

动态报告/公司快评

交通运输

山东高速（600350）

谨慎推荐

公路铁路

调研简报

（上调评级）

2010 年 3 月 10 日

经营改善趋势确立 地产业务收获可期

分析师： 高健 gaojian@guosen.com.cn 0755-82130833-1809

事项：

上周我们调研了山东高速，与公司高管交流了公司经营情况，并实地调研了雪野湖地产项目。

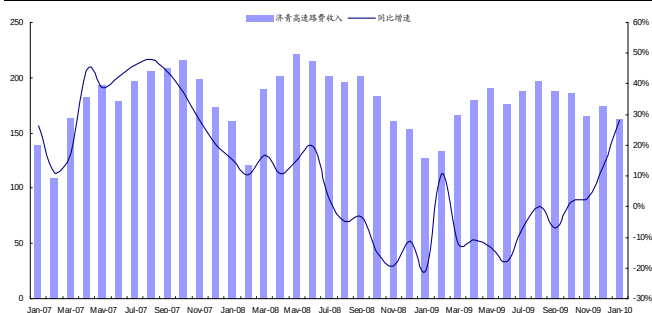
评论：

■ 公司经营改善趋势确立，济青高速和黄河二桥 1 月份收入同比分别增长 28% 和 48%

09 年宏观、分流双重压力导致路费收入下滑，2010 年以来已呈现企稳回升态势。2009 年，公司旗下主要路费收入来源济青高速、黄河二桥分别面临荣乌高速和黄河三桥分流压力，此外区域内宏观经济增速放缓以及外贸形势的低迷也加剧了经营的不利局面。2009 年济青高速路费收入 20.7 亿元，同比下滑 6%，较上半年 11% 的降幅已大幅收窄，黄河二桥路费收入 2.72 亿元，同比下降 30%。

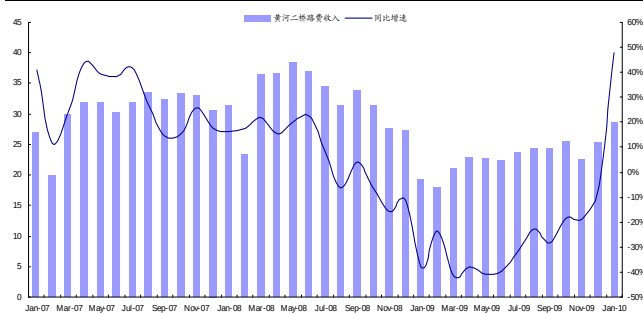
从近期经营数据看，公司经营情况已逐步好转，1 月份济青高速和黄河二桥路费收入同比增速分别为 28% 和 48%，分流压力已基本缓解，宏观经济的好转促进了车流量的回升，未来经营改善趋势确立，我们预计全年公司路费收入增速在 10% 以上，直线折旧会计处理方式将使得业绩向上更具弹性。

图 1：济青高速月度收入及同比增速（单位：百万）



资料来源：公司数据

图 2：黄河二桥月度收入及同比增速（单位：百万）



资料来源：公司数据

■ 济莱高速收入保持快速增长态势，济乐高速 2013 年开通存在正面贯通效应

济莱高速 2009 年路费收入 1.4 亿元，同比大幅增长 52%，由于车流量尚处在培育阶段，我们认为未来两到三年将保持年均复合 25% 以上快速增长态势，直线折旧会计方式下，公司在济莱高速上的亏损将大幅下降。除强劲的内生增长动力外，预计 2013 年左右通车的济乐（济南—乐陵）高速将促进济莱高速在山东省内南北过境通道作用。

图 3：济乐高速与济莱高速方位图



资料来源：公司数据

■ 分流压力已大幅缓解，济青南线分流无需担忧

荣乌高速和黄河三桥分流将逐步趋于稳定，市场担忧青岛跨海大桥建成后对济青高速将形成威胁，但我们认为主要分流压力已基本释放，济青高速南线（以下简称“南线”）对济青高速分流程度将较为有限，主要有以下几个原因：

- 济青高速沿线集中了山东省内经济最为发达的区域，车流量具备良好的长期增长潜力，南线经过鲁中山区地带，经济发达程度差距较大
- 第二，济青高速直达比例并不高，地形特征决定货车偏好济青高速。南线贯通后，由于车流量少且路面状况好、总长度较济青高速少 15-20 公里，济南直达至青岛的部分公务和私家轿车会分流到南线，我们对一线货运司机进行了调研，首先，济青高速的车流量密度最大的区间集中在济南-淄博-潍坊区间，济南至青岛的直达车辆比例并不高，其次，从地形特征来看，济青高速平缓程度好于南线，对收入占比较高的货运车流来说，节油和安全系数上的优势进一步降低了分流的威胁
- 第三，南线隧道收费以及跨海大桥的收费将强化济青高速在费率上的优势。由于尚处于车流量培育期，南线上四条收费隧道尚未正式收费，以小轿车为例，将增加通行费用 60 元；另外，青岛跨海大桥计划 2010 年底主体工程竣工，2011 年通车后将大幅改善黄岛至青岛市区交通状况，但同时也将增加通行费上的支出（根据杭州湾跨海大桥和舟山跨海大桥的收费标准预计在 50 元以上），这些因素将强化济青高速在通行费用上的优势。

综合以上因素，我们认为南线对济青高速分流威胁较小，济青高速作为山东核心经济区主动脉的地位将继续保持，而且即使有分流，公司通过旗下的济莱高速车流量的增长能实现有效对冲。

■ 雪野湖项目 2011 年有望增厚业绩 0.04 元

雪野湖度假村项目是公司进入房地产开发领域的首个项目，该项目位于济南市东南方向 46 公里，距离济莱高速直线距离仅 2 公里左右，距离济南机场仅 40 分钟车程左右，一期工程占地 290 亩，总地价成本仅 6060 万元，合每亩仅 20 万左右，包括 93 栋低密度别墅（销售面积 50000 平米左右）和酒店（建筑面积 20000 平米左右）、高尔夫练习场、企业会所等项目。

图 4：雪野湖方位图



资料来源：公司数据

从现场调研的情况看，住宅项目已基本具备预售条件，预计下半年开始预售，但周边环境配套方面包括绿化、景观上仍需要进一步投入，酒店项目地下部分接近完工、高尔夫练习场已进入验收阶段。考虑到该项目周边天然的生态文化环境和面山背湖的稀缺概念，我们预计一期别墅项目销售单价在 10000 元以上，参考房地产行业研究员的观点，按照 25%左右的净利率水平测算盈利规模在 1.3 亿元以上，预计 2011 年报表中体现，增厚公司业绩 0.04 元左右。公司雪野湖项目总体规划达 4200 亩，公司计划下半年进一步拿地 580 亩左右。公司和莱芜市政府的良好合作关系决定了公司在后续拿地及政策上均将获取优惠支持，公司该项目总投资达 20 亿元，未来几年通过滚动开发将持续为公司贡献利润。

图 5：一期酒店及企业会所效果图



资料来源：公司数据

图 6：一期别墅效果图



资料来源：公司数据

■ 与绿城集团战略合作有助公司站在高起点拓展房地产业务，50 亿元投资规模奠定未来利润增长点

我们在 2010 年度策略报告中就明确指出，在有限经营期限的瓶颈下，**适度多元化是高速公路上市公司的战略选择**。高速公路公司普遍现金流好且稳定增长，在新建高速公路项目投资回报率逐步下降的不利背景下，稳健而审慎的投资策略将有效拓宽未来的发展空间，并进一步提升行业估值水平。

公司 2 月 9 日公告与绿城集团采取共同出资成立项目公司为管理平台的合作模式，双方以现金方式对项目公司出资总额暂定 50 亿元人民币，公司出资额占比 51%-55% 以保持控股权。绿城集团是国内知名的房地产企业，09 年销售额 533 亿元，仅次于万科的 634 亿元位居全行业第二。公司与绿城开展战略合作将实现高起点拓展房地产行业，公司雪野湖二期及后续项目可能会采取与绿城集团合作的模式开发。公司在省内资源的获取能力和绿城集团在房地产开发、管理方面的领先水平能够实现强强联合。城市化率继续提升的大背景下，二线城市未来在一级开发、城中村改造、住宅项目开发方面仍具备广阔的市场容量，公司的绝对控股权最大限度保证了公司利益，我们看好公司此次与绿城集团战略合作的前景。

■ 上市平台有利于集团层面进一步资产优化配置，德济南段属首选范畴

大股东山东高速集团目前是山东省内最大的国有企业，增强，已发展成集公路、高速公路、铁路、机场、港口等交通基础设施的投资、建设、经营与管护于一体的大交通集团，截止 09 年底，资产总额突破 1300 亿元，资产规模居省管企业第一位。集团经营管理的已建成高速公路 1458 公里，在建 436 公里；铁路 482 公里，在建及规划 358 公里，并代表省政府承担了全省 3800 公里、总投资 1500 亿元铁路的新建、改建任务。

我们认为集团存在通过公司上市平台实现公路资产优化配置的需要。集团当前资产负债率在 60% 以上，属较高水平。未来几年基建项目上需要大规模资金投入，再加上银行系统对政府融资平台风险的关注，我们认为集团有动力通过公司上市平台进行资产的优化配置，通过注入优质路产回收流动资金是双方来说是一个双赢的局面，集团层面筹集到了建设资金，而公司方面实现了路产上的外延扩张，德济南段作为与德齐北段连接的项目，属于首选项目范畴。考虑到资产评估、定价需协调各方利益，我们对资产定价持谨慎预期，但以较公允的价格收购成熟的优质路产可避免新建项目车流量培育期阶段给公司业绩造成的负面干扰以及优化公司道路网络，增强整体的抗风险能力。

■ 经营业绩触底，业务拓展可期，10-11 年复合增速 20%以上，提高投资评级至“谨慎推荐”

2009 年公司在分流和宏观经济双重影响下形成业绩低点，随着经济的逐步复苏和分流压力的大幅缓解，济莱高速车流量的快速增长将使得该项目亏损大幅收窄，直线折旧机制可能会低估公司的真实价值，但在趋势向好时使业绩体现出较好的向上弹性，我们上调公司 2009-2011 年每股盈利至 0.30 元、0.35 元和 0.44 元（地产业务 0.04 元），对应 PE 分别为 20X、17X 和 14X，同时上调公司投资评级，由“中性”上调至“谨慎推荐”，公司公路主业的盈利已能对当前股价形成有力支撑，我们对公司地产业务的开拓方式表示认可，未来有望大幅拓展公司发展空间，我们将根据项目进展适时上调地产项目带来的盈利贡献，当前股价尚未充分体现公司内在价值，建议投资者重点关注，逐步增持。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。