



Research and
Development Center

基于路产多元布局大交通，建设收尾业绩将迎稳增长

—山东高速(600350)公司深度报告

2023年12月14日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
联系电话 010-83326712
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

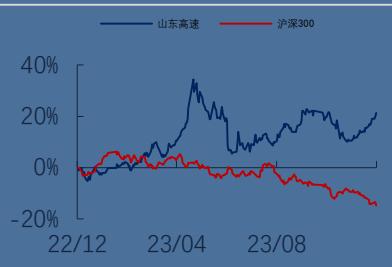
公司研究

公司深度报告

山东高速 (600350)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	7.11
52周内股价波动区间(元)	7.88-5.55
最近一月涨跌幅(%)	10.06
总股本(亿股)	48.40
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	344.15

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

基于路产多元布局大交通，建设收尾业绩将迎稳增长

2023年12月14日

本期内容提要：

◆聚焦山东路桥资产，基于主业布局大交通业务

山东高速是全国高速公路龙头，通过“自有+托管”两种模式布局省内外优质路产，并以高速公路产业链为基进行金融、环保等领域的股权投资。

1)路桥主业稳健经营，截至23H1运管总里程2932公里，其中自有路桥资产里程1555公里，受托管理里程1377公里；

2)投资收益贡献增量，23Q1-Q3投资收益9.7亿元，占利润总额比例为23.1%，目前是公司利润重要构成；

公司2017-2022年营收复合增速达20.2%，整体营收业绩增势向好，2022年受全国疫情多点散发及四季度货车通行费减免影响，收入利润下滑，但23年前三季度受益于车流恢复，实现营收154.07亿元（同比+27.4%，同比19年同期+182.9%）、归母净利润25.84亿元（同比+13.4%，同比19年同期+21.8%）。

◆路桥主业做强做优，稳健成长

1)行业回暖助力增长：高速公路客货流量向好，催化公司高速公路主业回暖。23Q1-Q3实现通行费收入81.77亿元，同比增长9.1%；长期省交通网规划指引方向，《山东省综合立体交通网规划纲要(2023—2035年)》中提出2035年全省高速公路里程数将达到15000公里，六车道及以上占比提升到50%以上，未来公司或有区域里程扩容+改扩建两大受益点；

2)自有路产稳健经营，并购新路贡献增量：老路产方面，公司核心资产济青高速+京台高速相关路段合计贡献通行量及通行费收入比重分别为38.4%、51%。新路产方面，2018-2019年新收购的武荆高速、济晋高速，沪渝高速及2021年收购的齐鲁高速旗下的济菏高速、德上高速、莘南高速已成为公司第二批次重点资产，为公司创造重要增量。

◆改扩建积极推进，或量价齐升赋能成长

量层面，参考济青高速改扩建成效，通车后第一年通行量同比大增50%左右，且车道数量提升+收费期限延长25年，收入端或长期受益；**价层面**，山东省高速公路费率政策调整，对2018年以后改扩建高速公路，如1类客车收费标准提升25%，价格带有望整体上浮。因此，改扩建完工或带来利润中枢阶梯式上移。

◆基于交通主业稳健投资，资本运营风险收窄

1)横向并购纵向延伸，集团助力多元投资：公司在股权投资方面持续开拓，一方面横向并购高速公路主业项目，凭借自身充足现金流和集团优质资源注入，积极扩大高速公路主业资产规模，另一方面纵向延伸大交通、环保等协同产业链投资；

2)地产板块成功剥离，金融投资风险收窄：公司在价值投资方面，发挥现金流优势，积极获取“短平快”及风险可控的投资收益，一方面成功剥离地产板块，贡献可观收益，另一方面参与金融投资，风险逐步收窄。

◆盈利预测与投资评级

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 33.25 亿元、37.31 亿元、40.74 亿元，对应 PE 分别 10 倍、9 倍、8 倍。我们通过分部估值测算公司目标市值约为 391 亿元。公司作为全国高速公路龙头，省内外优质路产贡献稳定现金流，核心路产改扩建接近尾声催化利润中枢阶梯式攀升，叠加稳健投资收益和分红，我们看好公司长远发展和优质股东回报，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**改扩建进程不及预期；政策推进不及预期；投资风险超预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	16,204	18,486	20,142	21,570	23,279
增长率 YoY %	24.6%	14.1%	9.0%	7.1%	7.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,052	2,855	3,325	3,731	4,074
增长率 YoY%	33.8%	-6.5%	16.4%	12.2%	9.2%
毛利率%	43.3%	34.7%	36.2%	36.5%	35.9%
净资产收益率 ROE%	8.2%	7.2%	7.8%	8.5%	9.0%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.59	0.69	0.77	0.84
市盈率 P/E(倍)	11.28	12.05	10.35	9.23	8.45
市净率 P/B(倍)	0.93	0.87	0.81	0.78	0.76

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 12 月 13 日收盘价

投资聚焦	6
一、聚焦山东路桥资产，基于主业积极布局大交通	6
1.1 山东省高速公路龙头，收费路桥主业蓬勃发展	6
1.2 国有控股保障稳定，分红收益绝对可观	7
1.3 聚焦路桥主业，积极探索上下游价值链投资延伸	8
1.4 “自有+托管”两种模式布局省内外优质路产	10
1.5 路桥主业稳健经营+投资收益贡献增量，业绩趋势良好	11
二、路桥主业做强做优，稳健成长	14
2.1 短期公路行业恢复常态，长期省交通网规划指引方向	14
2.2 自有路产稳健经营，并购新路贡献增量	15
三、改扩建积极推进，或量价齐升赋能成长	19
3.1 需求空间：长期规划指引下，路产改扩建需求及空间较大	19
3.2 价有催化：山东省高速公路费率调整或催化改扩建动力	19
3.3 量有高增：公司核心路产改扩建后通行量增幅显著	20
3.4 未来展望：量价齐升+成本刚性，利润中枢或阶梯式上移	21
四、基于交通主业稳健投资，资本运营风险收窄	24
4.1 横向并购纵向延伸，集团助力多元投资	24
4.2 地产板块成功剥离，金融投资风险收窄	25
五、盈利预测及估值	26
5.1 预计 2023 年归母净利润 33.25 亿元	26
5.2 测算公司目标市值约 391 亿元，首次覆盖给予“买入”评级	28
六、风险因素	29

表 目 录

表 1：公司收费公路情况（截至 2023 年 8 月末）	10
表 2：山东高速自有路产通行量情况	17
表 3：山东高速自有路产通行费情况	18
表 4：山东省高速公路客车收费标准	20
表 5：公司已完成的改扩建项目情况	21
表 6：公司正进行的改扩建项目情况	22
表 7：公司投资收益情况（单位：万元）	25
表 8：公司营业收入预测表	26
表 9：公司成本费用拆分表	27
表 10：公司简易利润表（亿元）	27
表 11：公司分部估值测算表	28

图 目 录

图 1：公司路桥资产运营总里程从 2010 年 1452 公里发展至 23H1 的 2932 公里	6
图 2：背靠山东省国资委，招商公路为第二大股东（截至 23Q3）	7
图 3：2022 年现金分红总额达 19.31 亿元	7
图 4：2022 年股息率为 7.0%（2022 年末收盘价）	7
图 5：公司核心业务板块	8
图 6：公司投资企业及业务架构（截至 2023 年 8 月底）	8
图 7：2022 年主业公路收入为 93.03 亿元	9
图 8：公司业务收入结构较为稳定	9
图 9：收费公路业务毛利率稳定在 55% 左右	9
图 10：收费公路业务毛利占比很高（单位：亿元）	9
图 11：山东省高速公路路网图	11
图 12：23 年前三季度营业收入同比增长 27.4%	11
图 13：23 年前三季度归母净利润同比增长 13.4%	11
图 14：23 年前三季度期间费用率为 13.2%	12
图 15：期间费用主要是财务费用和管理费用（单位：亿元）	12
图 16：23 年前三季度归母净利率提升至 16.8%	12
图 17：23 年前三季度公司 ROE 为 7.4%	12
图 18：23 年前三季度投资收益同比增长 8.8%	13
图 19：投资收益波动较大，但已成为利润重要贡献	13
图 20：2023 年以来高速公路车流量持续正增长	14
图 21：客车流量强劲反弹，货车流量稳步修复	14

图 22: 山东高速集团省内运营里程占全省 83%	14
图 23: 山东省 2035 年规划高速公路里程或达 1.5 万公里	14
图 24: 山东省私人汽车保有量连年递增	15
图 25: 公司现有路产 16 条, 山东区域 11 条	15
图 26: 公司自有路桥资产里程 1,555 公里, 山东占比 71.2%	15
图 27: 公司 2022 年通行费 95.48 亿元, 山东占比 80.9%	16
图 28: 公司 2022 年通行量 1.47 亿辆, 山东占比 87.8%	16
图 29: 23H1 公司自有路产通行量同比增长 19.8%	16
图 30: 23H1 公司自有路产通行费同比增长 8.7%	16
图 31: 公司通行量占比 (2022 年数据)	17
图 32: 公司各路产通行量同比增量占比 (23H1 同比数据)	17
图 33: 公司通行费占比 (2022 年数据)	18
图 34: 公司各路产通行费同比增量占比 (23H1 同比数据)	18
图 35: 山东高速自有路产平均到期期限为 12.3 年	19
图 36: 公司六车道及以上路段数量为 6 条	19
图 37: 公司六车道及以上路段占比 31.6%	19
图 38: 2020 年济青高速改扩建完工后通行量大增 45.9%	20
图 39: 2020 年济青高速改扩建完工后通行费大增 49.2%	20
图 40: 2020-2022 年京台高速两条路段改扩建影响通行量	21
图 41: 2020-2022 年京台高速两条路段改扩建影响通行费	21
图 42: 京台高速济泰段改扩建对公司收入、利润影响测算	22
图 43: 23 年前三季度投资收益同比增长 8.8%	24
图 44: 投资收益波动较大, 但已成为利润重要贡献	24
图 45: 轨道交通集团收入和利润稳步提升	25
图 46: 毅康科技净利润不及预期	25

投资聚焦

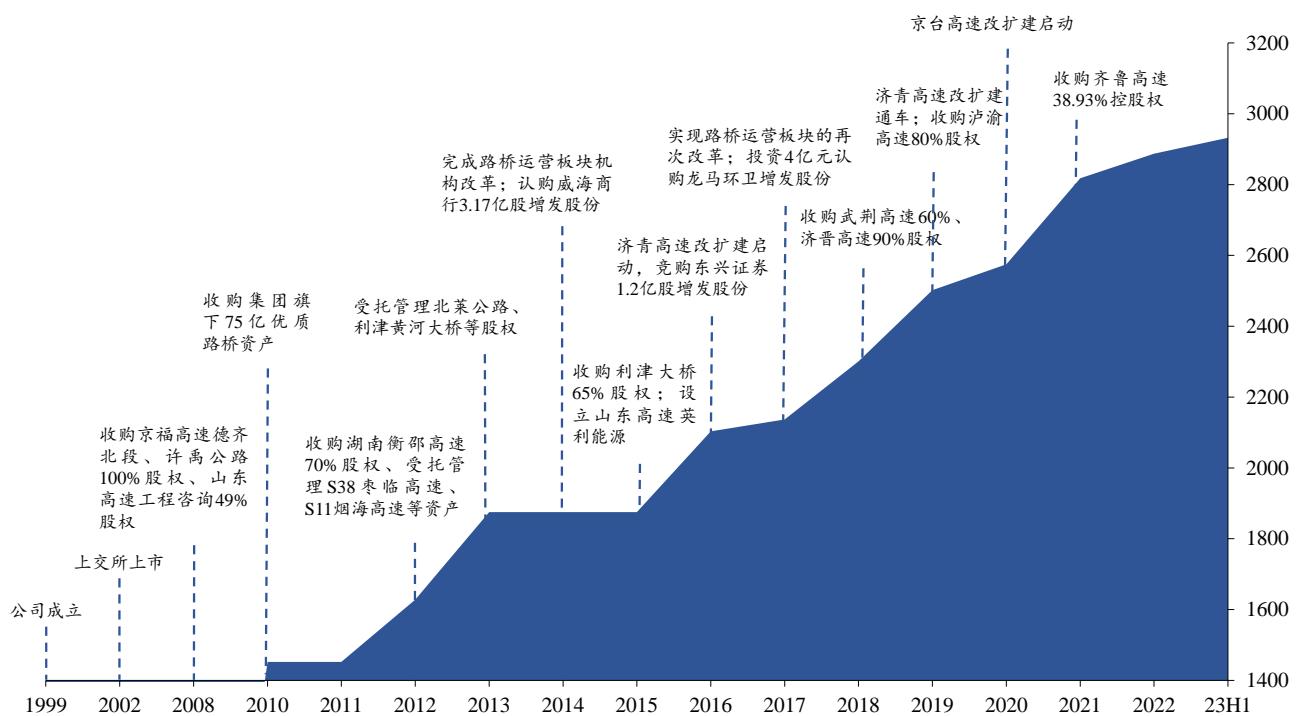
山东高速是全国高速公路龙头，路桥主业稳健经营+投资收益贡献增量，业绩趋势良好，分红收益稳健。路桥主业方面，公司核心资产现金流稳健，并购新路逐步起势，叠加改扩建积极推进或量价齐升赋能成长。资本运营方面，公司在股权投资方面横向并购高速公路主业项目，且纵向延伸铁路、环保等协同产业链投资；在价值投资方面，成功剥离地产板块，且金融投资风险逐步收窄。我们认为公司改扩建催化利润中枢阶梯式攀升，叠加稳健投资收益和分红，看好公司长远发展和优质股东回报。

一、聚焦山东路桥资产，基于主业积极布局大交通

1.1 山东省高速公路龙头，收费路桥主业蓬勃发展

从区域迈向全国，收费路桥主业蓬勃发展。公司成立于 1999 年，由山东高速集团与华建交通经济开发中心共同发起设立，并于 2002 年上交所挂牌上市，目前是山东省内高等级公路、桥梁、隧道等基础设施的投资、运营主体，核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路的重要组成部分，路产质量良好，路网完善，协同效益逐渐显现，为公司提供了充足的现金流。此外，公司还以高速公路产业链为基进行金融、环保等领域的投资开拓。发展至今（截至 23 年 6 月末）运营管理的路桥资产总里程达 2,932 公里，其中公司自有的路桥资产里程达 1,555 公里、受托管理的路桥资产里程达 1,377 公里，已成为国内领先的公路及相关基础设施投资运营企业。

图1：公司路桥资产运营总里程从 2010 年 1452 公里发展至 23H1 的 2932 公里

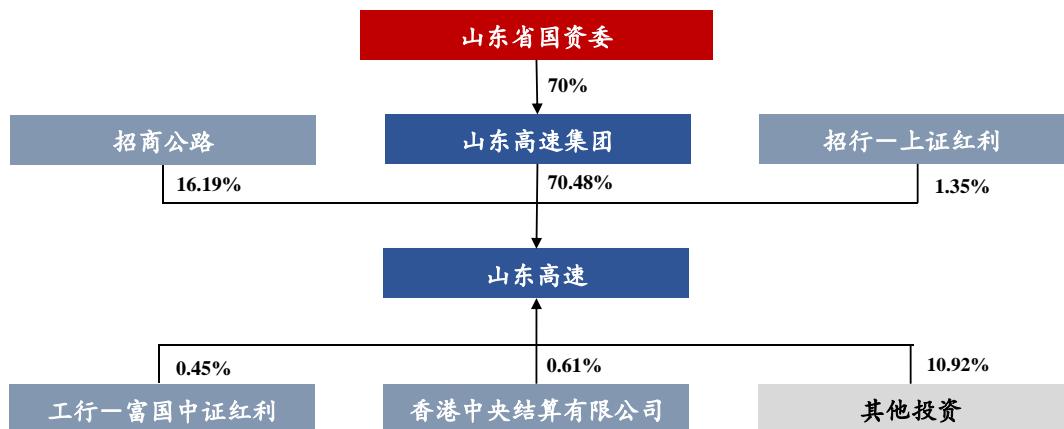


资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

1.2 国有控股保障稳定，分红收益绝对可观

国有控股确保经营稳定。山东高速股份的股东以国企为主，实际控制人为山东省国资委，控股股东为山东高速集团有限公司，直接持股 70.48%，招商公路为第二大股东，直接持股 16.19%，两大股东合计持股比例 86.67%，其余股东多为指数基金及社保基金等，股权结构稳定。

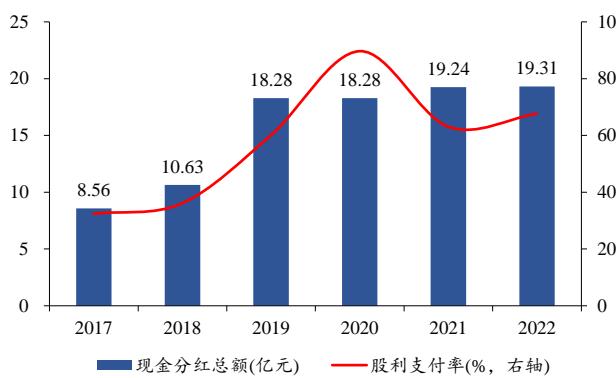
图2：背靠山东省国资委，招商公路为第二大股东（截至 23Q3）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

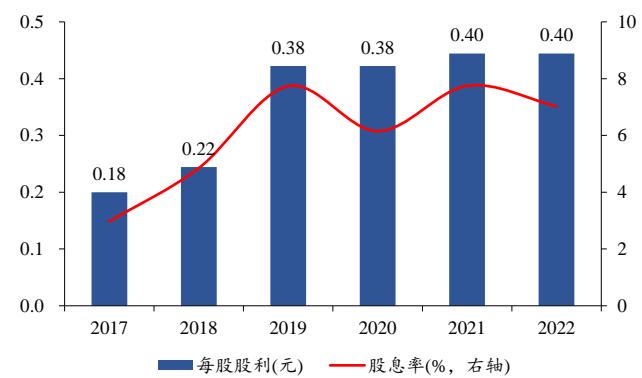
锁定 23-24 年现金分红比例承诺，绝对收益配置价值可观。公司于 2020 年 7 月发布《未来五年（2020 年-2024 年）股东回报规划》，其中承诺每年现金分红比例不低于归母净利润总额的 60%。公司 2019 年前分红比例基本维持 30%-40%，2020 年受疫情影响导致利润同比下滑情况下依旧保持分红总额不降低，将分红比例提升至近 90%，此后连续 3 年分红总额持续增长，分红比例在规划引领下维持 60%以上。2022 年公司现金分红总额 19.31 亿元，同比基本持平，分红比例达 67.6%，分红金额创上市以来新高，以 2022 年末股价测算股息率为 7.0%，我们预计未来仍将保持定力，维持分红连续性和稳定性。

图3：2022 年现金分红总额达 19.31 亿元



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图4：2022 年股息率为 7.0%（2022 年末收盘价）

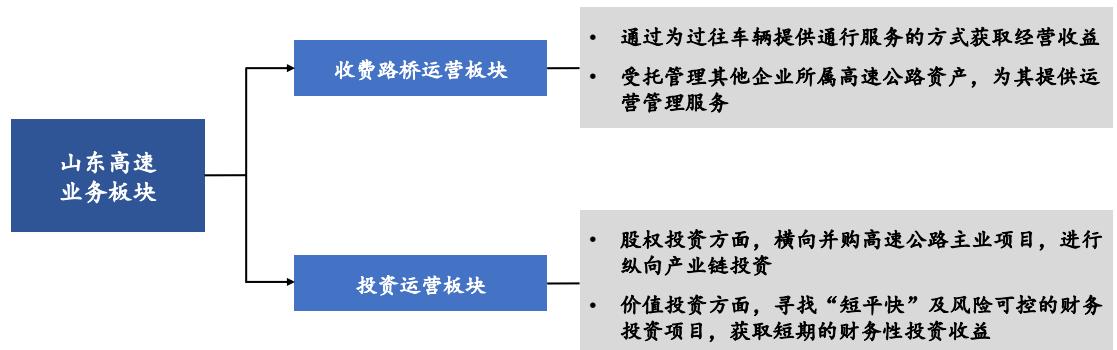


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

1.3 聚焦路桥主业，积极探索上下游价值链投资延伸

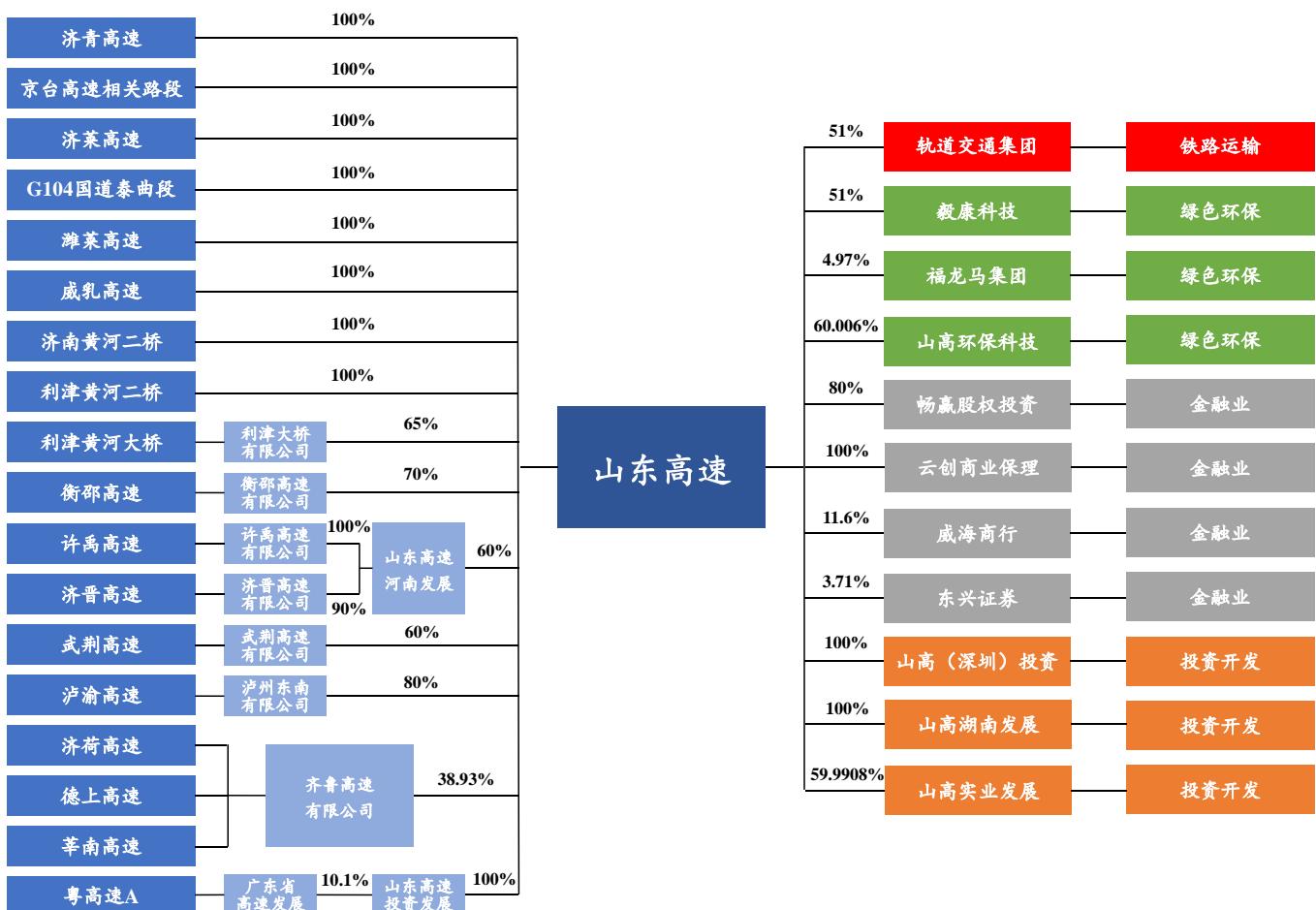
公司利润来源于收费路桥运营、投资运营两大板块。收费路桥运营是公司的核心业务，基于投资建设及收购等方式获取经营性高速公路资产，收入来源于车辆通行费、高速公路托管收入等；投资运营服务是公司为实现自身长期可持续发展，积极寻找与高速主业相匹配的投资机会的业务，投资品种包含轨道交通、绿色环保、房地产开发、金融业等。

图5：公司核心业务板块



资料来源：信达证券研发中心

图6：公司投资企业及业务架构（截至 2023 年 8 月底）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

两大业务板块，多元收入来源：

1) 高速公路通行费收入：公司的核心收入来源，2022 年及 23H1 收入分别为 93.03 亿元、49.90 亿元，近两年占收入比基本稳定在 50%左右，且常态下毛利率稳定于 55%左右，近两年毛利贡献超 50 亿元；

2) 铁路运输收入：由轨交集团开展油品、煤炭、铁矿石等货种的区域运输，近几年来提质增效显著，合计运量逐步攀升，其中 23H1 完成运量 5240 万吨，同比增长 14.2%，实现收入 12.46 亿元，同比增长 3.8%；

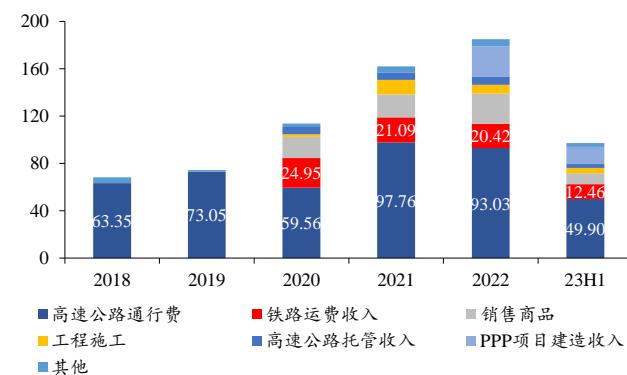
3) 销售商品：部分收入由轨交集团产品（装备）制造板块的铁建装备公司和交通装备公司贡献，主要是高铁轨道板及高端混凝土产品（轨枕、地铁枕）的销售，区域范围逐步开拓至北美、东南亚、墨西哥等海外市场。23H1 实现合计收入 9.30 亿元，毛利 1.96 亿元；

4) 工程施工：主要由毅康科技（2021 年 11 月收购其 51% 股权）的环保工程 PPP 项目及部分轨交集团的铁路施工项目构成，23H1 实现合计收入 4.58 亿元，毛利 0.71 亿元；

5) 高速公路托管：公司凭借相关管理经验受托管理高速公路资产，23H1 托管集团所属路桥资产里程达 1,377 公里，每年贡献收入 6 亿元，毛利 0.4-0.5 亿元左右；

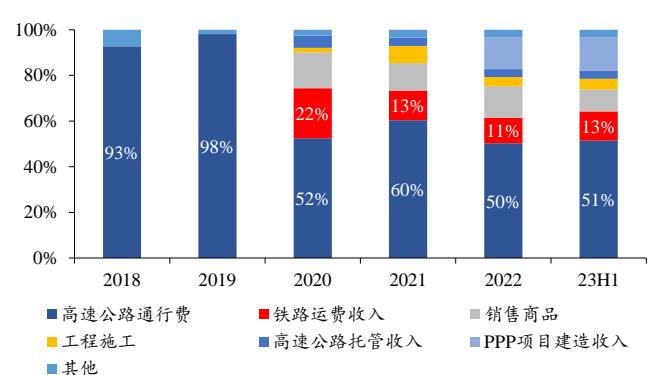
6) PPP 项目建造收入：主要为路产 PPP 模式改扩建项目及其余部分 PPP 项目投资。

图7：2022年主业公路收入为 93.03 亿元



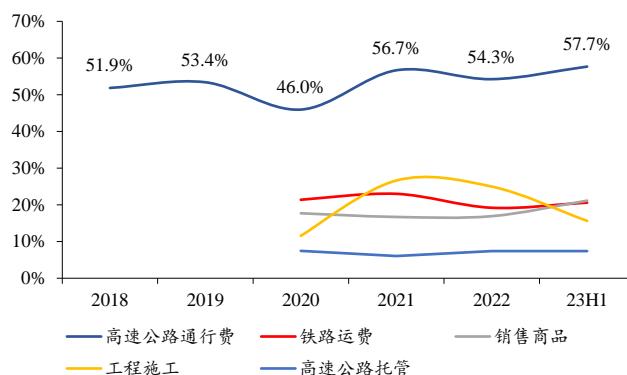
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图8：公司业务收入结构较为稳定



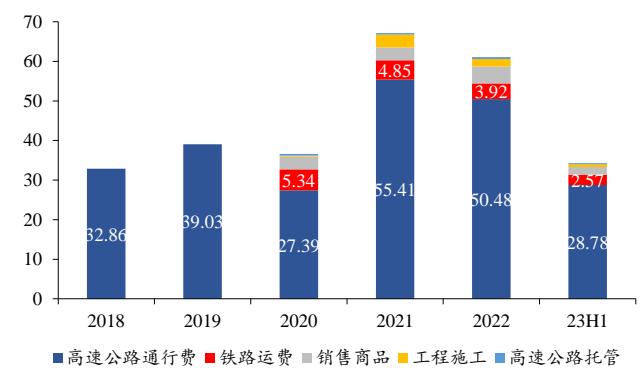
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图9：收费公路业务毛利率稳定在 55% 左右



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图10：收费公路业务毛利占比很高（单位：亿元）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

1.4 “自有+托管”两种模式布局省内外优质路产

从里程及数量看：公司通过“自有+托管”两种模式运营优质路产，截至 23H1 末，公司运营管理路桥总里程 2932 公里，其中所辖自有路桥资产里程 1555 公里，包括 G20 青银高速济南至青岛段、G3 京台高速德州至泰安段、G2 京沪高速济南至莱芜段、G42 湖北武荆高速、G55 济晋高速等 11 条高速公路，以及利津黄河桥、济南黄河二桥等 2 座桥梁；受托管理的路桥资产里程 1377 公里，包括山东省 S38 枣临高速、S11 烟海高速等 16 条高速公路。

表1：公司收费公路情况（截至 2023 年 8 月末）

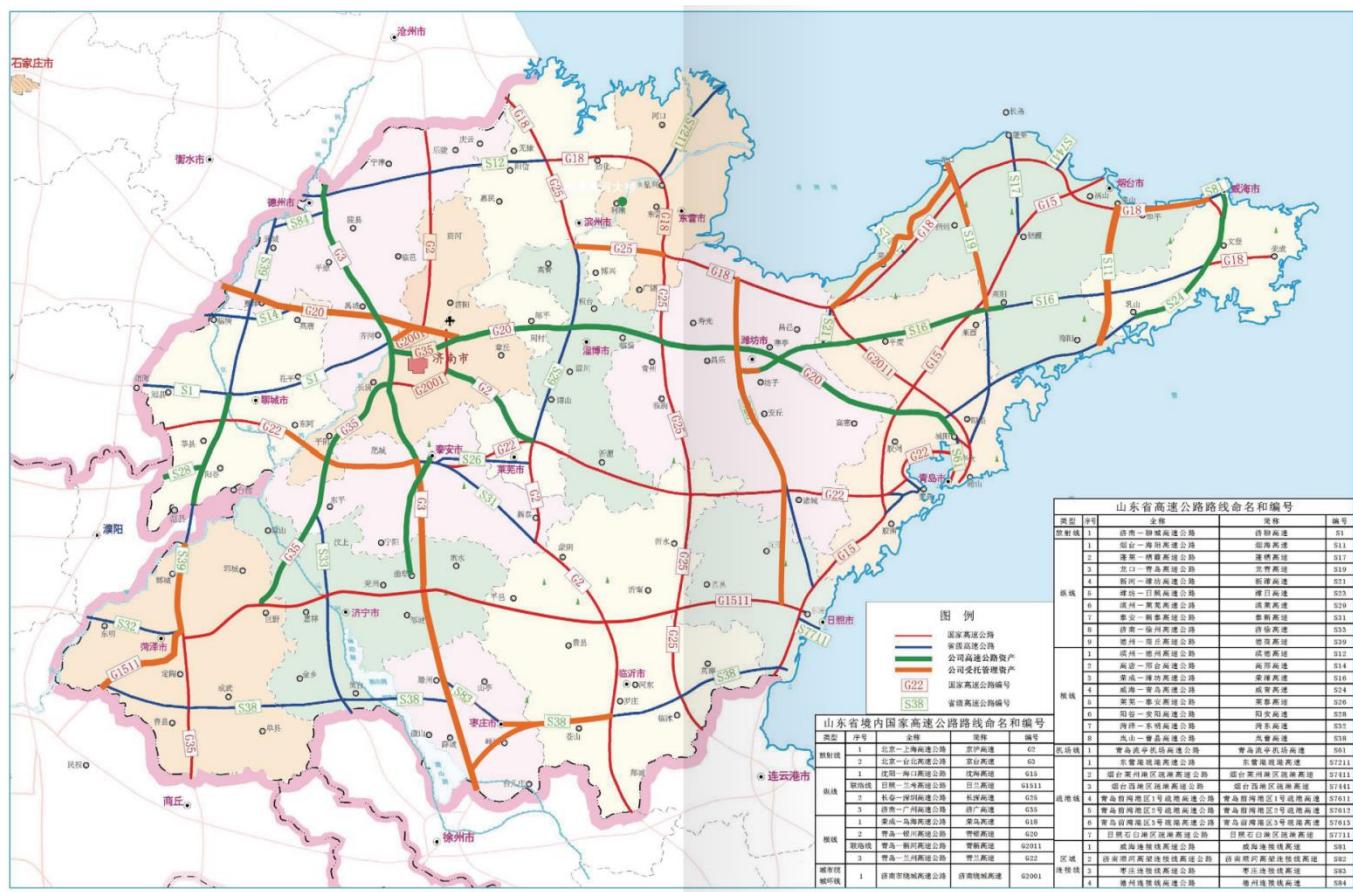
路段名称	细分路段	本公司权益	批准收费结束时间	收费里程(公里)	车道数	状况
济青高速	济南-青岛高速公路(青银高速公路山东段)	100%	2044.12	318.5	8	营运
	北京-福州高速公路德州至齐河段	100%	2046.07.15	91.284	8	营运
	济南第二黄河公路大桥	100%	2032.04.16	5.75	6	营运
京台高速	北京-福州高速公路齐河至济南段	100%	2024.10.31	21.971	6	改扩建
	北京-福州高速公路济青连接线	100%	2024.10.31	16.376	4	营运
	北京-福州高速公路济南至泰安段	100%	2047.12.29	59.546	8	营运
济莱高速	北京至上海公路(辅线)济南至莱芜高速公路	100%	2034.10.21	76.048	6	营运
潍莱高速	潍坊-莱阳高速公路	100%	2024.07.31	140.637	4	营运
威乳高速	威海-乳山高速公路	100%	2032.12.19	70.55	4	营运
泰曲路	G104 国道泰安-曲阜一级公路	100%	2025.11.15	64.166	4	营运
利津黄河公路大桥	利津黄河公路大桥	65%	2029.09.25	135	4	营运
许禹高速	河南许昌至禹州高速公路	60%	2036.08.28	39.07	4	营运
济晋高速	二广高速济源至晋城(省界)段	54%	2038.09.09	20.555	4	营运
衡邵高速	湖南衡阳至邵阳高速公路	70%	2040.12.29	132.059	4	营运
武荆高速	湖北武汉至荆门高速公路	60%	2040.05	183.214	4	营运
泸渝高速	四川成渝环线合江(渝川界)至纳溪段高速公路	80%	2043.06.27	73.15	4	营运
济菏高速	济南-广州高速公路殷家林至王官屯段	38.93%	2034.09.22	153.601	4	改扩建
德上高速	德州-上饶高速公路聊城至范县(鲁豫界)段	38.93%	2040.11.15	68.942	4	营运
莘南高速	莘县至南乐(鲁豫界)高速公路林屯村至省界段	38.93%	2043.09.27	18.267	4	营运
合计				1555.036		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从区域及位置看：公司核心路桥资产均为山东省高速公路网的中枢干线，也是全国高速公路的重要组成部分。除山东省区域外，公司仍积极布局省外优质路产，区域范围包括河南(许禹高速、济晋高速)、湖南(衡邵高速)、河北(武荆高速)、四川(泸渝高速)等地。



图11：山东省高速公路路网图



资料来源：公司官网，公司宣传册，信达证券研发中心

1.5 路桥主业稳健经营+投资收益贡献增量，业绩趋势良好

路桥主业稳健经营+投资收益贡献增量，收入和利润保持稳健增长。2022 年公司实现 184.86 亿元营收和 28.55 亿元归母净利润，同比分别 +14.1%、-6.5%，主要系去年全国疫情多点散发及四季度货车通行费减免影响。过去 5 年（2017-2022 年），公司营收复合增速达 20.2%，归母净利润复合增速达 1.5%，整体营收业绩增势向好。23 年前三季度受益于车流恢复，实现营收 154.07 亿元（同比 +27.4%，同比 19 年同期 +182.9%）、归母净利润 25.84 亿元（同比 +13.4%，同比 19 年同期 +21.8%）。

图12：23年前三季度营业收入同比增长 27.4%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

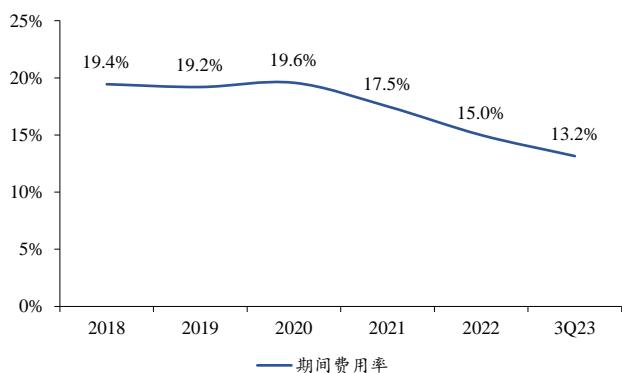
图13：23年前三季度归母净利润同比增长 13.4%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

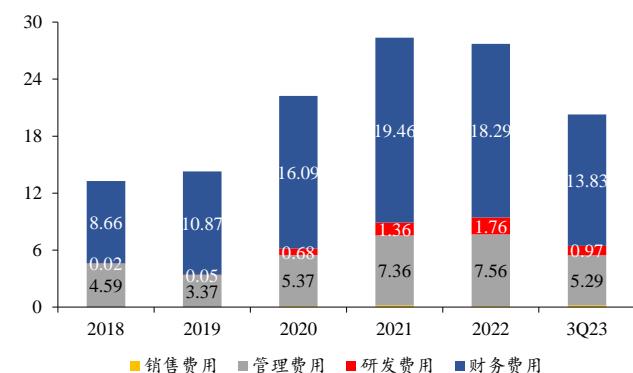
期间费用率不断下滑，毛利率和归母净利率企稳回升。从期间费用看，主要为管理费用和财务费用，总体看 2022 年及 23Q1-Q3 期间费用率分别为 15.0%、13.2%，连续四年呈下滑趋势；分部看，由于公司持续使用现金对外投资，2022 年及 23Q1-Q3 财务费用分别 18.29 亿元、13.83 亿元，财务费用率同比下滑至 9.9%、9.0%，主要系一方面公司营收连年增长而财务费用相对刚性，另一方面利率大环境下行趋势下利息支出略有降低，此外 2022 年报公司提出要以实际效益和需求主导资金使用，实施分域分级分类降本，力争 2023 年财务费用压减 4700 万元。从盈利能力看，2022 年车流量受外部因素影响，毛利率大幅下滑至 34.7%，归母净利率减少 3.4pct 至 15.4%，23Q1-Q3 随主业修复毛利率和归母净利率分别小幅回升至 34.9%、16.8%。

图14：23年前三季度期间费用率为 13.2%



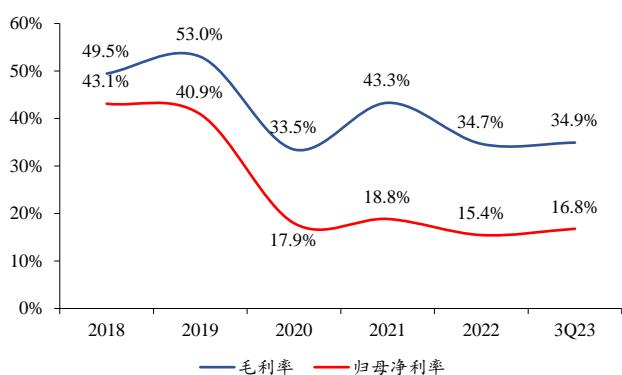
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图15：期间费用主要是财务费用和管理费用（单位：亿元）



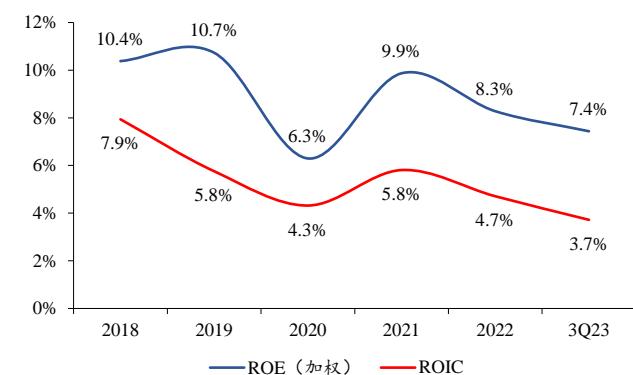
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图16：23年前三季度归母净利率提升至 16.8%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

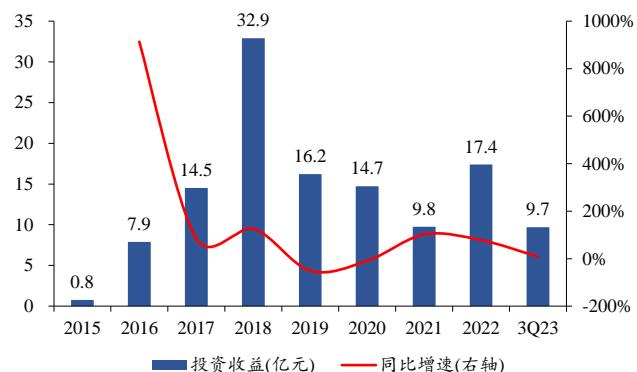
图17：23年前三季度公司 ROE 为 7.4%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

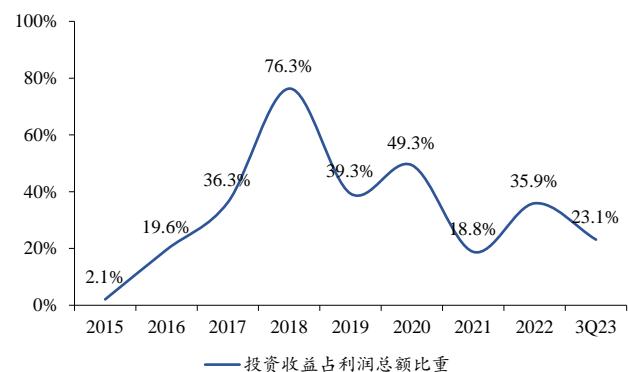
投资运营板块作为公司业务第二极，23Q1-Q3 投资收益占利润比例 23.1%，已成为公司利润的重要贡献点之一。公司投资收益主要来自于长期股权投资收益+交易性金融资产持有收益+债券投资收益三大块，2022 年投资收益高达 17.4 亿元，主要系剥离房地产投资，成功处置烟台合盛股权转让带来的一次性投资收益所致。受益于新增参股路产与车流恢复，23Q1-Q3 投资收益 9.7 亿元，同比增长 8.8%，占利润总额比例为 23.1%。

图18: 23年前三季度投资收益同比增长8.8%



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

图19: 投资收益波动较大, 但已成为利润重要贡献



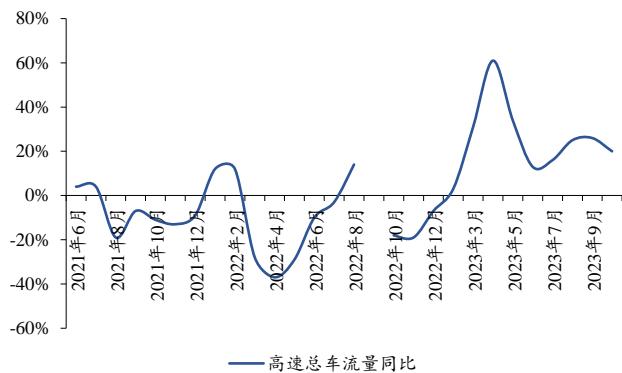
资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

二、路桥主业做强做优，稳健成长

2.1 短期公路行业恢复常态，长期省交通网规划指引方向

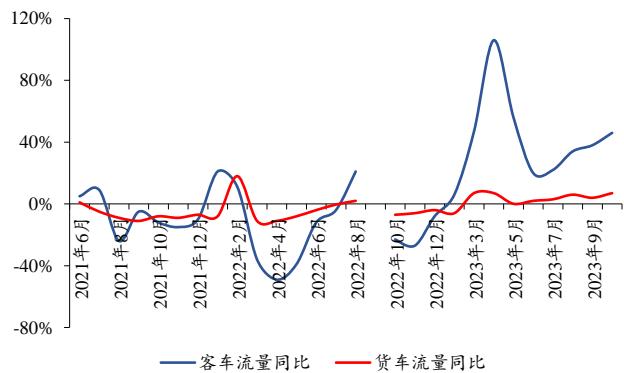
短期公路客货流量恢复常态。根据交通规划研究数据，2023年以来高速公路车流量持续正增长，其中货运保通保畅成效显著，货车流量稳健修复，客运从去年疫情影响减弱后，客车流量呈强劲反弹。路网车流量稳步提升，催化公司高速公路主业回暖。23年前三季度山东高速实现通行费收入81.77亿元，同比增长9.1%，低基数下有所修复。

图20：2023年以来高速公路车流量持续正增长



资料来源：交通规划研究，信达证券研发中心

图21：客车流量强劲反弹，货车流量稳步修复



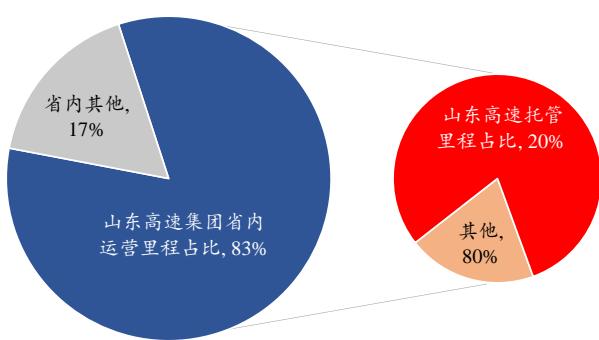
资料来源：交通规划研究，信达证券研发中心

集团资源持续赋能，省交通网规划指引方向。山东高速集团运营管理高速公路8443公里，其中省内6823公里，占全省的83%，而公司托管集团里程1377公里，占集团省内里程比例为20%左右。《山东省综合立体交通网规划纲要（2023—2035年）》（以下简称“规划”）中提出2035年全省高速公路里程数将达到15000公里，六车道及以上占比提升到50%以上（2022年末山东省高速公路通车里程仅8048公里，六车道以上占比32.8%）。因此长期看公司或有两大受益：

1) 里程扩容空间大：按照规划，预计省内每年平均运营里程增长567公里，12年复合增速5%，公司或持续受益区域增长红利及集团资源赋能；

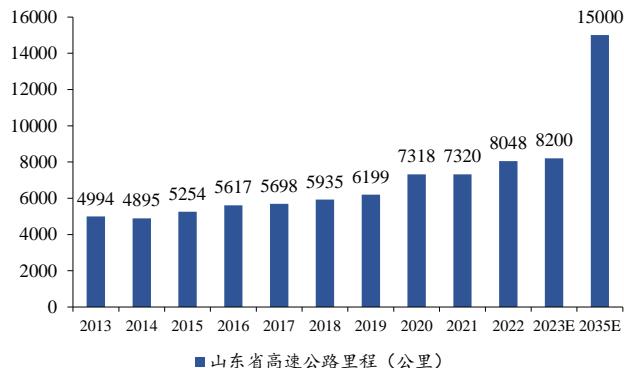
2) 改扩建需求大：按照规划，2035年六车道及以上占比或从22年末的32.8%提升至50%以上，而公司现有路产六车道及以上占比较低，长期看改扩建需求依然较大。

图22：山东高速集团省内运营里程占全省83%



资料来源：山东高速集团官网，公司公告，信达证券研发中心

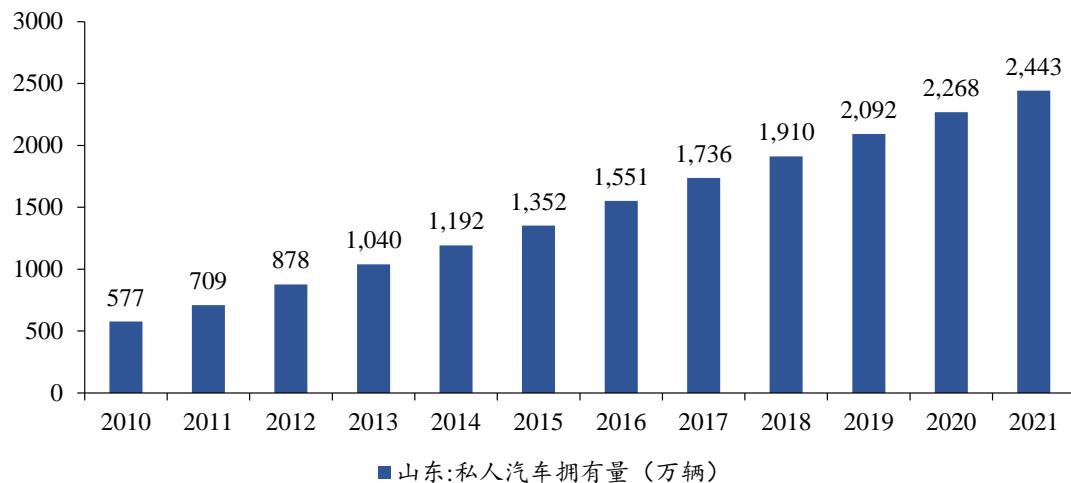
图23：山东省2035年规划高速公路里程或达1.5万公里



资料来源：Wind，山东省交通运输厅，山东省人民政府，信达证券研发中心

山东省汽车保有量成为区域车流量增长强支撑。2010-2021 年山东省私人汽车保有量呈现连年递增趋势，复合增速近 14%，2021 年保有量达 2443 万辆，汽车保有量的持续递增成为山东省车流量稳定增长的重要支撑。

图24：山东省私人汽车保有量连年递增

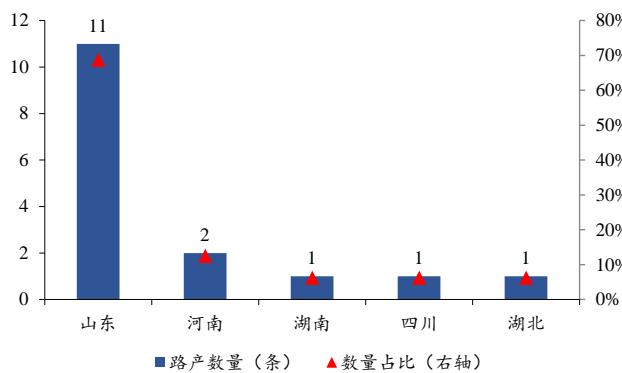


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2.2 自有路产稳健经营，并购新路贡献增量

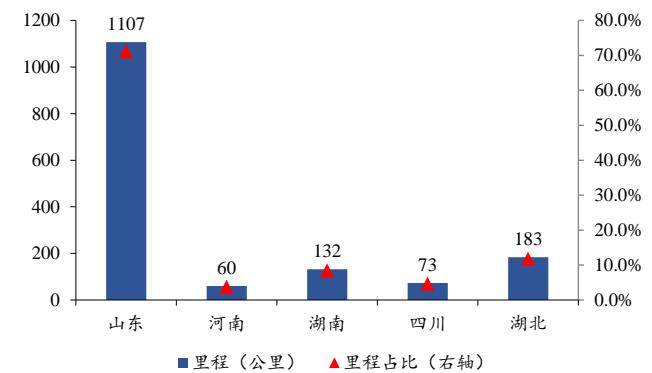
积极布局省内外优质路产，现有路产以山东区域为主。从区位分布数量看，公司目前自有路产合计 16 条，其中山东 11 条、河南 2 条、湖南、四川、湖北各 1 条；从路产里程看，公司自有路桥资产里程 1,555 公里，其中山东省内占比 71.2%；从通行费收入及通行量看，公司 2022 年分别实现通行费收入 95.48 亿元、通行量 1.47 亿辆，其中山东省内分别占比 80.9%、87.8%。

图25：公司现有路产 16 条，山东区域 11 条



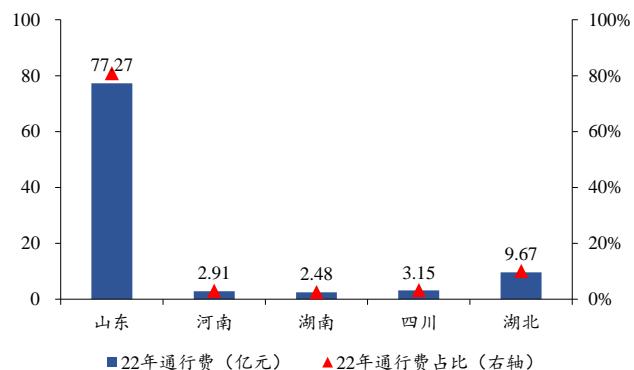
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图26：公司自有路桥资产里程 1,555 公里，山东占比 71.2%

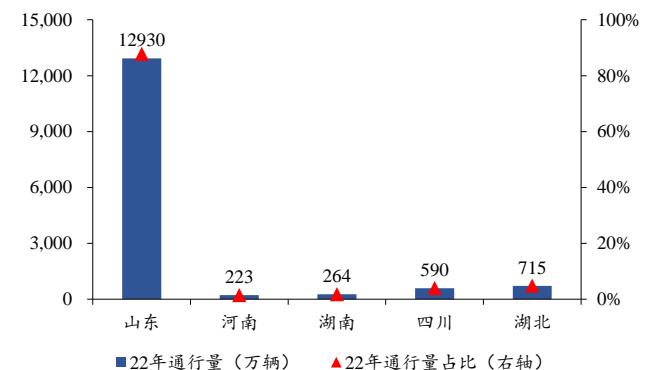


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从山东迈向全国，逐步投资并购全国优质路产。公司 2018 年分别收购湖北的武荆高速 60% 股权、河南的济晋高速 90% 股权，2019 年又收购四川的泸渝高速 80% 股权，长期看公司现金流充沛，或仍有收购全国其他资产扩大运营规模的可能性。

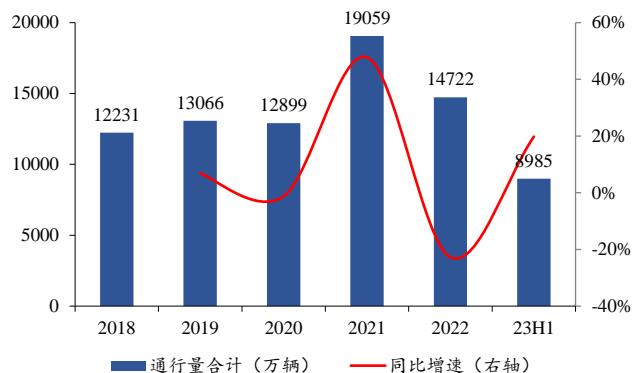
图27：公司 2022 年通行费 95.48 亿元，山东占比 80.9%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

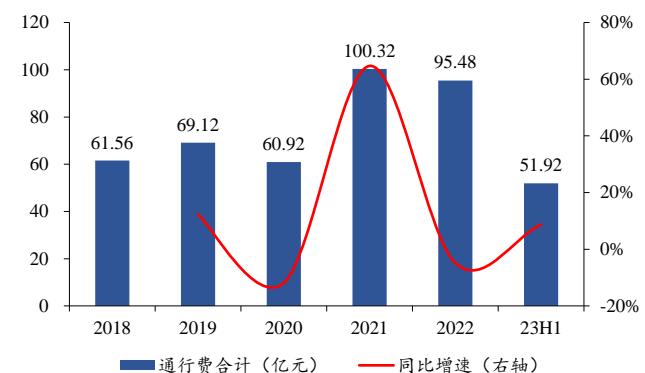
图28：公司 2022 年通行量 1.47 亿辆，山东占比 87.8%


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司自有路产通行量及通行费整体呈现上升趋势。公司于2021年收购齐鲁高速38.93%控股权，并表后造成通行量及通行费大幅攀升，2022年两大数据下滑明显主要系疫情影响及四季度通行费减免所致，23H1公司通行量及通行费收入迅速回暖，分别同比增长19.8%和8.7%。

图29：23H1 公司自有路产通行量同比增长 19.8%


资料来源：公司公告，交通运输部，信达证券研发中心

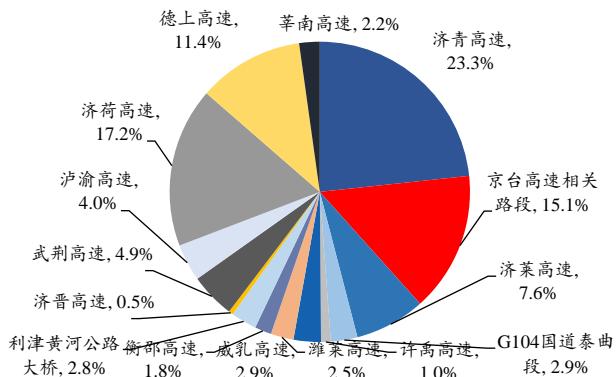
图30：23H1 公司自有路产通行费同比增长 8.7%


资料来源：公司公告，交通运输部，信达证券研发中心

1) 通行量情况：济青高速+京台高速相关路段贡献通行量 38.4%，齐鲁高速旗下三条路产合计贡献通行量 30.8%。老路产方面，公司主要通行量来自“济青高速”和“京台高速相关路段”两条路产，2022 年两者合计通行量占公司比例 38.4%。新路产方面，2018-2019 年新收购的武荆高速、济晋高速，沪渝高速，2022 年通行量占比分别为 4.9%、0.5%、4.0%，2021 年收购的齐鲁高速旗下的济菏高速、德上高速、莘南高速 2022 年合计贡献通行量 30.8%，已成为公司第二批次重点核心资产，为公司创造重要增量。

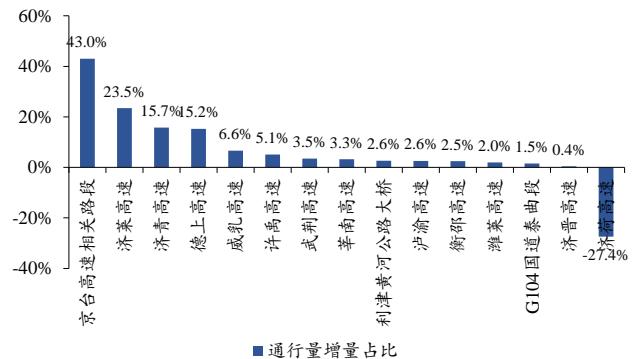


图31：公司通行量占比（2022年数据）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图32：公司各路产通行量同比增量占比（23H1同比数据）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

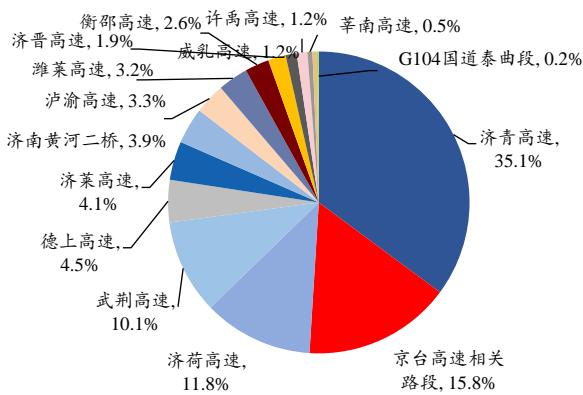
表2：山东高速自有路产通行量情况

时间	通行量（万辆）					通行量同比增速				
	2019	2020	2021	2022	23H1	2019	2020	2021	2022	23H1
济青高速	3162	4613	5067	3430	2049	23.1%	45.9%	9.8%	-32.3%	12.8%
京台高速相关路段	4709	3052	3192	2218	1734	0.4%	-35.2%	4.6%	-30.5%	58.1%
济莱高速	1193	1400	1370	1119	872	22.1%	17.4%	-2.1%	-18.3%	66.4%
G104国道泰曲段	317	585	583	421	242	-12.4%	84.5%	-0.3%	-27.8%	10.5%
许禹高速	398	366	340	154	153	-0.3%	-8.0%	-7.1%	-54.7%	96.8%
威乳高速	601	671	600	434	289	1.2%	11.6%	-10.6%	-27.7%	51.2%
潍莱高速	698	644	524	362	216	10.6%	-7.7%	-18.6%	-30.9%	15.5%
衡邵高速	283	253	314	264	182	-11.6%	-10.6%	24.1%	-15.9%	24.9%
利津黄河公路大桥	479	471	609	410	252	-38.0%	-1.7%	29.3%	-32.7%	18.3%
济晋高速	278	92	88	69	38	157.4%	-66.9%	-4.3%	-21.6%	18.2%
武荆高速	948	752	890	715	441	17.3%	-20.7%	18.4%	-19.7%	13.3%
沪渝高速			257	590	371				129.6%	11.4%
济菏高速			2844	2533	874				-10.9%	-31.7%
德上高速			2018	1678	1063				-16.8%	26.9%
莘南高速			363	325	210				-10.5%	29.9%
合计	13066	12899	19059	14722	8985	6.8%	-1.3%	47.8%	-22.8%	19.8%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

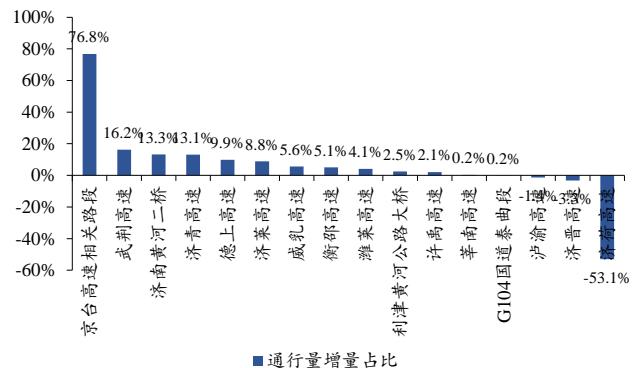
2) 通行费收入情况：济青高速+京台高速相关路段贡献通行费 51%，齐鲁高速旗下三条路产合计贡献通行费 16.8%。2022 年公司自有路产路费总收入合计为 95.5 亿元。从通行费收入占比看，改扩建完成后的济青高速对收入贡献最大，创造收入 33.6 亿元，占比 35%，而京台高速相关路段创收 15.1 亿元，占比 16%，两者合计占比超 50%，为公司核心收入来源。从通行费收入增量占比看，23H1 京台高速济泰段受益改扩建通车，收入同比大增 43.3%，增量占比 76.8%，而新收购的济菏高速受 23 年 2 月起改扩建全面展开，主线半幅封闭施工、半幅单向通行等影响通行费出现较大程度下滑。

图33：公司通行费占比（2022年数据）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图34：公司各路产通行费同比增量占比（23H1同比数据）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

表3：山东高速自有路产通行费情况

时间	通行费（亿元）					通行费同比增速				
	2019	2020	2021	2022	23H1	2019	2020	2021	2022	23H1
济青高速	19.89	29.68	36.65	33.55	17.42	61.7%	49.2%	23.5%	-8.5%	3.2%
京台高速相关路段	17.67	8.53	11.95	15.13	10.56	-8.4%	-51.7%	40.1%	26.6%	43.3%
济莱高速	4.55	3.8	4.61	3.96	2.29	-13.0%	-16.5%	21.3%	-14.1%	19.0%
G104国道泰曲段	0.3	0.25	0.24	0.2	0.11	15.4%	-16.7%	-4.0%	-16.7%	7.1%
许禹高速	1.98	1.37	1.42	1.1	0.65	-4.8%	-30.8%	3.6%	-22.5%	15.7%
威乳高速	1.4	1.1	1.32	1.13	0.71	2.9%	-21.4%	20.0%	-14.4%	48.4%
济南黄河二桥	5.09	2.83	3.55	3.7	2.34	1.2%	-44.4%	25.4%	4.2%	30.9%
潍莱高速	2.96	2.7	3.55	3.09	1.64	11.3%	-8.8%	31.5%	-13.0%	11.5%
衡邵高速	2.23	1.81	2.51	2.48	1.52	2.3%	-18.8%	38.7%	-1.2%	16.1%
利津黄河公路大桥	0.65	0.43	0.78	0.45	0.29	-47.6%	-33.8%	81.4%	-42.3%	55.1%
济晋高速	2.69	1.3	1.98	1.81	0.75	138.1%	-51.7%	52.3%	-8.6%	-15.5%
武荆高速	9.71	7.12	10.19	9.67	5.54	10.5%	-26.7%	43.1%	-5.1%	13.8%
沪渝高速			3.32	3.15	1.69				-5.1%	-3.3%
济荷高速			12.85	11.23	3.58				-12.6%	-38.1%
德上高速			4.87	4.33	2.57				-11.1%	19.0%
莘南高速			0.54	0.5	0.27				-7.4%	3.8%
合计	69.12	60.92	100.32	95.48	51.92	12.3%	-11.9%	64.7%	-4.8%	8.7%

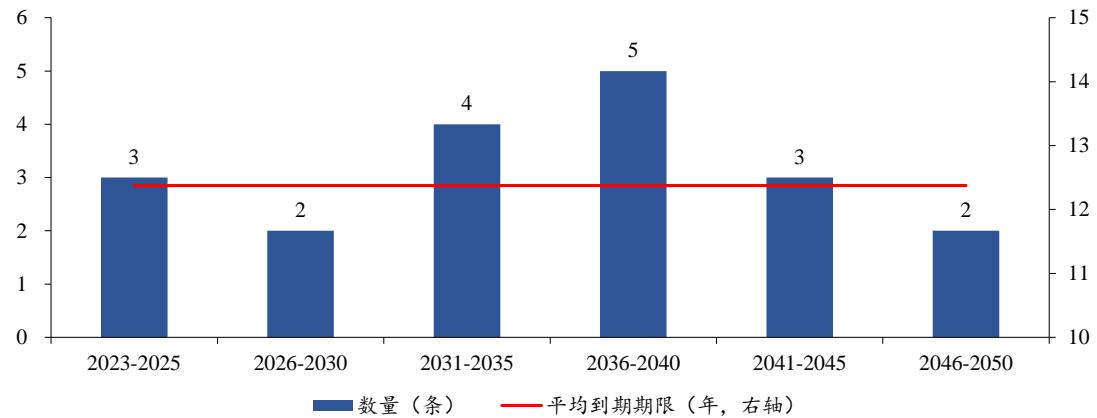
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三、改扩建积极推进，或量价齐升赋能成长

3.1 需求空间：长期规划指引下，路产改扩建需求及空间较大

从收费期限看，公司自有路产平均到期期限为 12.3 年。公司自有 19 条路段（包括 14 条原有路产路段+京台高速 5 条路段）收费到期时间集中在 2031-2040 年，占比 47.4%，而 2030 年前和 2041 年后到期的路段占比均为 5 条，各自占比 26.3%。其中核心路产济青高速改扩建后收费延长至 2044 年，而京台高速的德齐段和济泰段改扩建后收费分别延长至 2046 年和 2047 年，充分保障了公司中长期稳定的经营现金流。

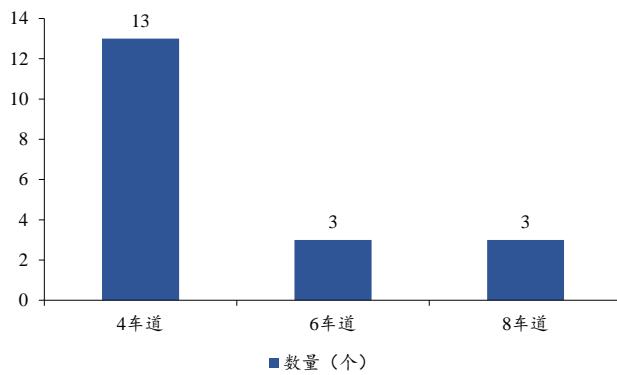
图35：山东高速自有路产平均到期期限为 12.3 年



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

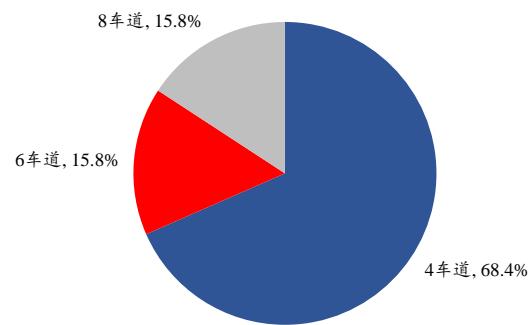
从车道数看，公司自有 19 条路段六车道及以上占比仅 31.6%。公司营运路段中四车道、六车道、八车道数量分别为 13 条、3 条、3 条，占比分别 68.4%、15.8%、15.8%，即六车道及以上占比 31.6%，而《山东省综合立体交通网规划纲要（2023—2035 年）》中提出 2035 年全省六车道及以上占比将提升到 50% 以上，因此公司未来路产改扩建需求较大。

图36：公司六车道及以上路段数量为 6 条



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图37：公司六车道及以上路段占比 31.6%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.2 价有催化：山东省高速公路费率调整或催化改扩建动力

费率政策调整，价格带整体上浮。按照山东省交通运输厅 2020 年 1 月发布的《山东省高速公路车辆通行费收费标准》，以 1 类客车为例，对 2018 年以后新建和改扩建高速公路，收费标准由 0.4 元/公里上提到 0.5 元/公里，增幅 25%。

表4：山东省高速公路客车收费标准

类别	车型分类标准	收费标准(元/公里)		增幅
		2018年以前开通	2018年以后新建/改扩建	
1类	≤9座(且车长小于6米)	0.4	0.5	25%
2类	10-19座(且车长小于6米)	0.5	0.65	30%
3类	≤39座(且车长不小于6米)	0.6	0.78	30%
4类	≥40座(且车长不小于6米)	0.75	0.98	30.67%

资料来源：山东省交通运输厅，信达证券研发中心

3.3 量有高增：公司核心路产改扩建后通行量增幅显著

公司2010年以来已完成三次改扩建，成效显著：

1) 济青高速改扩建：

基本情况：济青高速是公司的核心资产，也是山东省内客货繁忙的高速通道，被誉为山东省“黄金通道”，其改扩建项目于2016年正式启动，2019年底完工，工程全长309.2公里，工程批复概算297.96亿元，是国内一次性改扩建里程最长、投资最大的项目，改扩建完成后收费期限延长20年至2044年12月。

成效情况：2016年济青高速通行量及通行费分别3670万辆、27.1亿元，分别占公司全部路段比例的30.8%、42.8%，2019年底完工后正式运营第一年即2020年济青高速通行量及通行费分别同比大增45.9%、49.2%，改扩建带来长期收入提升成效显著。

图38：2020年济青高速改扩建完工后通行量大增45.9%



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

图39：2020年济青高速改扩建完工后通行费大增49.2%



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

2) 京台高速德齐段改扩建：

基本情况：京台高速德齐段是国家高速公路网中枢干线及山东省南北路网核心干线，其改扩建项目是国家“十三五”规划的重点工程，2020年被山东省列为重点工程项目。项目于2019年4月正式启动，2021年7月完工，工程全长93.138公里，工程批复概算119.04亿元，改扩建完成后收费期限延长25年至2046年7月。

3) 京台高速济泰段改扩建：

基本情况：京台高速济泰段是沟通北京和中东部重要城市的主通道，其改扩建项目于

2020年12月正式启动，2022年10月完工，工程全长53.264公里，工程批复概算65.73亿元，改扩建完成后收费期限延长25年至2047年12月。

成效情况：京台高速德齐段和济泰段改扩建项目在2020-2022年集中建设造成通行量和通行费的大幅下滑，但受益22年10月济泰段建成通车后23H1京台高速相关路段合计通行量和通行费同比大增58.1%、43.3%，车辆回流显著。

图40：2020-2022年京台高速两条路段改扩建影响通行量



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

图41：2020-2022年京台高速两条路段改扩建影响通行费



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

表5：公司已完成的改扩建项目情况

改扩建情况	济青高速	京台高速德齐段	京台高速济泰段
开工时间	2015.10	2019.04	2020.12
完工时间	2019.12	2021.07	2022.10
工程长度	309.172公里	93.138公里	53.264公里
延长期限	延长25年	延长25年	延长25年
收费期限	2044.12	2046.07	2047.12
车道数量	双向4车道改8车道	双向4车道改8车道	双向6车道改8车道
投资概算	297.96亿元	119.04亿元	65.73亿元
资金安排	75%银行贷款+25%自有资金	75%银行贷款+25%自有资金	75%银行贷款+25%自有资金
财务预测	资本金财务内部收益率8.1%	资本金财务内部收益率7.1%	财务内部收益率7.1% 资本金财务内部收益率9.5%

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

3.4 未来展望：量价齐升+成本刚性，利润中枢或阶梯式上移

公司目前仍有两大改扩建项目进行中：

1)京台高速齐济段改扩建：22年3月开工，全长近24公里，总投资概算86.09亿元，2023年规划投资17.4亿元，其中三季度超预期投资4.5亿元，主要采用PPP模式，即资金构成为25%资本金（政府出资6.69亿元，其余为公司自有资金）+75%社会融资，预计2026年3月完工。

2)济菏高速改扩建：从2022年通行量及通行费数据看，济菏高速已成为公司第三大路产，2022年占公司总通行量及通行费比例分别为17.2%、11.8%，其改扩建项目于22年10月开工，全长近153公里，总投资概算186亿元，2023年规划投资50.5亿元，预计

2025年4月完工。受23年改扩建全面铺开影响，23H1通行量及通行费收入分别同比下降38.1%、31.7%，参考京台高速德齐段和济泰段，预计完工时间或有提前，通车后有望迎来快速反弹。

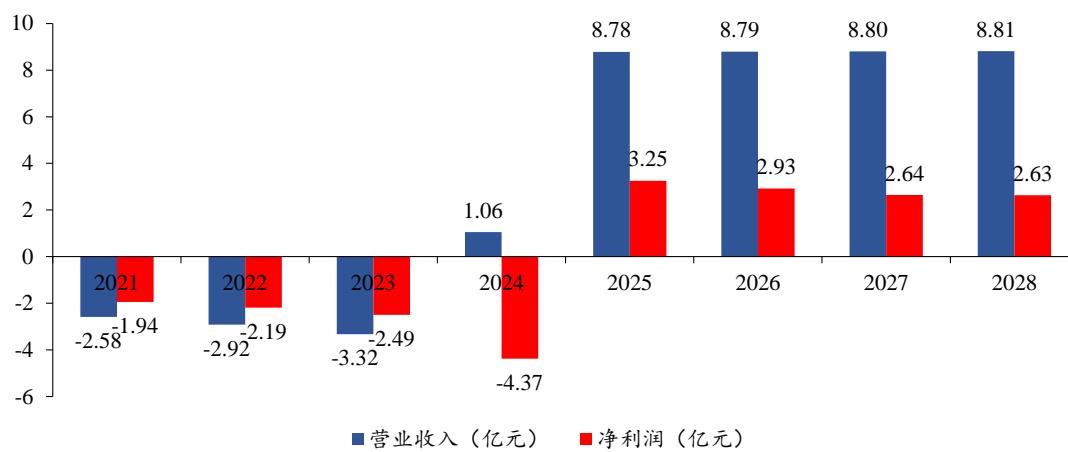
表6：公司正进行的改扩建项目情况

改扩建情况	京台高速齐济段	济菏高速
开工时间	2022.03	2022.10
预计完工时间	2026.03	2025.04
工程长度	23.999 公里	152.7 公里
原收费期限	2024.10	2034.09
车道数量	双向 6 车道改 12 车道	双向 4 车道改 8 车道
投资概算	86.09 亿元	186.15 亿元
目前进度	2023 年计划投资 17.4 亿元	2023 年计划投资 50.5 亿元
资金安排	PPP 模式，25%资本金（政府出资 6.69 亿元，其余为公司自有资金）+75%融资	-
财务预测	资本金财务内部收益率 6.6%	资本金财务内部收益率 7.1%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

财务层面，改扩建或带来可观收益。参考京台高速济泰段改扩建，据公司原始测算，济泰段通车时间为23年底，即2024年起对收入产生正向影响，且因原济泰段（改扩建前）于2024年10月收费到期，即2024年预测增量收入仅为11-12月收入；但预测成本费用时则考虑到本项目于2023年年底通车按照全年预测，因此2024年出现亏损。若按照全年预测收入，2024年预期可实现净利润约2.4亿元，即通车后第一年就可实现收入利润双增，第二年起维持稳定贡献。但公司实际通车时间为2022年10月，早于原始计划，因此预计2023年起济泰段已经实现盈利，据公司测算其收费期内（2021-2048年）累计可实现净利润约71.22亿元。

图42：京台高速济泰段改扩建对公司收入、利润影响测算



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

量价齐升+成本刚性，利润中枢或阶梯式上移：

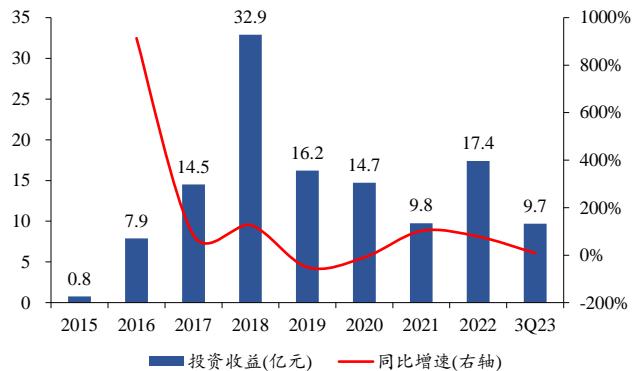
- 1) 通行量大增：参考济青高速和京台高速改扩建成效，通车后第一年通行量同比大增 50%左右，且车道数量提升或长期利好车流增长，此外收费期限延长 25 年，进一步加厚了长期收入贡献；
- 2) 价格有催化：山东省高速公路费率政策调整，价格带整体上浮，对 2018 年以后改扩建高速公路，如 1 类客车收费标准提升 25%，价格催化或推动收入弹性再提升；
- 3) 成本显刚性：改扩建带来的成本影响主要有折旧摊销及财务费用+运营成本及养护成本，一方面投资概算确定后以车流量法按 25 年进行折摊，且根据不同路段资金安排，其中社会融资会每年增加财务费用（利息费用），另一方面考虑到原路修缮及新路车道数增加将带来运营及养护成本增加，但对比折摊及财务费用看，此部分成本相对较小，因此总体成本相对刚性。

综合来看，量价齐升+成本刚性，我们认为改扩建或带来利润中枢阶梯式上移，同时参考公司目前 5 条改扩建路段的财务收益测算，资本金财务内部收益率基本维持 6%-8%，为公司长期发展奠定稳定经营和稳健回报。

四、基于交通主业稳健投资，资本运营风险收窄

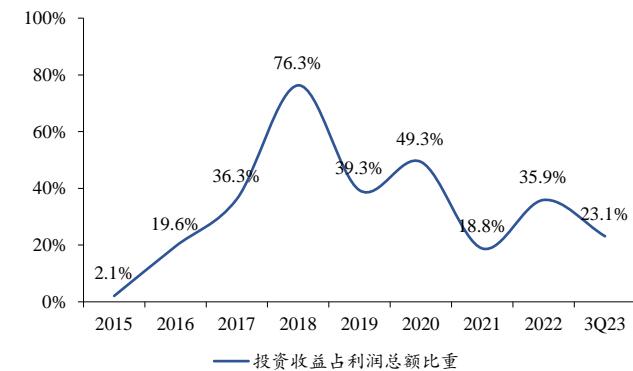
投资收益构成可观利润贡献。近年来公司依托高速公路主业的优势，不断拓宽在铁路、环保、金融等领域的投资，由一家区域性的路桥运营企业，逐步发展成为了全国路桥行业运营里程、资产规模和运营能力位居前列，专业化、高效化、跨区域的综合路桥上市公司。受益于新增参股路产车流恢复以及财务性投资项目收益增长，公司23年前三季度投资收益9.7亿元，同比增长8.8%，占利润总额比例为23.1%，已成为公司利润的重要贡献点之一。

图43：23年前三季度投资收益同比增长8.8%



资料来源：Wind, 公司公告，信达证券研发中心

图44：投资收益波动较大，但已成为利润重要贡献



资料来源：Wind, 公司公告，信达证券研发中心

4.1 横向并购纵向延伸，集团助力多元投资

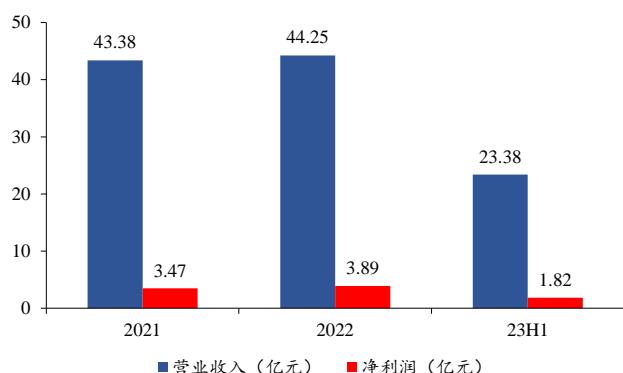
公司在股权投资方面持续开拓、多元布局：

1) 横向并购高速公路主业项目：公司于2018年分别收购武荆高速60%股权、济晋高速90%股权，2019年收购沪渝高速80%股权，2021年受让山东高速集团的齐鲁高速38.93%股权，2023年11月收购山东高速信息集团65%股权（拓展智慧高速产业布局），公司凭借自身充足现金流和集团优质资源注入，积极扩大高速公路主业资产规模，奠定行业地位；

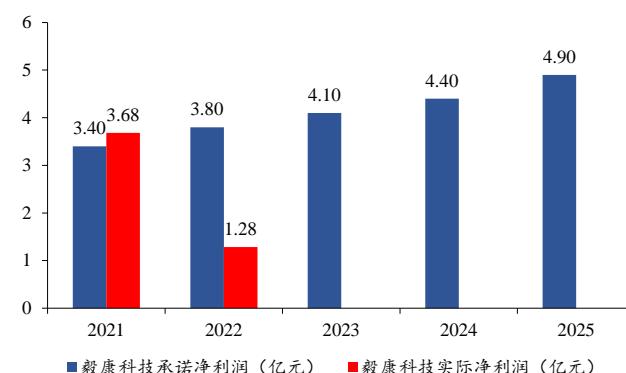
2) 纵向延伸铁路、环保等协同产业链投资：

铁路板块，公司于2020年5月以34.87亿元现金收购集团持有的轨道交通集团51%股权，又于2022年6月按持股比例与集团共同增资轨交集团11.6亿元。截至2022年底，轨交集团已构建起以铁路运输为主，产品制造、资源开发、建设施工4个业务板块协同发展的经营格局，直接运营管理地方铁路8条、里程达402公里；拥有铁建装备公司、交通装备公司2家产品制造单位，主要从事高端混凝土产品（主要为高铁轨道板）制造和销售；拥有鲁铁实业公司、瑞源物流公司2家经贸物流单位，主要从事铁路物流服务和资源开发业务；拥有济南工程分公司、鲁道工程公司2家施工单位。2020-23H1轨交集团运营持续向好，23H1实现收入23.38亿元，同比增长11.5%，归母净利润1.82亿元，同比增长4.7%；

环保板块，公司于2021年11月以受让老股+增资的方式合计出资近21亿元收购毅康科技51%股权并实施业绩对赌，承诺其2021-2025年净利润分别不低于3.4亿元、3.8亿元、4.1亿元、4.4亿元、4.9亿元。毅康科技主营业务为环保水务领域的投资、运营、管理，2021年末共有项目28个（PPP项目19个），其中运营期项目4个+建设期项目18个+中标储备项目6个，但由于国家PPP项目审批暂缓，公司主要利润来源于项目运营，业绩不及预期，2021、2022及23H1分别实现净利润3.68亿元、1.28亿元、0.14亿元，参考2022年业绩补偿0.73亿元，我们预计2023年仍将以业绩补偿的形式体现在年度报表中。

图45：轨道交通集团收入和利润稳步提升


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图46：毅康科技净利润不及预期


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2 地产板块成功剥离，金融投资风险收窄

公司在价值投资方面，发挥现金流优势，积极获取“短平快”及风险可控的投资收益：

1) **地产板块成功剥离，贡献可观收益：**公司从 2016 年起战略收缩房地产业务，通过委托管理去化存量房产、在手项目转让、股权处置等多种方式持续剥离地产板块，伴随公司 2022 年挂牌转让烟台合盛 100% 股权实现处置投资收益 5.38 亿元，至此公司已成功剥离全部地产股权投资；

2) **金融投资风险逐步收窄：**

长期股权投资：公司先后参与了威海商行、东兴证券、福龙马、粤高速 A 等上市公司的增发或股权投资，目前每年贡献稳定收益，丰厚公司业绩；

恒大股权投资：2017 年公司通过畅赢股权基金完成恒大地产项目投资 50 亿元，2020 年将其全额转让给深圳市人才安居集团，分三期支付转让款，目前已收回前两期合计 30 亿元，第三期 20 亿元违约后目前已完成四次仲裁，预计成功可能性较大；

新旧动能转换基金：2019 年公司参与设立 3 支新旧动能转换基金合计投资 15 亿元，目前运营状况良好，项目投资基本接近尾声。

表7：公司投资收益情况（单位：万元）

项目	2021	2022	23H1
1、权益法核算的长期股权投资收益	51889	78672	45437
其中：威海商行（9677.HK）	18290	20340	11313
东兴证券（601198.SH）	5910	2146	1629
粤高速 A（000429.SZ）	16460	12994	8036
福龙马（603686.SH）	2021	1030	766
交通基础设施投资基金	38983	33778	16244
2、交易性金融资产在持有期间的投资收益	6285	8448	4969
3、债权投资在持有期间取得的利息收入	37540	32625	14432
4、处置长期股权投资产生的投资收益	1796	53675	-
投资收益合计	97510	174037	64837

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

五、盈利预测及估值

5.1 预计 2023 年归母净利润 33.25 亿元

1、收入端：

1) 高速公路通行费收入：受益于 2023 年车流稳步修复，公司 23Q1-Q3 通行费收入同比增长 9.1% 至 81.77 亿元，其中同比变动较大且对公司影响最大的三条路产济青高速、京台高速相关路段(包括济南黄河二桥)及济菏高速 23Q1-Q3 通行费分别同比+6.4%、+41.4%、-45.0%，考虑到去年四季度受疫情及通行费减免双重利空导致的低基数，我们预计 23Q4 通行费依然高增，此外考虑到京台高速济泰段 2022 年 10 月通车后收入及费率端双重利好影响带来通行费的高增长，以及济菏高速 23-24 年受改扩建施工及通车影响带来通行费前低后高的大幅波动，我们预计 2023E-2025E 总体通行费收入分别同比+14.2%、+4.5%、+8.2%，其中济青高速通行费收入分别同比+8%、+3%、+5%，京台高速相关路段通行费分别同比+55%、+3%、+5%，济菏高通行费分别同比-40%、+50%、+50%。

2) 考虑公司轨道交通集团业务近年来持续向好，我们预计铁路运输收入、销售商品收入及工程施工收入 2023E-2025E 收入增长相对稳健；

3) 我们预计 PPP 项目建设收入及其他业务收入 2023E-2025E 收入基本持平。

综上，我们预计公司 2023E-2025E 营业收入分别 201.42 亿元、215.70 亿元、232.79 亿元，分别同比+9.0%、+7.1%、+7.9%。

表8：公司营业收入预测表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总营业收入	16204	18486	20142	21570	23279
YOY	24.6%	14.1%	9.0%	7.1%	7.9%
1、高速公路通行费收入	9776	9303	10625	11102	12010
YOY	30.4%	-4.8%	14.2%	4.5%	8.2%
其中：济青高速收入	3555	3254	3515	3620	3801
京台高速相关路段收入	1504	1827	2831	2916	3062
其他路产收入	4717	4222	4279	4565	5147
2、铁路运输收入	2109	2042	2450	2940	3382
YOY	-15.5%	-3.2%	20.0%	20.0%	15.0%
3、销售商品收入	1944	2553	2042	2348	2583
YOY	8.5%	31.3%	-20.0%	15.0%	10.0%
4、工程施工收入	1227	748	897	1032	1135
YOY	288.7%	-39.1%	20.0%	15.0%	10.0%
5、高速公路托管收入	594	658	678	698	719
YOY	-2.0%	10.9%	3.0%	3.0%	3.0%
6、PPP 项目建设收入	0	2575	2800	2800	2800
7、其他业务收入	554	608	650	650	650

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

2、成本端：

- 1) 折旧摊销：假设京台高速济泰段及济菏高速改扩建总投资分别 65.73 亿元、186 亿元，按收费公路特许经营权年限推算每年不同路段折摊增加额；
- 2) 财务费用：根据此前投资情况，假设济青高速、京台高速、济菏高速改扩建资本金均占 25%，假设财务成本 4%左右，因此推算每年不同路段财务费用增加额。
- 3) 其他成本：考虑到路产新修以及 ETC 推广，假设养护成本及运营成本基本稳定。

表9：公司成本费用拆分表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
1、路桥业务营业成本	4235	4255	4601	4694	5261
1.1 运营成本	875	884	911	938	966
1.2 养护成本	612	631	663	696	730
1.3 折旧摊销	2748	2740	3027	3060	3564
2、财务费用	1946	1829	1988	1950	2469

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

3、利润端：

我们预计公司 2023E-2025E 年营业成本分别为 128.46 亿元、137.03 亿元、149.12 亿元，综合收入、成本及费用、投资收益等，预计 2023E-2025E 年归母净利润分别 33.25 亿元、37.31 亿元、40.74 亿元，分别同比+16.4%、+12.2%、+9.2%。

表10：公司简易利润表（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	16204	18486	20142	21570	23279
YOY		14.1%	9.0%	7.1%	7.9%
营业成本	9184	12241	12846	13703	14912
YOY		33.3%	4.9%	6.7%	8.8%
财务费用	1946	1829	1988	1950	2469
投资收益	975	1740	1282	1301	1675
归母净利润	3052	2855	3325	3731	4074
YOY		-6.5%	16.4%	12.2%	9.2%

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

5.2 测算公司目标市值约 391 亿元，首次覆盖给予“买入”评级

考虑到公司除路产主业外，还包括铁路、环保、地产和投资等多个业务板块，难以进行可比公司的相对估值比较，因此我们采用 DCF 绝对估值测算：

假设：

- 1) 假设无风险利率 2.64%（参考 10 年期国债收益率），假设股票市场溢价 10%，公司 Beta 为 0.41，则计算得公司 WACC 为 4.31%；
- 2) 假设养护支出单公里费用年均增长 5%，总支出按剩余收费长度按比例计算；
- 3) 假设运营成本自 2026 年起按收费里程数比例计算，单里程费用年均增长 6%；
- 4) 考虑公司房地产价值，按主体子公司山高投资发展 23H1 末净资产，给予 0.6 倍 PB 计算；
- 5) 考虑轨交集团 24 年净利润按 23 年化后同比增速 20%，并给予 10 倍 PE 计算；
- 6) 假设毅康科技 24 年达成业绩承诺，参考环保企业估值同时考虑到业绩波动性谨慎给予 24 年 5 倍 PE 计算；
- 4) 考虑公司货币资金、长期股权投资、负债和少数股东权益均按 1 倍 PB 计算；
- 5) 假设未来资本开支 400 亿元（考虑公司目前两段路产改扩建投资：京台高速齐济段 86.09 亿元+济菏高速 186 亿元；同时参考 2022 年除改扩建投资外其他资本开支每年约 10 亿元，假设后续年均支出 5 亿元，及长期资本开支约 125 亿元，两者合计约 400 亿元）；

根据 WACC 为 4.31%，我们测算公司路产价值 1477 亿元，叠加房地产、轨交集团及毅康科技价值，并剔除公司负债、少数股东权益及未来投资后，公司当前股权价值 391 亿元左右。

表11：公司分部估值测算表

WACC 计算		价值计算（亿元）		方法
无风险利率	2.64%	路产价值	1477	DCF 估值
股票市场溢价	10.00%	房地产价值	39	0.6 倍 PB
Beta	0.41	轨交集团价值	52	24 年 10 倍 PE，假设 24 年净利润同比 +20%
股权成本(Ke)	6.75%	毅康科技价值	22	24 年 5 倍 PE，假设 24 年达成业绩承诺
名义债务成本(Kd)	3.79%	货币资金	44	1 倍 PB
资产负债率	62.44%	长期股权投资	161	1 倍 PB
有效税率	25.00%	负债合计	884	1 倍 PB
WACC	4.31%	少数股东权益合计	119	1 倍 PB
		未来资本开支	400	-
		公司归母权益价值	391	分部估值

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

我们测算公司目标市值约为 391 亿元。公司作为全国高速公路龙头，省内外优质路产贡献稳定现金流，核心路产改扩建接近尾声催化利润中枢阶梯式攀升，叠加稳健投资收益和分红，我们看好公司长远发展和优质股东回报，首次覆盖给予“买入”评级。

六、风险因素

改扩建进程不及预期。公司主营业务通行费收入未来增长依赖于核心路产改扩建，若改扩建进程不及预期，可能延后公司利润释放节奏，进而影响营收及业绩表现。

政策推进不及预期。若未来出现公路通行费率减免政策，可能影响公司营收及业绩表现。

投资风险超预期。常态下公司投资板块贡献稳定收益，若投资风险超预期，可能影响公司营收及业绩表现。

资产负债表						利润表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16,411	19,180	24,147	27,800	30,641	营业收入	16,204	18,486	20,142	21,570	23,279
货币资金	4,734	4,915	8,564	12,107	14,308	营业成本	9,184	12,078	12,846	13,703	14,912
应收票据	313	683	839	899	970	营业税金及附加	108	97	106	108	109
应收账款	1,495	1,665	1,643	1,726	1,868	销售费用	19	11	24	17	19
预付账款	213	405	707	685	596	管理费用	736	756	806	820	826
存货	1,456	324	357	381	414	研发费用	136	176	171	177	182
其他	8,201	11,187	12,038	12,002	12,485	财务费用	1,946	1,829	1,988	1,950	2,469
非流动资产	109,495	117,867	127,732	134,823	140,414	减值损失合计	91	-210	-45	-45	0
长期股权投资	13,737	14,840	14,840	14,840	14,840	投资净收益	975	1,740	1,282	1,301	1,675
固定资产(合计)	9,864	10,664	10,965	11,106	28,803	其他	10	174	105	133	286
无形资产	63,756	70,076	71,076	72,076	73,076	营业利润	5,152	5,245	5,543	6,185	6,722
其他	22,138	22,287	30,851	36,801	23,695	营业外收支	34	-399	40	80	120
资产总计	125,906	137,046	151,879	162,623	171,056	利润总额	5,185	4,846	5,583	6,265	6,842
流动负债	24,050	24,725	28,044	30,839	34,079	所得税	1,267	1,106	1,228	1,378	1,505
短期借款	3,449	753	2,253	3,753	5,253	净利润	3,918	3,740	4,355	4,887	5,337
应付票据	522	498	714	761	828	少数股东损益	866	885	1,031	1,156	1,263
应付账款	9,998	10,330	10,705	11,419	12,426	归属母公司净利润	3,052	2,855	3,325	3,731	4,074
其他	10,082	13,144	14,372	14,905	15,571	EBITDA	9,066	8,619	10,270	11,074	13,214
非流动负债	55,052	60,067	67,856	73,156	75,456	EPS(当年)(元)	0.60	0.50	0.69	0.77	0.84
长期借款	50,011	51,349	59,349	64,349	66,349						
其他	5,041	8,717	8,506	8,806	9,106						
负债合计	79,102	84,792	95,900	103,995	109,535						
少数股东权益	9,606	12,597	13,627	14,784	16,047						
归属母公司股东权益	37,198	39,657	42,352	43,844	45,474						
负债和股东权益	125,906	137,046	151,879	162,623	171,056						
重要财务指标						现金流量表					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16,204	18,486	20,142	21,570	23,279	经营活动现金流	9,794	5,113	7,735	9,930	11,073
同比(%)	24.6%	14.1%	9.0%	7.1%	7.9%	净利润	3,918	3,740	4,355	4,887	5,337
归属母公司净利润	3,052	2,855	3,325	3,731	4,074	折旧摊销	3,073	3,155	2,699	2,859	3,903
同比(%)	33.8%	-6.5%	16.4%	12.2%	9.2%	财务费用	1,951	2,259	2,035	2,334	2,529
毛利率(%)	43.3%	34.7%	36.2%	36.5%	35.9%	投资损失	-975	-1,740	-1,282	-1,301	-1,675
ROE%	8.2%	7.2%	7.8%	8.5%	9.0%	营运资金变动	1,727	-2,628	-183	1,190	1,199
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.59	0.69	0.77	0.84	其它	101	327	112	-39	-220
P/E	11.28	12.05	10.35	9.23	8.45	投资活动现金流	-6,802	-8,850	-11,258	-8,613	-7,699
P/B	0.93	0.87	0.81	0.78	0.76	资本支出	-8,422	-6,728	-10,750	-9,909	-9,869
EV/EBITDA	8.42	9.21	9.07	8.70	7.42	长期投资	391	-2,686	-800	0	500
						其他	1,229	564	292	1,296	1,670
						筹资活动现金流	-831	4,082	7,173	2,227	-1,173
						吸收投资	6,230	5,844	-512	0	0
						借款	25,611	23,562	9,500	6,500	3,500
						支付利息或股息	-4,932	-5,089	-4,030	-4,573	-4,973
						现金流净增加额	2,162	341	3,648	3,544	2,200

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看高： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。