

山东高速(600350)

深度报告

行业公司研究—高速公路II行业—

证券研究报告

开启改扩建新篇章，静待利润中枢大幅上移

——山东高速深度报告

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

报告导读

本报告从改扩建的收入以及成本端，详细测算了改扩建对利润的拉动作用，得出扩建结束后公司利润中枢将会大幅上移、公司估值偏低的结论。

投资要点

□ 高速龙头之一，实施股权激励公司治理不断改善

山东高速以山东省为基积极布局省内外优质高速路产，下拥自有路产 1243.47 公里，是高速龙头之一。公司 3 月份向高层、中层及核心骨干实施股票期权激励，治理不断改善，有助于公司进一步减费增效并提升投资可控性。

□ 济青及京台改扩建后收入将超市场预期，带来路产估值回归

改扩建是在原有路产基础上扩建增加车道，市场认为改扩建短期同于新修路产，收入按行业增长，成本端将使公司业绩承压，但我们测算，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，量价双升有望带来收入 40%-50% 增长，预计利润及现金流双高增。我们以济青高速为例测算，2019-2023 年合计预期差折算约 111.37 亿元。预期差修复将带来公司路产估值回归行业水平。

□ 高速对应保障性措施及恢复收费后济青收入增长将形成双催化

根据收费高速管理条例，对应一季度高速公路免费通行有望实施延长经营补偿，从现金流折现角度看将增厚投资价值。此外，恢复收费后济青高速单路收入及利润释放，短期收入利润将进一步催化公司估值回升。

□ 价值低估，给予“买入”评级

根据公司改扩建收入及成本测算，我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别 28.55 亿元、17.67 亿元、30.44 亿元，待改扩建结束后，预计 2022 年、2023 年归母净利润分别 38.67 亿元、44.08 亿元。从相对估值及绝对估值角度看，公司价值被低估，首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示：高速恢复收费晚于预期；改扩建工期推迟

财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	6829	7094	6065	8797
(+/-)	-7.46%	3.88%	-14.51%	45.06%
净利润	2944	2855	1767	3044
(+/-)	11.33%	-3.01%	-38.12%	72.28%
每股收益(元)	0.61	0.59	0.37	0.63
P/E	6.81	7.03	11.35	6.59

评级

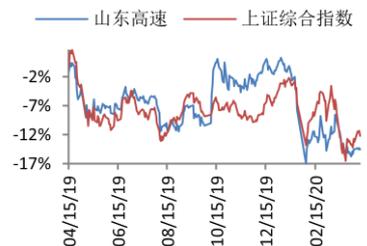
买入

上次评级	首次评级
当前价格	¥4.17

单季度业绩

元/股

3Q/2019	0.11
2Q/2019	0.20
1Q/2019	0.13
4Q/2018	0.04



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

报告撰写人：姜楠

数据支持人：姜楠

正文目录

1. 山东省交通旗下上市平台，路产长度全国前列	4
2. 改扩建有望带来利润中枢上移	7
2.1. 改扩建相对新建路产投资更优	7
2.2. 济青改扩建结束，单路现金流利润双增	8
2.3. 京台改扩建进行中，预计结束后公司利润中枢大幅上移	10
3. 对外投资集中回归风险可控，保障改扩建当期业绩	12
4. 价值低估，给予“买入”评级	14
4.1. 盈利预测	14
4.2. 估值分析	16

图表目录

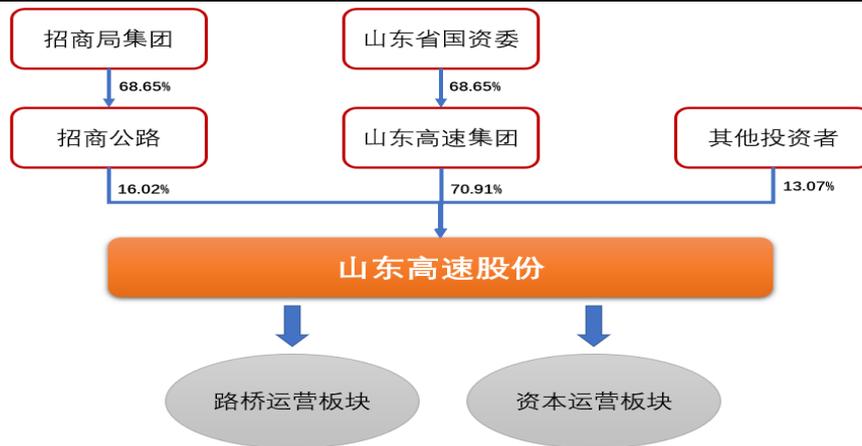
图 1: 实际控制人山东省国资委	4
图 2: 全国高速企业自有路桥资产里程统计	5
图 3: 山东省外路产长度占 30.7%	6
图 4: 山东省外路产收入占 25.8%	6
图 5: 山东高速过路费收入维持稳健增长	6
图 6: 全国高速网车流量近 8 年复合增长 4.74%	7
图 7: 济青高速改扩建前贡献 40%多路产收入	8
图 8: 济青高速改扩建进程	9
图 9: 济青高速改扩建情况	9
图 10: 沪宁高速改扩建后车流高增长	9
图 11: 水官高速改扩建后车流高增长	9
图 12: 京台高速山东段情况	10
图 13: 京台高速改扩建进程	11
图 14: 京台相关路段收入及车流量情况	11
图 15: 威海商行利润情况	12
图 16: 东兴证券利润情况	12
表 1: 股票期权授予情况	4
表 2: 股权激励行权情况	4
表 3: 山东高速路产情况	5
表 4: 重点高速企业路产状况表(截止 2019 年 6 月 30 日)	7
表 5: 新修路产与改扩建对比	8
表 6: 房地产板块逐步退出	12
表 7: 股权基金情况	13
表 8: 收入拆分表	14
表 9: 成本费用拆分表	15

表 10: 投资收益拆分表.....	15
表 11: 简易利润表.....	15
表 12: 可比公司估值情况.....	16
表 13: 市场对济青高速收入存在预期差.....	16
表 14: 分布估值计算.....	17
表 15: 现金流折现测算.....	18
表附录: 三大报表预测值.....	19

1. 山东省交通旗下上市平台，路产长度全国前列

前两大股东均为高速头部企业，实际控制人山东省国资委。公司大股东山东高速集团，总资产 6968 亿元，在公路、铁路、港口、建筑、金融等多板块均有布局，集团实力名列山东企业前列；二股东招商公路为招商局旗下路产业务平台，路产业务全国布局。公司作为山东高速集团旗下唯一高速上市平台，且有招商公路作为二股东加持，当前在路产业发展方面具有先天优势。

图 1：实际控制人山东省国资委



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

实施股权激励，公司治理不断改善。公司于 2020 年 3 月披露股票期权激励草案，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。其中包括董事长、总经理在内共的 16 位高管，共授予 1074 万份，占 22.38%，111 位中层管理人员授予 2625.06 万份，占 64.69%，60 位其他骨干人员授予 620.94 万份，占 12.94%。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。

表 1：股票期权授予情况

层级	授予人数	授予份数(万份)	占比
高管	16	1074	22.38%
中层	111	2625.06	54.69%
其他骨干	60	620.94	12.94%
预留	-	480	10.00%
合计	187	4800	100.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 2：股权激励行权情况

行权期	行权条件
第一个行权期	以 2018 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 25%，2021 年税前每股分红不低于 0.155 元，且上述指标不低于同行业平均水平
第二个行权期	以 2018 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 30%，2022 年税前每股分红不低于 0.16 元，且上述指标不低于同行业平均水平
第三个行权期	以 2018 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 35%，2023 年税前每股分红不低于 0.165 元，且上述指标不低于同行业平均水平

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司自有路产 1243.47 公里，是全国同行业运营里程最长的路桥上市公司之一。山东高速主要营业收入和利润主要来源于收费路桥运营和投资运营两大业务板块。其中收费路桥运营业务主要依托旗下自有或托管收费路桥公司通过投资建设及收购等方式获取经营性高速公路资产。截至 2019 年 6 月 30 日，公司运营管理的路桥资产总里程 2300.75 公里，其中公司所辖自有路桥资产里程 1243.27 公里、受托管理山东高速集团所属的路桥资产里程 1057.48 公里，成为当期全国同行业运营里程最长的路桥上市公司。

图 2：全国高速企业自有路桥资产里程统计



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

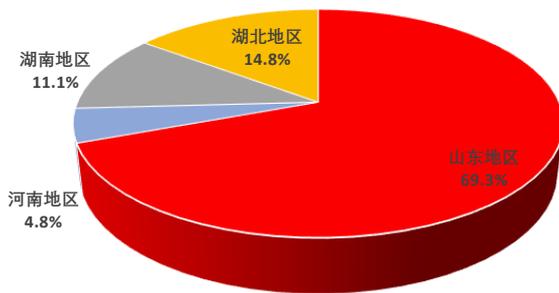
表 3：山东高速路产情况

收费公路	省份	路段	收费里程(公里)	到期时间
济青高速	山东	济南-青岛	318.3	结束改扩建，预计 2044 年 12 月
京台高速	山东	德州-泰安	189.2	正在改扩建，预计 2047 年 12 月
黄河二桥	山东	济南-青岛	5.8	2032 年 4 月
济莱高速	山东	济南-莱芜	76.3	2034 年 10 月
潍莱高速	山东	潍坊-莱芜	140.6	2024 年 7 月
威乳高速	山东	威海-乳山	70.6	2032 年 12 月
G104 国道泰曲路	山东	泰安-曲阜	64.2	2025 年 11 月
利津黄河公路大桥	山东	利津县	3.2	2029 年 9 月
许禹高速	河南	许昌-禹州	39.5	2037 年 11 月
济晋高速	河南	济源-晋城	20.6	2038 年 9 月
衡邵高速	湖南	衡阳-邵阳	138.6	2040 年 12 月
武荆高速	湖北	武汉-荆门	185.3	2040 年 5 月

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

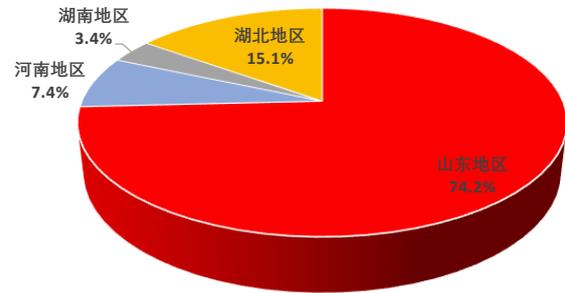
积极布局省内外优质高速路产，山东地区以外路产长度占比 30.7%，收入占比达 25.8%。公司自主经营路产主要包括济青高速、京台高速德州泰安段、衡邵高速、许禹高速和武荆高速等，在山东地区共有路产 868 公里，占比 69.3%；河南地区 60.1 公里，占比 4.8%；湖南地区 138.61 公里，占比 11.1%；湖北地区 185.3 公里，占比 14.8%。2019 年上半年，公司收费路桥业务收入 32.92 亿元，其中山东地区收费路桥业务收入 24.43 亿元占 74.2%，山东以外地区收入 8.49 亿元，占比 25.8%。

图 3：山东省外路产长度占 30.7%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

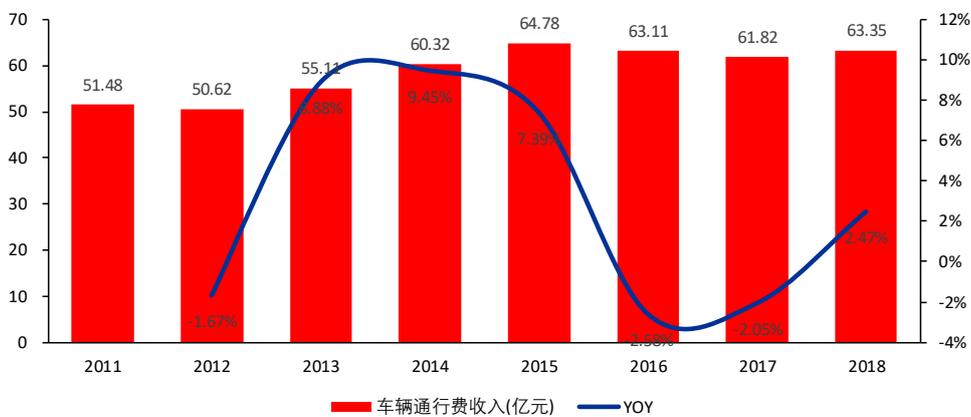
图 4：山东省外路产收入占 25.8%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

从整体收费路桥业务收入看，维持稳健增长。得益于路产腹地的经济发展，车流量稳步增长，带动过路费收入稳健增长。在公司主要路产济青高速改扩建限速限行前，受益于山东省经济的发展带动车流量的稳步增长，公司路桥业务收入维持稳步增长，截止济青改扩建开始前的 2015 年通行费收入 64.78 亿元，较 2011 年复合增长 5.92%。近三年济青高速改扩建单路收入大幅下降期间，公司陆续收购河南、湖北等部分高速资产，带来了过路费收入的相对维稳。

图 5：山东高速过路费收入维持稳健增长



资料来源：中诚信债券评级报告，公司公告，浙商证券研究所

2. 改扩建有望带来利润中枢上移

2.1. 改扩建相对新建路产投资更优

改扩建是在原有优质路产基础上，将路拓宽增加车道。随着汽车的普及以及出行频次的增加，高速路网车流量不断增长，从全国高速公路日均车流量看，2010年至2018年，国家高速公路日均车流量增长45%，部分修建较早的优质干线道路车流逐渐饱和。为解决车流接近饱和带来的拥堵及通行效率下降问题，部分高速线路在原有路产基础上，将两边拓宽增加车道，目前国内高速路段改扩建主要是原双向四车道改扩建为双向八车道。

图 6：全国高速网车流量近 8 年复合增长 4.74%



资料来源：交通运输部，浙商证券研究所

改扩建后有望延长收费年限，缓解可持续经营问题，未来高速将迎来改扩建潮。我国收费公路具有固定收费年限，根据现行《收费公路管理条例》，经营性高速收费期一般不超过 25 年，国家确定的部分省份收费期最长不超过 30 年。部分高速企业的个别路产剩余收费年限相对不多，可持续经营问题逐步凸显。而根据 2018 年 12 月《收费公路管理条例（修订草案征求意见稿）》，“实施收费高速公路改扩建工程，增加高速公路车道数量，可重新核定偿债期限或者经营期限”，改扩建后可延长收费期，缓解可持续经营问题。从上市高速企业看，未来 5 年，各高速企业将逐步迎来路产收费到期潮，随之而来的，预期将迎来改扩建潮。

表 4：重点高速企业路产状况表（截止 2019 年 6 月 30 日）

证券代码	高速企业	总路产条数 (20190630)	2018 营收 (亿元)	路产收入 占比	2020-2024 到期数量	2025-2029 到期数量	2030-2034 到期数量	2035 之后 到期数量
600377.SH	宁沪高速	9	99.69	74.84%	0	4	4	1
001965.SZ	招商公路	14	67.59	74.19%	1	3	1	9
600548.SH	深高速	8	58.07	87.24%	1	4	2	1
000429.SZ	粤高速 A	4	32.19	96.82%	1	1	1	1
601107.SH	四川成渝	7	59.69	60.02%	1	3	0	3
600269.SH	赣粤高速	8	45.07	68.18%	0	1	3	4
600012.SH	皖通高速	10	29.67	91.83%	0	5	2	3
600020.SH	中原高速	9	57.76	83.13%	0	0	2	7
600033.SH	福建高速	3	26.63	98.39%	0	1	0	2

资料来源：Wind，各公司官网，各公司公告，浙商证券研究所

备注：以上路产数量仅为控股经营数量，其中不同到期日路段按分段拆分统计

相对新建路产，改扩建投资更优：

- 1) 从收费权获取角度看，改扩建延最高可延长 25 年，新建经营性高速收费期 25 年或 30 年不等，若改扩建能够得到 25 年收费期的延长，则这方面改扩建和新建路产无异；
- 2) 从投资及修建角度看，改扩建主要是在原有路产基础上扩建，周边征地等需求较低，因此投资相对较少，同时在一定安全措施基础的情况下，可边通车边施工，整体工期一般 4 年以下，相对较短；而新建高速需要前期征地等大量工作，投资相对较高，施工周期一般 5 年以上，相对较长；
- 3) 在车流培育方面，改扩建道路基本为原有优质路产，通行需求较高，改扩建结束基本没有车流培育期直接带来车流扩张；而新修路产由于主要起到路网加密及完善作用，需要较长车流培育期。因此整体来看，优质路产的改扩建相对新修路产投资更优。

表 5：新修路产与改扩建对比

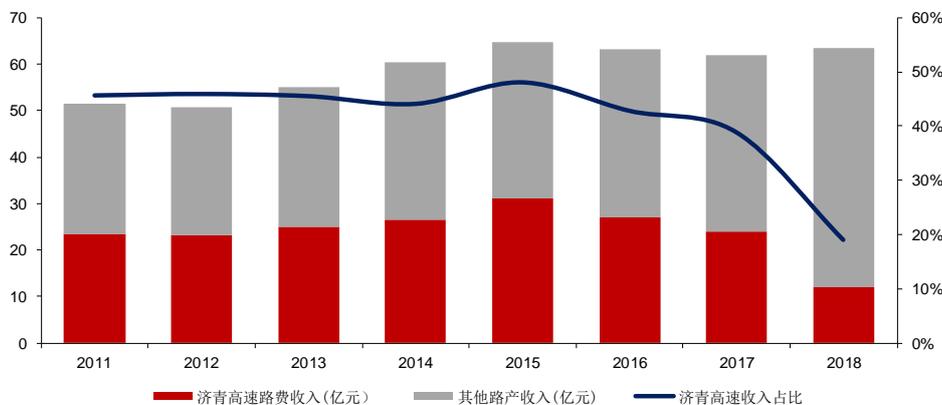
角度	改扩建	建新路
工程量和成本	较小，无需进行土地开发	较大，需要进行土地开发
工期	较短，一般为 4 年以下	较长，一般为 5 年以上
车流量情况	可迅速恢复至扩建前水平，且长期来看由于产能扩张会有增长	需从零开始培养出行习惯，增长较慢，增长期较长
收费期限	不确定，可能为 25/30 年	25/30 年

资料来源：交通运输部，发改委官网，浙商证券研究所

2.2. 济青改扩建结束，单路现金流利润双增

济青高速是山东省内最重要的东西向交通干线，改扩建前贡献收入达 40%。山东省是经济大省，2018 年 GDP 总量约 7.65 万亿，连续多年排名全国第三，仅次于广东、江苏。济青高速首次通车于 1994 年，连接山东省的济南和青岛，途径淄博、潍坊等省内重要中心城市，全长约 318 公里，是山东省内最重要的东西向交通干线，也是公司目前最重要的收费公路资产。2016 年 6 月，济青高速改扩建工程正式动工，当年济青高速路费收入约 27 亿元，占路桥收费业务总收入约 43%。

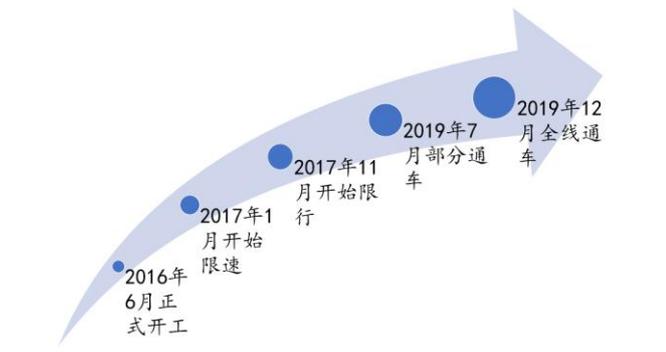
图 7：济青高速改扩建前贡献 40%多路产收入



资料来源：Wind，公司公告，中诚信债券评级报告，浙商证券研究所

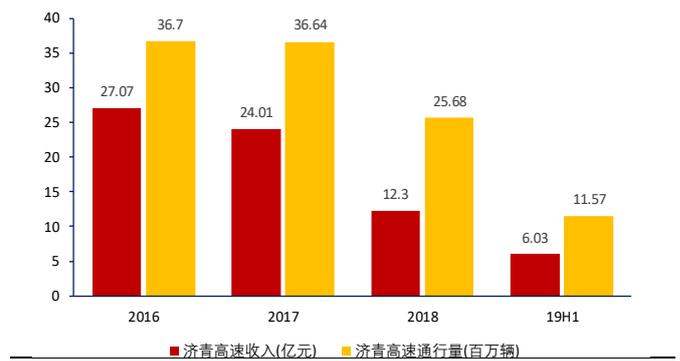
济青高速改扩建 2019 年底完工，车流量及通行费收入将迅速回升。济青高速改扩建主要为缓解原有车流增长压力，改扩建整体是将双向四车道扩建为双向八车道，项目投资预算 308 亿元。在施工进度方面，改扩建工程于 2016 年 6 月正式开工建设，2017 年 1 月开始实施限速，2017 年 11 月开始实施五轴货车限行，2019 年 7 月小许家以东部分（291km）通车，2019 年底全线通车。改扩建期间，受半封闭施工限速限行影响，车流量及通行费收费受不同程度影响。2018 年影响最为严重，车流量较 2016 年的 3670 万辆下降 30%至 2568 万辆，过路费收入较 2016 年的 27 亿元下降 55%至 12.3 亿元。根据公司披露，小许家以东部分通车后，2019 年 8 月/9 月单月过路费收入分别 2.61 亿元、2.59 亿元，分别较 2018 年月均收入增长 55%、53%，通行费收入迅速回升。

图 8：济青高速改扩建进程



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

图 9：济青高速改扩建情况



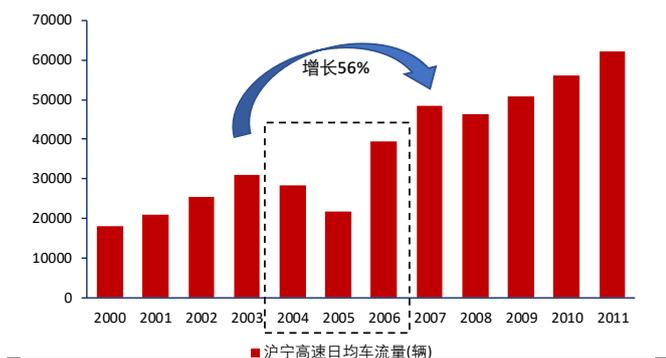
资料来源：中诚信债券评级报告，浙商证券研究所

改扩建结束后，车流量及收入更上一个层次。从收入端看，2019 年 7 月部分恢复通车后，8 月 9 月月均收入迅速恢复至 2.6 亿元左右，较改扩建前 2016 年月均收入 2.25 亿元提升 15.56%。

- 车流量：**我们单看车流量增长，以前期已完成改扩建的沪宁高速、水官高速为例，沪宁高速 2004-2006 年改扩建，改扩建完成后的第一年 2007 年日均车流量较改扩建前大幅提升 56%，且之后三年仍维持相对高增长；水官高速 2009-2011 年改扩建，改扩建完成后第一年 2012 年日均车流量较改扩建前大幅提升 30%，且此后继续维持相对高增长。我们预计济青高速 2019 年底全线通车后，正常情况下 2020 车流量有望较 2016 年增长 20%-30%，此后 2021 年、2022 年车流量将维持相对高增长。
- 费率：**此外根据最新《山东省高速公路车辆通行费收费标准》，2018 年及以后新建及改扩建高速，1 类客户收费提到 0.5 元/公里，济青高速改扩建结束后，2020 年 1 月 1 日起收费基准将由 0.4 元/公里上提到 0.5 元/公里，增长 25%。

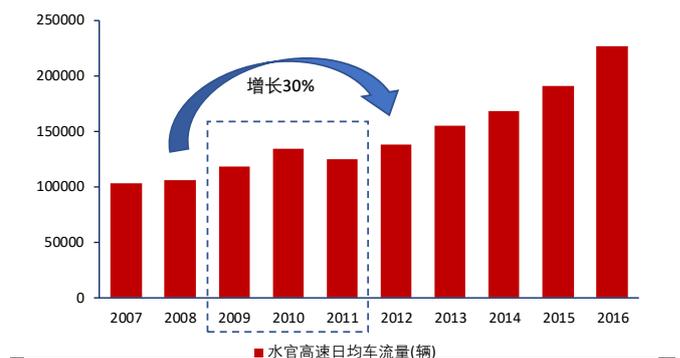
叠加车流量及费率，改扩建后收入有望较改扩建前提升 50%左右。

图 10：沪宁高速改扩建后车流高增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：水官高速改扩建后车流高增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

成本相对刚性，变动主要在折旧摊销及财务费用。成本端来看相对刚性，高速公路成本主要折旧摊销、运营成本及养护成本，考虑到改扩建基于原有路产，运营成本及养护成本变动较小，改扩建前后主要带来折旧摊销及项目贷款的财务费用差异：

- 1) 折旧摊销：济青高速预算 308 亿元，但考虑到资金节省以及当前投资情况，我们假设最终节省预算 15% 左右，则预计项目最终投资 260 亿元左右，公司以车流量法按 25 年折旧摊销，则预计前三年每年折旧摊销增加 7-8 亿元；
- 2) 财务费用：根据项目可行性报告，以及公司 2018 年年报及 2019 年半年报披露投资情况，假设项目贷款 65%，根据公司当前资金成本假设贷款利率 4%，则预计前三年每年增加财务费用 6-7 亿元。

收入端考虑车流量增长及收费标准可能调整，成本端考虑折旧摊销及财务费用增加，收入及成本叠加预计改扩建结束后前三年济青高速单路利润及现金流将大幅增长。

2.3. 京台改扩建进行中，预计结束后公司利润中枢大幅上移

京台高速是山东省内南北干线。京台高速南北纵穿山东西部，是山东省内南北高速公路干线。公司下辖京台高速德州至泰安段经营管理权，全长 191 公里左右。其中德州至齐河段全长 91 公里左右，1997 年建成通车，2022 年 11 月收费年限到期。从通行费收入角度看，高速旗下京台高速路段收入体量仅次于济青高速，以济青高速改扩建受影响前的 2016 年看，京台高速相关路段收入 19.26 亿元，占当年公司总通行费收入的 30.4%。

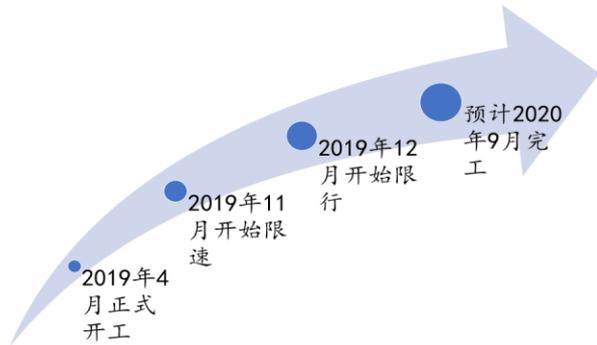
图 12：京台高速山东段情况



资料来源：高德地图，浙商证券研究所

京台高速德齐段改扩建已动工，预计 2022 年完工。京台高速德州至齐河段 93 公里率先动工，实行双向四车道扩建为双向八车道。项目总投资预算 119.55 亿元，其中自有资金占 25%，剩余资金由银行贷款等方式筹措。项目设计工期 42 个月，于 2019 年 4 月底开工建设，2019 年 11 月开始限速，2019 年 12 月开始限行，计划于 2022 年 9 月完工通车。

图 13: 京台高速改扩建进程



资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

图 14: 京台相关路段收入及车流量情况



资料来源: 中诚信债券评级报告, 浙商证券研究所

预计完工后, 京台高速单路利润及现金流大幅回升:

收入端: 京台高速包含黄河二桥在内相关路段, 2018 年含税收入 24.33 亿元, 2019 年上半年收入 11.83 亿元。收入端, 同样根据沪宁高速、水官高速改扩建的车流量恢复情况, 预计改扩建完工后, 车流量有望较 2018 年/2019 年提升 20%-30%。同样根据最新《山东省高速公路车辆通行费收费标准》, 2018 年及以后新建及改扩建高速, 1 类客户收费提到 0.5 元/公里, 京台高速改扩建结束后, 收费基准将由 0.4 元/公里上提到 0.5 元/公里, 增长 25%。叠加车流量及费率, 改扩建后收入有望较改扩建前提升 50%左右。

成本端: 京台高速德齐段项目预算 119.55 亿元, 假设项目贷款 75%, 假设利率 4%, 折旧摊销按 25 年车流量法计提, 则预计通车后增加成本及费用 7 亿元左右。

综合计算, 将直接拉动利润及现金流大幅回升。

3. 对外投资集中回归风险可控，保障改扩建当期业绩

房地产板块逐步退出，带来可观投资回报。公司 2014 年开始，转变战略通过委托管理、盘活存量等方式加快地产项目开发和资金回收进度，先后出售烟台夹河岛项目、章丘上下河项目、畅和苑项目、济南文化中心项目等，逐步退出房地产项目。其中 2018 年出售璞园置业 50% 股权贡献归母净利润投资收益 13.9 亿元，2017 年出售汇博、盛邦及滨州置业贡献投资收益 6.80 亿元。整体看，房地产板块逐步退出，退出的同时也为公司带来可观的投资回报。

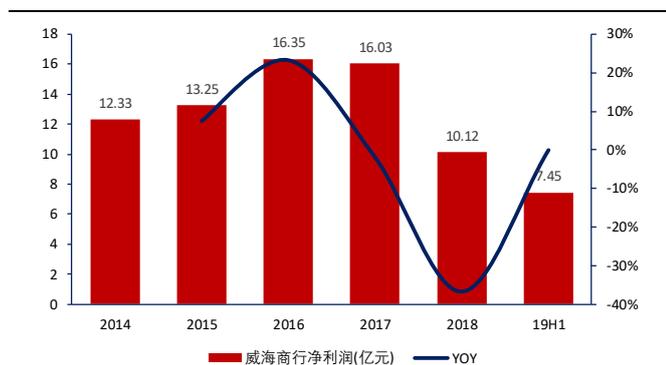
表 6：房地产板块逐步退出

公告时间	挂牌出售内容	对于权益评估价值(百万元)	评估增值率
2014/11/21	盛轩公司 82% 股权	86.35	103.67%
2016/6/18	青岛华景 60% 股权	1200.68	7.88%
	财富纵横 51% 股权	76.30	343.44%
	雪野湖公司 41% 股权	21.25	77.71%
2016/8/5	畅和苑项目 B3 地块	710.52	26.75%
	畅和苑项目 B6 地块	605.84	31.88%
2016/11/24	雪野湖酒店在建工程项目	144.78	8.42%
2017/4/29	烟台合盛公司 100 股权	104.72	188.62%
2017/9/19	火山岛公司 51% 股权	5.1(挂牌底价)	0.15%
2017/12/27	璞园置业 50% 股权	2622.50	596.19%
2018/9/22	畅和苑项目 A3 地块	121.28	3.76%
2018/12/22	济南建设公司 20% 股权	320.74	0.15%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

增持金融资产，带来稳定投资收益。山东高速通过威海商行及东兴证券布局金融资产。威海商行方面，2014 年投资 8.23 亿元认购威海商行 3.17 亿股增发股份持股 7.59%，2018 年出资 10.57 亿元增持威海商行 3.77 亿股，最终持股 13.96%；东兴证券方面，山东高速 2016 年 10 月成功竞购东兴证券 1.2 亿股增发股份，持股 4.35% 成为其第二大股东，公司投资金融板块，带来稳定投资收益。2019H1 参股企业威海银行 19H1 净利润 7.92 亿元，同比增长 28.57%，为公司贡献投资收益 1.06 亿元；参股企业东兴证券 19H1 净利润 8.64 亿元，同比大增 50%，贡献投资收益约 0.38 亿元。

图 15：威海商行利润情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 16：东兴证券利润情况



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

投资基金严控风险基础上大幅增厚业绩。公司近两年顺势发展产业投资业务，通过全资子公司山东高速投资发展有限公司联合多家机构，设立畅赢系列多个股权投资基金参与股权投资业务，截止 2019 年 6 月底，公司共出资 93.06

亿元。以 2019 年上半年看，公司非联营及合营企业外投资收益达 6.57 亿元，大幅增厚公司业绩。投资收益在改扩建期间对利润起到良好的补充左右。

表 7：股权基金情况

名称	总规模(亿元)	公司应出资(亿元)	公司已出资(亿元)
畅赢金鹏	13.01	13.00	12.94
畅赢金安	50.40	50.40	50.10
畅赢金程	24.99	24.99	15.00
畅赢金海	7.02	7.02	0.02
潍坊新旧动能转化基金	23.00	15.00	15.00
济南畅赢交通基础设施建设投资基金	32.81	6.60	0.00
合计	151.23	117.01	93.06

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4. 价值低估，给予“买入”评级

4.1. 盈利预测

利润测算综述：山东高速利润来源主要来自路产业务及投资收益两份部分，1) 其中路产利润影响因素主要来自济青高速、京台高速相关路段改扩建后收入、折旧摊销及财务费用变动；2) 投资收益主要看长期股权投资收益及股权基金投资收益变动。

1、路产收入：

- 1) 济青高速车流量：根据此前改扩建路段车流变动经验，假设济青高速改扩建后 2020 车流量较改扩建前的 2016 年增长 20%，假设 2021 年、2022 年济青车流量分别同比增长 15%、10%；
- 2) 京台高速车流量：考虑到工期提前情况，保守假设京台高速 2021 年底完成改扩建，假设 2022 年开始车流量较还扩建前增长 20%；
- 3) 费率：根据《山东省高速公路车辆通行费收费标准》，假设改扩建后费率执行 1 类车 0.5 元/公里
- 4) 疫情影响：假设 4 月底恢复收费，假设对全年收入影响 25%。

表 8：收入拆分表

单位：百万元	2019E	2020E(不考虑疫情)	2020E(考虑疫情)	2021E	2022E	2023E
过路费收入	6944	7953	5965	8697	11425	12142
YOY		14.53%	-	-	31.36%	6.27%
其中：济青高速收入	2000	3969	2977	4564	5021	5272
京台高速相关路段收入	2300	1254	941	1254	3381	3719
其他路产收入	2644	2730	2047	2879	3023	3151

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

备注：假设疫情影响收入 25%

2、路产成本及费用：

- 1) 折旧摊销：假设济青高速改扩建总投资 260 亿元左右，按 25 年车流量法折旧；假设京台高速德齐段改扩建总投资 120 亿元左右，按 25 年车流量法折旧；
- 2) 财务费用：根据此前投资情况，假设济青高速改扩建资本金占 35%，假设京台高速改扩建资本金占 25%；假设财务成本 4%左右。
- 3) 其他成本：考虑到路产新修以及 ETC 推广，假设养护成本及运营成本短期持平。

表 9：成本费用拆分表

单位：百万元	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
1、路桥业务营业成本	3580	4020	4170	4602	4722
1.1 运营成本	1383	1396	1438	1453	1482
1.2 养护成本	605	611	630	642	662
1.3 折旧摊销	1592	2012	2102	2507	2578
其中：济青高速新增	180	600	690	759	797
京台高速新增				336	370
2、财务费用	1061	1516	1490	1824	1784
其中：济青高速改扩建新增	195	650	624	598	572
京台高速改扩建新增				360	346

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

3、投资收益：

- 1) 假设威海商行及东兴证券等金融板块投资收益维持 10%左右增长；
- 2) 假设公司剩余房地产股权在 2019 年及 2020 年完成置出；
- 3) 假设其他投资收益相对维持。

表 10：投资收益拆分表

单位：百万元	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
投资收益	1753.00	2028.80	1457.18	963.40	997.74
其中：威海商行	190.00	209.00	229.90	252.89	278.18
东兴证券	68.00	74.80	82.28	90.51	99.56

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

4、综合利润情况：

叠加上述收入、成本及投资收益，预计 2019 年-2023 年归母净利润分别：28.55 亿元、17.69 亿元、30.47 亿元、38.70 亿元、44.12 亿元。

表 11：简易利润表

单位：百万元	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	7094	6065	8797	11526	12244
YOY		-14.51%	45.06%	31.01%	6.23%
营业成本	3625	4050	4200	4531	4548
YOY		11.72%	3.71%	7.89%	0.38%
财务费用	1061	1516	1490	1824	1784
投资收益	1753	2029	1457	963	998
归母净利润	2855	1767	3044	3867	4408
YOY		-38.12%	72.28%	27.03%	14.00%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

备注：假设疫情对 2020 年路产收入影响 25%

4.2. 估值分析

我们分别采用相对估值和绝对估值两个方面考虑:

1、相对估值:

我们考虑分部估值策略,从路桥收费业务及投资收益两部分看。

路产部分:

从整个行业角度看,我们选取 A 股高速公路板块前十市值企业作为行业对标,行业加权平均 PE(TTM)10.03 倍,根据 Wind 一致预期 2019-2021 年加权平均 PE 分别 10.33 倍、12.01 倍、9.07 倍。

表 12: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	市值(亿元)			PE			
		2020/4/10	2018A	TTM	2019E	2020E	2021E	
600377	宁沪高速	501	11.45	11.70	11.71	13.47	10.52	
001965	招商公路	429	10.98	10.22	9.82	8.84	8.32	
000429	粤高速 A	151	9.00	11.99	11.99	12.53	9.40	
600548	深高速	202	5.86	8.07	8.07	11.50	7.76	
601107	四川成渝	107	12.64	9.91	9.91	-	-	
600020	中原高速	85	10.66	7.44	-	-	-	
600269	赣粤高速	81	6.96	6.04	-	-	-	
600012	皖通高速	85	7.58	7.75	7.75	19.71	6.79	
600033	福建高速	75	10.25	9.09	-	-	-	
	加权平均		10.04	10.03	10.33	12.01	9.07	
600350	山东高速	201	6.81	8.58	7.03	11.35	6.59	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

备注: 可比公司预测基于 Wind 一致预期

根据此前预测,预计 2020 年-2023 年归母净利润分别 17.69 亿元、30.47 亿元、38.70 亿元、44.12 亿元。剔除投资收益,看路产收费业务净利润分别在 2.45 亿元、19.51 亿元、31.44 亿元、36.6 亿元左右。

改扩建收入预期差带来路产业务估值提升。市场此前将改扩建与新建路产同等看待,成本端相对刚性,预期差主要来自收入端。对比来看,我们以济青高速为例,若按市场此前预期,改扩建结束后仅打开产能瓶颈,车流将维持行业平均增长,我们以 2019 年全国车流增速 8.04% 计算,市场对济青高速 2019-2023 年收入预期折现 51.19 亿元,而根据我们对车流及收费的测算,预计折现合计 162.56 亿元,合计预期差 111.37 亿元。收入预期差将带来估值提升。

表 13: 市场对济青高速收入存在预期差

百万元	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	折现合计
市场预期济青高速收入	1200	1296	1051	1135	1226	1325	5119
YOY		8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	
我们测算济青高速收入	1200	2000	2977	4564	5021	5272	16256
YOY		66.67%	48.84%	53.33%	10.00%	5.00%	
预期差	-	704	1926	3429	3795	3947	11137

资料来源: 交通运输部, 中诚信债券评级报告, 浙商证券研究所

备注: 折现率取 8.79%, 后有详细计算; 2019 年全国路网车流同比增长 8.04%

预期差修复将带来估值回归市场水平。此前市场基于改扩建收入同于新修路产收入增长的预期，认为公司改扩建结束当期受在建工程转固影响业绩承压，根据我们测算，此预期差修复将带来估值回归。单从路产角度看，根据行业平均水平看，**选取路产收费业务部分对应 10 倍 PE 看**，各年底对应路产收费业务市值分别 24.54 亿元、195.13 亿元、314.45 亿元、365.99 亿元。如果取股权成本 10%进行折现，则预计 2020 年底对应市值分别 25 亿元、177 亿元、260 亿元、275 亿元。

我们剔除 2020 年新冠肺炎疫情的一次性影响，看京台高速改扩建结束后 2022 年折算市值 260 亿元左右。

投资收益部分：

公司当前主要投资为东兴证券、威海商行、龙马环卫、山东高速物流等长期股权投资以及基金等。我们考虑到当前公司长期股权投资有较强变现能力，这里按照 1 倍 PB 计算市值，如果选取 2019 年中报数据按 10%折现率折算至 2020 年则对应价值 183 亿元左右。

叠加路产部分及投资收益部分，我们从相对估值角度看，我们根据利润计算公司 2020 年-2023 年对应合理市值分别 207 亿元、360 亿元、443 亿元、458 亿元。考虑到 2020 年受免费通行影响的短期损益情况，我们当前以 2021 年计算市值看，同时再次考虑折现因素，短期看一年内合理市值 327 亿元左右。

表 14：分布估值计算

单位：亿元	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	
归母净利润	29	18	30	39	44	
路桥收费利润	15	2.45	20	31	37	
5 ×	77	12	98	157	183	
8 ×	123	20	156	252	293	
各估值下对应 PE	10 ×	154	25	195	314	366
	12 ×	185	29	234	377	439
	15 ×	231	37	293	472	549
按 10 倍 PE 折算至 2020 年价值	171	25	177	260	275	
折算至 2020 年长期股权投资价值	183	183	183	183	183	
对应公司股权总价值	354	207	360	443	458	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2、绝对估值法：

假设：

- 1) 假设无风险利率 3.2%，假设股票市场溢价 10%，公司 Beta0.92，则计算得公司 WACC 为 8.79%；
- 2) 假设养护支出单公里费用年均增长 3%，总支出按剩余收费长度按比例计算；
- 3) 假设运营成本按收费里程数比例计算，单里程费用年均增长 5%；
- 4) 考虑到公司当前 PB 情况，长期股权投资、少数股东权益均按 0.7 倍 PB 计算；

5) 假设改扩建未来资本开支 200 亿亿元。

我们计算的公司 WACC 为 8.79%，公司路产价值 1015.51 亿元，剔除公司负债、少数股东权益及未来投资后，公司当前股权价值 496 亿元左右。

表 15：现金流折现测算

WACC 计算:		价值计算(百万元)	
无风险利率	3.20%	路产价值	101551
股票市场溢价	10.00%	货币资金	1669
Beta :	0.92	长期股权投资	12806
股权成本(Ke)	12.40%	负债合计	44897
名义债务成本(Kd)	4.50%	少数股东权益合计	1497
资产负债率	40.00%	未来资本开支	20000
有效税率	25.00%	公司价值	49631
WACC	8.79%	备注：长期股权投资按 10%折现率折算	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们考虑到绝对估值法参数的主观敏感性，将绝对估值法测算仅做参考；这里按相对估值法测算结果看，综合考虑，认为公司短期一年内合理市值 327 亿元左右。

对于高速公路行业市场更关注长期业绩发展，2020 年受一季度免费通行影响，业绩较 2019 年或有下滑，但根据我们收入成本预测，长期将有稳健发展，公司截止 2020 年 4 月 10 日收盘价市值 201 亿元，相对合理市值被大幅低估，首次覆盖给予“买入”评级。

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	7441	7751	7571	8868
现金	1475	1500	1650	1900
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	7	12	11	13
其它应收款	2752	2972	2673	3703
预付账款	18	15	16	16
存货	1683	2489	2086	2287
其他	1505	763	1134	949
非流动资产	61156	67979	69669	71003
金额资产类	5173	5848	5510	5679
长期投资	9849	9849	9849	9849
固定资产	4539	24286	30726	33654
无形资产	19666	18953	18240	17527
在建工程	18797	6184	2350	1366
其他	3132	2860	2994	2928
资产总计	68596	75730	77240	79871
流动负债	11157	11822	9780	10115
短期借款	28	2897	1659	1544
应付款项	2319	1985	2164	2069
预收账款	21	22	19	28
其他	8789	6918	5938	6474
非流动负债	28124	32965	35533	36107
长期借款	26289	31489	33989	34489
其他	1835	1477	1545	1619
负债合计	39281	44787	45313	46222
少数股东权益	2054	2254	2354	2554
归属母公司股东权	27261	28689	29572	31094
负债和股东权益	68596	75730	77240	79871
现金流量表				
	单位: 百万元			
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3891	1391	4032	5103
净利润	3626	3055	1867	3244
折旧摊销	1397	1581	2108	2340
财务费用	866	1061	1516	1490
投资损失	(3290)	(1753)	(2029)	(1457)
营运资金变动	3806	(1808)	193	(327)
其它	(2515)	(745)	376	(188)
投资活动现金流	(8369)	(6712)	(1742)	(2231)
资本支出	(7013)	(8001)	(4001)	(3570)
长期投资	(4216)	(463)	231	(116)
其他	2861	1751	2027	1456
筹资活动现金流	2996	5346	(2140)	(2623)
短期借款	(2372)	2869	(1238)	(115)
长期借款	11214	5200	2500	500
其他	(5846)	(2723)	(3402)	(3008)
现金净增加额	(1482)	25	150	250

利润表				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6829	7094	6065	8797
营业成本	3450	3625	4050	4200
营业税金及附加	102	106	91	132
营业费用	0	0	0	0
管理费用	459	380	344	521
研发费用	2	2	2	3
财务费用	866	1061	1516	1490
资产减值损失	217	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0
投资净收益	3290	1753	2029	1457
营业利润	2	0	0	0
营业外收入	80	78	66	75
营业外支出	791	10	10	10
利润总额	4313	3739	2146	3973
所得税	687	684	279	729
净利润	3626	3055	1867	3244
少数股东损益	683	200	100	200
归属母公司净利润	2944	2855	1767	3044
EBITDA	6635	6376	5765	7799
EPS (元)	0.61	0.59	0.37	0.63
主要财务比率				
	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	-7.46%	3.88%	-14.51%	45.06%
营业利润	12.21%	-26.93%	-43.07%	87.01%
归属母公司净利润	11.33%	-3.01%	-38.12%	72.28%
获利能力				
毛利率	49.48%	48.90%	33.23%	52.26%
净利率	53.10%	43.07%	30.79%	36.88%
ROE	10.44%	9.48%	5.62%	9.28%
ROIC	7.57%	5.33%	4.00%	5.80%
偿债能力				
资产负债率	57.26%	59.14%	58.67%	57.87%
净负债比率	77.75%	85.71%	85.29%	84.45%
流动比率	0.67	0.66	0.77	0.88
速动比率	0.52	0.45	0.56	0.65
营运能力				
总资产周转率	0.11	0.10	0.08	0.11
应收帐款周转率	535.09	813.48	590.64	787.94
应付帐款周转率	1.76	1.69	1.97	2.00
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.59	0.37	0.63
每股经营现金	0.81	0.29	0.84	1.06
每股净资产	5.67	5.96	6.15	6.46
估值比率				
P/E	6.81	7.03	11.35	6.59
P/B	0.74	0.70	0.68	0.65
EV/EBITDA	8.06	9.35	10.38	7.71

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“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

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

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>