

山东高速(600350)

收购齐鲁高速股份 39%股权，增厚业绩夯实主业优势
——山东高速点评报告

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

报告导读

山东高速股份发布公告，以非公开协议方式受让控股股东山东高速集团持有的齐鲁高速公路股份内资股 7.785 亿股，受让价格 15.54 亿元，转让价款部分来源于银行贷款。本次交易完成后，山东高速股份将持有齐鲁高速股份 38.93% 股权，成为齐鲁高速股份的控股股东。

投资要点

收购齐鲁高速股份 38.93% 股权实现控股并表，夯实主业化解同业竞争

为巩固公司作为集团高速公路、桥梁优质资产的运作及整合的唯一平台地位，进一步夯实公司在山东省内公路的投资、建设及营运方面的核心优势，山东高速股份将以 15.54 亿元对价受让高速集团所持齐鲁高速股份 7.785 亿股内资股（持股比例 38.93%），其中部分转让价款来自银行贷款。

齐鲁高速股份主营济荷高速（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）路产收费业务，以及少量工程及广告租赁业务，三条核心控股路产为山东省“九纵五横一环七射多连”高速公路布局的重要组成部分，连接省内多个农业、商业及旅游业发达地区，系鲁西地区交通运输大动脉。

业绩端，齐鲁高速资产优质，交易仅 5.18 倍 PE，将大幅增厚公司业绩

齐鲁高速股份 2020 年实现净利润 6.21 亿元，同比增长 3.5%，ROE（摊薄）达 21.41%，远高于同期 SW 高速公路板块的 6.12% 及山东高速股份的 6.48%；21H1 实现净利润 4.08 亿元，已完成 2020 全年的 65.7%。齐鲁高速股份承诺 21-23 年合计净利润不低于 17.30 亿元，根据收购公告中测算结果，假设齐鲁高速股份 2021 年内实现并表，则将为山东高速股份贡献本年归母净利润增量约 3 亿元，对应 15.54 亿元交易对价的市盈率仅约 5.18 倍。中长期看，根据《评估报告》，项目全部投资财务内部收益率（所得税后）高达 10.07%。考虑标的核心公路资产优质，我们看好本次收购对公司未来盈利能力的大幅正向贡献。

融资端，“A 控 H”属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，股权转让完成后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。

运作端，打开集团优质路产进一步注入上市平台的想象空间

高速集团吸收合并齐鲁交通发展集团后，目前运营管理高速公路里程约 7745 公里；山东高速股份截止 2021 年 6 月末自有路产 1317 公里，齐鲁高速股份截止 2021 年 6 月末自有路产 241 公里。据此按里程计算的集团路产证券化比例仅约 20.1%，此次“A 控 H”完成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资本运作想象空间打开，集团优质资产的证券化率有望进一步提升。

评级

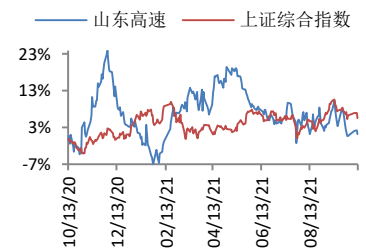
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 5.59

单季度业绩

元/股

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



公司简介

公司是山东省国资委旗下高速公路运营平台

相关报告

- 1《山东高速 2021 年半年报点评：21H1 归母净利 13.34 亿元，看好改扩建逻辑强化下攻守兼备特性》2021.08.24
- 2《山东高速（600350）点评：拟受让齐鲁高速 39% 股权，有望提升运营协同效应》2021.05.13
- 3《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》2021.03.30
- 4《山东高速点评：11 月通行费收入 6.9 亿元，攻守兼备建议低位布局》2020.12.27

报告撰写人：匡培钦

□ 整体看，公司内生纵深增长、相关多元扩张，叠加高股息攻守兼备

纵向看，改扩建成长性逻辑持续强化。21年前8月济青路月均通行费收入3.04亿元，较改扩建前2016全年月均大增34.6%。此外京台路德齐段改扩建项目已于7月中旬完工通车，实际投入金额95.43亿元；济泰段截止6月末项目实际进度21%。我们预计京台路全线改扩建工程有望于2022年底前完工通车，叠加济青路改扩建后业绩稳增将带来利润中枢大幅上移。

横向看，相关多元化扩张收窄经营风险。公司收购优质路产、并表轨交集团（21H1净利润1.90亿元，同比稳增4.4%），同时剥离房地产业务、严控风险基础上增厚金融投资收益（21H1投资收益4.99亿元，较19H1可比口径增长20.0%），战略回归主业后经营风险大幅收窄。

此外，公司2020-2024年承诺现金分红比例不低于60%，还具有高股息特性，整体攻守兼备。

□ 盈利预测及估值

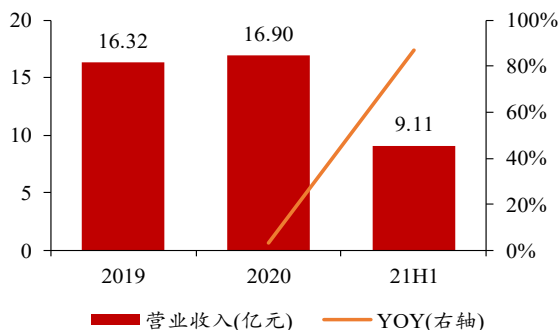
由于此项交易尚须获得股东大会批准，我们暂不考虑本次收购影响，预计公司2021-2023年归母净利润分别为33.97亿元、38.66亿元、43.58亿元，对应当前股价PE分别为7.92倍、6.96倍、6.17倍。当前公司自身改扩建成长性逻辑处于强化上升期，且具备外延增量，叠加高股息攻守兼备，维持“买入”评级。

□ 风险提示：收购进度不及预期；收购标的业绩不及预期；改扩建进度不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	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	13.19	7.92	6.96	6.17

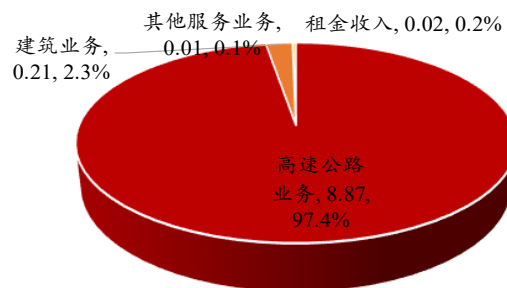
图 1：齐鲁高速股份 21H1 营收同比增长 86.7%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

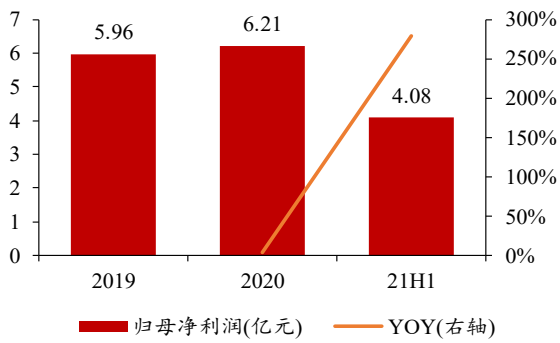
备注：2019年数据经重述

图 2：齐鲁高速股份高速公路业务贡献主要收入（21H1）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

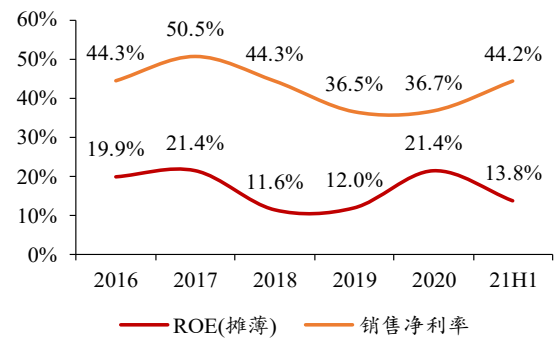
图 3：齐鲁高速股份 21H1 归母净利润同比增长 278.5%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

备注：2019 年数据经重述

图 4：齐鲁高速股份盈利能力可观



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

备注：2019 年数据经重述

表 1：齐鲁高速股份控股路产情况

	权益比例	折摊计提	全长(公里)	期限	21H1 日均交通量 (万辆)	21H1 路费收入 (亿元)
济菏高速	100%	直线法	153.6	2004.9.26-2034.9.25	7.40	6.17
德上高速聊城至范县段	100%	直线法	68.942	2020.6.2-2040.11.1	5.67	2.70
莘南高速	100%	直线法	18.267	2020.6.2-2043.9.27	1.08	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

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	13.19	7.92	6.96	6.17
					P/B	0.86	0.82	0.78	0.75
					EV/EBITDA	10.93	9.04	7.64	6.81

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

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“本公司”）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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>