

动态报告/公司快评

山东高速（600350）

推荐

山东高速重大资产收购预案快评

（无变化）

2010年6月30日

定价公允 整体上市迈出关键一步

分析师： 郑武 邮件：zhengwu@guosen.com.cn 电话：0755-82130422 SAC 执业证书编号：S0980210030010

联系人： 高健 邮件：gaojian@guosen.com.cn 电话：0755-82130833-1809

事项：

山东高速公布发行股份实施重大资产购买暨关联交易预案：公司拟向大股东山东高速集团非公开发行股份约14.18亿股，购买资产的标的为高速集团持有的高速运管公司 100%股权及潍莱公司51%股权，标的预测评估值75亿元，发行价格为公告前20个交易日均价5.29元/股。

评论：

■ 整体上市迈出关键一步，收购大股东资产权益里程 290 公里，总里程增幅 46%

大股东山东高速集团向公司注入高速公路资产，包括高速运管公司 100%股权及潍莱公司 51%股权，其中高速运管公司资产主要为两部分，第一部分是京福高速德齐南段、齐济段和济泰段（三段资产以下统称京福纳入段），总里程为 139.16 公里，即京福高速和京沪高速在山东境内重合路段（除德齐北段外）；第二部分是威乳高速（威海—乳山高速公路项目），威乳高速是国家重点公路威海-乌海主干线、威海-青岛支线和山东省“五纵、四横、一环”高速公路网中“一环”的重要组成部分，全长 79.6 公里。本次资产注入总权益里程规模为 290 公里，完成后公司总营运里程将达到 920 公里，位居上市公司前列。

■ 增加预案定价较为公允，优于 08 年方案，公司盈利规模将随股本扩张幅度同步提升

此次注入的资产账面价值 43.5 亿元，预测评估值为 75 亿元左右，PB 为 1.72 倍，与公司当前 1.76 倍的 PB 水平较为接近，我们认为基本合理。根据增发预案的初步评估，拟收购资产对公司 2010 年度业绩影响体现为不摊薄每股收益，我们认为拟收购资产之前已逐步度过大修养护期，未来养护成本将大幅降低，京福纳入段显著的区位优势将使其盈利水平稳步提升，潍莱高速和威乳高速成长性良好，随着通行费收入的持续增加和成本的控制，未来几年亏损水平有望迅速收窄，并有望增厚公司每股收益水平。总体来看，此次增发方案优于 2008 年公司收购大股东资产时的定价。根据预案，公司股本将扩张 42.5%，我们认为公司盈利水平将随着股本的扩张同步提升 40%以上。

■ 路网布局更加均衡，抗风险能力得到强化

09年由于路网分流的冲击，公司经营受到较大的负面影响，目前分流压力已经大为缓解。资产注入完成后，公司路网布局将更加均衡，通行费收入增速将主要取决于省内经济的发展和汽车保有量的提升。预计2013年建成通车的省内新京沪高速线——济乐高速（济南-乐陵）虽然对公司旗下京福段有负面影响，但考虑到一方面京沪方向车流目前已被开通的临沂-莱芜-淄博-滨州方向高速分流，且公司可通过旗下济莱高速（山东省内新京沪高速组成部分）的受益对冲，所以综合来看公司整体面临的压力较小。

■ 股改承诺顺利履行，集团新承诺体现对公司坚定支持态度，预计后续仍有资本运作

本次资产注入方案的实施，推动了集团高速公路主业整体上市的步伐，德济南段的注入也是大股东兑现股改承诺的重要举措，同时集团做出了如下新承诺

- 不利用本集团对山东高速的控制关系从事或参与从事有损山东高速及其股东利益的行为
- 在公司路产周边50公里范围内不新建可能产生分流的公路项目
- 若公司有意收购集团旗下公路、隧道或桥梁，集团将在适当时机以公允的市场价格出售给公司

集团公司的新承诺体现其坚定支持上市公司做大做强的决心。在集团负债率高企（截至09年底超过70%），建设任务繁重的背景下，集团公司通过旗下剩余的公路相关资产，进行存量资产换取增量资金的资本运作是必要且可行的，本次收购完成后集团持股比例将达到71%，未来股权稀释威胁绝对控股权的风险较小，预计未来会有后续的资本运作。

■ 关注复牌后交易性机会，看好公司长期发展前景，维持“推荐”评级

增发价5.29元高于停牌前股价5.11元，当前价格具备较高的安全边际，公司复牌后有望出现交易性机会，但考虑到公司停牌期间市场持续下挫，上证指数累计跌幅达到8.6%，高速公路行业指数下挫9.3%，建议短线投资者预期不宜过高，我们仍然坚定看好公司长期发展态势，高速公路主业稳步增长，房地产调控不改二三线城市广阔前景，维持“推荐”评级，如果股价大幅补跌，建议逢低吸纳。

图 1： 拟收购资产区位图



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

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。