

业绩优良收益稳定，低估值蓝筹酝酿复苏

■**优质高速公路运营商。**山东高速是全国运营里程最长的路桥上市公司，公路收费业务是公司主要收入与利润来源，近五年收入与净利润增速稳定。2016年，公司实现营业收入84.61亿元，归母净利润30.89亿元，每股收益0.642元，通行费收入与投资收益均创历史新高。

■**济青改扩建，增强可持续发展能力。**2016年公司核心路产济青高速启动改扩建工程，完工后收费期限增加14年，从而有效促进公司的可持续发展。目前市场普遍认为，未来1-2年济青改扩建会极大地影响其车流量，但我们认为，限速限行尽管会导致一部分车流下降，但同时其他车辆的通行效率也将大大提高，总体影响有限。

■**省内高速收费标准提升空间显著。**山东省高速公路收费标准自2006年起未做调整，目前较周边沿海发达省份平均约低25%-30%。我们判断，未来公司所辖路段收费标准提价空间和概率较大，一旦落地有望显著增厚公司业绩。

■**积极践行“资本驱动”发展战略。**公司积极探索转型升级，开展资本运作，稳妥推进股权投资和多元化发展。2016年，发起设立首期10亿规模的畅赢基金作为公司资本运作平台；成功竞购东兴证券1.2亿股增发股份，成为其第二大股东，从而增加新的利润点。

■**基本面稳健，安全边际显著。**山东高速业绩稳定，现金流充沛，净资产收益率12.93%，股息率3.07%，在同行业公司中排名前列。但其市盈率的倍数乘以市净率仅为14.38，为高速公路板块最低。我们认为，在当前重业绩看估值的市场风格下，山东高速作为低估值蓝筹，有望迎来复苏契机。

■**投资建议：**暂不考虑山东省高速公路收费标准提高，我们预计公司2017-2018年EPS分别为0.70元和0.73元，给予“买入-A”投资评级，6个月目标价为7.50元，相当于2017年1.3倍市净率。

■**风险提示：**宏观经济持续低迷，车流量增速低于预期等

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,954.6	8,460.6	9,010.5	9,461.0	10,407.1
净利润	2,757.9	3,089.4	3,362.0	3,507.9	3,885.1
每股收益(元)	0.57	0.64	0.70	0.73	0.81
每股净资产(元)	4.77	5.18	5.65	6.15	6.70

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	11.1	9.9	9.1	8.8	7.9
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
净利润率	39.7%	36.5%	37.3%	37.1%	37.3%
净资产收益率	12.0%	12.4%	12.4%	11.9%	12.1%
股息收益率	2.8%	3.1%	3.6%	3.6%	4.0%
ROIC	8.1%	10.3%	12.0%	7.9%	15.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**7.50元**
股价(2017-07-28) **6.38元**

交易数据

总市值(百万元)	30,695.24
流通市值(百万元)	30,695.24
总股本(百万股)	4,811.17
流通股本(百万股)	4,811.17
12个月价格区间	5.66/7.22元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.55	1.96	12.82
绝对收益	5.59	5.09	22.01

胡光悱

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040005
hugy@essence.com.cn
021-35082762

相关报告

内容目录

1. 优质高速公路运营商.....	4
2. 坚守高速主业不动摇.....	6
2.1. 成熟路产流量平稳，提供盈利稳定器.....	6
2.2. 济青改扩建，增强可持续发展能力.....	8
2.3. 省内高速收费标准提升空间显著.....	9
3. 积极践行“资本驱动”发展战略.....	10
3.1. 逐步退出房地产业务.....	10
3.2. 稳妥推进股权投资和多元化发展.....	11
4. 业绩优良收益稳定，低估值蓝筹酝酿复苏.....	11
4.1. 政策影响逐渐减弱，高速板块估值修复可期.....	11
4.2. 山东高速基本面稳健，安全边际显著.....	13
5. 投资建议.....	14
6. 风险提示.....	14

图表目录

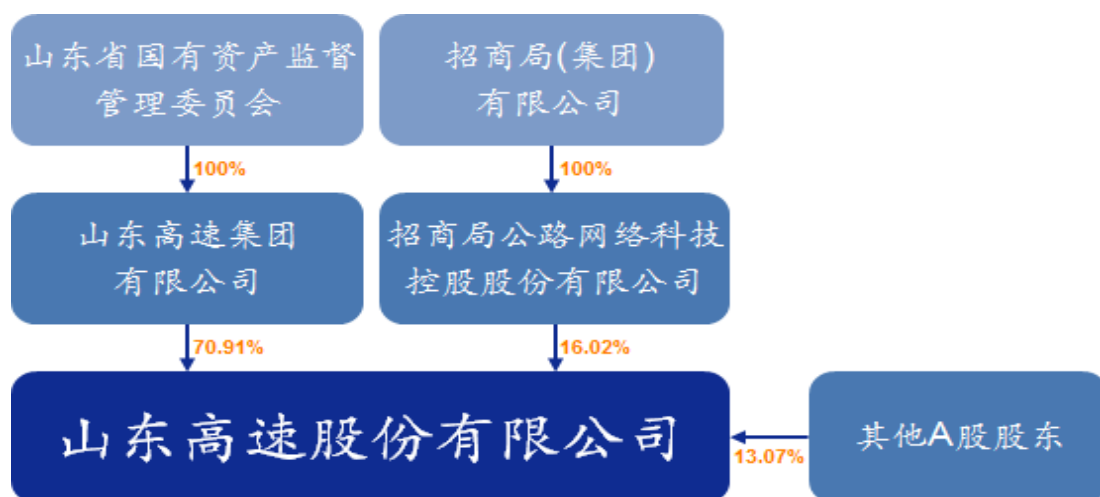
图 1: 山东高速股权结构.....	4
图 2: 近五年收入与净利润增速稳定.....	4
图 3: 车辆通行费收入占比达 74.8%.....	5
图 4: 公路收费业务贡献毛利占比达 96.0%.....	5
图 5: 公司整体规模持续增长.....	5
图 6: 公司每股盈利不断走高.....	5
图 7: 山东省人均 GDP 逐年升高.....	6
图 8: 山东省民用汽车保有量逐年增加.....	6
图 9: 2016 两处路产通行费收入占比 73.2%.....	7
图 10: 山东高速各路产通行费收入.....	7
图 11: 济青高速路线图.....	8
图 12: 德泰高速路线图.....	8
图 13: 济青高速改扩建项目收入利润预测.....	8
图 14: 济青高速 2017 年 1 季度车辆通行量回升.....	9
图 15: 高速板块市盈率位于行业估值末端.....	12
图 16: 高速板块市盈率 vs 沪深 300 市盈率比率.....	12
图 17: 高速公路上市公司股息率对比.....	13
图 18: 高速公路上市公司市盈率×市净率对比.....	13
表 1: 公司资产负债率及总资本化比例走势.....	5
表 2: 公司主要收费公路及桥梁信息.....	6
表 3: 公司主要收费公路及桥梁的通行费收入及通行量.....	7
表 4: 山东省及相邻省份通行费收费标准.....	9
表 4: 山东省及相邻省份计重收费通行费收费标准.....	9

表 5: 山东高速多家房地产开发经营子公司业绩不佳	10
表 6: 公司房地产项目	10
表 7: 公司股权投资类子公司	11
表 8: 近年收费公路行业相关政策及主要内容	11
表 9: 高速公路上市公司对比	13

1. 优质高速公路经营者

山东高速于 1999 年 11 月成立，2002 年 3 月在上交所上市，公司主要从事交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资，是山东省唯一的收费公路上市公司。实际控制人山东省国资委拥有公司大股东山东高速集团有限公司 100% 股权。

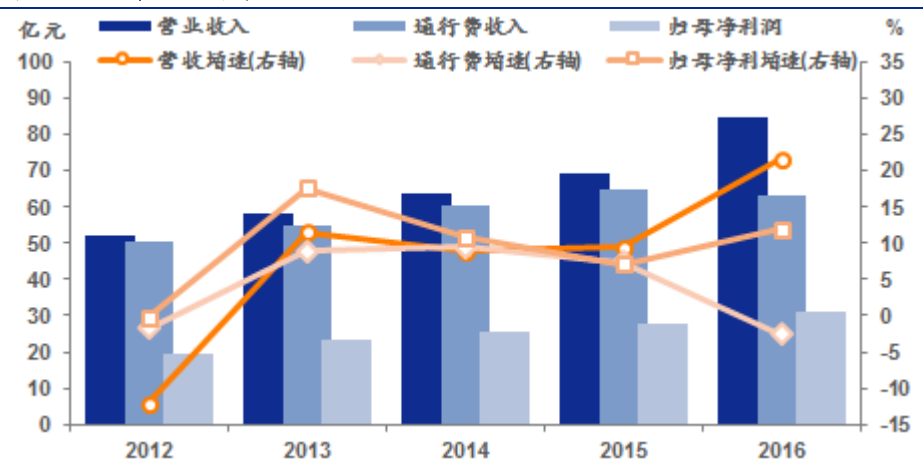
图 1：山东高速股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

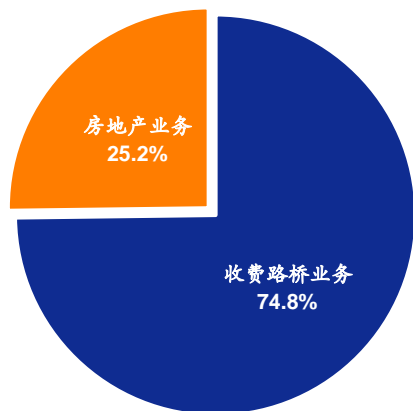
公路收费业务是公司主要收入与利润来源。截至 2016 年末，山东高速运营管理公路合计 2103 公里，是全国运营里程最长的路桥上市公司。其中公司所辖自有路桥资产里程 1070 公里，包括 G20 青银高速山东段、G3 京台高速山东段、G2 京沪高速济南至莱芜段等 7 条高速公路，1 条一级公路及济南桥、滨州桥、平阴桥、利津桥和济南黄河二桥 5 座桥梁。2016 年，公路收费业务收入与毛利占比分别为 74.8% 和 96.0%。

图 2：近五年收入与净利润增速稳定



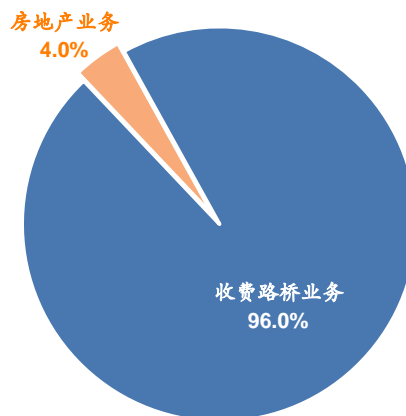
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：车辆通行费收入占比达 74.8%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 4：公路收费业务贡献毛利占比达 96.0%

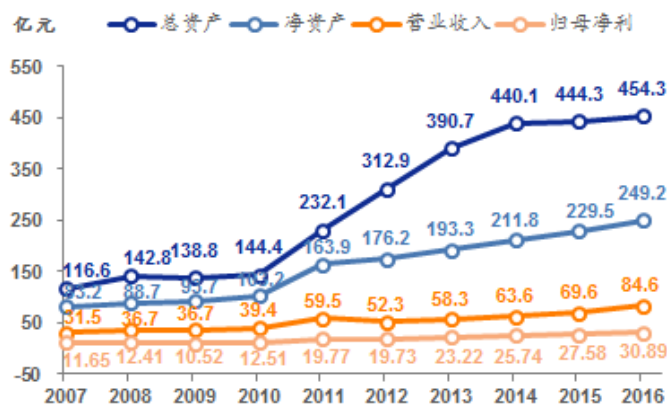


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

盈利能力良好，财务结构稳健。 公司收费公路主业表现不俗，资产盘活策略卓有成效，转型升级战略稳步推进；以此为基础，公司整体规模持续增长，盈利能力良好。2016 年，公司实现营业收入 84.61 亿元，归属于母公司净利润 30.89 亿元，每股收益 0.642 元，通行费收入与投资收益均创历史新高。

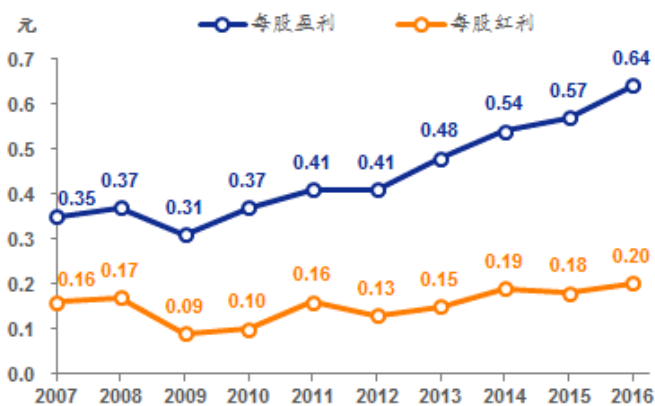
公司过去三年资产负债率和总资本化比例分别为 48.96%、45.56%、44.56%和 41.10%、37.53%、37.11%；1Q2017，两项指标略有下降，分别为 43.56%和 36.51%，总体杠杆水平适中，财务结构稳健。

图 5：公司整体规模持续增长



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 6：公司每股盈利不断走高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 1：公司资产负债率及总资本化比例走势

指标名称	2012	2013	2014	2015	2016	1Q2017
资产负债率	41.61%	46.87%	48.96%	45.56%	44.56%	43.56%
总资本化比例	29.91%	37.49%	41.10%	37.53%	37.11%	36.51%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

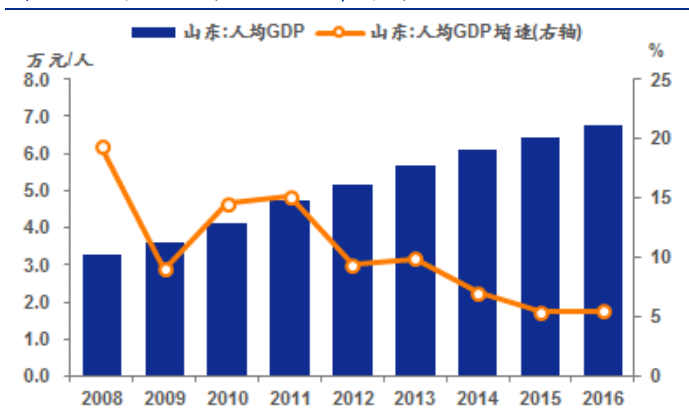
2. 坚守高速主业不动摇

2.1. 成熟路产流量平稳，提供盈利稳定器

山东省地处胶东半岛，成为沿黄河经济带与环渤海经济区的交汇点、华北地区和华东地区的结合部，经济发达、文化资源丰富，是我国主要沿海省市之一。2016年，山东省实现国内生产总值6.7万亿元。自2006年至2016年，山东省国内生产总值均占全国国内生产总值的9%以上，反映出山东省在全国各行政省份中的综合经济地位。截至2016年年底，山东省民用汽车拥有量1,754.3万辆，同比增长12.9%。良好的区域经济环境，为公司收费路桥业务提供有效支撑。

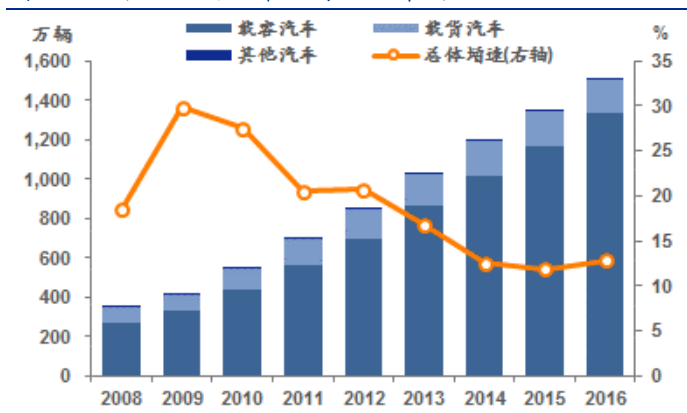
2016年，山东省高速公路通车里程新增362公里，截至年底达5,710公里；2017年，省内力争新建成通车里程90公里，总里程突破5800公里。公路路网的不断完善将产生路网效应，提高道路使用率，增加整体车流量，助力公司主业健康发展。

图7：山东省人均GDP逐年升高



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图8：山东省民用汽车保有量逐年增加



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路网的重要组成部分。路产质量良好，路网完善，协同效益逐渐显现，车流量和通行费收入稳步增长，为公司快速发展提供了充足的现金流。

表2：公司主要收费公路及桥梁信息

路段名称	长度	经营期限	到期年月
济南至青岛高速公路(“济青高速”)	318.3 公里	30 年	2029 年 11 月
京福高速公路德齐北段(“德齐北段”)	52.2 公里	25 年	2022 年 11 月
京福高速公路德齐南段(“德齐南段”)	39.08 公里	25 年	2022 年 11 月
京福高速齐河-济南高速公路(“齐济段”)	39.47 公里	25 年	2024 年 10 月
京福高速济南-泰安高速公路(“济泰段”)	60.61 公里	25 年	2024 年 10 月
国道主干线京沪线(辅线)济南至莱芜段高速公路(“济莱高速”)	76.3 公里	30 年	2034 年 10 月
潍坊-莱阳高速公路(“潍莱高速”)	140.64 公里	25 年	2024 年 07 月
湖南衡邵高速公路(“衡邵高速”)	138.611 公里	30 年	2040 年 12 月
许昌至禹州高速公路(“许禹高速”)	39.5 公里	30 年	2036 年 08 月
威海-乳山高速公路(“威乳高速”)	79.60 公里	25 年	2032 年 12 月
泰安至曲阜一级公路(“泰曲路”)	64.1 公里	26 年	2025 年 11 月
济南黄河大桥(“济南桥”)	2.023 公里	18 年	2017 年 11 月
济南黄河二桥(“济南二桥”)	5.750 公里	30 年	2032 年 04 月
滨州黄河大桥(“滨州桥”)	2.932 公里	18 年	2017 年 11 月
平阴黄河大桥(“平阴桥”)	1.013 公里	18 年	2017 年 11 月
利津黄河大桥(“利津大桥”)	3.171 公里	28 年	2029 年 09 月

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

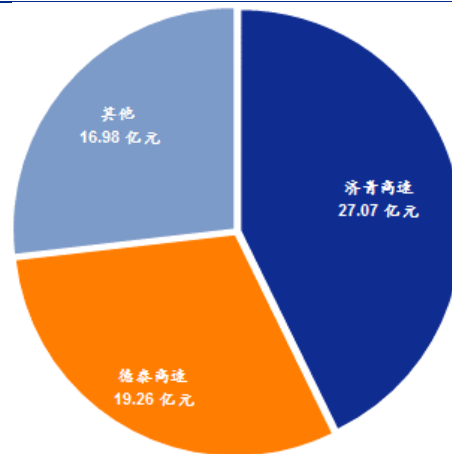
其中，济青高速和德泰高速（京福高速相关路段：德齐段+齐济段+济泰段）作为我国第一批兴建的高速公路，区位优势，是公司众多路产中的核心路产。2016年两处路产通行费收入分别为27.07亿元和19.26亿元，两者共占比73.2%。

表3：公司主要收费公路及桥梁的通行费收入及通行量

路段名称	通行费收入(亿元)						通行量(万辆)					
	2012	2013	2014	2015	2016	1Q2017	2012	2013	2014	2015	2016	1Q2017
济青高速	23.23	25.07	25.68	26.53	27.07	5.51	3,220	3,666	4,006	3,345	3,670	821
京福高速相关路段	16.30	17.73	17.72	17.31	19.26	4.02	3,038	3,414	3,673	4,113	4,657	1,110
济莱高速	1.81	2.01	2.25	2.38	2.91	0.76	352	429	487	526	648	160
潍莱高速	2.24	2.50	2.60	2.70	2.83	0.63	329	403	428	496	553	127
衡邵高速	-	-	1.61	1.81	2.02	0.60	-	-	135	187	253	78
许昌-禹州高速公路	1.02	1.21	1.29	1.23	1.22	0.36	392	261	250	265	262	75
威海-乳山高速公路	0.95	1.00	1.05	1.09	1.21	0.27	309	363	396	442	503	121
104国道-泰曲段	0.04	0.04	0.05	0.25	0.17	0.05	36	31	33	146	97	30
济南黄河大桥	0.38	0.32	0.28	0.23	0.17	0.04	345	275	175	200	135	25
济南黄河二桥	3.45	3.78	3.95	3.98	4.36	0.99	-	-	-	-	-	-
滨州黄河大桥	0.50	0.31	0.09	0.08	0.09	0.02	336	264	85	74	81	17
平阴黄河大桥	0.69	0.63	0.71	0.92	1.00	0.06	343	313	341	428	433	41
利津黄河公路大桥	-	-	-	0.67	1.00	0.27	-	-	-	526	624	158

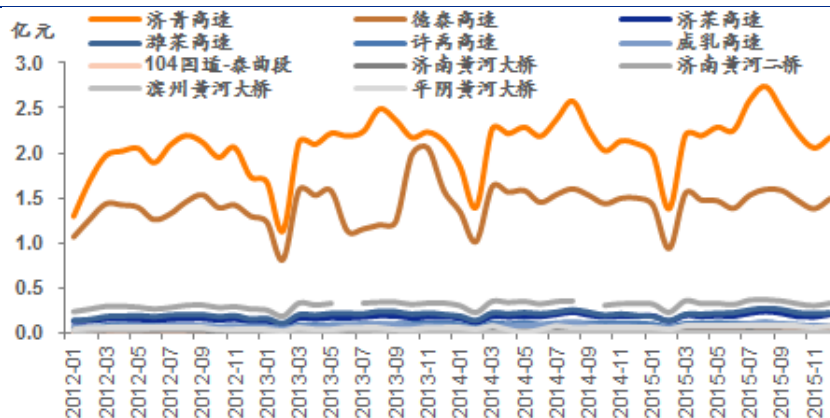
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图9：2016 两处路产通行费收入占比 73.2%



资料来源：wind，安信证券研究中心

图10：山东高速各路产通行费收入



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 11: 济青高速路线图



资料来源: 高德地图, 安信证券研究中心

图 12: 德泰高速路线图



资料来源: 高德地图, 安信证券研究中心

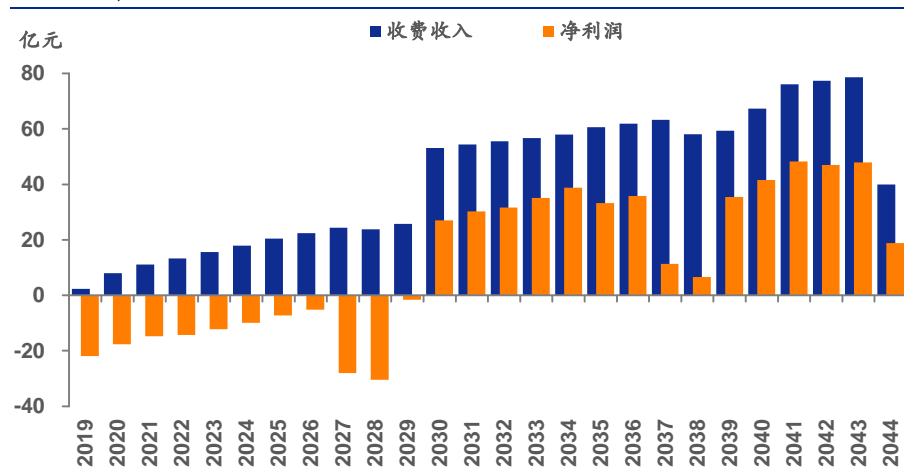
2.2. 济青改扩建, 增强可持续发展能力

济青高速公路全长 318 公里, 西起济南市大桥路, 东至青岛市北郊的西袁庄, 横贯山东半岛 17 个市、县(区) 连接济南、淄博、潍坊、青岛等重要工业城市, 穿越 5 条国道、15 条省道, 承担着全省近 15% 的高速公路通行量, 是名副其实的“黄金大通道”。然而, 作为山东省第一条高速公路, 1994 年年初建成通车的济青高速全线日平均交通量已达 5.6 万辆, 是原设计交通量的两倍, 处于严重饱和状态。

为缓解济青高速公路交通压力, 山东高速启动济青改扩建工程, 采用“双侧拼宽为主、单侧拼宽、单侧分离和双侧分离为辅” 扩建方式, 由双向四车道拓宽至双向八车道, 拓宽里程 309.172 公里, 工期 42 个月, 预计 2019 年 6 月底建成通车。项目估算总投资 308 亿元, 其中自有资金约占 25%。济青高速改扩建项目自达标通车之日(2019 年) 起收费, 收费期限为 25 年, 即在原先的收费期限上增加 14 年, 促进公司可持续发展。

据山东省交通规划设计院的测算, 该项目经济内部收益率为 12.8%, 经济净现值为 159 亿元 ($i=8%$), 投资回收期为 13.3 年(动态, 不含建设期), 效益费用比为 1.64。

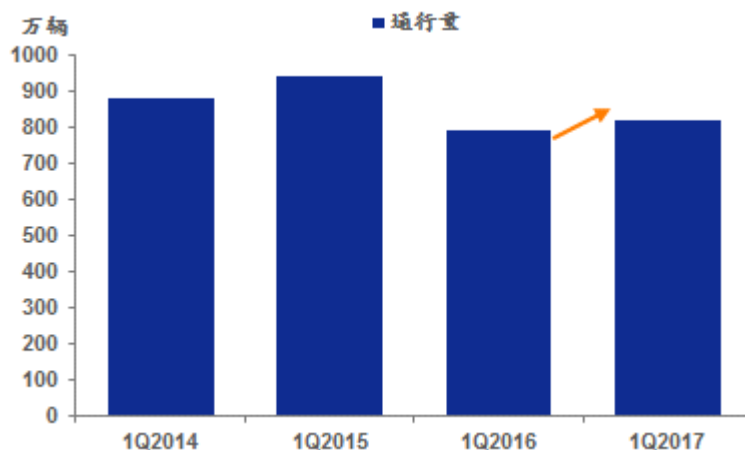
图 13: 济青高速改扩建项目收入利润预测



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

目前济青高速改扩建工程已全面展开，自 2016 年 12 月 22 日起，全线限速 80 公里/小时，同时危险物品运输车、车辆运输车、不可解体物品超限运输车禁止通行。而从 2017 年 1 季度数据看，济青高速完成通行量达 821 万辆(+3.66%)，同比不降反升。我们认为，这主要是由于限速限行尽管会导致一部分车流的下降，但同时其他车辆的通行效率也大大提高了。目前市场普遍认为，未来 1-2 年济青改扩建会极大地影响车流量，但我们认为其总体影响有限。

图 14：济青高速 2017 年 1 季度车辆通行量回升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.3. 省内高速收费标准提升空间显著

山东省高速公路收费标准自 2006 年起未做调整，目前普遍低于相邻的天津、河北、安徽、江苏四省 25%-30%。全国物价水平经过这么多年来不断上涨，相较之下山东省高速公路收费标准确已偏低。虽然目前并未出台成型的方案，但我们判断未来公司所辖路段收费标准提价空间和概率较大，一旦落地将显著增厚公司业绩。

表 4：山东省及相邻省份通行费收费标准

车型	标准	山东高速	江苏主要高速	天津主要高速	安徽主要高速	河北主要高速
元/公里	客车 / 货车	客车/货车	客车/货车			元/公里
一型车	≤7 座 / ≤2 吨	0.40	0.55 / 0.83	0.55	0.40	0.40-0.50
二型车	8-19 座 / 2-5 吨(含)	0.50 / 0.72	0.83 / 1.10	0.95	0.70	0.70-1.00
三型车	20-39 座 / 5-10 吨(含)	0.60 / 1.00	1.10 / 1.38	1.55	1.00	1.10-1.50
四型车	≥40 座 / 10-15 吨(含)	0.75 / 1.20	1.10 / 1.65	1.75	1.20	1.36-1.80
五型车	- / >15 吨以上	- / 1.4	- / 1.93	1.90	1.40	0.07-0.09(元/吨公里)

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

表 5：山东省及相邻省份计重收费通行费收费标准

类别	山东高速	江苏主要高速	天津主要高速	安徽主要高速	河北主要高速
元/吨公里					
正常装载	第一档	0.08	0.09	0.10	0.08
	第二档	0.08	0.09	0.10	0.08
	第三档	-	0.05	0.04	0.04
超限装载	超限率≤30%	基准费率 1-3 倍	基准费率	0.10	基准费率 0.09
	30%<超限率 ≤100%	基准费率 3-6 倍	基准费率 2-3 倍	0.10-0.20	基准费率 3 至 6 倍
	超限率>100%	基准费率 6 倍	基准费率 4 倍	0.40	基准费率 6 倍

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

3. 积极践行“资本驱动”发展战略

3.1. 逐步退出房地产业务

2015 年之前，房地产业务曾是公司最大的多元化方向。然而，经过几年的发展，下属多家房地产子公司业绩不佳，没有实现预期效益，因此公司决定通过存量盘活的方式加快回笼资金，同时集中贡献利润，也为下一步多元化发展打好基础。

表 6：山东高速多家房地产开发经营子公司业绩不佳

子公司名称	注册资本 亿元	持股比例 %	总资产 亿元	净资产 亿元	净利润 亿元
山东高速章丘置业发展有限公司	1.0	60	28.59	1.08	-0.96
山东高速济南投资建设有限公司	10.0	60	53.81	4.44	-2.37
济南盛邦置业有限公司	0.2	60	7.09*	-1.69*	-0.44*
山东高速西城置业有限公司	0.5	60	49.15*	0.31*	0.30*
济南汇博置业有限公司	0.2	60	4.66*	-0.18*	-0.07*
济南璞园置业有限公司	0.5	60	9.01*	0.49*	0.00*
烟台合盛房地产开发有限公司	1.0	已挂牌转让 100% 股权	11.93*	-1.16*	-0.85*
山东高速火山岛(漳州)置业有限公司	0.1	51	0.06*	-0.06*	-0.09*
山东高速绿城莱芜雪野湖开发有限公司	0.5	已处置 41, 余 10	6.17*	0.25*	-0.04*
山东财富纵横置业有限公司	0.5	已处置全部 51	9.92*	0.17*	-0.08*
青岛绿城华景置业有限公司	20.0	已处置全部 60	74.93*	18.95*	-0.21*

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*为 2015 年年报数据，2016 年未披露

2016 年，公司公开挂牌转让青岛绿城华景置业有限公司 60% 股权、山东财富纵横置业有限公司 51% 股权及山东高速绿城莱芜雪野湖开发有限公司 41% 股权，以及三家控股子公司全部债权，实现转让收益 5.13 亿元；畅和苑项目 B3、B6 住宅地块，实现收益约 2.36 亿元。

表 7：公司房地产项目

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计总投资(亿)	2016 年末余额(亿)
完工待售部分				
玉兰花园项目		2015-08-01		3.71
文化中心项目		2015-11-01		0.82
雪野湖一期住宅项目		2012-10-01		2.30
正在开发部分				
绿城华景项目	2011-04-01		74.08	0.00
东舍坊项目	2012-01-01		21.08	0.00
腊山河东居项目	2014-01-01	2018-02-01	50.00	4.37
雪野湖二期住宅项目	2012-01-01		4.49	0.00
园博园项目	2014-04-01	2021-12-01	10.00	5.55
玉兰花园项目	2013-01-01	2017-10-01	5.80	2.82
上下河项目	2014-01-01	2025-09-01	25.80	8.72
尚未开发部分				
盛邦置业项目	尚未开工	尚未开工	13.00	7.08
滨州住宅项目	尚未开工	尚未开工	暂无	1.27
夹河岛项目	尚未开工	尚未开工	42.50	11.87

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 稳妥推进股权投资和多元化发展

在继续做大做强路桥运营主业的同时，积极探索转型升级，开展资本运作，稳妥推进股权投资和多元化发展。

- 1、公司参与东兴证券股份有限公司定向增发项目，成功竞得东兴证券增发的 1.2 亿股，持股比例为增发后总股本的 4.35%。有利于公司完善资产结构，增加新的利润点。
- 2、公司通过投资公司，联合北京荣坤厚德投资咨询有限公司合作设立了山东高速畅赢股权投资管理有限公司，注册资本 1000 万元，投资公司出资 500 万元，持股 50%；荣坤厚德出资 500 万元，持股 50%。畅赢公司设立后，公司以投资公司作为投资主体，联合建银国际（中国）有限公司合作发起设立青岛畅赢金鹏股权投资合伙企业（有限合伙），总规模 10.01 亿元人民币，其中，投资公司出资 9 亿元，建银国际的全资子公司天津诺德投资有限公司出资 1 亿元，畅赢公司出资 100 万元。畅赢金鹏主要投资高速公路及相关延伸产业链，如信息、新材料等；金融（证券、保险、银行）；高精尖制造业；其他战略新兴产业，如环保、医药、医疗、消费升级等行业。

表 8：公司股权投资类子公司

公司名称	注册资本 亿元	持股比例 %	总资产 亿元	净资产 亿元	净利润 亿元
山东高速投资发展有限公司	40.0	100	85.70	49.95	2.45
山东高速章丘置业发展有限公司	1.0	60	28.59	1.08	-0.96
山东高速济南投资建设有限公司	10.0	60	53.81	4.44	-2.37
山东高速（深圳）投资有限公司	10.0	100	5.75	5.70	0.14

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4. 业绩优良收益稳定，低估值蓝筹酝酿复苏

4.1. 政策影响逐渐减弱，高速板块估值修复可期

2009 年以来，国家相继出台燃油税费改革、绿色通道、清理违规收费行为、重大节假日小型客车免费等多项收费公路相关政策。一系列政策虽然一定程度上减轻了部分公路使用者的负担，但对收费公路企业的经营业绩产生了一定负面影响，致使高速路企净利润走低。

表 9：近年收费公路行业相关政策及主要内容

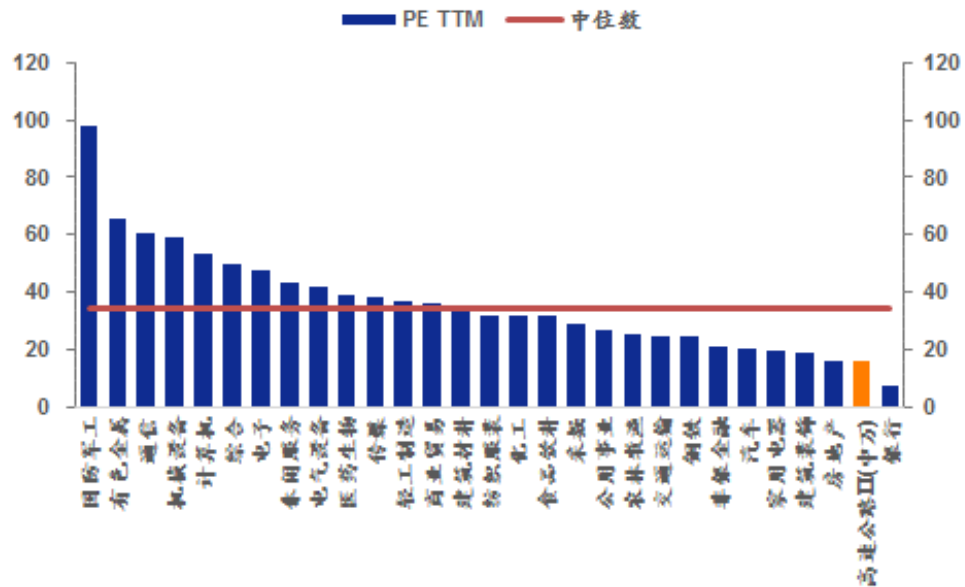
政策名称	实施日期	主要内容
《成品油价税费改革方案》	2009.01	逐步有序取消政府还贷二级公路收费。
《关于促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》	2009.01	长期实行并逐步完善农产品运销绿色通道政策，推进在全国范围内免收整车合法装载鲜活农产品车辆的通行费。2010 年 12 月 1 日起，绿色通道扩大到全国所有收费公路，而且减免品种进一步增加，主要包括新鲜蔬菜、水果、鲜活水产品，活的畜禽，新鲜的肉、蛋、奶等。
《关于开展收费公路专项清理工作的通知》	2011.06	要求各省在 2012 年 5 月底之前重点清理收费公路行业存在的超标准、超期限和超范围收费现象，并对全行业的经营与信贷偿付等情况进行摸底，要求相关部门或公司坚决撤销收费期满的收费项目，取消间距不符合规定的收费站点，纠正各种违规收费行为，进一步减轻公路使用者的负担。
《重大节假日小型客车通行费实施方案》	2012.07	收费公路将在春节、清明节、劳动节、国庆节等四个国家法定节假日（共 20 天）免费通行，免费车辆为 7 座以下的小型客车。
《物流业发展中长期规划（2014-2020）》	2014.01	加强和规范收费公路管理，加大对公路乱收费、乱罚款的清理整顿力度，减少不必要的收费点，全面推进全国高速公路不停车收费系统建设。
《收费公路管理条例》修订征求意见稿	2015.07	对收费公路性质的表述进行变更，并提高收费公路的设置门槛；将统借统还的主体由省级交通主管部门修改为省、自治区、直辖市政府；收费公路的偿债期限或者经营期限做出调整，并新增养护收费期。
《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》	2017.07	专项债券必须专项用于政府收费公路项目建设，优先用于国家高速公路项目建设，重点支持“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略规划的政府收费公路项目建设；专项债券资金不得用于经营性收费公路，也不得用于非收费公路项目建设，不得用于经常性支出和公路养护支出，也不得用于偿还存量债务；原则上单次发行不超过 15 年。

资料来源：公开资料，安信证券研究中心

从最近几年的情况看，我国高速公路已逐步走完建设高潮时期，未来高速公路行业逐步走向偏重运营的发展阶段。政策对收费公路运营企业的影响已逐渐减弱，在自然增长的拉动下，全国收费公路通行费收入仍保持了持续增长态势。而国内高速公路行业上市公司经营的路段多为通车时间较长且较为成熟的路段，车流量相对较大，公司业绩较为稳定。

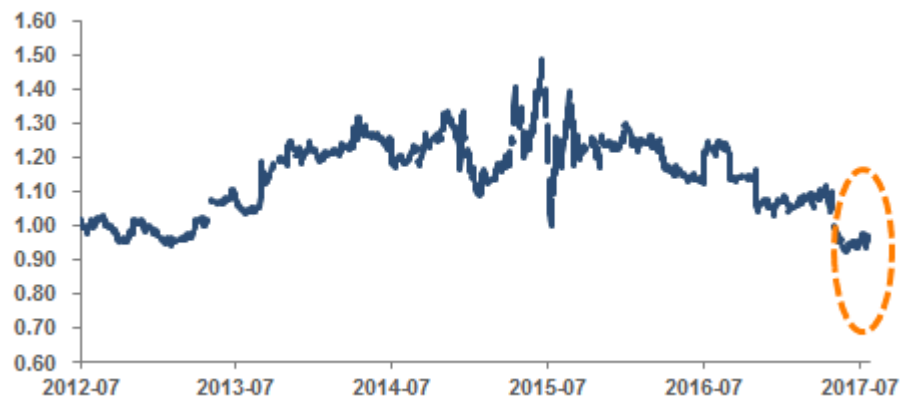
通过数据横向比较，在最新各行业的估值中，高速板块市盈率仅 16.00x，位于行业估值末端，远低于平均水平。而从最近 5 年的数据来看，高速板块市盈率相较沪深 300 市盈率，同样位于底部区域。我们认为，在当前重业绩看估值的市场风格下，低估值、且拥有稳健现金流的高速公路企业有望迎来估值修复。

图 15：高速板块市盈率位于行业估值末端



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 16：高速板块市盈率 vs 沪深 300 市盈率比率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.2. 山东高速基本面稳健，安全边际显著

山东高速业绩稳定，现金流充沛。2016 年公司营业收入 84.61 亿元，归属于母公司净利润 30.89 亿元，净资产收益率 12.93%，在同行业公司中均排名前列。按照目前 6.38 元的价格计算，2016 年每股现金分红 0.196 元，其税前股息收益率为 3.07%，是全市场股息收益率较高的公司之一。

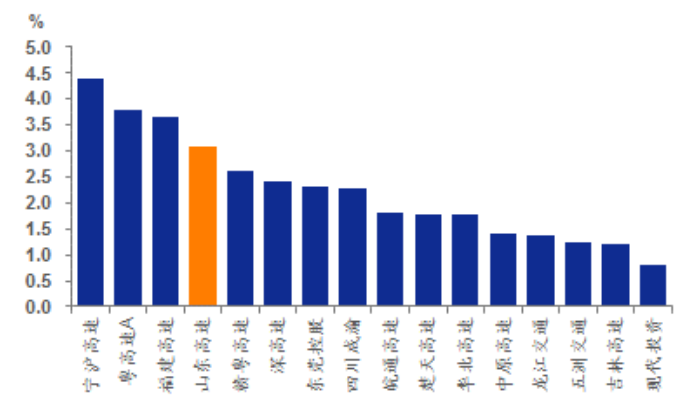
而在估值方面，公司落后于行业平均水平，扣非市盈率(TTM)11.50X，市净率(LF)1.25 倍，而市盈率的倍数乘以市净率仅为 14.38，为高速公路板块最低。从估值和基本面的匹配度看，山东高速的比较优势十分突出。

表 10：高速公路上市公司对比

证券名称	营业收入	归属于母公司所有者净利润	资产总计	归属于母公司所有者权益合计	净资产收益率%	PE(TTM,扣非)	PB(LF)
皖通高速	24.99	9.33	131.21	86.79	11.16	21.86	2.46
中原高速	39.34	7.48	483.58	122.58	5.42	13.89	1.51
福建高速	25.28	6.71	179.63	84.46	8.14	15.91	1.37
楚天高速	12.73	3.90	88.87	43.27	9.30	22.87	1.73
赣粤高速	45.55	10.37	320.18	141.99	7.71	23.38	0.97
山东高速	84.61	30.89	454.31	249.19	12.93	11.50	1.25
五洲交通	12.90	2.22	114.19	29.93	7.47	27.18	1.86
宁沪高速	92.01	33.46	362.83	222.10	16.06	14.12	2.30
深高速	45.32	11.69	323.85	126.74	9.35	18.22	1.58
四川成渝	82.66	10.47	363.79	133.24	8.10	15.59	1.12
龙江交通	4.99	2.89	54.19	37.57	7.83	21.29	1.64
吉林高速	7.75	1.92	70.84	26.55	7.45	23.84	1.80
粤高速 A	28.25	10.01	160.72	82.89	14.18	18.49	2.35
东莞控股	12.52	8.29	89.14	51.01	17.12	16.21	2.68
现代投资	95.24	8.22	220.17	77.26	11.20	12.05	1.22
华北高速	10.21	3.00	59.40	46.49	6.58	31.83	2.14
均值	39.02	10.05	217.31	97.63	10.00	19.26	1.75
中值	26.77	8.25	170.18	83.68	8.72	18.35	1.69

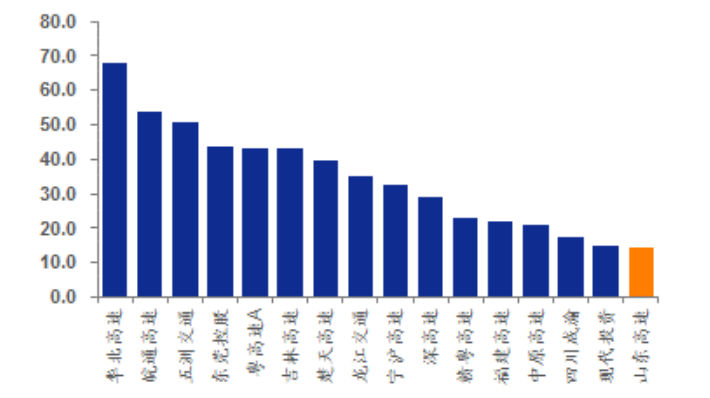
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 17：高速公路上市公司股息率对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 18：高速公路上市公司市盈率×市净率对比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

5. 投资建议

山东高速基本面夯实，股息率高，估值低，具有一定的安全边际，在当前重业绩看估值的市场风格下，有望迎来复苏契机。暂不考虑山东省高速公路收费标准提高，我们预计公司2017-2018年EPS分别为0.70元和0.73元，给予“买入-A”投资评级，6个月目标价为7.50元，相当于2017年1.3倍市净率。

6. 风险提示

宏观经济持续低迷，车流量增速低于预期等

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,954.6	8,460.6	9,010.5	9,461.0	10,407.1	成长性					
减:营业成本	2,423.8	4,075.8	3,469.0	3,712.8	4,182.9	营业收入增长率	9.4%	21.7%	6.5%	5.0%	10.0%
营业税费	316.6	194.9	341.6	335.8	334.5	营业利润增长率	13.8%	9.0%	9.1%	5.3%	10.2%
销售费用	36.5	26.0	47.4	42.8	44.6	净利润增长率	7.1%	12.0%	8.8%	4.3%	10.8%
管理费用	407.3	374.3	487.4	494.8	522.6	EBITDA 增长率	-2.3%	14.4%	9.3%	4.5%	9.9%
财务费用	50.4	564.8	644.5	636.5	751.7	EBIT 增长率	0.6%	22.7%	9.7%	4.4%	11.2%
资产减值损失	128.8	15.0	47.9	63.9	42.3	NOPLAT 增长率	0.3%	22.9%	9.7%	4.4%	11.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.4%	-5.9%	58.1%	-44.0%	73.9%
投资和汇兑收益	77.8	788.8	391.2	419.3	533.1	净资产增长率	7.7%	4.1%	8.4%	8.3%	8.4%
营业利润	3,669.0	3,998.6	4,363.7	4,593.6	5,061.7	利润率					
加:营业外净收支	55.3	34.0	78.7	56.0	56.2	毛利率	65.1%	51.8%	61.5%	60.8%	59.8%
利润总额	3,724.4	4,032.6	4,442.4	4,649.6	5,117.9	营业利润率	52.8%	47.3%	48.4%	48.6%	48.6%
减:所得税	1,038.0	1,117.8	1,232.6	1,291.6	1,420.1	净利润率	39.7%	36.5%	37.3%	37.1%	37.3%
净利润	2,757.9	3,089.4	3,362.0	3,507.9	3,885.1	EBITDA/营业收入	71.4%	67.2%	69.0%	68.6%	68.6%
						EBIT/营业收入	53.5%	53.9%	55.6%	55.3%	55.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	419	319	281	248	206
						流动资产周转天数	535	272	504	459	416
						流动营业资本周转天数	969	693	869	811	741
						应收账款周转天数	207	141	184	177	167
						存货周转天数	628	378	544	523	473
						总资产周转天数	2,289	1,912	2,087	1,914	1,729
						投资资本周转天数	1,694	1,328	1,561	1,421	1,270
						投资回报率					
						ROE	12.0%	12.4%	12.4%	11.9%	12.1%
						ROA	6.0%	6.4%	5.4%	8.1%	6.3%
						ROIC	8.1%	10.3%	12.0%	7.9%	15.7%
						费用率					
						销售费用率	0.5%	0.3%	0.5%	0.5%	0.4%
						管理费用率	5.9%	4.4%	5.4%	5.2%	5.0%
						财务费用率	0.7%	6.7%	7.2%	6.7%	7.2%
						三费/营业收入	7.1%	11.4%	13.1%	12.4%	12.7%
						偿债能力					
						资产负债率	45.6%	44.6%	53.7%	29.0%	45.1%
						负债权益比	83.7%	80.4%	116.2%	40.8%	82.3%
						流动比率	2.47	1.91	2.28	1.60	2.83
						速动比率	0.78	1.24	0.57	0.96	0.73
						利息保障倍数	73.74	8.08	7.77	8.22	7.73
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	0.20	0.23	0.23	0.25
						分红比率	31.2%	30.5%	32.7%	31.5%	31.6%
						股息收益率	2.8%	3.1%	3.6%	3.6%	4.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,686.4	2,914.8	3,362.0	3,507.9	3,885.1	EPS(元)	0.57	0.64	0.70	0.73	0.81
加:折旧和摊销	1,249.5	1,121.2	1,205.3	1,264.3	1,323.3	BVPS(元)	4.77	5.18	5.65	6.15	6.70
资产减值准备	128.8	15.0	-	-	-	PE(X)	11.1	9.9	9.1	8.8	7.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
财务费用	12.6	658.4	644.5	636.5	751.7	P/FCF	33.2	3.7	-5.7	5.9	-16.8
投资损失	-77.8	-788.8	-391.2	-419.3	-533.1	P/S	4.4	3.6	3.4	3.2	2.9
少数股东损益	-71.5	-174.6	-152.2	-149.9	-187.3	EV/EBITDA	8.7	6.4	8.3	4.3	6.3
营运资金的变动	744.2	-4,110.5	-16,485.8	19,939.6	-21,008.0	CAGR(%)	7.7%	8.3%	9.6%	7.7%	8.3%
经营活动产生现金流量	3,306.3	6,693.4	-11,817.3	24,779.2	-15,768.2	PEG	1.4	1.2	1.0	1.1	1.0
投资活动产生现金流量	-46.5	-3,343.4	-260.6	22.2	15.1	ROIC/WACC	1.0	1.2	1.5	1.0	1.9
融资活动产生现金流量	-3,193.4	175.7	7,070.4	-21,066.7	12,130.3	REP	1.4	1.0	0.7	1.1	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡光烽声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034