

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

拟收购轨道交通资产，投资回归大交通主业

——山东高速点评报告

✍️：姜楠，CFA 执业证书编号：S1230515120001
☎️：021-80108129
✉️：jiangnan@stocke.com.cn

报告导读

山东高速发布公告，拟以现金出资向控股股东收购旗下轨交集团 51% 股权，本报告针对上述内容进行简析。

投资要点

□ 公司拟以 34.87 亿现金收购山东高速轨道交通集团有限公司 51% 股权

公司拟以现金方式向公司控股股东山东高速集团收购其全资子公司轨交集团 51% 股权，交易作价总计 34.87 亿元，交易转让价款全部来源于并购贷款。收购完成后，公司作为控股股东将持有轨交集团 51% 股权轨道交通公司主营铁路货运、高铁轨道板制造、铁路工程施工等，在山东省内运营 376 公路铁路线。轨道交通 2019 年净利润 1.82 亿元，2020Q1 在新冠疫情之下净利润 0.64 亿元。

□ 回归大交通主业，预计短期增厚业绩，长期拔升持续经营战略高度

- 1) **投资回归大交通主业，相关多元化战略凸显：**轨交集团主营地方铁路规划、建设、运营管理以及铁路工程质量监督业务，下辖 7 条铁路运营线路，长度合计 376 公里，主业范围包括铁路运输、产品制造、经贸物流及建设施工四大板块。山东高速自 2019 年起有序实现房地产业务置出，更加聚焦公路收费主业，此次收购优质铁路资产系进一步回归大交通主业版图，在此基础上实现相关多元化的战略拓展。
- 2) **不摊薄权益的前提下，有望增厚利润：**一方面公司拟以现金方式完成收购，不会出现对权益的摊薄，另一方面轨交集团 1Q20 实现归母净利润 0.64 亿元，考虑到一季度高速免费通行对铁路货运冲击的影响，预计全年利润能达 3 亿元左右，公司此次现金收购，我们根据此前资金成本 4% 计算，34.87 亿元对应利息 1.39 亿元，综合下来当期便有望增厚公司利润，同时受益铁路货运的发展及公转铁的推进，预期轨交集团业绩将持续增长。
- 3) **长期看有助于公铁联动，织密综合立体交通网：**根据《山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035 年）》预测，至 2035 年省内铁路货运占比将提升至 17.9%，公路货运占比 76.7%，省内铁路客运占比达 44.8%，公路客运占比降至 39.8%。因此长期来看，省内货运整体格局是“公转铁”主导下的铁路货运稳中略增、公路货运主体不变；同时省内容运整体格局是铁路公路平分秋色。待完成收购后，山东高速将成为业内为数不多同时拥有高速及铁路资产公司，有望降低公路货运与铁路货运竞争风险，此外长期看有望借助公铁联动提升货运收益空间。

□ 股权激励稳步推进，公司治理继续改善

公司拟向公司高管、中层管理及其他骨干人员实施 4800 万份股票期权激励。其中董事长、总经理在内的 17 位高管共授予 1048 万份，中层及其他骨干共授予 3272 万份，按 40%、30%、30% 的比例在授予后的第三、四、五年份中行权，行权条件基于营收增长率及分红。公司作为高速板块为数不多实施股权激励的企业，公司治理不断改善。

评级

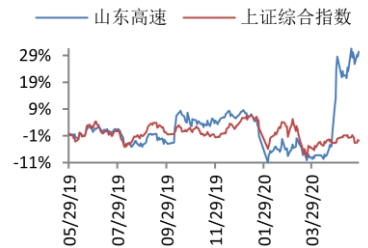
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 5.91

单季度业绩

元/股

1Q/2020 -0.07
4Q/2019 0.19
3Q/2019 0.11
2Q/2019 0.20



公司简介

公司是山东省国资委旗下高速公路运营平台，大股东是山东高速集团；公司下拥自有路产 1243.47 公里，是高速公路板块龙头之一

相关报告

- 1 《对铁路公路行业投资机会的专题思考：利率下行周期内，铁路公路高股息标的投资价值更优》2020.05.14
- 2 《山东高速财报跟踪分析：2019 利润 30 亿元分红超预期，8.8% 高股息攻守兼备》2020.04.24
- 3 《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：姜楠

数据支持人：姜楠

□ 持续看好公司攻守兼备特性

- 1) **进攻方面改扩建带来利润估值双升:** 利润端, 我们测算改扩建结束当年车流量有望较改扩建前增长 20%-30%, 同时根据山东省收费标准, 改扩建后收费基准将由 0.4 元/公里上提到 0.5 元/公里, 量价双升有望带来单路收入较改扩建前增长 50%以上, 从而带动利润中枢从 30 亿元左右上移至 40 亿元。估值端, 改扩建后车流量反弹及收费费率提升将带来收入超预期, 随着改扩建单路业绩的释放, 预期差将逐步消除, 预计带来估值修复。
- 2) **防守方面 60%高分红带来绝对收益托底:** 一方面公司 PB 仅 0.95 倍, 估值在 25%左右历史分位, 处于底部向下空间有限; 另一方面公司充分考虑股东回报, 现金分红比例提升至 60%, 2019 年股息对应当前收盘价股息率高达 6.43%。对未来展望, 我们假设公司分红比例继续维持, 那么根据我们对利润的测算, 预计公司三年合计股息收益 20%左右, 具有绝对收益强防守性。

□ 重申对高速板块二、三季度估值修复的不变逻辑

板块估值修复方面, 如果收费期限延长, 则或增厚高速公路企业投资价值。高速公路车流量增速>折现率, 因此如果收费期限按当前免费通行时长延长, 那么从未来车流增长以及现金流折现角度看, 高速企业投资价值不受影响, 或有望增厚价值。概括来讲, 板块投资逻辑如下: **恢复收费后首先业绩回暖→如果延长收费期则增厚总价值→国内情况好转则仍有经济防守性→估值修复之路开启, 长期价值增厚应有超额修复空间。**

□ 盈利预测及估值

考虑到公司当前路产表现及投资收益情况, 我们预计 2020 年-2022 年归母净利润分别为 21.19 亿元、32.47 亿元、40.66 亿元, 2021/2022 年利润对应当前股价 PE 分别为 8.7 倍、7.0 倍, 相对行业平均估值仍有空间, 随着改扩建带来利润中枢上移, 我们看好估值的持续修复, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 车流量不及预期; 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%
归母净利润	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	9.29	13.35	8.71	6.96

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：北京市广安门外大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>