

# 山东高速 (600350) \ 交通运输

## 2022年业绩承压，维持稳健高分红政策

投资评级: **买入**  
 行业: **高速公路**  
 投资建议: **买入/ (维持评级)**  
 当前价格: 6.12元  
 目标价格: 7.20元

### 事件:

2022年，公司全年实现营收184.86亿元，同比上升14.09%，实现归母净利润28.55亿元，同比下降6.45%。2022年一至四季度分别实现收入35.57/44.72/40.60/63.98亿元，实现归母净利润7.18/8.22/7.38/5.77亿元。2022年公司拟每股派发现金股利0.40元，对应股息率为6.51%，合计派发现金红利19.31亿元，分红率为67.63%。

#### ➤ 营收增长主要系确认PPP相关收入所致

2022年，公司高速公路通行费收入/铁路运输收入/销售商品收入/工程施工收入/高速公路托管收入分别为93.03/20.42/25.53/7.48/6.58亿元，同比变化分别为-4.84%/-3.17%/31.28%/-39.06%/10.85%。2022年公司确认PPP项目建造收入/成本25.75亿元，剔除该项因素后公司整体营收同比下降1.8%。

#### ➤ 京台高速济泰段提前通车提升收入水平

2022年受疫情和通行费减免政策影响，公司旗下路产收入多数呈同比下滑。其中主力路产济青高速实现通行费收入33.55亿元，同比下滑8.46%。京台高速济泰段于2022年10月提前建成通车，显著提升京台高速公路整体通行能力，2022年收入同比增长26.6%。

目前，公司正在进行济荷高速和京台高速齐济段改扩建，2023年上述项目分别计划完成投资16.9亿元和55亿元。2023年1月，公司被确定为京台高速齐济段改扩建项目中标社会资本方，齐济段计划于2026年12月底建成通车。据齐鲁高速公告披露，济荷高速改扩建采用半幅封闭施工半幅单向通行模式，2023年2月16日至2023年12月31日实施第一、二阶段封闭施工的管制措施，预计对济荷高速通行量或将造成部分负面影响。

#### ➤ 公司剥离房地产业务，投资收益同比增加78.48%

公司成功剥离房地产业务，完成烟台合盛股权转让，济东发展股权确定意向受让方于2023年1月完成股权交割。2022年公司投资收益为17.40亿元，同比增长78.48%，主要系：1) 公司实现长期股权投资收益7.87亿元，同比增长51.62%；2) 新增外贸信托-鑫诚30号石家庄国际展览中心PPP项目收益1197万元；3) 转让烟台合盛股权录得收益5.38亿元。

#### ➤ 盈利预测、估值与评级

公司核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，路网完善，伴随经济回暖预计车流量有望迎来显著回升。我们预计公司2023-2025年营业收入分别为201.68/212.26/222.20亿元（2023-2024年原值为180.37/185.29亿元）；归母净利润分别为34.82/37.59/40.00亿元（2023-2024年原值为36.17/39.17亿元），EPS分别为每股0.72/0.78/0.83元。调高目标价至7.20元（对应2023年10X PE），维持“买入”评级。

**风险提示:** 车流量恢复不及预期，行业收费政策变化。

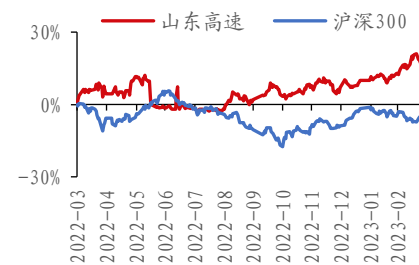
财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	16203.58	18486.36	20168.07	21226.25	22220.70
增长率 (%)	42.57%	14.09%	9.10%	5.25%	4.69%
EBITDA (百万元)	10194.94	9819.76	11769.08	12364.13	12874.07
归母净利润 (百万元)	3052.29	2855.26	3482.44	3758.82	4000.40
增长率 (%)	49.70%	-6.45%	21.97%	7.94%	6.43%
EPS (元/股)	0.63	0.59	0.72	0.78	0.83
市盈率 (P/E)	9.71	10.38	8.51	7.89	7.41
市净率 (P/B)	1.02	1.00	0.95	0.90	0.84
EV/EBITDA	7.93	8.64	7.39	6.85	6.48

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2023年3月31日收盘价

### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	4,827/4,827
流通A股市值 (百万元)	29,500
每股净资产 (元)	6.12
资产负债率 (%)	61.87
一年内最高/最低 (元)	6.57/5.21

### 股价相对走势



分析师: 田照丰  
 执业证书编号: S0590522120001  
 邮箱: tianzhf@glsc.com.cn  
 分析师: 李蔚  
 执业证书编号: S0590522120002  
 邮箱: liwj@glsc.com.cn

### 相关报告

**财务预测摘要**
**资产负债表**

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4733.51	4915.31	4118.32	5830.20	6867.80
应收账款+票据	2640.82	4166.42	3148.44	3313.64	3468.88
预付账款	212.88	404.51	322.15	339.06	354.94
存货	1455.85	324.12	1590.27	1671.80	1751.59
其他	3065.25	5005.52	6158.58	6416.75	6659.37
<b>流动资产合计</b>	<b>16387.93</b>	<b>19179.60</b>	<b>20310.72</b>	<b>22805.31</b>	<b>24581.65</b>
长期股权投资	13736.62	14840.45	15663.85	16528.42	17436.22
固定资产	9956.23	10747.92	10471.07	10571.12	10548.08
在建工程	15088.61	1857.31	2052.76	1743.21	1433.65
无形资产	63267.33	70075.56	68712.54	68249.51	67206.49
其他非流动资产	7428.65	20304.15	21412.50	20524.53	20135.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>109518.23</b>	<b>117866.74</b>	<b>118334.39</b>	<b>117617.79</b>	<b>116760.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>125906.16</b>	<b>137046.33</b>	<b>138645.11</b>	<b>140423.11</b>	<b>141342.32</b>
短期借款	3448.60	753.03	1053.03	953.03	853.03
应付账款+票据	10520.02	10828.50	11199.06	11029.00	9605.98
其他	10081.76	13143.95	13747.90	14453.90	15142.83
<b>流动负债合计</b>	<b>24050.37</b>	<b>24725.48</b>	<b>25999.99</b>	<b>26435.92</b>	<b>25601.83</b>
长期借款	50093.98	52427.74	50427.74	49261.08	48344.41
其他	4957.64	7638.96	7638.96	7638.96	7638.96
<b>非流动负债合计</b>	<b>55051.62</b>	<b>60066.71</b>	<b>58066.71</b>	<b>56900.04</b>	<b>55983.38</b>
<b>负债合计</b>	<b>79101.99</b>	<b>84792.19</b>	<b>84066.70</b>	<b>83335.97</b>	<b>81585.21</b>
股本	4811.17	4827.21	4827.21	4827.21	4827.21
资本公积	1208.66	1277.35	1277.35	1277.35	1277.35
留存收益	31178.26	33552.88	35262.61	37108.01	39072.03
归属母公司权益	37198.09	39657.45	41367.17	43212.57	45176.59
少数股东权益	9606.08	12596.70	13211.25	13874.57	14580.52
<b>股东权益合计</b>	<b>46804.17</b>	<b>52254.15</b>	<b>54578.42</b>	<b>57087.14</b>	<b>59757.11</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>125906.16</b>	<b>137046.33</b>	<b>138645.11</b>	<b>140423.11</b>	<b>141342.32</b>

**现金流量表**

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	3918.10	3740.36	2798.15	3092.49	3344.38
折旧摊销	3063.40	3144.84	4067.74	4293.17	4476.92
财务费用	1946.06	1828.99	2224.58	2159.56	2105.82
投资损失	-975.10	-1740.37	-1594.88	-1636.05	-1679.27
营运资金变动	1726.96	-2627.55	-953.60	-246.77	-1472.83
其它	105.44	756.75	2034.26	2075.43	2118.66
<b>经营活动现金流</b>	<b>9784.86</b>	<b>5103.03</b>	<b>8576.25</b>	<b>9737.84</b>	<b>8893.67</b>
资本支出	6731.83	4047.57	4012.00	3012.00	3012.00
长期投资	391.07	-2692.09	0.00	0.00	0.00
其他	-461.07	-2110.35	336.06	325.69	314.80
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6801.83</b>	<b>-8850.01</b>	<b>-3675.94</b>	<b>-2686.31</b>	<b>-2697.20</b>
短期借款	587.58	-2695.57	300.00	-100.00	-100.00
长期借款	15116.00	2333.76	-2000.00	-1166.67	-916.67
其他	-15994.78	4359.32	-3997.30	-4072.97	-4142.21
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-830.65</b>	<b>4082.26</b>	<b>-5697.30</b>	<b>-5339.64</b>	<b>-5158.87</b>
<b>现金净增加额</b>	<b>2152.02</b>	<b>331.40</b>	<b>-796.99</b>	<b>1711.89</b>	<b>1037.59</b>

数据来源:公司公告, iFIND, 国联证券研究所预测, 股价取 2023 年 3 月 31 日收盘价

**利润表**

单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>16203.58</b>	<b>18486.36</b>	<b>20168.07</b>	<b>21226.25</b>	<b>22220.70</b>
营业成本	9183.82	12077.90	12919.89	13582.29	14230.51
税金及附加	108.49	97.20	127.19	133.86	140.13
销售费用	18.82	10.61	17.95	18.90	19.78
管理费用	735.81	756.26	898.08	945.20	989.49
财务费用	1946.06	1828.99	2224.58	2159.56	2105.82
资产减值损失	91.29	-209.64	-79.59	-83.76	-87.69
公允价值变动收益	0.00	78.17	0.00	0.00	0.00
投资收益	975.10	1740.37	1594.88	1636.05	1679.27
其他	76.58	95.22	78.02	78.02	78.02
<b>营业利润</b>	<b>5151.69</b>	<b>5244.56</b>	<b>5415.39</b>	<b>5850.03</b>	<b>6229.97</b>
营业外收入	93.55	159.40	121.36	121.36	121.36
<b>利润总额</b>	<b>5185.48</b>	<b>4845.92</b>	<b>5476.75</b>	<b>5911.39</b>	<b>6291.33</b>
所得税	1267.37	1105.56	1379.76	1489.26	1584.98
<b>净利润</b>	<b>3918.10</b>	<b>3740.36</b>	<b>4096.99</b>	<b>4422.14</b>	<b>4706.36</b>
少数股东损益	865.82	885.10	614.55	663.32	705.95
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3052.29</b>	<b>2855.26</b>	<b>3482.44</b>	<b>3758.82</b>	<b>4000.40</b>

**财务比率**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	42.57%	14.09%	9.10%	5.25%	4.69%
EBIT	55.25%	-6.40%	15.38%	4.80%	4.04%
EBITDA	46.84%	-3.68%	19.85%	5.06%	4.12%
归母净利润	49.70%	-6.45%	21.97%	7.94%	6.43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	43.32%	34.67%	35.94%	36.01%	35.96%
净利率	24.18%	20.23%	20.31%	20.83%	21.18%
ROE	8.21%	7.20%	8.42%	8.70%	8.86%
ROIC	7.71%	5.87%	5.89%	6.07%	6.34%
<b>偿债能力</b>					
资产负债	62.83%	61.87%	60.63%	59.35%	57.72%
流动比率	0.68	0.78	0.78	0.86	0.96
速动比率	0.48	0.59	0.52	0.59	0.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.96	5.31	7.40	7.40	7.40
存货周转率	6.31	37.26	8.12	8.12	8.12
总资产周转率	0.13	0.13	0.15	0.15	0.16
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.63	0.59	0.72	0.78	0.83
每股经营现金流	2.03	1.06	1.78	2.02	1.84
每股净资产	6.01	6.12	6.48	6.86	7.27
<b>估值比率</b>					
市盈率	9.71	10.38	8.51	7.89	7.41
市净率	1.02	1.00	0.95	0.90	0.84
EV/EBITDA	7.93	8.64	7.39	6.85	6.48
EV/EBIT	11.33	12.71	11.29	10.50	9.94

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

### 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 联系我们

**无锡：**江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

**北京：**北京市东城区安定门内大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

**上海：**上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

**深圳：**广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695