



山东高速(600350)

报告日期: 2020 年 12 月 27 日

11 月通行费收入 6.9 亿元, 攻守兼备建议低位布局
——山东高速点评报告

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

公告导读

11 月公司控股路产实现通行费收入 6.91 亿元, 较 2019 全年月均稳增 20%。其中, 济青高速通行费收入 3.43 亿元, 较 2019 年全年月均高增 107%。

投资要点

□ 11 月通行费收入 6.91 亿元, 较 2019 年月均收入增长 20%

通行费收入持续稳定增长。山东高速披露月度通行费收入数据, 11 月通行费收入 6.91 亿元, 环比增长 12%, 较 2019 年月均收入增长 20%。其中, 济青高速通行费收入 3.43 亿元, 环比增长 15%, 较 2019 年月均收入增长 107%, 较改扩建前 2016 年月均收入增长 52%; 京台高速相关路段受改扩建推进过程中限行限速影响, 通行费收入 9046.03 万元, 较 2019 年月均收入下降 39%, 低于此前预期。

□ 自上而下看, 高速公路板块有望 2021 年业绩估值双修复, 具备超配价值展望 2021 年, 我们认为高速公路受免费通行政策的影响将整体消除, 同时各地相应补偿政策有望陆续出台, 对板块业绩及情绪形成正向催化:

1) 业绩端, 年初以来 SW 高速公路 II 板块单季度归母净利润同比增速明显向上 (一季度亏损 25.92 亿元, 同比下降 134%; 三季度盈利 86.41 亿元, 同比增长 34%), 后续随着车流的稳健恢复, 未来全年能够实现正常增长。

2) 情绪端, 当前位置板块估值安全边际相对充足, 后续免费通行补偿措施落地、新公路法及收费条例推进两个因素叠加或将形成行业超额催化。

整体前瞻来看, 明年业绩估值的双修复定将赋予高速公路板块超配价值, 山东高速作为增长逻辑明确的板块龙头, 整体业绩超预期概率较大, 且能享受估值溢价。

□ 战略旗帜鲜明, 投资回归主业, 风险持续收窄

现金收购轨道交通集团 51% 股权, 回归大交通版图。上半年公司以现金方式向控股股东山东高速集团收购其全资子公司山东高速轨道交通集团 51% 股权, 上半年轨交集团实现归母净利润 1.92 亿元, 同比增长 176%, 实现超预期增长, 并表后增厚公司归母净利润 9792 万元左右。

受让粤高速 9.68% 股权, 增厚报表的同时发挥协同性。7 月亚东复星亚联向山东高速转让粤高速 A 股股票 2.02 亿股, 占总股本 9.68%。一方面, 区位优势赋予粤高速稳健的现金流入, 能够为山东高速带来可观的参股投资回报、实现报表增厚; 另一方面, 在地方上市路企中, 山东高速率先尝试对头部路企的参股, 有助于资源共享, 提升业务及战略层面的协同性。

转让 50 亿恒大股权, 置出风险。11 月山东高速股份将原持有恒大地产 50 亿元股权转让深圳市人才安居集团有限公司, 交易对价 50 亿元, 拟 12 个月内分 3 次支付, 支付比例分别为 30%、30%、40%, 其中首款已经支付完毕。本次转让一方面实现经营风险收窄; 另一方面也体现公司坚持退出房地产业务的明确战略方向。

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 6.08

单季度业绩

元/股

3Q/2020

0.22

2Q/2020

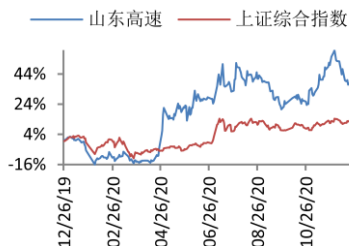
0.12

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

- 1《山东高速点评: 恒大股权置出风险收窄, 看好改扩建后成长性》2020.11.22
- 2《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
- 3《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
- 4《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

□ 改扩建驱动成长性，分红承诺锁定安全性，攻守兼备建议低位布局

成长性层面，改扩建后收入利润超额增长的主逻辑持续兑现，获取相对收益。从公司两大核心路产济青路和京台路改扩建情况来看，济青高速 6-11 月平均通行费收入相较改扩建前 2016 年月均收入增长 58%，高出我们此前 50%增幅预期，整体远超市场预期；同时京台高速相关路段受改扩建限行限速影响，通行费收入短期下滑，但降幅低于预期，后续看德齐段改扩建 2021 年下半年完工，量价双升逻辑同样具有可兑现性。

安全性层面，未来 5 年分红比例定格 60%，锁定绝对收益。根据公司 2020-2024 年股东回报规划，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，公司 2021、2022 年股息率分别 6.7%、8.3%，锁定绝对收益的安全底线。

集团合并，未来空间可期。

公司最新股价位置较年内高点回调 18%左右，安全边际有所拓宽，同时成长空间有改扩建逻辑支撑，打底下限有分红承诺锁定。当前位置极具吸引力。

□ 盈利预测及估值

考虑到两大核心路产改扩建增量逻辑及疫情期间免费通行的影响，同时考虑回归主业对协同性的提升及风险的收窄，我们预计公司 2020 年、2021 年、2022 年归母净利润分别为 21.19 亿元、32.47 亿元、40.66 亿元，对应当前股价 PE 分别为 14 倍、9 倍、7 倍，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%
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	9.61	13.81	9.01	7.19

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	80360	82554	86407	88418
流动负债	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
非流动负债	34030	36360	38474	38955
长期借款	32140	34640	36640	37140
其他	1890	1720	1834	1815
负债合计	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
负债和股东权益	80360	82554	86407	88418
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流				
净利润	5501	5991	3353	5880
折旧摊销	3066	2219	3447	4366
财务费用	1606	1640	1791	1912
投资损失	1087	1542	1516	2090
营运资金变动	(1621)	(2139)	(1562)	(1242)
其它	823	(1211)	131	(2229)
投资活动现金流	540	3941	(1971)	983
资本支出	(9006)	(4041)	(761)	(1872)
长期投资	15374	(4000)	(3570)	(2380)
其他	4323	(2616)	1308	(654)
筹资活动现金流	(28704)	2575	1502	1162
短期借款	3713	592	(2470)	(4046)
长期借款	477	(505)	0	0
其他	5852	2500	2000	500
现金净增加额	(2616)	(1404)	(4470)	(4546)

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	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
营业利润	4201	2606	4427	5642
营业外收支	-77	60	69	69
利润总额	4124	2666	4496	5711
所得税	1058	447	1049	1345
净利润	3066	2219	3447	4366
少数股东损益	22	100	200	300
归属母公司净利润	3044	2119	3247	4066
EBITDA	7009	5843	7800	9710
EPS (最新摊薄)	0.63	0.44	0.67	0.85
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
总资产周转率	0.10	0.08	0.11	0.14
应收帐款周转率	1098.56	802.81	926.81	994.15
应付帐款周转率	1.03	1.02	1.14	1.27
每股指标(元)				
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
估值比率				
P/E	9.61	13.81	9.01	7.19
P/B	0.91	0.89	0.85	0.81
EV/EBITDA	8.55	11.37	8.66	7.04

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“本公司”）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