

高速公路III



王爽 夏福陆

交通运输行业研究员

021-38565912

wangsh@xyzq.com.cn

山东高速 (600350)

09 年是业绩低点

推荐 (维持)

市场数据

报告日期	2009-4-3
收盘价(元)	5.14
52周最高/最低(元)	8.30/4.52
总股本(百万股)	3363.80
流通股本(百万股)	666.60
总市值(百万元)	17289.93
流通市值(百万元)	3426.32
每股净资产(元)	2.64

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3666	3532	3796	4157
同比增长(%)	16.2%	-3.7%	7.5%	9.5%
净利润(百万元)	1241	1070	1315	1629
同比增长(%)	7.3%	-13.8%	22.8%	23.9%
毛利率(%)	58.1%	54.2%	57.8%	61.5%
净利率(%)	33.9%	30.3%	34.6%	39.2%
每股收益(元)	0.37	0.32	0.39	0.48
每股经营现金流(元)	0.58	0.37	0.51	0.69

股价走势



投资要点

事件:

报告期公司营业收入 36.6 亿元,比去年同期增长 16.19%; 营业利润实现 16.6 亿元,比去年下降 1.11%; 净利润 12.4 亿,比去年增长 7.53%。每股收益 0.37 元,略低于我们的预期 0.38 元。

公司依照股改承诺,每十股派息 1.66 元,相当于可分配利润的 50%。

点评:

相关报告

《雪灾 VS 经济下滑——高速公路行业 3 月报》

《高速公路行业报告: 债券+看涨期权》

- 我们依旧认为山东高速是个质地优良的公司, 区域经济、路网位置和工程造价是我们看好山东高速的主要因素, 外延扩张的预期将增加公司的吸引力。另一方面, 我们也清楚的看到 09 年将是公司业绩的低点, 主要原因有 3 个: 经济下滑使得货车大幅下滑; 二桥和德齐高速北段将受到分流影响; 08 年 3 次收购使得公司财务费用加大。
- 本报告期内营业收入的增长主要是因纳入京福路德齐北段收入和许禹高速收入, 济莱高速收入以及石油制品收入增长所致; 营业利润、利润总额均较去年同期减少, 主要是因为计提德齐北段、许禹高速折旧以及借款所发生的财务费用导致成本费用增加所致; 净利润的增长是因为 2008 年执行 25% 的所得税。
- 2008 年公司进行了 3 次主要收购, 包括京福路德齐北段、山东高速集团河南许禹公路有限公司 100% 股权以及山东高速咨询工程有限公司 49% 股权。其中德齐北 09 年将贡献 3.5-4 亿元的收入。

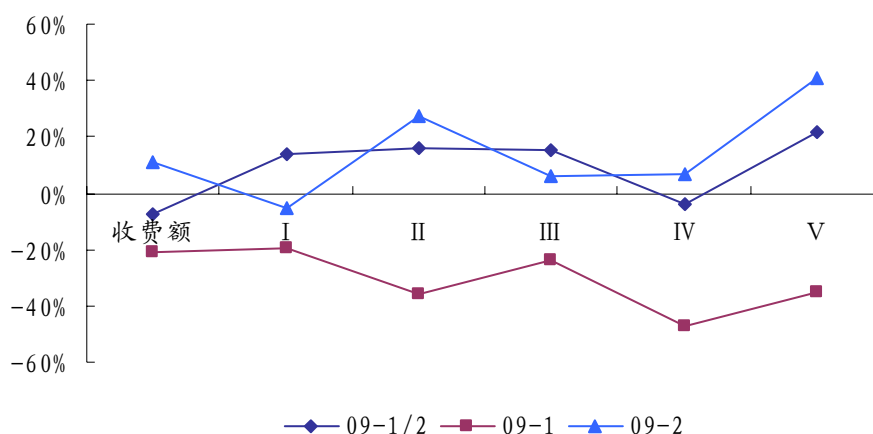
表 1、公司所收购的路产情况

路产	里程 (km)	剩余年限	收购价 (亿)	成本/所有者权益	溢价率
德齐高速北段	52.20	14	24.60	5.39	356%
许禹高速	39.07	30	5.28	2.88	83%
潍莱高速	140.60	16	5.20	2.89	80%

资料来源：公司公告、兴业证券研发中心

- 09 年对公司业绩最大的负面影响来自经济的下滑，因为占公司通行费收入 80% 的济青高速横贯山东的工业走廊，车型以货车为主，对经济变化的敏感度较高。1-2 月济青高速的收费额同比下滑了 7%，货车情况也不算理想，加上 08 年上半年由于奥运的拉动，车流量基数较高，因此济青高速上半年的车流情况都不乐观。

图 1、济青高速 1、2 月车流同比增长情况



资料来源：公司网站、兴业证券研发中心

- 分流方面，我们认为黄河三桥对二桥的影响较大，对德齐北高速也有一定的影响；荣乌高速对济青高速的影响有限，因为济青高速的车流来源主要是沿线济南、潍坊、青州、淄博、青岛等城市之间的车流，长途过境车辆较少。

表 2、公司主要路产收入增长情况预测

		2007	2008	2009	2010	2011
济青高速	收入/万	212656	220046	191832	214408	236043
	增长率	31.69%	3.48%	-12.82%	11.77%	10.09%
德齐高速北段	收入/万		44259	37620	41382	45521
	增长率		14.36%	-15.00%	10.00%	10.00%
济南黄河二桥	收入/万	36556	39833	39833	29874	31368
	增长率	27.64%	8.96%	-25.00%	5.00%	5.00%
济莱高速	收入/万	196	11272	13248	16945	21182
	增长率		30.98%	20.00%	25.00%	25.00%

资料来源：兴业证券研发中心

- 财务费用方面，由于持续的收购，公司支付的现金约为 35 亿，继承许禹高速负债 7.2 亿，加上济莱高速的后续投资 5 亿，公司负债率又年初的 28% 提高到年末的 37%，同比增加 1.3 亿元，预计公司 09 年财务费用约为 1.76 亿，增加 0.5 亿，降低 EPS 为 0.015 元。
- 鉴于以上 3 个原因，公司 09 年业绩同比会有所下滑，将是近年的低点，预计 09-11 年 EPS 为 0.32, 0.39, 0.48 元，维持推荐评级。
- 风险提示：经济下滑幅度超出预期。

表、山东高速分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	728	962	1071	906	-15.5%	3155	3666	16.2%	收购路产增加收入
营业成本	265	341	512	419	-18.2%	1209	1536	27.1%	
毛利	463	621	559	487	-12.9%	1946	2130	9.4%	
销售费用	4	6	4	12	231.5%	8	26	235.2%	
管理费用	47	47	47	50	7.4%	163	192	18.0%	
财务费用	10	9	54	53	-0.6%	-6	126	-2062%	
资产减值	0	0	0	-0		0	-0	-206.9%	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	-0	3	-0	-13	7970.1%	-1	-10	1488.1%	收购工程咨询公司 49%股权
营业利润	378	533	426	329	-22.7%	1685	1666	-1.1%	
利润总额	379	526	429	332	-22.7%	1703	1666	-2.1%	
净利润	285	396	312	248	-20.8%	1157	1241	7.3%	
EPS	0.085	0.118	0.093	0.074	-20.8%	0.344	0.369	7.3%	
销售费用率	0.6%	0.7%	0.3%	1.3%	1.0%	0.2%	0.7%	0.5%	
管理费用率	6.5%	4.9%	4.4%	5.6%	1.2%	5.2%	5.2%	0.1%	
财务费用率	1.4%	0.9%	5.0%	5.9%	0.9%	-0.2%	3.4%	3.7%	
所得税率	24.6%	24.6%	27.1%	25.4%	-1.8%	32.1%	25.4%	-6.7%	
毛利率	63.6%	64.5%	52.2%	53.8%	1.6%	61.7%	58.1%	-3.6%	
净利润率	39.2%	41.2%	29.2%	27.3%	-1.8%	36.7%	33.9%	-2.8%	

资料来源：天软投资系统

附表
资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	427	837	705	814
货币资金	326	707	580	679
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4	6	5	6
其他应收款	38	75	67	78
存货	55	44	48	47
非流动资产	13850	13271	12674	12085
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	533	533	533	533
投资性房地产	30	25	27	26
固定资产	7658	7327	6964	6602
在建工程	30	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5548	5328	5109	4889
资产总计	14277	14108	13379	12899
流动负债	4303	3062	2574	1030
短期借款	2710	1997	1550	0
应付票据	35	42	40	41
应付账款	1048	647	641	640
其他	510	375	343	349
非流动负债	1079	1079	57	148
长期借款	750	750	0	0
其他	329	329	57	148
负债合计	5382	4141	2631	1178
股本	3364	3364	3364	3364
资本公积	2169	2169	2169	2169
未分配利润	2558	3521	4169	4978
少数股东权益	23	24	26	28
股东权益合计	8895	9967	10748	11721
负债及权益合计	14277	14108	13379	12899

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1241	1070	1315	1629
折旧和摊销	646	584	586	586
资产减值准备	-0	0	-0	0
无形资产摊销	223	223	223	223
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	126	176	116	34
投资损失	10	-16	-28	-36
少数股东损益	2	1	2	2
营运资金的变动	-450	553	300	-93
经营活动产生现金流量	2446	1248	1700	2306
投资活动产生现金流量	-4042	18	22	33
融资活动产生现金流量	883	-885	-1849	-2240
现金净变动	-712	381	-127	98
现金的期初余额	1469	326	707	580
现金的期末余额	757	707	580	679

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3666	3532	3796	4157
营业成本	1536	1618	1603	1599
营业税金及附加	110	107	115	126
销售费用	26	25	27	29
管理费用	192	185	199	217
财务费用	126	176	116	34
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-10	16	28	36
营业利润	1666	1437	1765	2187
营业外收入	18	0	0	0
营业外支出	17	0	0	0
利润总额	1666	1437	1765	2187
所得税	424	365	449	556
净利润	1243	1072	1316	1631
少数股东损益	2	1	2	2
归属母公司净利润	1241	1070	1315	1629
EPS (元)	0.37	0.32	0.39	0.48

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	16.2%	-3.7%	7.5%	9.5%
营业利润增长率	-1.1%	-13.7%	22.8%	23.9%
净利润增长率	7.3%	-13.8%	22.8%	23.9%
盈利能力(%)				
毛利率	58.1%	54.2%	57.8%	61.5%
净利率	33.9%	30.3%	34.6%	39.2%
ROE	14.0%	10.8%	12.3%	13.9%

偿债能力(%)

资产负债率	37.7%	29.4%	19.7%	9.1%
流动比率	0.10	0.27	0.27	0.79
速动比率	0.09	0.26	0.26	0.75

营运能力(次)

资产周转率	0.28	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	588.52	730.69	679.66	711.49

每股资料 (元)

每股收益	0.37	0.32	0.39	0.48
每股经营现金	0.58	0.37	0.51	0.69
每股净资产	2.64	2.96	3.19	3.48

估值比率 (倍)

PE	14.31	16.59	13.51	10.90
PB	2.00	1.79	1.66	1.52

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。