

2009年9月21日

山东高速

最坏时候已过去

A
持有

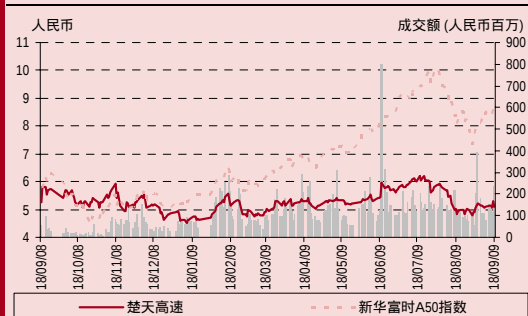
600350.SS - 人民币 5.10

目标价格: 人民币 4.76 (▲4.40)

李攀*

 (8610) 6622 9073
 pan.li@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	5	1	(6)	(3)
相对新华富时A50 指数(%)	(60)	3	(7)	(60)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	3,364
流通股 (%)	20
流通股市值 (人民币 百万)	3,527
3个月日均交易额 (人民币 百万)	153
净负债比率 (%)	29
主要股东(%)	
山东省高速公路集团	59

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*刘会明是本报告重要贡献者

公司上半年通行费收入下降最主要是由于宏观经济放缓使得沿海进出口贸易量下降所导致, 其次是新开通的荣乌、黄河三桥的分流影响。公司 09 年全年计划发行 20 亿短期融资券, 上半年已发行 15 亿。预计下半年还有短融券发行, 这将使公司财务费用下半年进一步上升。在不考虑其他收购项目的情况下, 我们判断公司明年起财务费用将逐步减小。公司 09 年上半年支付收购德齐北段欠款 4.14 亿元, 剩下约 2 亿元尾款, 预计今年可以结清。我们维持公司 09-11 年盈利预测, 将目标价从 4.40 元上调至 4.76 元, 并维持其持有评级。

支撑评级的要点

- 公司受宏观经济以及荣乌、济南黄河三桥分流影响, 通行费收入和车流量出现下降。
- 公司财务费用下半年可能进一步上升。
- 未来仍然有可能从母公司获得资产注入。

评级面临的主要风险

- 宏观经济的不确定性。
- 公司资产收购计划的不确定性。

估值

- 我们维持公司 09-11 年盈利预测, 基于 10 年 15 倍市盈率, 将目标价从 4.40 元上调至 4.76 元, 维持其持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	3,155	3,666	3,476	3,750	4,119
变动 (%)	24	16	(5)	8	10
净利润 (人民币 百万)	1,161	1,241	951	1,063	1,226
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.345	0.369	0.283	0.316	0.365
变动 (%)	27.7	6.9	(23.3)	11.8	15.3
市场预测每股收益 (人民币)	-	-	0.369	0.425	0.453
核心每股收益 (人民币)	0.341	0.369	0.283	0.316	0.365
变动 (%)	27.4	8.0	(23.3)	11.8	15.3
全面摊薄市盈率 (倍)	14.8	13.8	18.0	16.1	14.0
核心市盈率 (倍)	14.9	13.8	18.0	16.1	14.0
每股现金流量 (人民币)	0.45	0.58	0.56	0.60	0.66
价格/每股现金流量 (倍)	11.3	8.8	9.0	8.5	7.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	9.0	8.1	9.1	8.2	7.1
每股股息 (人民币)	0.156	0.166	0.127	0.142	0.164
股息率 (%)	3.1	3.3	2.5	2.8	3.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

经济放缓与分流导致上半年通行费收入下降

公司上半年通行费收入下降最主要是由于宏观经济放缓带来沿海进出口贸易量下降所导致，其次是新开通的荣乌、黄河三桥的分流影响。济南市大北环路的通车对黄河二桥造成较大影响，分流了大部分过去经日照，从京福路上黄河二桥的车辆。而由于京福路货车比例较大，因而使黄河二桥通行费收入下降明显。

09 年前 7 个月，济青高速日均路费收入为 535.6 万元，较去年同期日均的 610.2 万元减少 12.2%；该路段日均车流量为 35,300 辆，较去年同期日均的 39,500 辆减少 10.8%。济南黄河二桥日均路费收入为 83.6 万元，较去年同期日均的 111.5 万元减少 25.0%；该路段日均车流量为 57,100 辆，较去年同期日均的 70,800 辆减少 19.3%。

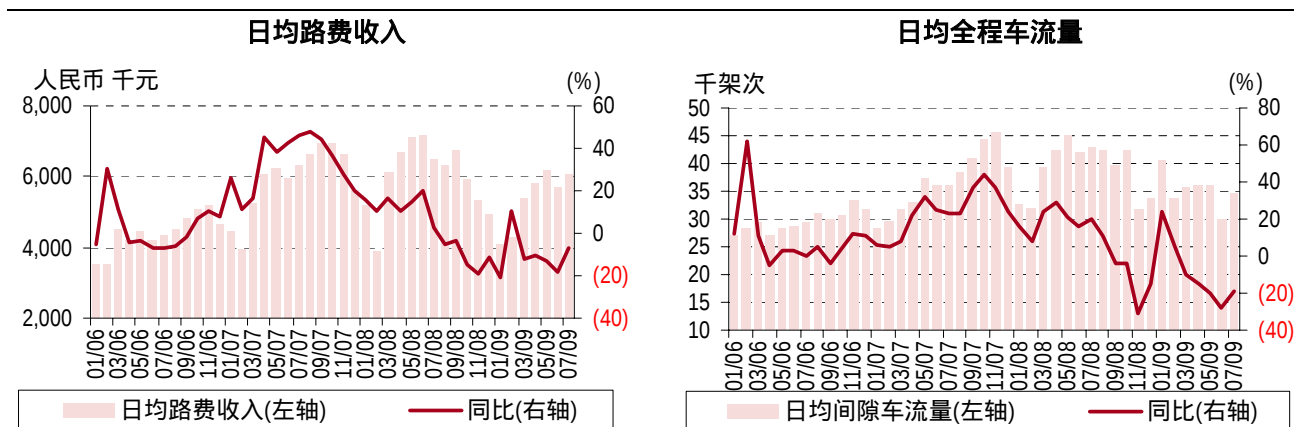
总体看，预计随着经济形势的逐步恢复，以及 10 月份全运会的刺激，下半年运营情况会好于上半年。

图表 2.各路段 7 月运营数据

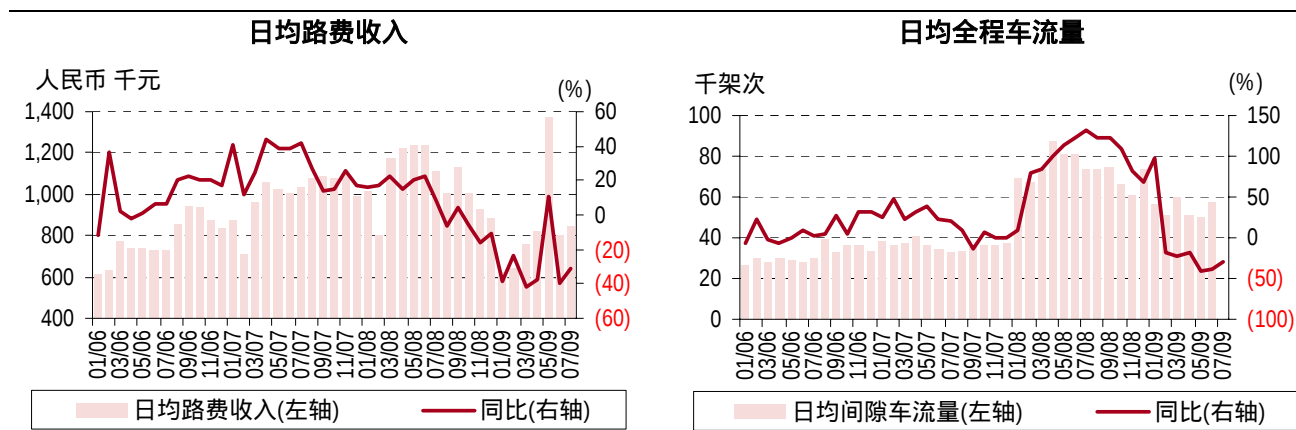
路段	日均路费收入 (千元)	本月同比 (%)	上月同比 (%)	日均间隙流量 (千架次)	本月同比 (%)	上月同比 (%)
济青高速	6051.0	(7.1)	(17.8)	34.8	(18.9)	(28.4)
泰曲一级公路	65.9	77.4	58.0	18.3	1.0	(22.8)
平阴黄河大桥	185.6	37.2	14.7	18.7	41.9	(3.7)
济南黄河大桥	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
济南黄河二桥	848.0	(31.3)	(39.8)	57.0	(29.2)	(38.2)
滨州黄河大桥	114.3	69.3	0.0	20.4	87.5	0.0
济未高速	464.8	n/a	n/a	8.7	n/a	n/a

资料来源：公司数据

图表 3.济青高速 — 日均路费收入及全程车流量



资料来源：公司数据、中银国际研究

图表 4. 济南黄河二桥 — 日均路费收入及全程车流量


资料来源：公司数据、中银国际研究

未来有望增加土地储备

公司在雪野项目中，获得 290 亩土地，价格约 6,000 元/亩，分 4 块土地。这些土地将用于开发低密度住宅。公司总体计划是在这一地区拿到 3,000-4,000 亩土地，目前正在进展中。预计今后拿地价格会高于 6,000 元/亩。公司也考虑将这些地用于商业项目开发。

统计口径差异导致数据偏差

公司目前对车流量有三种统计口径：1 段面车流法，即选取一、两处统计点，在某一天对通过这些地方的车流量进行统计，该方法与收费额比较统一，在车型折合和费用计量上与实际较为吻合；2 在收费站出入口统计，由于有些收费站不属于公司，这种方法下车辆行驶里程和收入差异较大；3 全程监控，这个方法的统计结果与公路信息中心的数据有较大偏差，技术上难以吻合。由于统计口径的不同，时常出现公司各道路的车流量和通行费收入数据相差较多情况，我们认为此时应以收入数据为准。

下半年债务可能进一步增加

公司在 08 年获得 30 亿短期融资券，上半年已发行 15 亿，利率为 3.05%。09 年全年计划发行 20 亿，预计下半年还有短融券发行，这将使公司财务费用下半年进一步上升。在不考虑其他收购项目的情况下，我们判断公司明年起，财务费用将逐步减小。公司 09 年上半年支付收购德齐北段欠款 4.14 亿元，剩下约 2 亿元尾款，预计今年可以结清。

其他信息

公司目前暂无明年大型资本开支项目的计划，由于过去两年公司扩张步伐较快，给资金和财务都带来一定压力。公司现在希望适度控制扩张节奏，以逐步缓和这些压力。

公司一直在进行德齐南段收购一事，但到目前为止仍无实质性进展。此外，集团下属的潍莱高速剩余 55%的股权，以及京福高速山东段部分路段等也是公司将来收购的目标。

山东省高速公路路网已相对完善，未来几年，山东省内高速公路建设进度较过去将有所放缓，因此对公司现有道路的分流影响将逐步减弱。此外，据了解，未来几年济南到青岛间也并无高铁项目规划。

估值

我们此前的盈利预测已经考虑到公司下半年业绩略好于上半年的情况，因此维持公司 09-11 年盈利预测，分别为 0.283 元、0.316 元和 0.365 元。考虑到市场的整体表现，基于 10 年 15 倍市盈率，将目标价从 4.40 元上调至 4.76 元，维持其**持有**评级。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	3,155	3,666	3,476	3,750	4,119
销售成本	(1,209)	(1,536)	(1,735)	(1,835)	(1,968)
经营费用(包括折旧及摊销)	72	315	378	361	333
息税折旧前利润	2,018	2,444	2,119	2,276	2,484
折旧及摊销	(339)	(642)	(691)	(691)	(691)
经营利润(息税前利润)	1,679	1,802	1,428	1,585	1,793
净利息收入/(费用)	10	(126)	(163)	(170)	(161)
其他收益/(损失)	17	(9)	5	5	5
税前利润	1,707	1,666	1,270	1,420	1,637
所得税	(547)	(424)	(318)	(355)	(409)
少数股东权益	1	(2)	(1)	(1)	(1)
净利润	1,161	1,241	951	1,063	1,226
核心净利润	1,148	1,241	951	1,063	1,226
每股收益(人民币)	0.345	0.369	0.283	0.316	0.365
核心每股收益(人民币)	0.341	0.369	0.283	0.316	0.365
每股股息(人民币)	0.156	0.166	0.127	0.142	0.164
收入增长(%)	24	16	(5)	8	10
息税前利润增长(%)	25	7	(21)	11	13
息税折旧前利润增长(%)	21	21	(13)	7	9
每股收益增长(%)	28	7	(23)	12	15
核心每股收益增长(%)	27	8	(23)	12	15

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	1,493	315	118	184	197
应收帐款	145	42	40	43	47
库存	11	55	52	57	62
其他流动资产	36	15	16	16	16
流动资产总计	1,686	427	226	299	322
固定资产	5,469	7,688	7,820	7,833	7,847
无形资产	5,686	5,548	5,505	5,461	5,418
其他长期资产	81	614	620	624	628
长期资产总计	11,237	13,850	13,945	13,918	13,893
总资产	12,922	14,277	14,171	14,217	14,215
应付帐款	1,028	1,084	1,224	1,295	1,388
短期债务	1,760	2,710	2,210	1,610	1,011
其他流动负债	482	509	461	500	555
流动负债总计	3,270	4,303	3,895	3,405	2,955
长期借款	690	750	650	550	249
其他长期负债	342	329	330	330	330
股本	3,364	3,364	3,364	3,364	3,364
储备	5,235	5,508	5,908	6,543	7,291
股东权益	8,598	8,872	9,271	9,907	10,654
少数股东权益	21	23	24	25	27
总负债及权益	12,922	14,277	14,171	14,217	14,215
每股帐面价值(人民币)	2.56	2.64	2.76	2.94	3.17
每股有形资产(人民币)	0.87	0.99	1.12	1.32	1.56
每股净负债(现金)	0.28	0.93	0.82	0.59	0.32

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	1,707	1,666	1,270	1,420	1,637
折旧与摊销	339	642	691	691	691
净利息费用	(10)	126	163	170	161
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(179)	150	466	436	419
经营活动产生的现金流	1,518	1,943	1,899	2,026	2,217
购买固定资产净值	(1,725)	(2,515)	(780)	(660)	(662)
投资减少/增加	0	(528)	0	0	0
其他投资现金流	0	(516)	0	(1)	(1)
投资活动产生的现金流	(1,725)	(3,559)	(780)	(661)	(663)
净增权益	107	85	6	0	0
净增债务	(642)	1,010	(600)	(700)	(900)
支付股息	(420)	(525)	(558)	(428)	(479)
其他融资现金流	1,168	(133)	(164)	(172)	(162)
融资活动产生的现金流	212	438	(1,316)	(1,300)	(1,541)
现金变动	5	(1,178)	(197)	66	13
期初现金	1,489	1,493	315	118	184
公司自由现金流	(206)	(1,607)	1,123	1,367	1,557
权益自由现金流	(858)	(744)	356	495	493

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	64.0	66.7	61.0	60.7	60.3
息税前利润率	53.2	49.2	41.1	42.3	43.5
税前利润率	54.1	45.5	36.5	37.9	39.7
净利率	36.8	33.9	27.4	28.4	29.8
流动性(倍)					
流动比率	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
利息覆盖率	151.9	12.2	8.5	9.2	11.0
净权益负债率(%)	11.1	35.4	29.5	19.9	10.0
速动比率	0.5	0.1	0.0	0.1	0.1
估值(倍)					
市盈率	14.8	13.8	18.0	16.1	14.0
核心业务市盈率	14.9	13.8	18.0	16.1	14.0
目标价对应核心业务市盈率	17.7	16.6	21.6	19.3	16.8
盈利					
市净率	2.0	1.9	1.9	1.7	1.6
价格/现金流	11.3	8.8	9.0	8.5	7.7
企业价值/息税折旧前利润	9.0	8.1	9.1	8.2	7.1
周转率					
存货周转天数	3.0	7.9	11.3	10.8	11.0
应收帐款周转天数	15.0	9.3	4.3	4.0	4.0
应付帐款周转天数	85.8	105.2	121.2	122.6	118.9
回报率(%)					
股息支付率	45.2	45.0	45.0	45.0	45.0
净资产收益率	14.4	14.2	10.5	11.1	11.9
资产收益率	9.8	9.9	7.5	8.4	9.5
已运用资本收益率	17.1	15.6	11.7	13.1	14.9

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 17 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371