

山东高速 (600350.SH)

Q3 业绩大幅增长，路产业绩释放符合预期

事件: 山东高速发布 2020 年第三季度报告 (采用调整后口径)。2020 前三季度营业收入 75.85 亿元, 同比下降 4.97%, 归母净利润 13.36 亿元, 同比下降 37.92%, 扣非净利润 12.10 亿元, 同比下降 41.75%。2020Q3 营收 35.35 亿元, 同比增长 9.80%, 归母净利润 10.79 亿元, 同比增长 100.99%, 扣非净利润 10.70 亿元, 同比增长 102.80%。

点评:

免收通行费政策结束, 路产业绩加速放量。 2020Q3 公司通行费收入 22.93 亿元 (未经审计运营数据), 占总收入 64.85%; Q3 日均通行费收入 2492 万元, 较 2019 年全年水平增长 32%。济青高速 Q3 日均收入 1235 万元, 占总通行费收入的 50%, 较 2019 年增长 127%, 改扩建效益卓越; 京台高速段 Q3 日均收入 346 万元, 受改扩建影响较 2019 年下降 29%。Q3 粗略测算子公司山东高速轨道交通集团实现营收 12 亿元, 稳定延续上半年的良好收益。

利润中枢上移。 2020Q3 公司投资净收益 5.02 亿元, 较去年增加 3.58 亿元, 主要是今年恒大投资收益延迟到 Q3 体现导致; 测算剔除恒大投资收益后, 公司归母净利润同比增长近 40%。Q3 公司毛利率同比上升 9.72pct 至 46.49%, 主要系济青高速业绩释放, 叠加额外投资收益, Q3 净利率同比上升 13.85pct 至 30.52%。2020Q3 公司销售费用率同比上升 0.53pct 至 1.06%, 主要因轨道交通集团销售费用增加; 管理费用率同比降低 1.24pct 至 4.23%; 研发费用率同比上升 0.87pct 至 1.08%, 主要因轨道交通加大研发投入; 财务费用率同比上升 0.51pct 至 10.52%, 主要系济青高速交付增加利息导致。

核心路产改扩建提升价值中枢, 集团重组利好优质资产并入。 济青高速于 2019 年底完成改扩建, 业绩释放成果可观, 京台高速分三段 2 至 3 年内先后改扩建完成, 叠加收费标准提升 25%, 收益提升确定。受益山东省国企混改, 大股东山东高速集团吸收合并齐鲁交通, 资产雄厚, 资产证券化改革加速。公司作为集团优质资产运作及整合唯一平台, 未来优质资产并入空间可期, 2018 及 2020 年分别从集团收购湖北武荆高速 60% 股权和轨道交通集团 51% 股权, 资产收益表现可观。

投资策略: 我们预测山东高速 2020-2022 年归母净利润分别为 21.8 / 33.1 / 35.2 亿元, 同比-28.5% / +52.0% / +6.4%, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情反复风险; 替代交通分流风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,829	7,445	10,973	14,173	15,324
增长率 yoy (%)	-7.5	9.0	47.4	29.2	8.1
归母净利润 (百万元)	2,944	3,044	2,176	3,308	3,520
增长率 yoy (%)	11.3	3.4	-28.5	52.0	6.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.61	0.63	0.45	0.69	0.73
净资产收益率 (%)	12.4	8.9	6.5	9.4	9.6
P/E (倍)	10.5	10.1	14.2	9.3	8.7
P/B (倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

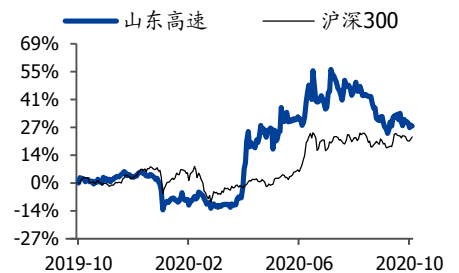
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	高速公路
前次评级	买入
最新收盘价	5.64
总市值(百万元)	27,134.98
总股本(百万股)	4,811.17
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	2.53

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号: S0680518010004

邮箱: zhangjun1@gszq.com

分析师 郑树明

执业证书编号: S0680520040003

邮箱: zhengshuming@gszq.com

相关研究

1、《山东高速 (600350.SH): 价值中枢提升, 国企混改注入成长动力》2020-10-13



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7441	9305	11311	12537	13207
现金	1475	1682	2003	1987	1972
应收票据及应收账款	7	61	85	90	120
其他应收款	2752	4766	6316	7997	7478
预付账款	18	47	24	54	32
存货	1683	1555	2582	2207	3504
其他流动资产	1505	1193	300	200	100
非流动资产	61156	71055	78657	76241	83091
长期投资	9849	10757	12151	13665	15309
固定资产	4539	6390	10372	9915	9417
无形资产	19666	41258	41069	49599	53961
其他非流动资产	27102	12650	15065	3062	4404
资产总计	68596	80360	89968	88778	96298
流动负债	11157	11942	22228	22305	24296
短期借款	28	505	1446	1229	676
应付票据及应付账款	2319	4448	3271	6456	4827
其他流动负债	8810	6990	17511	14620	18792
非流动负债	28124	34030	36619	33612	34261
长期借款	26289	32140	33712	31726	32382
其他非流动负债	1835	1890	2907	1885	1880
负债合计	39281	45972	58847	55916	58557
少数股东权益	2054	2266	2352	2529	2807
股本	4811	4811	4811	4811	4811
资本公积	3274	4160	4160	4160	4160
留存收益	19170	21141	22023	23382	24863
归属母公司股东权益	27261	32121	28769	30333	34934
负债和股东权益	68596	80360	89968	88778	96298

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3891	5501	5837	4138	7779
净利润	3626	3066	2262	3486	3797
折旧摊销	1397	1606	2166	2767	3031
财务费用	866	1087	1340	1278	1199
投资损失	-3290	-1621	-1702	-1287	-1352
营运资金变动	568	892	1883	-2148	1079
其他经营现金流	724	472	-112	43	25
投资活动现金流	-8369	-9006	-10288	904	-8560
资本支出	7315	8738	6957	2223	5576
长期投资	-2898	-2009	-1394	-1514	-1644
其他投资现金流	-3953	-2277	-4725	1613	-4628
筹资活动现金流	2996	3713	6161	-4486	-1547
短期借款	-2372	477	941	-217	-553
长期借款	9215	5852	1572	-1986	655
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1348	886	0	0	0
其他筹资现金流	-2499	-3502	3648	-2283	-1649
现金净增加额	-1482	207	321	-16	-15

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6829	7445	10973	14173	15324
营业成本	3450	3497	7158	8033	8845
营业税金及附加	102	66	219	283	306
营业费用	0	0	88	92	97
管理费用	459	337	549	709	766
研发费用	2	5	52	52	52
财务费用	866	1087	1340	1278	1199
资产减值损失	217	0	0	0	0
其他收益	2	7	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	3290	1621	1702	1287	1352
资产处置收益	0	-6	0	0	0
营业利润	5024	4201	3272	5016	5413
营业外收入	80	88	93	98	102
营业外支出	791	166	389	466	453
利润总额	4313	4124	2976	4648	5063
所得税	687	1058	714	1162	1266
净利润	3626	3066	2262	3486	3797
少数股东损益	683	22	86	177	277
归属母公司净利润	2944	3044	2176	3308	3520
EBITDA	7402	7832	7454	9958	10898
EPS (元)	0.61	0.63	0.45	0.69	0.73

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-7.5	9.0	47.4	29.2	8.1
营业利润(%)	12.2	-16.4	-22.1	53.3	7.9
归属于母公司净利润(%)	11.3	3.4	-28.5	52.0	6.4
获利能力					
毛利率(%)	49.5	53.0	34.8	43.3	42.3
净利率(%)	43.1	40.9	19.8	23.3	23.0
ROE(%)	12.4	8.9	6.5	9.4	9.6
ROIC(%)	8.6	6.8	5.1	6.9	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	57.3	57.2	65.4	63.0	60.8
净负债比率(%)	102.5	100.6	125.2	112.0	107.0
流动比率	0.7	0.8	0.5	0.6	0.5
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	494.4	218.6	149.9	161.3	145.4
应付账款周转率	1.7	1.0	1.9	1.7	1.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.63	0.45	0.69	0.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	1.14	1.21	0.86	1.62
每股净资产(最新摊薄)	5.67	6.26	6.33	6.78	7.25
估值比率					
P/E	10.5	10.1	14.2	9.3	8.7
P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.5	8.6	10.3	7.5	7.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com