

信义山证 汇通天下

证券研究报告

交通运输/公路

报告原因：年报点评

2021年3月31日

山东高速（600350.SH）

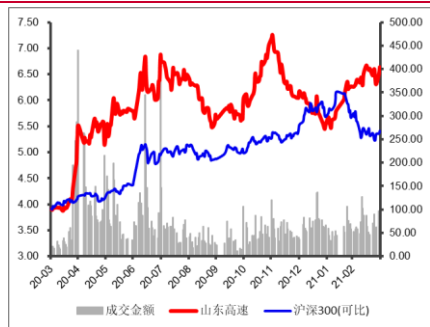
主营业务稳中有进，分红比例大幅提升

首次覆盖

买入

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021年3月30日

收盘价(元):	6.64
年内最高/最低(元):	6.78/5.40
流通A股/总股本(亿):	48.11/48.11
流通A股市值(亿):	319.46
总市值(亿):	319.46

基础数据：2020年12月31日

基本每股收益	0.40
每股净资产(元):	5.87
净资产收益率:	6.41%

分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➤ 公司发布2020年年报，2020年公司实现营业收入113.65亿元，调整后同比增长9.13%；归属于上市公司股东的净利润20.39亿元，同比下降34.77%；基本每股收益为0.402元/股；拟每10股派发现金红利3.8元(含税)。

事件点评

➤ **济青高速改扩建贡献主要增量，路桥运营主业稳健。**2020年公司实现通行费收入60.92亿元，同比减少11.86%，但主要是受疫情期间免收通行费影响。如果按实际收费天数计算，2020年日均通行费收入(含税)2122.45亿元，同比增长12.08%，路桥运营主业稳步提升。其中，济青高速作为公司核心路产，2020年日均通行费收入1034.03万元，同比增长89.76%，贡献主要收入增量，主要原因一是2019年改扩建期间限速限型车流量基数较低，2020年车流量同比增长达到45.89%，二是收费价格调整。

➤ **投资运营盈利稳定，双主业齐头并进。**2020年公司投资运营主业实现投资收益14.72亿元，约占营业利润的50%。其中，权益法核算长期股权投资收益、交易性金融资产持有期收益、债权投资持有期收益分别占比38.74%、33.51%、27.12%。公司2020年完成了粤高速9.68%股权收购，累计运作11个基金类项目，在疫情期间免收通行费的不利影响下，投资运营主业与路桥运营主业齐头并进，有效保持了公司业绩稳定。

➤ **轨交集团并表，公铁优势互补。**2020年上半年公司收购轨道交通集团51%的股权，实现高速公路向铁路货运业务扩展。2020年轨道交通集团实现营业收入43.45亿元，实现归母净利润3.25亿元，同比增长101%。

➤ **分红比例大幅提升，积极回报股东。**公司拟向全体股东每10股派发现金红利3.8元(含税)，现金分红总计18.28亿元，分红比例高达89.66%。基于对公司核心路产改扩建后带来较大利润的乐观预期，公司承诺，未来五年，公司每年现金分红比例不少于当年归母净利润的60%。

投资建议

➤ 预计公司2021-2023年EPS分别为0.77\0.85\1.03，对应公司3月30日收盘价6.64元，2021-2023年PE分别为8.59\7.79\6.46，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

➤ 改扩建进度不及预期；车流量不及预期；宏观经济下行。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产					营业收入	11365.2	12410.8	13465.7	14502.5
现金	2,260.8	0.0	851.4	16,282.1	营业成本	7560.5	6785.1	7361.8	7069.2
应收账款	4,695.0	5,728.9	6,291.6	6,273.3	营业税金及附加	79.2	143.5	155.7	167.7
其他应收款	4,175.5	5,710.6	6,271.8	6,252.0	销售费用	10.6	0.0	0.0	0.0
预付账款	146.6	180.5	245.8	309.4	管理费用	537.2	649.3	714.1	717.7
存货	1,390.4	2,524.9	2,455.6	2,096.2	研发费用	67.6	24.8	26.9	29.0
其他流动资产	179.1	-958.5	-1,070.0	-530.0	财务费用	1608.8	2291.9	2444.6	2779.7
非流动资产	80,070.0	79,857.7	83,239.5	83,774.4	加：其他费用	62.3	0.0	0.0	0.0
长期投资	12,932.9	11,179.4	11,623.0	11,911.7	资产减值损失	-69.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	9,267.7	13,120.9	14,922.1	15,665.7	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	42,655.7	39,812.0	37,157.9	34,680.7	投资净收益	1472.4	1546.7	1546.7	1521.9
其他非流动资产	15,213.7	15,745.4	19,536.5	21,516.2	营业利润	2930.0	4062.9	4309.2	5261.1
资产总计	92,917.3	93,044.2	98,285.5	114,457.4	营业外收入	111.1	93.1	97.6	100.6
流动负债	18,378.7	19,462.2	22,031.7	35,455.3	营业外支出	56.3	111.0	111.0	111.0
短期借款	2,861.0	4,058.9	5,615.5	19,803.1	利润总额	2984.9	4045.0	4295.8	5250.8
应付账款	4,667.7	5,789.2	6,730.0	5,619.5	所得税	845.4	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	10,849.9	9,614.1	9,686.1	10,032.6	净利润	2139.4	4045.0	4295.8	5250.8
非流动负债	38,244.0	39,093.3	40,341.1	41,302.6	少数股东损益	100.4	326.8	193.2	302.3
长期借款	34,978.0	36,218.0	37,419.0	38,339.0	归属母公司净利润	2039.0	3718.2	4102.5	4948.4
其他非流动负债	3,266.0	2,875.4	2,922.2	2,963.6	EBITDA	7067.4	10110.5	10503.8	11738.6
负债合计	56,622.6	58,555.5	62,372.9	76,757.9	EPS（元）	0.4	0.8	0.9	1.0
少数股东权益	4,843.9	5,170.7	5,363.9	5,666.2	主要财务比率				
股本	4,811.2	4,811.2	4,811.2	4,811.2	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	1,748.1	1,748.1	1,748.1	1,748.1	成长能力				
留存收益	21,643.2	22,758.7	23,989.4	25,474.0	营业收入	52.66%	9.20%	8.50%	7.70%
归属母公司股东权益	31,450.8	29,317.9	30,548.7	32,033.2	营业利润	-30.26%	38.66%	6.06%	22.09%
负债和股东权益	92,917.3	93,044.2	98,285.5	114,457.4	归属于母公司净利润	-33.01%	82.35%	10.34%	20.62%
现金流量表					获利能力				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	33.48%	45.33%	45.33%	51.26%
经营活动现金流	4,309.1	1,263.1	3,540.9	6,125.5	净利率(%)	17.94%	29.96%	30.47%	34.12%
净利润	2,139.4	3,718.2	4,102.5	4,948.4	ROE(%)	5.89%	11.73%	11.96%	13.93%
折旧摊销	2,349.1	3,730.9	3,723.1	3,668.7	ROIC(%)	6.53%	9.14%	9.94%	12.31%
财务费用	1,701.8	2,291.9	2,444.6	2,779.7	偿债能力				
投资损失	-1,472.4	-1,546.7	-1,546.7	-1,521.9	资产负债率(%)	60.94%	62.93%	63.46%	67.06%
营运资金变动	2,857.9	-7,258.0	-5,375.9	-4,051.8	净负债比率(%)	23.18%	43.76%	38.72%	-0.62%
其他经营现金流	-3,266.9	326.8	193.2	302.3	流动比率	0.70	0.68	0.68	0.87
投资活动现金流	-4,651.8	3,350.7	1,103.1	1,228.9	速动比率	0.62	0.55	0.57	0.81
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	营运能力				
长期投资	-2,176.2	1,753.5	-443.6	-288.8	总资产周转率	0.13	0.13	0.14	0.14
其他投资现金流	-2,475.6	1,597.2	1,546.7	1,517.7	应收账款周转率	43.21	46.16	707.53	705.02
筹资活动现金流	762.6	-2,626.2	-2,792.7	9,076.4	应付账款周转率	2.49	2.37	2.15	2.35
短期借款	2,356.3	1,197.9	1,556.6	14,187.6	每股指标（元）				
长期借款	2,837.8	1,240.0	1,201.0	920.0	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.77	0.85	1.03
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.26	0.74	1.27
资本公积增加	-2,411.4	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	6.54	6.09	6.35	6.66
其他筹资现金流	-2,020.0	-5,064.1	-5,550.3	-6,031.2	估值比率				
现金净增加额	419.9	1,987.5	1,851.4	16,430.8	P/E	15.7	8.6	7.8	6.5
					P/B	1.0	1.1	1.0	1.0
					EV/EBITDA	9.57	6.97	6.34	5.45

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

