

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山东高速 (600350)

投资评级 买入

上次评级 买入

匡培钦 交通运输行业首席分析师

执业编号: S1500524070004

邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

## 山东高速 (600350. SH) 点评: 车流持续改善, 看好改扩建驱动价值提升

2024年11月12日

事件: 山东高速发布 2024 年三季报:

24Q3 公司实现营业收入 77.65 亿元, 同比+19.33%, 实现归母净利润 8.83 亿元, 同比-2.74%, 实现扣非归母净利润 8.60 亿元, 同比+6.99%。

前三季度公司实现营业收入 199.01 亿元, 同比+10.94%, 实现归母净利润 25.16 亿元, 同比-5.70%, 实现扣非归母净利润 24.11 亿元, 同比-4.45%。

点评:

➤ **路桥业务: Q3 路桥业务承压, 通行费收入同比-2.42%。**

前三季度公司实现通行费收入 75.69 亿元, 同比-7.44%, 其中, **济青高速**通行费收入约 24.45 亿元, 同比-13.62%, 占公司通行费收入的 32%, 收入下降主要是由于济青中线通车分流, 交叉路段改扩建影响; **京台高速**通行费收入约 16.14 亿元, 同比-2.56%, 占公司通行费收入的 21%; **济莱高速**通行费收入 4.08 亿元, 同比+18.98%, 收入增加主要是由于相关路段开通, 车流量上升; **济菏高速**通行费收入约 3.65 亿元, 同比-25.80%, 收入下降主要是由于改扩建, 半幅通行, 部分收费站及交通枢纽暂时关闭。

其中, 24Q3 公司实现通行费收入 29.12 亿元, 同比-2.42%, 其中, 济青高速通行费收入约 9.70 亿元, 同比-10.88%, 京台高速通行费收入 6.11 亿元, 同比+1.65%。

➤ **核心路产改扩建接近尾声, 潍莱高速改扩建通过董事会审议, 或量价齐升赋能成长。**

**京台高速**方面, 德齐段改扩建已于 21 年 7 月中旬完工通车; 济泰段改扩建已于 22 年 10 月通车; 济济段改扩建截止 24 年 9 月末路基工程累计完成 84%, 路面工程累计完成 60%; 桥涵工程累计完成 83%。**济菏高速**方面, 改扩建工程截止 24 年 9 月末路基工程完成 99.99%, 路面工程完成 98.22%, 桥涵工程完成 98.69%, 房建工程完成 93.01%, 交安工程完成 92.37%, 绿化工程完成 85.52%, 机电工程完成 72.15%。

此外, 公司潍莱高速改扩建已通过董事会审议, 新中标 G220 东深线东营南王村至滨州界段改建工程特许经营项目。公司核心路产改扩建逐步接近尾声, 完工后车流量提升、费率增长叠加收费期限延长, 有望带来利润中枢上移。

➤ **现金分红回报可观, 带来绝对收益配置价值。**

公司 23 年度现金分红 20.33 亿元 (历史新高), 分红比例 61.7%。根据公司《未来五年 (2020-2024 年) 股东回报规划》, 承诺“在符合现金分红条件的情况下, 未来五年 (2020-2024 年), 公司每年以现金形式分配的利润不少于当年实现的合并报表归属母公司所有者净利润的百分之六十”, 公司 2020-2023 年每股分红分别为 0.38 元、0.38 元、0.40 元、0.42 元, 保持分红绝对值的稳中有进, 未来还将持续做好投资者回报工作, 保持分红的稳定性和连续性。

➤ **盈利预测与投资评级:**

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 33.05 亿元、35.08 亿元、37.83 亿元，对应 PE 分别为 13.2 倍、12.4 倍、11.5 倍。公司作为全国高速公路龙头之一，山东省内外的优质路产贡献稳定现金流，其中核心路产改扩建接近尾声有望催化利润中枢攀升，我们看好公司长远发展和优质股东分红回报，维持“买入”评级。

➤ **风险因素：改扩建进程不及预期；公路行业新政策推进不及预期；投资风险超预期。**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	22,379	26,546	28,112	27,035	26,504
增长率 YoY %	38.1%	18.6%	5.9%	-3.8%	-2.0%
归属母公司净利润(百万元)	3,040	3,297	3,305	3,508	3,783
增长率 YoY%	-0.4%	8.5%	0.2%	6.1%	7.8%
毛利率%	33.0%	30.4%	27.0%	30.6%	33.9%
净资产收益率ROE%	7.4%	7.9%	7.7%	7.9%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.68	0.68	0.72	0.78
市盈率 P/E(倍)	14.33	13.21	13.18	12.42	11.52
市净率 P/B(倍)	1.06	1.04	1.01	0.98	0.95

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 11 日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	23,062	24,313	28,581	29,150	29,890
货币资金	5,341	4,438	8,232	9,570	10,795
应收票据	750	972	1,029	989	970
应收账款	2,920	3,080	3,212	3,007	2,875
预付账款	445	377	419	383	358
存货	1,041	927	1,030	940	879
其他	12,564	14,520	14,660	14,261	14,013
<b>非流动资产</b>	121,099	127,407	131,869	135,255	138,674
长期股权投资	14,963	15,521	16,021	16,521	17,021
固定资产	12,868	11,379	11,583	11,634	11,533
无形资产	70,152	74,310	75,310	76,310	77,310
其他	23,116	26,197	28,955	30,790	32,810
<b>资产总计</b>	144,161	151,720	160,449	164,405	168,564
<b>流动负债</b>	28,036	32,099	35,125	33,863	33,222
短期借款	844	2,343	2,843	3,343	3,843
应付票据	570	1,105	1,228	1,121	1,048
应付账款	12,988	13,659	15,176	13,860	12,957
其他	13,635	14,993	15,879	15,539	15,375
<b>非流动负债</b>	60,923	64,680	68,150	71,000	73,250
长期借款	52,174	54,027	55,527	56,827	58,027
其他	8,749	10,653	12,623	14,173	15,223
<b>负债合计</b>	88,959	96,778	103,275	104,862	106,472
少数股东权益	13,947	13,237	14,099	15,014	16,000
归属母公司股东权益	41,255	41,705	43,076	44,529	46,092
<b>负债和股东权益</b>	144,161	151,720	160,449	164,405	168,564

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,379	26,546	28,112	27,035	26,504
同比(%)	38.1%	18.6%	5.9%	-3.8%	-2.0%
归属母公司净利润	3,040	3,297	3,305	3,508	3,783
同比(%)	-0.4%	8.5%	0.2%	6.1%	7.8%
毛利率(%)	33.0%	30.4%	27.0%	30.6%	33.9%
ROE%	7.4%	7.9%	7.7%	7.9%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	0.63	0.68	0.68	0.72	0.78
P/E	14.33	13.21	13.18	12.42	11.52
P/B	1.06	1.04	1.01	0.98	0.95
EV/EBITDA	8.54	9.35	10.38	9.64	9.17

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	22,379	26,546	28,112	27,035	26,504
营业成本	14,990	18,480	20,533	18,752	17,531
营业税金及附加	119	138	146	135	125
销售费用	62	87	84	81	80
管理费用	968	1,052	1,114	1,071	1,050
研发费用	416	484	422	433	424
财务费用	1,876	1,901	1,651	2,151	2,251
减值损失合计	-227	-352	-100	-50	-50
投资净收益	1,745	1,371	1,429	1,479	1,249
其他	230	7	95	87	146
<b>营业利润</b>	5,696	5,430	5,585	5,927	6,389
营业外收支	-398	-30	-30	-30	-30
<b>利润总额</b>	5,298	5,400	5,555	5,897	6,359
所得税	1,167	1,243	1,389	1,474	1,590
<b>净利润</b>	4,131	4,157	4,167	4,423	4,769
少数股东损益	1,091	860	862	915	986
<b>归属母公司净利润</b>	3,040	3,297	3,305	3,508	3,783
EBITDA	9,362	10,036	10,033	11,017	11,746
EPS(当年)(元)	0.54	0.57	0.68	0.72	0.78

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	5,223	6,010	9,726	7,380	8,565
净利润	4,131	4,157	4,167	4,423	4,769
折旧摊销	3,379	3,875	2,826	2,968	3,136
财务费用	2,288	2,359	2,163	2,286	2,389
投资损失	-1,745	-1,745	-1,371	-1,429	-1,479
营运资金变动	-3,140	-3,615	1,853	-973	-625
其它	310	605	147	156	146
<b>投资活动现金流</b>	-8,572	-9,195	-5,777	-5,001	-5,432
资本支出	-6,455	-7,132	-4,975	-4,976	-4,976
长期投资	-2,681	-2,733	-1,900	-1,500	-1,700
其他	564	670	1,098	1,474	1,244
<b>筹资活动现金流</b>	3,773	2,334	-155	-1,041	-1,908
吸收投资	5,846	5,539	31	0	0
借款	23,828	30,577	2,000	1,800	1,700
支付利息或股息	-5,174	-5,045	-4,146	-4,391	-4,658
<b>现金流净额</b>	420	-854	3,794	1,339	1,225

## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 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。