

山东高速 (600350.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

车流恢复业绩增长 改扩建进度超计划

业绩简评

2023年10月27日，山东高速发布2023年第三季度报告。2023Q1-Q3公司实现营业收入154.1亿元，同比增长27%；归母净利润25.8亿元，同比增长13%。其中，2023Q3公司实现营业收入57亿元，同比增长40%；归母净利润8.2亿元，同比增长11%。

经营分析

运营路产车流量恢复，营收同比增长。2023Q1-Q3公司营业收入同比增长27%，主要系PPP项目建造期服务收入增加及通行费收入增加所致。(1)公路业务：公司运营路产车流量恢复，2023Q1-Q3实现通行费收入81.8亿元，同比增加9.1%。其中，公司核心路产京台高速济泰段改扩建工程于2022年10月提前通车，京台高速通行费收入同比增长45.5%。(2)铁路业务：子公司山东高速轨道交通集团营业收入同比增长6.6%，净利润同比增长22.5%，主要因2023Q1-Q3货运量同比增长19%，高于全国货运增速12pct。

Q3毛利率同比降低，费用率同比改善。2023Q3公司毛利率为31.8%，同比降低9.4pct，或源于零毛利的PPP项目建造期服务收入同比增加。费用率方面，2023Q3公司期间费用率为12.6%，同比-6.0pct，其中销售费用率为0.1%，同比增加0.1pct；管理费用率为3.8%，同比减少1.3pct；研发费用率为0.6%，同比下降0.3pct；财务费用率为8.1%，同比下降4.5pct。2023Q1-Q3公司实现投资收益9.7亿元，同比增长8.8%。尽管期间费用率下降，但由于公司毛利率下降，2023Q3公司归母净利率为14.3%，同比减少3.9pct。

改扩建项目进度超计划，路桥运营提质增效。公司京台高速齐济改扩建项目Q1-Q3完成投资4.5亿元，超计划任务17%。济荷高速改扩建项目全面进入路面施工阶段，第三季度完成投资12.4亿元，确保高质量高标准完成年度计划投资。展望Q4，公司将聚力路桥运营提质增效，推动闲置资产盘活，最大限度引流增效，全力实现通行费目标。对于京台齐济改扩建项目，公司将聚焦黄河特大桥等控制性工程，保质量保安全，确保完成17.4亿元的年度投资任务。

盈利预测、估值与评级

维持公司2023-2025年净利预测为34.9亿元、39.4亿元、45.5亿元，维持“买入”评级。

风险提示

经济修复不及预期风险，改扩建工程建设进度不及预期风险，高速公路收费政策变化风险，投资收益大幅缩减风险，限售股解禁风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

联系人：霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价(人民币): 6.87元

相关报告：

- 《山东高速公司点评：路产车流量恢复 Q2 净利同比增长》，2023.8.31
- 《山东高速公司深度研究：改扩建迎业绩增长 高分红显投资价值》，2023.7.24



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16,204	18,486	19,977	21,192	22,480
营业收入增长率	42.57%	14.09%	8.06%	6.08%	6.08%
归母净利润(百万元)	3,052	2,855	3,493	3,939	4,548
归母净利润增长率	49.70%	-6.45%	22.34%	12.75%	15.48%
摊薄每股收益(元)	0.634	0.591	0.722	0.814	0.940
每股经营性现金流净额	2.04	1.06	1.66	1.74	1.91
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.21%	7.20%	11.08%	11.62%	12.42%
P/E	8.13	9.62	8.76	7.77	6.73
P/B	0.67	0.69	0.97	0.90	0.84

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	11,365	16,204	18,486	19,977	21,192	22,480							
增长率	42.6%	14.1%	8.1%	6.1%	6.1%		货币资金	2,261	4,734	4,915	4,044	3,815	4,602
主营业务成本	-7,560	-9,184	-12,078	-12,672	-12,938	-13,457	应收款项	4,999	6,212	6,895	6,993	7,419	7,870
%销售收入	66.5%	56.7%	65.3%	63.4%	61.1%	59.9%	存货	1,390	1,456	324	937	993	1,032
毛利	3,805	7,020	6,408	7,305	8,254	9,022	其他流动资产	4,198	3,987	7,045	6,596	6,690	6,884
%销售收入	33.5%	43.3%	34.7%	36.6%	38.9%	40.1%	流动资产	12,847	16,388	19,180	18,571	18,915	20,389
营业税金及附加	-79	-108	-97	-100	-106	-112	%总资产	13.8%	13.0%	14.0%	13.5%	13.6%	14.3%
%销售收入	0.7%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%		长期投资	17,221	18,573	21,059	21,422	21,525	21,725
销售费用	-11	-19	-11	-12	-13	-13	固定资产	17,748	24,953	12,521	11,930	11,314	11,068
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		%总资产	19.1%	19.8%	9.1%	8.7%	8.1%	7.8%
管理费用	-537	-736	-756	-809	-873	-931	无形资产	42,661	63,936	70,700	71,567	73,484	75,447
%销售收入	4.7%	4.5%	4.1%	4.1%	4.1%		非流动资产	80,070	109,518	117,867	118,898	120,299	122,212
研发费用	-68	-136	-176	-170	-191	-202	%总资产	86.2%	87.0%	86.0%	86.5%	86.4%	85.7%
%销售收入	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%		资产总计	92,917	125,906	137,046	137,469	139,214	142,601
息税前利润(EBIT)	3,110	6,021	5,368	6,215	7,071	7,764	短期借款	6,554	6,105	4,410	11,464	9,379	8,152
%销售收入	27.4%	37.2%	29.0%	31.1%	33.4%	34.5%	应付款项	8,428	14,822	14,899	15,597	16,088	16,963
财务费用	-1,609	-1,946	-1,829	-1,968	-2,164	-2,042	其他流动负债	3,397	3,124	5,416	5,639	5,723	5,832
%销售收入	14.2%	12.0%	9.9%	9.8%	10.2%		流动负债	18,379	24,050	24,725	32,701	31,189	30,947
资产减值损失	-108	13	-209	0	-97	-150	长期贷款	34,978	50,011	51,349	51,349	51,349	51,349
公允价值变动收益	0	0	78	0	0		其他长期负债	3,266	5,041	8,717	8,404	8,418	8,438
投资收益	1,472	975	1,740	1,376	1,415	1,455	负债	56,623	79,102	84,792	92,454	90,957	90,734
%税前利润	49.3%	18.8%	35.9%	24.2%	22.6%	20.6%	普通股股东权益	31,451	37,198	39,657	31,538	33,901	36,630
营业利润	2,930	5,152	5,245	5,623	6,225	7,027	其中：股本	4,811	4,811	4,827	4,827	4,827	4,827
营业利润率	25.8%	31.8%	28.4%	28.1%	29.4%		未分配利润	18,254	19,321	19,612	21,708	24,071	26,800
营业外收支	55	34	-399	56	33	23	少数股东权益	4,844	9,606	12,597	13,477	14,357	15,237
税前利润	2,985	5,185	4,846	5,679	6,258	7,050	负债股东权益合计	92,917	125,906	137,046	137,469	139,214	142,601
利润税率	26.3%	32.0%	26.2%	28.4%	29.5%								
所得税	-845	-1,267	-1,106	-1,306	-1,439	-1,621	比率分析						
所得税率	28.3%	24.4%	22.8%	23.0%	23.0%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
净利润	2,139	3,918	3,740	4,373	4,819	5,428	每股指标						
净利润率	25.8%	31.8%	28.4%	28.1%	29.4%		每股收益	0.424	0.634	0.591	0.722	0.814	0.940
净利潤	2,139	3,918	3,740	4,373	4,819	5,428	每股净资产	6,537	7,732	8,215	6,516	7,004	7,568
少数股东损益	100	866	885	880	880		每股经营现金净流	0.896	2.036	1.059	1.664	1.737	1.907
经营活动现金净流	2,457	3,060	3,364	2,437	2,507	2,545	每股股利	0.380	0.400	0.400	0.289	0.326	0.377
资本开支	-6,589	-8,422	-6,728	-3,050	-3,675	-4,085	回报率						
投资	-810	391	-2,686	-363	-200	-350	净资产收益率	6.48%	8.21%	7.20%	11.08%	11.62%	12.42%
其他	2,747	1,229	564	1,376	1,415	1,455	总资产收益率	2.19%	2.42%	2.08%	2.54%	2.83%	3.19%
投资活动现金净流	-4,652	-6,802	-8,850	-2,036	-2,460	-2,980	投入资本收益率	2.83%	4.35%	3.73%	4.32%	4.86%	5.23%
股权募资	4,815	6,230	5,844	-10,100	0	0	增长率						
债权募资	5,268	1,957	4,864	7,094	-2,085	-1,227	主营业务收入增长率	52.66%	42.57%	14.09%	8.06%	6.08%	
其他	-9,320	-9,018	-6,626	-3,839	-4,054	-4,198	EBIT增长率	-12.14%	93.60%	-10.84%	15.76%	13.78%	9.79%
筹资活动现金净流	763	-831	4,082	-6,845	-6,139	-5,425	净利润增长率	-33.01%	49.70%	-6.45%	22.34%	12.75%	15.48%
现金净流量	420	2,162	341	-850	-213	799	总资产增长率	15.63%	35.50%	8.85%	0.31%	1.27%	2.43%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-07-24	买入	6.43	7.44~7.44
2	2023-08-31	买入	6.74	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806
