,176 | 11,439 | 11,647 | 12,945 |
| 折现系数 | 1.00 | 1.08 | 1.17 | 1.27 | 1.37 | 1.48 | 1.60 | 1.74 | 1.88 | 2.03 |
| 现值 | 18,112 | 14,704 | 11,652 | 10,115 | 8,486 | 7,420 | 6,969 | 6,593 | 6,204 | 6,374 |
| | 2,657 | 2,657 | 2,444 | 2,322 | 2,160 | 2,073 | 2,073 | 2,073 | 2,073 | 2,073 |
| 净现值 | 176,587 | | | | | | | | | |
| 预测期 | 96,630 | | | | | | | | | |
| 永续期 (假设增长率为 0) | 77,827 | | | | | | | | | |
| 净现金 | 3,866 | | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | -1,737 | | | | | | | | | |
| | 176,587 | | | | | | | | | |
| | 14,867 | | | | | | | | | |
| 每股价值 (元/股) | 11.9 | | | | | | | | | |

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

维持 2017/18 年盈利预测, 大秦线运量假设分别为 4.35 亿吨/4.35 亿吨, 对应盈利增速分别为 105%/2%, 其中 2017 年盈利与公司指引一致。目前股价对应 2018 年 8.7 倍市盈率, 2017/2018 股息收益率为 5.6%/5.7%, 高于公司的历史平均股息率 4.5%, 维持推荐, 目标价 11.9 元 (DCF 估值关键假设包括: 1) WACC 为 8.2%; 2) 每年资本开支 50/50 亿元; 3) 大秦线长期运量稳定在 3.4 亿吨)。



图表 31: 可比公司估值表

| 公司 | 股票代码 | 币种 | 股价 | 市盈率 (X) | | | | 市净率 (X) | | | | 净资产收益率 (%) | | | | 现金分红收益率 (%) | | | | CAGR 16-18 | PEG 17E |
|------------------|-----------|-----|--------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| | | | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | | |
| A股铁路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 大秦铁路* | 601006.SH | RMB | 8.79 | 10.3 | 18.2 | 8.9 | 8.7 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 14.4 | 8.0 | 15.6 | 14.8 | 5.1 | 2.8 | 5.6 | 5.7 | 45% | 0.2 |
| 广深铁路* | 601333.SH | RMB | 4.95 | 32.7 | 30.3 | 38.8 | 35.1 | 1.3 | 1.2 | 1.2 | 1.2 | 4.0 | 4.2 | 3.2 | 3.5 | 1.6 | 1.6 | 1.1 | 1.3 | -7% | n.m. |
| 铁龙物流* | 600125.SH | RMB | 10.57 | 49.1 | 57.1 | 48.2 | 45.9 | 2.8 | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 5.9 | 4.9 | 5.6 | 5.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 12% | 4.2 |
| 平均值 | | | | 30.7 | 35.2 | 32.0 | 29.9 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 8.1 | 5.7 | 8.1 | 8.0 | 2.5 | 1.7 | 2.5 | 2.6 | 9% | 3.8 |
| 中值 | | | | 32.7 | 30.3 | 38.8 | 35.1 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 5.9 | 4.9 | 5.6 | 5.6 | 1.6 | 1.6 | 1.1 | 1.3 | -7% | n.m. |
| H股铁路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 广深铁路* | 525.HK | HKD | 4.32 | 23.9 | 23.7 | 29.0 | 25.5 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 4.0 | 4.2 | 3.2 | 3.5 | 1.9 | 1.9 | 1.5 | 1.7 | -4% | n.m. |
| 亚洲 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 港铁公司 | 66.HK | HKD | 45.2 | 28.2 | 28.2 | 27.2 | 28.0 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 8.5 | 8.5 | 6.9 | 7.0 | 2.4 | 2.4 | 6.8 | 2.5 | 0% | 72.1 |
| Container Corp o | CCRIJN | INR | 1,325 | 48.7 | 48.7 | 43.2 | 32.2 | 3.7 | 3.7 | 4.0 | 3.5 | 10.0 | 10.0 | 8.8 | 11.1 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 1.2 | 23% | 1.9 |
| 平均值 | | | | 22.3 | 22.3 | 21.3 | 19.1 | 1.8 | 1.8 | 2.0 | 1.8 | 10.8 | 10.7 | 10.1 | 10.0 | 1.3 | 1.3 | 2.0 | 1.4 | 8% | 2.7 |
| 中值 | | | | 15.9 | 15.9 | 15.8 | 15.1 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 10.7 | 10.3 | 9.1 | 10.7 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.3 | 3% | 5.9 |
| 美洲 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| Union Pacific | UNP.US | USD | 115.7 | 22.8 | 22.8 | 20.0 | 17.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.7 | 23.2 | 23.2 | 23.6 | 26.7 | 1.9 | 1.9 | 2.1 | 2.2 | 13% | 1.5 |
| Norfolk Southern | NSC.US | USD | 126.42 | 22.5 | 22.5 | 19.5 | 17.8 | 2.8 | 2.8 | 2.9 | 2.8 | 14.7 | 14.7 | 14.8 | 15.6 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 2.0 | 12% | 1.6 |
| CSX Corp | CSX.US | USD | 48.63 | 26.9 | 26.9 | 22.0 | 18.1 | 4.0 | 4.0 | 4.1 | 4.0 | 15.9 | 15.9 | 17.3 | 22.0 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 22% | 1.0 |
| Canadian Nation | CNR.CN | CAD | 101.87 | 22.2 | 22.2 | 20.4 | 18.6 | 5.0 | 5.0 | 5.0 | 4.6 | 25.8 | 25.8 | 25.1 | 25.8 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 | 9% | 2.2 |
| Canadian Pacific | CP.CN | CAD | 215.36 | 20.9 | 20.9 | 18.8 | 17.0 | 5.6 | 5.6 | 5.1 | 4.5 | 35.3 | 35.3 | 32.4 | 30.3 | 0.9 | 0.9 | 1.0 | 1.1 | 11% | 1.7 |
| 平均值 | | | | 23.1 | 23.1 | 20.2 | 17.9 | 4.5 | 4.5 | 4.4 | 4.1 | 23.0 | 23.0 | 22.7 | 24.1 | 1.5 | 1.5 | 1.7 | 1.8 | 14% | 1.5 |
| 中值 | | | | 22.5 | 22.5 | 20.0 | 17.8 | 4.8 | 4.8 | 4.8 | 4.5 | 23.2 | 23.2 | 23.6 | 25.8 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.8 | 12% | 1.6 |
| 全球铁路平均值 | | | | 24.3 | 25.2 | 23.6 | 21.3 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.5 | 13.7 | 13.4 | 13.2 | 13.6 | 1.7 | 1.5 | 2.0 | 1.8 | 9% | 2.7 |
| 全球铁路中值 | | | | 22.5 | 22.5 | 20.0 | 17.8 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 1.9 | 11.3 | 10.7 | 11.0 | 11.4 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.7 | 12% | 1.6 |

*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind

资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部



公路: 基本面前景稳健, 重视分红, 关注低估资产

中金宏观组对 2018 年宏观经济环境持积极态度, 货车流量将继续带动收费公路车流量保持稳健增长势头, 总体来看, 货车占比高的公司路费收入增速将更快, 具体看, 位于不同省份的公司前景有分化(内生增长排序: 安徽皖通>深圳高速>宁沪高速>浙江沪杭甬)。

选股策略方面, 分红收益率是最重要标准, 港股部分公司今年股价表现未能体现盈利的高增长, 存在超额收益机会。**分红收益角度, 长期推荐宁沪高速 A/H**(高分红, 稳增长); **超额收益角度, 推荐深圳高速 A/H**(盈利可持续高增速, 梅林关土地开发进展可能成为催化剂, H 股优于 A 股), **推荐安徽皖通高速 H**(2018 年内生增长前景最好, 预期差大, 有望直接受益新收费公路管理条例)。

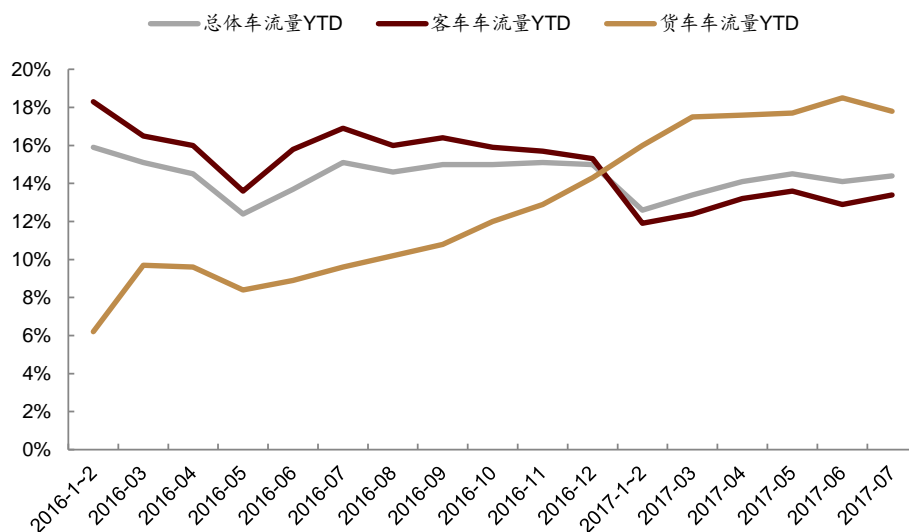
2017 回顾: 受益经济复苏, 货车流量快速增长带来盈利弹性

货车流量高增速驱动增长, 中西部地区尤其明显

从交通部全国高速公路车流量数据来看, 2017 年 1~7 月整体车流量增速约为 14.4%, 略低于去年同期的 15.1%和去年全年的 15%, 具体而言:

- ▶ **货车流量增速强于客车:** 1) 货车车流量加速明显, 今年 1~7 月货车车流量同比增长 17.8%, 大幅快于去年同期的 9.6%和全年的 14.3%; 2) 客车车流量今年 1~7 月累计同比增长 13.4%, 略慢于去年同期 16.9%和全年的 15.3%。
- ▶ **东部地区客货车流量齐升, 中西部地区客弱货强:** 1) 东部地区客货车流量双双加速, 1~7 月客车车流量增速为 13.5%, 略高于去年同期的 13.1%及去年全年的 11.4%, 货车车流量增速加快, 今年 1~7 月增速为 16.8%, 大幅高于去年同期的 9.2%及去年全年的 11.3%; 2) 中部地区客车车流量增速小幅放缓, 今年 1~7 月客车车流量增速为 14.0%, 略低于去年同期的 16.2%及去年全年的 16.8%, 货车则呈现加快的趋势, 今年 1~7 月增速为 25.1%, 高于去年同期的 12.3%及去年全年的 19.4%; 3) 西部地区客车增速明显放缓, 今年 1~7 月客车车流量增速为 12.7%, 大幅低于去年同期的 23.1%及去年全年的 22.1%, 货车流量增速明显提升, 今年 1~7 月增速为 14.0%, 高于去年同期的 7.6%及去年全年的 13.5%。

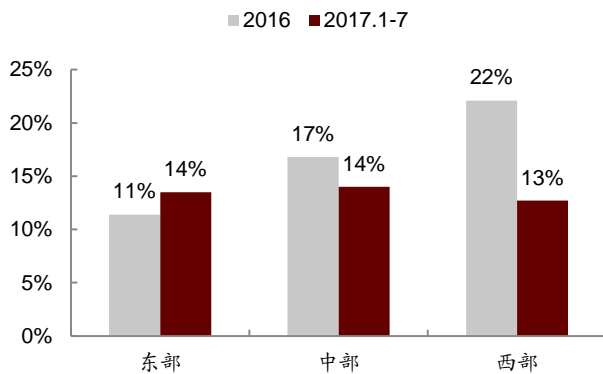
图表 32: 高速公路总车流量累计增速平稳: 客车略放缓, 货车升幅明显



资料来源: 交通部, 中金公司研究部

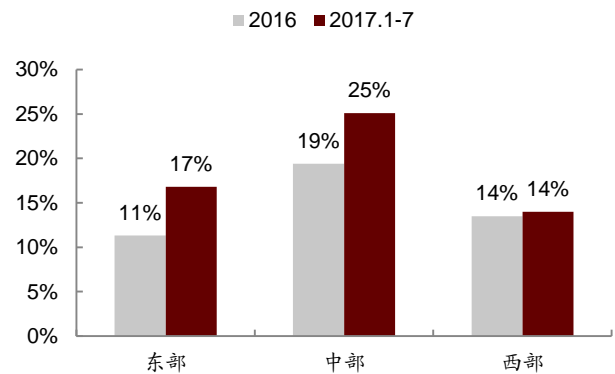


图表 33: 分地区客车车流量增速



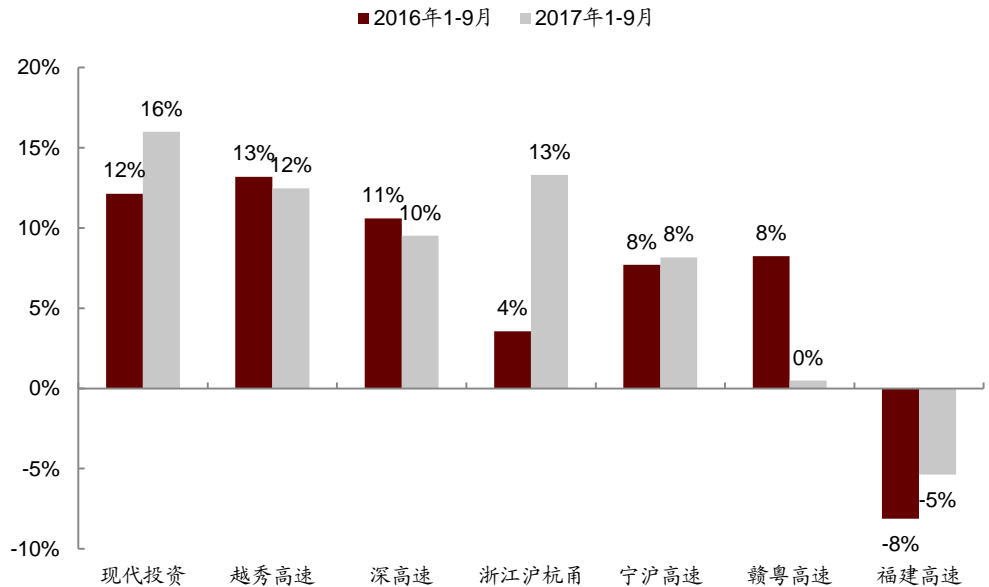
资料来源: 交通部, 中金公司研究部

图表 34: 分地区货车车流量增速



资料来源: 交通部, 中金公司研究部

图表 35: 主要高速公路车流量增速



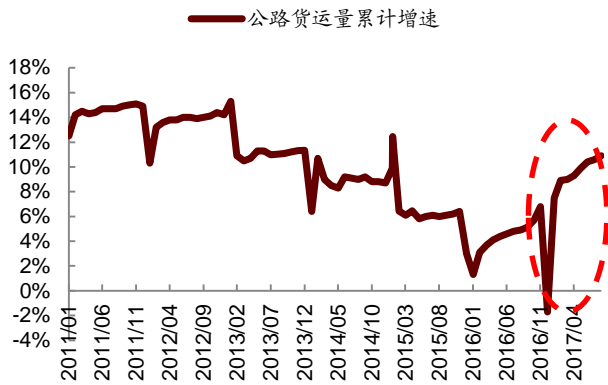
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

我们认为, 今年前三季度车流量增速货车强于客车, 地区分化的特点主要是由于:

- ▶ **宏观经济复苏带动运输需求:** 与基建、房地产等相关的建筑材料、煤炭、水泥、钢铁、矿石等是公路货运种类中的重要组成部分。随着经济回暖, 需求增加, 公路货运量及周转量增速均出现回升。今年 1~9 月公路货运量、货运周转量累计同比增长 10.9%、10.3%, 远高于去年同期的 4.9%、4.2% 及去年全年的 6.8%、5.6%。制造业的回暖也体现出实体经济景气度的全面恢复, 今年 4 月开始 PMI 制造业指数开始有所提升, 10 月达到 51.6, 处于 2012 年 5 月以来高位。国内经济活动的复苏带动公路运输需求的持续增长, 且以货车为主。



图表 36: 公路货运量增速回升



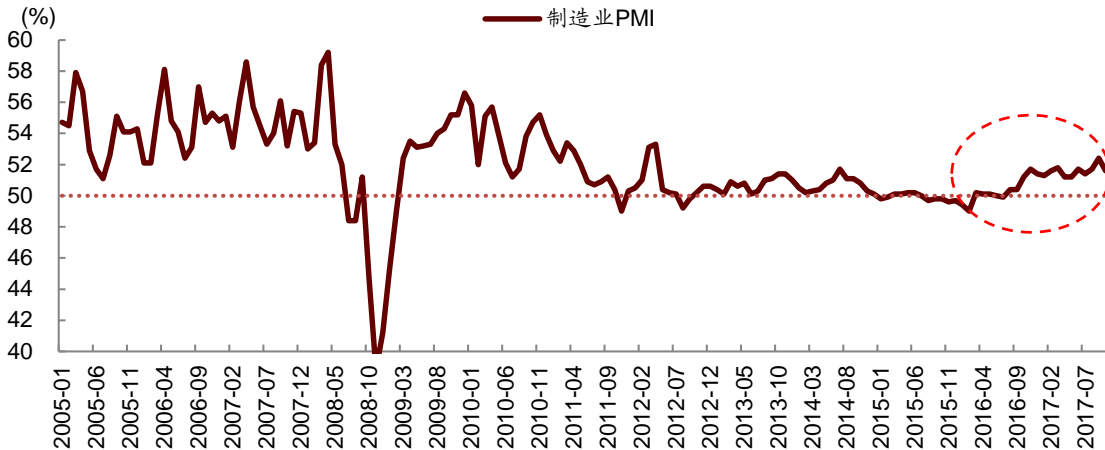
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 37: 公路货运周转量增速回升



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 38: 制造业 PMI



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

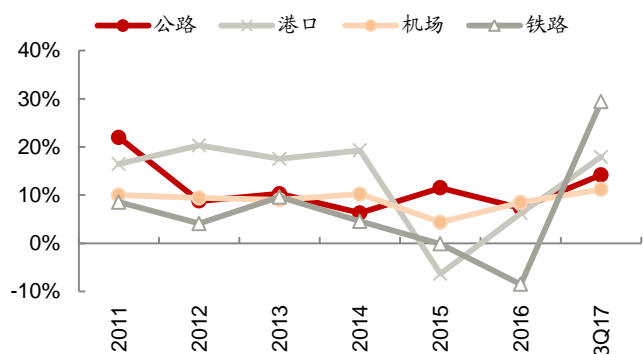
- ▶ **公路治超利好高速公路货车流量增长:** 去年9月21日起, 全国范围开展新一轮标准严格、执行力度强的公路治超, 严厉打击货运超限运输。在全国范围公路货运需求持续增长的大背景下: 1) 公路运输行业此前普遍存在超载现象, 治超导致单车运量减少, 卡车运输频次相应增加, 利好货车流量增长。2) 在治超前, 高速公路对货车计重收费且对超载车辆处罚严格(加倍收费, 最高6倍), 超载车辆存在绕行至监管相对不严格的国道、省道的情况, 地方公路严抓超载后, 货车绕行收益减少, 更为快捷的高速公路吸引力增强。
- ▶ **新高铁网络对公路出行的分流:** 随着“四横四纵”的完成, 东部、中部地区高铁出行网络趋于完善, 高铁与公路客运间的竞争格局已经企稳。近两年新建成的高铁线路和未来的高铁投资计划主要集中于西部地区, 陆续通车后将西部地区, 尤其是西南多丘陵地区的高速公路客车流量形成长期分流压力。

货车收费高带来收入弹性, 公路公司盈利增速加快

高速公路货车全程通行费较客车更高(以沪宁高速为例, 31吨4轴货车收费是小客车的3.5倍), 货车流量高速增长超过客车流量后收入增速加快, 且成本端绝大多数由固定成本构成, 产生盈利弹性。2017年前三季度A股公路板块整体扣非净利润增长18%, 高于2016年同期的14%, 在交运基础设施板块中位于中游。H股公路板块2017年前三季度净利润增长23%, 大幅高于2016年同期的3%和2016年全年的6%。

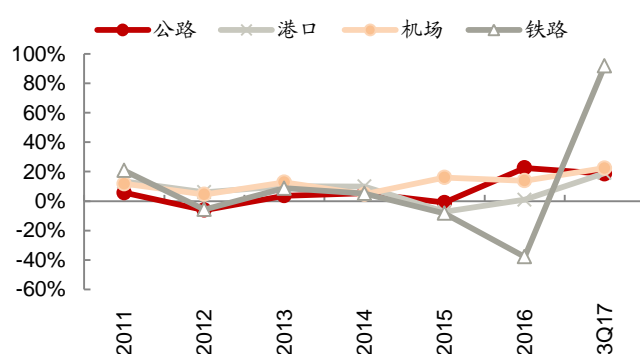


图表 39: A 股交通基础设施板块收入增速



资料来源: 交通部, 中金公司研究部

图表 40: A 股交通基础设施板块扣非净利润增速



资料来源: 交通部, 中金公司研究部

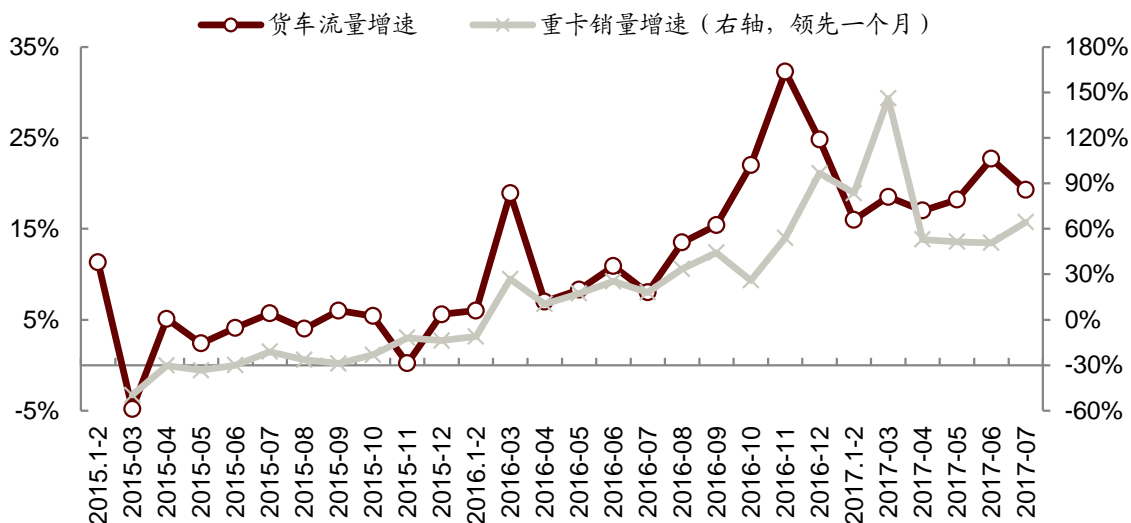
2018 展望: 车流量增长稳定, 路费收入增速区域分化, 关注新收费公路管理条例

车流量增长前景乐观, 东部中部稳定性更好

展望 4Q17~2018 全年高速公路公司基本面, 我们认为强劲的货车流量增长将继续驱动车流量增速, 保持高单位数到低双位数的增长:

- ▶ **宏观经济前景乐观:** 据中金宏观组预测, 2018 年 GDP 增速为 6.9%, 工业增加值增速为 6.5%, 保持了 2017 年预计增速 6.8%/6.8% 的较高水平, 我们认为宏观经济的景气度有望延续, 工业生产的活力将继续促进公路货车流量的增长。
- ▶ **领先指标重卡销量呈现良好趋势:** 重卡销量从去年治超后的 10 月开始加快, 2017 年 10 月重卡销量 9.2 万辆, 同比增长 33%, 1~10 月累计同比增长 70%, 高增长的状态仍在持续。重卡销量是公路货车车流量的先行指标 (领先 1~2 个月), 重卡销量的高增长预示货车车流量仍将保持较快增速。

图表 41: 重卡销量增速为货车车流量增速的领先指标

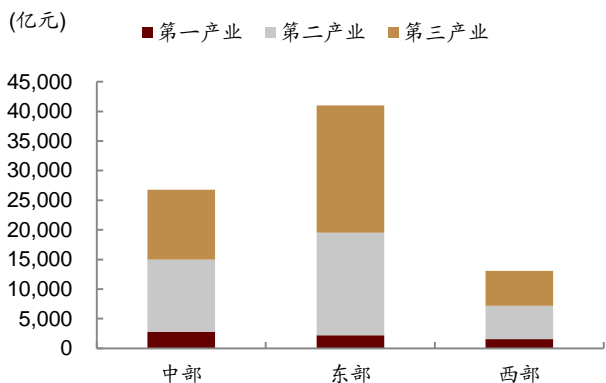


资料来源: 第一商用车网, 中金公司研究部



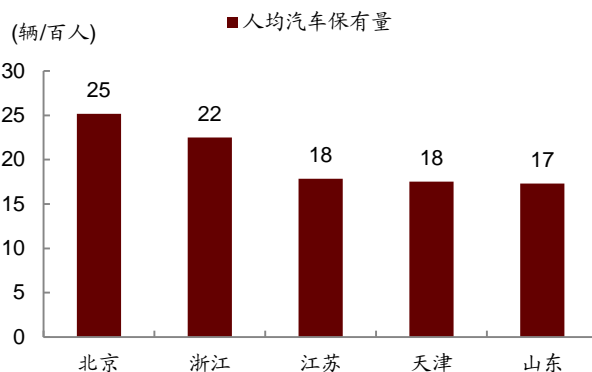
- ▶ **东部、中部发达地区车流量增长潜力和稳定性都更好:** 东部、中部地区第二、三产业相比西部更强,在宏观经济环境良好的情况下货车流量有更好的增长潜力。东部、中部机动车人均保有量更高,排名前五的省份均位于我国东部及中部,排名前五城市中仅成都位于我国西部,且高铁网络已经完善,高铁与公路出行的竞争格局企稳,客车流量可保持稳健的自然增长。

图表 42: 各地区省均 GDP 及结构



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 43: 机动车人均保有量前五的均是东部中部省份



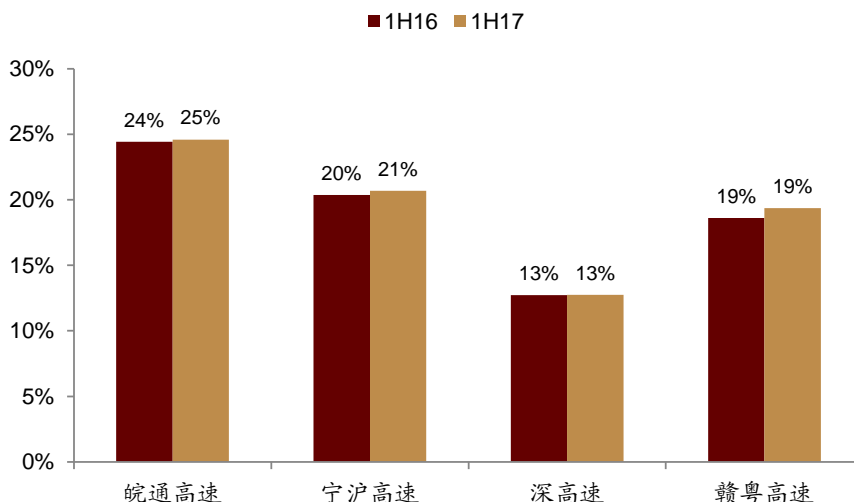
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

各公路公司收入增速表现将有一定分化

车流量的良好增长为通行费收入的增长提供基本的支撑,通行费收入增速的基调将是继续稳中有升,但我们认为对于不同省份的高速公路其增速快慢将有一定分化:

- ▶ **不同地区高速公路车流量结构有差异:** 从披露 1H17 车流量结构的上市公路公司来看,货车占比均有不同程度的提升。我们看到,货车占比较低的深高速(货车流量占比仅 13%)、宁沪高速(货车流量占比 20%)车型结构变化相对较小而货车占比最高的皖通高速(货车流量占比 24%)车型结构变化最大。货车流量占比高的路段收入弹性更大(货车增速超过客车,车型结构继续改善),客车流量占比高的路段增速稳定性更好。

图表 44: 上市公路公司货车占比



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

- ▶ **不同地区货车收费优惠政策影响有差异:** 为响应国家降低社会物流成本的号召,去



年至今年以来，多个省份推出了高速公路货车收费优惠的相关政策。优惠的实施一方面吸引了部分货车流量回流高速公路，另一方面降低了单车路费收入。不同省份从收费优惠力度、适用路产范围、优惠获取条件上都不尽相同，对收入的影响程度各异。

分公司来看：1) **利好深高速：**深高速广东省非全资国有高速公路不适用货车收费优惠、自身收费不降低，但可一定程度上受益于路产连通路段优惠后吸引的车流量增长；2) **宁沪高速受影响很小：**江苏省货车流量中外省籍车辆近半，按江苏省规定，享受优惠需要办理江苏运载证（需要车辆是江苏籍）且超载不能高于 5%（远低于治超标准 30%），因此实际上享受优惠的车辆有限，影响很小；3) **安徽皖通高速利空已出：**过去 95 折优惠基础上，今年皖通高速对于持安徽交通卡车辆的优惠幅度进一步下调到 85 折，今年上半年此项优惠减免额同比增加 5000 万元，但同时折扣也吸引了更多货车流量；4) **浙江沪杭甬费率面临下滑：**浙江省自今年 9 月 1 日起调整高速公路货车计重收费费率，按调整方案装载越重的货车收费下调越多，2018 年高速公路收费平均费率很可能出现同比下滑。

图表 45：江苏、广东、安徽、浙江高速公路收费优惠政策

| 日期 | 部门 | 文件 | 内容 |
|-------------|------------------------------|-----------------------------------|---|
| 2017年6月24日 | 广东省政府 | 《广东省降低制造业企业成本支持实体经济发展的若干政策措施》 | 现行费率及计费规则不变，省内43路段对使用粤通卡的合法货运车辆试行通行费8.5折优惠 |
| 2016年12月22日 | 江苏省政府 | 《省政府关于进一步降低实体经济企业成本的意见》 | 对持江苏省“运政苏通卡”并同时使用该卡缴纳通行费的货车优惠幅度从现有的2%提高到10%，优惠期暂定1年 |
| 2016年6月23日 | 安徽省政府 | 《安徽省人民政府关于降成本减轻实体经济企业负担的实施意见》 | 对享受安徽省ETC卡收费优惠的货车，在现行通行费95折优惠基础上，再给予10个百分点优惠，优惠期暂定3年。 |
| 2016年12月09日 | 浙江省政府 | 《浙江省人民政府关于进一步减轻企业负担降低企业成本的若干意见》 | 从2017年1月1日起，车辆通行费按现行标准优惠3%；调整完善宁波舟山港通行费收费标准，总体费率按递远递减原则进一步降低，从2017年3月1日起实施 |
| 2017年08月30日 | 浙江省交通运输厅 浙江省财政厅 浙江省物价局 | 《浙江省人民政府办公厅关于深化企业减负降低企业成本改革的若干意见》 | 自2017年9月1日零时起，对车货总重5吨至15吨（含）的合法装载货车计重收费费率下调为按0.09元/吨·公里计费（原为按0.09元/吨·公里*1.5线性递减到0.09元/吨·公里计费） |

资料来源：地方政府网站，中金公司研究部

仅从收费公路内生增长的角度，考虑到各高速公路公司折旧方法不同导致的成本端差异，我们 2018 年的排序是安徽皖通高速（平均费率同比趋稳，直线法折旧，路费收入增长将带来利润率提升）>深高速（政府市场化程度高，费率稳定，受益深圳城市圈延伸车流量增长稳定）>宁沪高速（区域经济活性强，车流量增速稳定，费率降幅收窄）>浙江沪杭甬（费率面临同比下滑风险）。

收费公路管理条例预计即将出台，带来长期利好

《收费公路管理条例》自 2004 年颁布以来，在 2013 年和 2015 年分别发布了两次修订征求意见稿，近期有望出台。我们认为修订稿在收费公路期限调整方面态度更加明确，据交通部 2017 年立法计划，“收费公路管理条例（修订）”属于年内完成部内工作或者公布的立法项目，预计近期有望落地。

《条例》出台利好大于利空：1) 政府收费高速路偿债期拟按实际清偿债务所需时间确定（不再确定具体收费期限）；2) 特许经营高速公路经营旗下按照收回投资并有合理回报的原则确定，且公司或可通过大修及改扩建等方式重新确定经营年限；3) 偿债期、经营期结束后实行养护管理收费。总体来看，新的管理条例将保证收费公路的合理回报，提供利好。

2018 年选股策略：重视分红收益，关注低估资产

作为盈利稳定，现金流充裕，分红较高的基础设施板块，在乐观的市场环境下，公路的配置价值体现在两方面：绝对收益属性（适合持仓较长的低风险偏好投资者），估值修复带来的超额收益机会（适合寻求中短期高确定性回报的投资者）。



对于板块选股策略, 有吸引力的分红收益率 (A 股不低于 4.4%, H 股不低于 4.2%) 是选择的首要标准。在此基础上, 关注部分港股公路公司存在价值低估 (主要由于盈利超预期而股价未充分体现) 带来的超额收益机会。

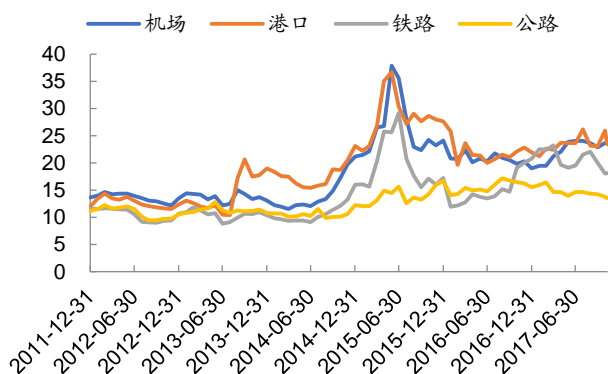
板块首选深高速 A/H (优先 H 股), 推荐宁沪高速 A/H (优先 A 股)、安徽皖通高速 H, 上述三家公司中, 深高速和安徽皖通高速 H 股, 宁沪高速 A/H 股 2018 年预测分红收益率均在 5% 以上。

分红收益是评价公路的最重要指标

从配置价值、估值比较两方面看, 分红收益率都是评价公路公司的核心指标:

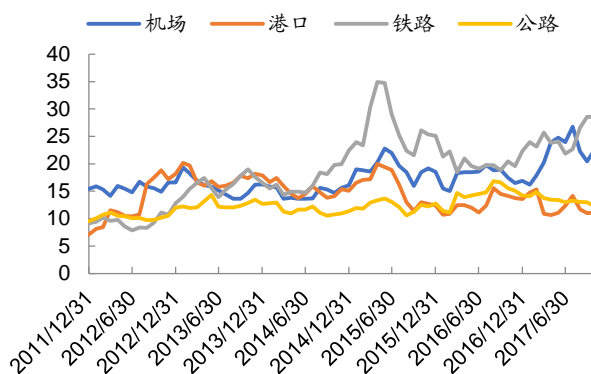
- **公路的绝对回报属性主要体现在分红:** 公路公司主营业务盈利波动性低, 成本的绝大部分是特许经营权的摊销, 现金流好, 分红比例高且稳定。长期持有的情况下, 分红收益基本是可以锁定的投资回报。同时, 即使在各个防御性的基础设施板块中, 公路的估值中枢也是变化最小的, 盈利增长+分红收益基本就等于高确定性、可预期的投资回报率。常态下, 公路公司的内生增速在单位数水平, 而分红收益率通常在 4% 以上, 是投资回报中重要的组成部分。

图表 46: 公路估值中枢变化比其他基础设施小 (A 股)



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 47: 公路估值中枢变化比其他基础设施小 (H 股)

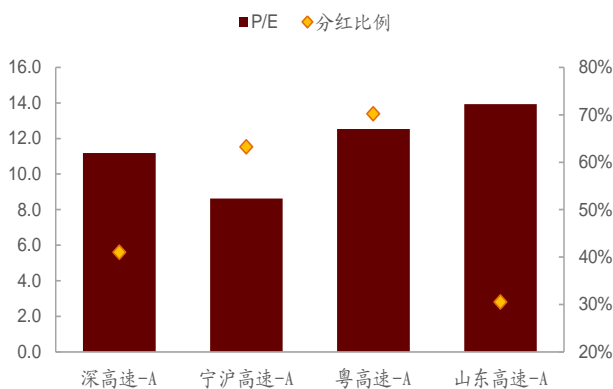


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

- **分红收益率是评价估值最重要指标:** 绝对估值角度来看, 公路公司的通用方法是 DCF 法。但在评价相对估值时, 无论市盈率还是市净率可比性都不强。如果以市盈率评估, 分红比例高的公司存在市场溢价, 且近几年很多公路公司为了防范未来收费公路资产到期收回的风险开展各不相同的多元化经营, 即使从自身历史估值来看可比性也在降低。如果以市净率评估, 公路公司核心资产是收费公路特许经营权, 账面价值不能反映盈利能力; 回归公路公司现金牛的特征, 分红收益率是板块内估值水平比较的有效指标。

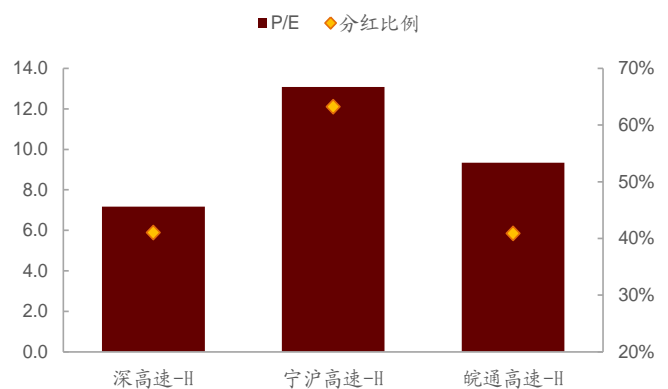


图表 48: A 股公路公司分红比例和估值



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

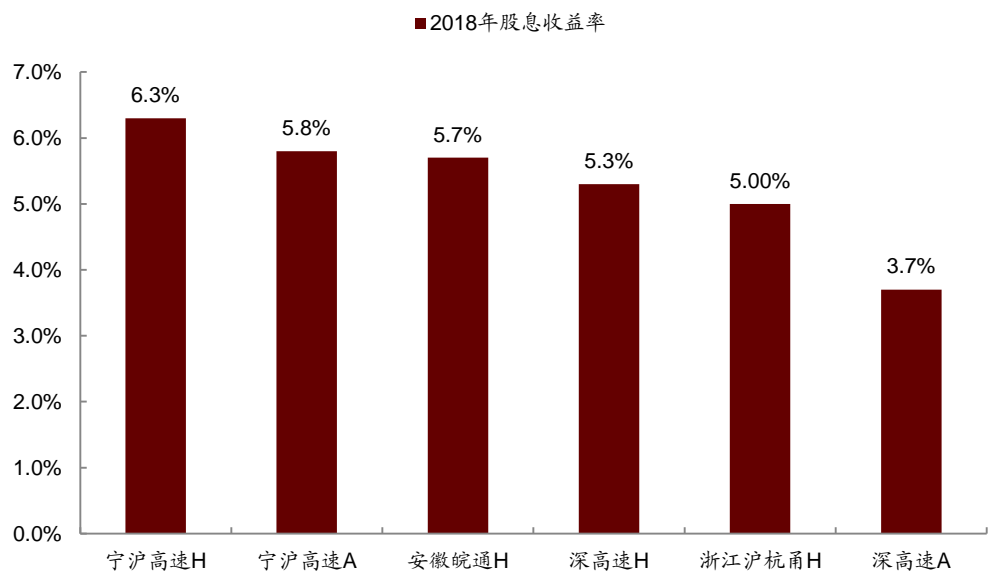
图表 49: H 股分红比例高的公司估值溢价



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

考虑到中金宏观组预测 2018 年十年期国债收益率会进一步提高到 4% (今年预计为 3.7%), 我们认为有竞争力的 A 股公路公司 2018 年分红收益率应不低于 4.4% (扣税后对应 4% 投资收益率), H 股公司在 4.2% (扣税后对应 3% 投资收益率)。

图表 50: 中金覆盖公路公司 2018 年预测股息收益率对比



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

推荐宁沪高速 A/H (600377.SH/177.HK): 优质资产, 高分红

车流量增速稳定, 车流量结构持续改善: 公司核心路产沪宁高速 1~3 季度日均车流量增速 8.1%, 与上半年增速持平, 但日均收入增速由 4.3% 提升至 4.8%, 主要由于货车占比从 21.2% 提高至 22.1%, 且明显高于去年同期的 20.8%, 货车收费更高, 其流量增长可带来盈利弹性。公司其他主要路段中的宁连高速、宁常高速、镇溧高速车流量增长显著, 1~3 季度车流量增速分别为 17%、18%、17%。

房地产业务全年预计符合预期: 上半年公司预售规模为 2.5 亿元, 三季度结转规模仅为 2900 万元, 预售到结转的历史周期平均为半年左右, 我们预计四季度收入将明显高于三季度, 全年房地产收入达 6.2 亿元, 毛利润贡献 2.5 亿元。

静待服务区外包释放经营效益: 2016 年公司确定了 6 个服务区经营模式改革方案, 目前



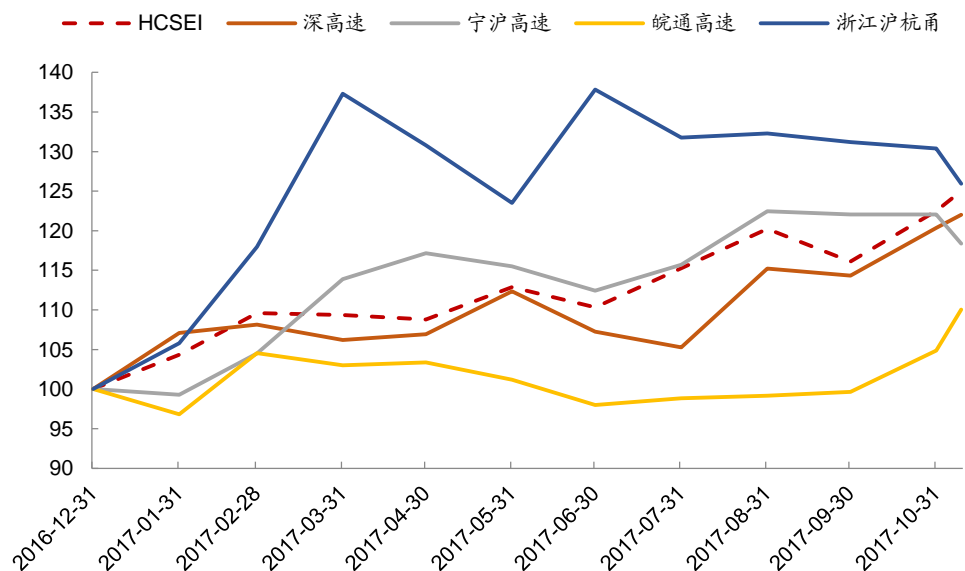
已完成梅村(2016年12月)、黄栗墅和仙人山(2017年5月)的3个服务区的外包招标工作,租金总额分别为6年2.8亿元、1.3亿元和1.4亿元。服务区外包明显提升配套业务经营效益,该业务收入统计口径由餐饮商品零售收入改为租赁收入,收入规模虽同比下降1.1%,毛利率有所提升,整体收益提高。

我们预计公司2017/2018年盈利分别为37.33/40.47亿元,同比增长11.6%/8.4%,目前A/H股估值对应12.0/11.2倍2018年市盈率,股息收益率为5.8%/6.3%,分红高,维持A/H股推荐评级和11.49元和13.25港元的目标价。

关注被低估H股公路公司的超额收益机会

今年以来,盈利上调和估值的温和扩张推动了港股市场整体的上行行情,在市场升温过程中,公路板块公司股价表现不尽相同。浙江沪杭甬跑输大盘0.9ppt;宁沪高速H股跑输大盘6.6ppt;深圳高速H股跑输大盘3ppt;安徽皖通高速H股跑输大盘14.9ppt。跑输大盘的深高速和安徽皖通高速股价存在低估(股价未能充分反映盈利增长),2018年有望产生超额收益。

图表 51: 2017 中金覆盖 H 股公路公司表现与大盘对比



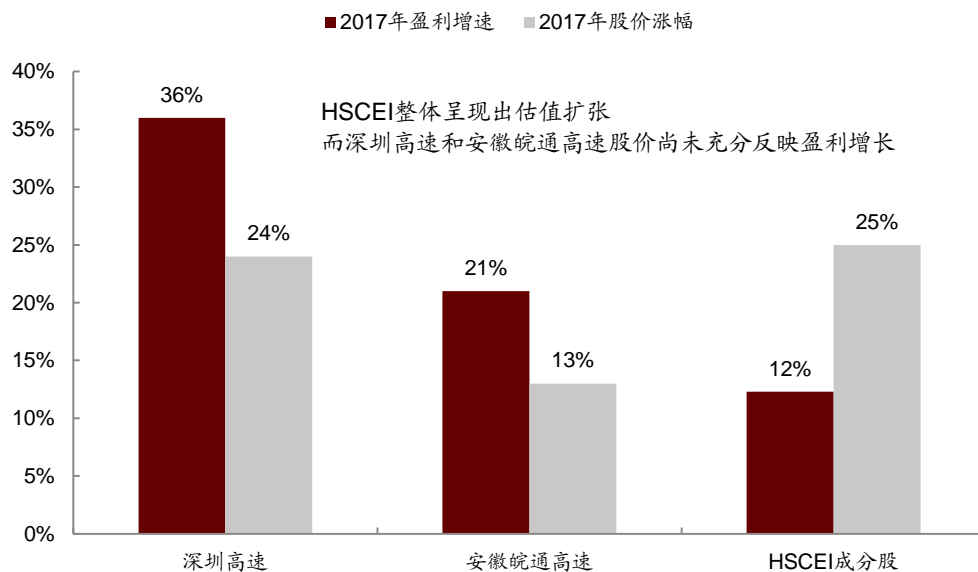
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

其中深圳高速盈利增长的持续性更好(梅林关项目+外环高速,资产池可持续扩张);安徽皖通高速预期差更大(可能最直接受益新收费公路管理条例,合宁扩建或转利空为利好)。

- ▶ **2016 年末深圳高速和安徽皖通高速处于估值低点:** 由于事件性原因,2016 年末市场对深圳高速(股权激励计划两次未通过 H 股股东大会)和安徽皖通高速(公布合宁高速改扩建工程计划但很可能无法延长收费年限)预期很低,两公司 H 股估值也降至低点(TTM 市盈率年内分别萎缩 27%/9%)。
- ▶ **今年股价表现尚不足以反映 2017 年 EPS 增长:** 根据我们预测,深圳高速和安徽皖通高速 2017 年盈利增速分别可达到 36%和 21%(无一次性因素),即使不考虑 H 股市场整体估值的扩张,两家公司股价 2017 年以来的表现(分别上涨 24%和 13%)也尚不足以反映盈利增长对 EPS 的提升。



图表 52: 深高速和皖通高速股价表现弱于盈利增长



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

- **2018年基本面前景乐观, 不乏催化剂:** 我们预计2018年深圳高速和安徽皖通高速盈利增速分别可达到16%/12%, 盈利将继续支撑股价的稳定上涨。同时, 两家公司股价不乏催化剂在前: **1) 深圳高速:** 梅林关土地开发的加速, 长效激励机制的推出; **2) 安徽皖通高速:** 收费公路管理条例推出后收益最明显, 扩建中的合宁高速有望顺利延长年限, 转利空为利好且大幅提升DCF估值。

推荐深高速 A/H (600548.SH/548.HK): 盈利确定性高增速, 梅林关项目价值将释放

2017~2018年盈利增速可观, 长期增长稳健: 1) 收费公路主业长期稳定增长: 公司大量路产位于深圳市区内, 城市发展带来的区位优势持续加强, 主要路段车流量增长稳中有升, 客车流量为主, 结构稳定, 1~9月累计车流量增速11.2%高于去年同期的9.7%和2016年全年的10%。我们估计路费收入内生增长约为10%, 同时通行费收入增速与车流量增速将逐步趋同; 2) 投资益常项目, 增持武黄项目全年增厚盈利1.2亿元(不考虑资金成本); 3) 投资德润项目全年预计贡献盈利1.2亿元。

环保产业投资贡献稳定回报: 1) 2017年5月公司完成对德润环境20%股权的收购, 预计2017/18年贡献盈利约1.2/2.2亿元, 1H17德润环境已贡献投资收益1800万元, 预计2H17贡献投资收益1亿元, NAV法估值对应1.26元/股, 未来将持续贡献稳定回报; 2) 增资深圳水规院, 为公司转型环保业务提供专业技术资源, 累积环保管理经验及相关人才。长期看, 公司将稳步推进环保产业转型, 借德润和水规院的平台继续切入新环保产业领域, 探索新的利润增长点。

2019~2020梅林关和外环项目逐步兑现价值: 1) 梅林关项目分3~5年贡献盈利: 项目代建签约仪式已经举行, 代建方确定为万科。按我们测算, 梅林关项目总价值25亿元(15亿元土地增值、5.3亿元住宅开发价值、4.7亿元办公开发价值), 对应每股1.15元, 预计2019年贡献盈利1.8亿元; **若公司在2018年跟随大股东一起转让部分梅林关项目股权, 有望贡献5-10亿元利润。** 2) 外环项目长期利好: 预计2020年通车后车流量达3.5万辆/日, EBIT达2.2亿元, 成熟期车流量12万辆/日, 年净利润达7亿元, 项目总价值45亿元, 对应2.08元/股。

我们预计公司2017/2018年盈利增速36%/16%(今年前三季度已实现4.7亿元, 同比增长41.5%), 其中收费公路2017年收入为42.2/46.4亿元, 同比增长15%/10%, 委托管理服务、广告收入业务同比持平, 德润环境2017/2018年预计分别贡献1.2/2.2亿元投资收益。目前A/H股估值对应11.1/7.7倍2018年市盈率(未计入梅林关及外环高速项目收



益), 股息收益率为 3.7%/5.3%, 维持 A/H 股推荐评级和 11.91 元 (高速公路 DCF 估值+德润环境 NAV+梅林关 NAV+外环项目 NAV) 和 10.18 港元 (高速公路 DCF 估值+德润环境 NAV 估值) 的目标价。需要注意的是, 如果梅林关项目股权转让带来 2018 年 5-10 亿元盈利的话, 则股息率将提升至 6.7%~8.2%。

推荐安徽皖通高速 H (995.HK): 公路主业稳增长, 关注合宁高速改扩建

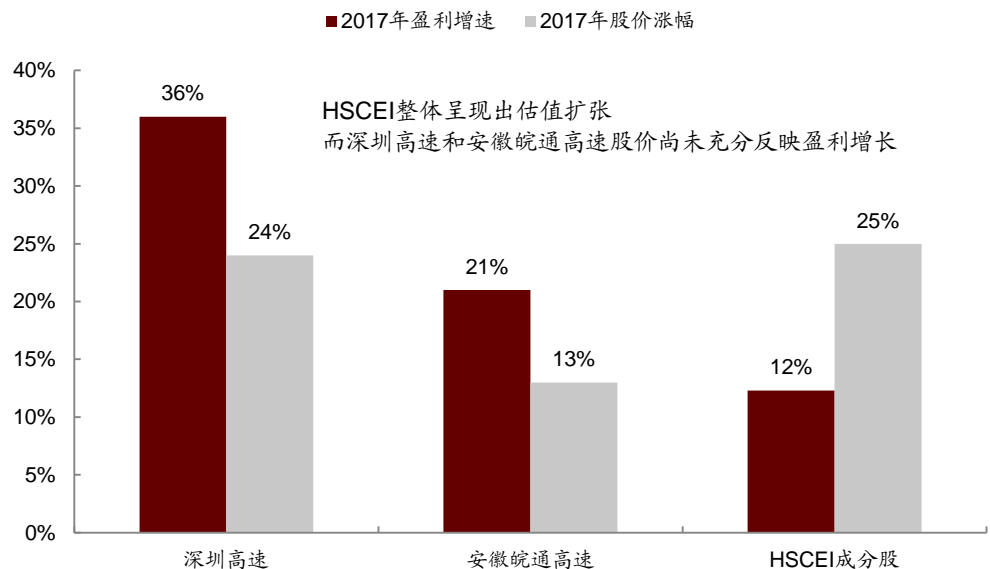
车流量增速稳定: 1~3 季度, 总车流量增长 14.2%, 其中宁宣高速的车流量同比增长 49%, 路费收入增长 55%。宣广高速、高界高速、广祠高速、合宁高速、连霍公路安徽段均保持稳定增长, 车流量同比分别增长 11%、16%、16%、11%、15%, 路费收入增长 8%、15%、15%、6%、23%。公司 1~3 季度路费总收入同比增长 11.4%。

盈利弹性更好: 安徽皖通高速货车占比 25%, 高于宁沪高速和深高速, 货车流量如果继续强劲增长路费收入增速会更快, 且公司采取的是直线折旧法, 毛利率有望提高。

关注合宁高速公路改扩建: 公司将在 2018 年底前将合宁高速延长 89 公里, 扩建至双向八车道, 据我们估计, 项目投资总额为 63.8 亿元。若合宁高速改扩建项目完成收费期限在原收费基础上延长 17 年 (最好情况), 则改扩建项目的 NAV 估值达 36 亿元。目前市场对合宁高速收费能够延长年限的预期很低, 如果收费公路管理条例公布, 很可能对收费公路年限核定给出机制, 合宁高速收费年限延长的可能性将大大提高。

我们维持 2017 年盈利预测 11.25 亿元, 上调公司 2018 年盈利 4.8%至 12.60 亿元, 2017/2018 盈利同比增长 20.6%/12.0%, 对应每股盈利 0.68/0.76 元, 目前股价估值对应 7.2 倍 2018 年市盈率, 维持推荐评级和 7.9 港元的目标价。

图表 53: 深高速和皖通高速股价表现弱于盈利增长



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



图表 54: 皖通高速盈利预测调整

| 人民币百万元 | | 2017E | 2018E |
|--------|--------|-------|-------|
| 收入 | 调整前 | 3,443 | 3,638 |
| | 调整后 | 3,443 | 3,722 |
| | (+/-%) | 0.0% | 2.3% |
| 净利润 | 调整前 | 1,125 | 1,202 |
| | 调整后 | 1,125 | 1,260 |
| | (+/-%) | 0.0% | 4.8% |
| EPS | 调整前 | 0.68 | 0.72 |
| | 调整后 | 0.68 | 0.76 |
| | (+/-%) | 0.0% | 4.8% |

资料来源: 中金公司研究部

图表 55: 可比公司估值表

| 公司 | 股票代码 | 币种 | 股价 | P/E (X) | | | | P/B (X) | | | | ROE (%) | | | | 分红收益率 (%) | | | | CAGR 15~17 | PEG 17E |
|-------------------------------|-----------|-----|-------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| | | | | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | | |
| A股高速公路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 深高速* | 600548.SH | RMB | 9.41 | 13.2 | 17.5 | 12.9 | 11.1 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 12.8 | 9.3 | 12.1 | 13.1 | 3.6 | 2.3 | 3.2 | 3.7 | 1% | 11.0 |
| 皖通高速* | 600012.SH | RMB | 13.90 | 24.6 | 24.7 | 22.4 | 20.2 | 2.8 | 2.7 | 2.5 | 2.3 | 11.6 | 10.8 | 11.0 | 11.4 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 2.0 | 5% | 4.8 |
| 宁沪高速* | 600377.SH | RMB | 9.65 | 19.4 | 14.5 | 13.0 | 12.0 | 2.4 | 2.2 | 2.0 | 1.9 | 12.1 | 15.7 | 16.2 | 16.3 | 4.1 | 4.4 | 5.4 | 5.8 | 22% | 0.6 |
| 四川成渝 | 601107.SH | RMB | 4.43 | 13.6 | 13.0 | 18.5 | 15.8 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 | 8.2 | 8.1 | 5.4 | 6.1 | 1.8 | 2.5 | 1.8 | 2.0 | -14% | n.m. |
| 楚天高速 | 600035.SH | RMB | 5.39 | 18.0 | 20.0 | 15.2 | 13.1 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 1.5 | 11 | 9.3 | 11.7 | 12.3 | 1.7 | 1.9 | n.a. | n.a. | 9% | 1.7 |
| 五洲交通 | 600368.SH | RMB | 5.64 | -49.0 | 21.2 | n.a. | n.a. | 1.6 | 1.6 | n.a. | n.a. | -3.3 | 7.6 | n.a. | n.a. | 0.0 | 1.4 | n.a. | n.a. | n.m. | n.m. |
| 山东高速* | 600350.SH | RMB | 6.03 | 10.8 | 9.4 | 9.0 | 8.8 | 1.3 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 12.2 | 12.9 | 12.2 | 11.4 | 3.0 | 3.3 | 3.6 | 3.6 | 9% | 1.0 |
| 赣粤高速 | 600269.SH | RMB | 5.24 | 17.5 | 11.9 | 13.3 | 13.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 5.6 | 7.6 | 6.5 | 6.6 | 2.9 | 2.9 | 3.0 | 3.1 | 14% | 0.9 |
| 现代投资 | 000900.SZ | RMB | 6.25 | 16.7 | 11.6 | 10.1 | 7.8 | 1.4 | 1.2 | n.a. | n.a. | 8.4 | 11.2 | 12.2 | n.a. | 0.4 | 0.5 | n.a. | n.a. | 29% | 0.3 |
| 粤高速 | 000429.SZ | RMB | 8.01 | 21.6 | 15.4 | 11.2 | 12.1 | 1.7 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 8.6 | 12.1 | 17.7 | 15.6 | 1.9 | 4.2 | 6.2 | 5.6 | 39% | 0.3 |
| 福建高速 | 600033.SH | RMB | 3.73 | 18.6 | 15.2 | 13.8 | 13.8 | 1.3 | 1.2 | n.a. | n.a. | 7.0 | 8.2 | 8.8 | n.a. | 2.7 | 4.0 | 2.4 | 0.3 | 16% | 0.9 |
| 东莞控股 | 000828.SZ | RMB | 11.80 | 15.0 | 14.8 | 14.2 | 12.8 | 2.7 | 2.4 | n.a. | n.a. | 19.0 | 17.1 | 16.9 | n.a. | 2.5 | 2.5 | n.a. | n.a. | 3% | 5.1 |
| 中原高速 | 600020.SH | RMB | 5.15 | 10.1 | 24.6 | n.a. | n.a. | 1.3 | 1.3 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | 3.1 | 1.7 | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| 平均值 | | | | 15.5 | 17.5 | 13.6 | 12.5 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 9.7 | 11.0 | 11.9 | 11.6 | 2.1 | 2.4 | 3.4 | 3.3 | 7% | 2.0 |
| 中值 | | | | 17.1 | 15.3 | 13.2 | 12.5 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 11.2 | 10.8 | 12.1 | 11.4 | 2.2 | 2.4 | 3.2 | 3.6 | 14% | 0.9 |
| H股高速公路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| 深高速* | 548.HK | HKD | 7.89 | 9.2 | 13.2 | 9.3 | 7.7 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 12.8 | 9.3 | 12.1 | 13.1 | 5.2 | 3.1 | 4.4 | 5.3 | 0% | n.m. |
| 皖通高速* | 995.HK | HKD | 6.54 | 9.7 | 10.4 | 8.3 | 7.2 | 1.2 | 1.2 | 0.9 | 0.8 | 11.9 | 11.1 | 12.4 | 12.8 | 4.2 | 3.9 | 5.0 | 5.7 | 8% | 1.0 |
| 宁沪高速* | 177.HK | HKD | 10.82 | 18.2 | 14.6 | 12.5 | 11.2 | 2.3 | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 12.1 | 15.7 | 16.2 | 16.3 | 4.3 | 4.3 | 5.6 | 6.3 | 21% | 0.6 |
| 四川成渝 | 107.HK | HKD | 3.02 | 7.7 | 7.9 | 11.3 | 9.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 | 6.8 | 7.2 | 4.9 | 5.5 | 2.2 | 3.3 | 2.3 | 2.7 | -17% | n.m. |
| 越秀交通 | 1052.HK | HKD | 5.70 | 14.9 | 9.3 | 9.4 | 8.9 | 0.9 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 5.2 | 9.3 | 8.8 | 9.0 | 3.4 | 4.6 | 4.9 | 5.3 | 26% | 0.4 |
| 浙江沪杭甬* | 576.HK | HKD | 9.39 | 11.4 | 12.0 | 11.2 | 10.4 | 2.0 | 2.0 | 1.8 | 1.6 | 14.8 | 15.5 | 15.0 | 14.8 | 4.2 | 4.0 | 4.7 | 5.0 | 1% | 22.3 |
| 合和公路 | 737.HK | HKD | 4.75 | 23.4 | 25.6 | 21.8 | 21.8 | 1.7 | 1.8 | 2.0 | 2.4 | 6.0 | 6.6 | 8.9 | 10.1 | 2.9 | 3.1 | 3.4 | 3.3 | 4% | 6.0 |
| 平均值 | | | | 13.5 | 13.3 | 12.0 | 11.0 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 10.4 | 11.2 | 12.2 | 12.7 | 3.8 | 3.8 | 4.3 | 4.8 | 6% | 1.9 |
| 中值 | | | | 11.4 | 12.0 | 11.2 | 9.7 | 1.2 | 1.2 | 1.1 | 1.0 | 12.0 | 10.2 | 12.3 | 13.0 | 4.2 | 3.9 | 4.7 | 5.3 | 1% | 22.3 |
| 国际高速公路上市公司 | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |
| SIAS SpA | SIS IM | EUR | 13.98 | 21.0 | 22.5 | 17.0 | 14.7 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.4 | 8.8 | 7.7 | 9.4 | 10.2 | 1.0 | 1.3 | 2.5 | 2.8 | 11% | 1.5 |
| Abertis Infraestructuras, S.A | ABE SM | EUR | 18.41 | -21.7 | 21.0 | 18.7 | 16.1 | 5.6 | 5.1 | 4.9 | 4.5 | -26.3 | 25.4 | 26.7 | 28.9 | 3.6 | 4.0 | 4.2 | 4.5 | n.m. | n.m. |
| CCR | CCR03 BZ | BRL | 16.29 | 32.9 | 32.7 | 19.2 | 15.6 | 7.6 | 7.4 | 4.4 | 4.1 | 24.1 | 22.9 | 28.5 | 26.8 | 3.3 | 2.6 | 3.5 | 4.9 | 31% | 0.6 |
| Autostrada To-M | AT IM | EUR | 23.24 | 18.3 | 21.2 | 16.0 | 12.2 | 1.3 | 1.3 | 2.1 | 2.0 | 7.1 | 6.1 | 9.9 | 16.6 | 1.9 | 1.9 | 2.1 | 2.4 | 7% | 2.3 |
| Lingkar Trans | LTK MK | MYR | 5.77 | 21.5 | 17.2 | 12.4 | 13.0 | 5.5 | 5.0 | 4.1 | n.a. | 26.6 | 30.4 | 36.3 | 31.6 | 3.5 | 4.3 | 4.3 | 4.5 | 32% | 0.4 |
| 平均值 | | | | 9.8 | 20.5 | 16.0 | 14.0 | 3.6 | 3.3 | 3.2 | 2.6 | 4.1 | 17.4 | 20.6 | 21.9 | 2.5 | 2.9 | 3.3 | 3.5 | -22% | n.m. |
| 中值 | | | | 19.6 | 21.1 | 16.5 | 13.8 | 3.7 | 3.3 | 3.1 | 2.0 | 8.0 | 16.6 | 18.3 | 22.8 | 2.7 | 3.0 | 3.3 | 3.6 | 9% | 1.8 |

*数据为中金预测, 其他为市场预测数据, 来自彭博资讯和Wind

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股份有限公司（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，但中国国际金融股份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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。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。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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

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、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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告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。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告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”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。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。

本报告由受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”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将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，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的相关个股报告。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

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

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

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。

V160908
编辑：樊荣



北京

中国国际金融股份有限公司
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

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市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

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

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

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

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

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
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

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

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

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

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

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

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

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

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

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

