

买入 (维持)

山东高速 (600350)

核心路段改扩建, 未来业绩增长可期

2023年4月4日

## 市场数据

日期	2023-4-4
收盘价(元)	6.41
总股本(百万股)	4827
流通股本(百万股)	4827
净资产(百万元)	52254
总资产(百万元)	137046
每股净资产(元)	6.12

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《山东高速三季报点评: 前三季度业绩保持增长, 京台高速济泰段改扩建通车》2022-10-28

《京台高速济泰段改扩建项目通车, 未来有望增厚业绩》2022-10-18

## 分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

## 投资要点

**事件:** 山东高速发布 2022 年年度报告: 2022 年公司实现营业收入 184.86 亿元, 同比增长 14.09% (调整后), 扣除零毛利 PPP 项目建造期收入, 同比下滑 1.8%; 归母净利润 28.55 亿元, 同比下滑 6.45% (调整后), 2022 年基本 EPS 为 0.50 元/股; 扣非后归母净利润 24.76 亿元, 同比下滑 7.93%。2022 年公司每 10 股拟派发现金股息 4.00 元 (含税), 分红比例 80%, 对应 2023 年 4 月 4 日收盘价 6.41 元, 股息率为 6.24%。

## 点评:

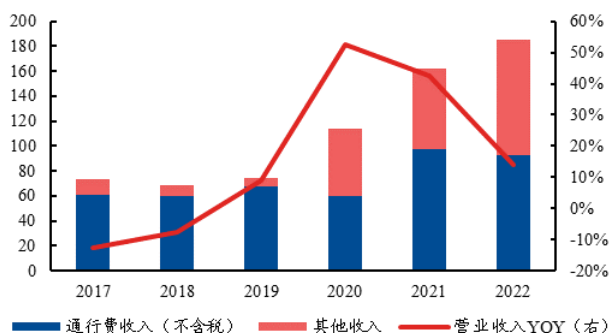
- 公司利润来源主要为收费路桥运营和投资运营两大板块, 2022 年度通行费收入有所下滑, 投资收益有所增长 (主要来自一次性处置长期股权投资收益)。2022 年, 公司实现营业收入 184.86 亿元, 同比增长 14.09% (调整后), 扣除零毛利 PPP 项目建造期收入, 同比下滑 1.8%。**路桥运营板块:** 2022 年实现通行费收入 95.48 亿元 (含税), 同比下滑 4.82%, 主要系第四季度收费公路货车通行费减免 10%, 以及疫情导致出行需求下降。其中核心路产济青高速 2022 年实现通行费收入 33.55 亿元 (含税), 同比下滑 8.46%, 占总通行费收入的 35.14%; 京台高速相关路段受益于京台高速济泰段改扩建工程 2022 年 10 月 12 日提前建成通车, 2022 年实现通行费收入 15.13 亿元 (含税), 同比增长 26.60%, 占总通行费收入的 15.85%。公司并表子公司齐鲁高速 (01576.HK) 核心路产济荷高速拟于 2023 年 12 月 31 日改扩建完成通车, 有助于公司未来业绩增长。**投资运营板块:** 过去几年公司一方面调整投资策略, 处置房地产子公司, 另一方面出资设立多元化基金投资平台, 推动投资收益大幅提升。2022 年公司共实现投资收益 17.40 亿元, 同比增长 78.48% (调整后), 增量主要来自处置长期股权投资产生的投资收益 5.37 亿元 (完成烟台合盛房地产开发有限公司股权转让); 实现权益法核算的长期股权投资收益 7.87 亿元, 同比增长 51.62%。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18486	20379	21376	22828
同比增长	14.1%	10.2%	4.9%	6.8%
归母净利润(百万元)	2855	3402	3625	3891
同比增长	-6.5%	19.2%	6.6%	7.3%
毛利率	34.7%	38.3%	39.4%	39.2%
ROE	7.2%	8.2%	8.3%	8.6%
每股收益(元)	0.59	0.70	0.75	0.81
市盈率	10.8	9.1	8.5	8.0

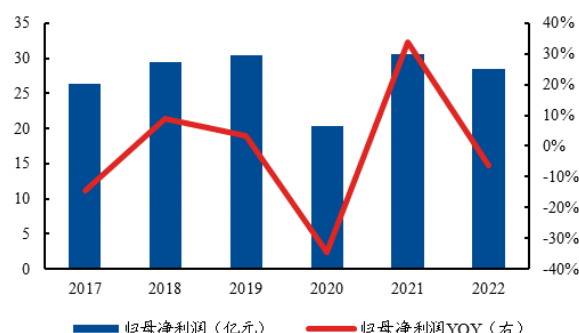
来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、2017-2022 公司营业收入结构 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、2017-2022 公司归母净利润情况 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **轨道交通集团表现稳中有升**：2022 年轨道交通集团实现营业收入 44.25 亿元，占公司总营收的 23.94%；实现净利润 3.89 亿元，占公司净利润的 10.40%。分板块来看，铁路运输板块，运量数据持续向好。2022 年度完成运量 8986 万吨，同比增长 27.2%。产品制造板块亮点纷呈，公司持续加强高铁轨道板技术研发，智能工厂于 2022 年 6 月 28 日建成投产，实现了高端混凝土制造由自动化向智能化迭代升级；公司强化市场开拓，成功中标济滨、雄商、津维高铁轨道板项目，合同金额共计 21 亿元。
- **京台高速相关路段是公司的核心资产之一，济泰段于 2022 年 10 月改扩建通车，齐济段即将以 PPP 方式进行改扩建，未来有望持续带动公司业绩增长**：京台高速德泰段全长 194.9 公里，共分德齐段、齐济段、济泰段，里程分别为 91.3、44.1、59.5 公里；改扩建前各路段接近到期，同时近年来京台高速车流量保持稳定高速增长，部分路段超过设计车流量，出现拥堵情况。因此京台高速德齐南段、德齐北段已于 2019 年 6 月启动“四改八”扩建工程，并于 2021 年 7 月 16 日建成通车；济泰段改扩建项目也于 2022 年 10 月 12 日建成通车。

2023 年 1 月 16 日公司中标京台高速公路齐河至济南段改扩建工程，项目起于京台高速和济聊高速交叉的晏城枢纽，止于京台高速与济广高速、济南绕城高速公路南段相交叉的殷家林枢纽。拓宽里程全长 24 公里，总投资为 86.07 亿元，该项目采用政府和社会资本合作（PPP）模式建设，合作期暂定为 29 年，其中建设期 4 年、运营期 25 年，即该项目财务评价计算期为 2027 年-2051 年，资本金财务内部收益率为 6.6%，动态投资回收期 23.7 年（不含建设期）。据测算，收费期内累计实现净利润 63.2 亿元，同时会有可行性缺口补助。

**京台高速相关路段是公司的核心资产之一**。2017-2019 年，京台高速相关路段通行费收入对总通行费收入以及利润的贡献分别约为 30%和 40%，2020 年起，受京台高速德齐段改扩建项目施工对车流量的影响，其对总通行费收入以及利润的贡献有所下降，2022 年分别约为 16%和 29%，但受益于改扩建结束后带来的增量车流，京台高速相关路段在疫情和货车降费政策的背景下，2022 年实现通行费收入同比逆势增长 26.6%。目前京台高速德齐段和济泰段改扩建项目均已建成通车，京台高速公路齐河至济南段改扩建项目即将开工建设，核心路段改扩建后，未来有望增厚公司业绩。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 1、2017-2022 年公司利润表拆分

亿元	2017	2018	2019	2020	2021	2022
<b>通行费收入</b>	<b>62.58</b>	<b>61.56</b>	<b>69.12</b>	<b>60.92</b>	<b>100.32</b>	<b>95.48</b>
其中：济青高速通行费收入	24.01	12.30	19.89	29.68	36.65	33.55
京台高速相关路段通行费收入	19.08	19.30	17.67	8.53	11.95	15.13
济荷高速					12.85	11.23
其他高速通行费	19.49	29.96	31.56	22.71	38.87	35.56
<b>路桥板块毛利</b>	<b>38.27</b>	<b>32.86</b>	<b>39.03</b>			
<b>地产业务毛利</b>	<b>2.18</b>	<b>0.81</b>	<b>0.10</b>			
<b>高速公路通行费毛利</b>				<b>27.39</b>	<b>55.41</b>	<b>50.48</b>
<b>铁路运费收入毛利</b>				<b>5.34</b>	<b>4.85</b>	<b>3.92</b>
<b>销售商品毛利</b>				<b>3.17</b>	<b>3.25</b>	<b>4.32</b>
<b>投资收益</b>	<b>14.51</b>	<b>32.90</b>	<b>16.21</b>	<b>14.78</b>	<b>9.75</b>	<b>17.40</b>
其中：各类投资	2.65	19.79	14.17	14.69	9.57	12.03
资产处置	11.86	13.11	2.04	0.09	0.18	5.37
费用、税及其他	9.87	14.29	14.95	23.04	29.45	28.69
<b>营业利润</b>	<b>44.77</b>	<b>50.24</b>	<b>42.01</b>	<b>29.30</b>	<b>51.52</b>	<b>52.45</b>

资料来源：公司公告、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：通行费收入均为含税收入，自 2020 年起公司主营业务行业板块有所改变。

- **子公司齐鲁高速核心路产济荷高速拟于 2024 年年底改扩建完成，届时将成为公司新的业绩增长点。**公司于 2021 年年底完成齐鲁高速（01576.HK）38.93%控股权收购，实现业内首例“A 控 H”落地。齐鲁高速公司 2022 年实现收入 29.31 亿元，同比增长 46.91%，其中高速公路业务实现收入 15.59 亿元，同比下降 12.06%；实现利润 7.82 亿元，同比下降 8.41%。具体来看，2022 年济荷高速通行费收入约为 10.90 亿元（含税），同比减少 12.6%；德上及莘南高速通行费收入为 4.69 亿元（含税），同比减少 10.76%。主要系疫情影响导致车流量下滑及第四季度收费公路货车通行费减免 10%影响所致。齐鲁高速核心路产济荷高速正在进行改扩建，项目全长 152.7 公里，为“四改八”工程。项目概算总投资额 186 亿元，资本金比例为 20%。项目工程期为 3 年，2023 年 2 月至 12 月期间实行封闭施工相关的交通管制，预计对全年机荷高速车流量产生暂时性不利影响；预计 2024 年 12 月底建成通车，改扩建完成后有望为公司带来较大业绩弹性。
- **投资策略：**公司坐拥山东省内核心路产，业绩增速稳健。随着京台高速济泰段改扩建项目完工通车以及京台高速齐济段、济荷高速改扩建项目的建设开工，公司未来几年业绩有望持续增长；公司治理得到改善，推出股权激励计划；同时大幅提高分红率至 60%，显示了公司提升股东价值的决心。我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司可实现归母净利润 34.02 亿元、36.25 亿元、38.91 亿元，EPS 为 0.70 元、0.75 元、0.81 元；相对 2023 年 4 月 4 日收盘价 6.41 元，对应 PE 为 9.1X、8.5X、8.0X，假设未来分红率维持 60%，股息率约为 6.60%、7.03%、7.55%，维持“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行导致车流量下降、收费政策变化、再投资风险等、疫情导致改扩建后车流量不及预期。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	19180	19505	20081	20678
货币资金	4915	4425	4640	4614
交易性金融资产	1238	1238	1238	1238
应收票据及应收账款	2348	2240	2482	2645
预付款项	405	346	372	404
存货	324	1126	1008	1007
其他	9949	10131	10341	10770
<b>非流动资产</b>	117867	120211	127678	133307
长期股权投资	14840	14158	14315	14350
固定资产	10664	10254	9293	8059
在建工程	1857	929	464	232
无形资产	70076	77657	85263	92346
商誉	583	501	549	539
长期待摊费用	41	47	52	55
其他	19805	16665	17741	17727
<b>资产总计</b>	137046	139716	147759	153985
<b>流动负债</b>	24725	27341	31649	34658
短期借款	753	3762	7271	9505
应付票据及应付账款	10828	11730	12379	13013
其他	13144	11849	11998	12140
<b>非流动负债</b>	60067	57533	57932	58096
长期借款	51349	51361	51433	51505
其他	8717	6172	6499	6590
<b>负债合计</b>	84792	84874	89581	92753
股本	4827	4827	4827	4827
资本公积	1277	1277	1277	1277
未分配利润	19612	22772	24221	25856
少数股东权益	12597	13564	14626	15765
<b>股东权益合计</b>	52254	54841	58178	61232
<b>负债及权益合计</b>	137046	139716	147759	153985

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	2855	3402	3625	3891
折旧和摊销	3145	3101	3205	3246
资产减值准备	210	152	8	-2
资产处置损失	-0	-5	-4	-4
公允价值变动损失	-78	-40	-46	-49
财务费用	2259	1918	2098	2105
投资损失	-1740	-1251	-1277	-1303
少数股东损益	885	968	1061	1140
营运资金的变动	-2628	-2406	690	192
<b>经营活动产生现金流量</b>	5113	8244	8480	9252
<b>投资活动产生现金流量</b>	-8850	-6767	-8372	-7563
<b>融资活动产生现金流量</b>	4082	-1967	107	-1715
现金净变动	341	-491	215	-26
现金的期初余额	4426	4915	4425	4640
现金的期末余额	4767	4425	4640	4614

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	18486	20379	21376	22828
营业成本	12078	12583	12951	13871
税金及附加	97	127	129	133
销售费用	11	17	17	17
管理费用	756	885	917	976
研发费用	176	172	188	200
财务费用	1829	1918	2098	2105
其他收益	95	86	87	88
投资收益	1740	1251	1277	1303
公允价值变动收益	78	40	46	49
信用减值损失	1	-32	-29	-25
资产减值损失	-210	-88	-99	-114
资产处置收益	0	5	4	4
<b>营业利润</b>	5245	5938	6363	6830
营业外收入	159	131	134	137
营业外支出	558	308	350	371
<b>利润总额</b>	4846	5761	6147	6596
所得税	1106	1391	1460	1565
净利润	3740	4370	4687	5031
少数股东损益	885	968	1061	1140
<b>归属母公司净利润</b>	2855	3402	3625	3891
<b>EPS(元)</b>	0.59	0.70	0.75	0.81

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	14.1%	10.2%	4.9%	6.8%
营业利润增长率	1.8%	13.2%	7.1%	7.3%
归母净利润增长率	-6.5%	19.2%	6.6%	7.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	34.7%	38.3%	39.4%	39.2%
归母净利率	15.4%	16.7%	17.0%	17.0%
ROE	7.2%	8.2%	8.3%	8.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.9%	60.7%	60.6%	60.2%
流动比率	0.78	0.71	0.63	0.60
速动比率	0.76	0.67	0.60	0.57
<b>营运能力</b>				
资产周转率	14.1%	14.7%	14.9%	15.1%
应收帐款周转率	1096.3%	1179.9%	1141.7%	1138.4%
存货周转率	1246.2%	1494.7%	1059.3%	1188.0%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.59	0.70	0.75	0.81
每股经营现金	1.06	1.71	1.76	1.92
每股净资产	8.22	8.55	9.02	9.42
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	10.8	9.1	8.5	8.0
PB	0.8	0.7	0.7	0.7

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。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为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn