

山东高速(600350)跟踪研究报告

资产注入对业绩略有增厚

工业/公路与铁路

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2010 年 11 月 22 日

投资要点:

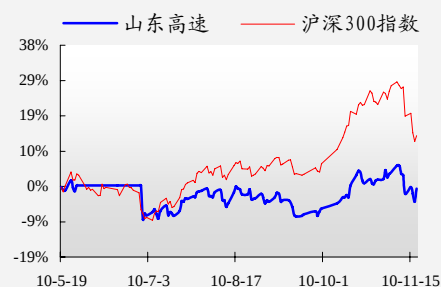
- 公司资产重组方案为: 向控股股东高速集团定向发行 A 股 14.2 亿股, 发行价 5.29 元/股, 用于收购其旗下的高速运管公司 100% 股权和潍莱公司 51% 股权。交易标的评估值合计 75.11 亿元。
- 拟注入资产上半年 EPS 略低于山东高速: 拟注入资产包括京福纳入段、威乳高速、潍莱高速。其中, 以京福纳入段盈利能力最强, 威乳高速及潍莱高速短期内盈利不理想。上半年, 拟注入资产实现净利润 2.19 亿元, 折算 EPS 为 0.154 元, 略低于山东高速上半年 0.159 元的每股收益。
- 对山东高速中长期业绩表现有促进作用: 京福纳入段重组前业绩受到大修阶段性负面影响, 威乳高速处于培育期, 潍莱高速有望于 2012 年达盈亏平衡。随着大修养护工程于 2010 年下半年逐步结束, 标的资产的盈利能力将大幅回升, 2010 年及 2011 年度, 预计备考合并后每股收益将较交易前分别增厚 1%、7%。
- 根据业绩预测, 2010-2011 年公司市盈率为 14 倍、12 倍, 在高速板块居于偏低水平。给予谨慎推荐评级, 但基于高速板块较透明的基本面及板块上行空间相对有限的特征, 不建议追高买进。
- 风险提示: 京福纳入段现为京福、京沪高速在山东省内的重合路段, 而京沪高铁预计将于 2011 年底全线贯通, 新京沪高速乐陵至济南段预计将于 2013 年建成通车, 将对京福纳入段造成一定的分流。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	366923	0	105221	-15%	0.31		--	
2010E	551535		161762		0.33			
2011E	595381	8	202128	25	0.42			
2012E								

注: 2010 年预测数据假设重组资产自年初计入, 按发行后总股本摊薄

走势图



市场数据

2010-11-19

收盘价:	4.97 元
52 周最高价:	6.23 元
52 周最低价:	4.49 元
平均持仓成本:	5.10 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	336,380
流通 A 股 (万股):	336,380
每股收益 (元): 三季	0.25
每股净资产 (元):	2.95
每股经营现金流 (元):	0.42
市净率:	1.68

分析师: 许祥

执业证书编号: S0550200010020

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: xux@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

公司资产重组草案为：向控股股东高速集团定向发行A股14.2亿股，发行价5.29元/股，用于收购其旗下的高速运管公司 100%股权和潍莱公司51%股权。交易标的评估值合计75.11亿元。目前已获董事会通过，尚需股东大会、中国证监会审批通过。

一、拟注入资产上半年EPS略低于山东高速

● 拟注入资产一：高速运管公司 100%股权

主要资产为京福纳入段及威海高速。

京福纳入段：包括京福高速德齐南段、齐济段以及济泰段。该段北起德州市平原县尹屯南，南至京沪线泰化路起点，全长139.16 公里。本次纳入段为京福高速、京沪高速在山东境内的重合路段，具有明显的区位优势。

威海高速：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。威海高速的建成为威海至青岛提供了快速、经济的交通条件，未来运营成熟后对打造胶东半岛“一小时经济圈”具有重要意义。

● 拟注入资产二：潍莱公司51%股权

主要资产为潍莱高速。

潍莱高速位于山东半岛的中西部地区，起于潍坊市坊子区，街206 国道，终于莱阳市太平庄，接烟青一级路，全长140.64 公里，总投资为25.75 亿元。潍莱高速自建成通车以来通行费收入一直保持较高的增长，2000 年至2009 年以来通行费收入复合增长率达到17%。

三条高速公路中，以京福纳入段盈利能力最强，2007-2009年年均通行费收入达12.3亿元，单位里程收费能力较公司盈利能力最强的济青高速高32%，盈利能力非常突出。但威海高速及潍莱高速短期内盈利不理想，其中潍莱高速连续较大额亏损，其中2010年上半年亏损近亿元。

根据模拟的拟注入资产简要财务数据，上半年，拟注入资产实现营业收入7.2亿元，净利润2.19亿元，以14.2亿股发行规模测算，相当于拟注入资产的EPS为0.154元，略低于山东高速上半年0.159元的每股收益。

单位：万元

项目	2010年1-6月	2009年度	2008年度	2007年度
营业收入	72,157.38	128,143.11	156,066.38	139,550.95
利润总额	30,907.35	46,799.10	78,765.72	83,309.69
净利润	21,918.32	34,070.46	57,816.59	61,429.32

资料来源：公司公告

二、对山东高速中长期业绩表现有促进作用

● 京福纳入段重组前业绩受到大修阶段性负面影响:

2008 年下半年起,京福纳入段进入了集中大修养护期,对通行费收入造成一定负面影响,养护也大幅增加,对业绩造成短期负面影响。据统计,高速运管公司2009 年的养护支出达到15,496.11 万元,较2007 年的养护正常年份增加10,923.52 万元。此轮大修养护已于2010 年下半年结束。根据养护规划,高速运管公司未来3-5 年内年均大修养护成本将比当前减少近亿元。

● 威乳高速处于培育期,潍莱高速有望于2012年达盈亏平衡:

威乳高速2007 年12 月竣工通车,截至目前尚处于路产的培育期。

潍莱公司2007-2009 年度连续三年亏损,2010 年1-6 月份亏损9899万元,亏损较以往年度同期水平进一步增加。其主要原因是由于潍莱高速起点与终点路网仍有待完善,终点莱阳周边尚未建成与之贯通的高速公路;此外, 2009 年以来短期内养护成本大幅突增同样制约了潍莱高速的盈利水平。2011 年潍莱高速大修养护期结束后养护成本将大幅下降,潍莱公司于2012 年可能基本达到盈亏平衡。

虽然拟注入资产短期业绩表现逊于公司,但随着大修养护工程于2010年下半年逐步结束,标的资产的盈利能力将大幅回升,而京福高速纳入段2010年获得收费期限延长的批文后,折旧金额也将相对降低,更进一步提升标的资产盈利能力。根据公司编制的备考合并盈利预测报告,2010年及2011年度,上市公司备考每股收益将较交易前分别增厚1%、7%。

项目	2010年度			2011年度		
	备考	实际	变动率	备考	实际	变动率
营业利润(万元)	219,731.00	151,492.00	45.04%	268,098.00	174,762.00	53.41%
归属于母公司所有者 净利润(万元)	161,762.00	112,381.00	43.94%	202,108.00	131,810.00	53.33%
每股收益(元)	0.338	0.334	1.20%	0.422	0.392	7.65%

资料来源:公司公告

三、投资评价:

公司收购的京福纳入段、威乳高速及潍莱高速等路产,对应权益总里程约为290公里,交易完成后,公司拥有的收费公路总里程将达到920公里,公司在山东省高速公路网中的地位将得以进一步强化,成为国内高速公路板块第一大上市公司。

根据公司的业绩预测,2010-2011年公司市盈率为14倍、12倍,在高速板块居于偏低水平。给予谨慎推荐评级,但基于高速板块较透明的基本面及板块上行空间相对有限的特征,不建议追高买进。

风险提示：京福纳入段现为京福、京沪高速在山东省内的重合路段，而京沪高铁预计将于2011 年底全线贯通，新京沪高速乐陵至济南段预计将于2013 年建成通车，将对京福纳入段造成一定的分流。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。