

山东高速 (600350.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

车流量持续修复 分红绝对值提升

业绩简评

2024年4月18日,山东高速发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入265.46亿元,同比增长18.62%;实现归母净利润32.97亿元,同比增长8.47%。其中,Q4公司实现营收86.06亿元;实现归母净利润6.3亿元。

经营分析

运营路产车流量恢复,营收同比增长。2023年公司营业收入同比增长18.62%,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,2023年实现通行费收入102.47亿元,同比增加10.15%。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43.09%。(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16.10%,净利润同比增长37.73%,主要因2023年货运量达到1.05亿吨,同比增长17.6%。

毛利率同比下降,费用率同比改善。2023年公司实现毛利率30.4%,同比下降4.3pct。费用率方面,2023年公司期间费用率为13.28%,同比下降1.56pct。其中销售费用率为0.33%,同比增加0.05pct;管理费用率为3.96%,同比下降0.36pct;研发费用率为1.82%,同比下降0.03pct;财务费用率为7.16%,同比下降1.22pct。2023年公司实现投资收益13.71亿元,同比下降21.25%。尽管期间费用率下降,但由于公司毛利率下降,2023年公司归母净利率为12.42%,同比下降1.16pct。

改扩建项目进度超计划,分红绝对值提升。公司京台高速济济改扩建项目2023年完成投资23.12亿元,超全年任务32%。济荷高速改扩建项目完成年度投资52.6亿,确保高质量高标准完成年度计划投资。根据公司分红承诺,2020-2024年公司每年分红不低于归母净利润的60%。2023年公司拟分红20.33亿元,现金分红比例达到61.66%。回顾公司过往每股股利,自2019年起提升至0.38元后保持稳定或上升。2023年,公司分红绝对值为每股0.42元,较2021-2022年的每股0.4元提升5%。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司持续推进高速公路建设,修正公司2023-2025年净利润预测为38.9亿元、44.1亿元,新增2026年预测48.8亿元,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。

交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

联系人:霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价(人民币):9.02元

相关报告:

- 《山东高速公司点评:车流恢复业绩增长 改扩建进度超计划》,2023.10.28
- 《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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,486	26,546	28,508	30,132	31,389
营业收入增长率	14.09%	43.60%	7.39%	5.70%	4.17%
归母净利润(百万元)	2,855	3,297	3,889	4,408	4,880
归母净利润增长率	-6.45%	15.48%	17.95%	13.34%	10.72%
摊薄每股收益(元)	0.591	0.681	0.803	0.911	1.008
每股经营性现金流净额	1.06	1.24	2.98	1.99	2.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.20%	7.91%	12.45%	13.01%	13.26%
P/E	9.62	10.19	11.23	9.90	8.95
P/B	0.69	0.81	1.40	1.29	1.19

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)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	16,204	18,486	26,546	28,508	30,132	31,389	货币资金	4,734	4,915	4,438	6,554	6,274	7,472
增长率	14.1%	43.6%	7.4%	5.7%	4.2%		应收款项	6,212	6,895	7,879	9,980	10,548	10,988
主营业务成本	-9,184	-12,078	-18,480	-19,671	-20,499	-21,245	存货	1,456	324	927	1,455	1,573	1,630
%销售收入	56.7%	65.3%	69.6%	69.0%	68.0%	67.7%	其他流动资产	3,987	7,045	11,070	6,965	7,099	7,297
毛利	7,020	6,408	8,066	8,837	9,633	10,144	流动资产	16,388	19,180	24,313	24,954	25,494	27,387
%销售收入	43.3%	34.7%	30.4%	31.0%	32.0%	32.3%	%总资产	13.0%	14.0%	16.0%	16.5%	16.7%	17.5%
营业税金及附加	-108	-97	-138	-143	-151	-157	长期投资	18,573	21,059	23,463	22,746	22,849	23,049
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	24,953	12,521	14,033	13,356	12,654	12,323
销售费用	-19	-11	-87	-86	-90	-94	%总资产	19.8%	9.1%	9.2%	8.8%	8.3%	7.9%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	63,936	70,700	74,972	75,765	77,616	79,518
管理费用	-736	-756	-1,052	-1,155	-1,241	-1,300	非流动资产	109,518	117,867	127,407	125,969	127,211	128,972
%销售收入	4.5%	4.1%	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	%总资产	87.0%	86.0%	84.0%	83.5%	83.3%	82.5%
研发费用	-136	-176	-484	-513	-542	-565	资产总计	125,906	137,046	151,720	150,923	152,706	156,360
%销售收入	0.8%	1.0%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	短期借款	6,105	4,410	7,031	10,129	7,003	5,459
息税前利润 (EBIT)	6,021	5,368	6,305	6,941	7,608	8,029	应付款项	14,822	14,899	19,812	24,281	25,543	26,827
%销售收入	37.2%	29.0%	23.8%	24.3%	25.2%	25.6%	其他流动负债	3,124	5,416	5,256	5,980	6,092	6,191
财务费用	-1,946	-1,829	-1,901	-2,105	-2,064	-1,886	流动负债	24,050	24,725	32,099	40,390	38,639	38,477
%销售收入	12.0%	9.9%	7.2%	7.4%	6.9%	6.0%	长期贷款	50,011	51,349	54,027	54,027	54,027	54,027
资产减值损失	13	-209	-625	0	-97	-150	其他长期负债	5,041	8,717	10,653	11,163	11,172	11,180
公允价值变动收益	0	78	146	0	0	0	负债	79,102	84,792	96,778	105,580	103,838	103,684
投资收益	975	1,740	1,371	1,439	1,511	1,587	普通股股东权益	37,198	39,657	41,705	31,226	33,871	36,799
%税前利润	18.8%	35.9%	25.4%	22.9%	21.7%	20.9%	其中：股本	4,811	4,827	4,840	4,840	4,840	4,840
营业利润	5,152	5,245	5,430	6,275	6,958	7,580	未分配利润	19,321	19,612	20,836	23,170	25,814	28,743
营业利润率	31.8%	28.4%	20.5%	22.0%	23.1%	24.1%	少数股东权益	9,606	12,597	13,237	14,117	14,997	15,877
营业外收支	34	-399	-30	0	0	0	负债股东权益合计	125,906	137,046	151,720	150,923	152,706	156,360
税前利润	5,185	4,846	5,400	6,275	6,958	7,580	比率分析						
利润率	32.0%	26.2%	20.3%	22.0%	23.1%	24.1%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-1,267	-1,106	-1,243	-1,506	-1,670	-1,819	每股指标						
所得税率	24.4%	22.8%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%	每股收益	0.634	0.591	0.681	0.803	0.911	1.008
净利润	3,918	3,740	4,157	4,769	5,288	5,760	每股净资产	7.732	8.215	8.616	6.451	6.998	7.602
少数股东损益	866	885	860	880	880	880	每股经营现金净流	2.036	1.059	1.242	2.978	1.986	2.071
归属于母公司的净利润	3,052	2,855	3,297	3,889	4,408	4,880	每股股利	0.380	0.400	0.400	0.321	0.364	0.403
净利率	18.8%	15.4%	12.4%	13.6%	14.6%	15.5%	回报率						
							净资产收益率	8.21%	7.20%	7.91%	12.45%	13.01%	13.26%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	2.42%	2.08%	2.17%	2.58%	2.89%	3.12%
							投入资本收益率	4.35%	3.73%	3.99%	4.59%	5.01%	5.19%
							增长率						
净利润	3,918	3,740	4,157	4,769	5,288	5,760	主营业务收入增长率	42.57%	14.09%	43.60%	7.39%	5.70%	4.17%
少数股东损益	866	885	860	880	880	880	EBIT增长率	93.60%	-10.84%	17.44%	10.10%	9.60%	5.53%
非现金支出	3,060	3,364	4,499	2,601	2,665	2,697	净利润增长率	49.70%	-6.45%	15.48%	17.95%	13.34%	10.72%
非经营收益	1,089	636	969	1,079	1,066	849	总资产增长率	35.50%	8.85%	10.71%	-0.53%	1.18%	2.39%
营运资金变动	1,727	-2,628	-3,615	5,966	594	716	资产管理能力						
经营活动现金净流	9,794	5,113	6,010	14,414	9,614	10,023	应收账款周转天数	22.7	31.2	32.6	30.0	30.0	30.0
资本开支	-8,422	-6,728	-7,132	-994	-3,708	-4,108	存货周转天数	56.6	26.9	12.4	27.0	28.0	28.0
投资	391	-2,686	-2,733	717	-200	-350	应付账款周转天数	291.4	307.2	236.9	308.0	312.0	318.0
其他	1,229	564	670	1,439	1,511	1,587	固定资产周转天数	222.2	210.6	156.5	130.6	109.0	91.5
投资活动现金净流	-6,802	-8,850	-9,195	1,162	-2,397	-2,871	偿债能力						
股权募资	6,230	5,844	5,539	-12,700	0	0	净负债/股东权益	109.78%	96.85%	107.81%	132.80%	117.39%	103.70%
债权募资	1,957	4,864	6,576	3,495	-3,126	-1,544	EBIT利息保障倍数	3.1	2.9	3.3	3.3	3.7	4.3
其他	-9,018	-6,626	-9,781	-4,213	-4,341	-4,388	资产负债率	62.83%	61.87%	63.79%	69.96%	68.00%	66.31%
筹资活动现金净流	-831	4,082	2,334	-13,417	-7,466	-5,932							
现金净流量	2,162	341	-854	2,159	-250	1,220							

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
买入	0	0	3	8	23
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.11	1.00

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
3	2023-10-28	买入	6.87	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

任何形式的复制、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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806