

2022年疫情及Q4货车收费减免下业绩承压，2023Q1净利润恢复同比正增长

山东高速(600350.SH)

推荐 首次评级

核心观点:

- **事件: 2022年:** 公司实现营业收入184.86亿元, 同比+14.09%, 实现归母净利润28.55亿元, 同比-6.46%。公司拟派发2022年股息0.4元/股(绝对值不变), 分红率为67.63%, 折合股息率为6.54%(按年报发布日2023年3月31日股价计算)。

2023年Q1: 公司实现营业收入44.21亿元, 同比+24.27%, 实现归母净利润8.10亿元, 同比+12.95%, 净利润恢复同比正增长。

- **2022年受疫情及Q4货车通行费减免10%政策影响, 车流量及通行费收入承压, 2023年Q1伴随疫情好转显著改善。2022年:** 公司的营业收入184.85亿元中, 路桥收费/铁路运输/销售商品/工程施工/高速公路托管, 分别实现营收93.03亿元/20.42亿元/25.53亿元/7.48亿元/6.58亿元, 路桥收费主业营收同比-4.84%。2022年, 公司PPP项目建造期收入共计25.75亿元, 剔除PPP建造期收入后, 公司营业收入同比-1.8%。公司主营业务收入同比降低, 主要系年内疫情影响下车流量大幅减少, 及2022年Q4实行货车通行费减免-10%的政策所致。

2023年Q1: 公司的营业收入44.21亿元中, 控股路产的路桥收费主业实现营收25.76亿元, 同比+11.0%。伴随2023年初以来疫情好转, 公司通行费收入表现呈现显著改善。

- **2022年疫情下, 公司营业成本(剔除PPP建造期成本)小幅增长。2022年:** 公司实现营业成本120.78亿元, 同比+31.51%, 其中路桥主业的成本为42.55亿元, 同比+0.48%。路桥收费主业成本中, 人工薪酬/折旧摊销/养护专项成本/其他成本分别为8.15亿元/27.40亿元/6.33亿元/0.69亿元, 同比分别+0.78%/-0.32%/+3.11%/+5.37%。2022年, 疫情下公司运营成本小幅增长, 年内公司营业成本的增加, 主要与确认PPP建造期成本有关。

2023年Q1: 公司实现营业成本27.47亿元, 同比+45.34%。

- **2022年, 核心路产济青高速受疫情影响路费收入同比下滑, 京台高速济南-泰安段年底提前建成通车收入显著提升。2023年Q1, 京台高速齐河-济南段改扩建中标。2022年:** 全年, 公司的核心路产济青高速实现通行费收入33.55亿元(占比通行费总收入93.03亿元的36.06%), 同比-8.46%。自2019年12月, 济青高速改扩建工程(4改8)正式完工&全线通车, 伴随产能扩张, 济青高速车流量、通行费收入潜力显著抬升。但因2022年国内疫情反复扰动, 叠加2022年Q4货车通行费减免-10%, 年内济青高速车流量、收入同比均下降, 符合我们此前的预期。

2022年, 公司的京台高速相关路段实现通行费收入15.13亿元(占比通行费总收入93.03亿元的16.26%), 同比+26.60%。公司的京台

分析师

宁修齐

☎: 010-80927668

✉: ningxiuqi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522090001

市场数据

时间 2023.4.28

A股收盘价(元)	7.22
A股一年内最高价(元)	7.25
A股一年内最低价(元)	5.67
上证指数	3,323.27
市盈率(TTM)	11.82
总股本(百万股)	4,827.21
实际流通A股(百万股)	4,827.21
限售的流通A股(百万股)	0.00
流通A股市值(亿元)	348.52

高速德州-齐河段改扩建（4改8）已于2019年启动，2021年7月正式完工&通车；济南-泰安段改扩建（6改8）于2020年启动，2022年10月正式完工&通车。2022年内，伴随济南-泰安段建成通车，京台高速的通车能力显著提高。

2023年Q1：2023年1月，京台高速齐河-济南段改扩建项目（6改12）中标。后续改扩建进度有待进一步关注。

- **2023年Q1，济荷高速开始实行半幅封闭施工、半幅单向通行，或对车流量有部分限制，继续关注其后续改扩建进展。**2022年：公司的济荷高速实现通行费收入11.23亿元（占比通行费总收入93.03亿元的12.07%），同比-12.6%。自2021年11月，公司完成收购&控制齐鲁高速38.93%股权，将其运营的济荷高速纳入公司控股路产。2021年5月至今，济荷高速改扩建工程（4改8）持续进行。2022年内因疫情及Q4货车通行费减免政策，济荷高速业务量及收入承压。

2023年Q1：2023年2月开始，济荷高速开始实行半幅封闭施工、半幅单向通行，对车流量或有一定限制。后续其改扩建进度有待进一步关注。

- **投资建议** 我们预测公司2023-2025年EPS分别为0.72元/0.77元/0.83元，对应2023-2025年PE分别为7.88X/7.49X/6.95X，给予“推荐”评级。
- **风险提示** 新冠疫情反复带来的风险，车流量恢复不及预期的风险，收费政策变化的风险，改扩建工程进度不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	184.86	195.87	205.79	222.58
增长率%	14.09	5.96	5.06	8.16
归母净利润(亿元)	28.55	35.02	37.13	40.02
增长率%	-6.46	22.66	6.03	7.78
每股收益EPS(元)	0.59	0.72	0.77	0.83
PE	9.62	7.88	7.49	6.95

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁修齐，交通运输行业分析师。芝加哥大学硕士，中国人民大学金融学学士，2019年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业研究。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：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。

谨慎推荐：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%。

中性：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。

回避：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。

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）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

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咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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。

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。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn