

山东高速(600350)

点评报告

行业公司研究—高速公路II行业—

证券研究报告

# 恒大股权置出风险收窄，看好改扩建后成长性

——山东高速点评

✍️：匡培钦 执业证书编号：S1230520070003  
☎️：021-80106013  
✉️：kuangpeiqin@stocke.com.cn

## 公告/新闻

山东高速发布公告，将恒大地产 50 亿元股权转让深圳市人才安居集团有限公司（以下简称“人才安居”），交易对价 50 亿元，拟 12 个月内分 3 次支付。

## 投资要点

### □ 50 亿元恒大股权置出，风险持续收窄

**事件：人才安居受让 50 亿恒大股权，山东高速问题妥善解决。**2020 年 11 月 20 日，山东高速发起设立的产业投资基金畅赢金程与人才安居及恒大地产签订协议，人才安居以 50 亿元对价受让畅赢金程持有的恒大地产 1.1759% 股权。人才安居将在协议签订 12 个月内，分 3 次支付股权转让款，分别为 15 亿元（已于 2020 年 11 月 20 日支付）、15 亿元（于协议签订后 6 个月内支付）和 20 亿元（于协议签订后 12 个月内支付）。

**观点：方案落地，风险收窄。**此前市场担忧山东高速持有的恒大地产股份能否实现如期履约回购，如今山东高速置出股权，一方面风险持续收窄，情绪升温有望催化估值上行；另一方面也体现公司剥离房地产业务、持续回归大交通主业的明确战略方向。

### □ 此前三季报超预期形成短期催化，业绩将持续改善

**Q3 业绩超预期形成此前股价短期催化。**受益于营收端通行费收入与轨交集团业绩超预期，以及投资收益端恒大股权 2019 年分红错期入账，山东高速 Q3 归母净利润同比大增 101% 至 10.79 亿元，三季报业绩超预期形成此前股价的短期催化。

**向前看，公司业绩有望逐季改善。**上半年高速公路免费通行政策的冲击逐步消退，公司 2020 年前 3 季度单季度营业收入分别同比-54%、+5%、+10%，归母净利润分别-153%、-43%、+101%。当前高速公路车流量反弹维系，看好公司未来业绩拾级而上。

### □ 长期仍然强调攻守兼备的投资逻辑

**进攻端，我们此前最先提出的改扩建带来利润中枢上移逻辑，逐步得到验证并兑现。**济青高速 6 月、7 月、8 月、9 月通行费收入同比改扩建前 2016 年月均分别大增 58%、59%、71%、73%，整体远超市场预期。京台高速相关路段短期受改扩建影响通行费收入有所下滑，但降幅小于预期，预计随着德齐段改扩建 2021 年下半年完工，总体车流有望进一步恢复，叠加费率的增长带动通行费收入继续稳增。

**防守端，高分红承诺托底绝对收益。**公司此前发布未来 5 年（2020-2024 年）股东回报规划，承诺未来 5 年每年现金分红比例不低于 60%。根据我们的盈利预测，预计公司 21、22 年归母净利润分别 32.47 亿元、40.66 亿元，对应当前股价股息率分别 6.0%、7.6%，具有绝对收益防守性。

## 评级

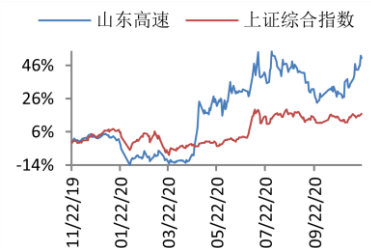
## 买入

上次评级	买入
当前价格	¥6.68

## 单季度业绩

## 元/股

3Q/2020	0.22
2Q/2020	0.12
1Q/2020	-0.07
4Q/2019	0.19



## 公司简介

公司是山东省国资委旗下高速公路运营平台，自有路产 1243.47 公里

## 相关报告

- 《山东高速 2020 年三季报点评：改扩建打开利润空间，Q3 归母净利润同比大增 101%》2020.10.30
- 《山东高速点评：通行费超预期增长，悲观情绪释放，建议低位布局》2020.10.11
- 《山东高速 2020 年中报点评：轨道交通业绩超预期，改扩建后增长逻辑逐步兑现》2020.08.26
- 《山东高速（600350）深度报告：开启改扩建新篇章，静待利润中枢大幅上移》2020.04.13

报告撰写人：匡培钦

联系人：耿鹏智

### □ 盈利预测及估值

考虑到公司改扩建带来的路产收入增量及疫情期间免费通行的影响，同时考虑收购轨交集团、回归大交通版图的战略协同性提升，我们维持公司 2020 年、2021 年、2022 年归母净利润预测分别为 21.19 亿元、32.47 亿元、40.66 亿元，对应当前股价 PE 分别为 15 倍、10 倍、8 倍。整体攻守兼备，维持“买入”评级。

□ 风险提示：改扩建进度不及预期；免费通行补偿措施不及预期。

### 财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	7445	6403	9123	12028
(+/-)	9.02%	-13.99%	42.48%	31.83%
净利润	3044	2119	3247	4066
(+/-)	3.39%	-30.39%	53.27%	25.20%
每股收益(元)	0.63	0.44	0.67	0.85
P/E	10.56	15.17	9.90	7.90

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	9305	10526	11904	13791
现金	1682	4225	4347	4310
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	61	26	40	67
其它应收款	4242	3144	4452	6209
预付账款	47	33	40	36
存货	1555	1619	1587	1603
其他	1718	1480	1438	1566
<b>非流动资产</b>	71055	72027	74503	74627
金额资产类	0	2586	1293	1940
长期投资	10757	10757	10757	10757
固定资产	6390	9951	12810	14505
无形资产	41258	40345	39431	38518
在建工程	1571	1286	1121	808
其他	11079	7103	9091	8100
<b>资产总计</b>	80360	82554	86407	88418
<b>流动负债</b>	11942	10859	11099	10703
短期借款	505	0	0	0
应付款项	4448	3399	3922	3656
预收账款	92	79	113	149
其他	6897	7380	7064	6898
<b>非流动负债</b>	34030	36360	38474	38955
长期借款	32140	34640	36640	37140
其他	1890	1720	1834	1815
<b>负债合计</b>	45972	47219	49573	49658
少数股东权益	2266	2366	2566	2866
归属母公司股东权	32121	32969	34268	35894
<b>负债和股东权益</b>	80360	82554	86407	88418
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	5501	5991	3353	5880
净利润	3066	2219	3447	4366
折旧摊销	1606	1640	1791	1912
财务费用	1087	1542	1516	2090
投资损失	(1621)	(2139)	(1562)	(1242)
营运资金变动	823	(1211)	131	(2229)
其它	540	3941	(1971)	983
<b>投资活动现金流</b>	(9006)	(4041)	(761)	(1872)
资本支出	15374	(4000)	(3570)	(2380)
长期投资	4323	(2616)	1308	(654)
其他	(28704)	2575	1502	1162
<b>筹资活动现金流</b>	3713	592	(2470)	(4046)
短期借款	477	(505)	0	0
长期借款	5852	2500	2000	500
其他	(2616)	(1404)	(4470)	(4546)
<b>现金净增加额</b>	207	2543	122	(37)

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	7445	6403	9123	12028
营业成本	3497	3988	4149	4802
营业税金及附加	66	56	81	106
营业费用	0	0	0	0
管理费用	337	346	506	621
研发费用	5	4	6	8
财务费用	1087	1542	1516	2090
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1621	2139	1562	1242
其他经营收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	4201	2606	4427	5642
营业外收支	-77	60	69	69
<b>利润总额</b>	4124	2666	4496	5711
所得税	1058	447	1049	1345
<b>净利润</b>	3066	2219	3447	4366
少数股东损益	22	100	200	300
<b>归属母公司净利润</b>	3044	2119	3247	4066
<b>EBITDA</b>	7009	5843	7800	9710
<b>EPS (最新摊薄)</b>	0.63	0.44	0.67	0.85
<b>主要财务比率</b>				
	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>				
营业收入	9.02%	-13.99%	42.48%	31.83%
营业利润	-16.38%	-37.97%	69.89%	27.43%
归属母公司净利润	3.39%	-30.39%	53.27%	25.20%
<b>获利能力</b>				
毛利率	53.03%	37.72%	54.53%	60.07%
净利率	41.18%	34.65%	37.79%	36.30%
ROE	9.56%	6.08%	9.00%	10.76%
ROIC	5.92%	4.38%	6.06%	7.65%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	57.21%	57.20%	57.37%	56.16%
净负债比率	76.78%	81.83%	79.96%	80.83%
流动比率	0.78	0.97	1.07	1.29
速动比率	0.65	0.82	0.93	1.14
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.10	0.08	0.11	0.14
应收账款周转率	1098.56	802.81	926.81	994.15
应付账款周转率	1.03	1.02	1.14	1.27
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.63	0.44	0.67	0.85
每股经营现金	1.14	1.25	0.70	1.22
每股净资产	6.68	6.85	7.12	7.46
<b>估值比率</b>				
P/E	10.56	15.17	9.90	7.90
P/B	1.00	0.97	0.94	0.90
EV/EBITDA	8.55	11.87	9.03	7.34

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>