

山东高速(600350)

2019 利润 30 亿元分红超预期，8.8%高股息攻守兼备
——山东高速财报跟踪分析

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

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥4.33

单季度业绩

元/股

4Q/2019 0.34
3Q/2019 0.27
2Q/2019 0.42
1Q/2019 0.29

报告导读

山东高速发布 2019 年年报，2019 年公司归母净利润 30.44 亿元，扣非利润 25.47 亿元，同比大增 31.76%；分红 60%，股息率高达 8.8%。

投资要点

□ 2019 年业绩如何看？

2019 年业绩符合我们此前预期，分红超我们预期。公司 2019 年实现营收 74.75 亿元，同比增长 9.02%，实现归母净利润 30.44 亿元，同比增长 3.39%，扣非归母净利润 25.45 亿元，同比增长 31.76%。

收入增长点：收入同比大增 9%主要来自济青高速，济青高速 2019 年 7 月开始部分通车，带来下半年收入大幅回升，最终济青单路全年收入 19.89 亿元，同比增长 62%，带动公司营收增加 6.16 亿元。

□ 如何看 2020 年免费通行影响业绩？

免费通行影响当期业绩，但长期投资价值不受影响。一季度受高速公路免费通行影响，一季度营收 7.41 亿元，同比减少 54%，归母净利润亏损 3.19 亿元，同比减少 9.28 亿元。一季度影响主要来自免费通行，但根据交通部规划，后续会有延长收费年限补偿，从现金流折现角度看，将增厚投资价值，因此短期业绩不影响整体投资判断。

□ 进攻性：重申继续关注改扩建带来的利润中枢上移，构成长期投资价值

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，2020-2023 年合计预期差折算约 103.37 亿元。预期差修复将带来公司路产估值回归行业水平。

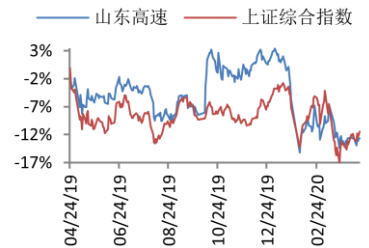
□ 防守性：分红比率大幅上调，股息率高达 8.8%，带来短期防守催化

一方面公司 PB 仅 0.73 倍，估值在 2.7%左右历史分位，估值处于底部向下空间有限；另一方面公司提升分红比率至 60%，股息率高达 8.8%，假设公司维持分红比例不变，则根据我们计算，考虑疫情影响后预期未来三年仅股息收益仍可达 25%左右，高分红带来防守催化。

□ 攻守兼备，再次强调买入评级

预计 2020 年受免费通行影响归母净利润 17.67 亿元，此后 2021/2022 年归母净利润 30.44 亿元、38.68 亿元，对于现股价 PE 分别 6.8 倍、5.4 倍，行业平均 PE10-11 倍，公司估值相对行业偏低，低估值的原因主要来自市场对改扩建利润影响的预期差，随着改扩建利润中枢上移预期差逐步消除，估值有回归空间，此外当前有绝对收益防守属性，攻守兼备，再次强调“买入”评级。

□ 风险提示：车流量不及预期；免费通行补偿措施不及预期



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

- 1《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
- 2《高速公路行业深度报告：投资价值或有增厚，超跌后长期仍是优质避险资产》2020.04.07

报告撰写人：姜楠

数据支持人：姜楠

财务摘要

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	7445	6050	8779	11495
(+/-)	9.02%	-18.73%	45.09%	30.94%
净利润	3044	1767	3044	3868
(+/-)	3.39%	-41.94%	72.27%	27.07%
每股收益(元)	0.63	0.37	0.63	0.80
P/E	6.83	11.76	6.83	5.37

正文目录

1、2019 年业绩如何看？2019 年归母净利润 30.44 亿元	4
2、对 2020 年业绩什么看法？针对免费通行后期有补偿，不惧短期业绩影响.....	4
3、分红托底绝对收益：公司将现金分红比例提升至 60%，当前股息率 8.8%	5
4、长期驱动：强调改扩建带来的利润中枢上移	6
5、投资建议：攻守兼备，强调“买入”评级	7

图表目录

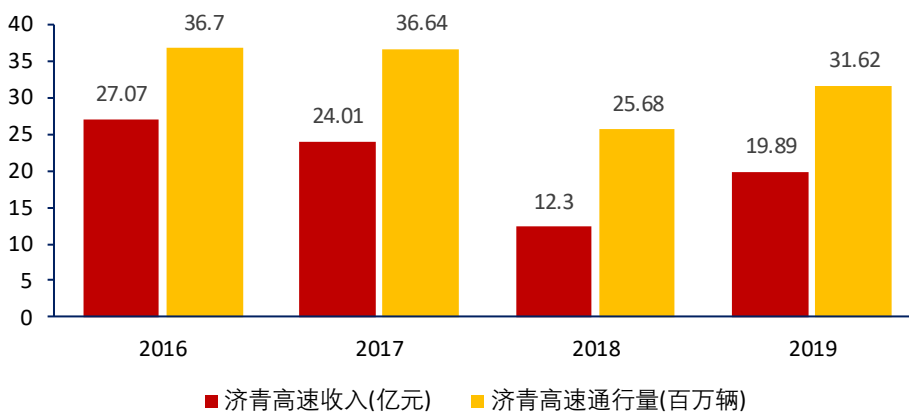
图 1：济青高速车流量及过路费收入迅速增长	4
图 2：现金分红比例提升至 60%.....	5
图 3：估值已在底部	7
表 1：一季度财务摘要	5
表 2：各成熟高速复合增速	5
表 3：收入拆分表	6
表 4：成本费用拆分表	6
表 5：市场对济青高速收入预期差带来路产业务低估值	6
表 6：简易利润表	7
表附录：三大报表预测值	8

1、2019年业绩如何看？2019年归母净利润30.44亿元

山东高速2019年实现营收74.75亿元，同比增长9.02%，实现归母净利润30.44亿元，同比增长3.39%，扣非归母净利润25.45亿元，同比增长31.76%；实现基本每股收益0.631元，最终实现加权平均ROE为10.73%，同比提升0.35个百分点。业绩基本符合我们预期。

收入端：济青高速2019年7月小许家以东部分（291km）通车后，车流量带来收入迅速增长。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年车流量及收入分别31.62万辆、19.89亿元，通行费收入迅速回升。济青高速车流量的增长，带动公司路桥收费业务总收入同比增长15.33%，最终公司总营收74.65亿元同比增长9.02%。

图 1：济青高速车流量及过路费收入迅速增长



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

成本端：济青高速完成改扩建后，在建工程转固，带来折旧摊销及财务费用增长。济青高速2019年7月部分通车后，在建工程转资208亿元，这带来2019H2折旧摊销较2019H1增加3.39亿元，全年折旧摊销15.74亿元，同比增长13.06%。财务费用方面，同样受7月份部分通车影响，下半年对应部分利息开始资本化，带来下半年利息支出较上半年增加2.78亿元，全年财务费用10.87亿元，同比增长25.52%。

利润端：收入的增长叠加成本费用的提升，最终公司路桥收费业务毛利39.03亿元，同比增长18.76%，毛利率达53.42%，同比提升1.54个百分点。增加财务费用影响后，公司最终扣非归母净利润25.45亿元，扣非净利润率34.18%，同比提升5.89个百分点。

2、对2020年业绩什么看法？针对免费通行后期有补偿，不惧短期业绩影响

公司2020年一季度受免费通行政策影响，收入大幅下滑。根据交通运输部政策，一方面两次延长春节小客车免费通行时间，最终春节期间16天对小客车实行免费通行政策，较去年增加9天，另一方面从2月17日开始，对全国收费公路路网实行对全部车辆免费政策，两方面合计一季度共免费60天。带来一季度公司营业收入7.41亿元，同比减少8.61亿元。同时由于免费通行期间高速运营继续，成本相对刚性，最终带动归母净利润亏损3.19亿元，同比减少9.28亿元。

表 1：一季度财务摘要

单位：百万元	2019Q1	2020Q1	同比增加	同比增长
营业收入	1602.67	741.45	-861.22	116.15%
营业成本	622.60	820.79	198.18	-24.15%
财务费用	249.52	338.64	89.11	-26.32%
归母净利润	608.539	-319.456	-927.995	-

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

后期有望延长高速收费期补偿当前损失，折现计算投资价值不受损失。我们 4 月 7 日发布的高速行业深度报告《投资价值或有增厚，超跌后长期仍是优质避险资产》中，详细探讨过，未来有望通过延长收费期的形式补偿当前免费通行的损失，对此从现金流折现角度我们只需关注车流量增速与折现率关系。对于山东高速，我们剔除改扩建影响看 2019 年路产车流量同比增长 7.9%左右，且从全国成熟路产看车流量增速稳定 5%左右；折现率方面若以资金成本来看，高速公路行业资金成本 3%-4%。车流量增速>折现率，因此从现金流折现角度看，若对应延长收费期，或将增厚公司的整体投资价值，因此短期免费通行带来的收入利润下滑，未来将超额弥补，对短期业绩无需担忧。

表 2：各成熟高速复合增速

车流量复合增速	广佛高速	惠盐高速	合宁高速	宁沪高速
3 年复合	9.34%	8.69%	4.26%	6.53%
5 年复合	9.54%	4.50%	4.95%	5.86%
10 年复合	7.63%	4.35%	6.97%	7.45%

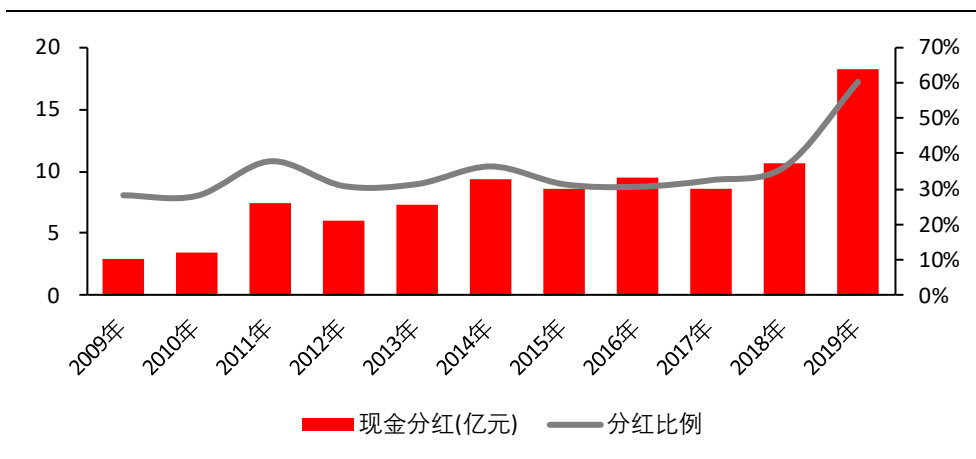
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：合宁高速截止统计时间为 2015 年，其他为 2018 年

3、分红托底绝对收益：公司将现金分红比例提升至 60%，当前股息率 8.8%

红比率大幅上调，股息率高达 8.8%，带来短期防守催化。公司充分考虑股东回报，拟对 2019 年利润分红 18.28 亿元，对应 2019 年归母净利润，现金分红比例达 60%，对应 4 月 23 日收盘价股息率高达 8.8%。对未来展望，我们假设公司分红比例继续维持，那么跟我们对利润的测算，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别 17.67 亿元、30.44 亿元、38.68 亿元，三年股息收益合计 25%左右，具有绝对收益强防守性。

图 2：现金分红比例提升至 60%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

4、长期驱动：强调改扩建带来的利润中枢上移

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，根据我们4月13日发布的山东高速深度报告《开启改扩建新篇章，静待利润中枢大幅上移》测算，公司旗下路产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。

表 3：收入拆分表

单位：百万元	2019A	2020E(不考虑疫情)	2020E(考虑疫情)	2021E	2022E	2023E
过路费收入	7305	7934	5950	8679	11395	12426
YOY		8.60%	-	-	31.29%	9.05%
其中：济青高速收入	1989	3969	2977	4564	5021	5422
京台高速相关路段收入	2276	1230	923	1230	3346	3848
其他路产收入	3040	2734	2051	2884	3028	3156

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%

表 4：成本费用拆分表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
1、路桥业务营业成本	3403	3918	4097	4528	4687
1.1 运营成本	1233	1299	1364	1377	1405
1.2 养护成本	596	626	650	663	682
1.3 折旧摊销	1574	1994	2084	2489	2600
其中：济青高速新增(预计)	180	600	690	759	820
京台高速新增				336	386
2、财务费用	1087	1542	1516	1850	1809
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

备注：2019年济青高速折旧新增为预测

前期对改扩建后收入增长预期差较大。我们以济青高速为例测算，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，2020-2023年合计预期差折算约103.37亿元。预期差修复将带来公司路产估值回归行业水平。

表 5：市场对济青高速收入预期差带来路产业务低估值

百万元	2020年	2021年	2022年	2023年	折现合计
市场预期济青高速收入	1077	1163	1257	1358	5247
YOY	8.04%	8.04%	8.04%	8.04%	
我们测算济青高速收入	2977	4564	5021	5272	16245
YOY	49.66%	53.33%	10.00%	5.00%	
预期差	1900	3401	3764	3914	10337

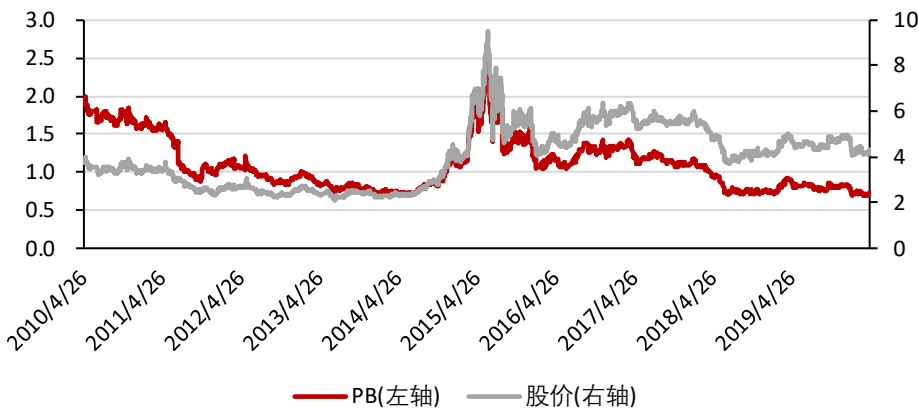
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

改扩建后一方面带来利润中枢上移，驱动利润增长，另一方面将修复预期差带来的估值折价，长期看改扩建后将利润、估值双升，带来公司投资价值增长的驱动。

5、投资建议：攻守兼备，强调“买入”评级

从防守角度看：一方面公司估值已在绝对底部，我们看公司 PB 端，公司近 10 年平均 PB1.1 倍，当前仅 0.73 倍左右，在近 10 年历史 2.4%分位底部，向下空间有限；另一方面，公司将现金分红比例提升至 60%，对应 4 月 23 日收盘价，股息率 8.8%，具有绝对收益特性。估值底部叠加绝对收益，有强防守性。

图 3：估值已在底部



资料来源：Wind，浙商证券研究所

进攻角度看：山东高速长期逻辑基于改扩建带来的利润中枢上移，跟我们 4 月 13 日发布的山东高速深度报告《开启改扩建新篇章，静待利润中枢大幅上移》测算，预计 2020 年受免费通行影响归母净利润 17.67 亿元，此后 2021 年 30.44 亿元，预计公司 2021 年底完成改扩建后 2022/2023 年归母净利润 38.68 亿元、44.85 亿元，对应现股价 PE 仅 5.4 倍、4.6 倍，相对行业 10 倍平均 PE 具有较大空间，待改扩建对利润拉动作用的预期差逐步消除，PE 估值有望修复。

当前时点看，山东高速攻守兼备，我们再次强调“买入”评级。

表 6：简易利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	7445	6050	8779	11495	12526
YOY		-18.73%	45.09%	30.94%	8.97%
营业成本	3497	3988	4167	4598	4757
YOY		14.05%	4.48%	10.36%	3.45%
财务费用	1087	1542	1516	1850	1809
归母净利润	3044	1767	3044	3868	4485
YOY		-41.94%	72.27%	27.07%	15.95%

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%

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	13503	12152	14299
现金	1682	6405	3806	6326
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	61	24	39	64
其它应收款	0	1822	2061	2053
预付账款	47	33	40	36
存货	1555	1619	1587	1603
其他	5959	3601	4620	4217
非流动资产	71055	68709	73866	73691
金额资产类	0	2586	1293	1940
长期投资	10757	10757	10757	10757
固定资产	0	3015	6286	8613
无形资产	41258	40345	39431	38518
在建工程	0	923	1037	789
其他	19040	11083	15062	13075
资产总计	80360	82213	86018	87990
流动负债	11942	10854	11095	10696
短期借款	505	0	0	0
应付款项	4448	3399	3922	3656
预收账款	92	75	109	142
其他	6897	7380	7064	6898
非流动负债	34030	36164	38311	38835
长期借款	32140	34640	36640	37140
其他	1890	1524	1670	1695
负债合计	45972	47018	49406	49531
少数股东权益	2266	2366	2566	2866
归属母公司股东权	32121	32828	34046	35593
负债和股东权益	80360	82213	86018	87990
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5501	8233	574	8362
净利润	3066	1867	3244	4168
折旧摊销	1606	976	1101	1216
财务费用	1087	1542	1516	1850
投资损失	(1621)	(1866)	(1498)	(958)
营运资金变动	529	(2012)	140	65
其它	834	7726	(3928)	2022
投资活动现金流	(9006)	(4314)	(824)	(2155)
资本支出	23336	(4000)	(3570)	(2380)
长期投资	4323	(2616)	1308	(654)
其他	(36666)	2302	1438	879
筹资活动现金流	3713	803	(2348)	(3687)
短期借款	477	(505)	0	0
长期借款	5852	2500	2000	500
其他	(2616)	(1193)	(4348)	(4187)
现金净增加额	207	4722	(2598)	2520

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7445	6050	8779	11495
营业成本	3497	3988	4167	4598
营业税金及附加	66	53	77	101
营业费用	0	0	0	0
管理费用	337	327	487	593
研发费用	5	4	6	8
财务费用	1087	1542	1516	1850
资产减值损失	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0
投资净收益	1621	1866	1498	958
营业利润	4201	2002	4023	5302
营业外收入	88.47	69.81	79.32	79.20
营业外支出	165.69	10.00	10.00	10.00
利润总额	4124	2062	4093	5371
所得税	1058	195	849	1203
净利润	3066	1867	3244	4168
少数股东损益	22	100	200	300
归属母公司净利润	3044	1767	3044	3868
EBITDA	7009	4214	6224	7791
EPS (元)	0.63	0.37	0.63	0.80
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	9.02%	-18.73%	45.09%	30.94%
营业利润	-16.38%	-52.34%	100.94%	31.78%
归属母公司净利润	3.39%	-41.94%	72.27%	27.07%
获利能力				
毛利率	53.03%	34.09%	52.54%	60.00%
净利率	41.18%	30.86%	36.95%	36.26%
ROE	9.56%	5.08%	8.48%	10.31%
ROIC	5.92%	3.39%	5.20%	6.49%
偿债能力				
资产负债率	57.21%	57.19%	57.44%	56.29%
净负债比率	76.78%	82.18%	80.23%	81.04%
流动比率	0.78	1.24	1.10	1.34
速动比率	0.65	1.09	0.95	1.19
营运能力				
总资产周转率	0.10	0.07	0.10	0.13
应收帐款周转率	1098.56	784.09	934.86	991.27
应付帐款周转率	1.03	1.02	1.14	1.22
每股指标(元)				
每股收益	0.63	0.37	0.63	0.80
每股经营现金	1.14	1.71	0.12	1.74
每股净资产	6.68	6.82	7.08	7.40
估值比率				
P/E	6.83	11.76	6.83	5.37
P/B	0.65	0.63	0.61	0.58
EV/EBITDA	8.55	13.20	9.55	7.41

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>