



运输/工业

山东高速（600350）

公路+地产，转型蕴契机

林园远 孙丽萍
 021-38676654 010-59312823
 linyuanyuang@gtjas.com sunliping@gtjas.com

本报告导读：

2010 年主业基本面恢复性回升，雪野湖 1 期项目可贡献利润、地产业务具有持续性、集团公路资产（京福剩余路段）具有注入预期，看好公司未来发展前景。

点评：

- **公路收费业务将恢复性回升：**除经济因素外，黄河三桥、荣乌路分流也是 09 年济青、黄河二桥通行费收入同比下降 5.8%、30%，预计 09 年 EPS 为 0.3 元。展望 2010 年，经济回升加分流局势已定，预计济青、黄河二桥通行费收入或恢复性上涨 15%、20%；养护成本虽或增加 1 个亿，但直线折旧法使成本波动相对较少，由此 2010 年公路收费业务 EPS 约 0.35 元。
- **京福高速存在注入可能：**集团将公司定位为省内公路上市平台。公司表示，未来将通过收购集团成熟路产的方式继续扩大路产资源。目前京福高速剩余段将是注入首选。
- **雪野湖项目盈利能力可观：**雪野湖 1 期项目占地 290 亩，现建有 93 栋别墅和 91 座酒店，其中别墅今年可预售。预计 93 栋别墅出售可贡献 EPS 0.07 元。此外，公司将于年中为 2 期项目拿地 600 亩，后期还将继续拿地 1000 亩。虽然购地成本会升，建筑规划会变，但每期净利润 15% 的增长可期。
- **地产业务将成第二主业，公司有意竞标济南旧城改造：**公司与绿城合作组建的地产公司注册资本约 50 亿，意味着地产将成公司第二主业。目前公司有意向竞标济南旧城改造。如成，则地产业务可锦上添花。
- **看好“公路+地产”的业务模式：**让高速公司承担融资责任的同时，给予一定的政策优惠，助其形成其他盈利增长点，是解决路产资源回报下降，集团又想盘活路产资源的方法之一。公司“公路+地产”的营运模式，或引导高速行业走出现有困境，因此可给予估值溢价。
- **估值与评级：**如 1 期 93 栋别墅均年内结算，则 10 年 EPS 为 0.42 元。地产业务将成公司第二主业，3 年净利增速 15% 可期。目前公路、地产 PB 分别为 2.7、3.4 倍，给予公司 3 倍 PB，目标价 8 元，“增持”评级。

评论：

1. 公路业务：业绩稳定，存在注入预期

- **路网分流格局稳定，通行费收入将恢复性上涨。**养护成本或增加 1 亿，但公司采用直线折旧法，业绩弹性高于行业。

除经济危机影响外，黄河三桥、荣乌路分流也是 09 年济青、黄河二桥通行费收入同比下降 5.8%、30.2% 的主因。预计 09 年全年 EPS 为 0.3 元。目前省内现有的分流格局已经稳定，09 年四季度起，各路段车流量均出现回升。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：谨慎增持

目标价格：8.00

上次预测：5.20

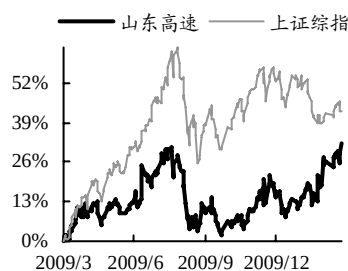
当前价格：6.14

2010.03.09

交易数据

52 周内股价区间（元）	4.66-6.32
总市值（百万元）	20,654
总股本/流通 A 股（百万股）	3,364/667
流通 B 股/H 股（百万股）	0/0
流通股比例	20%
日均成交量（百万股）	27
日均成交值（百万元）	152

52 周内股价走势图



相关报告

《山东高速：经济趋缓导致车流量增速放缓超预期》

2008.12.25

《山东高速：收购资产增厚有限，专项维修支出下降驱动业绩增长》

2008.11.14

展望 2010 年，青岛跨海大桥或于 10 月开通，全年对济青高速影响有限，其余路段基本无新增分流隐患，因此公司公路收费业务将继续保持恢复性回升。假设济青、黄河二桥通行费收入上涨 15%、20%，养护成本上升 1 亿，**预计 2010 年公路收费业务 EPS 约 0.35 元。**

表 1: 车流量假设

项 目	1H08	2008	1H09	2009E	2010E	2011E
济青高速公路	1,103	2,200	975	2,073	2,384	2,455
增速	16.04%	3.48%	-11.63%	-5.79%	15.00%	3.00%
泰曲路	11	17	10	21	26	29
增速	-28.72%	-43.87%	-11.26%	23.63%	20.00%	15.00%
济南黄河大桥	27	50	11	21	21	21
增速	-12.19%	-19.64%	-59.53%	-58.24%	0.00%	0.00%
滨州黄河大桥	14	22	18	40	56	73
增速	-64.32%	-65.84%	30.97%	77.82%	40.00%	30.00%
平阴黄河大桥	22	41	22	50	65	84
增速	-0.57%	-12.06%	1.38%	21.31%	30.00%	30.00%
济南黄河二桥	203	389	126	272	326	392
增速	18.64%	6.50%	-37.86%	-30.16%	20.00%	20.00%
济莱高速 (2 亿折旧)	47	113	60	140	182	219
增速		5946.11%	27.51%	24.29%	30.00%	20.00%
德齐北段		221	144	295	384	499
增速				33.32%	30.00%	30.00%
许禹高速		42	21	44	57	74
增速			33.67%	33.67%	30.00%	30.00%
通行费收入合计	1,427	3,096	1,388	2,956	3,500	3,845
增速	16.09%	14.70%	-2.78%	-4.55%	18.41%	9.87%

数据来源：国泰君安销售交易总部

表 2: 分流格局定，车流量恢复性回升

月收费增速	Jan-09	Feb-09	Mar-09	Apr-09	May-09	Jun-09	Jul-09	Aug-09	Sep-09	Oct-09	Nov-09	Dec-09	Jan-10
济青高速公路	-21%	11%	-12%	-11%	-13%	-18%	-7%	0%	-7%	2%	3%	14%	28%
泰曲一级公路	-39%	-9%	-17%	-19%	-7%	58%	77%	147%	89%	89%	74%	49%	55%
济南黄河大桥	-32%	-3%	-20%			-90%			-38%	-42%	-23%	-29%	5%
滨州黄河大桥	12%	16%	18%	14%	40%	100%	69%	80%		297%	100%	44%	55%
平阴黄河大桥	-27%	23%	-5%	6%	5%	15%	37%	0%	33%	64%	63%	76%	114%
济南黄河二桥	-38%	-23%	-42%	-38%	-41%	-40%	-31%	-23%	-28%	-18%	-19%	-7%	48%

济莱高速公
路

45% 48% 32% 97% 6% 12% 27% 102% 59%

数据来源：国泰君安销售交易总部

● **公司存在路产注入预期，京福高速应为注入首选。**

集团总资产 1400 亿，净资产 400 亿，业务范围涉及公路、铁路、港口、工程建设、房地产等多个领域，集团将公司定位为省内公路上市平台。由于目前公路造价日益昂贵，且新建路段培育期较长，因此公司表示未来将主要通过收购集团成熟路产的方式，来扩大路产资源。目前京福高速剩余段将是未来首选。

表 3：集团资产状况

山东高速集团 公路里程	1500 公里（其中省外 165 公里）	济南至青岛高速公路 潍坊至莱阳高速公路 青银高速齐河至夏津段 菏泽至关庄高速公路 济南至莱芜高速公路 威海至乳山高速公路 环胶州湾高速公路 河南省许昌至禹州高速公路 许昌至亳州高速公路
山东高速集团 在建高速公路	436 公里	青岛海湾大桥 四川省乐山至自贡高速公路

数据来源：国泰君安销售交易总部

2. 地产业务：背靠大树好乘凉

山东高速与绿城合作组建的地产公司注册资本约 50 亿，凭借其充沛的现金流及政府地位，公司以地产为第二主业的态度明确。其中，在手的雪野湖项目，每期贡献的利润或可增长 15%，此外，公司还有意向竞标旧城改造，如意向达成，则地产业务还可锦上添花。

● **雪野湖项目尚可运作 3 年，1 期只是起步。公司依托这一项目，可获得丰厚的回报。**

雪野湖距市区 46 公里，占地 4200 亩，总投资 20 亿，3-5 年，五星级酒店、山地运动中心，游艇码头、健康会所、企业会所、亲水旅游，预计总投资 20 个亿。

公司与 2007 年以 15 万/亩的价格购得雪野湖 1 期 290 亩土地，计划于 2010 年中继续拿地 600 亩，后续还将拿地约 1000 亩左右作为地产储备。故，预计雪野湖项目尚可运作 3 年，此外其较低的拿地成本，也是项目本身回报丰厚的关键。

➤ **雪野湖 1 期 2010 年可达预售**

雪野湖 1 期项目占地 290 亩，现建有 93 栋别墅和 91 座酒店，目前酒店在地基阶段，别墅 5 月可封顶，今年可达预售状态。由于项目具有稀缺性，且土地成本只有 15 万/亩，因此雪野湖 1 期盈利能力可观。假设 2010 年 93 栋别墅全部出售，预计可贡献 EPS0.07 元。考虑到别墅捂盘提价，以及公司平滑业绩的动机，预计这 93 栋别墅将可能在今明两年内逐一入账。

表 4：93 栋别墅入账或可贡献 EPS 0.07 元，如考虑政府退税，则可贡献 EPS 约 0.076 元

1、雪野湖 1 期		基本资料
面积		290 亩
主要建筑		93 栋别墅、91 栋企业会所、1 座酒店
2、收入预测	假设	预计收入 (万)
别墅卖价	600 万	
出售数目	93 栋别墅	55800
别墅面积	400 m ²	
3、营业税	营业税 5.5%	3069
4、成本预测	假设	预计成本 (万)
建设成本	2000 元/m ²	
土地成本	4439.2373*0.5 万(假设别墅与企业会所、酒店等面积)	19331.12
绿化成本	500 元/m ²	
5、增值税	增值税 3%	1674
6、净利润	所得税 25%	23794.4
可贡献的 EPS		0.07 (如考虑政府退税, 则 EPS 约 0.076 元)

数据来源: 国泰君安销售交易总部

2、雪野湖 1、2、3 期可贡利润, 每期或可增长 15%

2010 年年中, 公司将为雪野湖 2 期项目继续以公开招标形式拿地 600 亩, 并有意与绿城合作, 建设别墅、酒店、商业会所、18 洞高尔夫球场等。后续, 公司拟继续拿地 1000 亩作为储备。

从土地面积上看, 1 期、2 期、3 期用地每年分别增长 100%、67%, 虽然购地成本会有上升, 建筑规划也有不同, 但每期可得的净利润增长 15%可以期待。

● 公司有意向竞标济南旧城改造

除雪野湖项目外, 公司还有意向竞标济南旧城改造以及其他可行项目。我们认为, 凭借公司在省内的地位及诚信度, 拿到旧城改造的机会较高。如成, 则公司地产业务将可锦上添花。

3. 困境中谋变: 具有中国特色的高速公路营运模式

- **各省交通部缺钱的困境:** 我国公路里程经过快速提升后, 各省交通部都握有大量的公路资产。一方面, 各省交通集团还需要顶着公路造价高、辅道培育期加长等压力, 继续修建偏远地区的高速, 另一方面, 目前交通集团多数存在缺钱困境。而解决缺钱最好的办法, 是利用各省的上市的高速公司, 或盘活其所握有的公路资产, 或通过市场融资, 解决部分修建成本。

但可惜的是, 成本的高企、路网完善, 使不管是注入路产, 还是修建新路, 其回报率都将逐步下降, 因此, 上市公司的股东对公路公司的热情, 也呈下降趋势。

- **高速公司的困境:** 稳定业绩、分红丰厚是高速公路经典的模式。然而, 一方面, 集团缺钱, 需要上市公司这一融资平台, 另一方面, 许多地方国资委对高速企业实行了利润考核指标, 这使的高速公司不能再安于现状, 急需谋求业务上突变。
- **困境中谋变:** 一方面, 公路集团缺钱, 需要上市高速公司成为路产资源的良好融资平台, 另一方面, 公路资产本身并不是目前市场所看好的融资项目。解决这一困境的方法之一, 就是让上市高速公司承担公益责任的同时, 给予一定的政策优惠, 助其形成其他盈利增长点。

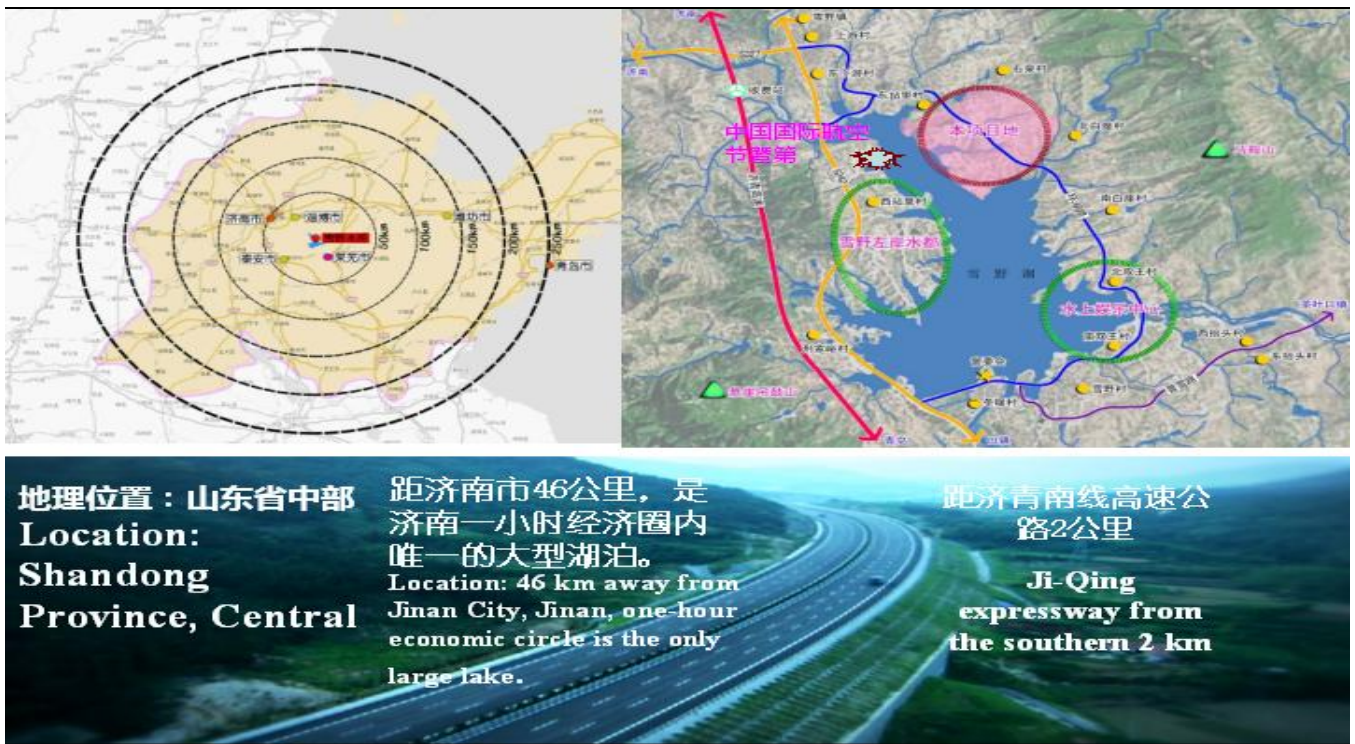
目前市场上，真正将辅业规模扩大到第二主业来运作的，有赣粤高速、山东高速。我们认为，高速公司依托政府背景，利用现金流，拓展高回报但资本密集型产业的模式，即有助于增强公司活力，也有助于路产融资的顺利开展，是双赢的局势，未来可能形成具有中国特色的高速公路营运模式。

4. 估值与评级：看好公司，“增持”评级

- **业绩预测：**公路主业 2010 年将贡献 EPS0.35 元；地产业务，预计雪野湖 1、2、3 期可净利润每期或可增长 15%，预计 1 期 93 栋别墅可贡献 EPS 0.07 元。
- **估值及评级：**山东高速“公路+地产”的业务模式，或引领高速行业走出现有困境。此外，公司公路资产将维持平稳；地产业务作为其第二主业，优势明显，潜力较大。目前公路行业的平均 PB 为 2.7 倍，地产行业的 PB 为 3.4 倍，给予公司 3 倍 PB，目标价 8 元，增持评级。

5. 雪野湖项目附图

雪野湖至市区车程 30 分钟以内，至机场 20 分钟左右（红色区）



鸟瞰图

Bird's eye view



分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	股票投资评级	
	行业投资评级	
	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		

