

2025 年 04 月 08 日

山东高速 (600350. SH)

投资评级：买入（首次）

——收费路桥龙头之一，布局公路产业链及价值链上下游

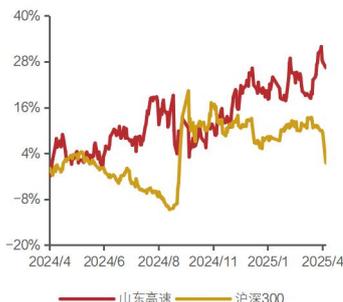
证券分析师

孙延
SAC: S1350524050003
sunyan01@huayuanstock.com
王惠武
SAC: S1350524060001
wanghuiwu@huayuanstock.com
曾智星
SAC: S1350524120008
zengzhixing@huayuanstock.com

联系人

张付哲
zhangfuzhe@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 07 日

| | |
|--------------|------------|
| 收盘价 (元) | 10.29 |
| 一年内最高/最低 (元) | 10.90/8.29 |
| 总市值 (百万元) | 49,927.91 |
| 流通市值 (百万元) | 49,927.91 |
| 总股本 (百万股) | 4,852.08 |
| 资产负债率 (%) | 64.56 |
| 每股净资产 (元/股) | 6.14 |

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **收费路桥板块龙头之一，现金分红收益可观。**山东高速作为收费路桥领域龙头企业之一，聚焦交通基础设施投资运营与产业链、价值链上下游股权投资，截至 2024 年上半年，运营管理路桥资产达 2864 公里，覆盖山东、河南、湖南、湖北、四川多个省市。公司通过强化资产规模，拓展产业链上下游，实现稳健增长，2014-2023 年，营业收入、总资产以及归母净利润 CAGR 分别为 17.09%、14.71%、2.72%。公司高度重视投资回报，2019 年-2023 年年度平均分红比例为 65.37%。同时公司承诺 2020-2024 年年度分红比率不得低于当年归母净利润的 60%。
- **以“投资+托管”的模式，构筑全国性公路网络。**截至 2024 年上半年公司拥有自有高速 17 条，总里程达 1555 公里，自有路产较为年轻，加权平均剩余年限 14.30 年，为收益释放提供充足窗口期。从收入结构看，济青、京台和武荆构筑路产核心，2024 年上半年收入贡献分别为 31.68%、21.54%、11.32%。此外，公司受托管理高速总里程达 1309 公里，有效完善公司路网布局。
- **布局公路产业链及价值链上下游，构筑多元化业务分布。**公司围绕路桥产业，向上下游产业链以及价值链延伸，先后投资布局环保、金融、铁路运输、智慧交通等领域。投资收益成为第二大营业利润来源，其中长期股权投资收益贡献 61.02% 的投资收益，其主要构成为交通基础设施投资基金、威海商行以及粤高速 A 等项目。销售商品与铁路运输方面，轨道板与轨枕贡献主要商品销售额，坪岚铁路、青大与宅羊铁路、大莱龙与龙口港进港铁路为核心铁路。机电工程施工方面，2021-2023 年营收 CAGR 为 17.22%，有望成为公司新兴增长点。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3216/3378/3561 百万元，同比增速分别为 0.61%/5.04%/5.43%，当前股价对应的 PE 分别为 15.5x/14.8x/14.0x。我们选取宁沪高速、深高速、粤高速 A 为可比公司，山东高速作为收费路桥板块龙头之一，采用外延式扩张策略，布局产业链及上下游，业绩稳健，分红收益可观，首次覆盖给予为“买入”评级。
- **风险提示。**1) 宏观经济波动导致车流量增速不及预期；2) 收费政策调整导致通行费收入不及预期；3) 路网效应及分流导致车流量增速不及预期；4) 投资收益不及预期。

盈利预测与估值 (人民币)

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 26,546 | 28,494 | 28,471 | 29,067 | 29,638 |
| 同比增长率 (%) | 18.62% | 7.34% | -0.08% | 2.09% | 1.97% |
| 归母净利润 (百万元) | 3,297 | 3,196 | 3,216 | 3,378 | 3,561 |
| 同比增长率 (%) | 8.47% | -3.07% | 0.61% | 5.04% | 5.43% |
| 每股收益 (元/股) | 0.68 | 0.66 | 0.66 | 0.70 | 0.73 |
| ROE (%) | 7.91% | 7.38% | 7.12% | 7.17% | 7.24% |
| 市盈率 (P/E) | 15.14 | 15.62 | 15.53 | 14.78 | 14.02 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3216/3378/3561 百万元，同比增速分别为 0.61%/5.04%/5.43%，当前股价对应的 PE 分别为 15.5x/14.8x/14.0x。我们选取宁沪高速、深高速、粤高速 A 为可比公司，山东高速作为收费路桥板块龙头之一，业绩稳健，分红收益可观，首次覆盖给予为“买入”评级。

关键假设

收入：1) 收费路桥板块：2025 年~2027 年，预计随着宏观经济逐步复苏，交通运输需求有所回暖；叠加公司持续扩大路产规模以及京台高速改扩建路段预期 2026 年底通车，预计收入持续增长。2) 其余业务方面，随着宏观复苏，预计收入将稳中有升。

成本：公司进一步聚焦主业，充分整合现有资源，持续改进技术，提升生产效率、产品质量与服务能力，深度开发现有数据，提升资源开发效率，加强精细化运营，提升综合运营效率，尽管市场需求存在较大不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将稳中有升。

费用：公司费用率方面，随着公司持续推进费用节降，预计费用率将较为稳定。

投资逻辑要点

山东高速作为收费路桥板块龙头之一，随着公司持续完善路网布局，强化路产规模，贯通公路产业链及价值链上下游，公司业绩有望进一步提升，带来分红能力的持续增长。

核心风险提示

宏观经济波动导致车流量增速不及预期；收费政策调整导致通行费收入不及预期；路网效应及分流导致车流量增速不及预期；投资收益不及预期。

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 收费路桥产业龙头之一，分红收益较为稳定 | 5 |
| 1.1. 山东高速集团控股子公司，聚焦路桥产业 | 5 |
| 1.2. 以路桥产业为核心，布局产业链上下游 | 6 |
| 2. 收费路桥：通过“投资+托管”的方式，布局全国性公路网络 | 9 |
| 3. 其余业务：持续布局多元化业务，提升公司成长空间 | 11 |
| 4. 盈利预测与评级 | 14 |
| 4.1. 盈利预测 | 14 |
| 4.2. 评级 | 15 |
| 5. 风险提示 | 16 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 山东高速历史沿革 | 5 |
| 图表 2: 山东高速股权结构 (截至 2024 年 12 月 31 日) | 6 |
| 图表 3: 山东高速业务结构图 | 6 |
| 图表 4: 2024H1 公司营业收入结构图 (%) | 6 |
| 图表 5: 山东高速投资企业及业务架构 (截至 2024 年 6 月 30 日) | 7 |
| 图表 6: 2014 年~2024Q3 公司营业收入 (百万元) 及同比变化 (%) | 7 |
| 图表 7: 2014 年~2024Q3 公司归母净利润 (百万元) 及同比变化 (%) | 7 |
| 图表 8: 2014 年~2024Q3 公司总资产 (百万元) 及同比变化 (%) | 8 |
| 图表 9: 2014 年~2024H1 公司各板块毛利润 (百万元) | 8 |
| 图表 10: 2014 年~2024H1 公司各板块毛利率 (%) | 8 |
| 图表 11: 2024H1 山东高速营业利润构成图 (百万元) | 9 |
| 图表 12: 2014 年~2023 年公司现金分红总额 (百万元) 及股利支付率 (%) | 9 |
| 图表 13: 2014 年~2023 年公司每股股利 (元) 及股息率 (%) | 9 |
| 图表 14: 山东高速主要路产情况 (2024 半年报) | 10 |
| 图表 15: 2024H1 公司高速公路通行费 (亿元) 及占比 (%) | 11 |
| 图表 16: 2024H1 公司高速公路通行量 (万辆) 及占比 (%) | 11 |
| 图表 17: 2020 年-2024Q3 公司投资收益 (百万元) 结构 | 12 |
| 图表 18: 2020 年-2024Q3 公司投资收益在营业利润中的占比情况 (%) | 12 |
| 图表 19: 2020 年-2024Q3 公司权益法核算的长期股权投资收益下的主要项目 (百万元) | 12 |
| 图表 20: 轨道交通集团铁路运营情况 | 13 |
| 图表 21: 2023 年公司销售商品情况 | 13 |
| 图表 22: 2023 年公司销售商品销售额占比情况 (%) | 13 |
| 图表 23: 2023 年轨道交通集团铁路运营收入占比情况 (%) | 13 |
| 图表 24: 2021 年~2023 年信息集团机电施工集成板块收入情况 (亿元) | 14 |
| 图表 25: 山东高速关键财务项目预测 | 15 |
| 图表 26: 可比公司估值表 | 15 |

1. 收费路桥产业龙头之一，分红收益较为稳定

1.1. 山东高速集团控股子公司，聚焦路桥产业

聚焦路桥产业，推进上下游相关行业股权投资。1999年，山东高速前身“山东基建股份有限公司”成立，由山东高速集团与招商公路前身“华建中心”共同发起。2002年，山东高速在上海证券交易所上市。2006年，公司更名为“山东高速公路股份有限公司”。公司持续强化路产规模，2010-2023年，公路运营里程从1452公里提升至2864公里，年复合增长率（CAGR）为5.36%。此外，公司围绕路桥产业，向上下游产业链以及价值链延伸，先后投资威海市商业银行、毅康科技、山东高速轨道交通集团、山东高速信息集团等企业，布局环保、金融、铁路运输、智慧交通等领域。

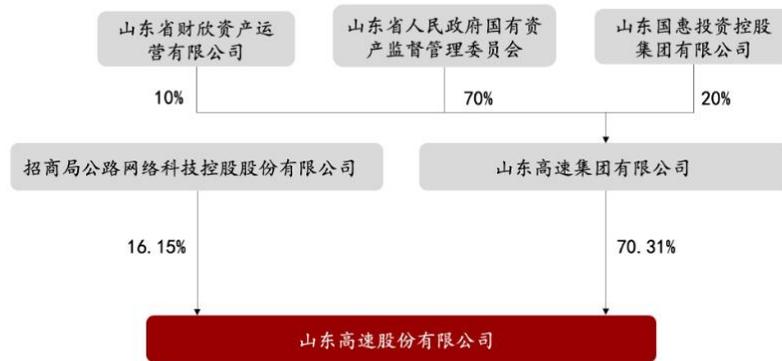
图表 1：山东高速历史沿革



资料来源：公司官网、华源证券研究所

山东省省属企业，控股股东实力强大。山东高速实际控制人为国企山东高速集团，截至2024年底，山东高速集团持有70.31%的股权，而山东高速集团实际控制人为山东省国资委，占70%股份。山东高速集团是山东省基础设施领域的国有资本投资公司和世界500强企业，管理高速公路9070公里，拥有六家上市公司，总资产突破1.6万亿元。

图表 2：山东高速股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）

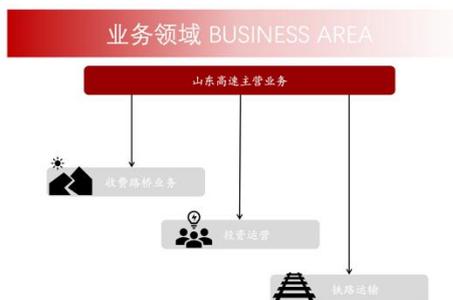


资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

1.2. 以路桥产业为核心，布局产业链上下游

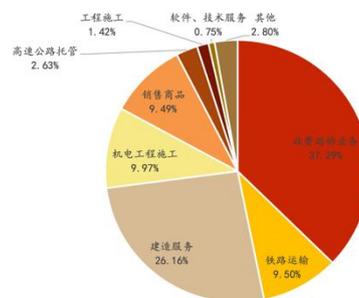
以收费路桥业务为核心，业务布局呈现多元化。公司聚焦交通基础设施的投资运营、以及高速公路产业链上下游相关行业等领域的股权投资。**1) 收费路桥业务为公司核心业务**，2024 年上半年营业收入占比达 37.29%。公司通过投资建设及收购获取经营性高速公路资产，提供通行服务并按政府标准收费。**2) 建造服务收入业务** 2024 年上半年营业收入占比为 26.16%，该业务收入主要来自确认京台齐济改扩建项目、济菏改扩建项目等改扩建收入。**3) 机电工程施工业务** 依托信息集团，布局智慧交通、智慧城市等方向，2024 年上半年营业收入占比达 9.97%。**4) 铁路运输业务** 由轨道交通集团开展，主要为石油、化工、电解铝、造纸和贸易等行业的货物运输，2024 年上半年营业收入占比为 9.50%。**5) 销售商品业务** 由煤炭、线材、合金、混凝土制品等业务构成，2024 年上半年营业收入占比为 9.49%。**6) 其余业务**（高速公路托管业务、工程施工业务、软件、技术服务业务、其他业务）营业收入占比较低，合计占比仅 7.6%。

图表 3：山东高速业务结构图



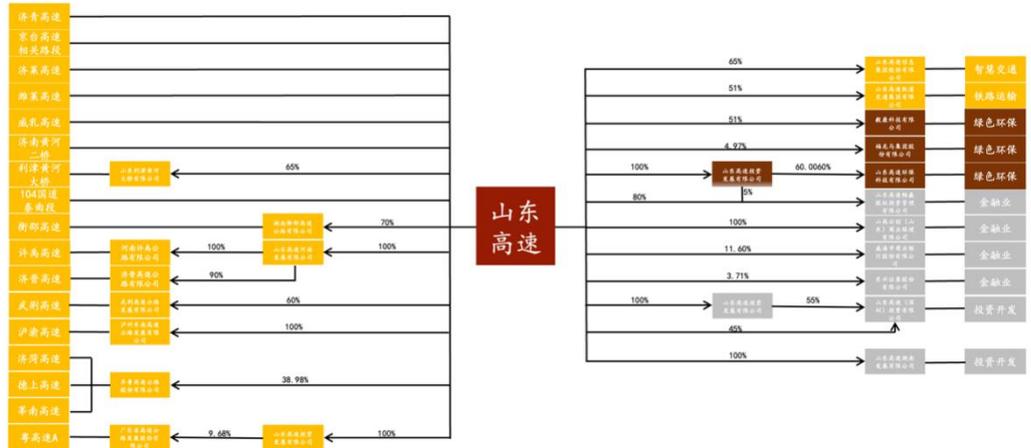
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 4：2024H1 公司营业收入结构图 (%)



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

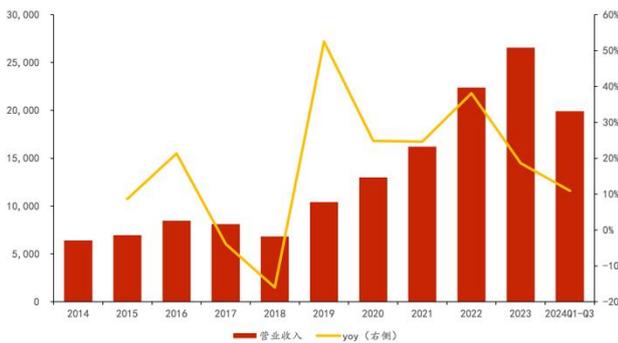
图表 5：山东高速投资企业及业务架构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

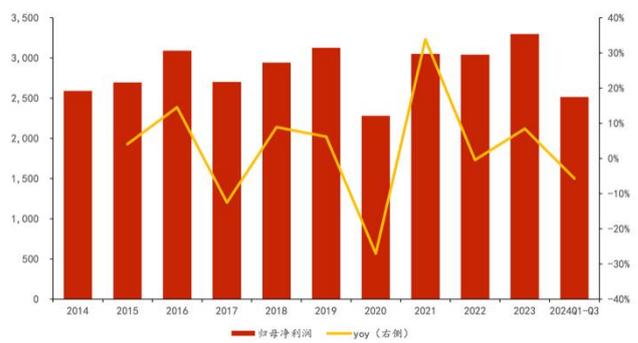
公司持续扩大资产规模，推进产业延伸，营业收入及总资产稳步提升。公司坚持聚焦主业，强化资产规模，推进产业拓展，完善产业链布局，2014-2023 年，公司营业收入 CAGR 为 17.09%，总资产 CAGR 为 14.71%，归母净利润 CAGR 为 2.72%。2024 年前三季度，得益于路桥项目的建造服务收入增长，公司营业收入同比提升 10.94%至 199.01 亿元。资产同比扩张 10.48%至 1564.28 亿元，主要系公司延续外延式扩张策略。归母净利润同比下降 5.70%至 25.16 亿元，主要受恶劣天气频次同比增加，叠加施工及新开路段分流影响，通行费收入出现下滑。

图表 6：2014 年~2024Q3 公司营业收入（百万元）及同比变化（%）



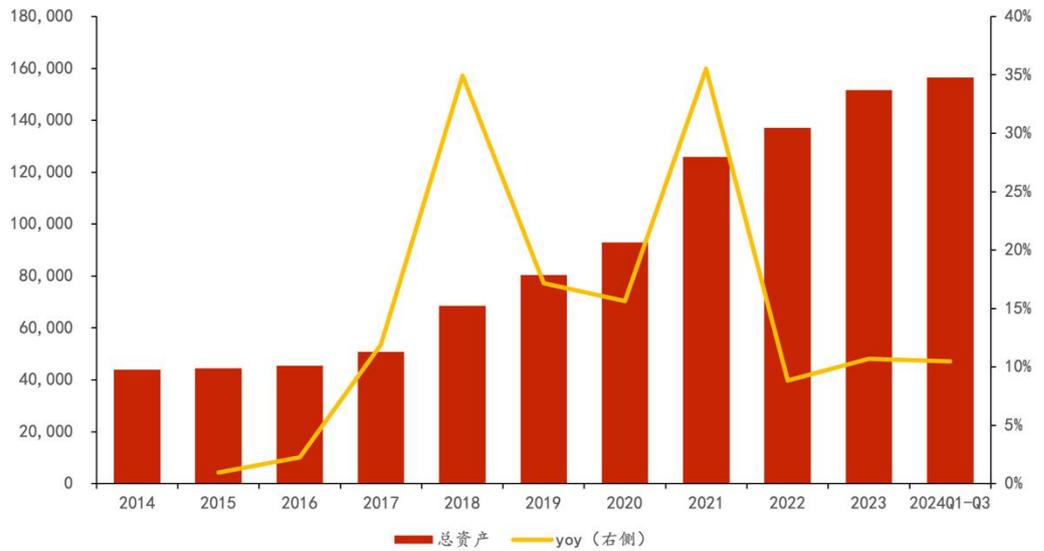
资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 7：2014 年~2024Q3 公司归母净利润（百万元）及同比变化（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

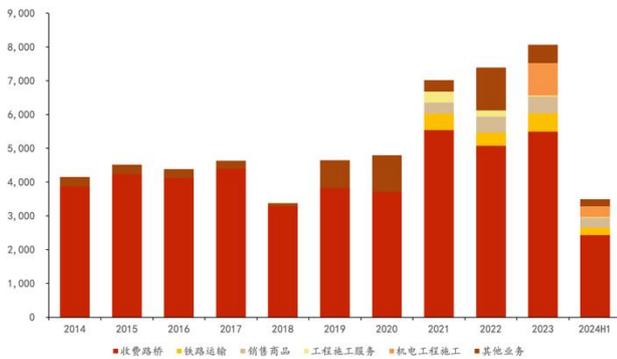
图表 8：2014 年~2024Q3 公司总资产（百万元）及同比变化（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

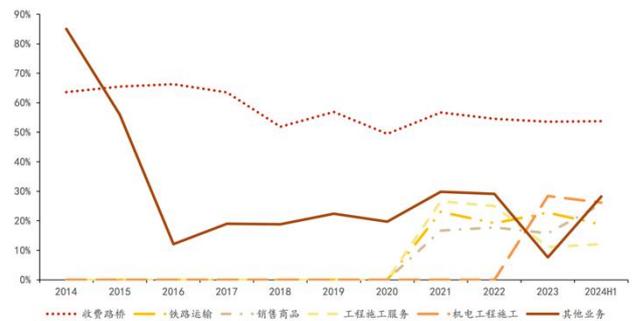
收费路桥贡献核心收益，毛利率长期维持在 50% 区间。收费路桥板块作为公司核心业务，2024 年上半年毛利润为 24.34 亿元，毛利率达 53.78%，毛利润占比 69.66%。该业务历史毛利率长期稳定在 50% 上下。机电工程施工板块系公司 2023 年收购信息集团带来的业务，毛利率为 26.17%，毛利润占比 9.07%。铁路运输与销售商品业务主要依托公司旗下轨道交通集团开展，毛利率分别为 18.73%、25.61%，毛利润分别占比 6.18%、8.44%。

图表 9：2014 年~2024H1 公司各板块毛利润（百万元）



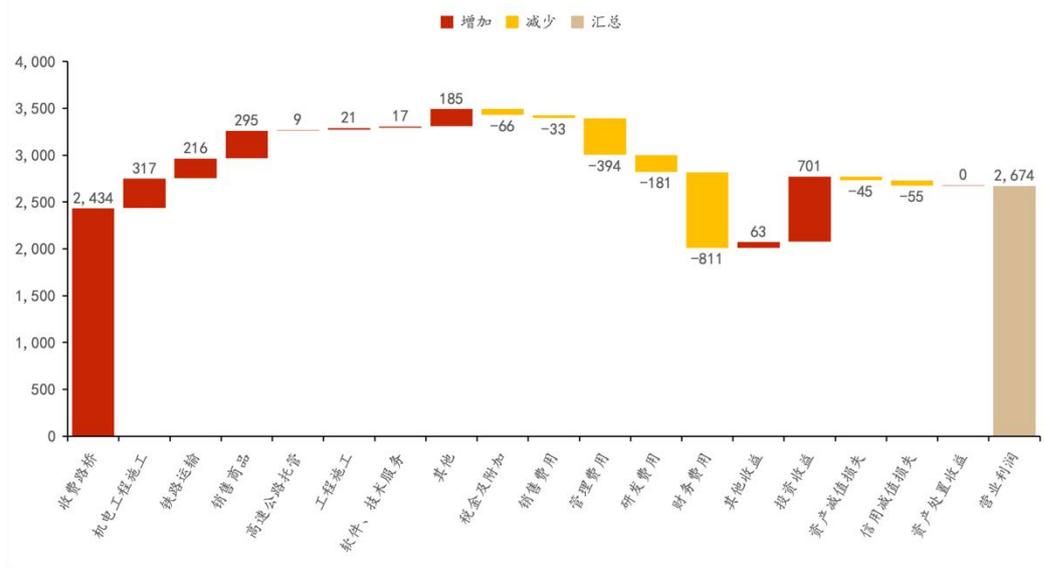
资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所，注：其他业务包含高速公路托管、房地产销售、建设移交项目、软件、技术服务、以及其他，建造服务营业收入等于营业成本。

图表 10：2014 年~2024H1 公司各板块毛利率（%）



资料来源：公司公告、同花顺 iFinD、华源证券研究所，注：其他业务包含高速公路托管、房地产销售、建设移交项目、软件、技术服务、以及其他，建造服务营业收入等于营业成本。

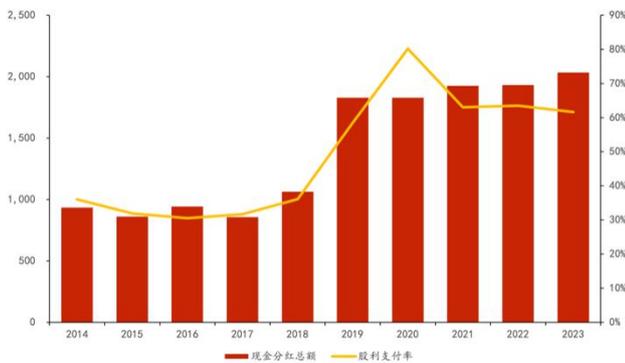
图表 11：2024H1 山东高速营业利润构成图（百万元）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

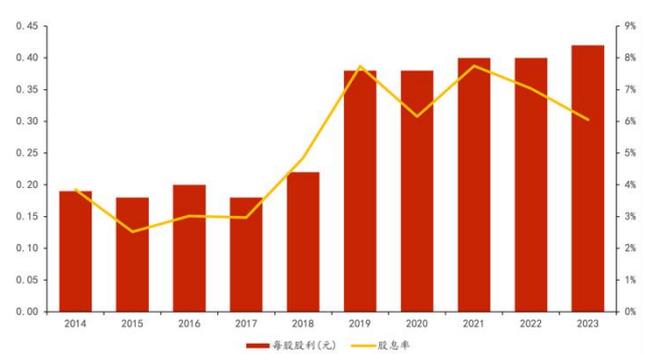
重视股东回报，分红收益稳定。公司践行“以投资者为中心”的发展理念，2020年，公司将年度分红比率从2019年的36.12%提升至60.07%，并承诺在2020-2024年期间，年度现金分红比率不得低于当年归母净利润的60%。2021年，公司在2020年业绩受到外部因素较大冲击的情况下，将2020年度分红比例提高到89%，从而确保每股股利保持稳定，2019年-2023年，每股股利分别为0.38、0.38、0.40、0.40、0.42元，年度平均分红比例为65.37%。

图表 12：2014 年~2023 年公司现金分红总额（百万元）及股利支付率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

图表 13：2014 年~2023 年公司每股股利（元）及股息率（%）



资料来源：同花顺 iFinD、华源证券研究所

2. 收费路桥：通过“投资+托管”的方式，布局全国性公路网络

收费路桥采取“投资+托管”双模式，公路资产分布广泛。公司通过投资建设及收购等方式获取经营性高速公路，同时受托管理其他企业的高速公路资产，截至2024年上半年，公司运营管理的路桥资产主要分布在山东、河南、湖南、湖北、四川，总里程达2,864公里，其

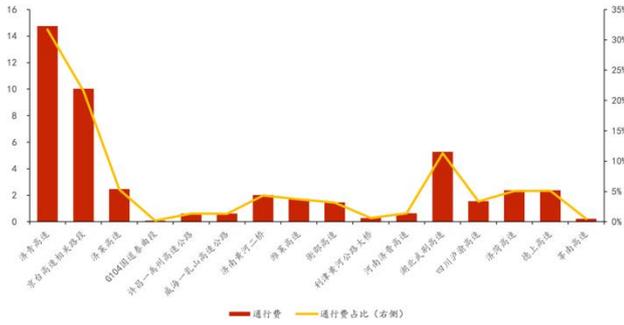
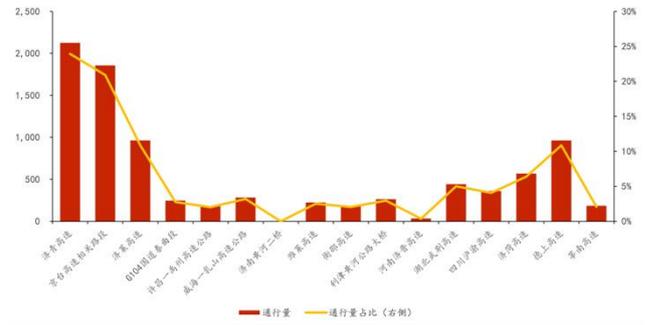
中自有资产 1,555 公里，涵盖 G20 青银高速山东段、G3 京台高速德州至泰安段、G2 京沪高速济南至莱芜段等 17 条高速公路、1 条一级公路及 2 座桥梁；受托管理山东高速集团资产 1,309 公里，包括 G20 青银高速齐河至夏津段、G3 京台高速泰安至枣庄段等高速公路。

截至 2024 年 6 月 30 日，公司自有路产加权平均剩余收费年限为 14.30 年，且超过 60% 的路产到期时间分布在 10 年以上，收费周期优势为高速车流量增长与收益释放提供了充足的时间窗口。从收入结构看，济青高速、京台高速相关路段以及湖北武荆高速为公司核心资产，2024 年上半年通行费收入贡献分别达 31.68%、21.54%和 11.32%；车流量方面，济青高速、京台高速相关路段、济莱高速以及德上高速贡献关键流量，2024 年上半年车流量占比分别为 23.94%、20.92%、10.86%以及 10.85%。

图表 14：山东高速主要路产情况（2024 半年报）

| 序号 | 路段名称 | 细分路段 | 公司权益 | 到期日 | 收费里程（公里） | 2024H1 通行费（亿元） | 单公里收入（百万元） | 车道数 | 状况 |
|----|--------------|-----------------------|----------------------|------------|------------|----------------|------------|--------|------|
| 1 | 济青高速 | 济南—青岛高速公路（青银高速公路山东段） | 100% | 2044/12/31 | 19.80 | 14.75 | 4.63 | 8 | 营运 |
| 2 | 京台高速 相关路段 | 北京—台北高速公路德州—齐河段 | 100% | 2046/7/15 | 21.34 | 10.03 | 5.15 | 8 | 营运 |
| 3 | | 济南第二黄河公路大桥 | 100% | 2032/4/16 | 7.09 | | | 6 | 改扩建 |
| 4 | | 北京—台北高速公路齐河至济南段 | 100% | 2024/10/30 | 0.00 | | | 6 | 改扩建 |
| 5 | | 北京—台北高速公路济青连接线 | 100% | 2024/10/30 | 0.00 | | | 4 | 营运 |
| 6 | | 北京—台北高速公路济南至泰安段 | 100% | 2047/12/29 | 22.80 | | | 8 | 营运 |
| 7 | | 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 | 2.47 |
| 8 | 潍莱高速 | 潍坊—莱阳高速公路 | 100% | 2024/10/18 | 140.637 | 1.73 | 1.23 | 4 | 营运 |
| 9 | 威乳高速 | 威海—乳山高速公路 | 100% | 2032/12/19 | 70.55 | 0.62 | 0.88 | 4 | 营运 |
| 10 | G104 国道泰曲段 | G104 国道泰安—曲阜一级公路 | 100% | 2025/11/15 | 64.166 | 0.09 | 0.14 | 4 | 营运 |
| 11 | 利津黄河公路大桥 | 利津黄河公路大桥 | 65% | 2029/9/25 | 1.35 | 0.28 | 20.74 | 4 | 营运 |
| 12 | 许禹高速 | 河南许昌至禹州高速公路 | 100% | 2037/11/14 | 39.07 | 0.63 | 1.61 | 4 | 营运 |
| 13 | 济晋高速 | 二广高速济源至晋城（省界）段 | 90% | 2038/9/9 | 20.555 | 0.65 | 3.16 | 4 | 营运 |
| 14 | 衡邵高速 | 湖南衡阳至邵阳高速公路 | 70% | 2040/12/29 | 132.059 | 1.47 | 1.11 | 4 | 营运 |
| 15 | 武荆高速 | 湖北武汉至荆门高速公路 | 60% | 2040/8/14 | 183.214 | 5.27 | 2.88 | 4 | 营运 |
| 16 | 沪渝高速 | 四川成渝环线合江（渝川界）至纳溪段高速公路 | 100% | 2043/6/27 | 73.15 | 1.56 | 2.13 | 4 | 营运 |
| 17 | 济荷高速 | 济南—广州高速公路殷家林至王官屯段 | 38.93% | 2034/9/22 | 153.601 | 2.37 | 1.54 | 4 | 改扩建 |
| 18 | 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 | 2.38 | 3.45 | 4 | 营运 |
| 19 | 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% | 2043/9/27 | 18.267 | 0.23 | 1.26 | 4 | 营运 |

资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 15: 2024H1 公司高速公路通行费(亿元)及占比(%)

图表 16: 2024H1 公司高速公路通行量(万辆)及占比(%)


资料来源：公司公告、华源证券研究所

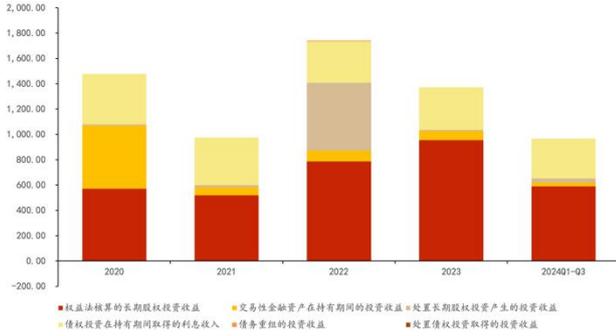
资料来源：公司公告、华源证券研究所，注：2024 年半年报没有披露济南黄河二桥通行量，济菏高速、德上高速以及莱南高速不含免费车量

3. 其余业务：持续布局多元化业务，提升公司成长空间

公司通过投资的方式，布局公路产业链以及价值链上下游业务。过去十年，公司以收费路桥为核心，拓展铁路、环保、金融等领域。2014-2016 年，公司认购威海商行和东兴证券股份，进军金融领域；2017 年投资龙马环卫，布局环保。2018-2021 年，公司收购武荆高速、济晋高速、沪渝高速、粤高速 A 及齐鲁高速股权，扩大路网规模，实现从区域性向全国性路桥企业的转型。2021 年收购毅康科技 51% 股权，深化环保布局。2020 年和 2023 年，公司分别收购轨道交通集团 51% 股权和山东高速信息集团 65% 股权，拓展铁路运输及智慧交通业务，推动产业多元化发展。

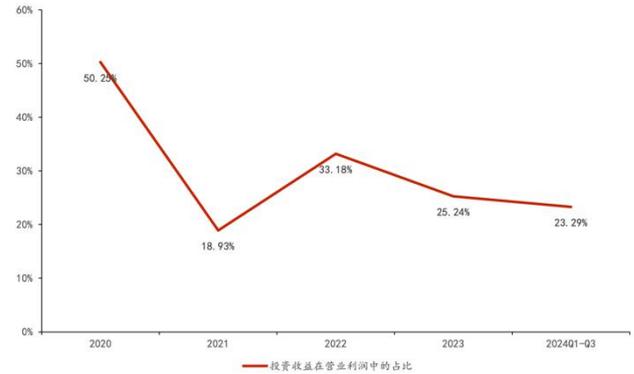
1) 资本运营：长期股权投资收益构筑核心收益来源。随着公司收费公路业务收入逐步修复，叠加新增信息集团机电工程施工毛利润，投资收益板块占营业利润比重有所下降，但 2024 年前三季度仍贡献了 23.29% 的营业利润。同期，权益法核算的长期股权投资收益贡献核心投资收益，占比 61.02%，债权投资在持有期间取得的利息收入占比 32.64%，为第二大投资收益来源。由于公司逐步退出部分长期股权投资项目，24 年前三季度投资收益同比小幅下滑 0.25%。其中，权益法核算的长期股权投资收益同比下降 12.07%，而债权投资在持有期间的利息收入因新投资项目收益确认，同比增长 41.98%，部分抵消了整体下滑。2024 年前三季度，长期股权投资收益主要由交通基础设施投资基金、威海商行以及粤高速 A 等项目构成，分别占比 32.06%、29.21% 以及 18.22%。

图表 17：2020 年-2024Q3 公司投资收益（百万元）结构



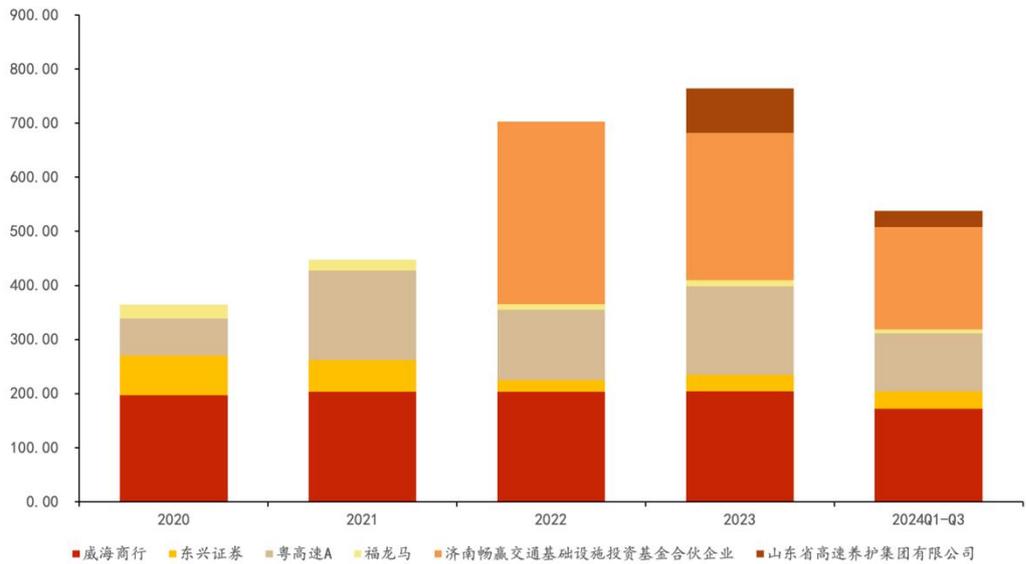
资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 18：2020 年-2024Q3 公司投资收益在营业利润中的占比情况 (%)



资料来源：同花顺 iFind、华源证券研究所

图表 19：2020 年-2024Q3 公司权益法核算的长期股权投资收益下的主要项目（百万元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

2) 销售商品与铁路运输：轨道板与轨枕为核心品种，坪岚铁路业绩突出。销售商品与铁路运输业务由公司旗下轨道交通集团负责。销售商品方面，截至 2023 年，轨道板与轨枕为核心品种，合计贡献 62.11% 的商品销售额，对应收入为 9.21 亿元。铁路运输方面，该公司运营管理九条铁路，总营业里程达 606.71 公里。其中，坪岚铁路、青大与宅羊铁路、大莱龙与龙口港进港铁路为核心收入贡献主体，2023 年收入占比分别为 40.25%、32.66%、22.61%，收入分别为 8.81 亿元、7.15 亿元、4.95 亿元。

图表 20：轨道交通集团铁路运营情况

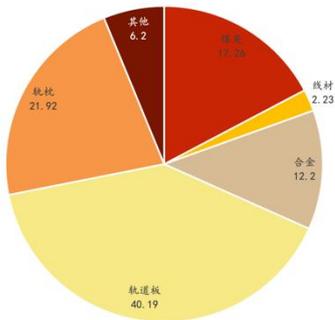
| 线路 | 起讫地点 | 营业里程（公里） | 2023 年运量（万吨） | 2023 年收入（亿元） | 单公里收入（万元） | 单吨收入（元/吨） |
|---------|-------------|----------|--------------|--------------|-----------|-----------|
| 大莱龙铁路 | 大家洼-龙口北 | 175 | 1992.19 | 4.95 | 264.71 | 24.85 |
| 龙口港进港铁路 | 龙口北-龙口港 | 12 | | | | |
| 青大铁路 | 青州-大家洼 | 76 | 3,888.51 | 7.15 | 728.85 | 18.39 |
| 宅羊铁路 | 宅科-羊角狗 | 22.1 | | | | |
| 坪岚铁路 | 铁牛庙-岚山斜 | 35 | 3415.98 | 8.81 | 2517.14 | 25.79 |
| 寿平铁路 | 曹王-寿光西 | 59 | 364.53 | 0.34 | 57.63 | 9.33 |
| 桃威铁路 | 桃村-威海 | 138 | | | | |
| 青临铁路 | 青州-冶源 | 36.4 | | | | |
| 临港铁路 | 临港经济开发区-碑廓站 | 53.21 | 873.74 | 0.64 | 120.28 | 7.32 |

资料来源：公司公告、华源证券研究所，注：桃威铁路与青临铁路受当地政府委托进行行业管理，收入归当地，不计入公司合并报表

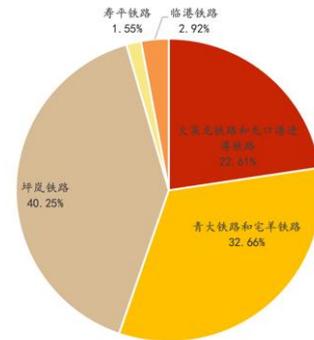
图表 21：2023 年公司销售商品情况

| 品种/项目 | 销售量 | 销售额 | 单价价格 |
|-------|-------------|-------------|-------------|
| 煤炭 | 201988.24 吨 | 25554.88 万元 | 1265.17 元/吨 |
| 线材 | 10539.62 吨 | 3258.63 万元 | 3091.79 元/吨 |
| 合金 | 22284.74 吨 | 18121.43 万元 | 8131.77 元/吨 |
| 轨道板 | 7.3 万块 | 59569.00 万元 | 8160.14 元/块 |
| 轨枕 | 104.2 万块 | 32552.00 万元 | 312.40 元/块 |

资料来源：公司公告、华源证券研究所

图表 22：2023 年公司销售商品销售额占比情况（%）


资料来源：公司公告、华源证券研究所

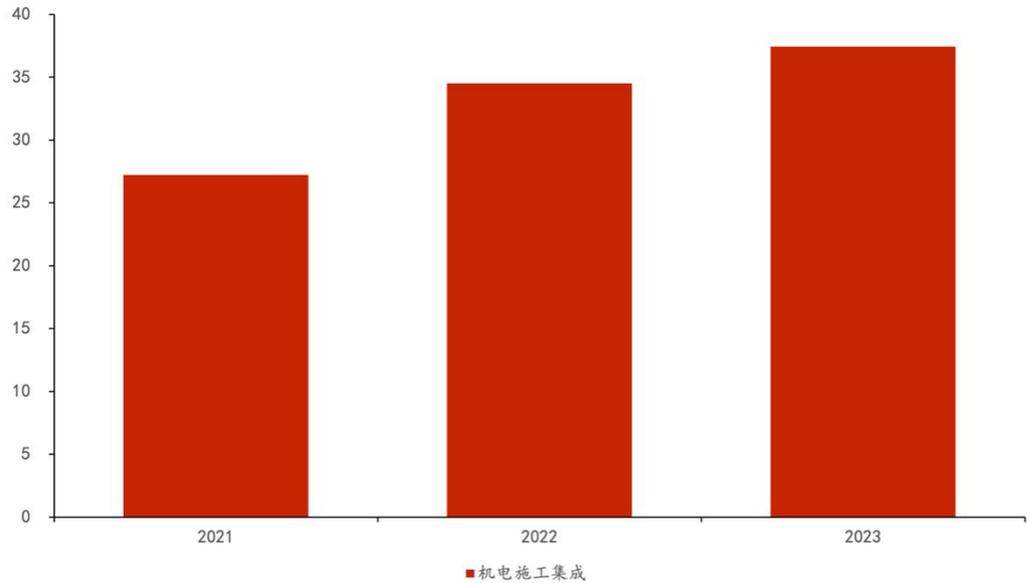
图表 23：2023 年轨道交通集团铁路运营收入占比情况（%）


资料来源：公司公告、华源证券研究所

3) 机电工程施工：有望成新兴增长点。机电工程施工业务由公司旗下信息集团开展，2024 年前三季度，信息集团实现营业收入 24.95 亿元，净利润 1.44 亿元。信息集团以“零碳+智慧”为核心，聚焦智慧交通与智慧城市，积极拓展机电施工集成（包括道路机电、电力施工、楼宇智能化等）、软件及技术服务、数据运营和租赁等业务板块，推动数字化转型与高质量发展。其中智慧交通板块，截至 2024 年上半年，公司参与建设国内首条零碳智慧高速，机电运维里程达 1.3 万公里，推广建成 37 座智慧云收费站，积极探索“交能融合”新路径；智慧城市板块，智慧停车规模扩大，累计签约 36 个停车运营项目，管理车位 3.7 万个。2021 年

至 2023 年，信息集团机电工程施工板块营业收入实现较快增速，CAGR 为 17.22%，预计该板块有望成为公司新兴增长点。

图表 24：2021 年~2023 年信息集团机电施工集成板块收入情况（亿元）



资料来源：公司公告、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

收入：1) 收费路桥板块：2025 年~2027 年，预计随着宏观经济逐步复苏，交通运输需求有所回暖；叠加公司持续扩大路产规模以及京台高速改扩建路段预期 2026 年底通车，预计收入持续增长。2) 其余业务方面，随着宏观复苏，预计收入将稳中有升。

成本：公司进一步聚焦主业，充分整合现有资源，持续改进技术，提升生产效率、产品质量与服务能力，深度开发现有数据，提升资源开发效率，加强精细化运营，提升综合运营效率，尽管市场需求存在较大不确定性，我们预计公司未来毛利率仍将稳中有升。

费用：公司费用率方面，随着公司持续推进费用节降，预计费用率将较为稳定。

图表 25：山东高速关键财务项目预测

| 百万元 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 22378.76 | 26545.64 | 28494.28 | 28470.73 | 29066.86 | 29638.06 |
| yoy | 38.11% | 18.62% | 7.34% | -0.08% | 2.09% | 1.97% |
| 营业成本 | 14989.91 | 18480.06 | 21068.27 | 20795.78 | 21159.81 | 21477.85 |
| yoy | 63.22% | 23.28% | 14.01% | -1.29% | 1.75% | 1.50% |
| 毛利率 | 34.67% | 30.38% | 26.06% | 26.96% | 27.20% | 27.53% |
| 销售费用率 | 0.28% | 0.33% | 0.24% | 0.24% | 0.23% | 0.22% |
| 管理费用率 | 4.32% | 3.96% | 3.73% | 3.73% | 3.73% | 3.72% |
| 研发费用率 | 1.86% | 1.82% | 1.71% | 1.72% | 1.72% | 1.71% |

资料来源：公司公告、华源证券研究所

4.2. 评级

公司作为路桥行业龙头之一，逐步从区域性路网转型为全国性路网，随着公司持续完善路网规模，贯通公路产业链及价值链上下游，探索产业拓展的灵活途径，带来收入及盈利能力的持续增长。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3216/3378/3561 百万元，当前股价对应的 PE 分别为 15.5x/14.8x/14.0x，参考宁沪高速、深高速、粤高速 A 可比公司估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 26：可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 市值 (百万元) | EPS (元/股) | | | PE | | |
|-----------|-------|----------|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| | | | 25E | 26E | 27E | 25E | 26E | 27E |
| 600377.SH | 宁沪高速 | 69535.90 | 1.01 | 1.04 | 1.08 | 15.21 | 14.76 | 14.21 |
| 600548.SH | 深高速 | 24549.96 | 0.73 | 0.79 | 0.71 | 17.12 | 15.74 | 17.08 |
| 000429.SZ | 粤高速 A | 26517.04 | 0.8 | 0.77 | 0.76 | 17.19 | 17.81 | 18.16 |
| 平均值 | | | | | | 16.51 | 16.10 | 16.48 |

资料来源：同花顺 iFinD，华源证券研究所

注：可比公司均采用同花顺 iFinD 一致预期，估值日期 2025 年 4 月 3 日

5. 风险提示

- 1) 宏观经济波动导致车流量增速不及预期，如果经济波动，需求疲软导致车流量下滑，公司收入有可能低于预期；
- 2) 收费政策调整导致通行费收入不及预期，如果未来出现通行费率减免政策，高速公路通行费收入下滑，公司收入有可能低于预期；
- 3) 路网效应及分流导致车流量增速不及预期，如果公司管理路段出现平行路线、其他可替代路线或方式，将导致车流量分流，出现车流量下滑，公司收入有可能低于预期；
- 4) 投资收益不及预期，如果受外部因素影响，导致投资方向变化，投资收益有可能低于预期。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 2,763 | 3,803 | 5,326 | 7,559 |
| 应收票据及账款 | 7,862 | 7,816 | 7,980 | 8,136 |
| 预付账款 | 502 | 491 | 501 | 511 |
| 其他应收款 | 3,906 | 4,935 | 5,039 | 5,138 |
| 存货 | 896 | 855 | 870 | 883 |
| 其他流动资产 | 8,341 | 7,151 | 7,284 | 7,412 |
| 流动资产总计 | 24,270 | 25,051 | 27,000 | 29,638 |
| 长期股权投资 | 16,718 | 17,660 | 18,648 | 19,686 |
| 固定资产 | 13,974 | 13,326 | 12,887 | 12,647 |
| 在建工程 | 1,056 | 2,204 | 2,852 | 3,250 |
| 无形资产 | 82,530 | 81,019 | 81,375 | 83,530 |
| 长期待摊费用 | 93 | 47 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 23,046 | 27,695 | 30,118 | 30,527 |
| 非流动资产合计 | 137,418 | 141,950 | 145,880 | 149,641 |
| 资产总计 | 161,688 | 167,001 | 172,880 | 179,279 |
| 短期借款 | 2,992 | 3,992 | 4,992 | 5,992 |
| 应付票据及账款 | 17,832 | 17,675 | 17,984 | 18,254 |
| 其他流动负债 | 16,415 | 17,212 | 17,517 | 17,782 |
| 流动负债合计 | 37,240 | 38,879 | 40,493 | 42,028 |
| 长期借款 | 59,932 | 60,932 | 62,432 | 64,432 |
| 其他非流动负债 | 7,220 | 7,220 | 7,220 | 7,220 |
| 非流动负债合计 | 67,152 | 68,152 | 69,652 | 71,652 |
| 负债合计 | 104,392 | 107,031 | 110,145 | 113,680 |
| 股本 | 4,852 | 4,852 | 4,852 | 4,852 |
| 资本公积 | 575 | 575 | 575 | 575 |
| 留存收益 | 37,861 | 39,735 | 41,703 | 43,778 |
| 归属母公司权益 | 43,288 | 45,162 | 47,130 | 49,205 |
| 少数股东权益 | 14,008 | 14,809 | 15,605 | 16,393 |
| 股东权益合计 | 57,296 | 59,970 | 62,735 | 65,598 |
| 负债和股东权益合计 | 161,688 | 167,001 | 172,880 | 179,279 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 税后经营利润 | 4,051 | 2,776 | 2,877 | 2,992 |
| 折旧与摊销 | 3,691 | 4,872 | 5,059 | 5,278 |
| 财务费用 | 1,507 | 1,736 | 1,808 | 1,891 |
| 投资损失 | -1,403 | -1,473 | -1,546 | -1,624 |
| 营运资金变动 | -2,145 | 898 | 188 | 129 |
| 其他经营现金流 | 1,140 | 1,175 | 1,711 | 1,789 |
| 经营性现金净流量 | 6,841 | 9,984 | 10,097 | 10,455 |
| 投资性现金净流量 | -7,763 | -7,867 | -7,856 | -7,845 |
| 筹资性现金净流量 | -737 | -1,078 | -717 | -377 |
| 现金流量净额 | -1,660 | 1,040 | 1,523 | 2,232 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 28,494 | 28,471 | 29,067 | 29,638 |
| 营业成本 | 21,068 | 20,796 | 21,160 | 21,478 |
| 税金及附加 | 154 | 154 | 154 | 154 |
| 销售费用 | 68 | 68 | 67 | 65 |
| 管理费用 | 1,064 | 1,062 | 1,084 | 1,103 |
| 研发费用 | 487 | 490 | 500 | 507 |
| 财务费用 | 1,507 | 1,736 | 1,808 | 1,891 |
| 资产减值损失 | -297 | -297 | -297 | -297 |
| 信用减值损失 | -193 | -193 | -193 | -193 |
| 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1,403 | 1,473 | 1,546 | 1,624 |
| 公允价值变动损益 | 137 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 其他收益 | 115 | 115 | 115 | 115 |
| 营业利润 | 5,313 | 5,266 | 5,469 | 5,692 |
| 营业外收入 | 80 | 80 | 80 | 80 |
| 营业外支出 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 5,363 | 5,316 | 5,519 | 5,742 |
| 所得税 | 1,312 | 1,300 | 1,344 | 1,393 |
| 净利润 | 4,051 | 4,016 | 4,174 | 4,349 |
| 少数股东损益 | 855 | 800 | 797 | 788 |
| 归属母公司股东净利润 | 3,196 | 3,216 | 3,378 | 3,561 |
| EPS(元) | 0.66 | 0.66 | 0.70 | 0.73 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营收增长率 | 7.34% | -0.08% | 2.09% | 1.97% |
| 营业利润增长率 | -2.15% | -0.88% | 3.84% | 4.09% |
| 归母净利润增长率 | -3.07% | 0.61% | 5.04% | 5.43% |
| 经营现金流增长率 | 13.82% | 45.95% | 1.13% | 3.54% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 26.06% | 26.96% | 27.20% | 27.53% |
| 净利率 | 14.22% | 14.11% | 14.36% | 14.67% |
| ROE | 7.38% | 7.12% | 7.17% | 7.24% |
| ROA | 1.98% | 1.93% | 1.95% | 1.99% |
| 估值倍数 | | | | |
| P/E | 15.62 | 15.53 | 14.78 | 14.02 |
| P/S | 1.75 | 1.75 | 1.72 | 1.68 |
| P/B | 1.68 | 1.58 | 1.48 | 1.40 |
| 股息率 | 0.00% | 2.69% | 2.82% | 2.98% |
| EV/EBITDA | 11 | 10 | 10 | 10 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。