

近年业绩景气高点已过

研究结论

- 公司新近公布了 2 月份经营数据, 2 月份济青高速通行费收入同比增长 10.78%, 在经历了几个月的同比下降后有所反弹, 主要原因是去年春节月份和今年春节月份的错位, 造成了同比基数的不同; 间隙日均车流同比增长 4.51%, 其增长幅度小于通行费的增长, 单车的收入有所提升。
- 黄河二桥 2 月份通行费收入同比下降 23.39%, 延续了 1 月份以来的大幅同比下降
- 从环比数据来看, 济青高速和黄河二桥通行费收入去年下半年环比开始下降, 但是波动的幅度要小于同比的影响。
- 从车型结构来看, 排除 1、2 月份春节因素的影响, 小车比重呈现上升趋势, 大型车比重下降, 我们认为, 宏观经济层面的影响货车影响较大, 一个直接的后果是单车收入下降。
- 我们认为黄河二桥 09 年以来同比数据的大幅度下降与黄河三桥的开通具有一定的关系, 从地理位置上来看, 三桥的开通将缩短过境车辆前往山东东部的距离, 随着更多行人对道路的熟悉, 其对二桥的分流仍将持续。
- 整体上我们认为 08 年上半年是山东高速近几年业绩的高点, 宏观经济层面的影响仍然没有消除, 陆续的大股东注入资产取得成本偏高, 削弱了公司整体的盈利能力, 黄河三桥的开通对黄河二桥的车流形成负面的影响, 济莱高速路产的成熟还需要时间。
- 我们预计公司 08—09 年每股收益分别为 0.36、0.39 元, 目前股价 5.03 元, 08 和 09 年动态市盈率分别为 13.82X 和 12.91X, 维持“中性”评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

徐捷

交通运输行业资深分析师

8621-63325888 × 6065

xujie@orientsec.com.cn

MSN: jackxujie@hotmail.com

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (维持)

股价 (2009 年 3 月 23 日) 5.03 元

目标价格 (6 个月) 5.28 元

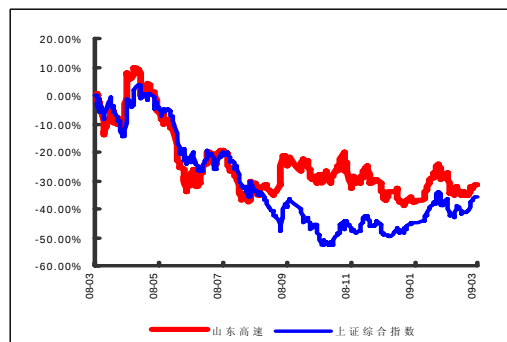
总股本/A 股 (万股) 336380/ 66660

国家/地区 中国

行业 路桥

报告日期 2009 年 3 月 24 日

股价表现



财务预测

	2007A	2008E	2009E
主营业务收入 (百万)	3153.79	3350.68	3954.48
主营业务利润 (百万)	1692.03	1634.08	1749.37
净利润 (百万)	1163.29	1226.50	1312.02
EBITDA (百万)	2021.78	2191.46	2478.91
每股收益 (元)	0.35	0.36	0.39
每股经营现金流 (元)	0.45	0.44	0.66
市盈率(X)	14.53	13.82	12.91
净资产收益率%	14.00%	13.58%	13.49%

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

相关研究报告

《山东高速收购许禹高速事件点评》	2008.09.08
《关注新的资产收购的动向》	2007.08.23
《千呼万唤始出来, 犹抱琵琶半遮面——山东高速收购京福高速齐北段点评》	2008.07.23
《济青保持快速增长, 济德注入仍需时间》	2007.11.30
《计重收费正面影响低于预期》	2006.07.26

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

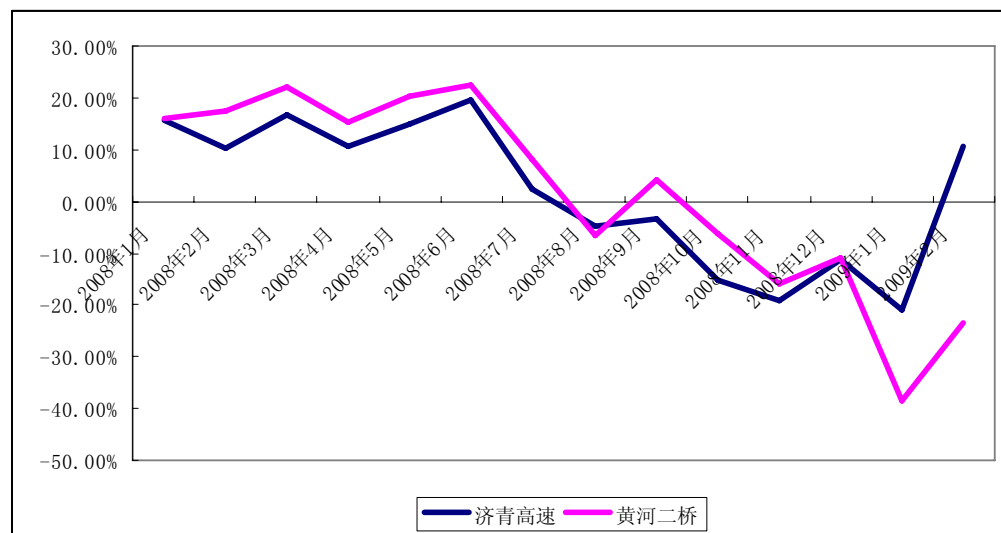
敬请参阅最后一页之重要声明。

月度同比数据有所反弹

公司新近公布了2月份经营数据，2月份济青高速通行费收入同比增长10.78%，在经历了几个月的同比下降后有所反弹，主要原因是去年春节月份和今年春节月份的错位，造成了同比基数的不同；间隙日均车流同比增长4.51%，其增长幅度小于通行费的增长，单车的收入有所提升。

黄河二桥2月份通行费收入同比下降23.39%，延续了1月份以来的大幅同比下降。

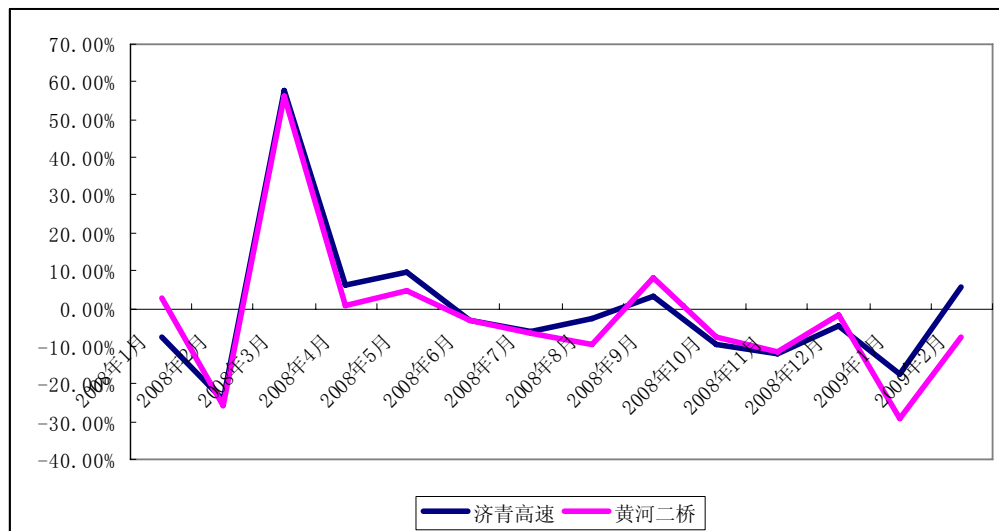
图1：公司主要路产08年1月-09年2月月度通行费收入同比增速



资料来源：、东方证券研究所

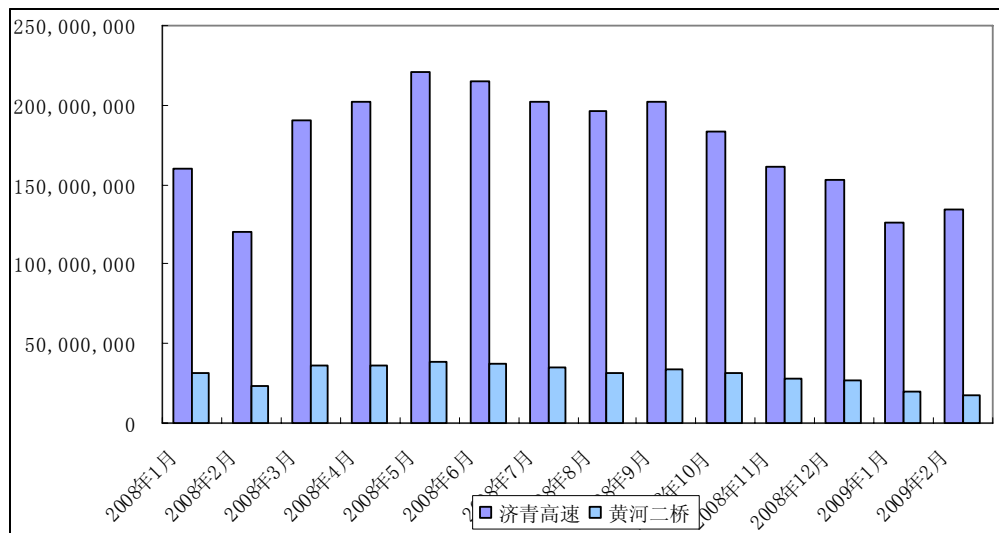
从环比数据来看，济青高速和黄河二桥通行费收入去年下半年环比开始下降，但是波动的幅度要小于同比的影响。

图 2：公司主要路产 08 年 1 月-09 年 2 月月度通行费收入环比增速



资料来源：、东方证券研究所

图 3：济青高速和黄河二桥 08 年 1 月-09 年 2 月月度通行费收入



资料来源：、东方证券研究所

从车型结构来看，排除 1、2 月份春节因素的影响因素，小车比重呈现上升趋势，大型车比重下降，我们认为，宏观经济层面的影响货车影响较大，一个直接的后果是单车收入下降。

表 1：济青高速车型结构变化趋势

时间	间隙车流量 (日/辆)	(车型比例)					
		一型	二型	三型	四型	五型	其它型
2009 年 2 月	33559	60.5%	8.9%	7.6%	4.3%	18.3%	0.4%
2009 年 1 月	40800	66.5%	7.7%	6.5%	3.6%	15.1%	0.5%
2008 年 12 月	33688	59%	9.5%	7.1%	4.5%	19.6%	0.2%
2008 年 11 月	31510	58.6%	9.5%	7.2%	4.6%	19.7%	0.4%
2008 年 10 月	42440	60.2%	9.2%	6.8%	4.5%	19%	0.3%
2008 年 9 月	39648	60.2%	9.1%	6.1%	4.2%	20.2%	0.3%
2008 年 8 月	42299	58.4%	8.9%	6.2%	4.4%	20.8%	1.3%
2008 年 7 月	42918	56.8%	8.8%	6.0%	4.6%	22.7%	0%
2008 年 6 月	42082	54.6%	9.3%	6.3%	5.1%	24.2%	0.6%
2008 年 5 月	45058	53.8%	8.9%	6.1%	4.6%	22.5%	4.1%
2008 年 4 月	42348	56.9%	9.3%	6.3%	5.0%	21.6%	0.9%
2008 年 3 月	39426	58.1%	9.6%	6.5%	5.1%	20.3%	0%
2008 年 2 月	32112	67%	7.3%	7.5%	4.2%	13.6%	0.1%
2008 年 1 月	32813	61.8%	9.0%	6.4%	5.1%	17.5%	0.2%

资料来源：、公司资料

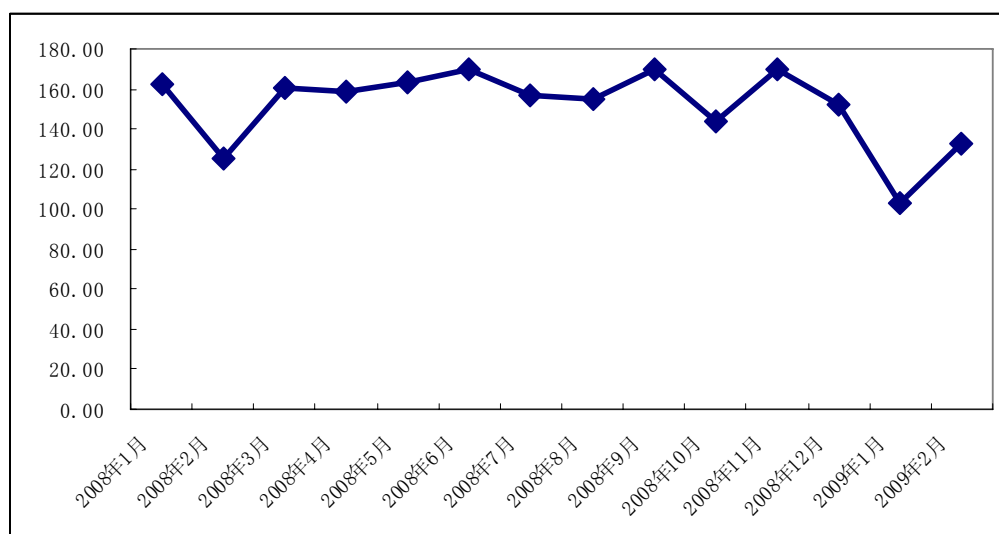
表 2：黄河二桥车型结构变化趋势

时间	间隙车流量 (日/辆)	(车型比例)					
		一型	二型	三型	四型	五型	其它型
2009 年 2 月	56710	17887043	53.6%	6.2%	10.0%	11.7%	18.6%
2009 年 1 月	73636	19335345	61.5%	5.5%	8.2%	9.7%	15.1%
2008 年 12 月	61223	27243117	42.0%	7.2%	8.7%	12.1%	30.0%
2008 年 11 月	66307	27711035	40.7%	7.1%	8.9%	14.3%	29.1%
2008 年 10 月	74214	31270084	43.3%	7.0%	8.6%	12.9%	28.1%
2008 年 9 月	73972	33875798	41.8%	7.2%	8.7%	12.8%	29.4%
2008 年 8 月	74037	31309174	41.3%	7.2%	9.2%	13.2%	29.2%
2008 年 7 月	80572	34575302	38.9%	7.0%	8.6%	13.3%	32.2%
2008 年 6 月	81109	37100988	36%	7.2%	8.4%	14.5%	33.8%
2008 年 5 月	86921	38366234	36.9%	7.3%	8.3%	15.4%	32.1%
2008 年 4 月	73866	36724072	39%	7.3%	8.5%	16.1%	29.1%

2008 年 3 月	67298	36428251	36.9%	7.6%	9.1%	17.4%	28.9%
2008 年 2 月	68747	23347773	53.0%	5.1%	10.4%	11.9%	19.6%
2008 年 1 月	37036	31374535	41.7%	6.8%	9.2%	16.0%	26.3%

资料来源：、公司资料

图 4：济青高速月度单车收入变化趋势



资料来源：、东方证券研究所

黄河三桥将对二桥车流产生一定负面影响

我们认为黄河二桥 09 年以来同比数据的大幅度下降与黄河三桥的开通具有一定的关系，济南黄河三桥为济南绕城高速公路大北环中的一段，也是国家高速公路网青岛至银川在济南境内的重要路段。黄河三桥为独塔双索面斜拉式大桥，桥塔采用倒 Y 形索塔设计，共设 96 根斜拉索，呈空间双索面扇形分布，大桥全长 4473.04 米，采用高速公路标准，双向八车道，该桥主桥规模在目前同类桥梁中位居世界第二、亚洲第一，达到了世界先进水平。立交方式跨越黄河大坝方案，也开创了黄河大桥建设史上的先河。该桥于 2005 年开工建设，08 年底建成通车。

图 5：黄河三桥地理位置图



注：图中虚线过黄河段为三桥

资料来源：、东方证券研究所

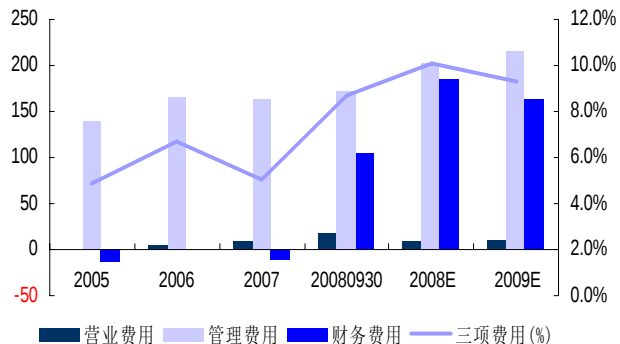
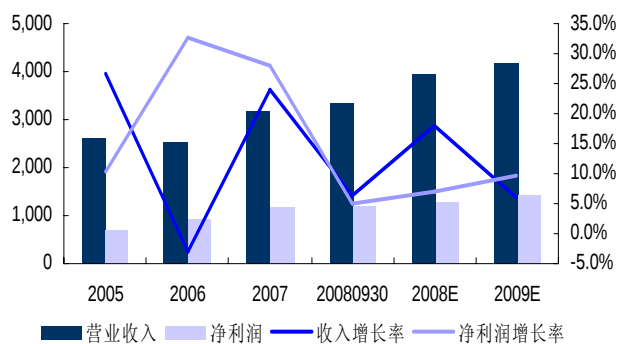
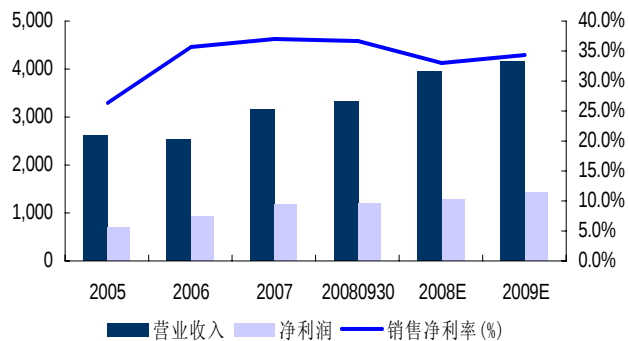
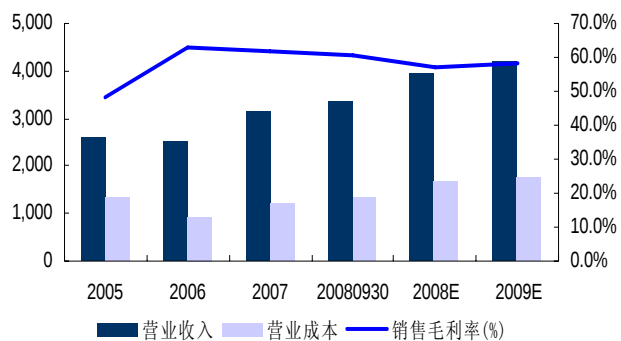
从地理位置上来看，三桥的开通将缩短过境车辆前往山东东部的距离，随着更多行车人对道路的熟悉，我们认为其对二桥的分流仍将持续。

整体业绩高点已过

整体上我们认为 08 年上半年是山东高速近几年业绩的高点，宏观经济层面的影响仍然没有消除，陆续的大股东注入资产取得成本偏高，削弱了公司整体的盈利能力，黄河三桥的开通对黄河二桥的车流形成负面的影响，济莱高速路产的成熟还需要时间。

我们预计公司 08-09 年每股收益分别为 0.36、0.39 元，目前股价 5.07 元，08 和 09 年动态市盈率分别为 13.82X 和 12.91X，维持“中性”评级。

图 6：公司财务指标变化趋势



资料来源：东方证券研究所

表 3：山东高速盈利预测和财务指标

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1629	1659	1680	1692	营业收入	3154	3351	3954	4187
现金	1469	1488	1478	1478	营业成本	1205	1325	1690	1758
应收账款	8	10	13	12	营业税金及附加	97	103	121	128
其它应收款	135	143	166	178	营业费用	8	17	10	10
预付账款	5	6	7	8	管理费用	162	172	203	215
存货	11	12	16	16	财务费用	-10	103	185	164
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	10029	11909	13433	12909	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	28	30	29	29	投资净收益	-1	3	4	4
固定资产	9142	11030	12818	12358	营业利润	1692	1634	1749	1915
无形资产	696	634	572	509	营业外收入	23	17	0	0
其他	162	215	14	14	营业外支出	4	16	0	0
资产总计	11658	13567	15113	14602	利润总额	1710	1635	1749	1915
流动负债	2979	3507	4353	3061	所得税	547	409	437	479
短期借款	100	1452	2109	695	净利润	1163	1227	1312	1436
应付账款	724	555	801	876	少数股东损益	-1	2	1	1
其他	2155	1499	1442	1489	归属于母公司净利润	1165	1224	1311	1435
非流动负债	342	1022	1022	1022	EBITDA	2022	2191	2479	2671
长期借款	0	750	750	750	EPS (元)	0.35	0.36	0.39	0.43
其他	342	272	272	272	主要财务比率				
负债合计	3321	4529	5374	4082	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	21	24	25	26	成长能力				
股本	3364	3364	3364	3364	营业收入	24.1%	6.2%	18.0%	5.9%
资本公积	2321	2321	2321	2321	营业利润	25.5%	-3.4%	7.1%	9.5%
留存收益	2631	3330	4029	4809	归属于母公司净利润	28.2%	5.1%	7.1%	9.5%
归属母公司股东权益合计	8315	9015	9713	10493	获利能力				
负债和股东权益	11658	13567	15113	14602	毛利率	70.4%	61.8%	60.5%	57.3%
现金流量表					净利率	36.9%	36.5%	33.1%	34.3%
单位:百万元					ROE	14.0%	13.6%	13.5%	13.7%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	偿债能力				
经营活动现金流	1520	1470	2235	2342	资产负债率	28.5%	33.4%	35.6%	28.0%
净利润	1163	1227	1312	1436	净负债比率				
折旧摊销	340	454	545	592	流动比率	0.55	0.47	0.39	0.55
财务费用	-10	103	185	164	速动比率	0.54	0.47	0.38	0.55
投资损失	1	-3	-4	-4	营运能力				
营运资金变动	41	-239	196	154	总资产周转率	0.29	0.27	0.28	0.28
其它	-15	-72	1	-0	应收账款周转率	334	363	347	331
投资活动现金流	-1314	-2345	-2082	-79	应付账款周转率	2.18	2.07	2.49	2.10
资本支出	1314	2378	2100	100	每股指标 (元)				
长期投资	0	-14	-0	-0	每股收益	0.35	0.36	0.39	0.43
其他	0	19	18	21	每股经营现金流	0.45	0.44	0.66	0.70
筹资活动现金流	-222	894	-163	-2262	每股净资产	2.47	2.68	2.89	3.12
短期借款	-10	1352	657	-1414	估值比率				
长期借款	-70	750	0	0	P/E	14.53	13.82	12.91	11.79
普通股增加	0	0	0	0	P/B	2.03	1.88	1.74	1.61
资本公积增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	9	8	7	6
其他	-142	-1209	-820	-849					
现金净增加额	-16	19	-10	0					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

徐捷：交通行业资深分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn