

山东高速 (600350.SH)

评级：买入 首次评级

公司研究

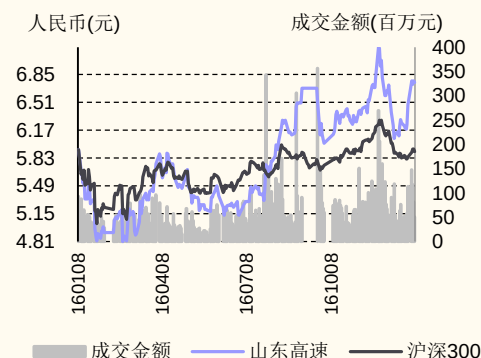
市场价格 (人民币): 6.75 元

山东国改平台，加速转型升级

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	4,811.17
总市值(百万元)	32,475.37
年内股价最高最低(元)	7.18/4.81
沪深 300 指数	3347.67
上证指数	3154.32



公司基本情况 (人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.535	0.573	0.703	0.753	0.724
每股净资产(元)	4.40	4.77	5.29	5.87	6.41
每股经营性现金流(元)	0.56	0.69	1.65	1.43	1.40
市盈率(倍)	9.42	12.40	9.60	8.97	9.32
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	20.96	20.96	20.96
净利润增长率(%)	10.86%	7.13%	22.61%	7.11%	-3.80%
净资产收益率(%)	12.15%	12.02%	13.28%	12.83%	11.29%
总股本(百万股)	4,811.17	4,811.17	4,811.17	4,811.17	4,811.17

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **济青高速扩建延长收费期限，有利长期发展：**山东高速主营收费公路运营管理，收入增幅近年总体平稳。济青高速是公司核心资产，2016 年上半年，济青高速贡献 47% 的通行费，但已接近饱和。为了缓解济青高速公路交通压力，2016 年初济青高速改扩建开工，估算总投资 308 亿元。工程对车流量有一定影响，但随着竣工后车流量提升，将为公司通行费收入提供新的增长动力。并且收费期限将延长 15 年，有利于公司可持续发展。
- **高速公路预期涨价，短期提振盈利：**相比邻省，山东省高速公路收费标准偏低，或将进行上调。同时，山东省委、省政府决定高速公路通行费由政府定价改为政府指导价。这为公路收费自主定价清除障碍。中性假设下，客货通行费率平均提高 10%，公司净利润将提升 17.6%，通行费率的提升对公司业绩增厚效应明显。
- **盘活资产，转型升级提供新动力：**山东高速战略转型初见成效。公司依托主业优势，通过委托管理、存量盘活等方式加快地产项目开发和资金回收进度，2016 年前三季度投资收益录得 6.3 亿元，相比 2015 年同期增加 5.6 亿元，贡献了该期 72.8% 的净利润增量。同时，公司实施“资本驱动”战略，在金融、新能源等领域的股权投资收益明显，优良的投资也为山东高速进行转型升级指引方向，有助于增加新的利润点。
- **引入战略投资者，国企混改实现突破：**公司正通过定增引进安邦资产和华融信托两家战略投资者，混改落地可期。本次定增，将缓解资金压力，对公司财务状况带来积极影响。更重要的是，安邦和华融拥有丰富的资本运作经验，将为公司转型升级提供战略指导，有利于加速多元化发展。引入战投作为国改突破口，我们认为公司将继续发力改革，从而进一步提升运营效率。

投资建议

- 山东高速具有低估值，高盈利能力和高股息率的特点，安全性显著。公司主业稳健，伴随资产盘活，引入战略投资者形成国企混改突破，公司股价或将迎来催化，估值实现修复。在不考虑增发摊薄情况下，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.70 元、0.75 元、0.72 元，对应 PE 分别为 9.6 倍、9.0 倍、9.3 倍，给予“买入”评级。

风险

- 车流量增长缓慢，提价政策落空，国企改革和定增进度低于预期。

苏宝亮 分析师 SAC 执业编号：S1130516010003
(8610)66216815
subaoliang@gjzq.com.cn

内容目录

公路收费主业稳健，盘活资产加快产业升级	3
济青高速扩建延长收费期限，有利长期发展	3
高速公路预期涨价，短期提振盈利	5
盘活资产，转型升级提供新动力	6
国企改革先头部队，股价或将迎来催化	7
引入战略投资者，国企混改实现突破	7
高股息率，低估值，山东高速安全性显著	9
投资建议与估值	10
风险提示	10

图表目录

图表 1：山东高速收入近年增长平稳	3
图表 2：2016 H1 通行费占比营业收入达 97%	3
图表 3：2016 H1 济青高速收入占比通行费达 43%	4
图表 4：济青高速毛利率近年维持较高水平	4
图表 5：济青高速扩建工程预计 2030 年实现盈利	4
图表 6：山东省高速公路车辆通行收费标准普遍低于相邻省份	5
图表 7：山东省高速货运基本费率具有上调空间	5
图表 8：高速收费标准提升增厚公司业绩	6
图表 9：山东高速房地产开发经营子公司业绩惨淡	7
图表 10：公司现有房地产项目	7
图表 11：定向增发前后股本变化	8
图表 12：定增完成对公司每股收益有一定稀释作用	8
图表 13：山东高速盈利能力领先，估值偏低	9
图表 14：山东高速 PE Band	10

公路收费主业稳健，盘活资产加快产业升级

- 山东高速主营收费公路运营管理。公司收费公路资产遍布山东、河南、湖南三省，总里程达 1,063.3 公里。山东高速作为唯一依托山东省为腹地的公路上市公司，山东境内公路里程达 885.2 公里，占比 83.2%。公司实施“行业领先”战略，但不再进行造价高昂的高速公路新建工程，转而通过兼并收购，获得产业优质项目。2015 年以 1.5 亿元收购山东利津黄河公路大桥有限公司 65% 股权；以 1.9 亿元收购山东高速齐鲁建设交通运输管理服务股份有限公司 100% 股权，积极进行低成本、高效率主业扩张。

公司收入增幅总体平稳，2013 年至 2015 年连续三年维持在 10% 左右。由于 2016 年 8 月开始，全国范围内开展整治公路货车违法超限超载专项行动，2016 年前三季度，公司营业收入 47.3 亿元，同比下降 1.4%，相比 2016 年上半年，增幅下降 3.72 个百分点。

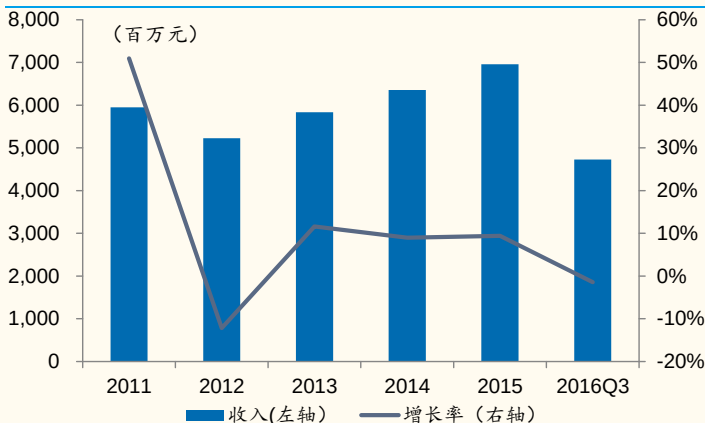
2016 年前三季度，山东高速业绩相反却大幅上涨。公司实现归属母公司净利润 24.6 亿元，同比增长 44.7%，净利率达到 52.1%，相比 2015 年同期增加 16.6 个百分点。主要由于：1) 公司于 2015 年下半年将公路折旧方法由原来的直线法变更为车流量法，折旧费用大幅下降；2) 由于转让部分房地产公司，投资收益前三季度投资收益录得 6.3 亿元，相比 2015 年同期增加 5.6 亿元，同比增加 805.1%，贡献了 72.8% 的净利润增量。

济青高速扩建延长收费期限，有利长期发展

- 山东高速坐拥区位优势。公司所辖路桥资产位于山东经济较发达地区，贯穿山东工业走廊，途径省内的各大政治，工业，经济中心以及港口城市，同时连接山东主要旅游城市，囊括了境内黄河干流上的主要公路大桥，在山东交通及经济基础建设中举足轻重。

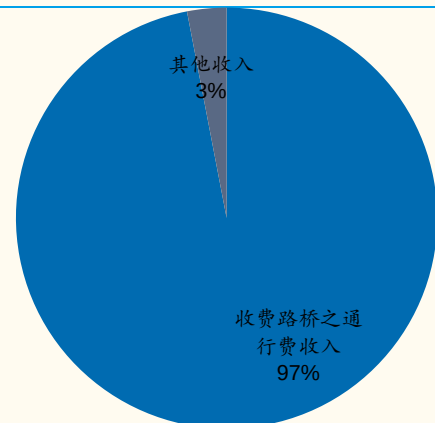
公路收费为公司收入主要来源。2016 年上半年，收费路桥之通行费收入 29.2 亿元，同比增长 4.95%，占比营业收入 97.0%。

图表 1：山东高速收入近年增长平稳



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：2016 H1 通行费占比营业收入达 97%



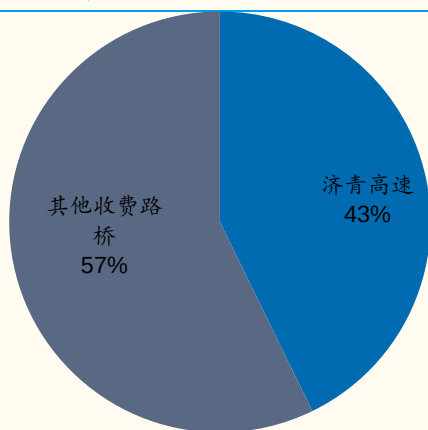
来源：公司公告，国金证券研究所

- 济青高速连接山东省政治中心济南和经济中心青岛，是公司核心资产。2016 年上半年，济青高速贡献通行费 12.5 亿元，占比通行费达 43%，为公司提供了充足的现金流。另外，济青高速毛利率较高，2016 年上半年，该路段毛利率为 79.7%，比整体营业毛利率 68.6% 高 11.1 个百分点，运营效益优势明显。
- 济青高速 2015 年收入 31.1 亿元，同比增长 17.1%。在经过 2015 年收入的高速增长后，流量已接近饱和，2016 年上半年济青高速通行费收入已出现下滑趋势，同比下降 0.9%。为了缓解济青高速公路交通压力，2016 年初济青高速改扩建工程顺利开工，预计工期 42 个月，于 2019 年 6 月底竣工。项目估算总投资 308 亿元，其中自有资金约 77 亿元。

施工期间，工程主要采用“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，预计项目前期主要为道路加宽，施工地点为道路两侧，对于原先道路行车影响不大。预计 2017 年下半年以及 2018 年新建道路与原有道路拼接时，会对车流量有一定影响。但考虑到 2016 年下半年治超，导致低基数效应，预计施工对于公司 2017 年整体车流量负面影响不明显。

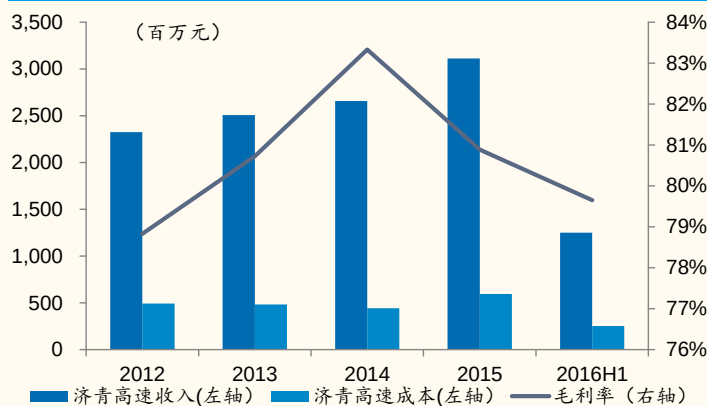
- 工程竣工后，济青高速将改为双向 8 车道，折旧费用将大幅增加，但车流量会逐渐提升，为公司通行费收入提供新的增长动力。并且原本济青高速经营收费期限将于 2029 年到期，扩建结束后，收费期限将改为竣工后 25 年，至 2044 年，即收费期限将延长 15 年，这为公司可持续发展提供新的砝码。竣工后，伴随运营期间两次大修，项目预计 2030 年开始实现盈利。根据测算，项目财务净现值为 37.9 亿元 ($i=6.0\%$)，对比公司当前约 320 亿元的市值，约可增厚公司市值达 12%。

图表 3：2016 H1 济青高速收入占比通行费达 43%



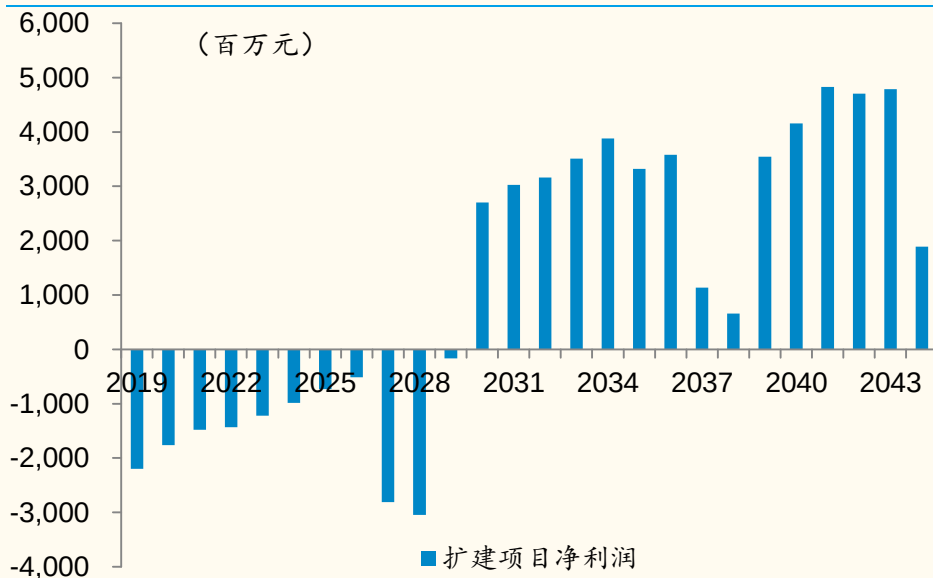
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：济青高速毛利率近年维持较高水平



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：济青高速扩建工程预计 2030 年实现盈利



来源：公司公告，国金证券研究所

高速公路预期涨价，短期提振盈利

- 相比周边省份，山东省高速公路收费标准偏低，或将进行调整。2006 年，山东省物价局、山东省财政厅、山东省交通厅所发布《关于明确收费公路车辆通行费征收政策的通知》，车辆通行收费标准已沿用十年有余。其中对于高速一类客车收费 0.4 元/公里，更是从 1998 年至今未变。长时间不曾调整，山东省公路收费标准相比临近省份（河北、河南、江苏、安徽），已明显偏低，收费标准存在上调空间。

邻省第一类车收费标准基本为 0.45 元/公里，高于山东省此项费率 12.5%。对于第二、三、四类车辆，相邻省份收费标准跨度更大，导致山东省高速公路通行价格大幅度低于相邻省份，比如河北省对于第四类车辆收费标准为 1.36 元/公里，高于山东省 81.3%。

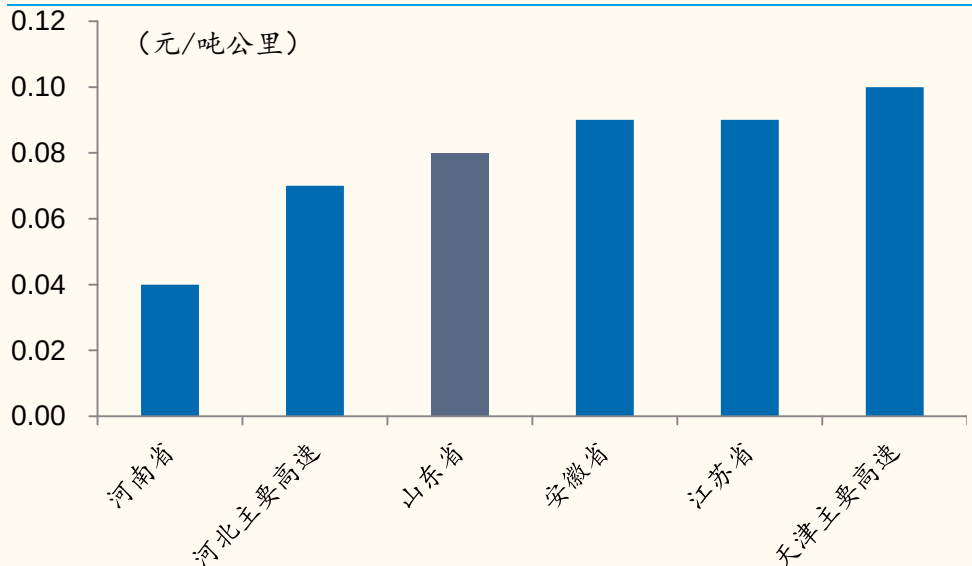
高速公路货运主要采用计重费率。山东省对于车货总质量小于 10 吨的基本费率为 0.08 元/吨公里，相比临近省市，同样处于较低位置。

图表 6：山东省高速公路车辆通行收费标准普遍低于相邻省份

收费标准（元/公里）	山东省	河北省 主要高速	河南省	安徽省	江苏省
第一类（≤7座）	0.40	0.40	0.45	0.45	0.45
第二类（8~19座）	0.50	0.70	0.65	0.80	0.68
第三类（20~39座）	0.60	1.10	0.85	1.10	0.90
第四类（≥40座）	0.75	1.36	1.00	1.30	0.90

来源：互联网，国金证券研究所

图表 7：山东省高速货运基本费率具有上调空间



来源：互联网，国金证券研究所

- 另外，收费标准上调具有政策支持。2016 年 6 月 29 日，为深入贯彻落实《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》，中共山东省委、省政府印发《关于推进价格机制改革的实施意见》，强调推进交通运输价格改革，要求“完善主要由市场决定公路运价的机制；逐步取消一级公路收费站，高速公路通行费由政府定价改为政府指导价”。这为山东高速公路收费自主定价提供操作空间，清除障碍。

由于山东省境内现有收费标准偏低，山东高速有较大可能自主进行通行费上调。公司在山东境内公路资产高占比，费率标准的提高为通行费收入提供利好，并将进一步提升公司盈利能力。

我们测算，在客货通行费率平均增加 5%、10%、15%、20% 的假设下，公司净利润将分别提升 8.8%、17.6%、26.4%、35.2%。通行费率的提升对公司业绩增厚效应明显。

图表 8：高速收费标准提升增厚公司业绩

	5%	10%	15%	20%
2015 年净利润（百万元）	2,758			
通行费收入（百万元）	6,478			
调整后通行费收入（百万元）	6,802	7,126	7,450	7,774
调整后通行费收入增加（百万元）	324	648	972	1,296
所得税税率	25%	25%	25%	25%
调整后净利润增长（百万元）	243	486	729	972
调整后净利润（百万元）	3,001	3,244	3,487	3,730
净利润敏感性	8.8%	17.6%	26.4%	35.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

盘活资产，转型升级提供新动力

- 公路行业通行费收入可以提供充裕的现金流，但具有投资大、回收期长、收益率低的特点，并且伴随原材料和土地使用费用的增加，公路工程造价也不断攀升。并且原有公路收费终有到期日，迫使公司跳出传统思维，积极进行多元化布局。

山东高速早在 2007 年便开始进行多元化布局，多元化业务包含房地产投资开发、金融、环保、矿产等领域股权投资，期望通过投资收益弥补收费公路长期收益的不足。但从实际投资收益分析，部分多元化投资公司业绩疲软，并没有实现预期效益，因此公司开始思考进行战略转型。

- 2015 年，山东高速战略转型初见成效。公司通过委托管理、存量盘活等方式加快地产项目开发和资金回收进度，在 2015 年，房地产销售收入为 2.4 亿元，2014 年该项收入仅为 608 万元，同比增长达到 3,883.3%。

另外，山东高速为加速战略转型，开始集中处理下属地产开发经营公司及其项目。公司于 2016 年 6 月，通过山东产权交易中心公开挂牌转让青岛绿城华景置业有限公司（绿城华景）60% 股权、山东财富纵横置业有限公司（财富纵横）51% 股权及山东高速绿城莱芜雪野湖开发有限公司（绿城莱芜雪野湖）41% 股权，以及全部债权，此次交易预计贡献 2016 年净利润 4.0 亿元，相比 2015 年净利润，可增厚 14.5%；2016 年 8 月，山东高速挂牌山东高速西城置业有限公司地产畅和苑项目 B3、B6 住宅地块，项目评估值为 16.8 亿元，预计为公司贡献税前利润 3.3 亿元；2016 年 11 月，全资子公司山东高速投资发展有限公司挂牌转让雪野湖酒店在建工程项目。

山东高速通过上述完成的转让交易，2016 年前三季度投资收益录得 6.3 亿元，相比 2015 年同期增加 5.6 亿元，同比增加 805.1%，贡献了该期 72.8% 的净利润增量。

分析挂牌转让的三家子公司，2015 年，绿城华景、财富纵横、绿城莱芜雪野湖分别亏损 2,084 万元、758 万元、360 万元。可见，山东高速正在对经济效益较低的地产公司进行处理。山东高速剩余的主要 7 家房地产开发经营公司，其中五家 2015 年业绩录得亏损，另外两家在 2016 年上半年业绩也转为负数。

- 我们预计，公司将继续清理业绩余下的房地产经营公司及其开发项目，在税前利润率与畅和苑项目相同的情况下，将实现税前利润 8.3 亿元。清理过程将盘活存量资产，确保实现投资收益，帮助公司回笼资金的同时，增厚公司业绩。

图表 9：山东高速房地产开发经营子公司业绩惨淡

房地产开发经营子公司	持有权益 (%)	注册资本 (百万元)	总资产 (百万元)	净资产 (百万元)	净利润 (百万元)	归属母公司权益 (百万元)
烟台合盛房地产开发有限公司	100%	100	1,193.0	-116.5	-85.2	-116.5
济南盛邦置业有限公司	60%	20	709.2	-168.5	-43.5	-101.1
山东高速火山岛(漳州)置业有限公司	51%	10	6.0	-5.9	-8.9	-3.0
济南汇博置业有限公司	60%	20	466.0	-17.5	-6.9	-10.5
济南璞园置业有限公司	60%	50	900.8	49.4	-0.5	29.7
山东高速章丘置业发展有限公司	60%	100	2,347.5	208.4	22.7	125.1
山东高速西城置业有限公司	60%	50	4,914.7	31.1	30.1	18.7

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：公司现有房地产项目

子公司	持有权益	项目名称	开发成本 (百万元)	归属于母公司开发成本 (百万元)	预计税前利润 (百万元)
西城置业	60%	腊山河东局项目	1,949.4	1,169.6	231.2
济南投资	60%	国博园项目	488.7	293.2	58.0
	60%	文化中心项目	290.6	174.4	34.5
章丘置业	60%	玉兰花园项目	236.0	141.6	28.0
	60%	玉兰花园项目(i)	374.3	224.6	44.4
	60%	上下河项目	870.9	522.6	103.3
盛邦置业	60%	盛邦置业项目	708.3	425.0	84.0
合盛房地产	100%	夹河岛项目	1,186.6	1,186.6	234.5
滨州置业	100%	滨州住宅项目	44.8	44.8	8.9
合计			6,149.6	4,182.3	826.6

来源：公司公告，国金证券研究所

- 山东高速转型升级发展过程中，依托主业优势，实施“资本驱动”战略，在金融、新能源等领域的股权投资收益明显。其中，公司持股比例为 7.59% 的联营企业威海市商业银行，2016 年上半年实现营业收入 19.9 亿元，净利润 8.0 亿元；公司持股比例为 7.59% 的能源公司山东高速（深圳）投资有限公司，2016 年上半年实现净利润 2.1 亿元。这些优良的投资也为山东高速多元化经营，进行战略转型指引方向。

2016 年 7 月，山东高速认购 15 亿元济南恒大专项基金，预计第一年和第二年投资收益为 1.0 亿元和 0.3 亿元；2016 年 10 月，山东高速成功认购东兴证券非公开发行股份 1.2 亿股，总价款 22.6 亿元。认购后，持有东兴证券增发后总股本的 4.4%，成为其第二大股东，获得一个董事席位。参股上市金融类企业，与公司两大战略相吻合，有利于完善资产结构，增加新的利润点。

国企改革先头部队，股价或将迎来催化

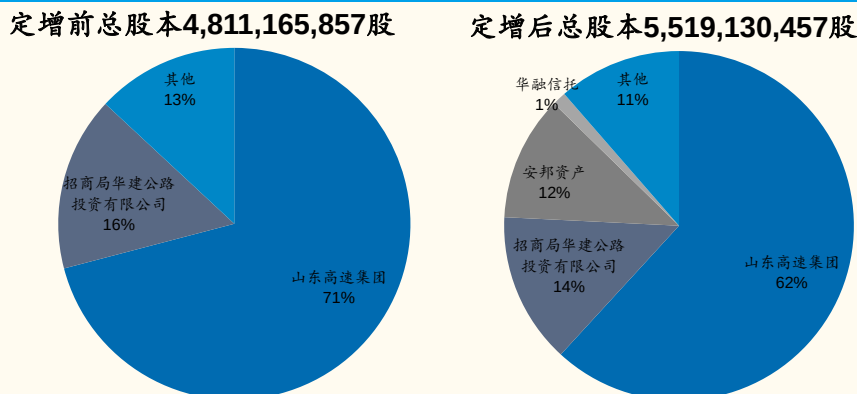
引入战略投资者，国企混改实现突破

- 山东高速国企地位稳固。2016 年半年报显示，国有控股股东山东高速集团有限公司持股比例达到 70.9%，另外，国有企业招商局华建公路投资有限公司持有 16.0%。中央经济工作会议提出混合所有制改革是国企改革的重要突破口，2017 年将是国企改革落地之年，混改作为国企改革的深水区，混改政策值得期待。在国企改革的宏观背景下，山东省作为国改先驱省份，山东高速也积极探索公司改革措施，试图改善公司治理结构，激发公司经营活力。

公司正通过非公开发行引进安邦资产管理有限责任公司（安邦）和华融国际信托有限责任公司（华融）两家战略投资者。通过此次定增，公司将新发行股票 7.1 亿股，发行价格为 5.65 元/股，募集金额 40 亿元，用于济青

高速扩建工程。定增完成后，安邦和华融将分别持有上市公司 11.5%和 1.3% 的股权。目前定增方案已通过股东大会决议，正在等待证监会核准。

图表 11：定向增发前后股本变化



来源：公司公告，国金证券研究所

- 首先，本次定增所募集资金，将用于济青高速扩建工程中，一定程度上可以缓解工程资金压力，对公司财务状况带来积极影响。公司总资产和净资产将有所增加，资产负债率将下降，有利于降低财务风险，提高偿债能力，从而提高公司的整体竞争力，净资产的增加也可增强公司未来多渠道融资的能力。

更重要的是，作为交运行业险资举牌第一单，山东高速引入安邦和华融两家战略投资者，将为公司实现混合所有制改革。伴随保险和信托资产的进入，山东高速经营效率势必会得到进一步提高。而且安邦和华融拥有丰富的资本运作经验，将为山东高速“行业领先”和“资本驱动”的战略转型升级提供指导，有利于公司更加快速的进行多元化发展。

- 定增完成后，由于公司股本和净资产提高，而济青高速扩建工程周期较长，根据上文分析，募集资金的使用效益需要一定时间实现，短期内公司净资产收益率和每股收益有下降的风险。

假设定增将于 2017 年 6 月底完成，在 2017 年利润增长 10%、20%、30% 的情况下，定增稀释后的每股收益分别为 0.59 元、0.64 元、0.69 元，稀释比例达到 6.9%。

图表 12：定增完成对公司每股收益有一定稀释作用

	10%	20%	30%
定增前普通股股数	4,811,165,857		
定增后普通股股数	5,519,130,457		
加权普通股股数	5,165,148,157		
2015年净利润（百万元）	2,757.9		
2015年每股收益	0.57		
预计净利润（百万元）	3,033.7	3,309.4	3,585.2
基本每股收益（元）	0.63	0.69	0.75
稀释比例	6.9%		
稀释每股收益（元）	0.59	0.64	0.69

来源：公司公告，国金证券研究所

- 定增预案中，公司为了弥补摊薄即期回报，提出将改进完善业务流程，提高公司的资产盈利能力。另外，公司还将建立有市场竞争力的薪酬体系，引进市场优秀人才。我们认为，此次引入战投是山东高速国改突破口，接下来在公司治理和员工激励等其他重点领域，山东高速将继续发力改革，从而进一步提升运营效率。

高股息率，低估值，山东高速安全性显著

- 山东高速分红稳定，2013 年至 2015 年每 10 股派息数分别为 1.51 元，1.94 元、1.79 元，派息率 31.3%、36.3%、31.2%，股息率 2.2%、2.9%、2.7%，股息率在行业中领先。并且，公司在定增预案中承诺，2016-2018 年，每年以现金形式分配的利润将继续不少于当年实现的可分配利润的 30%，且以现金方式累计分配的利润原则上不少于该三年实现的年均可分配利润的 90%。目前在公路行业中，山东高速股息率已经排名前列。战略投资者进入后，由于保险资产对于分红率的高要求，预计潜在高股息率将对股价产生催化。
- 公路行业 18 家上市公司中，山东高速盈利能力领先，净利率排名第四、毛利率排名第七、ROE 排名第四，均位于行业前列。但目前公司动态 PE 估值仅 10 倍左右，在同行业处于低位，PB 估值 1.3 倍左右，相比行业同样具有吸引力。山东高速作为交通运输行业险资举牌第一单，业绩稳健，盈利能力强，股息率高，加之估值较低，相比安邦之前举牌的房地产、银行和商贸领域，山东高速具有较强的安全性。

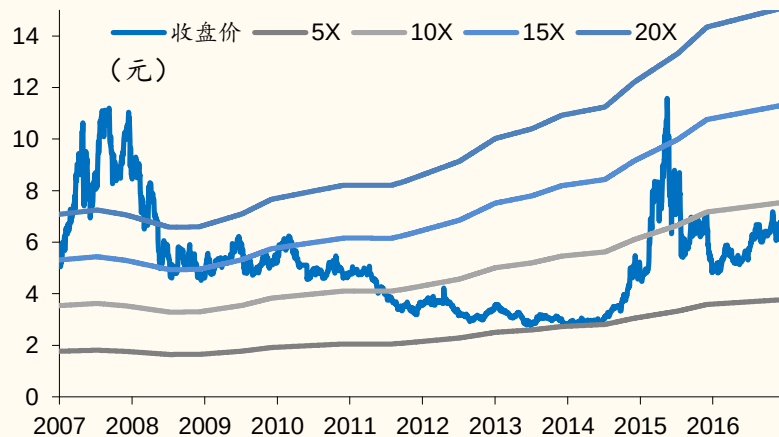
图表 13：山东高速盈利能力领先，估值偏低

	市盈率 (TTM)	市净率	毛利率	净利率	ROE	股息率
赣粤高速	9.8	0.9	39.9%	26.1%	6.9%	2.9%
山东高速	9.9	1.3	68.6%	51.2%	10.4%	2.7%
现代投资	11.4	1.1	17.8%	8.2%	7.5%	0.5%
四川成渝	11.5	1.2	36.0%	21.4%	7.9%	1.6%
粤高速A	12.3	1.8	58.4%	45.3%	11.9%	2.1%
宁沪高速	13.3	2.0	57.3%	40.1%	11.1%	4.7%
福建高速	13.5	1.2	69.4%	37.6%	7.6%	2.8%
深高速	14.8	1.5	48.3%	33.5%	7.6%	4.0%
华北高速	15.0	1.2	57.3%	35.5%	5.9%	1.6%
东莞控股	15.7	2.7	70.6%	68.9%	12.8%	2.4%
五洲交通	18.7	1.6	73.9%	20.1%	6.7%	0.4%
重庆路桥	20.5	2.0	87.6%	106.2%	7.4%	1.0%
楚天高速	20.9	2.1	69.1%	33.9%	7.6%	1.5%
中原高速	21.5	1.2	59.2%	22.8%	4.2%	3.5%
吉林高速	25.3	2.0	71.7%	29.6%	6.0%	0.8%
龙江交通	25.4	2.4	62.3%	67.1%	7.0%	0.9%
皖通高速	30.5	3.4	58.2%	36.7%	8.3%	1.3%
海南高速	82.2	2.0	67.6%	31.7%	1.9%	NA
行业平均	14.4	1.5	49.9%	30.8%	10.4%	2.0%

来源：互联网，国金证券研究所

- 山东高速与自身历史相比，估值同样处于低位。借助此次引进战略投资者，以及国企改革的催化，市场或将重新认识到山东高速价值所在，公司有望进行估值修复。

图表 14：山东高速 PE Band



来源：Wind，国金证券研究所

投资建议与估值

- 山东高速以路桥通行费为主要营业收入，并依托主业优势，积极进行战略转型升级，我们认为：（1）公路收费主业稳健，济青高速扩建工程虽然会对车流量造成一定负面影响，但收费期将延长 15 年，对公司长期发展形成利好；（2）山东省高速公路收费标准低于临近各省，在通行费变为政府指导价后，公司有望上调收费标准，短期增厚公司业绩；（3）公司战略转型初见成效，预计将继续通过加快房地产项目开发和资金回收进度，盘活资产，为进一步转型升级奠定基础；（4）山东高速通过引入安邦和华融战略投资者，形成国企混改突破，预计今后将借助战投丰富的资本运作能力和资源，加速多元化发展。
- 基于以上假设，在不考虑增发摊薄情况下，我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.70 元、0.75 元、0.72 元，对应 PE 分别为 9.6 倍、9.0 倍、9.3 倍，给予“买入”评级。

风险提示

- 车流量增长缓慢，提价政策落空，国企改革和定增进度低于预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	5,831	6,355	6,955	6,964	7,641	7,816
增长率		9.0%	9.4%	0.1%	9.7%	2.3%
主营业务成本	-1,961	-2,253	-2,424	-2,314	-2,541	-2,610
%销售收入	33.6%	35.4%	34.9%	33.2%	33.3%	33.4%
毛利	3,870	4,102	4,531	4,651	5,100	5,206
%销售收入	66.4%	64.6%	65.1%	66.8%	66.7%	66.6%
营业税金及附加	-237	-287	-317	-139	-153	-156
%销售收入	4.1%	4.5%	4.6%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-34	-47	-36	-56	-61	-63
%销售收入	0.6%	0.7%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-362	-378	-407	-418	-458	-469
%销售收入	6.2%	5.9%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	3,237	3,390	3,770	4,038	4,428	4,519
财务费用	55.5%	53.3%	54.2%	58.0%	57.9%	57.8%
%销售收入	-373	-473	-50	-226	-295	-370
%销售收入	6.4%	7.4%	0.7%	3.2%	3.9%	4.7%
资产减值损失	-6	0	-129	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	136	307	78	500	500	300
%税前利润	4.5%	9.1%	2.1%	11.4%	10.6%	6.6%
营业利润	2,994	3,223	3,669	4,312	4,632	4,449
营业利润率	51.3%	50.7%	52.8%	61.9%	60.6%	56.9%
营业外收支	59	147	55	90	90	90
税前利润	3,053	3,370	3,724	4,402	4,722	4,539
利润率	52.4%	53.0%	53.6%	63.2%	61.8%	58.1%
所得税	-813	-932	-1,038	-1,100	-1,181	-1,135
所得税率	26.6%	27.6%	27.9%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,240	2,438	2,686	3,301	3,542	3,404
少数股东损益	-82	-136	-71	-80	-80	-80
归属于母公司的净利润	2,322	2,574	2,758	3,381	3,622	3,484
净利率	39.8%	40.5%	39.7%	48.6%	47.4%	44.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,240	2,438	2,686	3,301	3,542	3,404
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1,252	1,389	1,378	1,063	1,059	1,078
非经营收益	175	102	-115	-102	-233	37
营运资金变动	-1,822	-1,235	-644	3,699	2,531	2,236
经营活动现金净流	1,845	2,694	3,306	7,962	6,899	6,755
资本开支	-429	-687	-951	-5,521	-7,819	-8,420
投资	2	-1,119	509	-2,291	0	0
其他	-476	-1,015	396	500	500	300
投资活动现金净流	-903	-2,821	-47	-7,313	-7,319	-8,120
股权募资	93	5	0	0	0	0
债权募资	513	3,766	-882	-675	2,000	2,000
其他	-1,401	-2,617	-2,312	-289	-1,218	-1,288
筹资活动现金净流	-795	1,153	-3,193	-964	782	712
现金净流量	146	1,026	66	-315	362	-653

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,100	2,126	2,193	1,878	2,239	1,586
应收款项	2,823	4,377	3,625	3,989	4,377	4,477
存货	9,377	11,348	12,907	6,021	3,481	1,251
其他流动资产	168	704	157	580	637	654
流动资产	13,468	18,555	18,881	12,469	10,735	7,969
%总资产	34.5%	42.2%	42.5%	27.9%	21.6%	14.6%
长期投资	1,870	2,264	2,549	4,840	4,839	4,839
固定资产	12,549	12,399	12,522	17,264	24,305	31,925
%总资产	32.1%	28.2%	28.2%	38.7%	48.9%	58.7%
无形资产	11,070	10,598	10,245	10,049	9,858	9,671
非流动资产	25,598	25,454	25,548	32,155	39,005	46,438
%总资产	65.5%	57.8%	57.5%	72.1%	78.4%	85.4%
资产总计	39,067	44,009	44,429	44,624	49,740	54,406
短期借款	2,973	2,862	807	0	0	0
应付款项	3,314	3,714	3,681	4,158	4,566	4,681
其他流动负债	570	1,435	3,165	1,147	1,174	1,182
流动负债	6,857	8,011	7,652	5,305	5,740	5,863
长期贷款	7,088	8,125	7,198	9,198	11,198	13,198
其他长期负债	4,367	5,410	5,391	3,493	3,493	3,493
负债	18,312	21,546	20,242	17,996	20,432	22,555
普通股股东权益	19,334	21,181	22,946	25,466	28,227	30,850
少数股东权益	1,421	1,282	1,242	1,162	1,082	1,002
负债股东权益合计	39,067	44,009	44,429	44,624	49,740	54,406

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.483	0.535	0.573	0.703	0.753	0.724
每股净资产	4.018	4.403	4.769	5.293	5.867	6.412
每股经营现金净流	0.381	0.560	0.687	1.655	1.434	1.404
每股股利	0.151	0.194	0.179	0.179	0.179	0.179
回报率						
净资产收益率	12.01%	12.15%	12.02%	13.28%	12.83%	11.29%
总资产收益率	5.94%	5.85%	6.21%	7.58%	7.28%	6.40%
投入资本收益率	7.34%	6.63%	7.61%	7.70%	7.55%	6.98%
增长率						
主营业务收入增长率	11.61%	8.97%	9.44%	0.14%	9.73%	2.28%
EBIT 增长率	14.72%	4.71%	11.24%	7.09%	9.65%	2.05%
净利润增长率	17.73%	10.86%	7.13%	22.61%	7.11%	-3.80%
总资产增长率	24.87%	12.65%	0.96%	0.44%	11.46%	9.38%
资产管理能力						
应收账款周转天数	0.3	0.4	0.2	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	1,711.3	1,679.0	1,826.3	950.0	500.0	175.0
应付账款周转天数	202.5	184.5	205.2	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	573.9	484.0	406.8	366.5	288.2	264.0
偿债能力						
净负债/股东权益	50.33%	54.97%	38.47%	40.61%	42.49%	47.42%
EBIT 利息保障倍数	8.7	7.2	74.7	17.9	15.0	12.2
资产负债率	46.87%	48.96%	45.56%	40.33%	41.08%	41.46%

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	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-05-06	买入	7.80	12.00~15.00
2	2015-06-08	买入	9.97	N/A
3	2015-08-31	增持	6.25	7.00~9.00

来源：国金证券研究所

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


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

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。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自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。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD