

济青改扩建影响继续蔓延，业绩短期承压

——山东高速 (600350.SH) 2018 年三季报点评

公司简报

◆事件：

公司 Q3 业绩低于预期。公司发布三季报，报告期内公司实现收入 43.14 亿，同比下降 16.58%，实现归母净利润 27.27 亿，同比增长 2.5%，扣非净利润 16.13 亿，同比下降 23.09%，加权平均 ROE 为 9.92%，同比减少 0.38 个点。其中第三季度实现收入 17.22 亿，同比下降 5.62%，归母净利润 3.27 亿，同比下降 76.40%。

◆点评：

主要路产济青高速改造进行时，收入端承压。济青高速全长 318 公里，是山东省第一条高速公路，虽然路产长度仅占公司自有路产的 25%，但由于济青高速是连接山东两大城市济南、青岛的重要枢纽，因此是公司盈利能力最强的路产。2015 年起济青高速开启扩建改造，改造路段实行单车道通行，对整个通行产生负面影响，通行收入持续下滑。从 18H1 披露数据来看，山东地区通行费同比下降 17.9%，我们判断山东地区全年下滑在 20% 左右，如若 2019 年下半年改造完成，将实现双向 8 车道，可实现收入增速反转，远期可带来收入翻倍空间。

房地产业务正按照计划逐步退出，带来 24 亿投资收益。公司近年来逐步聚焦高速主业发展，将部分非高速业务进行置出，2016 年公司地产收入一度达到总收入的约 25%，随着部分地产公司的出售，目前公司仅剩少量楼盘待清理，18H1 地产仅实现收入 4405 万，同比下降 86%。同时，报告期出售济南璞园地产公司，出售款及剩余股份估值，总计一次性带来约 24 亿投资收益。

触底后弹性更强，首次覆盖给予“增持”评级。我们的核心假设包括：其一，公司 2019 年底完成济青高速改造，2020 年转固；其二，假设 2019 年和 2020 年投资收益均为 1 亿，即基本不考虑非经常性损益。我们测算 2018-2020 年公司归母净利润分别为 29.53 亿、18.78 亿、22.12 亿对应 PE 分别为 7 倍、11 倍、10 倍；考虑济青改造项目完成后，理论上可实现通行能力翻倍，对公司盈利带来正面影响。我们认为，公司虽短期业绩承压，但属于板块内少有的具有业绩爆发力的公司，我们以 DDM 模型估值给予公司目标价 5.05 元，首次覆盖给予“增持”评级。

◆风险提示：

济青高速改造完成晚于预期的 2019 年底。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	8,461	7,380	5,566	6,134	7,814
营业收入增长率	21.65%	-12.78%	-24.58%	10.21%	27.40%
净利润 (百万元)	3,089	2,644	2,953	1,878	2,212
净利润增长率	12.02%	-14.41%	11.68%	-36.40%	17.79%
EPS (元)	0.64	0.55	0.61	0.39	0.46
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.40%	9.94%	10.29%	6.37%	7.11%
P/E	7	8	7	11	10
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 11 月 2 日

增持 (首次)

当前价/目标价：4.33/5.05 元

目标期限：6 个月

分析师

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)

021-52523839

qinbo@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：48.11

总市值(亿元)：208.32

一年最低/最高(元)：3.86/6.66

近 3 月换手率：10.88%

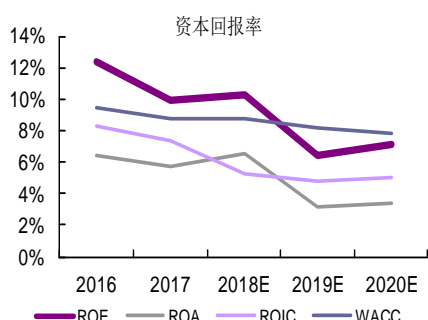
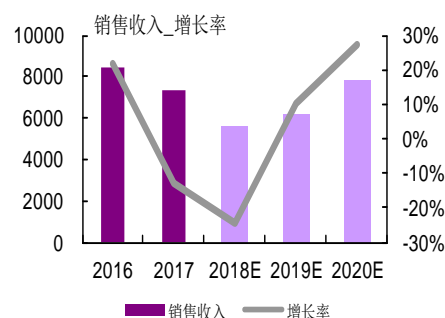
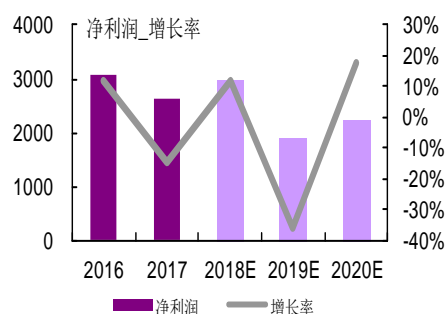
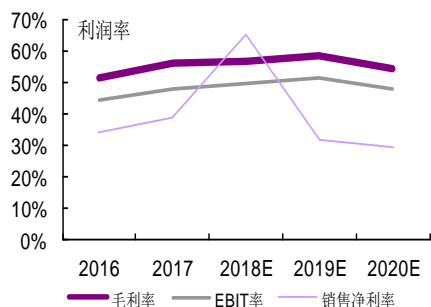
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	1.13	6.69	-8.08
绝对	-3.19	2.13	-25.75

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,461	7,380	5,566	6,134	7,814
营业成本	4,076	3,191	2,394	2,525	3,521
折旧和摊销	1,121	1,278	1,028	1,004	1,599
营业税费	195	80	111	123	156
销售费用	26	12	17	18	23
管理费用	374	365	250	276	352
财务费用	565	530	562	563	651
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	789	1,451	3,000	100	100
营业利润	3,999	4,477	5,231	2,729	3,211
利润总额	4,033	4,001	5,066	2,744	3,210
少数股东损益	-175	233	700	100	100
归属母公司净利润	3,089	2,644	2,953	1,878	2,212

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	45,431	50,839	56,115	63,262	69,299
流动资产	13,701	10,847	9,225	7,282	9,712
货币资金	5,728	2,907	4,231	1,840	2,344
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	7	19	7	9	14
应收票据	4	2	0	0	0
其他应收款	2,989	3,692	2,550	2,682	3,636
存货	4,855	3,294	2,394	2,713	3,647
可供出售投资	5	6,523	6,000	6,000	6,000
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3,890	4,707	4,707	4,707	4,707
固定资产	7,261	5,727	2,491	2,601	35,446
无形资产	10,014	9,854	9,361	8,893	8,449
总负债	20,244	23,770	26,249	32,514	36,831
无息负债	5,387	3,594	4,461	4,087	4,655
有息负债	14,857	20,176	21,787	28,427	32,176
股东权益	25,187	27,070	29,866	30,749	32,468
股本	4,811	4,811	4,811	4,811	4,811
公积金	7,157	7,371	7,371	7,371	7,371
未分配利润	12,944	14,431	16,528	17,310	18,929
少数股东权益	268	461	1,161	1,261	1,361

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	6,693	3,474	5,768	2,913	2,834
净利润	3,089	2,644	2,953	1,878	2,212
折旧摊销	1,121	1,278	1,028	1,004	1,599
净营运资金增加	-6,439	1,498	-3,891	665	1,953
其他	8,922	-1,946	5,677	-634	-2,931
投资活动产生现金流	-3,343	-9,934	-5,132	-9,948	-4,923
净资本支出	-4,432	-5,410	-9,000	-10,000	-5,000
长期投资变化	3,890	4,707	0	0	0
其他资产变化	-2,801	-9,231	3,868	52	77
融资活动现金流	176	3,639	688	4,645	2,593
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	3,359	5,318	1,612	6,640	3,749
无息负债变化	-3,357	-1,793	867	-375	569
净现金流	3,526	-2,822	1,324	-2,391	504

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.65%	-12.78%	-24.58%	10.21%	27.40%
净利润增长率	12.02%	-14.41%	11.68%	-36.40%	17.79%
EBITDA 增长率	0.09%	-1.29%	-20.93%	9.78%	27.80%
EBIT 增长率	3.65%	-5.82%	-21.44%	14.27%	17.87%
估值指标					
PE	7	8	7	11	10
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	6	6	8	10	8
EV/EBIT	8	8	11	13	12
EV/NOPLAT	11	12	16	18	17
EV/Sales	3	4	6	7	6
EV/IC	1	1	1	1	1
盈利能力 (%)					
毛利率	51.83%	56.76%	56.98%	58.83%	54.94%
EBITDA 率	57.87%	65.49%	68.66%	68.39%	68.61%
EBIT 率	44.61%	48.17%	50.18%	52.03%	48.14%
税前净利润率	47.66%	54.22%	91.03%	44.73%	41.08%
税后净利润率 (归属母公司)	36.51%	35.83%	53.06%	30.62%	28.31%
ROA	6.42%	5.66%	6.51%	3.13%	3.34%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.40%	9.94%	10.29%	6.37%	7.11%
经营性 ROIC	8.32%	7.31%	5.27%	4.77%	5.05%
偿债能力					
流动比率	1.91	1.73	1.93	0.94	0.82
速动比率	1.24	1.20	1.43	0.59	0.51
归属母公司权益/有息债务	1.68	1.32	1.32	1.04	0.97
有形资产/有息债务	2.37	2.02	2.14	1.91	1.88
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.64	0.55	0.61	0.39	0.46
每股红利	0.20	0.18	0.23	0.12	0.14
每股经营现金流	1.39	0.72	1.20	0.61	0.59
每股自由现金流(FCFF)	1.22	-0.60	-0.43	-1.53	-0.55
每股净资产	5.18	5.53	5.97	6.13	6.47
每股销售收入	1.76	1.53	1.16	1.27	1.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，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。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕	021-52523543	13817283600	shuoxu@ebscn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com
	李强	021-52523547	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-52523578	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-52523558	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	李晓琳	021-52523559	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	郎珈艺	021-52523557	18801762801	dingdian@ebscn.com
	余鹏	021-52523565	17702167366	yupeng88@ebscn.com
	丁点	021-52523577	18221129383	dingdian@ebscn.com
北京	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
深圳	苏一耘		13828709460	suyy@ebscn.com
	常密密		15626455220	changmm@ebscn.com
	陶奕	021-52523546	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超	021-52523562	15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光		13311088991	jinyg@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	周梦颖	021-52523550	15618752262	zhoumengying@ebscn.com
	戚德文	021-52523708	18101889111	qidw@ebscn.com
	安玲娴	021-52523708	15821276905	anlx@ebscn.com
私募业务部	张浩东	021-52523709	18516161380	zhanghd@ebscn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebscn.com
	吴琦	021-52523706	13761057445	wuqi@ebscn.com
	王舒	021-22169419	15869111599	wangshu@ebscn.com
	傅裕	021-52523702	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebscn.com
	陈潞	021-22169146	18701777950	chenlu@ebscn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebscn.com