

收费公路: 估值明显偏低, 存在 44% 的价值回归空间 推荐 维持评级

分析师: 张秋生 邮箱: zhangqiusheng@chinastock.com.cn 电话: 010-66568728

一、国道主干线车流量“率先复苏”

受金融风暴冲击, 08 年下半年, 全国国道主干线车流量经历了五个月的下降, 进入 09 年以后, 道路车流量率先开始触底反弹。

1、南北国道主干线（京珠高速）车流量恢复性增长迅速

京珠高速河南段: 元月份京珠段（郑漯、漯驻）路产收入同比增长 30.1%，二月份同比增长 29.3%；09 年 1、2 月，路产淡季收入已经逼近正常月份收入水平，良好开端预示着未来月份路产收入将维持较高的同比增长水平（图 1）。

京珠高速湖南段: 按照折算全程流量统计，现代投资所辖京珠高速车流量增长迅猛：元月份环比增长 37.5%；二月份（春节因素影响）环比微降 2.88%。年初淡季折算全程日均车流量已经远超去年正常日均流量水平，超额幅度在 30% 以上（图 2）。

图 1：中原高速京珠路通行费收入比较图

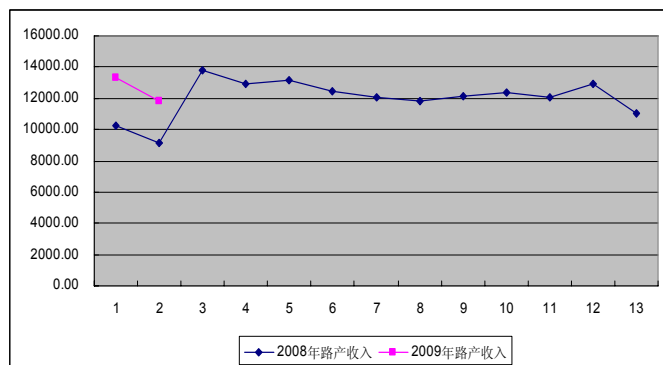
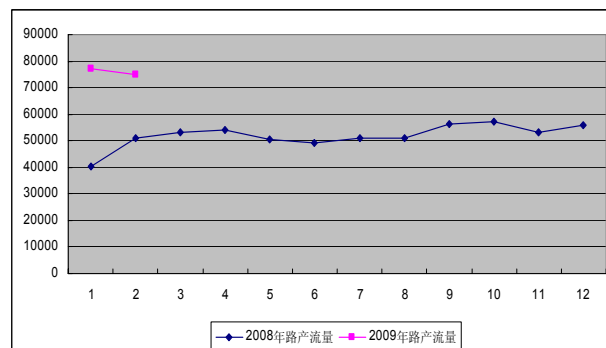


图 2：现代投资京珠路日均折算全程车流量比较图



资料来源：公司网页；中国银河证券研究所

2、东部地区高速公路车流量触底反弹趋势明显，环比增长超过 10%

图 3：昌九高速车流量环比增长图

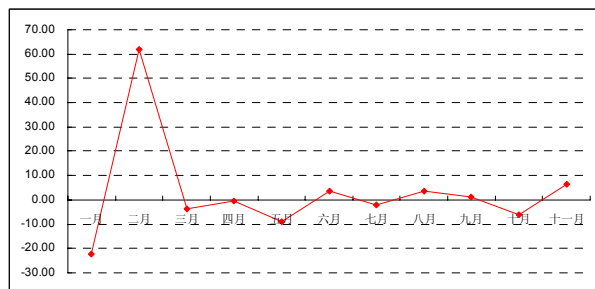
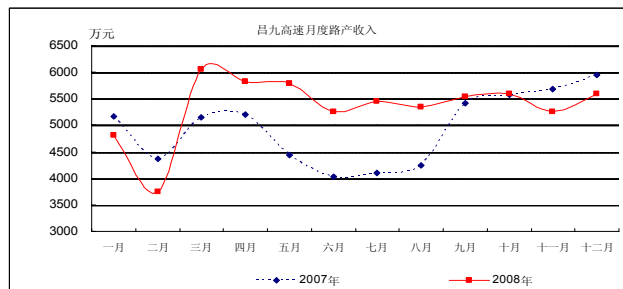
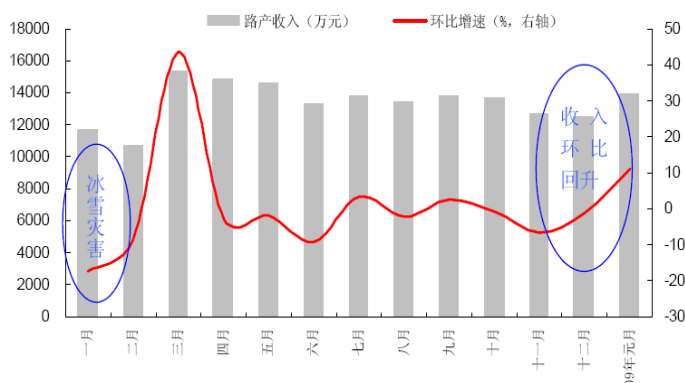


图 4：昌九高速收入同比（2007/2008）增长图



资料来源：公司网页；中国银河证券研究所

图 5: 皖通高速 (2008-2009.1) 路产收入环比增长图



资料来源: 公司网页; 中国银河证券研究所

东部地区是受金融危机冲击严重的区域。2008 年五月份开始, 东部地区高速公路车流量开始下降, 经过五个月左右的下降, 目前高速公路车流量呈现触底反弹趋势, 显示宏观经济有复苏的迹象。预计随着国家固定资产投资力度不断加大, 经济复苏带来的车流量增长将会在高速公路收入上率先表现出来。

计算显示, 地处中东部地区的皖通高速、山东高速和赣粤高速路产车流量均呈现明显的复苏迹象, 其中山东高速所辖济青高速二月份同比增长 11%; 皖通高速 2009 年元月, 路产收入环比增长达到 11.2%。赣粤高速尚未公布 2009 年一季度收入数据, 但根据东部地区车流量恢复数据判断, 其一季度路产环比收入增长速度也应在 10% 以上 (图 3、4、5)。

二、一季度业绩同比增长, 行业表现“一枝独秀”

受金融危机冲击, 宏观经济迅速下滑, 经济中绝大多数行业的一季度业绩将会呈现明显的下降, 而高速公路上市公司将是为数不多的一季度业绩正增长的行业。在严酷的宏观经济环境下, 高速公路能够独善其身, 主要原因在于:

- (1) 高速公路主要服务于国内运输, 其抵御国际经济冲击的能力远远高于港口、机场等行业;
- (2) 由于冰雪灾害影响, 去年一季度收费公路业绩普遍较低。
- (3) 09 年一季度, 国家高速公路网车流量复苏明显。

基于以上原因, 收费公路一季度业绩同比呈现正增长具有坚实的基础。预计收费公路全行业的业绩表现将明显好于其他行业。

三、行业估值明显偏低, 存在 44% 的价值回归空间

收费公路行业可比公司 2009 年平均市盈率 13 倍, 2010 年平均市盈率 12 倍 (表 1)。

目前, 位于南北国道主干线、路产车流量增长明确的主流高速公路上市公司, 其 ROE 水平普遍高于 15%。我们认为, 位于南北国道主干线的主流公路上市公司, 其合理市盈率应该在 13-15 倍左右。

目前, 收费公路行业 2010 年的平均市盈率仅有 11.7 倍, 而那些成长良好的主流公路上市公司 (如赣粤高速、现

代投资)，其 2010 年动态市盈率只有 9 倍，估值明显偏低。按照行业主流公司 13 倍合理市盈率，相比目前 9 倍的市盈率状况，行业主流上市公司的估值水平还有 44% 的上升空间。

表 1：收费公路可比公司相对估值计算表

股票代码	股票名称	4 月 2 日 收盘价格 (元)	每股收益 (元)			市净率 (PB)	市盈率 (PE)		
			2008(A/E)	2009E	2010E		2008 (E)	2009E	2010E
000900	现代投资	17.41	1.59	1.87	2.05	1.87	10.9	9.3	8.5
600269	赣粤高速	9.91	0.94	1.04	1.12	1.62	10.5	9.5	8.8
600350	山东高速	5.28	0.4	0.43	0.51	1.92	13.2	12.3	10.4
600035	楚天高速	4.91	0.339	0.398	0.482	1.86	14.5	12.3	10.2
600033	福建高速	6.12	0.45	0.505	0.421	2.12	13.6	12.1	14.5
600377	宁沪高速	5.94	0.328	0.35	0.392	1.83	18.1	17.0	15.2
600012	皖通高速	4.97	0.417	0.42	0.4	1.69	11.9	11.8	12.4
600020	中原高速	3.43	0.287	0.321	0.34	1.31	12.0	10.7	10.1
000429	粤高速 A	4.73	0.32	0.349	0.339	1.7	14.8	13.6	14.0
600548	深 高 速	5.49	0.269	0.288	0.339	1.64	20.4	19.1	16.2
000916	华北高速	4.4	0.23	0.292	0.318	1.19	19.1	15.1	13.8
		平均				1.71	14.5	13.0	12.2

资料来源：聚源数据；中国银河证券研究所

四、“消费刚性”特点显著，09 年业绩增长明确

1、收费公路具有较高的消费刚性

与航空运输、水上运输和铁路运输相比，公路客、货运输具有较低的消费弹性。计算表明，上述四种货物运输方式的消费弹性系数分别为 1.54、1.48、0.91 和 0.75（图 6）。公路货物运输周转量的弹性系数为 0.91，远低于航空运输和水上运输弹性系数；公路货物运输弹性系数略高于铁路货运弹性系数（0.75）。同样，在旅客运输领域，航空运输的消费弹性系数最高，为 1.64，而公路运输和铁路运输的消费弹性系数分别为 0.78 和 0.64（图 7），其波动性远低于航空运输。需要注意的是，在上述四种运输方式中，铁路客货运输由于运力长期处于超负荷状态，其较小的消费弹性并不能完全反映其真实的供求状况。

消费弹性分析表明，相比其他运输方式，公路客、货运输具有较强的消费刚性。对收费公路行业来讲，公路运输消费刚性，直接表现为车流量的较小波动性。公路运输的低消费弹性特点是决定收费公路防御性的基础。

值得注意的是，水上货物运输（航运）具有较高的弹性系数（图 6）。这表明，受航运周期性波动影响，港口行业的防御性弱于收费公路防御性。

图 6: 各种运输方式的货物运输弹性系数

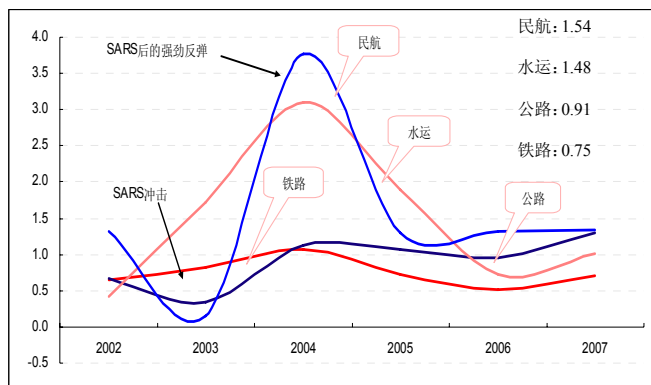
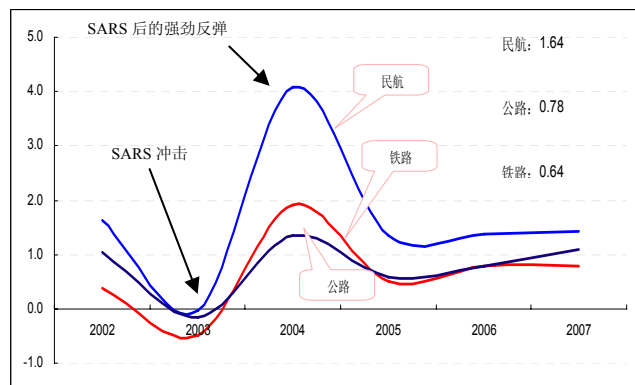


图 7: 各种运输方式的旅客运输弹性系数



资料来源: wind; 中国银河证券研究所

2、09 年收费公路业绩增长应无悬念

受国家投资拉动，我国宏观经济复苏明显。09 年 GDP 增长 8%，奠定 2009 年高速公路公司业绩增长基础。

(1) 08 年收费公路公司受到三大冲击

- (1) 年初的冰雪灾害的严重影响;
- (2) 国家实施绿色通道政策，取消农副产品运输车辆通行费;
- (3) 金融风暴冲击，五月份全网车流量开始下降。

(2) 2009 年，不利因素逐步缓解

- (1) 金融风暴冲击的影响，在 08 年四季度已经明显开始触底反弹（见前文论述）;
- (2) 绿色通道政策已经实施一年，不再具有“同比下降”因素;
- (3) 受去年冰雪灾害影响，09 年一季度车流量同比基数明显偏低，一季度收入普遍同比高增长;
- (4) 08 年开始实施的燃油税政策，可以长期提高高速公路利用率，有利于高速公路车流增长。

(3) 2009 年，收费公路全行业业绩增长应无悬念

尽管存在取消二级以下公路收费以及高速铁路快速发展的不利影响，但根据我们的分析，这些因素并不成为收费公路行业 2009 年业绩增长的障碍，2009 年，收费公路全行业业绩增长应无悬念。

五、具备较高的安全边际，进攻、防御两相宜

我们的研究表明，分红习惯是主导收费公路公司分红的主要因素。根据近五年公司分红派息比例，我们可以筛选出分红比例较高、分红稳定且股价跌入绝对投资区间的公司（表 2）。

表 2: 历史派息比例及当前股息收益率

股票代码	股票名称	2003	2004	2005	2006	2007	08-10-23	近五年平均	近三年平均		07 年	
		税前派息比例(10 派 X)						收盘价	每股派息	每股派息	股息收益率	股息收益率
		元									(%)	
000429	粤高速 A	1	1.2	1.6	1.7	2.4	4.07	0.16	0.19		4.67	5.90
000828	东莞控股	0	1.45	1.75	1.2	1.5	3.68	0.12	0.15		4.03	4.08
000900	现代投资	1	4	0	3.8	8	13.62	0.34	0.39		2.89	5.87
000916	华北高速	1	1.6	1.6	1.6	1.6	3.3	0.15	0.16		4.85	4.85
600003	ST 东北高	0.5	0	0.5	0.62	0	2.43	0.03	0.04		1.54	0.00
600012	皖通高速	0.6	1	2.8	2.5	2	4.27	0.18	0.24		5.70	4.68
600020	中原高速	5	1	1	0	0.2	2.75	0.14	0.04		1.45	0.73
600033	福建高速	1.5	3.5	3.5	2.5	2.5	5.44	0.27	0.28		5.21	4.60
600035	楚天高速	0	0.65	0.7	1.2	1.6	4.19	0.08	0.12		2.78	3.82
600106	重庆路桥	1	1	1.0713	0.79	0.91	4.43	0.10	0.09		2.09	2.05
600269	赣粤高速	2	2	2	2	2.3	9.96	0.21	0.21		2.11	2.31
600350	山东高速	0.4	1	1.3	1.25	1.56	5.24	0.11	0.14		2.61	2.98
600368	五洲交通	1	0.8	0.6	0.7	0.7	3.22	0.08	0.07		2.07	2.17
600377	宁沪高速	1.45	1.45	1.45	1.9	2.7	5.75	0.18	0.20		3.51	4.70
600548	深 高 速	1.9	1.1	1.2	1.3	1.6	5.61	0.14	0.14		2.44	2.85

资料来源: 聚源数据; 中国银河证券研究所

我们认为, 按照目前股价和历史分红派息计算, 税前股息收益率大于 4% 的上市公司, 其收益率水平已经大于一年期整存整取存款利率, 并且大于三年期记账式国债利率。

按照 4% 收益率测算标杆, 目前许多高速公路公司的股息率都超过国债收益率。在目前价位水平下, 即便按照固定收益投资品测算, 高速公路公司也具备较高的投资价值。目前的收费公路公司, 与其内在价值相比, 具有很高的安全边际, 是攻防兼备的良好投资标的。高速公路股票, 整体估值偏低, 具备较高的安全边际, 进攻、防御两相宜。

表 3: 历史股息收益率大于 4% 的公司

股票代码	股票名称	2003	2004	2005	2006	2007	08-10-23	近五年平均	近三年平均	近三年平均)	07 年	
		税前派息比例(10 派 X)						收盘价	每股派息	每股派息	股息收益率	股息收益率
		元						(%)				
000429	粤高速 A	1	1.2	1.6	1.7	2.4	4.07	0.16	0.19	4.67	5.90	
000828	东莞控股	0	1.45	1.75	1.2	1.5	3.68	0.12	0.15	4.03	4.08	
000916	华北高速	1	1.6	1.6	1.6	1.6	3.3	0.15	0.16	4.85	4.85	
600012	皖通高速	0.6	1	2.8	2.5	2	4.27	0.18	0.24	5.70	4.68	
600033	福建高速	1.5	3.5	3.5	2.5	2.5	5.44	0.27	0.28	5.21	4.60	
600377	宁沪高速	1.45	1.45	1.45	1.9	2.7	5.75	0.18	0.20	3.51	4.70	

资料来源: 聚源数据; 中国银河证券研究所

六、重点推荐公司（3+1）

1、赣粤高速（600269）：合理估值 15 元

（1）投资评级：按照 13 倍市盈率测算，估值区间为每股 13.5 元至 14.6 元，维持“推荐”评级。

（2）主要假设

（1）预计 2009 和 2010 年的营业收入同比增长为 3%和 8%；

（2）投资收益：假设 2009 和 2010 年该项收益为 800 万元。

（3）所得税比率 15%：公司获得江西省高新技术企业资格认定，认定有效期三年（2008 年 12 月 2 日至 2011 年 12 月 1 日），期间公司享受 15%的优惠税率。

（4）财政补贴：2008 年业绩预测考虑财政补贴 23966.5 万元；2009 和 2010 年业绩预测按不考虑财政补贴和假设收到 2 亿元财政补贴两种情景预测，预测结论见表 4。

预测显示，赣粤高速 2009 年包含财政补贴的每股收益为 1.04 元（不计财政补贴的每股收益为 0.89 元）；2010 年包含财政补贴的每股收益为 1.12 元（表 4）。

表 4：赣粤高速（600269）主要财务预测指标

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入(百万元)	1849.32	2468.14	3085.72	3178.29	3432.56
EBITDA(百万元)	1287.45	1867.52	1696.31	1790.72	1957.65
净利润(百万元)	825.36	1096.59	1096.18	1211.91	1305.41
摊薄 EPS(元)	0.71	0.92	0.94	1.04	1.12
PE(X)	12.10	9.10	9.11	8.24	7.65
EV/EBITDA(X)	8.61	6.38	7.27	6.76	6.07
PB(X)	1.72	1.48	1.30	1.08	1.14
ROIC	8.29%	11.61%	10.51%	13.08%	11.87%
总资产周转率	0.21	0.21	0.25	0.25	0.27

资料来源：中国银河证券研究所

表 5：赣粤高速（600269）预测利润表及主要财务指标

利润表（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	1849.3	2468.1	3085.7	3178.3	3432.6
营业成本	673.2	730.5	1388.3	1398.4	1510.3
营业税金及附加	63.9	87.0	104.9	108.0	116.7
销售费用	3.0	11.5	6.4	6.6	7.1
管理费用	87.7	79.5	147.6	152.0	164.2
财务费用	59.9	208.6	209.3	190.0	180.0
资产减值损失	2.1	2.0	3.7	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	2.5	-2.5	0.0	0.0
投资收益	31.8	8.6	19.5	8.0	8.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

营业利润	991.3	1360.1	1242.6	1331.2	1462.2
营业外收支净额	123.0	181.2	222.8	212.0	200.0
税前利润	1114.3	1541.3	1465.5	1543.2	1662.2
减：所得税	237.2	352.9	274.5	231.5	249.3
净利润	877.1	1188.5	1191.0	1311.7	1412.9
归属于母公司的净利润	825.4	1096.6	1096.2	1211.9	1305.4
少数股东损益	51.8	91.9	94.8	99.8	107.5
基本每股收益	0.71	0.94	0.94	1.04	1.12
稀释每股收益	0.71	0.94	0.94	1.04	1.12
财务指标	2006	2007	2008	2009E	2010E
成长性					
营收增长率	41.3%	33.5%	25.0%	3.0%	8.0%
EBIT 增长率	63.3%	52.7%	-7.8%	5.2%	8.0%
净利润增长率	107.0%	32.9%	0.0%	10.6%	7.7%
盈利性					
销售毛利率	63.6%	70.4%	55.0%	56.0%	56.0%
销售净利率	44.6%	44.4%	35.5%	38.1%	38.0%
ROE	14.2%	16.2%	14.3%	16.6%	14.9%
ROIC	8.29%	11.61%	10.51%	13.08%	11.87%
估值倍数					
PE	14.0	10.6	10.6	9.5	8.9
P/S	6.3	4.7	3.8	3.6	3.4
P/B	2.0	1.7	1.5	1.1	1.3
股息收益率	2.0%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
EV/EBITDA	9.8	7.2	8.2	7.6	6.9

资料来源：中国银河证券研究所

2、现代投资（000900）：合理估值 23~26 元

（1）投资建议：按照 13 倍市盈率，估值区间为每股 23 元至 26 元，维持“推荐”评级。

（2）主要假设：

（1）预计 2009 和 2010 年的营业收入同比增长为 15%和 10%；

（2）所得税比率 25%；（3）所辖路产预测期内不进行大修。

预测显示，现代投资 2009 年每股收益为 1.87 元；2010 年每股收益为 2.05 元。

表 6：现代投资（000900）主要财务预测指标

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	1126.03	1589.44	1509.97	1736.47	1910.12
EBITDA(百万元)	865.16	1271.80	1653.19	1806.25	1943.72
净利润(百万元)	287.82	589.92	633.85	745.19	817.46

摊薄 EPS(元)	0.72	1.48	1.59	1.87	2.05
PE(X)	23.99	11.71	10.89	9.27	8.45
EV/EBITDA(X)	10.08	6.23	4.14	3.16	2.57
PB(X)	2.55	2.20	1.85	1.55	1.32

资料来源：聚源数据；中国银河证券研究所

表 7：现代投资（000900）预测利润表及主要财务指标

利润表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1126.0	1589.4	1510.0	1736.5	1910.1
营业成本	234.4	276.2	302.0	347.3	382.0
营业税金及附加	37.3	52.6	50.0	57.5	63.3
销售费用	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
管理费用	267.8	267.8	234.0	269.2	296.1
财务费用	132.2	96.9	60.0	70.0	80.0
资产减值损失	28.1	0.4	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	5.0	12.4	0.0	0.0	0.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	430.7	910.5	863.5	992.0	1088.2
营业外收支净额	-0.9	-0.9	-19.7	0.0	0.0
税前利润	429.9	909.6	843.8	992.0	1088.2
减：所得税	142.5	322.7	211.0	248.0	272.1
净利润	287.3	586.9	632.9	744.0	816.2
归属于母公司的净利润	287.8	589.9	633.8	745.2	817.5
少数股东损益	-0.5	-3.0	-1.0	-1.2	-1.3
基本每股收益	0.72	1.48	1.59	1.87	2.05
稀释每股收益	0.72	1.48	1.59	1.87	2.05
财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性					
营收增长率	6.7%	41.2%	-5.0%	15.0%	10.0%
EBIT 增长率	10.8%	69.3%	-6.9%	15.0%	10.0%
净利润增长率	63.9%	105.0%	7.4%	17.6%	9.7%
盈利性					
销售毛利率	79.2%	82.6%	80.0%	80.0%	80.0%
销售净利率	25.6%	37.1%	42.0%	42.9%	42.8%
ROE	10.6%	18.8%	16.9%	16.8%	15.7%
ROIC	6.80%	14.54%	14.02%	13.86%	12.67%
估值倍数					
PE	24.0	11.7	10.9	9.3	8.4
P/S	6.1	4.3	4.6	4.0	3.6
P/B	2.6	2.2	1.8	1.6	1.3

股息收益率	7.3%	0.0%	0.5%	0.6%	0.7%
EV/EBITDA	10.1	6.2	4.1	3.2	2.6

资料来源：中国银河证券研究所

3、皖通高速（600012）：合理估值 7.7 元

（1）投资建议

按照中性情景预测，2009 年每股收益 0.42 元。相对估值测算的内在价值为每股 5.20 元；绝对估值计算的内在价值为每股 7.7 元；按照债性资产估值，5.75 元以下持有公司股票可以获得 4%以上的收益率。

投资建议：报告期收盘价低于相对估值、债性资产估值和绝对估值等方法测算的内在价值区间，维持公司“推荐”评级。

（2）主要假设

（1）2010 年将是公司路产改、扩建全面完工的第一年。通常，路产改扩建完工之后，交通量有一个持续的恢复和高增长阶段。

（2）改扩建完工之后，新增固定资产折旧和利息非资本化是阻碍业绩增长的主要因素。具体的测算表明，2010 年公司综合毛利率由 2009 年的 71.1%下降为 64%，尽管如此，按照保守情景预测的公司业绩基本保持稳定。

（3）市场普遍预期“沿江高速”通车后将对高界高速和合宁高速的交通量形成分流，具体的分析表明，沿江高速的全线通车，对相关路产通行车辆的分流作用并不明显。

（4）市场对公司的注意力主要放在股价增长因素上，我们认为，皖通高速等收费公路类上市公司的股票具有显著的债性资产特点，适合作为债券类资产进行配置。

（详细分析参见 2009 年 3 月 18 日的公司深度分析报告《皖通高速：关注公司作为债性资产的潜在投资价值》）

表 8：皖通高速（600012）主要财务预测指标

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	1688.88	1689.56	1771.67	1888.07	2033.83
EBITDA(百万元)	1439.53	1361.12	1462.19	1442.62	1572.53
净利润(百万元)	517.45	691.80	697.39	665.26	728.21
摊薄 EPS(元)	0.31	0.42	0.42	0.40	0.44
PE(X)	15.13	11.32	11.23	11.77	10.75
EV/EBITDA(X)	6.27	6.46	5.32	5.70	5.54
PB(X)	1.62	1.50	1.39	1.30	1.21
ROIC	9.24%	9.85%	13.29%	11.07%	10.72%
营业收入增长率	2.1%	0.04%	4.9%	6.6%	7.7%

资料来源：中国银河证券研究所

表 9：皖通高速（600012）预测利润表及主要财务指标

利润表（百万元）	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1688.9	1689.6	1771.7	1888.1	2033.8
营业成本	438.8	499.3	512.0	679.7	720.0
营业税金及附加	54.7	53.4	56.0	59.7	64.3
销售费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用	94.6	128.5	134.8	143.6	154.7

财务费用	-0.7	61.3	63.0	60.0	60.0
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	6.5	3.9	3.0	3.0	3.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	1108.0	950.8	1008.9	948.0	1037.8
营业外收支净额	-9.4	36.4	-14.0	1.0	1.0
税前利润	1098.6	987.2	994.9	949.0	1038.8
减：所得税	494.0	247.0	248.7	237.3	259.7
净利润	604.7	740.2	746.2	711.8	779.1
归属于母公司的净利润	517.4	691.8	697.4	665.3	728.2
少数股东损益	87.2	48.4	48.8	46.5	50.9
基本每股收益	0.31	0.42	0.42	0.40	0.44
稀释每股收益	0.31	0.42	0.42	0.40	0.44
财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性					
营收增长率	2.1%	0.0%	4.9%	6.6%	7.7%
EBIT 增长率	4.6%	-8.4%	6.0%	-6.0%	8.9%
净利润增长率	-36.5%	33.7%	0.8%	-4.6%	9.5%
盈利性					
销售毛利率	74.0%	70.4%	71.1%	64.0%	64.6%
销售净利率	30.6%	40.9%	39.4%	35.2%	35.8%
ROE	10.7%	13.3%	12.4%	11.1%	11.3%
ROIC	9.24%	9.76%	13.29%	11.07%	10.72%
估值倍数					
PE	15.1	11.3	11.2	11.8	10.8
P/S	4.6	4.6	4.4	4.1	3.8
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
股息收益率	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
EV/EBITDA	6.3	7.2	5.3	5.7	5.5

资料来源：中国银河证券研究所

4、山东高速（600350）：合理估值 7.15 元

（1）投资建议：按照 13 倍市盈率，估值区间为每股 6.2-7.15 元，维持对公司的“谨慎推荐”评级。

（2）主要假设：

（1）预计 2009 和 2010 年的营业收入同比增长为 9%和 7%；

（2）所得税比率 25%

（3）营业收入按未有新路产收购考虑。

预测显示，山东高速 2009 年每股收益为 0.43 元；2010 年每股收益为 0.51 元。

表 10: 山东高速（600350）主要财务预测指标

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入(百万元)	2541.18	3153.79	3488.09	3822.95	4205.25
EBITDA(百万元)	1676.29	2022.42	2188.23	2388.69	2724.08
净利润(百万元)	908.63	1164.53	1339.15	1461.48	1708.52
摊薄 EPS(元)	0.27	0.35	0.40	0.43	0.51
PE(X)	19.62	15.31	13.31	12.20	10.43
EV/EBITDA(X)	9.87	8.48	7.21	7.56	6.76
PB(X)	2.35	2.14	1.85	1.61	1.40
ROIC	10.67%	12.48%	13.38%	12.80%	12.46%
总资产周转率	0.26	0.29	0.28	0.30	0.35

资料来源：中国银河证券研究所

表 11: 山东高速（600350）预测利润表及主要财务指标

利润表（百万元）	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2541.2	3153.8	3488.1	3823.0	4205.2
营业成本	944.2	1204.9	1325.5	1452.7	1513.9
营业税金及附加	78.2	96.7	106.9	117.2	128.9
销售费用	4.2	7.7	8.5	9.3	10.3
管理费用	166.1	162.1	179.3	196.5	216.1
财务费用	-1.1	-10.2	78.0	95.0	55.0
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-0.8	-0.6	4.0	7.0	8.0
汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	1348.7	1692.0	1793.9	1959.2	2289.1
营业外收支净额	11.1	18.3	-6.0	-8.0	-8.0
税前利润	1359.8	1710.3	1787.9	1951.2	2281.1
减：所得税	451.1	547.0	447.0	487.8	570.3
净利润	908.7	1163.3	1340.9	1463.4	1710.8
归属于母公司的净利润	908.6	1164.5	1339.2	1461.5	1708.5
少数股东损益	0.1	-1.2	1.8	2.0	2.3
基本每股收益	0.27	0.35	0.40	0.43	0.51
稀释每股收益	0.27	0.35	0.40	0.43	0.51
财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性					
营收增长率	-2.9%	24.1%	10.6%	9.6%	10.0%
EBIT 增长率	30.3%	24.8%	11.0%	9.6%	14.1%
净利润增长率	32.5%	28.2%	15.0%	9.1%	16.9%

盈利性

销售毛利率	62.8%	61.8%	62.0%	62.0%	64.0%
销售净利率	35.8%	36.9%	38.4%	38.2%	40.6%
ROE	12.0%	14.0%	13.9%	13.2%	13.4%
ROIC	10.67%	12.48%	13.38%	12.80%	12.46%
估值倍数					
PE	19.6	15.3	13.3	12.2	10.4
P/S	7.0	5.7	5.1	4.7	4.2
P/B	2.4	2.1	1.8	1.6	1.4
股息收益率	2.4%	2.9%	3.8%	3.8%	3.8%
EV/EBITDA	9.9	8.5	7.2	7.6	6.8

资料来源：中国银河证券研究所

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908