

下半年业绩下滑势头有望企稳

山东高速 (600350)

评级: 增持 (维持)

股价: 4.83 元

半年报点评

2009 年 8 月 25 日 星期二

王万金 陈柏儒
010-66216231-827
010-66216231-803
wwj@longone.com.cn
cbr@longone.com.cn

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

重要数据

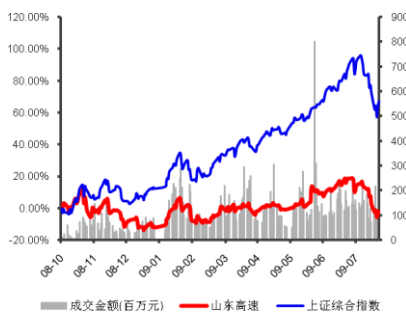
总股本(亿股)	33.64
流通股本(亿股)	6.67
总市值(亿元)	162.48
流通市值(亿元)	32.22

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-14.19	-0.96
3 个月	-3.01	-14.68
6 个月	-2.27	-33.19

个股相对上证综指走势图

2008/10/28 ~ 2009/8/24



投资要点

- 报告期内, 公司实现营业收入 17.23 亿元, 同比增长 1.07%; 营业利润 5.83 亿元, 同比下降 35.55%; 利润总额 5.89 亿元, 同比下降 34.41%; 净利润 4.41 亿元, 同比下降 34.62%。实现基本每股收益 0.131 元, 同比下降 34.83%; 净资产收益率 5.04%, 下降了 2.56 个百分点。
- 1-6 月份, 山东省实现生产总值 15,688.5 亿元, 同比增长 9.9%, 超过全国 GDP 平均增长水平 2.8 个百分点, 比一季度增速提高 2.9 个百分点。活跃的地区经济是公司通行费收入的保证。宏观经济下半年将持续向好, 目前公司的业绩下滑势头将有望在四季度得以遏止。
- 1-6 月份, 山东省实现进出口总额 606.9 亿美元, 下降 18.4%, 降幅较一季度收窄 1.8 个百分点。其中, 出口 348.8 亿美元, 下降 17.7%; 进口 258.1 亿美元, 下降 19.2%。实际到账外资 34.4 亿美元, 下降 14.7%, 降幅比一季度缩小 8.5 个百分点。受进出口下降的影响, 公司的主要路产通行费收入下降, 未来随着外围经济的缓慢复苏, 公司的业绩有望逐渐提升。
- 去年 9 月和 12 月开通的荣乌高速和黄河三桥对公司路产分流影响比较明显, 且分流路产是公司通行费收入来源的主要路产—济青高速和黄河二桥。特别是黄河三桥对二桥的影响不可小视, 华北方向车辆若需上济青高速, 走三桥可直接绕过济南市, 竞争优势较为明显。
- 省内新开通的高速公路对公司旗下路产产生的分流影响, 下半年会进一步持续。
- 预计公司 09、10 年能够实现基本每股收益 0.30、0.35 元/股, 按照 8 月 25 日的收盘价 4.83 元计算, 目前公司股价市盈率为 16.10、13.80, 参考行业及公司所处的细分市场, 给予公司增持评级。

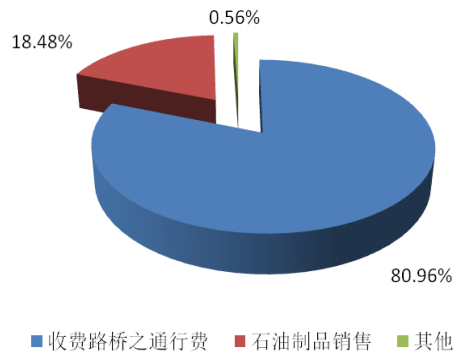
相关报告:

1. 《山东高速 2009 年一季报点评》
2009/04/22
2. 《山东高速 08 年半年报点评》
2008/08/24
3. 《山东高速 08 年半年报点评》
2008/06/04

1. 业绩简评

报告期内，公司实现营业收入 17.23 亿元，同比增长 1.07%；营业利润 5.83 亿元，同比下降 35.55%；利润总额 5.89 亿元，同比下降 34.41%；净利润 4.41 亿元，同比下降 34.62%。实现基本每股收益 0.131 元，同比下降 34.83%；净资产收益率 5.04%，下降了 2.56 个百分点。

图1. 主营收入构成



资料来源：东海证券研究所，公司半年报

报告期内，公司经营面临较多负面因素，经济危机、分流影响、新增路产折旧和财务费用增加都是导致公司利润大幅下滑的主要原因。

表1. 主营业务经营情况

	营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	毛利率(%)
收费路桥之通行费	13.95	5.49	44.02
石油制品销售	3.19	3.07	-2.05
其他	0.10	0.05	52.72

资料来源：东海证券研究所，公司半年报

2009 年上半年，公司石油制品销售收入 31,852.62 万元，占营业收入的 18.48%，比去年同期增长 24.93%，主要是由于销量增加。

2. 经营环境情况

2.1 地区经济情况

1-6 月份，山东省实现生产总值 15,688.5 亿元，同比增长 9.9%，超过全国 GDP 平均增长水平 2.8 个百分点，比一季度增速提高 2.9 个百分点。上半年全社会固定资产投资完成 8,600.5 亿元，增长 22.8%，增速比上年同期提高 1.3 个百分点。其中，基础设施投资 1524.1 亿元，增长 37.8%，对全社会投资增长的贡献率为 26.2%。活跃的地区经济是公司通行费收入的保证。宏观经济下半年将持续向好，目前公司的业绩下滑势头将有望在四季度得以遏止。

山东省对外经贸仍处于负增长态势，但降幅有所趋缓。1-6 月份，山东省实现进出口总额 606.9 亿美元，下降 18.4%，降幅较一季度收窄 1.8 个百分点。其中，出口 348.8 亿美元，下降 17.7%；进口 258.1 亿美元，下降 19.2%。实际到账外资 34.4 亿美元，下降 14.7%，降幅比一季度缩小 8.5 个百分点。受进出口下降的影响，公司的主要路产通行费收入下降，未来随着外围经济的缓慢复苏，公司的业绩有望逐渐提升。

2.2 山东省九大产业振兴规划相继出台

在 3 月 1 日举行的山东省工业调整振兴大会上，山东省提出，充分利用当前形势的倒逼机制，大力推进工业调整振兴，促进山东省工业经济较快走出下行通道，开始新一轮更高水平的增长，加快实现山东省工业由大变强的转变。会后，山东省钢铁、汽车、船舶、化工、轻工、纺织、有色金属、装备制造、电子信息九个重点产业的调整振兴规划已相继出台。此九大产业振兴规划出台，将有力抵御经济危机给山东省出口贸易带来的冲击，进一步促进内生需求，带动山东省经济发展。

2.3 山东省高速公路规划

到“十一五”末，全省公路总里程达到 9 万公里，其中高速公路 5 万公里，一级公路 0.6 万公里，二级公路 2.7 万公里，公路密度达每百平方公里 57.7 公里，公路平均好路率达到 80%。届时，基本建成“五纵连四横、一环绕山东”的高等级公路网，全省 94%以上的县(市、区)通高速公路，形成省际间 12 个高速公路出口。

图2. 山东省“十一五”期间高速公路规划图

山东省高速公路图



资料来源：东海证券研究所，山东省交通厅

3. 公司路产经营情况

3.1 公司路产基本情况

表2. 公司经营路产

路产名称	长度	经营期限(年)	开始日期
济青高速公路	318.3 公里	30	1999 年 11 月
济莱高速公路	76.3 公里	30	2004 年 10 月
许禹高速公路	39.5 公里	30	2008 年 08 月
德齐高速北段	52.2 公里	25	2002 年 11 月
泰曲一级公路	64.1 公里	26	1999 年 11 月
济南黄河大桥	2.023 米	18	1999 年 11 月
滨州黄河大桥	2.932 米	18	1999 年 11 月
平阴黄河大桥	1.013 米	18	1999 年 11 月
济南黄河二桥	5.750 米	30	2002 年 04 月

资料来源: 东海证券研究所, 公司半年报

3.2 公司路产经营情况

表3. 2009 年上半年各路产经营概况

公司路产	通行费收入(万元)	同比增幅	主要原因
济青高速公路	97,477.22	-11.63%	经济危机影响, 2008 年 9 月荣(成)-乌(海)高速山东段开通, 造成分流影响;
济南黄河二桥	12,635.31	-37.86%	经济危机影响, 黄河三桥于 2008 年 12 月 26 日通车, 对黄河二桥分流影响;
德齐高速北段	14,391.41	——	德齐北段 2008 年下半年纳入公司;
济莱高速公路	5,989.95	27.51%	路线和道路通行情况进一步被广大驾驶员熟悉, 车流量逐渐增大;
平阴黄河大桥	2,236.40	1.38%	与去年同期基本持平;
济南黄河大桥	1,084.54	-59.53%	济南桥从 2009 年 3 月 31 日开始封闭维修所致;
滨州黄河大桥	1,842.43	30.97%	去年受 308 省道南北两端维修工程影响较大, 同比基数较低
泰曲一级公路	963.68	-11.26%	京沪高铁泰安段施工影响通行能力以及 104 国道、泰汶路等道路分流所致;
许禹高速公路	213.02	33.67%	新开通路产, 车流量自然增长。

资料来源: 东海证券研究所, 公司半年报

去年 9 月和 12 月开通的荣乌高速和黄河三桥对公司路产分流影响比较明显, 且分流路产是公司通行费收入来源的主要路产--济青高速和黄河二桥。特别是黄河三桥对二桥的影响不可小视, 华北方向车辆若需上济青高速, 走三桥可直接绕过济南市, 竞争优势较为明显。

公司于 08 年下半年收购的德齐北段, 质地优良, 且经过多年运营, 路段车流量大, 成熟度高, 今后将是维持公司通行费收入增长的坚实后盾。

4. 风险提示

省内新开通的高速公路对公司旗下路产产生的分流影响, 下半年会进一步持续。

5. 投资及估值建议

预计公司 09、10 年能够实现基本每股收益 0.30、0.35 元/股，按照 8 月 25 日的收盘价 4.83 元计算，目前公司股价市盈率为 16.10、13.80，参考行业及公司所处的细分市场，给予公司增持评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

王万金, 高速公路行业高级研究员, 北京大学光华管理学院工商管理硕士, 10 年建筑行业从业经验, 曾供职于中国铁建及首都机场, 3 年行业分析经验。

陈柏儒, 高速公路行业研究员, 北京交通大学技术经济管理专业硕士, 毕业后进入东海证券研究所。

重点跟踪公司: 申万二级子行业高速公路行业所属上市公司

一、行业评级

推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122