



山东高速

谨慎推荐（维持）

所属行业: 公路收费管理

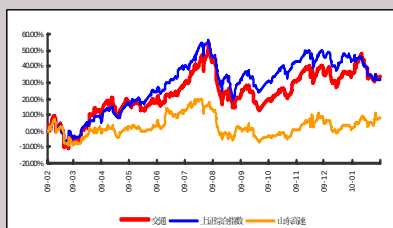
股价数据

12 个月区间(元)	4.68/6.25
最新收盘价(元)	5.9

股本结构

总市值(亿元)	198.46
流通市值(亿元)	39.33
总股本(亿股)	33.638
流通 A 股(亿股)	6.666
流通 B 股(亿股)	0

股价表现图



相关研究报告:

《山东高速调研报告》

齐鲁证券有限公司
研究所
行业公司部

分析师
张永攀

Tel: (8621) 58306453
Fax: (8621) 58318543
Email: zhangyp@qlzq.com.cn

携手地产大鳄，推进多角化经营

——山东高速（600350）公告点评

1、公告摘要

2009 年 2 月 8 日公司董事会通过决议，同意公司与绿城房地产集团公司合作开发房地产项目，双方采取共同出资成立项目公司为管理平台的合作方式，出资总额暂定为 50 亿元人民币，原则上山东高速出资比例为 51-55%，绿城集团出资比例为 45-49%。项目公司利润按实际出资比例分配。

2、公告点评：携手地产大鳄 多角化经营再续精彩

公司拟与绿城房地产集团合作开发房地产项目，这是继公司独立开发雪野湖国际度假区地产项目之后，在推进多角化经营战略、进军房地产投资领域迈出的又一坚实步伐。

从初步拟订的出资总额暂定 50 亿元分析，明显属于大手笔投资，表明公司进军房地产开发投资的决心不在小，同时公司的出资比例大于 50%，项目公司可以纳入合并报表。预计房地产开发投资收入有望成为未来公司仅次于高速公路收费主业收入的另一最主要收入来源。

采取合作方式显然有利于实现优势互补。由于公司主业为从事高速公路的修建、维护和运营，有较稳定的经营现金流入，有一定的土地项目储备能力和建筑施工能力，但在房地产开发领域并无专业优势。绿城房地产集团作为地产大鳄，在房地产开发领域具有一定专业品牌优势，但资本金较为紧缺。

绿城房地产集团为国内知名的房地产企业之一，专注开发系列城市优质房产品，具有国家一级开发资质，总部设在浙江杭州，公司为香港上市公司——绿城中国控股有限公司的全资子公司。至 2009 年 12 月底，绿城集团土地储备总用地面积达 2200 多万平方米，规划总建筑面积达 3200 多万平方米，在全国 38 个城市开发有楼盘。连续 6 年名列中国房地产公司品牌价值 TOP10。

估计合作推进难度不大，但由于合作从意向到项目实施产出有很长一段时间，合作项目前期储备资产尚未披露，何时能够实现盈利，还很难预测。同时目前房地产行业因受到国家宏观调控压制陷入低谷，削弱了其对公司近期业绩提升的想象空间。按照项目合作进入成熟运

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



作期后，房地产项目 20-40%的净资产收益率测算，50 亿元的总投资每年可为公司贡献净利润 5-10 亿元。

3、2009 年业绩同比下降

2008 年公司突击实施了一系列资产收购，资产规模迅速膨胀。先后完成收购京福路德齐北段、河南许禹公路 100%股权和山东高速咨询工程公司 49%，间接控制了潍（坊）莱（阳）高速，路桥资产延伸至山东省外。公司收购的路桥资产质量一般，基本上属于平价收购，对业绩略有增厚作用。2009 年受金融危机和全运会前后部分路段封路影响，加之平行路段新路通车的分流，上半年公司主要路段高速公路车辆通行费收入同比出现一定程度的下降，但从 2009 年 8 月份开始逐步恢复至 2008 年同期水平。加之雪野湖地产开发项目尚未能实现大规模盈利，污水处理投资不大，收入占比小，估计 2009 年业绩同比下降 30%左右。

4、业绩驱动因素

①随着经济复苏进程的加快，车辆通行费收入有恢复增长潜力，尤其是济莱高速和许禹高速经过几年时间的培育，车流量增长潜力较大。

②京福路德齐南段和以青银线山东段等为代表的集团旗下剩余数百公里的高速路桥资产，以及集团入股的京沪高铁项目，包括交通厅其它优质资产，有分批收购纳入上市公司资产范畴的预期，但收购对价估计不会很低。即路桥资产收购其市场效应递减。

③雪野湖国际度假区项目稳步盈利。雪野湖项目土地储备几千亩，地价成本低，采取旅游开发与旅游地产并进，分批开发模式，首批开发 290 亩，包括修建小沙滩、五星级酒店、低密度富豪级住宅和高尔夫练习场等。

④污水处理业务量进一步做大，污水处理符合减排低碳潮流，业务空间巨大。

⑤与绿城房地产集团的合作开发项目产出利润。

⑥受益于两税合并。所得税从 33%降低至 25%，按照目前的税前利润水平，可增厚每股收益约 3 分钱。

5、估值与投资建议

公司在做大做强高速公路收费管理主业的同时，开始向房地产开发和环保领域进军，适度多角化经营一方面为将来业务转型做好准备，



另一方面又可突破高速公路稳定发展有余，快速增长不足之局限，推动公司业绩实现又好又快发展，公司与绿城集团的合作掀开了公司发展的新篇章，从长远看，房地产开发投资盈利能力将大大超越高速公路收费管理的盈利能力，公司估值吸引力得以增强。

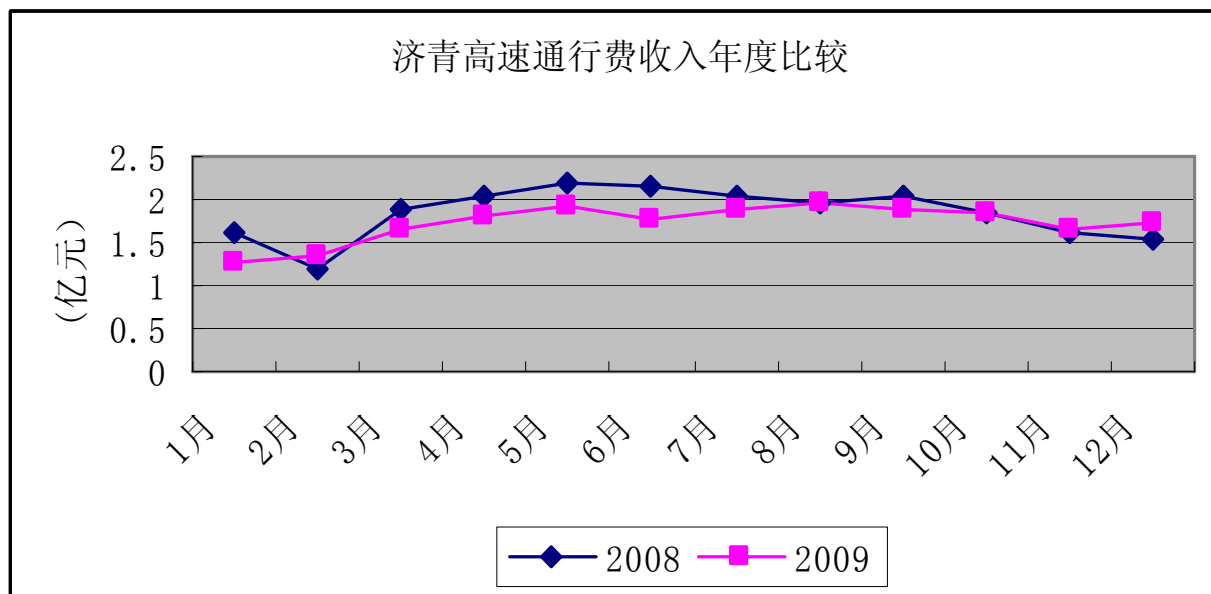
目前公司 PE 估值在 20 倍左右，低于 32 倍的行业平均 PE 值。公司保持持续稳定的现金分红比例，股息率接近 3%，2008 年“盈再率”低于 70%，上市以来 ROE 保持在 7-15%左右水平，与股神巴菲特选股标准较为接近，维持谨慎推荐评级。

6、风险提示

为迎接 2010 年高速公路养护大检查，2010 年公司将安排大修支出；国家对房地产行业宏观调控风险。



附图表 1 2009 年上半年济青高速通行费收入同比下降明显



资料来源：齐鲁证券研究所

附图表 2 莱芜市委书记于建成、市长马平昌到山东高速雪野湖国际度假区项目检查指导工作



资料来源：公开信息 齐鲁证券研究所



附图表 3 与同行业上市公司估值比较

证券简称	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	毛利率 (%)	ROE2008 (%)	EPS2009(元)	PE
粤高速 A	12.57	4.64	74.67	5.94	58.12	12.06	0.26	22.85
湖南投资	4.99	3.98	46.18	9.25	69.60	2.76	0.21	44.05
东莞控股	10.40	6.37	73.18	7.04	60.11	6.95	0.30	23.47
海南高速	9.89	9.42	95.42	9.65	57.00	1.19	0.05	193.00
现代投资	3.99	2.91	107.70	26.98	56.65	17.50	1.75	15.42
华北高速	10.90	4.11	62.89	5.77	43.84	7.06	0.26	22.19
ST 东北高	12.13	7.63	46.95	3.87	62.46	2.31	0.19	19.87
皖通高速	16.59	11.66	128.71	7.76	71.25	14.38	0.43	18.05
中原高速	21.40	12.83	101.67	4.75	57.62	5.14	0.25	19.00
福建高速	18.30	8.93	133.74	7.31	76.93	20.75	0.40	18.28
楚天高速	9.32	9.32	61.21	6.57	63.35	12.52	0.33	19.91
重庆路桥	4.13	4.13	51.16	12.40	109.97	6.50	0.32	38.75
赣粤高速	23.35	23.35	194.07	8.31	51.88	16.30	0.58	14.33
山东高速	33.64	6.67	198.46	5.90	50.75	14.44	0.26	22.69
五洲交通	5.56	5.56	49.19	8.85	72.86	5.64	0.45	19.67
宁沪高速	50.38	4.24	372.29	7.39	54.61	9.81	0.4	18.48
深高速	21.81	14.33	138.92	6.37	53.15	7.05	0.27	23.59
四川成渝	30.58	5.00	244.95	8.01	65.05	9.84	0.32	25.03
PE 均值								32.14

资料来源：齐鲁证券研究所



附图表 4 公司重要财务指标

	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002
ROE (%)	14.4432	14.6606	12.2925	9.7434	9.3778	7.5958	9.1186
每股股利(税前)(元)	0.166	0.156	0.125	0.13	0.1	0.04	0.11
净利润(元)	1242782207	1163287579	908713657	688375574			
固定资产(元)	7657842440				5311583870		
长期投资(元)	560000000				75503239		
盈再率(%)	71						

资料来源：齐鲁证券研究所

其中 2008 年盈再率 = (2008 年固定资产 + 2008 年长期投资 - 2004 年固定资产 - 2004 年长期投资) / (2008 年净利润 + 2007 年净利润 + 2006 年净利润 + 2005 年净利润)，反映公司产出与投入资本的关系，该指标越低越好，一般认为 80% 为分水岭。



附图表 5 报表预测

山东高速(600350)

投资

评级

谨慎推荐

上次

评级

谨慎推荐

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2541.18	3153.79	3665.89	3400.00	3700.00	4050.00
增长率(%)	-2.85%	24.11%	16.24%	-7.25%	8.82%	9.46%
归属母公司股东净利润	908.63	1164.53	1241.21	937.15	1119.05	1291.56
增长率(%)	32.51%	28.16%	6.59%	-24.50%	19.41%	15.42%
每股收益(EPS)	0.270	0.346	0.369	0.279	0.333	0.384
每股股利(DPS)	0.130	0.125	0.156	0.117	0.140	0.162
每股经营现金流	0.339	0.449	0.615	0.727	1.024	0.802
销售毛利率	62.84%	61.80%	58.09%	50.29%	51.35%	51.85%
销售净利率	35.76%	36.89%	33.90%	27.60%	30.28%	31.93%
净资产收益率(ROE)	12.00%	14.00%	13.99%	9.95%	11.12%	11.95%
投入资本回报率(ROIC)	14.87%	15.41%	14.73%	9.09%	10.06%	12.75%
市盈率(P/E)	21.84	17.04	15.99	21.18	17.74	15.37
市净率(P/B)	2.62	2.39	2.24	2.11	1.97	1.84
股息率(分红/股价)	0.022	0.021	0.026	0.020	0.024	0.027

报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2541.18	3153.79	3665.89	3400.00	3700.00	4050.00
减: 营业成本	944.21	1204.87	1536.32	1690.00	1800.00	1950.00
营业税金及附加	78.22	96.69	109.87	101.90	110.89	121.38
营业费用	4.16	7.69	25.78	23.91	26.02	28.48
管理费用	166.10	162.08	191.78	177.87	193.57	211.88
财务费用	-1.08	-10.19	126.41	155.20	75.57	14.00
资产减值损失	0.00	0.00	-0.20	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.82	-0.64	-10.14	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1348.75	1692.03	1665.78	1251.11	1493.95	1724.26
加: 其他非经营损益	11.10	18.31	0.67	0.00	0.00	0.00
利润总额	1359.85	1710.34	1666.45	1251.11	1493.95	1724.26
减: 所得税	451.13	547.05	423.67	312.78	373.49	431.06
净利润	908.71	1163.29	1242.78	938.34	1120.46	1293.19
减: 少数股东损益	0.08	-1.24	1.57	1.18	1.41	1.63
归属母公司股东净利润	908.63	1164.53	1241.21	937.15	1119.05	1291.56
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	1086.32	1025.51	-30.27	34.00	652.67	1942.84
应收和预付款项	118.88	148.55	45.55	147.43	62.20	167.06





存货	8.60	11.30	55.30	-16.25	57.84	-12.78
其他流动资产	0.30	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	28.58	27.95	533.39	533.39	533.39	533.39
投资性房地产	0.00	15.01	29.99	26.61	50.23	79.85
固定资产和在建工程	7922.82	9251.64	7687.89	6645.61	5598.33	4574.04
无形资产和开发支出	729.85	696.09	5547.96	5493.29	5548.61	5643.94
其他非流动资产	41.81	38.17	34.40	17.20	0.00	0.00
资产总计	9937.17	11214.55	13904.21	12881.28	12503.27	12928.35
短期借款	1110.00	1100.00	2710.00	1510.01	0.00	0.00
应付和预收款项	549.22	846.05	1277.13	911.06	1394.50	1071.05
长期借款	70.00	0.00	750.00	750.00	750.00	750.00
其他负债	630.20	932.00	272.00	272.00	272.00	272.00
负债合计	2359.42	2878.05	5009.13	3443.07	2416.50	2093.05
股本	3363.80	3363.80	3363.80	3363.80	3363.80	3363.80
资本公积	2320.74	2320.74	2168.77	2168.77	2168.77	2168.77
留存收益	1886.69	2630.74	3339.72	3881.67	4528.82	5275.72
归属母公司股东权益	7571.23	8315.28	8872.29	9414.24	10061.39	10808.29
少数股东权益	6.52	21.22	22.79	23.97	25.38	27.01
股东权益合计	7577.75	8336.50	8895.08	9438.21	10086.77	10835.30
负债和股东权益合计	9937.17	11214.55	13904.21	12881.28	12503.27	12928.35
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	1139.77	1509.49	2069.41	2444.66	3446.16	2698.83
投资性现金净流量	-1572.27	-1313.83	-3558.53	-630.00	-770.00	-850.00
筹资性现金净流量	462.81	-221.76	437.76	-1750.39	-2057.48	-558.66
现金流量净额	30.31	-26.10	-1051.36	64.27	618.67	1290.17

财务分析和估值指标汇总						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	62.84%	61.80%	58.09%	50.29%	51.35%	51.85%
三费/销售收入	6.66%	5.06%	9.38%	10.50%	7.98%	6.28%
EBIT/销售收入	53.46%	54.23%	45.46%	41.36%	42.42%	42.92%
EBITDA/销售收入	66.36%	65.01%	63.08%	92.76%	89.87%	86.11%
销售净利率	35.76%	36.89%	33.90%	27.60%	30.28%	31.93%
资产获利率						
ROE	12.00%	14.00%	13.99%	9.95%	11.12%	11.95%
ROA	13.67%	15.25%	11.99%	10.92%	12.55%	13.45%
ROIC	14.87%	15.41%	14.73%	9.09%	10.06%	12.75%
增长率						
销售收入增长率	-2.85%	24.11%	16.24%	-7.25%	8.82%	9.46%
EBIT 增长率	28.98%	25.89%	-2.57%	-15.61%	11.61%	10.75%
EBITDA 增长率	23.54%	21.58%	12.78%	36.39%	5.43%	4.89%
净利润增长率	32.01%	28.01%	6.83%	-24.50%	19.41%	15.42%
总资产增长率	16.37%	12.85%	23.98%	-7.36%	-2.93%	3.40%
股东权益增长率	4.98%	9.83%	6.70%	6.11%	6.87%	7.42%





经营营运资本增长率	16.68%	-231.88%	13.29%	34.55%	-65.91%	29.19%
资本结构						
资产负债率	23.74%	25.66%	36.03%	26.73%	19.33%	16.19%
投资资本/总资产	76.75%	75.28%	83.46%	90.82%	81.75%	74.90%
带息债务/总负债	47.05%	38.22%	54.10%	65.64%	31.04%	35.83%
流动比率	0.73	0.45	0.02	0.07	0.55	1.96
速动比率	0.73	0.45	0.00	0.07	0.51	1.97
股利支付率	48.13%	36.11%	42.28%	42.17%	42.17%	42.17%
收益留存率	51.87%	63.89%	57.72%	57.83%	57.83%	57.83%
资产管理效率						
总资产周转率	0.26	0.28	0.26	0.26	0.30	0.31
固定资产周转率	0.48	0.34	0.48	0.52	0.67	0.92
应收账款周转率	245.20	371.90	930.02	270.83	685.54	284.17
存货周转率	109.81	106.59	27.78	-104.01	31.12	-152.54
业绩和估值指标						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EBIT	1358.62	1710.34	1666.45	1406.31	1569.52	1738.26
EBITDA	1686.41	2050.28	2312.41	3153.85	3325.05	3487.59
NOPLAT	900.46	1151.02	1242.28	1054.73	1177.14	1303.69
净利润	908.63	1164.53	1241.21	937.15	1119.05	1291.56
EPS	0.270	0.346	0.369	0.279	0.333	0.384
BPS	2.251	2.472	2.638	2.799	2.991	3.213
PE	21.84	17.04	15.99	21.18	17.74	15.37
PEG	21.09	-12.92	11.98	N/A	N/A	N/A
PB	2.62	2.39	2.24	2.11	1.97	1.84
PS	7.81	6.29	5.41	5.84	5.36	4.90
PCF	17.41	13.15	9.59	8.12	5.76	7.35
EV/EBIT	14.65	11.68	13.55	15.74	12.75	10.77
EV/EBITDA	11.80	9.74	9.76	7.02	6.02	5.37
EV/NOPLAT	22.10	17.35	18.18	20.98	17.00	14.36
EV/IC	2.61	2.37	1.95	1.89	1.96	1.93
ROIC-WACC	14.87%	15.41%	14.73%	8.03%	9.64%	12.31%
股息率	0.022	0.021	0.026	0.020	0.024	0.027

资料来源：万得资讯，齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791