

# 山东高速 (600350. sh)

## 路产业务有忧有喜，期待 08 年资产收购有所突破

卓悦 交通运输业 研究员

电话: 020-87555888-681

eMail: zy16@gf.com.cn

**07年山东高速的主营业务依然呈现较快的增长势头。**2007 年山东高速实现主营业务收入和净利润分别为31.36亿 元和11.63亿元，比去年同期增长24.62%和28.01%，每股收益0.343元。

**业绩呈现快速增长，但存在一定的隐忧。**07 年通行费收入保持快速增长仍然是济青高速和黄河二桥，而泰曲公路、济南黄河大桥和滨州黄河大桥的通行费收入呈现不同程度的下降。

**期待路产收购在 08 年有所突破。**济德高速本为经营性公路，不存在政策上的障碍，预计公司在理顺了与交通厅的关系后，收购济德高速以及其他省外路产的事宜将提速。按目前济德高速的经营情况看，假定其毛利率为 70%，所得税按 25%以及股本不变的情况计算，预计 08 年将增厚 EPS 约为 0.19 元。

**08年折旧和财务费用将有所上升。**济莱高速于2007 年12月建成通车后固定资产转固，公司对路桥是按直线法计提折旧，预计08 年公司的折旧成本将新增约2 亿元；此外用于该项目的资金利息不能资本化，将增加08年的财务费用约9000万。

**风险提示。**济南黄河大桥、滨州黄河大桥和平阴黄河大桥被取消收费权的政策风险、济莱高速分流济青高速的车流量超出预期以及市场整体估值水平的下降。

**投资建议。**在不考虑股本扩张和资产收购的情况下，山东高速 08 年—09 年的每股收益为 0.389 元和 0.427 元，考虑存在资产收购的预期，维持原评级“买入”。

### 预测及评估

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	2,516.63	3,153.79	3410.49	3789.06	4247.35
EBITDA(百万元)	1,688.71	1,767.20	1961.59	2118.51	2330.36
净利润(百万元)	897.70	1,164.53	1311.49	1437.99	1593.57
净利润增长率	30.92%	29.72%	12.62%	9.64%	10.82%
每股收益 (元)	0.267	0.346	0.389	0.427	0.473
市盈率	16.37	28.87	22.8	20.77	18.75
市净率	1.92	4.04	3.27	2.97	2.31
EV/EBITDA	10.08	20.56	18.52	17.41	15.58
每股红利(元)	0.13	0.17	0.19	0.21	0.23
股息率(%)	2.86	1.92	2.14	2.37	2.59

来源: 山东高速公路股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格(元)	8.87
目标价格(元)	12.00
前次评级	买入

### 股价走势

山东高速(600350)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.55%	-3.59%	40.98%
上证综指	-6.50%	-16.69%	46.38%

### 股票数据

总股本(万股)	336,380.00
流通 A 股 (万股)	66,660.00
主要股东:	

山东省高速公路集团有限公司

主要股东持股比例	58.82%
流通 A 股比例	19.82%

### 财务比率

ROE	14.00%
ROA	9.99%
资产负债率	28.49%
每股净资产(元)	2.47

2007 年报数据

2007 年山东高速实现主营业务收入和净利润分别为31.36亿元和11.63亿元，比去年同期增长24.62%和28.01%，每股收益0.343元，山东高速的主营业务依然呈现较快的增长势头。

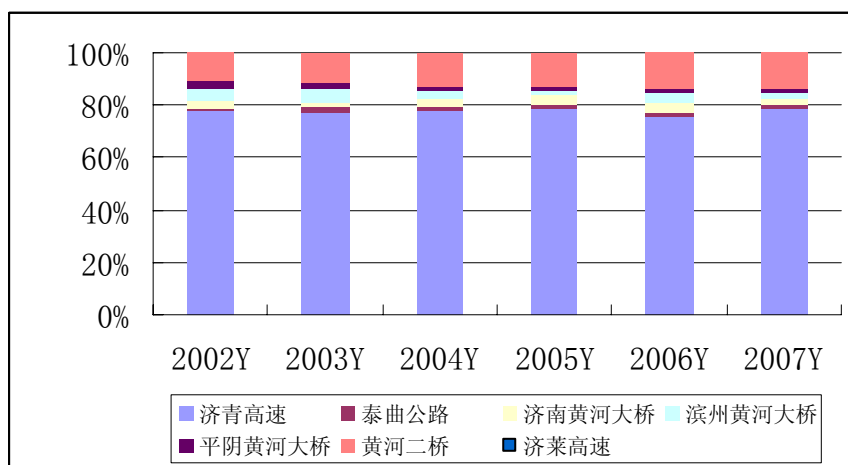
## 业绩呈现快速增长，但存在一定的隐忧

山东高速主要路产有：济青高速、泰曲公路、济南黄河大桥、滨州黄河大桥、平阴黄河大桥、黄河二桥以及于07年12月22日通车的济莱高速。从目前这些路产的经营情况来看，济青高速和黄河二桥是山东高速主要的收入来源，约占其通行费收入的90%。

在山东高速的三路四桥中，07年依然保持快速增长仍然是济青高速和黄河二桥（平阴黄河大桥由于06年8-10月大修，因而07年呈现恢复性增长；济莱高速刚刚通车）。济青高速和黄河二桥的通行费收入分别为21.26亿元和3.65亿元，比去年同期增长31.69%和27.64%，增速都高于车流量的增长速度（济青高速和黄河二桥的车流量增速分别为24%和16%），这主要是由于“计重收费”因素的影响。由于目前山东的地方道路已不准备实施该政策，因此我们预计08年影响济青高速通行费收入增长的主要因素将是车流量的增长。

08年影响济青高速车流量增长的短期因素是2008 奥运会即将召开，作为承办城市之一的青岛，物流和人流都将出现脉冲性增长。从长远看济莱高速的开通将部分分流济青高速的车流量。从线路走向上看，济青南线会对济南与黄岛、青岛市区的区间交通产生一定的分流作用，而对淄博、潍坊以及胶东半岛其他大部分地市与济南之间的交通产生不了太多的分流，根据有关专家预测，济青复线将分流济青高速15%-20%的车流量。

图 1：山东高速路产收入情况



数据来源：公司各年年报

07年泰曲公路、济南黄河大桥和滨州黄河大桥的通行费收入呈现不同程度的下降。由于泰安市高新开发区道路的不断修建，绕行道路不断增加，泰曲公路的通行费收入比去年同期下降10.99%；济南黄河大桥由于济南市北园路全线整修封闭交通，使得部分大型车辆无法通过，导致通行费收入比去年同期下降13.99%；滨州黄河大桥收入由于滨州

公铁两用大桥开通，分流了车流量，通行费收入大幅度下降27.61%。虽然泰曲公路、济南黄河大桥和滨州黄河大桥的通行费收入占公司通行费收入的比重较小，但由于平行路网的竞争而造成车流量下降的现象应引起我们的注意。另济南黄河大桥、滨州黄河大桥和平阴黄河大桥的剩余收费期仅剩9年，由于山东高速的路产在2004年起按直线法计提折旧，由于折旧额并不与车流量相匹配，将有可能由于通行费收入下降而导致毛利率下降。

此外，在审计署公布的《18省市收费公路建设运营管理情况审计调查结果》，济青高速公路被点名批评，被指收费年限过长。另在今年山东省的两会上，有代表提案呼吁山东省协调解决黄河大桥收费问题，将黄河变为城市内河取消过桥收费。因此山东高速将面临着一定的政策性风险。

## 期待路产收购在08年有所突破

市场一直期待山东高速实践在股改时的承诺收购济德高速。应该说，从山东高速的发展历程上看，山东高速的发展是偏保守的。山东省的公路通车里程、高速里程位居全国首位，到2007年底，山东省的高速公路通车里程突破4000里，而山东高速在上市时按约收购了黄河二桥后，在资产扩张方面就再也没有动作。济德高速本为经营性公路，不存在政策上的障碍，从理论上讲山东高速应能很快实施股改承诺，但到目前为止还未能实施。

但是，近一、两年来，山东高速大股东的发展思路已基本明晰。在其大股东的战略规划中，“积极实施大交通集团战略，……，高速公路方面，借助山东高速股份这个资本市场平台，逐步实现集团高速公路主营业务整体上市。同时深入实施走出去战略，进一步扩大省外、境外高速公路市场”。因此，预计公司在理顺了与交通厅的关系后，收购济德高速以及其他省外路产的事宜将提速。

济德高速是京福线和京沪线的重合线，交通流量相当大，根据交通集团06年财报，京福线的通行费收入为20.59亿元，按里程初步估算济德高速06年通行费收入约为10亿元。根据我们的行业经验判断，若收购价格没有太高的溢价，按目前济德高速的经营情况看，假定其毛利率为70%，所得税按25%以及股本不变的情况计算，预计08年将增厚EPS约为0.19元。

## 成本费用率基本保持稳定，08年折旧和财务费用将有所上升

07年山东高速的公路收费业务成本为7.97亿元，比去年同期增长36.61%，主营业务利润率为58.73%，比06年下降了1个百分点，主要是由于07年济青高速路面大修所增加的成本。

虽然08年泰曲路约有20公里路段有大修计划，但济青高速的大修在07年已全部完成，山东高速的滨州和平阴黄河大桥已分别在06和07年完成大修，因此预计08年山东高速的养护费用将有所下降。但由于济莱高速于2007年12月建成通车后固定资产转固，而公司对路桥资产的

折旧按直线法计算，08 年公司的折旧成本将大幅度增加，预计08 年新增约2 亿元。因此，08年山东高速的主营业务利润率仍得不到提高。

07年山东高速的财务费用为-1353万元，这说明山东高速的现金流相当充沛，经营情况良好。但是一方面，济莱高速07年底通车后，用于该项目的资金利息不能资本化，将增加08年的财务费用约9000万。另一方面，如果山东高速在08年收购济德高速以及公司在08年计划归还对大股东的欠款5.9亿元，预计公司的贷款将有所增加，因此，预计08年山东高速的财务费用将稳中有升。

## 盈利预测及投资建议

### 1、车流量预测

表 1：各路产车流量预测

	08F	09F	10F
济青	16%	10%	10%
黄河二桥	15%	12%	12%
泰曲	-1%	-2%	-3%
济南黄河大桥	5%	5%	5%
滨州大桥	-15%	-8%	-8%

数据来源:广发证券发展研究中心预测

2、不考虑资产收购及股本的扩张;

3、假设管理费用和销售费用逐年增长8%，所得税税率为25%;

表 2：08 年-10 年盈利预测简表

	2007 年报	08F	09F	10F
一、营业总收入	3,153,792,042.00	3410495987	3789067797	4247455363
二、营业总成本	1,461,127,440.00	1671843062.82	1881745797.34	2132694650.64
营业成本	1,204,867,785.00	1364198395	1515627119	1698982145
营业税金及附加	96,688,318.00	104702226.8	116324381.4	130396879.6
销售费用	7,690,825.00			
管理费用	162,075,062.00	201942441.2	246794297.4	304315625.9
财务费用	-10,194,550.00	1,000,000.00	3,000,000.00	-1,000,000.00
五、利润总额	1,710,336,023.00	1748652924.23	1917321999.23	2124760712.17
减：所得税	547,048,444.00	437163231.1	479330499.8	531190178
六、净利润	1,163,287,579.00	1311489693.17	1437991499.42	1593570534.13
减：少数股东损益	-1,237,454.00	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	1,164,525,033.00	1311489693.17	1437991499.42	1593570534.13
七、每股收益：		0.346 0.389	0.427	0.473

数据来源:广发证券发展研究中心

在不考虑股本扩张和资产收购的情况下，山东高速08年—09年的每股收益为0.389元和0.427元，以3月7日的收盘价计算，08年、09年的PE分别为22.8和20.77，与行业的平均估值水平相当。但是一旦资产收

购成功，将显著提高山东高速未来的经营业绩，因此目前的价位具有一定的安全边际，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 1、济南黄河大桥、滨州黄河大桥和平阴黄河大桥被取消收费权的政策风险；
- 2、济莱高速分流济青高速的车流量超出预期
- 3、市场整体估值水平的下降；



## 广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



## 相关研究报告

山东高速调研简报

卓悦

2008 年 2 月 1 日

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。