

山东高速(600350)

拟受让齐鲁高速 39%股权，有望提升运营协同效应

——山东高速点评

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

报告导读

山东高速发布关于筹划重大事项的提示性公告，拟受让高速集团所持齐鲁高速 38.93%股权。若事项落地，有助公司：1) 增厚利润，提升盈利能力；2) 实现“A控H”把握两地上市平台，提升融资能力；3) 打开集团优质路产进一步注入上市平台的想象空间。

投资要点

□ 拟受让高速集团持有齐鲁高速 7.79 亿股，解决同业竞争问题

为妥善解决因山东高速集团吸收合并齐鲁交通发展集团导致高速集团、山东高速股份及齐鲁高速股份存在的同业竞争问题，充分发挥联合重组后高速集团在路桥资产领域的经营及资本运作的协同效应，高速集团提议拟筹划将所持齐鲁高速股份 7.785 亿股内资股（持股比例 38.93%）转让予山东高速股份，并重新拟定高速集团、山东高速股份与齐鲁高速股份之间的不竞争业务边界。我们看好此次股权收入，预期三重利好：

□ 利好一：增厚利润，提升盈利能力

齐鲁高速股份主营济菏高速（153.6 公里）、德上高速聊城至范县段（68.942 公里）及莘南高速（18.267 公里）路产业务，2020 年实现净利润 6.21 亿元，同比提升 4.20%；ROE（摊薄）达 21.41%，远高于同期 SW 高速公路板块的 6.12% 及山东高速股份 6.30%。若实现现金收购并表则将直接增厚山东高速股份净利润及 EPS，同时有助于提升 ROE。

□ 利好二：“A控H”国内高速公路行业首例，获取融资优势

山东高速股份自身于 A 股上市，齐鲁高速股份于 H 股上市，若股权转让落地将造就国内高速公路行业首例“A控H”，一方面提升公司体内资产质量，另一方面有二级市场表现作为背书，有助公司把握沪港两地上市平台优势，便利融资渠道、降低融资成本。

□ 利好三：打开集团优质路产进一步注入上市平台的想象空间

山东高速集团吸收合并齐鲁交通发展集团后，控股收费公路里程合计增长至 7267 公里（截止 2020/9/30）；山东高速股份截止 2020 年末自有路产 1314 公里，受托管理集团路产 1261 公里；齐鲁高速股份截止 2020 年末自有路产 241 公里。当前按里程计算的集团路产证券化比例仅约 21%，此次“A控H”落地后将拓宽上市平台融资优势，后续高速集团优质路产资产进一步注入上市平台的想象空间有望打开，优质资产证券化率有望进一步提升。

□ 整体看，公司纵深增长、横向扩张，叠加高股息攻守兼备

纵向看，改扩建带来利润现金流双高增，21Q1 济青路通行费收入 8.3 亿元，较 19Q1 大增 182%，预计京台高速德齐段改扩建年内 10 月完工后将进一步贡献业绩增量；横向看，收购沪渝高速、并表轨交集团（21Q1 净利润同比稳增 9%），同时剥离房地产业务、严控风险基础上增厚金融投资收益（21Q1 投资收益 1.9 亿元，较 19Q1 增长 22%）。此外公司 2020-2024 年承诺现金分红比例不低于 60%，具有高股息特性，整体攻守兼备。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 6.95

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.12
4Q/2020	0.15
3Q/2020	0.22
2Q/2020	0.12



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 公里

相关报告

- 1《山东高速 2020 年报点评：2020 年分红 90%超预期，关注改扩建进度及轨交集团发展》2021.3.31
- 2《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
- 3《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
- 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

□ 盈利预测及估值

由于本次收购事项仍处前期论证阶段，交易要素及可达成性仍存不确定性，暂不考虑受让齐鲁高速股份 39% 股权影响，我们维持公司 2021-2023 年归母净利润预测分别 33.97 亿元、38.66 亿元、43.58 亿元，对应当前股价 PE 分别为 9.8 倍、8.7 倍、7.7 倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：受让齐鲁高速股权进度不及预期；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	16.40	9.84	8.65	7.67

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	12847	12425	15049	15184
现金	2261	1500	1650	1900
交易性金融资产	38	13	17	22
应收账款	598	290	459	626
其它应收款	4175	6276	7791	7948
预付账款	147	97	122	109
存货	1390	1473	1431	1452
其他	4238	2777	3580	3126
非流动资产	80070	83877	83725	83861
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	12933	12933	12933	12933
固定资产	9268	17749	21320	22756
无形资产	42656	41409	40162	38916
在建工程	8481	2880	1489	893
其他	6733	8906	7821	8364
资产总计	92917	96303	98774	99045
流动负债	18379	18563	17162	14721
短期借款	2861	4609	3883	1015
应付款项	4944	4652	4736	4750
预收账款	69	86	103	114
其他	10505	9217	8440	8843
非流动负债	38244	39987	42113	42781
长期借款	34978	37478	39478	39978
其他	3266	2509	2635	2803
少数股东权益	4844	4944	5144	5444
归属母公司股东权	31451	32810	34356	36099
负债和股东权益	92917	96303	98774	99045
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4309	990	6850	8505
净利润	2139	3497	4066	4658
折旧摊销	2349	2367	2639	2788
财务费用	1609	1583	2157	2107
投资损失	(1472)	(1311)	(1159)	(1124)
营运资金变动	701	(2893)	(1977)	639
其它	(1017)	(2252)	1125	(563)
投资活动现金流	(4652)	(2679)	(2482)	(1178)
资本支出	(9787)	(4000)	(3570)	(2380)
长期投资	(2170)	(3)	1	(1)
其他	7306	1324	1087	1203
筹资活动现金流	763	928	(4218)	(7077)
短期借款	2356	1748	(725)	(2868)
长期借款	2838	2500	2000	500
其他	(4431)	(3319)	(5493)	(4709)
现金净增加额	420	(761)	150	250

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11365	14049	16889	18696
营业成本	7560	8353	9602	10509
营业税金及附加	79	98	118	130
营业费用	11	13	16	17
管理费用	537	748	821	930
研发费用	68	84	101	111
财务费用	1609	1583	2157	2107
资产减值损失	(70)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1472	1311	1159	1124
其他经营收益	64	0	0	0
营业利润	2930	4482	5234	6016
营业外收支	55	83	88	91
利润总额	2985	4565	5321	6106
所得税	845	1068	1256	1448
净利润	2139	3497	4066	4658
少数股东损益	100	100	200	300
归属母公司净利润	2039	3397	3866	4358
EBITDA	6802	8512	10116	10999
EPS (最新摊薄)	0.42	0.71	0.80	0.91
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	52.66%	23.61%	20.21%	10.70%
归属母公司净利润	(30.11%)	66.60%	13.80%	12.74%
获利能力				
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	16.40	9.84	8.65	7.67
P/B	1.06	1.02	0.97	0.93
EV/EBITDA	10.93	9.81	8.28	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>