

山东高速 (600350.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q3 业绩承压 拟投资潍莱高速改扩建

业绩简评

2024年10月29日,山东高速发布2024年第三季度报告。2024Q1-Q3公司实现营业收入199.01亿元,同比增长10.9%;实现归母净利润25.2亿元,同比下滑5.7%。其中,Q3公司实现营收77.6亿元,同比增长19.3%;实现归母净利润8.8亿元,同比下滑2.7%。

经营分析

营业收入同比增长,公路通行费收入减少。2024Q1-Q3公司营业收入同比增长10.9%,主要系PPP项目建造期服务收入增加所致。主业方面,2024Q1-Q3公司实现通行费收入75.69亿元,同比减少7.44%,主要由于车流量下滑。其中,公司核心路产济青高速实现通行费收入24.4亿元,同比下滑13.6%,主要系济青中线通车分流,交叉路段改扩建影响。

毛利率同比下降,费用率同比改善。3Q2024公司实现毛利率26.3%,同比下降5.52pct,主要或由于零毛利的PPP建造收入增加。费用率方面,2023年公司期间费用率为10.2%,同比下降2.4pct。其中销售费用率为0.18%,同比增加0.09pct;管理费用率为3.58%,同比下降0.20pct;研发费用率为1.54%,同比增加0.90pct;财务费用率为4.91%,同比下降3.19pct,主要因压降贷款利率减少利息支出及利息收入增加所致。2024Q1-Q3公司实现投资收益9.66亿元,同比减少0.25%,其中公司债权投资同比增长41.98%。由于公司毛利率下滑,3Q2024公司归母净利率为11.37%,同比下降2.96pct。

公司拟投资潍莱高速改扩建工程。为促进公司公路业务可持续发展,公司拟投资潍莱高速(S16荣潍高速公路莱阳至潍坊段)改扩建工程项目。项目总投资估算约68.75亿元,资本金比例为25%。潍莱项目路线全长137.274公里,设计速度为120公里/小时。项目设计工期36个月,拟于2024年11月开工建设,2027年10月建成通车。假设本项目经营期25年,则项目资本金财务内部收益率为5.5%,投资回收期17.4年。若批复路产期限更长,则项目收益率更高。

盈利预测、估值与评级

考虑到车流量下滑,下调公司2024-2026年归母净利预测至33.4亿元、37.6亿元、44.9亿元(原38.9亿元、44.1亿元、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):8.72元

相关报告:

1.《山东高速公司点评:车流量持续修复 分红绝对值提升》,2024.4.19



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	26,704	28,203	29,942
营业收入增长率	14.09%	43.60%	0.59%	5.61%	6.17%
归母净利润(百万元)	2,855	3,297	3,341	3,755	4,488
归母净利润增长率	-6.45%	15.48%	1.34%	12.38%	19.53%
摊薄每股收益(元)	0.591	0.681	0.690	0.776	0.927
每股经营性现金流净额	1.06	1.24	2.71	1.76	1.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.20%	7.91%	10.81%	11.33%	12.52%
P/E	9.62	10.19	13.07	11.63	9.73
P/B	0.69	0.81	1.41	1.32	1.22

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	26,704	28,203	29,942	货币资金	4,734	4,915	4,438	6,218	5,946	7,148	
增长率	14.1%	43.6%	0.6%	5.6%	6.2%		应收款项	6,212	6,895	7,879	9,348	9,873	10,482	
主营业务成本	-9,184	-12,078	-18,480	-18,899	-19,703	-20,491	存货	1,456	324	927	1,398	1,511	1,572	
%销售收入	56.7%	65.3%	69.6%	70.8%	69.9%	68.4%	其他流动资产	3,987	7,045	11,070	6,831	6,956	7,187	
毛利	7,020	6,408	8,066	7,805	8,500	9,451	流动资产	16,388	19,180	24,313	23,795	24,287	26,388	
%销售收入	43.3%	34.7%	30.4%	29.2%	30.1%	31.6%	%总资产	13.0%	14.0%	16.0%	15.9%	16.0%	17.0%	
营业税金及附加	-108	-97	-138	-139	-147	-156	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	-80	-85	-90	%总资产	19.8%	9.1%	9.2%	8.9%	8.4%	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	-1,095	-1,156	-1,228	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%	84.1%	84.0%	83.0%	
研发费用	-136	-176	-484	-481	-508	-539	资产总计	125,906	137,046	151,720	149,763	151,498	155,360	
%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	10,448	7,733	6,530	
息税前利润 (EBIT)	6,021	5,368	6,305	6,010	6,605	7,439	应付款项	14,822	14,899	19,812	23,319	24,534	25,864	
%销售收入	37.2%	29.0%	23.8%	22.5%	23.4%	24.8%	其他流动负债	3,124	5,416	5,256	5,859	5,957	6,100	
财务费用	-1,946	-1,829	-1,901	-2,066	-2,076	-1,980	流动负债	24,050	24,725	32,099	39,626	38,224	38,494	
%销售收入	12.0%	9.9%	7.2%	7.7%	7.4%	6.6%	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	11,116	11,120	11,139	
公允价值变动收益	0	78	146	0	0	0	负债	79,102	84,792	96,778	104,769	103,371	103,660	
投资收益	975	1,740	1,371	1,584	1,667	1,755	普通股股东权益	37,198	39,657	41,705	30,897	33,150	35,843	
%税前利润	18.8%	35.9%	25.4%	28.7%	27.3%	24.8%	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	5,528	6,099	7,063	未分配利润	19,321	19,612	20,836	22,841	25,094	27,787	
营业利润率	31.8%	28.4%	20.5%	20.7%	21.6%	23.6%	少数股东权益	9,606	12,597	13,237	14,097	14,977	15,857	
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	149,763	151,498	155,360	
税前利润	5,185	4,846	5,400	5,528	6,099	7,063	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	32.0%	26.2%	20.3%	20.7%	21.6%	23.6%	每股指标							
所得税	-1,267	-1,106	-1,243	-1,327	-1,464	-1,695	每股收益	0.634	0.591	0.681	0.690	0.776	0.927	
所得税率	24.4%	22.8%	23.0%	24.0%	24.0%	24.0%	每股净资产	7.732	8.215	8.616	6.383	6.849	7.405	
净利润	3,918	3,740	4,157	4,201	4,635	5,368	每股经营现金净流	2.036	1.059	1.242	2.708	1.758	1.887	
少数股东损益	866	885	860	860	880	880	每股股利	0.380	0.400	0.400	0.276	0.310	0.371	
归属于母公司的净利润	3,052	2,855	3,297	3,341	3,755	4,488	回报率							
净利率	18.8%	15.4%	12.4%	12.5%	13.3%	15.0%	净资产收益率	8.21%	7.20%	7.91%	10.81%	11.33%	12.52%	
							总资产收益率	2.42%	2.08%	2.17%	2.23%	2.48%	2.89%	
							投入资本收益率	4.35%	3.73%	3.99%	3.97%	4.35%	4.80%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	42.57%	14.09%	43.60%	0.59%	5.61%	6.17%	
							EBIT增长率	93.60%	-10.84%	17.44%	-4.67%	9.90%	12.63%	
							净利润增长率	49.70%	-6.45%	15.48%	1.34%	12.38%	19.53%	
							总资产增长率	35.50%	8.85%	10.71%	-1.29%	1.16%	2.55%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	22.7	31.2	32.6	30.0	30.0	30.0	
							存货周转天数	56.6	26.9	12.4	27.0	28.0	28.0	
							应付账款周转天数	291.4	307.2	236.9	308.0	312.0	318.0	
							固定资产周转天数	222.2	210.6	156.5	139.4	116.5	95.9	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	109.78%	96.85%	107.81%	135.28%	121.40%	108.36%	
							EBIT利息保障倍数	3.1	2.9	3.3	2.9	3.2	3.8	
							资产负债率	62.83%	61.87%	63.79%	69.96%	68.23%	66.72%	

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	2	9	11	20
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.10	1.08	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
4	2024-04-19	买入	9.02	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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