

信义山证 汇通天下

证券研究报告

交通运输/公路

报告原因：中报点评

2021年8月25日

山东高速（600350.SH）

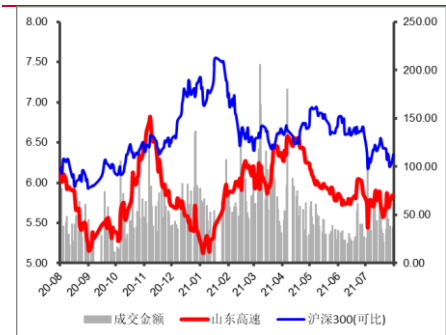
核心路产改扩建进行时，未来成长可期

维持评级

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8月24日

收盘价(元):	5.84
年内最高/最低(元):	6.76/5.40
流通A股/总股本(亿):	48.11/48.11
流通A股市值(亿):	280.97
总市值(亿):	280.97

基础数据：2021年6月30日

基本每股收益	0.26
每股净资产(元):	5.75
净资产收益率:	4.24%

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2021年半年报，报告期内，公司实现营业收入65.74亿元，同比增长62.32%；实现归属于上市公司股东的净利润13.34亿元，同比增长419.08%；每股收益0.261元。

事件点评

➤ 路桥运营主业稳健，济青高速收入大幅增长。2021H1，公司实现通行费收入（含税）38.68亿元，日均通行费收入2137.16万元，同比2019H1增长24.14%（受2020年疫情免费政策影响，2021年上半年数据与2020年上半年数据不可比）。其中，核心路产济青高速于2019年12月改扩建完成通车以来车流量保持高增长，2021H1日均通行费收入979.66万元，同比大幅增长191.16%，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导致车流量基数较低，二是收费价格调整。

➤ 重点工程再创佳绩，京台高速迎重要进展。京台高速德齐段于7月16日正式通车并完成收费标准调整，收费期限延长至2046年；济泰段截至6月底累积投资10.82亿元，路基工程累计完成32.4%，路面工程累计完成12.3%，桥涵工程累计完成16.1%。2021H1，受德齐段及济泰段改扩建影响，京台高速日均通行费收入较2019H1下降47.99%，类比另一核心路产济青高速，京台高速通车后公司收入有望再上台阶。

➤ 投资运营盈利稳定，双主业齐头并进。2021年上半年，公司实现投资收益4.99亿元，其中重点推进齐鲁高速股份股权收购项目，仅5天便获香港证监会全面要约豁免批复。此次股份收购能够解决集团、公司及齐鲁高速同业竞争问题，充分发挥路桥资产协同效应。

➤ 轨交集团业绩持续增长，公铁优势互补。2020年公司收购轨道交通集团51%的股权，2021H1轨道交通集团实现营业收入24.13亿元，同比增长14.05%，净利润1.90亿元，同比增长4.37%。公司实现高速公路向铁路货运业务扩展，进一步完善路桥相关产业链。

投资建议

➤ 预计公司2021-2023年EPS分别为0.72/0.81/0.86，对应公司8月24日收盘价5.84元，2021-2023年PE分别为8.14/7.22/6.82，维持“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	14018.9	16794.7	18961.2
现金	2,260.8	0.0	851.4	16,282.1	营业成本	7560.5	8411.4	10076.8	11187.1
应收账款	4,695.0	6,471.2	7,847.0	8,202.0	营业税金及附加	79.2	162.1	194.2	219.2
其他应收款	4,175.5	6,450.6	7,822.3	8,174.1	销售费用	10.6	0.0	0.0	0.0
预付账款	146.6	188.7	277.9	378.6	管理费用	537.2	733.4	890.7	938.3
存货	1,443.8	3,149.9	3,392.8	3,364.1	研发费用	67.6	28.0	33.6	37.9
其他流动资产	125.6	-1,051.9	-1,257.4	-543.9	财务费用	1608.8	2471.4	3043.2	3698.1
非流动资产	80,070.0	86,527.3	99,142.1	102,830.1	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	-14.6	16.9	18.0
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	22,415.0	35,439.1	40,572.0	营业利润	2930.0	3773.9	4086.0	4384.5
资产总计	92,917.3	101,735.8	118,076.1	138,687.2	营业外收入	111.1	93.1	97.6	100.6
流动负债	18,378.7	28,691.9	42,399.6	60,536.1	营业外支出	56.3	111.0	111.0	111.0
短期借款	2,861.0	11,238.2	22,378.9	39,776.1	利润总额	2984.9	3756.0	4072.6	4374.1
应付账款	4,667.7	7,176.7	9,212.0	8,893.0	所得税	845.4	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	10,849.9	10,276.9	10,808.7	11,867.1	净利润	2139.4	3756.0	4072.6	4374.1
非流动负债	38,244.0	38,658.3	39,940.9	40,926.9	少数股东损益	100.4	303.4	183.2	251.8
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	3452.6	3889.4	4122.2
其他非流动负债	3,266.0	2,440.3	2,521.9	2,588.0	EBITDA	7067.4	10004.3	10885.8	11789.2
负债合计	56,622.6	67,350.2	82,340.5	101,463.1	EPS（元）	0.4	0.7	0.8	0.9
少数股东权益	4,843.9	5,147.3	5,330.5	5,582.4	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	22,679.0	23,845.8	25,082.5	营业收入	52.66%	23.35%	19.80%	12.90%
归属母公司股东权益	31,450.8	29,238.3	30,405.1	31,641.7	营业利润	-30.26%	28.80%	8.27%	7.30%
负债和股东权益	92,917.3	101,735.8	118,076.1	138,687.2	归属于母公司净利润	-33.01%	69.33%	12.65%	5.99%
现金流量表					获利能力				
单位:百万元					毛利率(%)	33.48%	40.00%	40.00%	41.00%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	17.94%	24.63%	23.16%	21.74%
经营活动现金流	4,309.1	-5,922.7	-5,593.8	3,255.9	ROE(%)	5.89%	10.92%	11.40%	11.75%
净利润	2,139.4	3,452.6	3,889.4	4,122.2	ROIC(%)	6.53%	8.98%	10.43%	12.25%
折旧摊销	2,349.1	3,730.9	3,723.1	3,668.7	偿债能力				
财务费用	1,701.8	2,471.4	3,043.2	3,698.1	资产负债率(%)	60.94%	66.20%	69.74%	73.16%
投资损失	-1,472.4	-1,546.7	-1,546.7	-1,521.9	净负债比率(%)	23.18%	43.89%	43.43%	7.98%
营运资金变动	2,857.9	-14,319.7	-14,902.8	-6,981.1	流动比率	0.70	0.53	0.45	0.59
其他经营现金流	-3,266.9	288.9	200.1	269.8	速动比率	0.62	0.42	0.37	0.54
投资活动现金流	-4,651.8	3,350.7	1,103.1	1,228.9	营运能力				
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.13	0.14	0.15	0.15
长期投资	-2,176.2	1,753.5	-443.6	-288.8	应收账款周转率	43.21	51.91	741.05	721.00
其他投资现金流	-2,475.6	1,597.2	1,546.7	1,517.7	应付账款周转率	2.49	2.37	2.05	2.09
筹资活动现金流	762.6	4,559.5	6,342.0	11,946.0	每股指标（元）				
短期借款	2,356.3	8,377.2	11,140.6	17,397.2	每股收益(最新摊薄)	0.42	0.72	0.81	0.86
长期借款	2,837.8	1,240.0	1,201.0	920.0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	-1.23	-1.16	0.68
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	6.54	6.08	6.32	6.58
资本公积增加	-2,411.4	0.0	0.0	0.0	估值比率				
其他筹资现金流	-2,020.0	-5,057.7	-5,999.6	-6,371.2	P/E	13.8	8.1	7.2	6.8
现金净增加额	419.9	1,987.5	1,851.4	16,430.8	P/B	0.9	1.0	0.9	0.9
					EV/EBITDA	9.57	6.70	5.84	5.17

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

