



# 山东高速 (600350.SH)

买入 (首次评级)  
公司深度研究(深度)  
证券研究报告

## 改扩建迎业绩增长 高分红显投资价值

### 投资逻辑：

全国高速龙头企业，运营里程行业第一。山东高速是国内高速公路板块龙头企业，收入主要来自于高速公路通行费。公司路产质量优质，所在的山东省 2022 年 GDP 排名第三，民用车辆保有量 2740 万辆，排名全国第一。截至 2022 年底，公司运营路桥总里程 2887 公里，其中自有路桥里程 1555 公里，均排名行业第一（不考虑招商公路的投资里程）。1Q2023，公司实现营收 44.2 亿元，同比增长 24.3%；实现归母净利润 8.1 亿元，同比增长 13%。

**车流量是业绩核心因素，经济增长与改扩建提升车流量。**对于高速公路板块，收费价格通常由发改委或财政定价，因此车流量是决定收入的核心要素。1) 从需求端来看，经济增长、汽车保有量上升对车流量有提振作用。1Q2023，我国汽车保有量增长至 3.2 亿辆，对车流量增长起到支撑作用。2) 供给端来看，在道路通行能力阻碍车流量自然增长时，对于已有高速的改扩建可以显著提升车流量，同时可延长批准收费年限。宁沪高速 2004-2006 年改扩建，改扩建后 2007 年车流量较改扩建前 2003 年提升 56%。郑漯高速 2008-2010 年改扩建，改扩建后 2011 年车流量较改扩建前的 2007 年提升 44%。

**改扩建驱动业绩增长，高分红凸显投资价值。**1) 公司核心路产济青高速和京台高速改扩建，改扩建后量价齐升驱动业绩增长。济青高速于 2016-2019 年改扩建，2021 年车流量较改扩建前提升 18.4%。2018 年之后改扩建完成的公路收费标准可上调约 25%，2021 年济青高速通行费用较改扩建前提升 38.5%。预计济青高速车流量仍有增长空间。京台高速目前正在进行济济段改扩建，短期车流量受影响，预期改扩建后可实现量价齐升。2) 公司分红比例位居行业第二。公司承诺 2020-2024 年每年现金分红不少于当年合并报表归属母公司所有者净利润的 60%。公司已经连续三年兑现分红承诺，2022 年公司现金分红比例为 67.6%，位居行业第二；以 2023 年 7 月 20 日为基准的股息率为 6.2%，位居行业第一。

### 盈利预测、估值和评级

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 35 亿元、39 亿元、45 亿元，对应 PE 分别为 8.9x、7.9x、6.8x。由于公司改扩建成长性强，高分红彰显投资价值，参考 2023 年行业平均 PE 倍数 9.5x 以及公司 2021-2022 平均 PE 倍数 10.5x，给予 2023 年 10.3 倍估值，目标价格为 7.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

经济修复不及预期风险，改扩建工程建设进度不及预期风险，高速公路收费政策变化风险，投资收益大幅缩减风险，限售股解禁风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

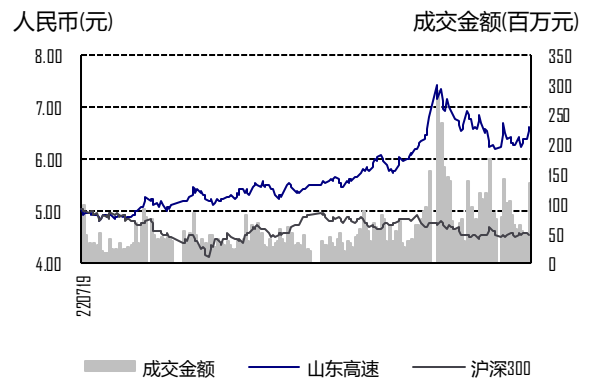
zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.43 元

目标价 (人民币)：7.44 元



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,204	18,486	19,977	21,192	22,480
营业收入增长率	42.57%	14.09%	8.06%	6.08%	6.08%
归母净利润(百万元)	3,052	2,855	3,493	3,939	4,548
归母净利润增长率	49.70%	-6.45%	22.34%	12.75%	15.48%
摊薄每股收益(元)	0.634	0.591	0.722	0.814	0.940
每股经营性现金流净额	2.04	1.06	1.66	1.74	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.21%	7.20%	11.08%	11.62%	12.42%
P/E	8.13	9.62	8.76	7.77	6.73
P/B	0.67	0.69	0.97	0.90	0.84

来源：公司年报、国金证券研究所



## 内容目录

一、山东高速：全国高速龙头，运营里程持续增长.....	5
1.1 国内高速龙头企业，运营里程持续增长.....	5
1.2 核心路产收入占比高.....	6
1.3 改扩建稳步推进，公司业绩韧性成长.....	7
二、车流量是业绩核心因素，现金流多支持板块高分红.....	9
2.1 高速公路收入来自通行费，车流量是业绩的决定因素.....	9
2.2 需求端：经济增长、汽车保有量上升对车流量有提振作用.....	9
2.3 供给端：改扩建显著提升车流量，完成后可延长收费年限.....	11
三、核心路产优势显著，改扩建带来利润中枢上移.....	12
3.1 路产资源优质，车流量增长有支撑.....	12
3.2 核心路产改扩建，带来利润中枢上移.....	14
3.3 收费标准提升，改扩建路产迎来量价齐升.....	17
四、投资收益显著，是业绩的重要补充.....	19
五、承诺高比例分红，高股息凸显投资价值.....	21
5.1 成本端以折旧摊销为主，现金流多支持发放高分红.....	21
5.2 承诺高比例分红，高股息凸显投资价值.....	22
六、盈利预测与投资建议.....	24
6.1 盈利预测.....	24
6.2 投资建议及估值.....	26
七、风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1： 公司持续推进路产收购与改扩建.....	5
图表 2： 公司运营总里程持续增长.....	5
图表 3： 公司营收主要来自于收费路桥板块（亿元）.....	6
图表 4： 投资收益对公司业绩起到良好补充.....	6
图表 5： 公司旗下分路产通行量（万辆）.....	6
图表 6： 分路产通行费收入（亿元）.....	7
图表 7： 2019-2022 年公司营收 CAGR 为 35.5%.....	7
图表 8： 2020 年起公司营收为可比公司中第一.....	7
图表 9： 1Q2023 公司归母净利润同比增长 13%.....	8
图表 10： 2022 年公司归母净利润为可比公司第三.....	8
图表 11： 1Q2023 公司归母净利率增长至 18.3%.....	8



图表 12: 公司现金余额充沛 .....	9
图表 13: 2022 年公司经营性现金流为可比公司第二 .....	9
图表 14: 高速公路板块分析框架 .....	9
图表 15: 2022 年国内 GDP 同比增长 3% .....	10
图表 16: 1Q2023 我国汽车保有量增长至 3.2 亿辆 .....	10
图表 17: 2022 年公路货物运输量与当地 GDP 相关度高 .....	10
图表 18: 2022 年中国社会物流总额同比增长 3.7% .....	11
图表 19: 公路运输在货运方式中货运量占比 72% .....	11
图表 20: 《收费公路管理条例(征求意见稿)》中提出改扩建可重新核定经营期限 .....	11
图表 21: 宁沪高速改扩建后车流量提升 56% .....	11
图表 22: 郑漯高速改扩建后交通量提升 44% .....	11
图表 23: 2022 年山东省 GDP 排名国内第三 .....	12
图表 24: 2021 年山东省民用汽车保有量全国第一 .....	12
图表 25: 公司公路收费里程合计 1555.036 公里(截至 2023 年 3 月 31 日) .....	13
图表 26: 公司自有路产里程可比公司第一(2022 年) .....	14
图表 27: 公司权益里程可比公司第一(2022 年) .....	14
图表 28: 济青高速是连接山东省东西方向的交通要道 .....	14
图表 29: 2021 年济青高速通行量创新高 .....	15
图表 30: 2021 年济青高速通行费收入达 36.7 亿元 .....	15
图表 31: 京台高速是贯通山东省南北的交通要道 .....	15
图表 32: 京台高速改扩建进展 .....	16
图表 33: 2020 年京台高速通行量同比下降 35% .....	16
图表 34: 2020 年京台高速通行费收入同比下降 52% .....	16
图表 35: 预计济菏高速年底实现单幅通车 .....	16
图表 36: 新收费标准下客车提价 25% 以上 .....	17
图表 37: 3 轴以上货车提价在 24% 以上 .....	17
图表 38: 济青高速客车通行量占比为 61.5% .....	18
图表 39: 京台高速小客通行量占比为 62.4% .....	18
图表 40: 2022 年济青高速单车通行费用同比增长 35% .....	18
图表 41: 2022 年京台高速单车通行费用同比增长 82% .....	18
图表 42: 2022 年济青高速一型车比例占比 74% .....	18
图表 43: 投资收益一直作为公司业绩的重要补充 .....	19
图表 44: 2022 年威海商行实现投资收益 2.03 亿元 .....	19
图表 45: 2022 年粤高速投资回报率为 9.0% .....	19
图表 46: 债权投资稳健收益丰厚公司业绩 .....	20



图表 47: 2022 年公司处置地产收益 5.4 亿元.....	20
图表 48: 2022 年公司投资收益同比增长 78.5% (万元) .....	21
图表 49: 宁沪高速折旧摊销占公路业务成本 47%.....	22
图表 50: 山东高速折旧摊销占公路业务成本 64%.....	22
图表 51: 2022 年高速公路板块分红比例高于 A 股平均.....	22
图表 52: 高速公路板块股息率高于 A 股平均.....	22
图表 53: 公司承诺 2020-2024 年现金分红比例不低于 60%.....	23
图表 54: 2022 年公司现金分红比例排名行业第二.....	23
图表 55: 公司股息率为行业第一.....	24
图表 56: 预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万元) .....	25
图表 57: 收费公路成本预测 (百万元) .....	25
图表 58: 重要费用率预测.....	26
图表 59: 可比公司估值比较 (市盈率法) .....	26



## 一、山东高速：全国高速龙头，运营里程持续增长

### 1.1 国内高速龙头企业，运营里程持续增长

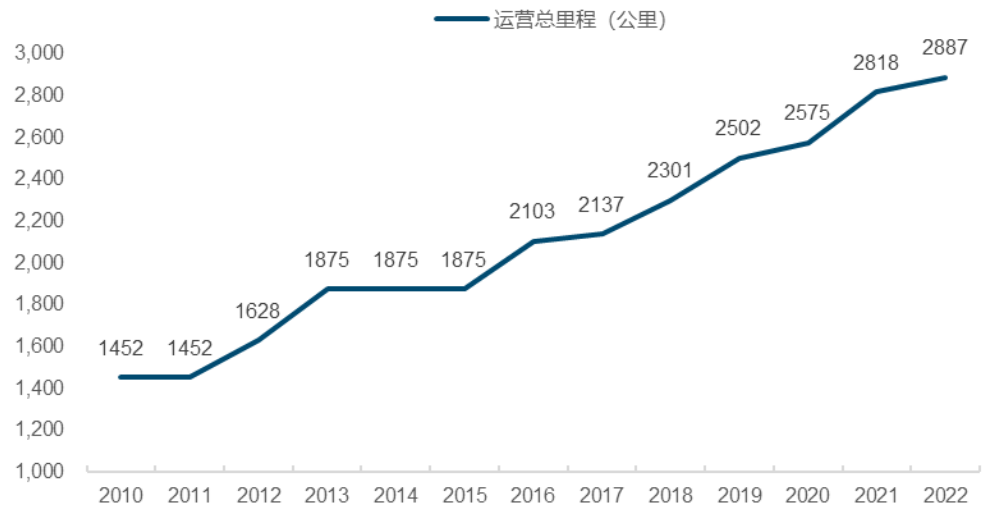
国内高速龙头企业，运营里程持续增长。山东高速成立于1999年，于2002年在上交所上市。公司主营交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链、价值链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资。公司持续推进路产收购与改扩建，2010-2022年，公司运营总里程从1452公里增长至2887公里，CAGR为5.9%。

图表1：公司持续推进路产收购与改扩建



来源：公司官网，国金证券研究所

图表2：公司运营总里程持续增长

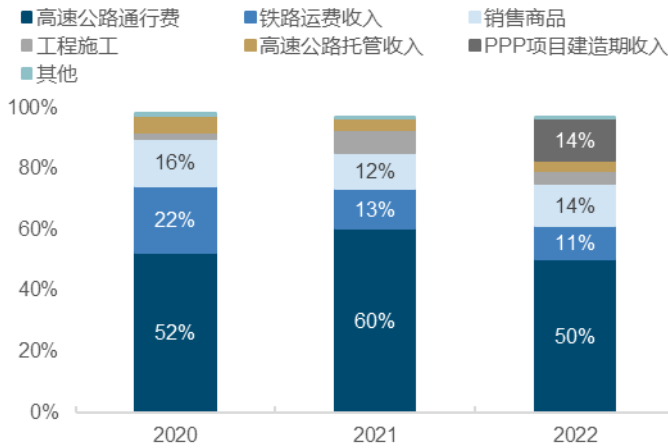


来源：公司公告，国金证券研究所

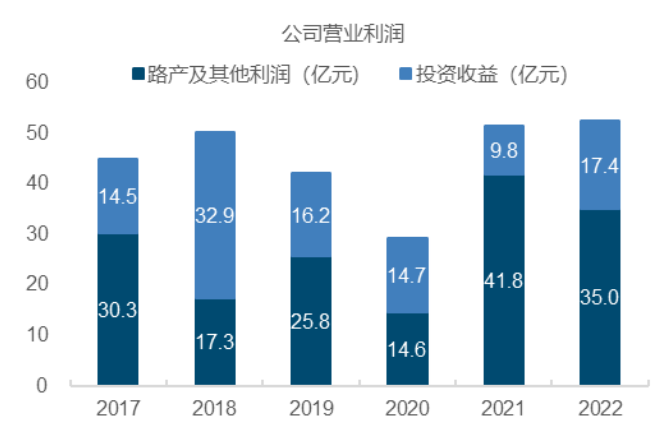
收费路桥为核心业务，投资板块提供良好补充。公司主营业务包括收费路桥运营以及投资运营两大板块。收费路桥运营为公司核心业务，是公司营业收入的主要来源，2022年公司收取高速公路通行费93亿元，占营业收入的50.3%。投资运营板块主要包含对4家上市公司及交通基建投资基金的投资、债权投资、交易性金融资产等，投资收益对公司的利润贡献逐渐显现，2022年公司投资收益17.4亿元，占公司营业利润的33.2%，为公司业绩起到良好补充作用。



图表3: 公司营收主要来自于收费路桥板块 (亿元)



图表4: 投资收益对公司业绩起到良好补充



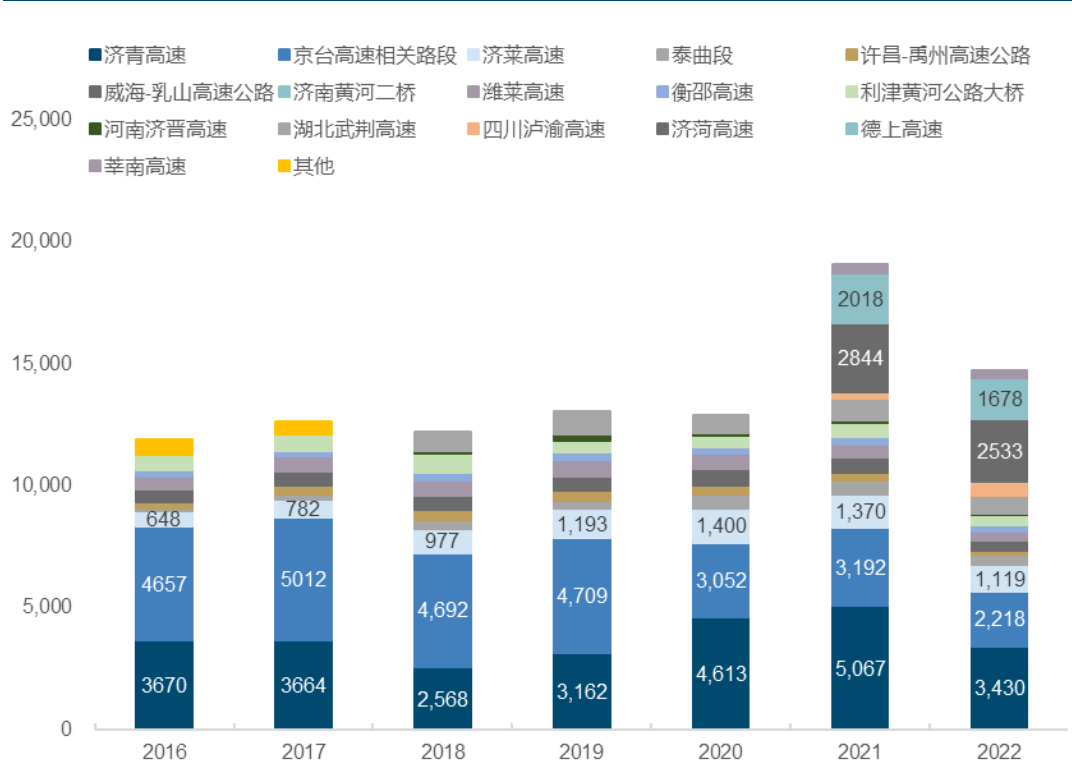
来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

### 1.2 核心路产收入占比高

短期通行量受压制, 核心路产收入占比高。2022 年公司旗下路产通行量为 1.47 亿辆, 同比下降 22.8%, 主要由于疫情扰动以及京台高速改扩建影响。伴随疫情管控措施的放开以及京台高速济泰段改扩建提前完成, 预计 2023 年公司通行量将迎来修复。济青高速和京台高速是公司的核心路产, 2022 年公司路产通行费收入为 95.5 亿元, 其中济青高速、京台高速合计占比为 51%, 贡献主要业绩, 预计京台高速改扩建完成后, 收入占比会进一步提高。

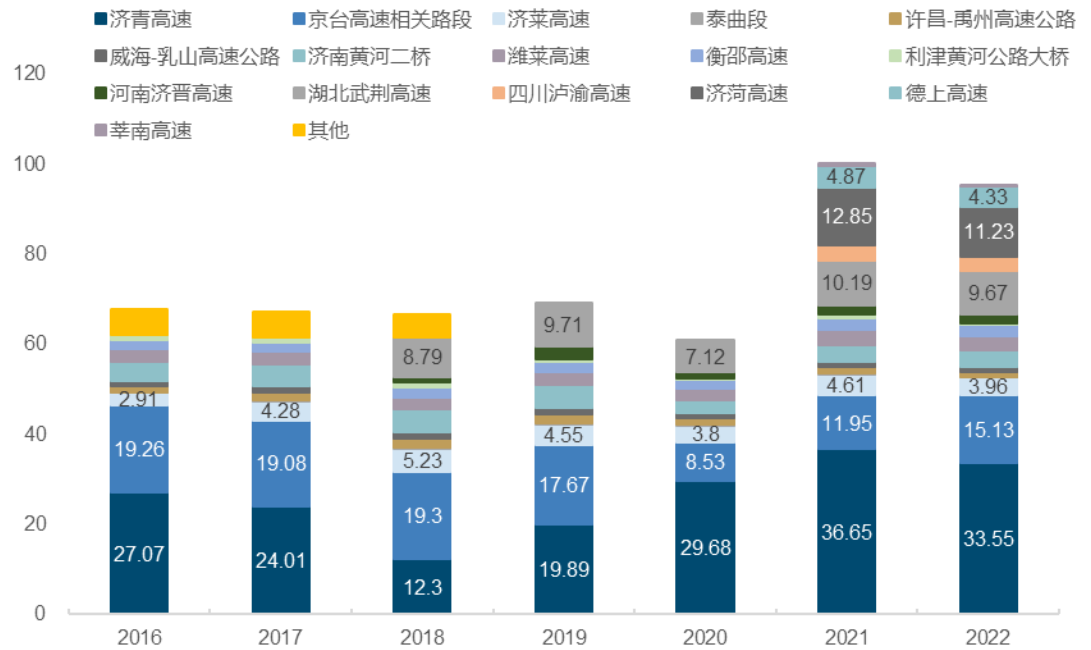
图表5: 公司旗下分路产通行量 (万辆)



来源: 公司公告, 国金证券研究所



图表6: 分路产通行费收入 (亿元)

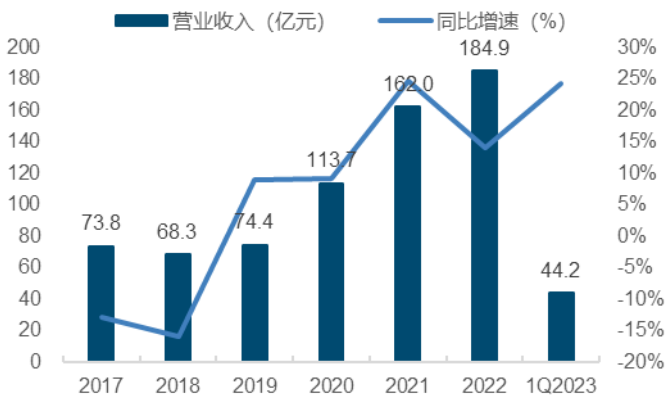


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 1.3 改扩建稳步推进, 公司业绩韧性成长

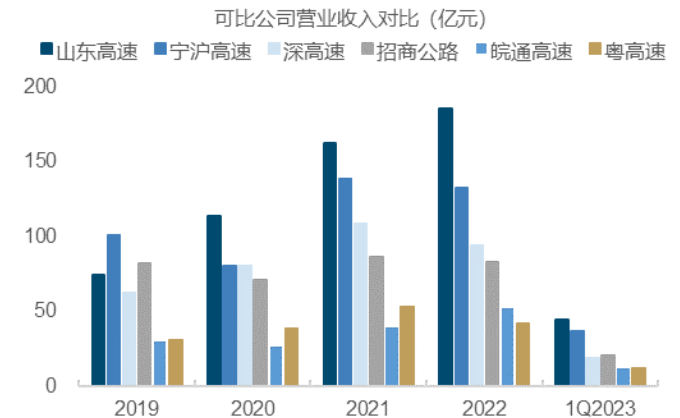
2020年起公司营收快速上涨。2019-2022年公司营收从74.4亿元增长至184.9亿元, CAGR为35.5%, 主要由于2019年济青高速改扩建完成带来车流量大幅增长, 以及2021年1月收购的沪渝公司等路产贡献业绩增量。公司营收快速上涨, 在2020年超过宁沪高速成为可比公司中营收第一。1Q2023, 公司实现营业收入44.2亿元, 同比增长24.3%, 主要受益于车流恢复及京台路济泰段改扩建完成通车。

图表7: 2019-2022年公司营收CAGR为35.5%



来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

图表8: 2020年起公司营收为可比公司中第一

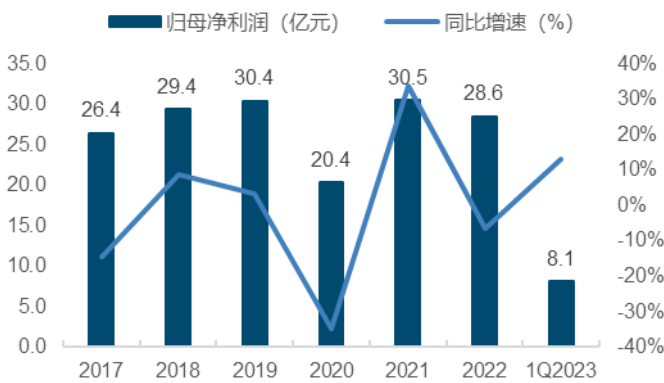


来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

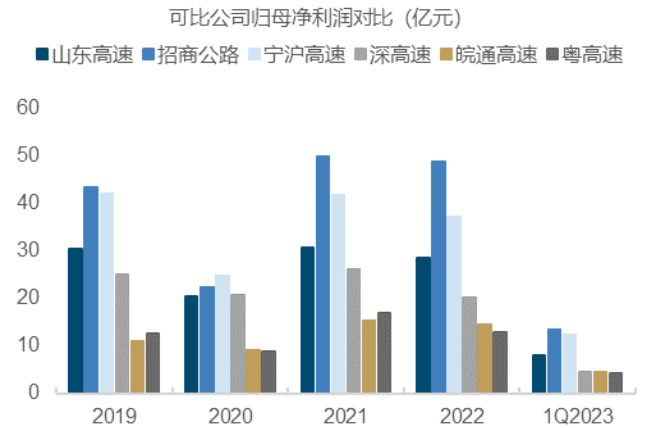
改扩建推进, 投资收益增加, 公司利润韧性成长。2022年, 公司实现归母净利润28.6亿元, 同比下降6%; 主要由于疫情影响以及Q4货车通行费减免政策。相较可比公司(降幅为-2%、-11%、-23%、-5%、-25%), 公司利润端表现出相对韧性, 一方面由于公司完成烟台合盛100%股债转让实现房地产并表业务剥离, 公司投资收益同比增长78%至17.4亿元; 另一方面, 由于京台高速济泰段改扩建于2022年提前完成, 公司路产利润也有所增加。1Q2023, 公司实现归母净利润8.1亿元, 同比增长13%, 主要因为车流恢复及京台路济泰段改扩建完成通车, 以及联营企业和交通基础设施投资基金盈利增加, 带动公司投资收益同比增长28%。



图表9: 1Q2023 公司归母净利润同比增长 13%



图表10: 2022 年公司归母净利润为可比公司第三

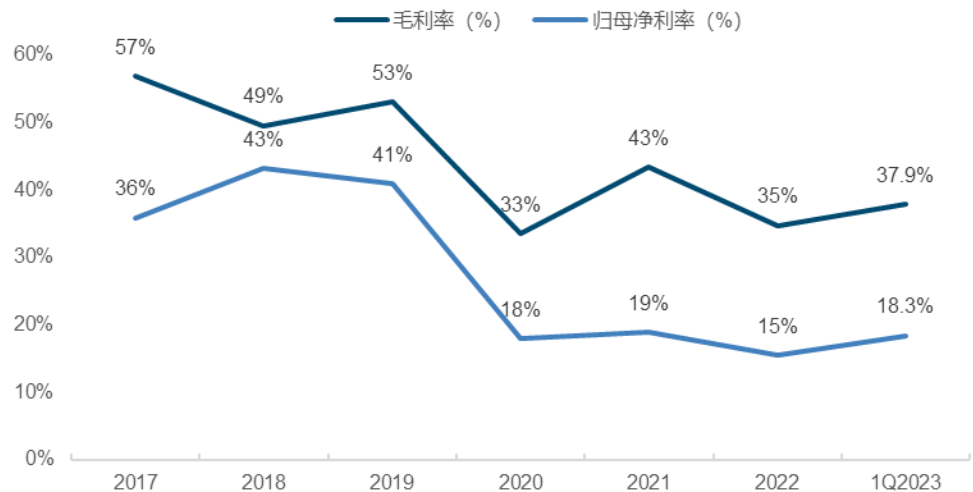


来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

1Q2023 公司归母净利率增长至 18.3%。2022 年, 公司毛利率同比下降 8.7pct 至 34.7%, 主要原因是: 1) 受到疫情以及货车通行费减免的影响; 2) 公司营收中确认了零毛利的 PPP 项目建造期收入。1Q2023, 公司毛利率增长至 37.9%, 归母净利率增长至 18.3%; 主要由于车流量恢复以及投资收益增加。

图表11: 1Q2023 公司归母净利率增长至 18.3%



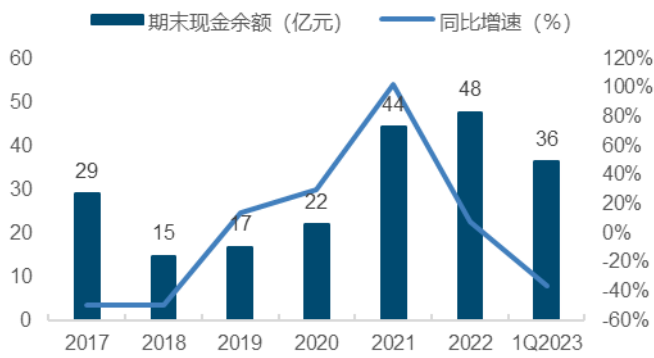
来源: wind, 国金证券研究所

公司现金流充沛, 经营性现金流为可比公司第二。现金流对高速企业尤为重要, 上市高速企业投资建设路段主要来自政府规划任务, 投资任务整体繁重, 要求其现金储备能够满足股东、债权人以及政府等多方面诉求。2022 年底公司拥有现金流余额 48 亿元, 1Q2023 拥有现金余额 36 亿元, 现金余额充沛。对比来看, 2022 年公司经营性净现金流为 51 亿元, 为可比公司第二。

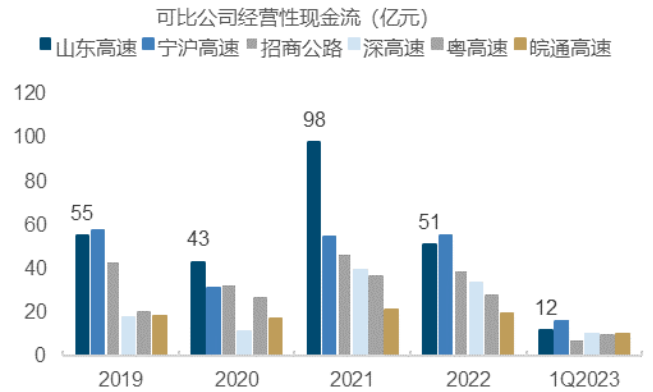




图表12: 公司现金余额充沛



图表13: 2022 年公司经营性现金流为可比公司第二



来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

来源: 公司公告, wind, 国金证券研究所

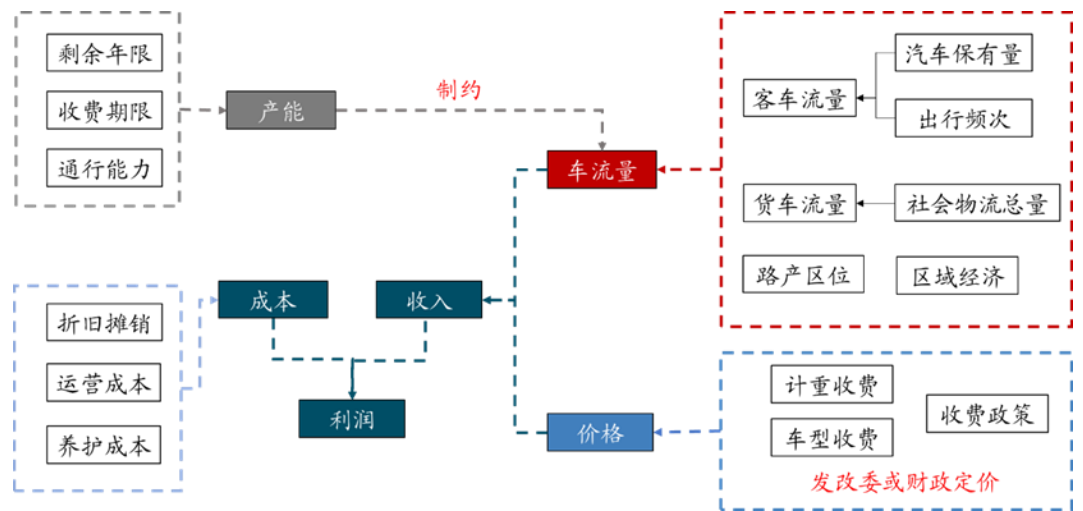
## 二、车流量是业绩核心因素，现金流多支持板块高分红

### 2.1 高速公路收入来自通行费，车流量是业绩的决定因素

高速公路投资规模大，主要收入来源于通行费。高速公路是资金密集型产业，具有准公共品属性。建设高速公路投资规模大、投资回报周期长，且一般由政府主导，因此高速行业具有极高的壁垒。由于自有资金不足以支付全部投资，高速企业一般银行贷款占比高。建设完成后高速企业拥有垄断经营权，主要通过通行费收入回收前期投资资金。

车流量是影响业绩核心因素。由于高速公路的收费价格一般由财政或发改委定价，价格难以轻易变动，因此车流量是收入变动的主要因素。车流量增长主要受区域经济驱动。经济增长推动物流需求增加、人口出行需求增加、出行频次提高等，从而推动车流量增长。同时，路产的通行能力、收费期限等对车流量有制约作用。由于成本中更多的是折旧摊销和运营养护等刚性成本，因此业绩主要受收入变动影响。

图表14: 高速公路板块分析框架



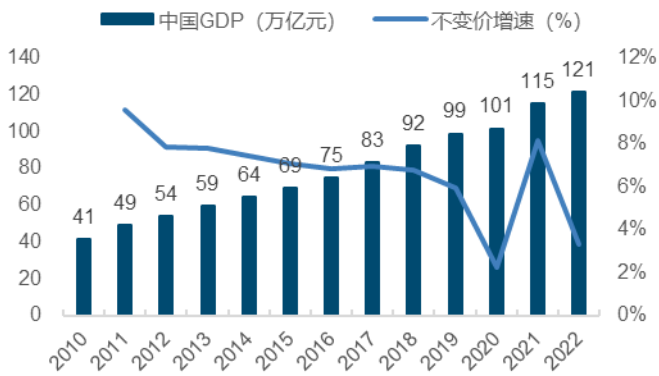
来源: 国金证券研究所

### 2.2 需求端：经济增长、汽车保有量上升对车流量有提振作用

经济增长刺激出行需求，车辆保有量支撑车流量增长。经济发展带来货运需求、商务出行的增加，第三产业的发展刺激旅游等客运需求。2022 年我国 GDP 超 121 万亿元，按不变价格计算，比上年增长 3%。2023 年在疫情防控放开，经济复苏背景下，预计居民出行需求增加。我国汽车保有量水平稳步上升，2016-2022 年复合增长率为 8.6%，1Q2023 汽车保有量增长至 3.2 亿辆，对车流量增长起到支撑作用。

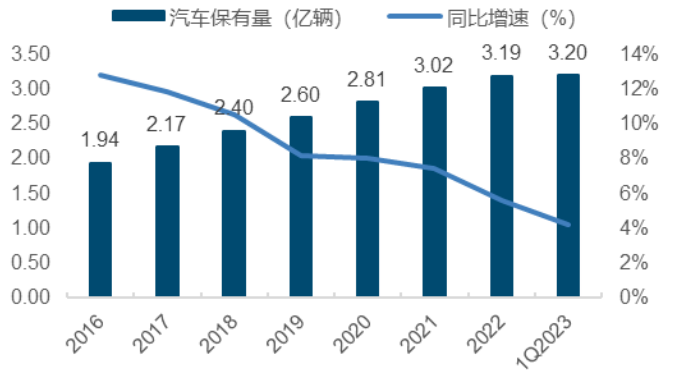


图表15: 2022年国内GDP同比增长3%



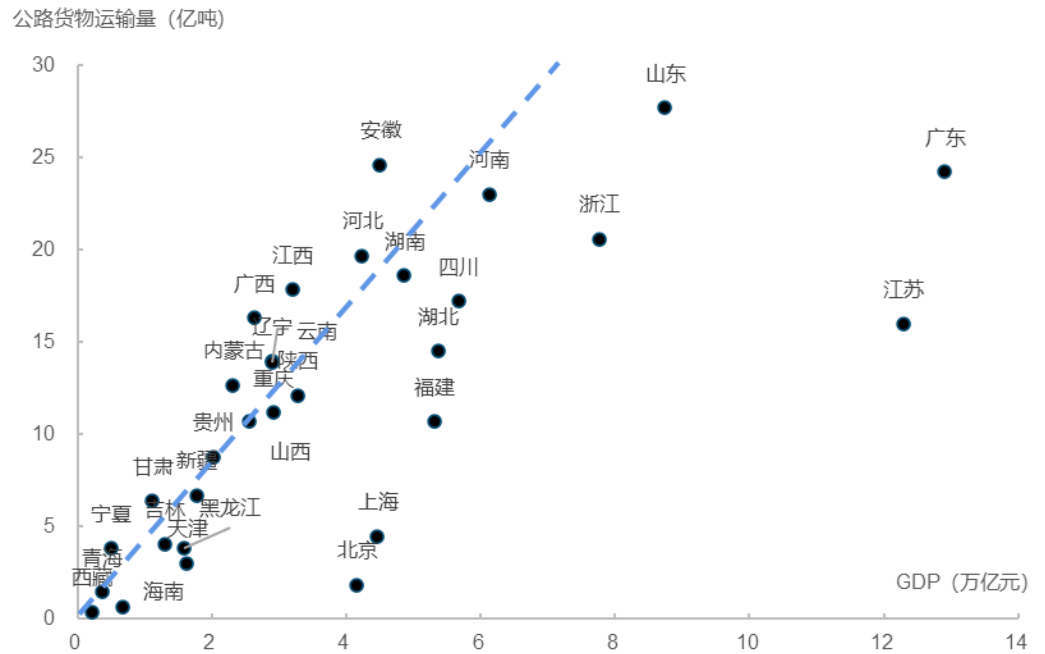
来源: ifind, 国金证券研究所

图表16: 1Q2023我国汽车保有量增长至3.2亿辆



来源: wind, 国金证券研究所

图表17: 2022年公路货物运输量与当地GDP相关度高

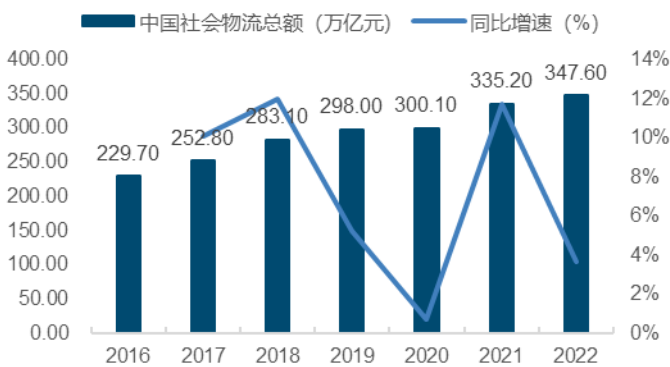


来源: ifind, 国金证券研究所

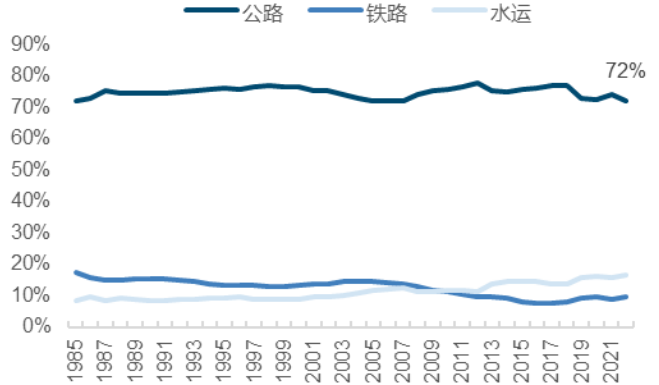
社会物流总额规模不断提升, 货运仍以公路为主。根据中国物流与采购联合会, 2022年我国社会物流总额达347.6万亿元, 同比增长3.7%, 中国物流市场已连续7年位居全球最大规模的物流市场。我们认为, 伴随经济内循环对物流需求的拉动持续增强, 物流总额规模将不断提升。2022年, 公路运输在各种货运方式中占比72%, 是目前主要的货运方式, 预计物流量的增长对车流量起到提振作用。



图表18: 2022年中国社会物流总额同比增长3.7%



图表19: 公路运输在货运方式中货运量占比72%



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

### 2.3 供给端: 改扩建显著提升车流量, 完成后可延长收费年限

改扩建增加车道数量, 提高现有车道通行能力。改扩建是在高速公路原有车道的基础上增加车道数量、拓展车道宽度, 以满足路产通行量需求。我国高速公路早期建设多以双向四车道为主, 然而随着经济增长和道路交通量不断增加, 早期修建的高速公路多已饱和, 道路拥挤现象严重, 大大降低了车辆的行驶速度和道路的通行能力。改扩建路产通过增设行车道, 通常将双向四车道改为双向八车道, 提高现有道路通行能力。

改扩建是延长高速收费期限的有效手段。根据《收费公路管理条例(征求意见稿)》中内容, 通常新建高速公路的收费期限最长不超过30年, 超过收费期限后, 高速企业会将高速公路移交政府, 此时路产不再收取通行费。早期修建的路产一般为交通要道, 是高速企业的核心路产, 超过收费期限将对上市公司业绩造成重大打击。实施高速公路改扩建工程, 增加高速公路车道数量, 可以重新核定经营期限, 经验显示最高可延长25年。

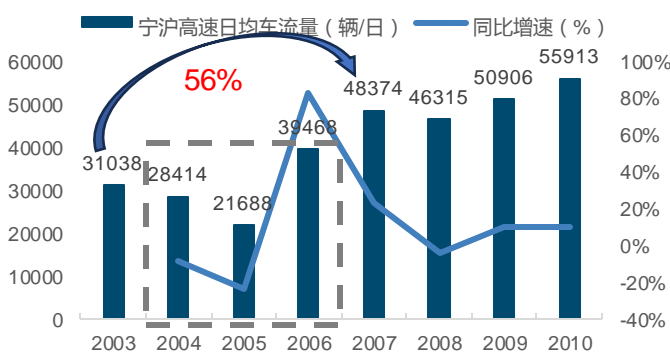
图表20: 《收费公路管理条例(征求意见稿)》中提出改扩建可重新核定经营期限

类型	相关内容
新建经营性公路	经营期限, 按照收回投资并有合理回报的原则确定, 一般不得超过30年; 对于投资规模大、回报周期长的收费公路, 可以超过30年
改扩建收费高速公路	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

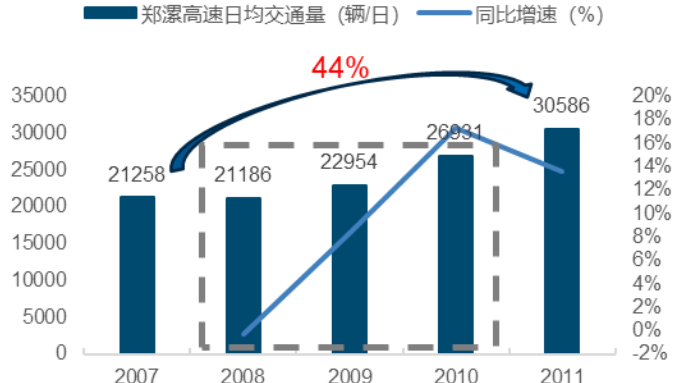
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

改扩建对车流量提升效果显著。复盘过往改扩建路产, 由于部分路段已经饱和, 改扩建能够使车流量有效提升。宁沪高速2004-2006年改扩建, 改扩建前日均车流量为3.1万辆, 改扩建完成后第一年车流量为4.8万辆, 较改扩建前提升56%。京港澳高速郑漯段2008-2010年改扩建, 改扩建前日均车流量为2.1万辆, 改扩建完成后第一年车流量为3.1万辆, 较改扩建前提升44%。

图表21: 宁沪高速改扩建后车流量提升56%



图表22: 郑漯高速改扩建后交通量提升44%





来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

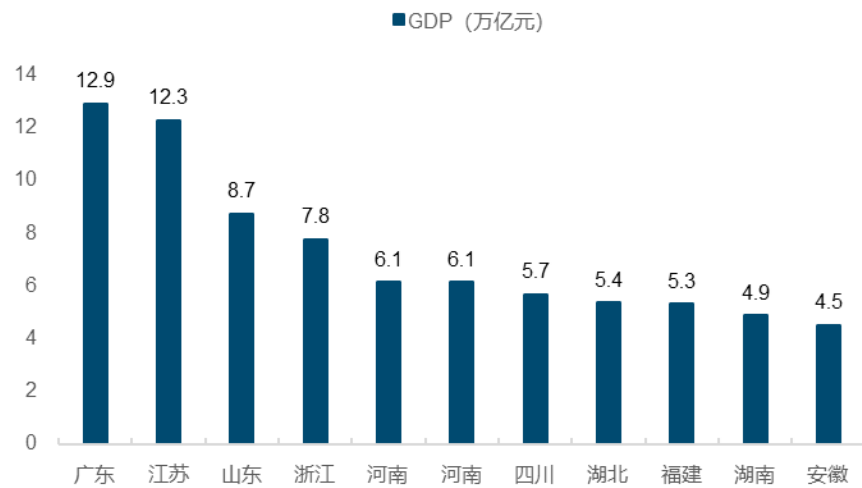
### 三、核心路产优势显著，改扩建带来利润中枢上移

#### 3.1 路产资源优质，车流量增长有支撑

路产质量优质，区位优势显著。公司核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，系全国高速公路网的重要组成部分，路产质量优良。公司核心路产济青高速和京台高速山东段是山东省横贯东西、直通南北的两条交通大动脉，是省内最繁忙的两条高速公路。济青高速和京台高速途径省内的各大政治、工业、经济中心以及重要港口城市，是山东省内经济发展的黄金通道。

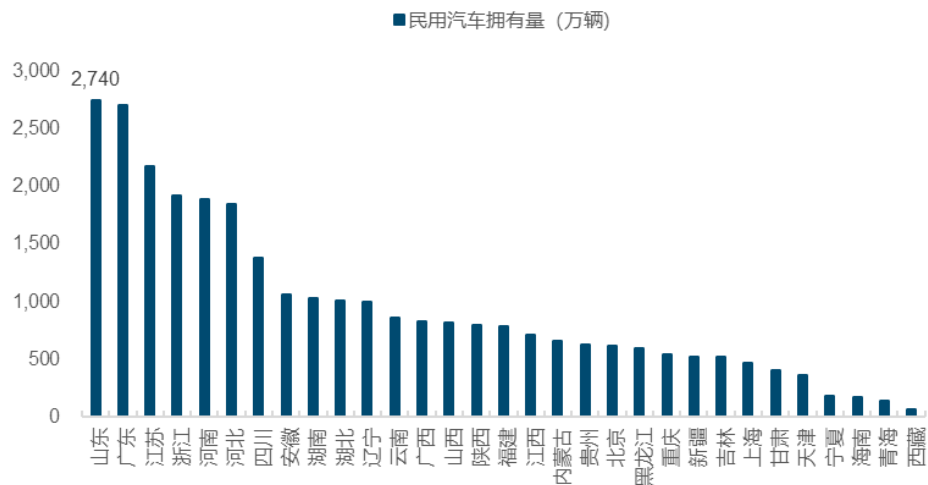
山东省经济发展状况好，支撑车流量增长。2022年，山东省GDP为8.7万亿元，排名全国第三，良好的地方经济实力保障货运客运需求的体量。同时，山东省民用汽车保有量连续多年全国第一，2021年，山东省民用汽车保有量为2740万辆，对车流量的增长起到良好支撑作用。

图表23：2022年山东省GDP排名国内第三



来源：ifind，国金证券研究所

图表24：2021年山东省民用汽车保有量全国第一



来源：ifind，国金证券研究所

路产资源丰富，规模行业第一。截至2022年底，公司运营管理的路桥资产总里程达到2887公里，是全国同行业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1555



公里，公司的权益路产里程为 1255 公里，在可比公司中均排行第一（不考虑招商公路的投资里程）。公司核心路产济青高速收费里程为 318.5 公里，京台高速收费里程为 194.9 公里。

图表25：公司公路收费里程合计 1555.036 公里（截至 2023 年 3 月 31 日）

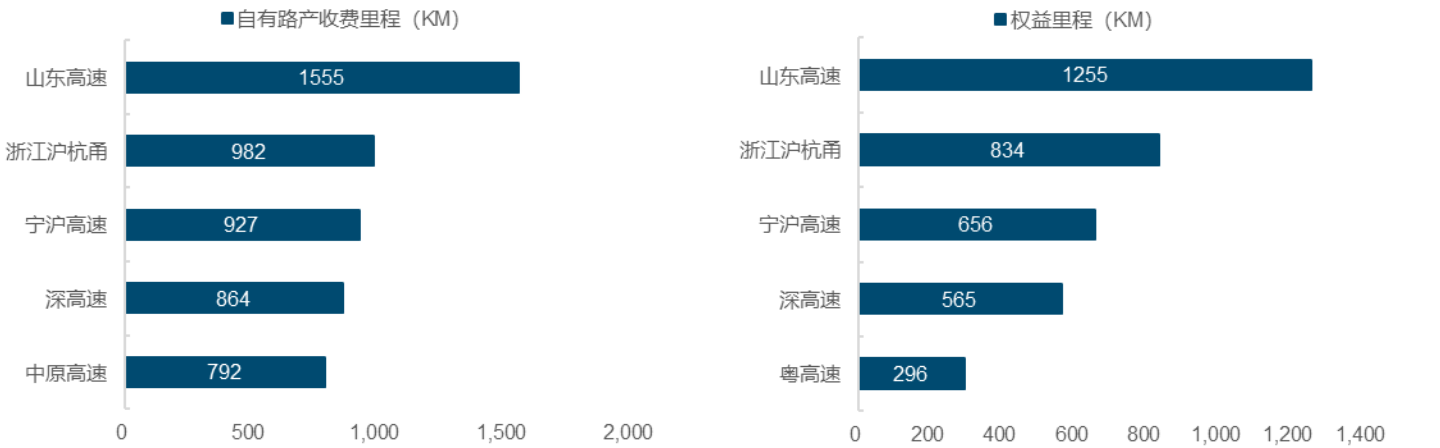
序号	路段名称	细分路段	本公司权益	批准收费结束时间	收费里程（公里）	车道数	状况
1	济青高速	济南-青岛高速公路（青银高速公路山东段）	100%	2044.12	318.5	8	营运
2		北京-福州高速公路德州至齐河段	100%	2046.7.15	91.284	8	营运
3		济南第二黄河公路大桥	100%	2032.4.16	5.75	6	营运
4	京台高速相关路段	北京-福州高速公路齐河至济南段	100%	2024.10.31	21.971	6	改扩建
5		北京-福州高速公路济青连接线	100%	2024.10.31	16.376	4	营运
6		北京-福州高速公路济南至泰安段	100%	2047.12.29	59.546	8	营运
7		济莱高速	北京至上海公路（辅线）济南至莱芜高速公路	100%	2034.10.21	76.048	6
8	潍莱高速	潍坊-莱阳高速公路	100%	2024.7.31	140.637	4	营运
9	威乳高速	威海-乳山高速公路	100%	2032.12.19	70.55	4	营运
10	泰曲路	G104 国道泰安-曲阜一级公路	100%	2025.11.15	64.166	4	营运
11	利津黄河公路大桥	利津黄河公路大桥	65%	2029.9.25	1.35	4	营运
12	许禹高速	河南许昌至禹州高速公路	60%	2036.8.28	39.07	4	营运
13	济晋高速	二广高速济源至晋城（省界）段	54%	2038.9.9	20.555	4	营运
14	衡邵高速	湖南衡阳至邵阳高速公路	70%	2040.12.29	132.059	4	营运
15	武荆高速	湖北武汉至荆门高速公路	60%	2040.5	183.214	4	营运
16	泸渝高速	四川成渝环线合江（渝川界）至纳溪段高速公路	80%	2043.6.27	73.15	4	营运
17	济菏高速	济南-广州高速公路殷家林至王官屯段	38.93%	2034.09.22	153.601	4	营运
18	德上高速	德州-上饶高速公路聊城至范县（鲁豫界）段	38.93%	2040.11.15	68.942	4	营运
19	莘南高速	莘县至南乐（鲁豫界）高速公路林屯村至省界段	38.93%	2043.09.27	18.267	4	营运
合计					1555.036		

来源：公司公告，国金证券研究所



图表26: 公司自有路产里程可比公司第一 (2022年)

图表27: 公司权益里程可比公司第一 (2022年)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

ps: 不考虑招商公路的投资里程

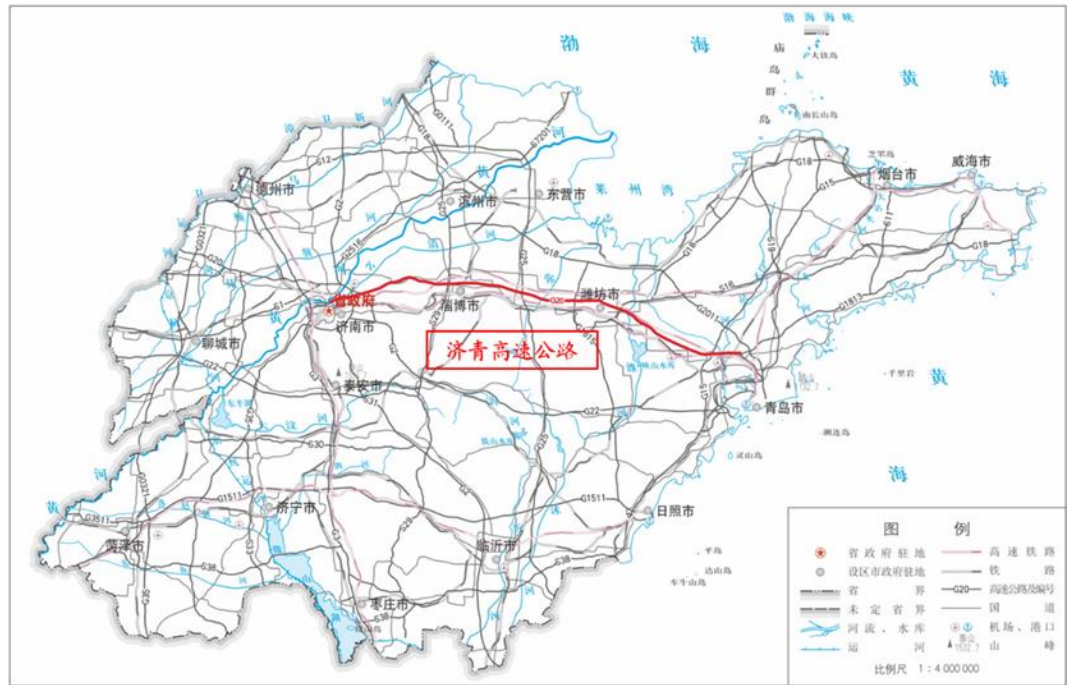
来源: 公司公告, 国金证券研究所

ps: 不考虑招商公路的投资里程

### 3.2 核心路产改扩建, 带来利润中枢上移

济青高速区位优势显著, 交通量饱和下进行改扩建。济青高速东起山东省经济中心青岛, 西接山东省会城市济南, 途径潍坊、淄博等山东重要城市, 是连接山东省东西方向以及对外联系的交通要道。济青高速北线于1993年底通车, 南线于2007年通车, 沿途城市经济活跃, 随着交通需求增幅不断加大, 原先的双向四车道部分路段已饱和。2015年, 济青高速中大型、特大型车辆占到了30%左右, 且大型车辆长时间占道行驶现象严重, 导致道路拥挤现象严重, 大大降低了车辆的行驶速度和道路的通行能力。2016年, 济青高速开始双向八车道改扩建。济青高速于2017年开始限行, 2018年车流量为2568万辆, 较改扩建前的2015年下降40%。

图表28: 济青高速是连接山东省东西方向的交通要道



来源: 公司公告, 自然资源部, 国金证券研究所

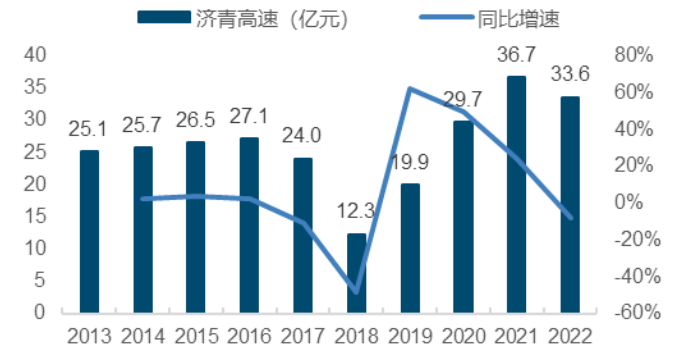
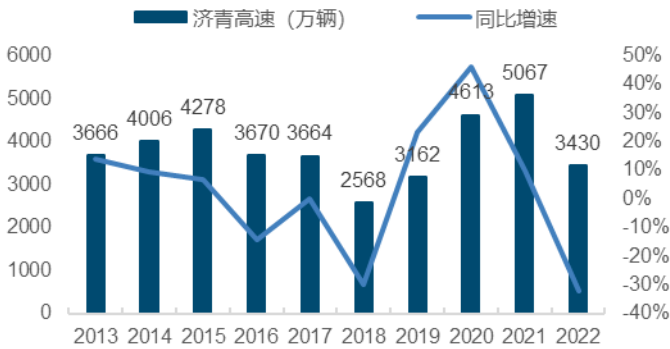
改扩建后效果初现, 预计后续车流量仍有空间。2019年济青高速提前完成改扩建, 批准收费结束时间由2029年11月延长至2044年12月。2020年, 济青高速车流量为4613万辆, 较2015年增长7.8%, 改扩建效果初步显现。2021年, 通行量增长至5067万辆, 较2015年增长18.4%, 同年通行费收入达到36.7亿元, 较2015年增长38.1%, 除车流量增长外还受益于收费标准提升约25%。2022年受疫情扰动车流量有所下滑, 参照同行业路段改扩建经验(宁沪高速车流量+56%, 郑深高速车流量+44%), 考虑到改扩建之前部分路段已经饱和, 改扩建提高车流承载力及通行速度, 同时小许家以西段全线贯通对车流的增进



作用，我们预计后续车流量仍有增长空间。

图表29: 2021年济青高速通行量创新高

图表30: 2021年济青高速通行费收入达36.7亿元

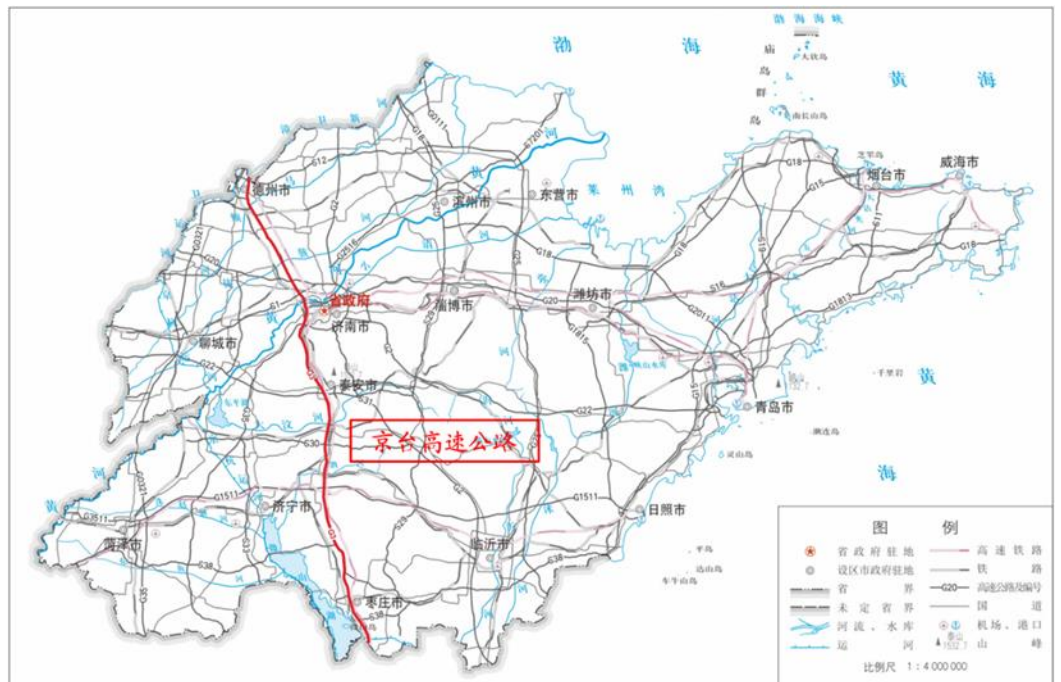


来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

京台高速同样至关重要, 2019年开始改扩建。京台高速公路位于山东中西部, 纵贯山东省南北, 是山东省交通网规划中的重要一环(“纵七”线), 沿线连接了德州、济南、泰安、济宁、枣庄等5个大中城市和17个县市区。京台高速公路是山东和首都连接的重要通道, 对促进沿线经济发展作出了极为显著的贡献。公司拥有京台高速相关路段194.9公里, 京台高速是公司两大核心路产之一, 2018年(改扩建前)车流量占公司整体比重为38%, 通行费用占比为31%。2019年, 由于其规模能力与其所需承担的交通量严重不匹配, 京台高速开始进行改扩建。

图表31: 京台高速是贯通山东省南北的交通要道



来源: 公司公告, 自然资源部, 国金证券研究所

京台高速分批改扩建, 部分路段已通车。京台高速德齐段于2019年7月开始改扩建, 通车时间为2021年7月, 比计划工期提前18个月; 济泰段也于2022年10月提前通车。两者批准收费结束时间分别延长至2046年7月和2047年12月。目前在建项目是京台高速济段, 线路全长24公里, 由原先的双向六车道改为双向十二车道, 是山东省首条双向十二车道高速公路, 总投资为86.07亿元。项目采用政府和社会资本合作(PPP)模式建设, 2023年1月公司被确定为中标社会资本方。根据济青高速和京台高速已通车路段的改扩建经验, 公司预计该项目将提前通车。



图表32: 京台高速改扩建进展

扩建路段	德州至齐河段	齐河至济南段	济南至泰安段
线路长度(公里)	93.143	23.999	54.071
扩建标准	双向四车道改为双向八车道	双向六车道改为双向十二车道	双向六车道改为双向八车道
预估投资总金额(亿元)	119.5	86.07	66.22
均公里造价(万元)	12834.9	35864.0	12240.0
资本金财务内部收益率	7.10%	6.60%	9.50%
动态投资回收期	22.5	23.7	16.4
计划工期	42个月	48个月	36个月
开工时间	2019/7/1	2023/1/16 中标	2021/4/6 全面开工
通车时间	2021/7/16	预计提前通车	2022/10/12
批准收费结束时间	2046/7/15	-	2047/12/29

来源: 公司公告, 国金证券研究所

短期内车流量下滑, 改扩建完成后业绩提升可期。京台高速于2019年开始改扩建, 2020年车流量同比下降35%至3052万辆; 通行费收入为8.53亿元, 同比下降52%。2022年叠加疫情影响, 京台高速车流量同比下降31%。回顾济青高速后续车流量走势, 我们认为京台高速改扩建后车流量较改扩建之前至少有20%的提升。京台高速改扩建也将受益于收费标准的提升, 改扩建完成后业绩提升可期。

图表33: 2020年京台高速通行量同比下降35%



图表34: 2020年京台高速通行费收入同比下降52%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

济菏高速改扩建, 完成后将成为公司新的业绩增长点。公司于2021年底收购齐鲁高速38.93%股权, 成为其控股股东。齐鲁高速核心路产济菏高速于2021年12月30日开始改扩建, 线路全长152.7公里, 由原先的双向四车道改为双向八车道, 总投资约为186亿元。2023年2月至2023年12月路线进行半封闭施工, 对车流量产生不利影响。根据公司年报, 预计今年年底济菏高速将实现单幅通车。该项目计划于2024年实现通车, 届时将成为公司新的业绩增长点。

图表35: 预计济菏高速年底实现单幅通车

扩建路段	济菏高速
线路长度(公里)	152.7
扩建标准	双向四车道改为双向八车道
预估投资总金额(亿元)	186
计划工期	36个月
开工时间	2021/12/30
计划通车时间	2024/12/30
半封闭施工时间	2023年2月-2023年12月
备注	山东高速年报预计年底实现单幅通车





来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.3 收费标准提升，改扩建路产迎来量价齐升

新收费标准下客车提价 25%以上。根据山东省交通运输厅公布的《山东省高速公路车辆通行费收费标准》，2018 年以后新建和改扩建的高速公路实行新的收费标准，新标准于 2020 年开始实施。新收费标准下对 1-4 类客车分别提价 25%、30%、30%、31%；对 1-2 类货车分别提价 25%、20%，对 3 轴以上货车提价 25%以上。

**图表36：新收费标准下客车提价 25%以上**

类别	车型及规格	收费标准		提价幅度
		2018 年以前开通 的高速公路	2018 年以后新建和改扩 建的高速公路	
1 类客车	车长 < 6000mm 且核定 载人数 ≤ 9 人	0.4	0.5	25%
2 类客车	车长 < 6000mm 且核定 载人数 (10-19) 人	0.5	0.65	30%
3 类客车	车长 ≥ 6000mm 且核定 载人数 ≤ 39 人	0.6	0.78	30%
4 类客车	车长 ≥ 6000mm 且核定 载人数 ≥ 40 人	0.75	0.98	31%

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表37：3 轴以上货车提价在 24%以上**

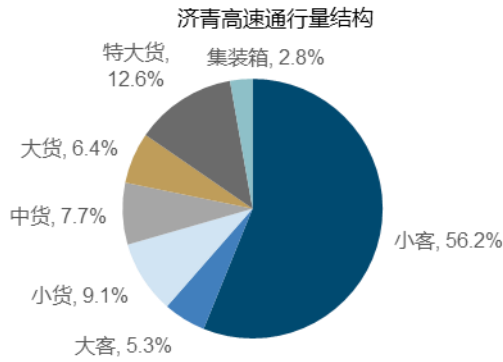
类别	总轴数	收费标准		提价幅度
		2018 年以前开 通的高速公路	2018 年以后新建和 改扩建的高速公路	
1 类货车	2 (车长小于 6 米且最大允 许总质量小于 4.5 吨)	0.4	0.5	25%
2 类货车	2 (车长不小于 6 米且最大 允许总质量不小于 4.5 吨)	0.75	0.9	20%
3 类货车	3	1.2	1.55	29%
4 类货车	4	1.65	2.05	24%
5 类货车	5	1.7	2.15	26%
6 类货车	6	2.2	2.75	25%

来源：国金证券研究所

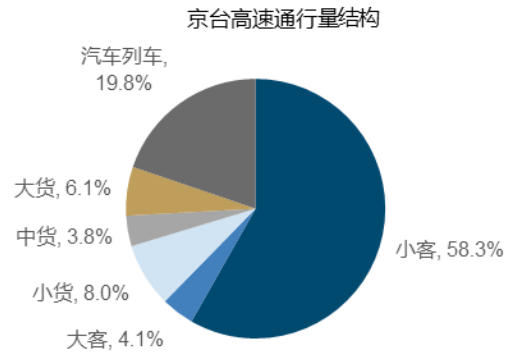
新收费标准下，改扩建路产迎来量价齐升。根据工程可行性研究报告披露的数据，济青高速与京台高速车辆结构中客车占比分别是 61.5%、62.4%，对应提价幅度在 25%以上。货车方面，小货车占比分别为 9.1%、8%，对应提价幅度为 25%；大货车、特大货车等大型货车（包括汽车列车）占比分别为 21.8%、25.9%，对应提价幅度在 24%以上。济青高速与京台高速改扩建均在 2018 年之后完成，新收费标准下，两者改扩建完成后将迎来量价齐升。



图表38: 济青高速客车通行量占比为 61.5%



图表39: 京台高速小客通行量占比为 62.4%

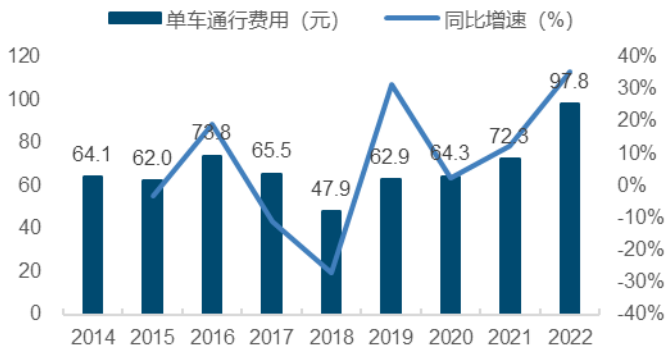


来源: 公司公告, 国金证券研究所

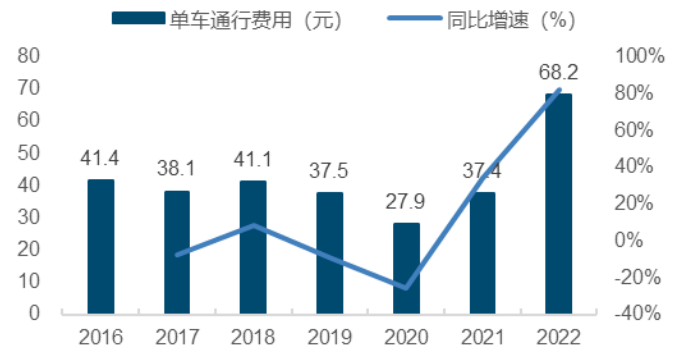
来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022 年单车通行费用大幅增长, 预计 2023 年有所下降。新标准实施后, 由于疫情以及京台高速改扩建影响, 单车通行费用上升没有完全体现。2022 年, 公司济青高速单车通行费用为 97.8 元, 同比增长 35%; 京台高速单车通行费用为 68.2 元, 同比增长 82%。车型结构的改变是单车通行费波动的重要因素, 货车单车通行费高于客车, 且车型越大单车通行费越高。2022 年由于疫情防控要求, 货车必须在高速通行(不可走地方公路), 济青高速三型车占比上升至 14%。我们认为伴随疫情防控措施放开, 公司小型客车流量占比会有所上升, 货车占比下降, 预计 2023 年单车通行费用有所下降。

图表40: 2022 年济青高速单车通行费用同比增长 35%



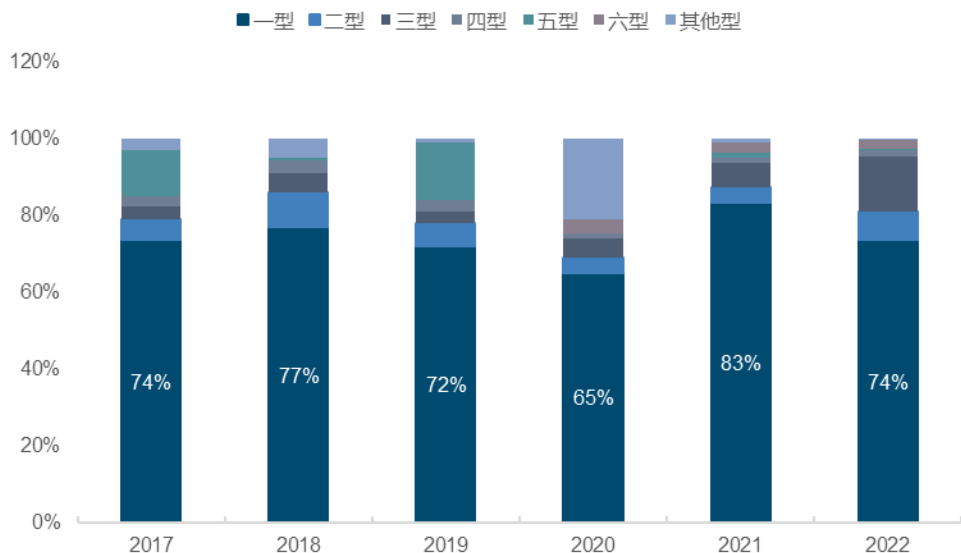
图表41: 2022 年京台高速单车通行费用同比增长 82%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表42: 2022 年济青高速一型车比例占比 74%





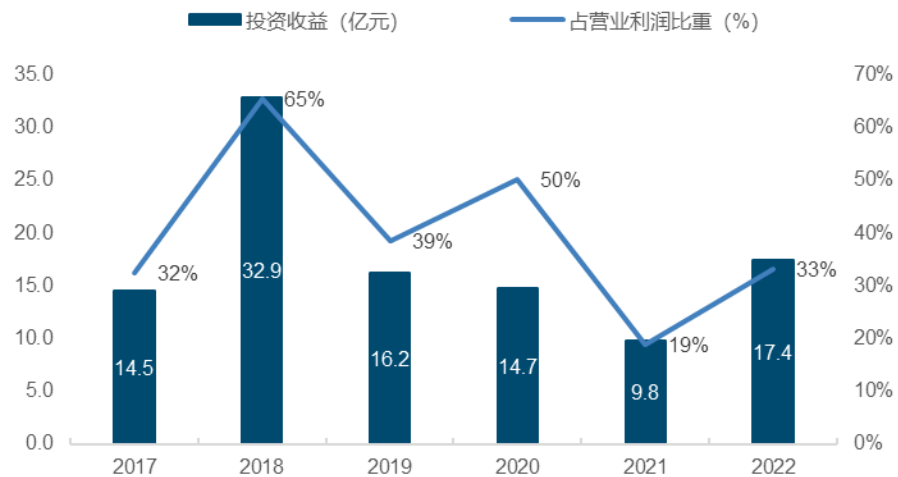
来源：国金证券研究所

注：一型为小于7座客车或小于2吨货车、二型为8-19座客车或2-5吨货车、三型为20-39座客车或5-10吨货车、四型为大于40座客车、10-15吨货车或20英尺集装箱车，五型为载重量大于15吨货车或40英尺集装箱车。

#### 四、投资收益显著，是业绩的重要补充

投资收益是公司业绩的重要补充。公司的通行费收入以现金为主，现金流充裕，且公司信用评级为AAA级，融资成本低，公司一直将投资收益作为公司业绩的重要补充。2020-2022年，公司分别实现投资收益14.7亿元、9.8亿元、17.4亿元，占营业利润的比重分别为50%、19%、33%。2022年，投资收益有效弥补了疫情和改扩建带来的主业通行费用的收缩。

图表43：投资收益一直作为公司业绩的重要补充

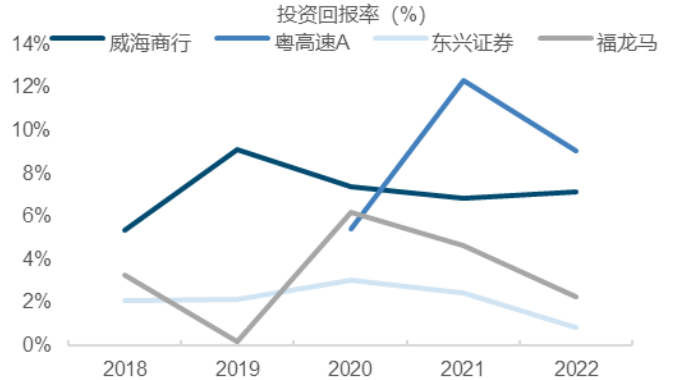
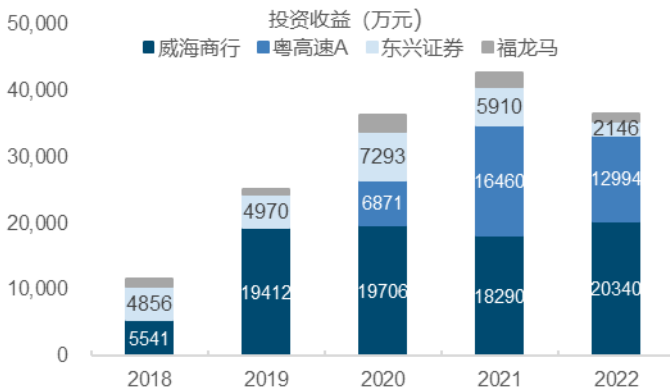


来源：公司公告，国金证券研究所

(1) 公司参股4家上市公司，打造多板块投资平台。公司在金融板块投资的公司是威海商行和东兴证券，2022年分别实现投资收益2.03亿元、2146万元，收益率分别为7.1%和0.8%。公司在高速公路板块投资了粤高速，扩大了公司省外优质路产投资规模，2022年实现收益率9.0%。福龙马主营环保设备制造，2022年公司收益率为2.3%。多板块的投资组合可以帮助公司降低投资风险，实现更好的投资收益。

图表44：2022年威海商行实现投资收益2.03亿元

图表45：2022年粤高速投资回报率为9.0%



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

注：投资收益率=投资收益/期初余额

(2) 进行债权投资，稳健收益丰厚公司业绩。截至2022年，公司债权投资余额合计26.3亿元，其中城市更新等基础设施类投资项目占比84.6%。基础设施投资收益率较高，实际利率均在10%以上，每年稳定的利息收入可以增厚公司业绩。


**图表46: 债权投资稳健收益丰厚公司业绩**

项目	期末余额: 面值 (百万元)	实际利率	到期日
山东铁路发展基金	173.26	4.85%	2030/6/30
上海景亥投资项目	233.5	8.00%	2026/5/8
城市更新等基础设施类投资项目	585	10.70%	2026/4/8
城市更新等基础设施类投资项目	185.98	10.70%	2025/6/11
城市更新等基础设施类投资项目	139.18	10.50%	2025/10/13
城市更新等基础设施类投资项目	104.96	10.50%	2026/5/27
城市更新等基础设施类投资项目	280	10.70%	2024/9/25
城市更新等基础设施类投资项目	200	10.00%	2026/12/9
城市更新等基础设施类投资项目	185.51	10.00%	2025/7/20
城市更新等基础设施类投资项目	260	10.00%	2027/4/18
城市更新等基础设施类投资项目	285	10.00%	2027/6/28
合计	2630.39	-	-

来源: 公司公告, 国金证券研究所

(4) 控股地产项目已处置完毕。2022 年公司完成对烟台合盛公司的工商变更登记, 公司不再持有其股权, 获得资产处置收益 5.4 亿元。至此公司全部控股地产项目已处置完毕, 目前地产项目仅剩济南建设一个参股地产项目。2016-2022 年, 公司合计取得房地产项目处置收益 52.8 亿元。

**图表47: 2022 年公司处置地产收益 5.4 亿元**

时间	处置地产	股权	处置收益 (亿元)
2016	青岛华景置业	60%	6.2
	财富纵横置业	51%	
	雪野湖开发公司	41%	
2017	山东高速滨州置业	100%	11.9
	济南盛邦置业	100%	
	济南汇博置业	100%	
	火山岛置业	51%	
2018	济南璞园置业	50%	23.2
2019	济南建设	20%	6.1
2022	烟台合盛公司	100%	5.4
	合计		52.8

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2022 年公司实现投资收益 17.4 亿元, 同比增长 78.5%, 增量主要来自于房地产公司股权转让。具体来看, 公司资本运营稳妥推进: (1) 产业链投资丰富布局。设立云创商业保理公司, 发展供应链产业。(2) 主业投资稳步实施。推动集团优质资产注入, 完成中标山东省京台高速公路齐河至济南段改扩建工程社会资本方采购, 增持粤高速扩大公司省外优质路产投资规模。(3) 债权投资积极贡献。债权投资在持有期间取得的利息收入 3.26 亿元, 进一步丰厚公司经营业绩。(4) 房地产投资成功剥离。烟台合盛股权完成转让, 济南发展公司股权确定意向受让方并于 2023 年 1 月 16 日完成股权交割。


**图表48: 2022年公司投资收益同比增长78.5% (万元)**

项目	2022年发生额	2021年发生额	同比
<b>权益法核算的长期股权投资收益</b>	<b>78,672.42</b>	<b>51,889.05</b>	<b>51.62%</b>
其中: 威海商行	20,339.61	18,290.27	11.20%
东兴证券	2,146.46	5,910.15	-63.68%
粤高速 A	12,993.53	16,460.09	-21.06%
福龙马	1,030.09	2,021.12	-49.03%
交通基础设施投资基金	33,778.18	38,982.66	-13.35%
<b>交易性金融资产在持有期间的投资收益</b>	<b>8,448.01</b>	<b>6,285.02</b>	<b>34.42%</b>
其中: 益科大厦投资项目	4,468.35	4,468.35	0.00%
外贸信托-鑫诚 30 号石	1,197.00	0	——
家庄国际展览中心 PPP 项目			
<b>债权投资在持有期间取得的利息收入</b>	<b>32,625.25</b>	<b>37,540.07</b>	<b>-13.09%</b>
其中: 山高新旧动能转换基金	4,985.71	10,340.06	-51.78%
<b>处置长期股权投资产生的投资收益</b>	<b>53,674.84</b>	<b>1,795.86</b>	<b>2888.81%</b>
其中: 烟台合盛房地产开发有限公司	53,796.92	0	——
山东省环保产业股份有限公司	0	730.53	-100.00%
山东高速吉泰矿业投资有限公司	0	168.72	-100.00%
<b>债务重组的投资收益</b>	<b>616.49</b>	<b>0</b>	<b>——</b>
<b>投资收益合计</b>	<b>174,037.01</b>	<b>97,510.01</b>	<b>78.48%</b>

来源: 公司公告, 国金证券研究所

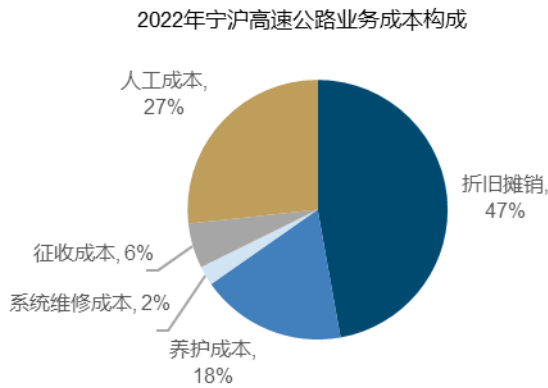
## 五、承诺高比例分红, 高股息凸显投资价值

### 5.1 成本端以折旧摊销为主, 现金流多支持发放高分红

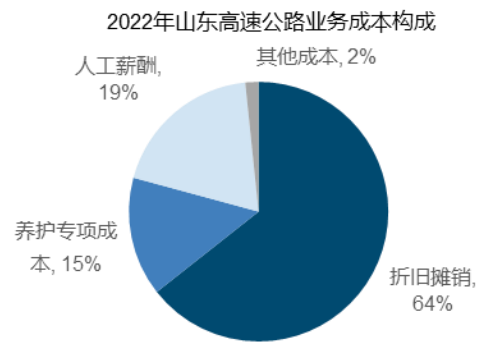
成本端以折旧摊销为主。折旧摊销是高速公路企业的最主要的成本, 以宁沪高速和公司为例, 2022年折旧摊销分别占其高速公路业务成本的47%和64%。同时, 由于《收费公路管理条例》中规定高速公司在路产移交时需保证路产质量, 同时保证通行能力, 因此高速公路企业需对公路进行定期养护, 因此养护成本也是高速企业重要构成部分。2022年宁沪高速和山东高速养护成本占比分别为18%和15%。折旧摊销和养护成本是成本中刚性部分, 一般较为稳定。



图表49: 宁沪高速折旧摊销占公路业务成本47%



图表50: 山东高速折旧摊销占公路业务成本64%



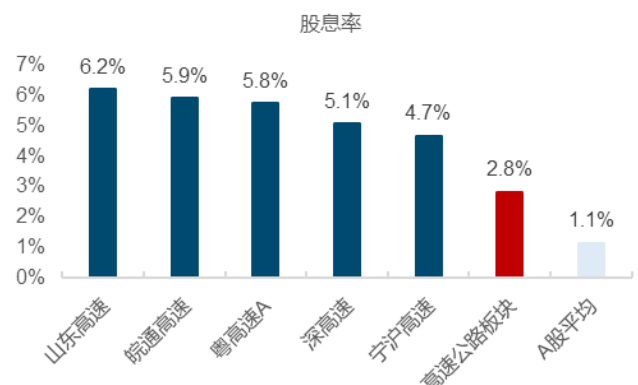
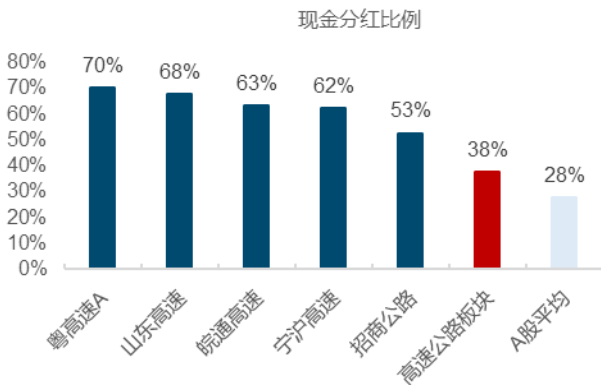
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

高速板块现金流充裕, 分红比例高于A股平均。由于高速收费以现金为主, 且占比最高的成本项折旧摊销无需现金支付, 因此高速企业往往拥有充裕的现金流, 支持高分红的发放。2022年, 高速公路板块平均现金分红比例为38%, 高出A股平均分红比例10.1pct, 其中粤高速、山东高速现金分红比例分别达到70%、68%。高速公路板块平均股息率为2.8%, 高出A股平均股息率1.7pct, 其中山东高速股息率为6.2%。

图表51: 2022年高速公路板块分红比例高于A股平均

图表52: 高速公路板块股息率高于A股平均



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

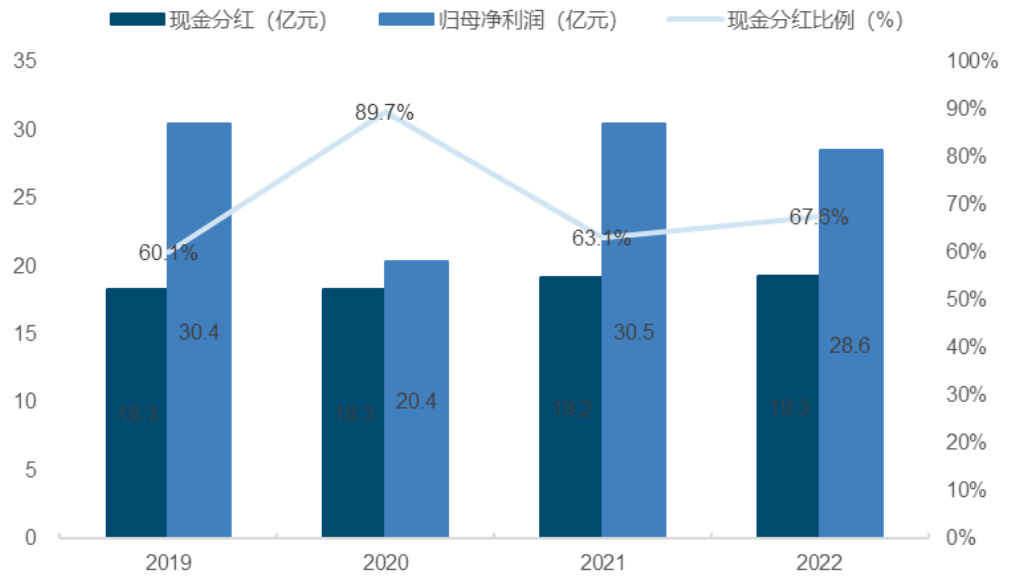
注: 以2023年7月20日股价为基准

## 5.2 承诺高比例分红, 高股息凸显投资价值

五年高比例分红承诺, 连续三年兑现。2020年7月公司发布《山东高速股份有限公司未来五年(2020-2024年)股东回报规划》, 在符合现金分红条件的情况下, 2020-2024年五年期间公司以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的60%。2022年, 公司派发现金分红19.3亿元, 归母净利润为28.6亿元, 现金分红比例达到67.6%, 成功兑现分红承诺。2020-2022年公司现金分红比例分别为89.7%、63.1%、67.6%, 公司已经连续三年兑现分红承诺。



图表53: 公司承诺 2020-2024 年现金分红比例不低于 60%



来源: wind, 国金证券研究所

分红比例与股息率领先行业, 凸显长期投资价值。同行业对比来看, 公司自 2019 年起现金分红比例大幅增长以来, 分红比例处于行业前列。2022 年公司现金分红比例为 67.6%, 仅低于粤高速, 位居行业第二。股息率方面, 以 2023 年 7 月 20 日股价为基准, 公司股息率为 6.2%, 为行业第一。公司 5 年的分红承诺保障分红比例, 分红比例与股息率领先行业, 我们认为公司在同行业中更具有长期投资价值。

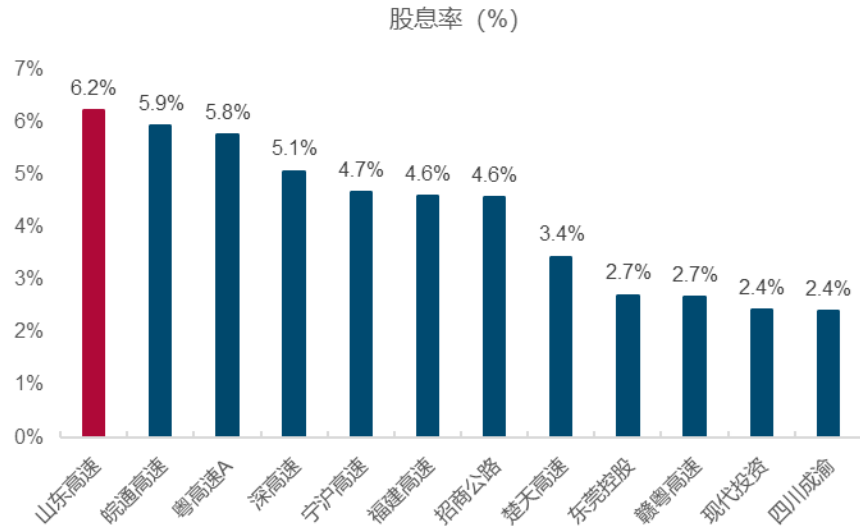
图表54: 2022 年公司现金分红比例排名行业第二

	2018	2019	2020	2021	2022
粤高速 A	70.1%	70.1%	70.1%	70.1%	70.1%
<b>山东高速</b>	<b>36.1%</b>	<b>60.1%</b>	<b>89.7%</b>	<b>63.1%</b>	<b>67.6%</b>
皖通高速	36.9%	34.8%	41.5%	60.2%	63.1%
宁沪高速	52.9%	55.2%	94.0%	55.5%	62.2%
深高速	45.0%	45.4%	45.6%	51.9%	50.0%
福建高速	56.1%	16.6%	60.7%	49.6%	49.0%
四川成渝	36.0%	31.1%	36.3%	18.0%	40.1%
赣粤高速	20.0%	31.5%	88.7%	31.4%	33.6%
东莞控股	26.8%	29.0%	28.5%	30.2%	31.4%
楚天高速	42.8%	42.5%	34.7%	30.5%	31.2%
中原高速	30.7%	8.9%	32.4%	30.2%	30.4%
重庆路桥	32.7%	32.4%	30.4%	30.1%	30.1%

来源: ifind, 国金证券研究所



图表55: 公司股息率为行业第一



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 以 2023 年 7 月 20 日股价为基准

## 六、盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

预计 2023-2025 年公司营业收入为 200 亿元、212 亿元、225 亿元，增速分别为 8%、6%、6%。主要假设如下：

预计高速公路通行费 2023-2025 年营业收入分别为 102 亿元、111 亿元、120 亿元，增速分别为 10%、9%、9%。其中预计济青高速收入分别为 37 亿元、39 亿元、42 亿元，增速分别为 11%、6%、6%；车流量分别为 5100 万辆、5400 万辆、5700 万辆。预计京台高速 2025 年改扩建完成，收入分别为 19 亿元、20 亿元、23 亿元，增速分别为 26%、6%、15%；车流量分别为 4750 万辆、5050 万辆、5400 万辆。

预计 2023-2025 年收费公路成本分别为 45 亿元、45 亿元、48 亿元，由于公司成本构成多为折旧摊销和养护成本，成本具有刚性。考虑到 2025 年部分路段改扩建完成，折旧金额有所增长，成本增速分别为 7%、0%、8%。

预计铁路运输业务 2023-2025 年营业收入分别为 24 亿元、25 亿元、26 亿元，增速分别为 18%、4%、4%，毛利率均为 23%。




**图表56: 预测营业收入、营业成本、毛利率拆分 (百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入 (百万元)</b>	<b>11,183</b>	<b>15,762</b>	<b>17,946</b>	<b>19,977</b>	<b>21,192</b>	<b>22,480</b>
营业成本 (百万元)	7,521	9,023	11,823	12,672	12,938	13,457
毛利率	33%	43%	34%	37%	39%	40%
<b>高速公路通行费</b>						
营业收入 (百万元)	5,956	9,776	9,303	10,209	11,082	12,024
同比增速 (%)		64%	-5%	10%	9%	9%
营业成本 (百万元)	3,217	4,235	4,255	4,492	4,509	4,779
毛利率	46%	57%	54%	56%	59%	60%
<b>铁路运输</b>						
营业收入 (百万元)	2,495	2,109	2,042	2,400	2,500	2,600
营业成本 (百万元)	1,961	1,623	1,650	1,848	1,925	2,002
毛利率	21%	23%	19%	23%	23%	23%
<b>销售商品</b>						
营业收入 (百万元)	1,792	1,944	2,553	2,680	2,810	2,940
营业成本 (百万元)	1,475	1,620	2,121	2,224	2,332	2,440
毛利率	18%	17%	17%	17%	17%	17%
<b>工程施工</b>						
营业收入 (百万元)	224	1,227	748	785	825	867
营业成本 (百万元)	198	901	561	572	584	595
毛利率	12%	27%	25%	27%	29%	31%
<b>高速公路托管</b>						
营业收入 (百万元)	606	594	658	690	730	770
营业成本 (百万元)	561	558	609	638	675	711
毛利率	7%	6%	7%	8%	8%	8%
<b>PPP 项目建造</b>						
营业收入 (百万元)	-	-	2,575	2,575	2,575	2,575
营业成本 (百万元)	-	-	2,575	2,575	2,575	2,575
毛利率			0%	0%	0%	0%
<b>其他</b>						
营业收入 (百万元)	111	113	67	71	74	78
营业成本 (百万元)	109	87	52	54	57	60
毛利率	2%	23%	23%	23%	23%	23%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表57: 收费公路成本预测 (百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>收费公路成本</b>	<b>4,164</b>	<b>4,235</b>	<b>4,255</b>	<b>4,492</b>	<b>4,509</b>	<b>4,779</b>
人工薪酬	738	808	815	854	871	886
折旧摊销	2,748	2,748	2,740	2,928	2,928	3,174
养护成本	612	612	631	640	640	649
其他	66	66	70	70	70	70

来源: 公司公告, 国金证券研究所



由于高速公路企业成本支出较为稳定，预计 2023-2025 年公司销售费用率均为 0.1%。预计 2023-2025 年公司管理费用率均为 4.1%。

**图表58：重要费用率预测**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用率	4.7%	4.5%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用率	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 6.2 投资建议及估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 35 亿元、39 亿元、45 亿元，对应 PE 分别为 8.9x、7.9x、6.8x。由于公司改扩建成长性强，高分红彰显投资价值，参考 2023 年行业平均 PE 倍数 9.5x 以及公司 2021-2022 平均 PE 倍数 10.5x，给予 2023 年 10.3 倍估值，目标价格为 7.44 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**图表59：可比公司估值比较（市盈率法）**

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
000429.SZ	粤高速 A	7.49	0.81	0.72	0.77	0.83	0.88	9.27	10.45	9.69	9.03	8.56
600377.SH	宁沪高速	9.87	0.87	0.72	0.90	0.98	1.03	11.34	13.70	11.00	10.08	9.56
001965.SZ	招商公路	9.03	0.82	0.78	0.91	0.99	1.09	11.00	11.62	9.98	9.13	8.26
600012.SH	皖通高速	9.22	0.88	0.90	1.07	1.17	1.19	10.44	10.22	8.62	7.87	7.72
600548.SH	深高速	9.20	1.21	1.24	1.12	1.27	1.41	7.59	7.40	8.18	7.24	6.54
平均值										<b>9.49</b>	<b>8.67</b>	<b>8.13</b>
600350.SH	山东高速	6.43	0.63	0.59	0.72	0.81	0.94	10.14	10.87	8.91	7.90	6.84

来源：Wind，国金证券研究所 备注：股价日期为 2023 年 7 月 21 日。

## 七、风险提示

经济修复不及预期。车流量是影响公司业绩核心因素，若经济修复不及预期，会影响货运需求以及居民出行需求，从而导致公司盈利不及预期。

改扩建工程建设进度不及预期。目前公司正在改扩建工程有京台高速和济菏高速，两者均为公司重要路产，营收占比高。若改扩建进度不及预期，则会在一段时间内限制公司车流量，导致公司营业减少。

高速公路收费政策变化。通行费用由发改委或财政制定，若出现收费政策超预期下调，则会对公司盈利造成重大打击。

投资收益大幅缩减风险。公司投资收益占公司业绩比重较大，且具有不确定性，若因为投资公司收益大幅减少、投资产品违约等情况导致投资收益大幅缩减，则会拖累公司业绩。

限售股解禁风险。2023 年 7 月 12 日，公司 1318.52 万股限售股份解禁，占总股本 0.27%，若解禁股票被大量抛售，则会造成公司股价下挫。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
<b>主营业务收入</b>	<b>11,365</b>	<b>16,204</b>	<b>18,486</b>	<b>19,977</b>	<b>21,192</b>	<b>22,480</b>	货币资金	2,261	4,734	4,915	4,044	3,815	4,602	
增长率	42.6%	14.1%	8.1%	6.1%	6.1%	6.1%	应收款项	4,999	6,212	6,895	6,993	7,419	7,870	
<b>主营业务成本</b>	<b>-7,560</b>	<b>-9,184</b>	<b>-12,078</b>	<b>-12,672</b>	<b>-12,938</b>	<b>-13,457</b>	存货	1,390	1,456	324	937	993	1,032	
%销售收入	66.5%	56.7%	65.3%	63.4%	61.1%	59.9%	其他流动资产	4,198	3,987	7,045	6,596	6,690	6,884	
<b>毛利</b>	<b>3,805</b>	<b>7,020</b>	<b>6,408</b>	<b>7,305</b>	<b>8,254</b>	<b>9,022</b>	流动资产	12,847	16,388	19,180	18,571	18,915	20,389	
%销售收入	33.5%	43.3%	34.7%	36.6%	38.9%	40.1%	%总资产	13.8%	13.0%	14.0%	13.5%	13.6%	14.3%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-79</b>	<b>-108</b>	<b>-97</b>	<b>-100</b>	<b>-106</b>	<b>-112</b>	长期投资	17,221	18,573	21,059	21,422	21,525	21,725	
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	17,748	24,953	12,521	11,930	11,314	11,068	
<b>销售费用</b>	<b>-11</b>	<b>-19</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	%总资产	19.1%	19.8%	9.1%	8.7%	8.1%	7.8%	
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	42,661	63,936	70,700	71,567	73,484	75,447	
<b>管理费用</b>	<b>-537</b>	<b>-736</b>	<b>-756</b>	<b>-809</b>	<b>-873</b>	<b>-931</b>	非流动资产	80,070	109,518	117,867	118,898	120,299	122,212	
%销售收入	4.7%	4.5%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	%总资产	86.2%	87.0%	86.0%	86.5%	86.4%	85.7%	
<b>研发费用</b>	<b>-68</b>	<b>-136</b>	<b>-176</b>	<b>-170</b>	<b>-191</b>	<b>-202</b>	<b>资产总计</b>	<b>92,917</b>	<b>125,906</b>	<b>137,046</b>	<b>137,469</b>	<b>139,214</b>	<b>142,601</b>	
%销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	短期借款	6,554	6,105	4,410	11,464	9,379	8,152	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>3,110</b>	<b>6,021</b>	<b>5,368</b>	<b>6,215</b>	<b>7,071</b>	<b>7,764</b>	应付款项	8,428	14,822	14,899	15,597	16,088	16,963	
%销售收入	27.4%	37.2%	29.0%	31.1%	33.4%	34.5%	其他流动负债	3,397	3,124	5,416	5,639	5,723	5,832	
<b>财务费用</b>	<b>-1,609</b>	<b>-1,946</b>	<b>-1,829</b>	<b>-1,968</b>	<b>-2,164</b>	<b>-2,042</b>	流动负债	18,379	24,050	24,725	32,701	31,189	30,947	
%销售收入	14.2%	12.0%	9.9%	9.8%	10.2%	9.1%	长期贷款	34,978	50,011	51,349	51,349	51,349	51,349	
<b>资产减值损失</b>	<b>-108</b>	<b>13</b>	<b>-209</b>	<b>0</b>	<b>-97</b>	<b>-150</b>	其他长期负债	3,266	5,041	8,717	8,404	8,418	8,438	
公允价值变动收益	0	0	78	0	0	0	负债	56,623	79,102	84,792	92,454	90,957	90,734	
<b>投资收益</b>	<b>1,472</b>	<b>975</b>	<b>1,740</b>	<b>1,376</b>	<b>1,415</b>	<b>1,455</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>31,451</b>	<b>37,198</b>	<b>39,657</b>	<b>31,538</b>	<b>33,901</b>	<b>36,630</b>	
%税前利润	49.3%	18.8%	35.9%	24.2%	22.6%	20.6%	其中：股本	4,811	4,811	4,827	4,827	4,827	4,827	
<b>营业利润</b>	<b>2,930</b>	<b>5,152</b>	<b>5,245</b>	<b>5,623</b>	<b>6,225</b>	<b>7,027</b>	未分配利润	18,254	19,321	19,612	21,708	24,071	26,800	
营业利润率	25.8%	31.8%	28.4%	28.1%	29.4%	31.3%	少数股东权益	4,844	9,606	12,597	13,477	14,357	15,237	
<b>营业外收支</b>	<b>55</b>	<b>34</b>	<b>-399</b>	<b>56</b>	<b>33</b>	<b>23</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>92,917</b>	<b>125,906</b>	<b>137,046</b>	<b>137,469</b>	<b>139,214</b>	<b>142,601</b>	
<b>税前利润</b>	<b>2,985</b>	<b>5,185</b>	<b>4,846</b>	<b>5,679</b>	<b>6,258</b>	<b>7,050</b>	<b>比率分析</b>		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	26.3%	32.0%	26.2%	28.4%	29.5%	31.4%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-845</b>	<b>-1,267</b>	<b>-1,106</b>	<b>-1,306</b>	<b>-1,439</b>	<b>-1,621</b>	每股收益	0.424	0.634	0.591	0.722	0.814	0.940	
所得税率	28.3%	24.4%	22.8%	23.0%	23.0%	23.0%	每股净资产	6.537	7.732	8.215	6.516	7.004	7.568	
<b>净利润</b>	<b>2,139</b>	<b>3,918</b>	<b>3,740</b>	<b>4,373</b>	<b>4,819</b>	<b>5,428</b>	每股经营现金净流	0.896	2.036	1.059	1.664	1.737	1.907	
少数股东损益	100	866	885	880	880	880	每股股利	0.380	0.400	0.400	0.289	0.326	0.377	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,039</b>	<b>3,052</b>	<b>2,855</b>	<b>3,493</b>	<b>3,939</b>	<b>4,548</b>	<b>回报率</b>							
净利率	17.9%	18.8%	15.4%	17.5%	18.6%	20.2%	净资产收益率	6.48%	8.21%	7.20%	11.08%	11.62%	12.42%	
							总资产收益率	2.19%	2.42%	2.08%	2.54%	2.83%	3.19%	
							投入资本收益率	2.83%	4.35%	3.73%	4.32%	4.86%	5.23%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	52.66%	42.57%	14.09%	8.06%	6.08%	6.08%	
							EBIT增长率	-12.14%	93.60%	-10.84%	15.76%	13.78%	9.79%	
							净利润增长率	-33.01%	49.70%	-6.45%	22.34%	12.75%	15.48%	
							总资产增长率	15.63%	35.50%	8.85%	0.31%	1.27%	2.43%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	8.4	22.7	31.2	30.0	30.0	30.0	
							存货周转天数	71.1	56.6	26.9	27.0	28.0	28.0	
							应付账款周转天数	220.0	291.4	307.2	308.0	312.0	318.0	
							固定资产周转天数	297.6	222.2	210.6	174.9	145.7	120.3	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	108.10%	109.78%	96.85%	130.03%	117.44%	105.39%	
							EBIT利息保障倍数	1.9	3.1	2.9	3.2	3.3	3.8	
							资产负债率	60.94%	62.83%	61.87%	67.25%	65.34%	63.63%	

来源：公司年报、国金证券研究所



### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入					
增持					
中性					
减持					
评分					

来源：聚源数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价

来源：国金证券研究所

### 投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究