

山东高速（600350.SH）/ 交运

证券研究报告/公司点评

2023年4月4日

评级：买入（维持）

市场价格：6.41元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

联系人：邵美玲

电话：

Email: shaoml@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	16,204	18,486	20,121	21,044	21,855
增长率 yoy%	43%	14%	9%	5%	4%
净利润（百万元）	3,052	2,855	3,346	3,539	3,708
增长率 yoy%	50%	-6%	17%	6%	5%
每股收益（元）	0.63	0.59	0.69	0.73	0.77
每股现金流量	2.03	1.06	2.87	2.83	3.02
净资产收益率	7%	5%	6%	6%	6%
P/E	10.1	10.8	9.2	8.7	8.3
P/B	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7

备注：股价为2023年4月4日收盘价

投资要点

■ 山东高速于2023年3月30日发布2022年年度报告：

- 2022年全年，公司实现营业收入184.86亿元，同比增长14.09%，主要因新增确认PPP项目建造收入25.75亿元，若剔除该项影响因素，公司全年营业收入同比下降1.80%；归母净利润28.55亿元，同比下降6.45%；扣非归母净利润24.76亿元，同比下降7.93%。
- 2022年Q4，公司实现营业收入63.98亿元，同比增长32.83%；归母净利润5.77亿元，同比下降21.16%；扣非归母净利润2.32亿元，同比下降65.97%。

■ 疫情扰动下通行费收入承压，改扩建后长期成长逻辑清晰。1) 受疫情影响，2022年公司主要路产车流量有所下降，叠加Q4收费公路货车通行费减免10%，公司全年实现通行费收入93.03亿元，同比下降4.84%。其中，核心路产济青高速实现通行费收入33.55亿元（含税），同比下降8.46%。考虑到济青高速已于2019年完成改扩建，地理位置优势显著，预计疫情干扰以及通行费减免政策影响消退后，车流量将逐步进入修复期。2) 2021年7月16日，京台高速德齐段改扩建通车；2022年10月12日，京台高速济泰段改扩建工程提前建成通车，显著提高京台高速山东段整体通行能力和服务水平。2022年京台高速相关路段实现通行费收入15.13亿元（含税），同比增长26.60%。预计核心路产改扩建后量价双升的成长逻辑将逐步兑现，当前京台高速齐济段以及济菏高速改扩建项目正在积极推进中，持续关注后续进展。

■ 成功剥离房地产业务，聚焦发展大交通主业。1) 公司房地产投资成功剥离，烟台合盛股权完成转让，济东发展公司股权确定意向受让方并于2023年1月16日完成股权交割。2022年公司资本运营稳妥推进，实现投资收益共计17.40亿元，同比增长78.48%，其中转让烟台合盛取得投资收益5.38亿元。2) 2022年轨道交通集团实现营业收入44.25亿元，同比增长2.01%；实现净利润3.89亿元（公司持股比例为51%，测算贡献归母净利润约1.98亿元），同比增长12.24%。铁路运输产业稳步攀升，2022年全年完成运量8986万吨，同比增长27.2%。

■ 高分红承诺持续兑现，彰显稳健投资价值。2022年公司拟每股派发现金红利0.40元（含税），合计拟派发现金红利19.31亿元（含税），分红比例为67.63%，测算股息率为6.2%（对应2023年4月4日收盘价）。根据公司2020年的发布《山东高速股份有限公司未来五年（2020-2024年）股东回报规划》，在符合现金分红条件的情况下，每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的60%。假设2023-2024年分红比例均为60%，测算对应2023年4月4日收盘价的股息率分别为6.5%、6.9%。

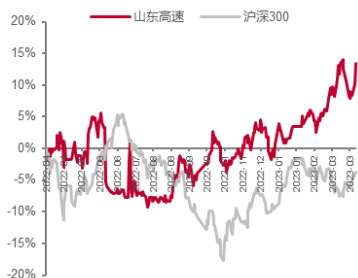
■ 盈利预测、估值及投资评级：预计公司2023-2025年归母净利润分别为33.46、35.39、37.08亿元，每股收益分别为0.69、0.73、0.77元，当前股价6.41元，对应PE分别为9.2X/8.7X/8.3X。考虑到公司核心路产区位优势显著，路桥运营主业成长可期，高分红凸显长期投资价值，维持“买入”评级。

■ 风险提示：宏观经济环境恶化风险、改扩建工程建设进度不及预期风险、投资收益不及预期风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

基本状况

总股本(百万股)	4,827
流通股本(百万股)	4,827
市价(元)	6.41
市值(百万元)	30,942
流通市值(百万元)	30,942

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 《强主业成长可期，高分红价值彰显》—山东高速首次覆盖报告 2023.2.26

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,915	6,369	9,938	13,218	营业收入	18,486	20,121	21,044	21,855
应收票据	683	743	777	807	营业成本	12,078	12,581	13,051	13,732
应收账款	1,665	1,813	1,896	1,969	税金及附加	97	106	111	115
预付账款	405	421	437	460	销售费用	11	12	12	13
存货	324	338	350	369	管理费用	756	823	861	894
合同资产	1,635	1,779	1,861	1,933	研发费用	176	192	200	208
其他流动资产	11,187	12,040	12,540	12,968	财务费用	1,829	1,978	1,956	1,907
流动资产合计	19,180	21,724	25,939	29,790	信用减值损失	1	-39	-19	-29
其他长期投资	2,147	1,534	1,572	1,605	资产减值损失	-210	-59	-134	-97
长期股权投资	14,840	14,289	14,564	14,427	公允价值变动收益	78	78	78	78
固定资产	10,664	12,283	13,692	14,918	投资收益	1,740	1,358	1,426	1,497
在建工程	1,857	857	357	357	其他收益	95	86	91	88
无形资产	70,076	71,068	71,961	72,765	营业利润	5,245	5,861	6,297	6,529
其他非流动资产	18,283	18,260	18,282	18,271	营业外收入	159	126	143	135
非流动资产合计	117,867	118,291	120,429	122,342	营业外支出	558	309	433	371
资产合计	137,046	140,015	146,368	152,132	利润总额	4,846	5,678	6,007	6,293
短期借款	753	753	753	753	所得税	1,106	1,295	1,371	1,436
应付票据	498	519	539	567	净利润	3,740	4,383	4,636	4,857
应付账款	10,330	10,760	11,163	11,745	少数股东损益	885	1,037	1,097	1,149
预收款项	66	72	75	78	归属母公司净利润	2,855	3,346	3,539	3,708
合同负债	288	313	328	340	NOPLAT	5,152	5,910	6,146	6,329
其他应付款	3,896	4,053	3,974	4,014	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.69	0.73	0.77
一年内到期的非流动负债	3,657	3,157	3,407	3,282					
其他流动负债	5,237	5,593	5,707	6,011	主要财务比率				
流动负债合计	24,725	25,220	25,945	26,789	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	51,349	52,688	54,026	55,364	成长能力				
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	营业收入增长率	14.1%	8.8%	4.6%	3.9%
其他非流动负债	7,717	6,379	6,998	6,688	EBIT增长率	-6.4%	14.7%	4.0%	3.0%
非流动负债合计	60,067	60,067	62,024	63,053	归母公司净利润增长率	-6.5%	17.2%	5.8%	4.8%
负债合计	84,792	85,287	87,969	89,842	获利能力				
归属母公司所有者权益	39,657	41,094	43,668	46,410	毛利率	34.7%	37.5%	38.0%	37.2%
少数股东权益	12,597	13,634	14,731	15,880	净利率	20.2%	21.8%	22.0%	22.2%
所有者权益合计	52,254	54,728	58,399	62,290	ROE	5.5%	6.1%	6.1%	6.0%
负债和股东权益	137,046	140,015	146,368	152,132	ROIC	8.8%	9.4%	9.3%	9.0%
					偿债能力				
					资产负债率	61.9%	60.9%	60.1%	59.1%
					债务权益比	123.4%	116.9%	113.3%	107.7%
					流动比率	0.8	0.9	1.0	1.1
					速动比率	0.8	0.8	1.0	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
					应收账款周转天数	31	31	32	32
					应付账款周转天数	303	302	302	300
					存货周转天数	27	9	9	9
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.59	0.69	0.73	0.77
					每股经营现金流	1.06	2.87	2.83	3.02
					每股净资产	8.22	8.51	9.05	9.61
					估值比率				
					P/E	11	9	9	8
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	17	10	10	10

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。