

山东高速(600350)

2020年分红90%超预期，关注改扩建进度及轨交集团发展
——山东高速2020年报点评

✍️：匡培钦 执业证书编号：S1230520070003
☎️：021-80108518
✉️：kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

山东高速发布2020年报，全年实现营业收入113.65亿元，同比增长9.13%；实现归母净利润20.39亿元，同比下降34.77%；实现扣非归母净利润18.60亿元，同比下降26.92%。此外现金分红超预期，DPS（含税）同比持平于0.38元，股利支付率同比大增29.59pts至89.66%。

投资要点

□ 疫情影响逐步消除，Q4扣非利润大增38.79%

1) 营收端，路产主业回暖叠加轨交集团并表，创收能力逐步修复，20H1、20Q3、20Q4营业收入分别40.50亿元、35.35亿元、37.80亿元，同比分别-14.95%、+9.80%、+55.36%。全年实现营业收入113.65亿元，同比增长9.13%。

2) 支出端，成本方面主要受济青路转固后折旧摊销增加影响，2020年营业成本75.60亿元，同比增长31.16%；费用方面主要受济青路转固后相关利息支出费用化影响，2020年财务费用16.09亿元，同比增长40.87%。

3) 投资收益端，一方面完成粤高速A 9.68%股权收购，另一方面累计运作11个基金类项目，2020年公司实现投资收益14.72亿元，占营业利润比重50%。

4) 利润端，公司实现归母净利润20.39亿元，同比下降34.77%；扣非归母净利润18.60亿元，同比下降26.92%。其中，Q4扣非归母净利润6.51亿元，同比增长38.79%，主要系去年同期处置济南建设20%股权增加了非流动资产处置损益。全年利润基本符合预期。

□ 核心路产改扩建超预期逻辑稳步兑现

根据我们此前逻辑，核心路产济青路及京台路改扩建后，量价双升有望带来收入大幅增长，预计利润及现金流双高增。

1) 济青路方面，改扩建超预期逻辑当前已逐步兑现，根据公司披露月度数据，恢复收费以来，2020年6-12月通行费收入24.67亿元，年化后同比2019年大增113%、同比改扩建前2016年大增56%。

2) 京台路方面，相关路段短期受改扩建影响通行费收入有所下滑，但降幅小于预期。后续德齐段改扩建预计2021年10月具备通车条件（3月26日项目二标段桥梁下部结构建设完成，桥梁施工进入桥面铺装阶段，路面施工进入大干阶段），总体车流有望进一步恢复，叠加费率的增长带动通行费收入及利润继续稳增。

整体看，疫情扰动对公司路产负面影响低于预期，2020全年高速公路通行费收入59.56亿元，同比下降11.49%。但拐点确立，后续改扩建超预期逻辑将持续兑现，带来利润中枢上移。

□ 控股轨道交通集团业绩超预期增长

山东高速并表轨交集团后，主营口径新增铁路运输、销售商品及工程施工业务，同比均实现超预期大幅增长。2020年轨交集团实现归母净利润3.25亿元，同比大增101%，测算增厚公司归母净利润1.66亿元左右。收购铁路企业使得山东高速成为业内为数不多同时拥有高速及铁路资产的公司，横向协同性得以增强，

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥6.64

单季度业绩

元/股

4Q/2020 0.15
3Q/2020 0.22
2Q/2020 0.12
1Q/2020 -0.07



公司简介

公司是山东省国资委旗下高速公路运营平台，自有路产1314.227公里

相关报告

- 1《山东高速点评：11月通行费收入6.9亿元，板块2021年或迎业绩估值双修复》2020.12.27
- 2《山东高速点评：恒大股权置出风险收窄，看好改扩建后成长性》2020.11.22
- 3《山东高速2020年三季度报点评：改扩建打开利润空间，Q3归母净利润同比大增101%》2020.10.30
- 4《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

报告撰写人：匡培钦

联系人：耿鹏智

中长期内考虑山东省“十四五”交通规划要求构建“内通外联铁路网”及“四通八达公路网”，对陆运基建及公铁联运需求形成支撑，后续轨交集团有望持续贡献超预期利润增量。

□ 投资运营稳中求进，打造稳健盈利增长极

公司在2020年报中首度披露投资收益项目明细，其中联营企业投资收益、交易性金融资产投资收益（主要为恒大地产股权转让）、债权投资利息收入分别占比38.74%、33.51%、27.12%。从项目来看，主要是参股优质上市公司及持有产业基金，从而在严控风险的基础上获取稳健回报。公司积极参资优质项目，投资收益占营业利润比重由2016年19.73%稳步提升至2020年50.24%，未来有望形成稳固的利润第二增长极。

□ 逐步置出房地产业务回归主业，经营风险收窄

公司自2017年起逐步置出房地产业务，2020年11月将原持有恒大地产50亿元股权转让深圳市人才安居集团有限公司，一方面方案落地收窄风险，另一方面也体现对回归主业的强调。我们认为公司房地产板块仅剩烟台夹河岛地块也将较快置出，彻底剥离房地产业务后公司将专注于交通产业链布局。

□ 2020年分红超预期，5年高股息承诺托底绝对收益

2020年公司每股分红（含税）维持0.38元，对应当前股价股息率5.7%，分红比例同比大增29.59pts至89.66%。公司此前发布5年（2020-2024年）股东回报规划，承诺每年现金分红比例不低于60%。根据我们的盈利预测，公司2021-2023年EPS分别0.71元、0.80元、0.91元，对应当前股价股息率分别6.4%、7.3%、8.2%，3年合计股息收益21.9%，具有绝对收益防守性托底。

□ 盈利预测及估值

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为33.97亿元、38.66亿元、43.58亿元，对应当前股价PE分别为9.4倍、8.3倍、7.3倍。当前估值偏低，维持“买入”评级。

□ 风险提示：改扩建进度不及预期；免费通行补偿措施不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	11365	14049	16889	18696
(+/-)	52.66%	23.61%	20.21%	10.70%
归母净利润	2039	3397	3866	4358
(+/-)	-30.11%	66.60%	13.80%	12.74%
每股收益(元)	0.42	0.71	0.80	0.91
P/E	15.67	9.40	8.26	7.33

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	12847	12425	15049	15184	营业收入	11365	14049	16889	18696
现金	2261	1500	1650	1900	营业成本	7560	8353	9602	10509
交易性金融资产	38	13	17	22	营业税金及附加	79	98	118	130
应收账款	598	290	459	626	营业费用	11	13	16	17
其它应收款	4175	6276	7791	7948	管理费用	537	748	821	930
预付账款	147	97	122	109	研发费用	68	84	101	111
存货	1390	1473	1431	1452	财务费用	1609	1583	2157	2107
其他	4238	2777	3580	3126	资产减值损失	(70)	0	0	0
非流动资产	80070	83877	83725	83861	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	1472	1311	1159	1124
长期投资	12933	12933	12933	12933	其他经营收益	64	0	0	0
固定资产	9268	17749	21320	22756	营业利润	2930	4482	5234	6016
无形资产	42656	41409	40162	38916	营业外收支	55	83	88	91
在建工程	8481	2880	1489	893	利润总额	2985	4565	5321	6106
其他	6733	8906	7821	8364	所得税	845	1068	1256	1448
资产总计	92917	96303	98774	99045	净利润	2139	3497	4066	4658
流动负债	18379	18563	17162	14721	少数股东损益	100	100	200	300
短期借款	2861	4609	3883	1015	归属母公司净利润	2039	3397	3866	4358
应付款项	4944	4652	4736	4750	EBITDA	6802	8512	10116	10999
预收账款	69	86	103	114	EPS (最新摊薄)	0.42	0.71	0.80	0.91
其他	10505	9217	8440	8843	主要财务比率				
非流动负债	38244	39987	42113	42781		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	34978	37478	39478	39978	成长能力				
其他	3266	2509	2635	2803	营业收入	52.66%	23.61%	20.21%	10.70%
负债合计	56623	58549	59275	57502	营业利润	-28.10%	52.96%	16.78%	14.94%
少数股东权益	4844	4944	5144	5444	归属母公司净利润	-30.11%	66.60%	13.80%	12.74%
归属母公司股东权益	31451	32810	34356	36099	获利能力				
负债和股东权益	92917	96303	98774	99045	毛利率	33.48%	40.55%	43.14%	43.79%
					净利率	18.82%	24.89%	24.07%	24.91%
					ROE	5.77%	9.17%	10.01%	10.75%
					ROIC	4.34%	5.80%	6.90%	7.64%
					偿债能力				
					资产负债率	60.94%	60.80%	60.01%	58.06%
					净负债比率	73.35%	78.71%	78.21%	76.51%
					流动比率	0.70	0.67	0.88	1.03
					速动比率	0.62	0.59	0.79	0.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.13	0.15	0.17	0.19
					应收帐款周转率	43.21	37.84	58.78	43.22
					应付帐款周转率	1.66	1.81	2.09	2.28
					每股指标(元)				
					每股收益	0.42	0.71	0.80	0.91
					每股经营现金	0.90	0.21	1.42	1.77
					每股净资产	6.54	6.82	7.14	7.50
					估值比率				
					P/E	15.67	9.40	8.26	7.33
					P/B	1.02	0.97	0.93	0.88
					EV/EBITDA	10.93	9.63	8.14	7.27

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

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

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>