

山东高速 (600350.SH)

价值中枢提升，国企混改注入成长动力

国内高速龙头，山东省最大高速公路上市平台。公司主要路产位于山东经济较发达地区，经营省内路产占全省的 24%。山东省 GDP 全国第三，第三产业发展快速，民用车保有量全国第一，高速路网持续优化，支撑公司路产业绩表现。2019 年公司实现营业收入 74.45 亿元，同比增长 9.02%；实现归母净利润 30.44 亿元，同比增长 3.39%；毛利率和净利率分别为 53%和 41%。收费公路营收占比达 98%，地产去库存接近尾声，未来专注主业发展。

双核心路产改扩建，量价双升。山东高速经营路产规模同业第一，核心路产济青高速 2019 年提前完成四改八扩建，叠加收费标准上调 25%，2020H1 日均通行量 11.8 万辆，较 2019 年增长 36%，6 月日均收入 1191 万元，较 2019 年增长 119%。另一核心路产京台高速 2019 年日均通行量和日均收入分别为 12.9 万辆和 484 万元，同年开始分三段改扩建，德齐段预计 2021 年提前建成通车，未来收益提升确定。

优质资产持续注入，增厚业绩。2008 年以来公司新增路产 680 公里。2018 年从集团收购湖北武荆高速 60%股权，并入后收入每年维持 10%以上增长，2019 年达 9.7 亿元，占总通行费 14%，毛利率高达 63%。2019 年对外收购沪渝高速 80%股权，今年有望并表，2018 年收入 2.9 亿元。2020 年从集团收购山东轨交 51%股权，经营铁路运输、产品制造、经贸物流、建设施工，无经营期限，收入稳定；2019 年实现净利润 1.8 亿元，2020 上半年受益油价下跌、油品货运增多，实现净利润 1.9 亿元。

山东高速集团吸收合并齐鲁交通集团，资产证券化加速利好公司并入优质路产。山东省国企改革加速进行，重组后集团总资产近万亿，运营管理路产 6000 多公里。集团承诺 2019-2021 年资产证券化率为 26%、65%、68%，并曾承诺公司为集团高速公路、桥梁优质资产的运作及整合的唯一平台。

股权激励绑定管理层和股东利益，承诺未来五年 60%以上分红率。山东高速是第二家实行股权激励的上市高速公路公司，绑定管理层和股东利益。承诺未来五年不低于 60%的分红率，以高分红回报股东和吸引投资，也表明公司对未来拥有良好盈利环境的自信。

投资策略：预测山东高速 2020-2022 年归母净利润分别为 21.8 / 33.1 / 35.2 亿元，同比-28.5% / +52.0% / +6.4%。核心路产先后改扩建，收益提升确定；大股东重组增强实力，未来公司优质资产并入空间大；持续高分红发放提升长期投资价值。给予山东高速 2021 年目标价 7.59 元，对应 11 倍估值，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险；替代交通分流风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,829	7,445	10,973	14,173	15,324
增长率 yoy (%)	-7.5	9.0	47.4	29.2	8.1
归母净利润(百万元)	2,944	3,044	2,176	3,308	3,520
增长率 yoy (%)	11.3	3.4	-28.5	52.0	6.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.61	0.63	0.45	0.69	0.73
净资产收益率(%)	12.4	8.9	6.5	9.4	9.6
P/E(倍)	10.5	10.1	14.2	9.3	8.7
P/B(倍)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9

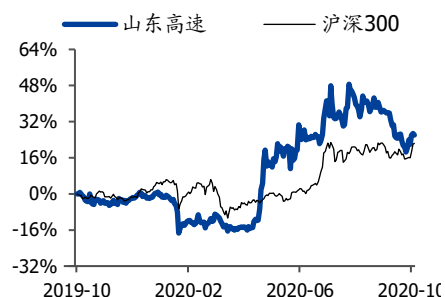
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	高速公路
最新收盘价	5.83
总市值(百万元)	28,049.10
总股本(百万股)	4,811.17
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	3.30

股价走势



作者

分析师 张俊

执业证书编号：S0680518010004

邮箱：zhangjun1@gszq.com

分析师 郑树明

执业证书编号：S0680520040003

邮箱：zhengshuming@gszq.com

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7441	9305	11311	12537	13207	营业收入	6829	7445	10973	14173	15324
现金	1475	1682	2003	1987	1972	营业成本	3450	3497	7158	8033	8845
应收票据及应收账款	7	61	85	90	120	营业税金及附加	102	66	219	283	306
其他应收款	2752	4766	6316	7997	7478	营业费用	0	0	88	92	97
预付账款	18	47	24	54	32	管理费用	459	337	549	709	766
存货	1683	1555	2582	2207	3504	研发费用	2	5	52	52	52
其他流动资产	1505	1193	300	200	100	财务费用	866	1087	1340	1278	1199
非流动资产	61156	71055	78657	76241	83091	资产减值损失	217	0	0	0	0
长期投资	9849	10757	12151	13665	15309	其他收益	2	7	3	3	4
固定资产	4539	6390	10372	9915	9417	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	19666	41258	41069	49599	53961	投资净收益	3290	1621	1702	1287	1352
其他非流动资产	27102	12650	15065	3062	4404	资产处置收益	0	-6	0	0	0
资产总计	68596	80360	89968	88778	96298	营业利润	5024	4201	3272	5016	5413
流动负债	11157	11942	22228	22305	24296	营业外收入	80	88	93	98	102
短期借款	28	505	1446	1229	676	营业外支出	791	166	389	466	453
应付票据及应付账款	2319	4448	3271	6456	4827	利润总额	4313	4124	2976	4648	5063
其他流动负债	8810	6990	17511	14620	18792	所得税	687	1058	714	1162	1266
非流动负债	28124	34030	36619	33612	34261	净利润	3626	3066	2262	3486	3797
长期借款	26289	32140	33712	31726	32382	少数股东损益	683	22	86	177	277
其他非流动负债	1835	1890	2907	1885	1880	归属母公司净利润	2944	3044	2176	3308	3520
负债合计	39281	45972	58847	55916	58557	EBITDA	7402	7832	7454	9958	10898
少数股东权益	2054	2266	2352	2529	2807	EPS (元/股)	0.61	0.63	0.45	0.69	0.73
股本	4811	4811	4811	4811	4811	主要财务比率					
资本公积	3274	4160	4160	4160	4160	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	19170	21141	22023	23382	24863	成长能力					
归属母公司股东权益	27261	32121	28769	30333	34934	营业收入 (%)	-7.5	9.0	47.4	29.2	8.1
负债和股东权益	68596	80360	89968	88778	96298	营业利润 (%)	12.2	-16.4	-22.1	53.3	7.9
						归属母公司净利润 (%)	11.3	3.4	-28.5	52.0	6.4
						获利能力					
						毛利率 (%)	49.5	53.0	34.8	43.3	42.3
						净利率 (%)	43.1	40.9	19.8	23.3	23.0
						ROE (%)	12.4	8.9	6.5	9.4	9.6
						ROIC (%)	8.6	6.8	5.1	6.9	7.3
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	57.3	57.2	65.4	63.0	60.8
						净负债比率 (%)	102.5	100.6	125.2	112.0	107.0
						流动比率	0.7	0.8	0.5	0.6	0.5
						速动比率	0.4	0.5	0.4	0.5	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
						应收账款周转率	494.4	218.6	149.9	161.3	145.4
						应付账款周转率	1.7	1.0	1.9	1.7	1.6
						每股指标 (元)					
						每股收益 (最新摊薄)	0.61	0.63	0.45	0.69	0.73
						每股经营现金流 (最新摊薄)	0.81	1.14	1.21	0.86	1.62
						每股净资产 (最新摊薄)	5.67	6.26	6.33	6.78	7.25
						估值比率					
						P/E	10.5	10.1	14.2	9.3	8.7
						P/B	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
						EV/EBITDA	8.5	8.6	10.3	7.5	7.0

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、国内高速龙头，山东省最大高速公路上市平台	5
1.1 大股东为山东高速集团，实际控制人为山东省国资委	5
1.2 基本面得到修复，业务趋于集中	6
二、背靠经济大省，高速路网持续优化	7
三、核心路产迎来价值提升，持续并入优质资产	10
3.1 路产规模雄厚	10
3.2 核心路产先后改扩建，车流增长+提价双驱动业绩增长	12
3.3 陆续注入优质资产，成长空间可期	16
四、退出地产项目，投资增厚业绩	18
五、受益国企混改，基本面进一步改善	21
5.1 集团吸收合并齐鲁交通，加大公司资产并入空间	21
5.2 股权激励正当时，体现公司提高管理的决心	22
5.3 五年股东回报超预期，重视股东利益	23
六、盈利预测与估值分析	24
6.1 分业务预测	24
6.2 估值分析	26
风险提示	27

图表目录

图表 1: 公司股权结构 (2020 H1)	5
图表 2: 山东高速集团收入构成 (单位: 亿元)	5
图表 3: 山东省经营收费公路路产归属 (2020-5)	5
图表 4: 2010-2020H1 营业收入及增速 (单位: 亿元)	6
图表 5: 2010-2020H1 归母净利润及增速 (单位: 亿元)	6
图表 6: 2010-2019 毛利率和净利率	6
图表 7: 2015-2020H1 分业务收入构成	6
图表 8: 2010-2020H1 管理费用率和财务费用率	7
图表 9: 2010-2020H1 销售费用 (单位: 百万元)	7
图表 10: 2019 年 GDP 前十省级行政区 (单位: 亿元)	8
图表 11: 山东省第一、第二、第三产业 GDP 构成 (单位: 亿元)	8
图表 12: 2019 年山东省民用汽车保有量保持第一 (单位: 万辆)	8
图表 13: 山东省民用车保有量保持高增速 (单位: 辆)	9
图表 14: 山东高速网络密度较低 (2019, 单位: km/10000 km ²)	9
图表 15: 山东民用车使用率有待提高 (2019)	9
图表 16: 山东省高速车流中货车占比较高 (2019)	9
图表 17: 山东省高速公路网中长期规划图	10
图表 18: 山东省高速里程 10 年 CAGR 5%	10
图表 19: 山东高速路产信息 (2020H1)	11
图表 20: A 股主要高速上市公司路产权益里程 (单位: 公里)	11
图表 21: 山东高速通行费毛利率行业居中 (2019)	11
图表 22: 分路产日均通行量 (单位: 千辆)	12
图表 23: 分路产日均通行费收入 (单位: 万元)	12
图表 24: 济青高速地理位置	13
图表 25: 济青高速分类型车流量占比 (2014)	13

图表 26: 济青高速通行量短期受损	13
图表 27: 济青高速通行费收入 2019 年快速回升	13
图表 28: 改扩建后济青高速通行量增长明显	14
图表 29: 改扩建后济青高速通行费收入大幅增长	14
图表 30: 2018 年以后新建和改扩建的高速公路收费标准提升 25%	14
图表 31: 京台高速山东段位置图	15
图表 32: 京台高速德齐段分类型车流量占比 (2016)	15
图表 33: 京台高速通行量短期受损	16
图表 34: 京台高速通行费收入下降明显	16
图表 35: 山东高速路产收购历程 (单位: 公里)	16
图表 36: 武荆高速日均收入	17
图表 37: 2019 年分地区收费路桥业务毛利占比	17
图表 38: 沪渝高速日均通行量及增速	17
图表 39: 沪渝高速通行费收入及增速	17
图表 40: 2019 年山东轨交分业务营收及占比 (单位: 亿元)	18
图表 41: 2017-2020H1 山东轨交归母净利润 (单位: 亿元)	18
图表 42: 分项目归母净利润构成 (2019, 单位: 亿元)	19
图表 43: 投资收益显著 (单位: 亿元)	19
图表 44: 处置主要投资地产明细	19
图表 45: 主要股权基金投资 (2019, 单位: 百万元)	20
图表 46: 主要债权投资 (2019)	20
图表 47: 威海市商业银行投资收益 (单位: 百万元)	21
图表 48: 东兴证券投资收益 (单位: 百万元)	21
图表 49: 齐鲁交通集团营收构成 (2019, 单位: 亿元)	21
图表 50: 齐鲁交通集团收费公路里程 (单位: 公里)	21
图表 51: 集团作出与重大资产重组相关的承诺	22
图表 52: 股票期权行权期安排	23
图表 53: 2019 年分红大幅增加	23
图表 54: 主要 A 股高速公路上市公司分红率	24
图表 55: 分路产营收预测 (单位: 亿元)	25
图表 56: 总营收预测 (单位: 亿元)	25
图表 57: 分项目成本预测 (单位: 亿元)	26
图表 58: 费用预测 (单位: 亿元)	26
图表 59: 山东高速相对估值法	27

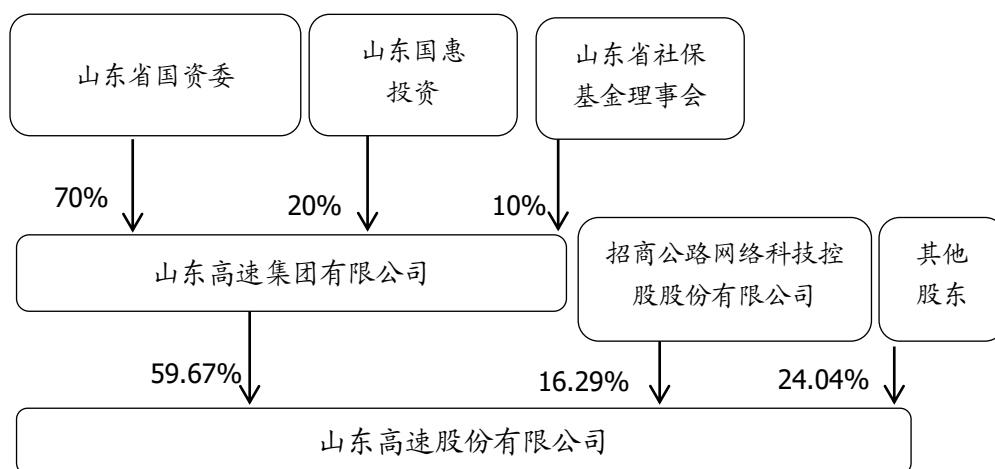
一、国内高速龙头，山东省最大高速公路上市平台

1.1 大股东为山东高速集团，实际控制人为山东省国资委

山东高速股份有限公司（以下简称“公司”）成立于1999年11月，注册资本人民币48.11亿元。公司主营交通基础设施的投资运营，以及高速公路产业链、价值链上相关行业、金融、环保等领域的股权投资。公司于2002年3月18日发行5.05亿股在A股上市。

公司控股股东为山东高速集团有限公司（以下简称“集团”），实际控制人为山东省国资委。截至2020年半年报，集团持公司股份比例为59.67%，是公司第一大股东，山东省国资委持集团70%股份，是公司的实际控制人；公司第二大股东招商公路网络科技控股股份有限公司16.29%，该公司从事经营性收费公路的投资及专业化运营管理。

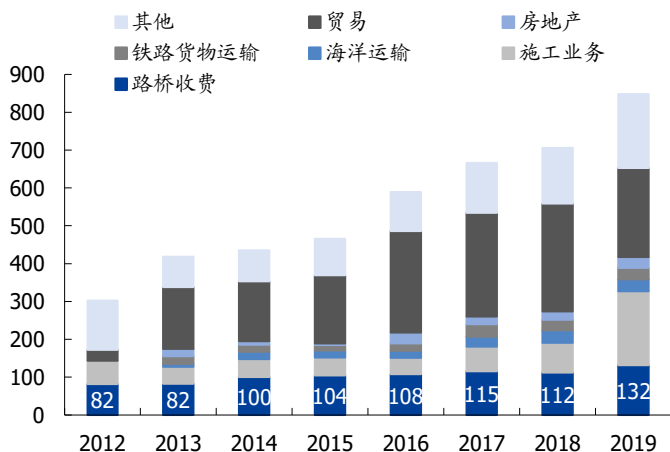
图表1：公司股权结构（2020 H1）



资料来源：wind，国盛证券研究所

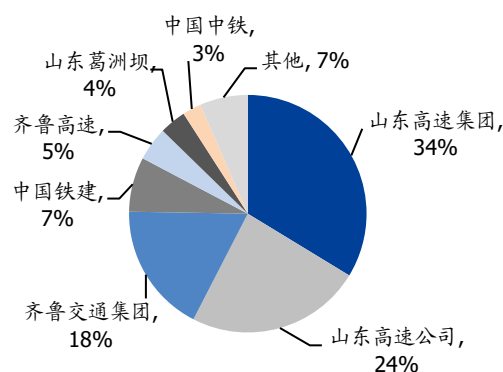
公司是山东高速集团旗下唯一一家上市高速公路平台。山东高速集团主营高速公路建设与运营、商品贸易和铁路运输服务等，2019年主要收入构成为贸易（28%）、施工（23%）、路桥收费（16%）。集团也是山东省交通建设最重要的投融资和运营主体，拥有庞大的优质路产资源。截至2020年5月，集团经营省内收费公路共计1130公里，占全省的34%；公司旗下省内路产801公里，占全省的24%，与集团合计拥有全省过半收费路产。

图表2：山东高速集团收入构成（单位：亿元）



资料来源：wind，国盛证券研究所

图表3：山东省经营收费公路路产归属（2020-5）



资料来源：山东省交通运输厅，国盛证券研究所

1.2 基本面得到修复，业务趋于集中

业绩迎来回升，收益水平有保障。2019 年，公司实现营业收入 74.45 亿元，同比增长 9.02%；实现归母净利润 30.44 亿元，同比增长 3.39%。2016 年之后受济青高速改扩建影响，业绩下滑明显，2018 年武荆高速的并入带动归母净利同比增长 9%，随着 2019 年下半年济青高速改扩建完成，公司基本面得到改善。2012-2016 年期间，公司无重大路产变动，营收和归母净利 5 年 CAGR 分别为 13%和 12%，业绩增长稳健、快速，彰显路产的优质。济青高速改扩建前，公司毛利率和净利率分别稳定在 60%和 35%以上，随着基本面修复和新优质路产的投入，收益质量也相应提高。

受疫情影响，业绩短期严重下滑。2020 年 2 月 17 日至 5 月 6 日，受疫情影响全国收费公路车辆通行费施行免收政策，对公司业绩造成重大影响。2020 年上半年，公司实现营收 40.5 亿元，同比下降 14.95%；实现归母净利润 2.57 亿元，同比下降 84.09%。随着收费和出行的恢复，业绩改善逐渐体现。

业务结构调整，专注大交通板块。近年公司更加专注主业，副业占比减少，房地产去库存效果明显，2019 年收费公路营收占比达 98%。2020 年 5 月公司从集团收购山东高速铁路轨道交通集团 51%股权，业绩并入半年度报表，新增铁路运输和装备制造收入合计 20.72 亿元。

图表 4: 2010-2020H1 营业收入及增速 (单位: 亿元)



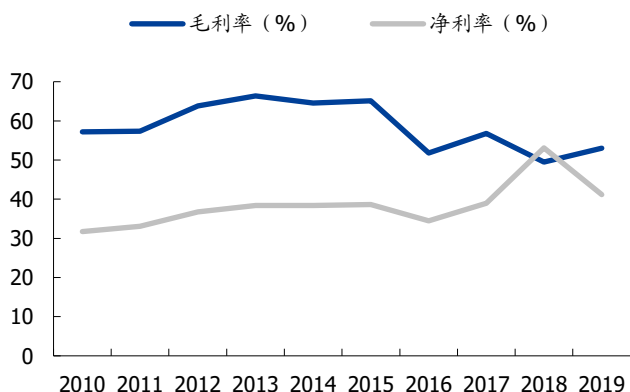
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2010-2020H1 归母净利润及增速 (单位: 亿元)



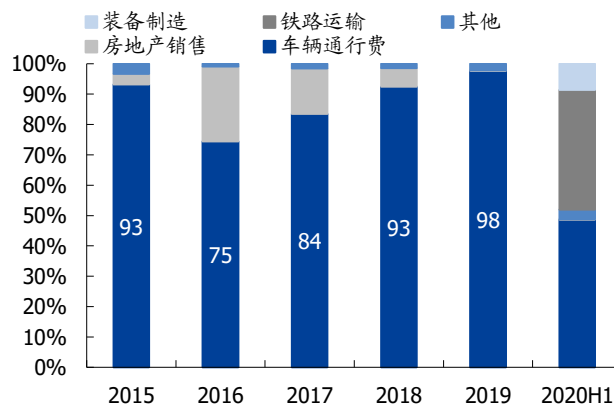
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2010-2019 毛利率和净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

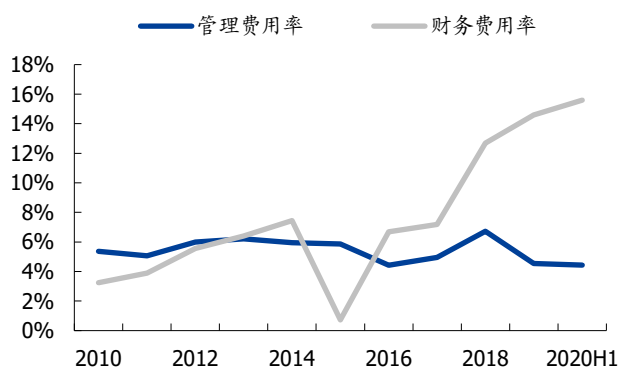
图表 7: 2015-2020H1 分业务收入构成



资料来源: wind, 国盛证券研究所

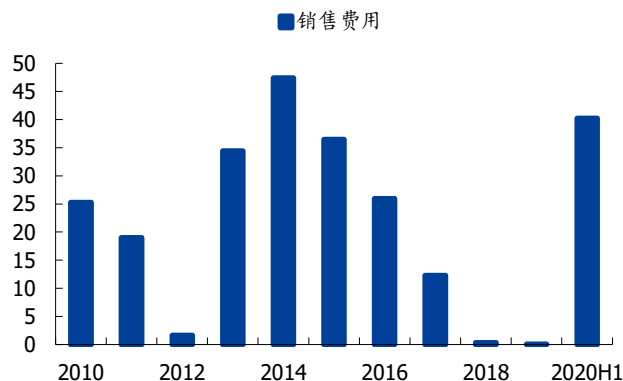
路产改扩建导致财务压力上升，房地产销售费用减少。公司管理费用率稳定在 5% 上下。财务费用率 2015 年以来快速上升，主要由于济青高速和京台高速改扩建推进，公司融资需求增加，债务规模持续扩大所致。2014 年以来，公司销售费用开始大幅减低，主要是随着清库存房地产销售减少所致，2020H1 增加轨道交通集团的销售费用。

图表 8: 2010-2020H1 管理费用率和财务费用率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 2010-2020H1 销售费用 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

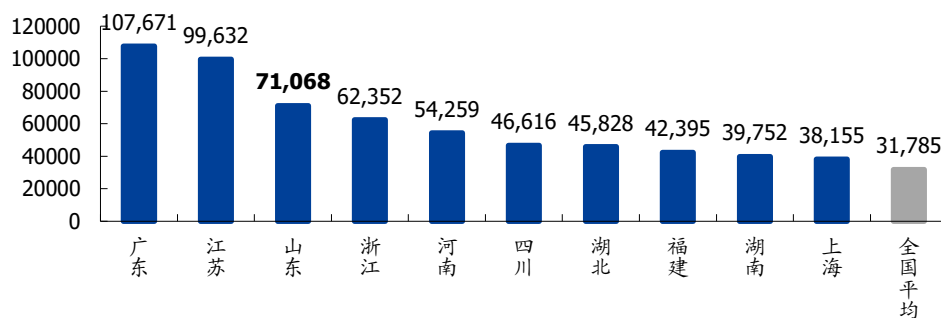
二、背靠经济大省，高速路网持续优化

山东地处中国东部、黄河下游，位于丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路东端交汇点、东北亚和环渤海经济圈交汇点，经济发达、文化资源丰富，是我国主要沿海省市之一。山东省人口总数持续增长，地方经济实力进一步增强，民用汽车保有量连续多年全国领先，为公司发展提供了良好的外部环境。

山东省是我国人口大省。2019 年总人口达到 1.01 亿人，为地区经济的发展奠定了良好的基础。常住人口城镇化率为 61.51%，比上年末提高 0.33 个百分点。

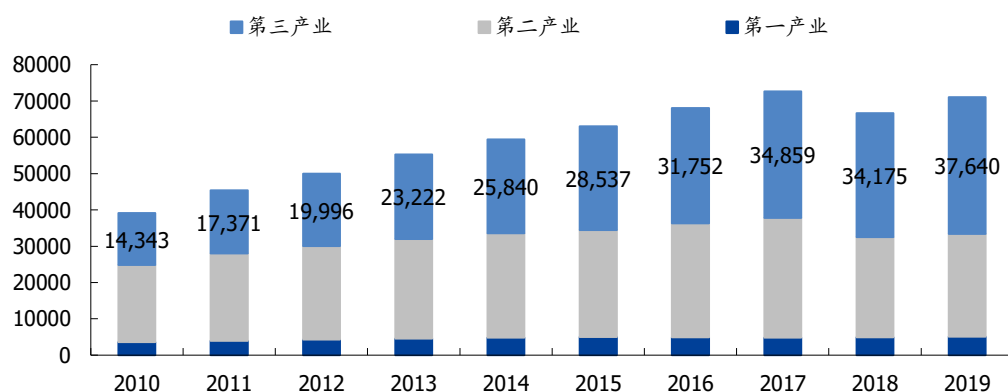
山东省经济持续增长，第三产业发展迅速。2019 年，山东全年实现 GDP 71,068 亿元，同比增长 5.5%，经济总量排名全国第三。其中，第一、二、三产业 GDP 十年 CAGR 分别为 4%、3% 和 11%，结构由 2010 年的 0.09: 0.54: 0.37 调整为 2019 年的 0.07: 0.4: 0.53，第三产业比重站上首位。一方面，经济发展和工业总产量的增加带来货运需求；另一方面，就业人口成分改变，旅游观光业等第三产业的发展带来公务、娱乐等客运需求，二者共同促进了山东高速公路出行需求增长。

图表 10: 2019 年 GDP 前十省级行政区 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

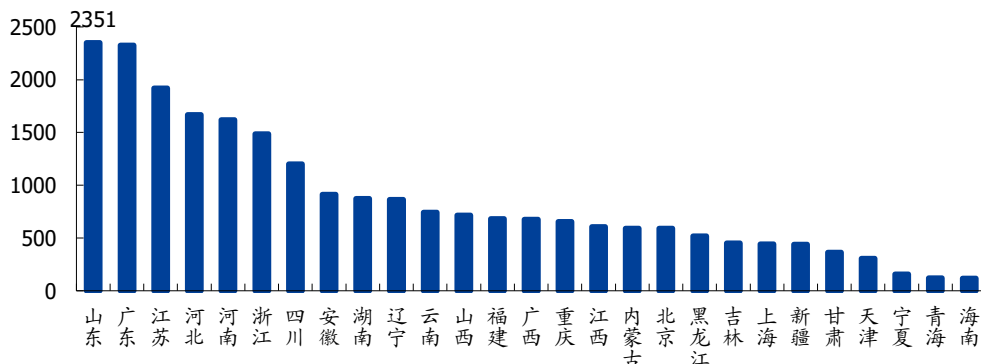
图表 11: 山东省第一、第二、第三产业 GDP 构成 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

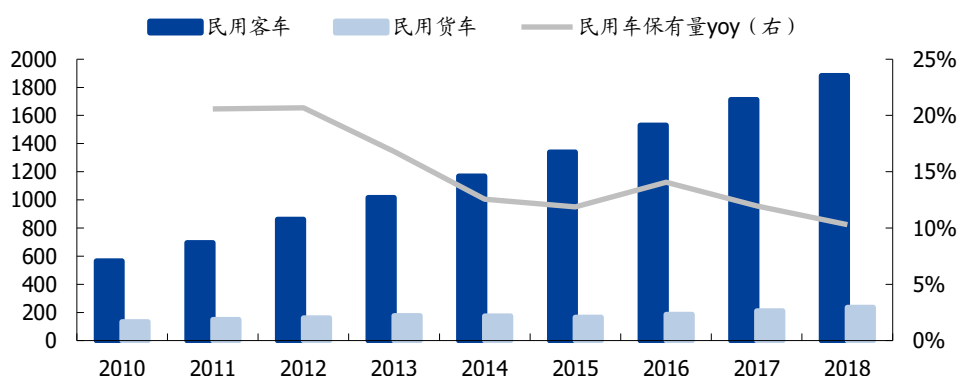
民用汽车保有量大省。山东省汽车拥有量连续多年全国第一，2019 年，山东省民用汽车拥有量 2351 万辆，同比增 9.4%，高基数下增速仍接近全国 11.12% 增速水平。高汽车保有量和增长利于支撑和刺激出行需求的增加，经济尤其第三产业经济发展，不断刺激居民消费，民用客车保有量增长较快，2018 年达 1883 万辆，占总数 88%，5 年 CAGR 为 13%。

图表 12: 2019 年山东省民用汽车保有量保持第一 (单位: 万辆)



资料来源: 国民经济和社会发展统计公报, 国盛证券研究所

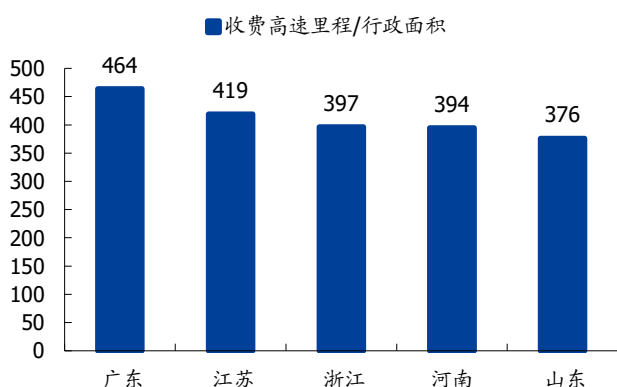
图表 13: 山东省民用汽车保有量保持高速增长 (单位: 辆)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

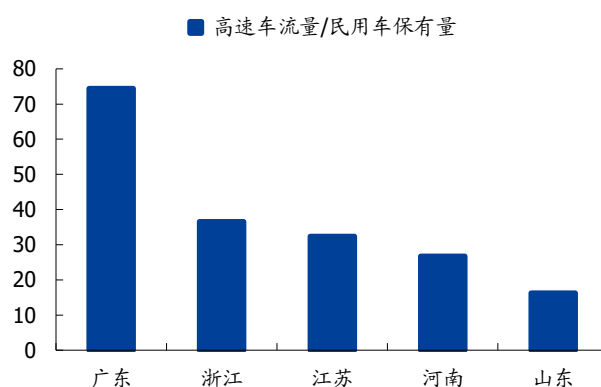
高速路网车流仍有较大增长空间。在前五名经济大省中,山东省高速网络密度最低,2019年平均每一万平方公里土地拥有376公里收费公路。尽管山东省拥有最多的民用汽车保有量,但从2019年全省高速车流量简单测算,山东省的车辆使用频率最低。山东省高速车流中货车占比较高,2019年为28%,因此综合考虑未来路网建设和运营水平的提高,车流通行效率仍有较大上升空间。

图表 14: 山东高速网络密度较低 (2019, 单位: km/10000 km²)



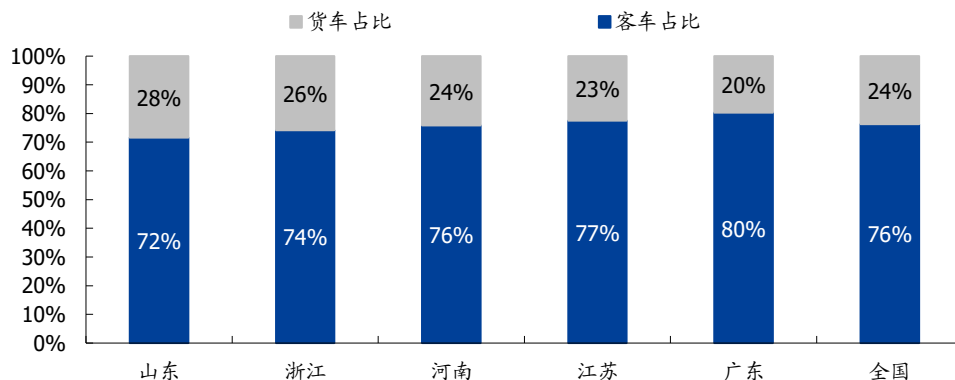
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 15: 山东民用汽车使用率有待提高 (2019)



资料来源: 交通运输部, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 16: 山东省高速车流中货车占比较高 (2019)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

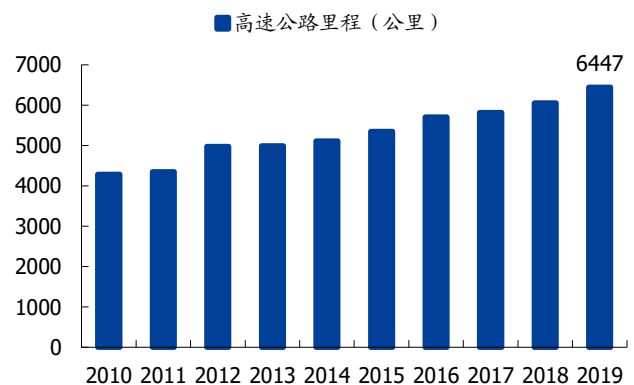
持续布局路产，优化网络。2019 年山东省高速公路里程达 6447 公里，10 年 CAGR 5%，稳步完善路网。根据《山东省综合交通网中长期发展规划（2018~2035）》，到 2022 年，以提升改造为重点，统筹新建项目与改扩建工程，通车里程达到 8000 公里；到 2025 年，加快实施高速公路连接线项目，大力提升网络连接效能和通达水平；预计到 2035 年时，山东省将形成“九纵五横一环七射多连”的高速公路格局，总里程达 9000 公里。

图表 17: 山东省高速公路网中长期规划图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 18: 山东省高速里程 10 年 CAGR 5%



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

三、核心路产迎来价值提升，持续并入优质资产

3.1 路产规模雄厚

公司所辖路桥资产位于山东经济较发达地区，贯穿山东工业走廊，途径省内的各大政治、工业、经济中心以及重要港口城市，同时连接山东主要旅游城市，囊括了境内黄河干流上的主要公路大桥，构成公路干线大动脉，以及黄河咽喉要道，在山东交通及经济基础设施建设中举足轻重。

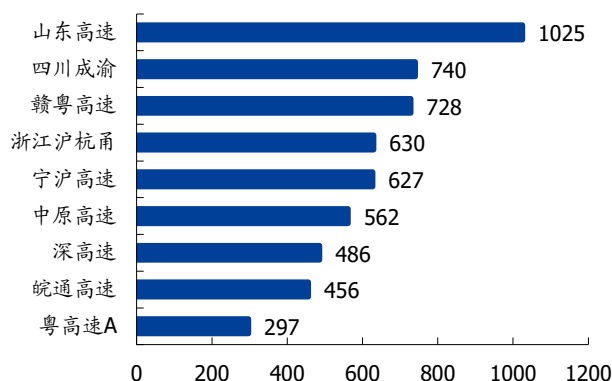
路产规模同业第一，核心路产剩余收费年限得到延长。截至 2019 年公司旗下路产权益里程 1025 公里，在 A 股高速上市公司中排首位（不考虑招商公路的投资里程），省外路产占比达 22%。截至 2019 年公司从集团托管路产达 1261 公里。核心路产济青高速和京台高速先后改扩建，经营期限分别延长至 2044 和 2046 年（预计）。

图表 19: 山东高速路产信息 (2020H1)

路段名称	细分路段	公司权益	收费里程 (公里)	车道数	状况	批准收费 结束时间
济青高速	济南-青岛	100%	318.5	8	营运	2044.12
京台高速相 关路段	德州-齐河段一期	100%	89.0	4	改扩建	2022.11.17
	德州-齐河段二期	100%	2.3	4	改扩建	2025.11.30
	济南第二黄河公 路大桥	100%	5.8	6	营运	2032.04.16
	齐河至济南段	100%	22.0	6	营运	2024.10.31
	济青连接线	100%	16.4	4	营运	2024.10.31
	济南至泰安段	100%	59.5	6	营运	2024.10.31
济莱高速	济南至莱芜	100%	76.0	4	营运	2034.10.21
潍莱高速	潍坊-莱阳	100%	140.6	4	营运	2024.07.31
威乳高速	威海-乳山	100%	70.6	4	营运	2032.12.19
利津黄河公 路大桥		65%	1.4	4	营运	2029.09.25
许禹高速	河南许昌至禹州	60%	39.1	4	营运	2037.11.14
济晋高速	二广高速济源至 晋城(省界)段	54%	20.6	4	营运	2038.9.9
衡邵高速	湖南衡阳至邵阳	70%	132.1	4	营运	2040.12.29
武荆高速	湖北武汉至荆门	60%	183.2	4	营运	2040.5

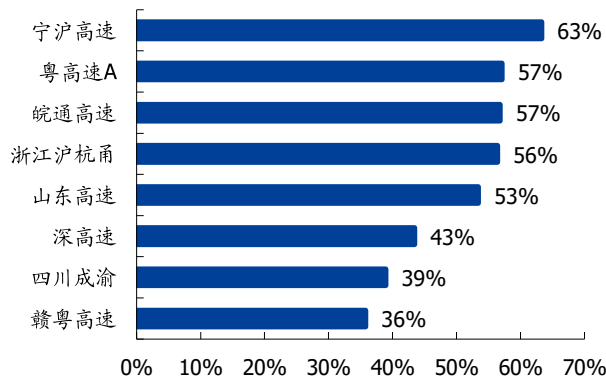
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: A 股主要高速上市公司路产权益里程(单位: 公里)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

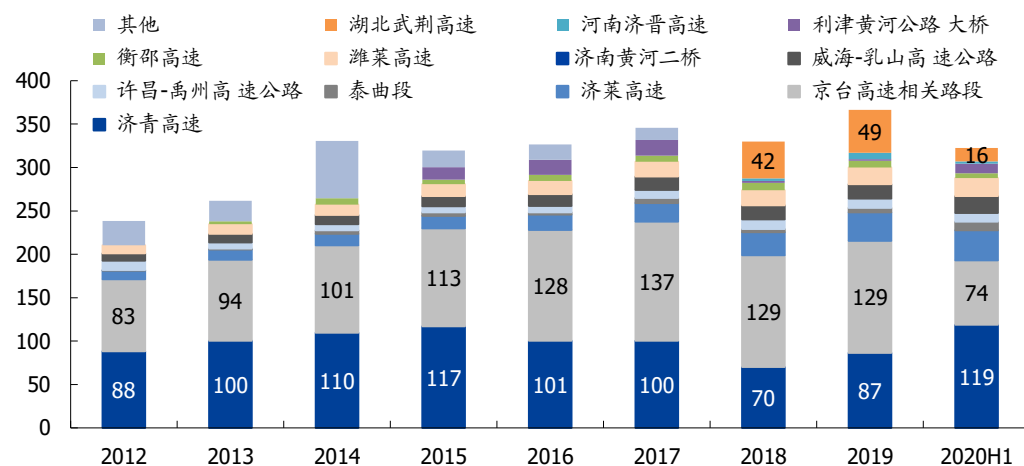
图表 21: 山东高速通行费毛利率行业居中 (2019)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

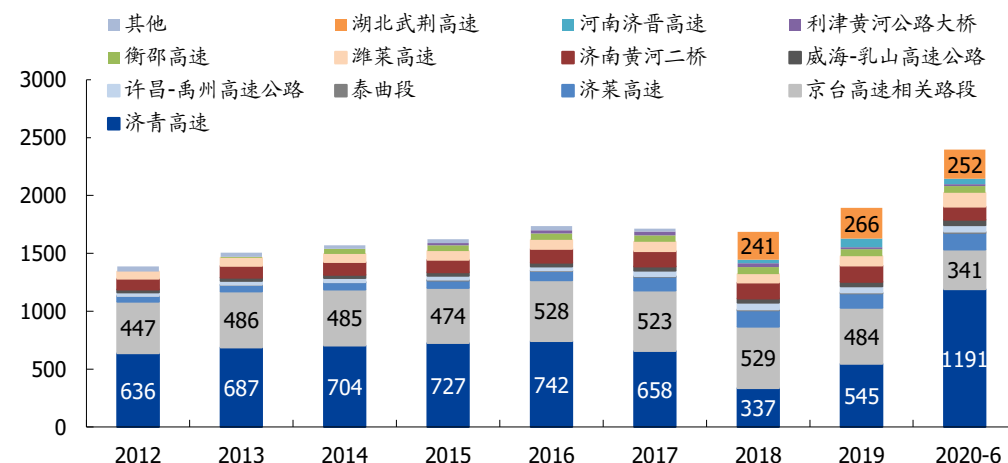
路产业绩释放延迟体现。公司旗下路产 2019 年日均车流量 36 万辆, 日均通行费收入 1894 万元, 其中济青高速、京台高速和武荆高速合计占比均在 70% 左右, 贡献主要业绩。近年公司业绩增长缓慢, 2019 年通行费收入 8 年 CAGR 只有 4.6%, 2018 年虽并入武荆高速, 但叠加济青高速改扩建, 业绩提升未得到完整体现。高速收费恢复之后, 2020 年 6 月各路产收入恢复至接近去年平均水平, 受益济青高速产能释放, 日均收入达 2395 万元, 较 2019 年水平增长 26%。未来随着疫情影响的逐步消减, 路产业绩将进一步恢复。

图表 22: 分路产日均通行量 (单位: 千辆)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 分路产日均通行费收入 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 核心路产先后改扩建, 车流增长+提价双驱动业绩增长

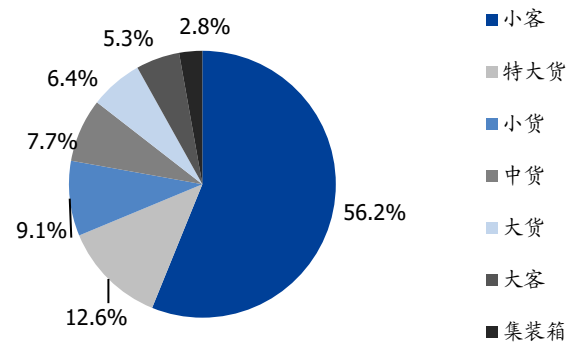
济青高速改扩建以满足通行需求。公司经营的济青高速北线,是山东省第一条高速公路,属于青银高速公路山东段。横贯山东半岛,全长 318 公里,东起港口城市青岛,西至省会济南,途经潍坊、淄博和滨州三地市,穿越 5 条国道、15 条省道。北线于 1994 年建成通车后,成为山东省最繁忙的高速公路,为缓解交通压力,济青高速南线于 2005 年开始建设,2007 年底通车。随着山东省经济快速发展,交通量迅速增长,货车占道行驶现象严重(2014 年货车占比 38.5%),大大降低通行效率。双向四车道已不能满足车流量需求,因此济青高速于 2016 年 6 月开始八车道改扩建。

图表 24: 济青高速地理位置



资料来源: 工程可行性研究报告, 国盛证券研究所

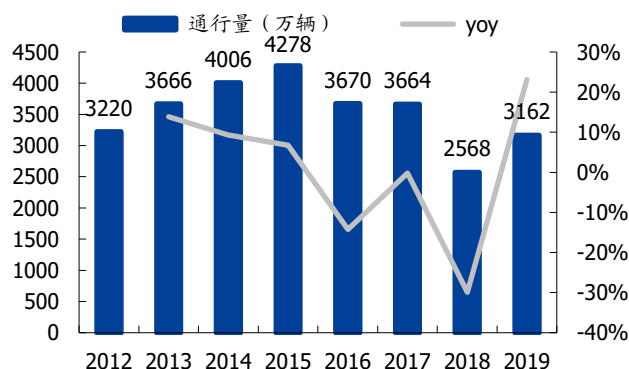
图表 25: 济青高速分类型车流量占比 (2014)



资料来源: 工程可行性研究报告, 国盛证券研究所

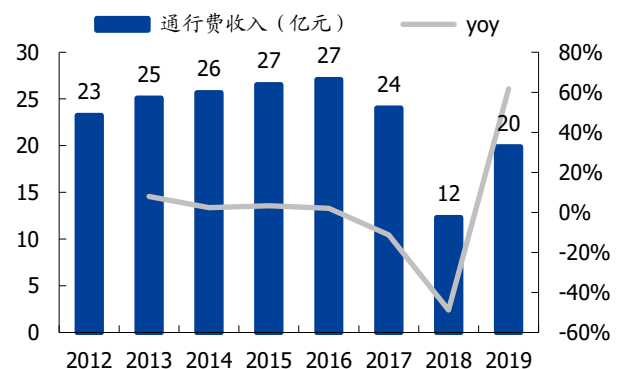
改扩建期间, 车流量有所下降。改扩建前, 2015 年济青高速通行量达 4278 万辆, 占公司总车流量的 37%, 4 年 CAGR 10%, 保持高速增长。2016 年开始改扩建, 2017 年 1 月济青高速开始实行限速限行, 同年 11 月对五轴货车限行。2018 年济青高速的通行量和通行费收入分别同比下降 30% 和 49%。

图表 26: 济青高速通行量短期受损



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 济青高速通行费收入 2019 年快速回升

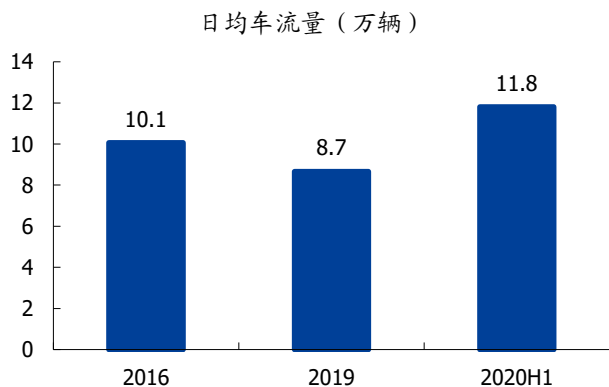


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

提前完成改扩建, 营收较改扩建前提升 61%。济青高速小许家以东段、以西段分别于 2019 年 7 月 26 日、2019 年 12 月 15 日通车, 分别提前 5 个月、15 个月完成改扩建。项目工程投资估算总额为 308 亿元, 实际投入金额 248.4 亿元, 山东高速自筹资金占比 25%。2020 上半年, 济青高速日均通行量 11.8 万辆, 较扩建前 2016 年增长 17%, 较 2019 年增长 36%。疫情得到良好控制, 恢复高速收费后, 6 月济青高速日均收入 1191 万元, 较 2016 和 2019 年分别增长 61% 和 119%。京台高速改扩建期间, 济青高速将支撑起公司主要收入。

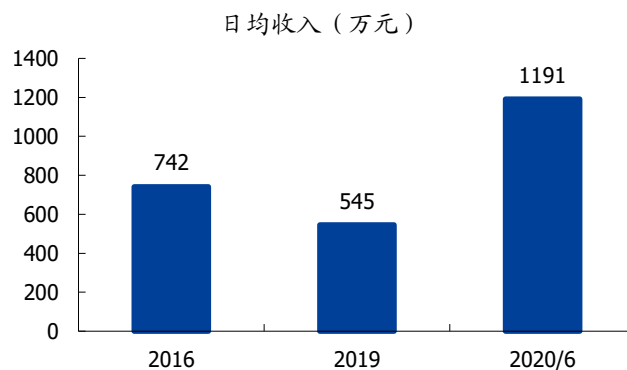
收费标准基本上调 25%。根据山东省交通运输厅公布的《山东省高速公路车辆通行费收费标准》, 2018 年以后新建和改扩建的高速公路实行新的收费标准, 总体看提价 25% 以上, 2020 年 1 月开始实施。另根据 2020 年 5 月发布的《山东省收费公路货车收费标准信息公开表》, 对 3、4、5、6 类货车分别进行 98、94、95、99 折扣优惠政策, 因此当前 1-6 类货车实际提价分别为 25%、20%、27%、17%、20%、24%。

图表 28: 改扩建后济青高速通行量增长明显



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 改扩建后济青高速通行费收入大幅增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 2018 年以后新建和改扩建的高速公路收费标准提升 25%

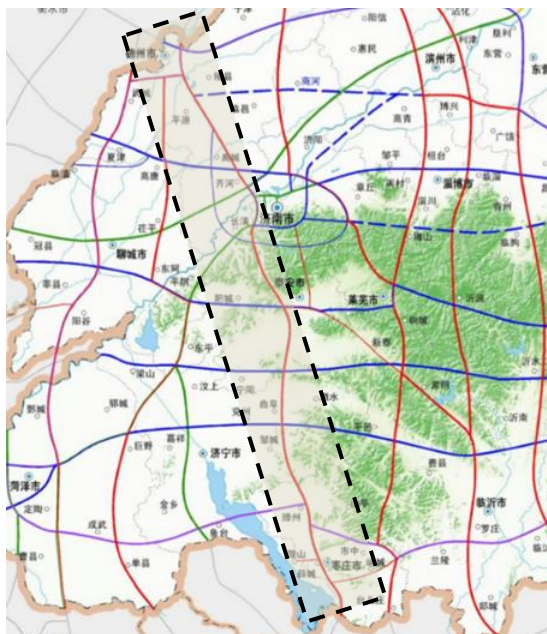
类 别	客 车	货车 (总轴数)	新收费费率 (元/公里)	旧收费费率 (元/公里)	提价
1 类	车长<6m 且 核定载人数≤9		0.5	0.4	25%
		2(车长<6m, 质量<4.5 吨)	0.5	0.4	25%
2 类	车长<6m 且 核定载人数 10-19		0.65	0.5	30%
		2(车长≥6m, 质量≥4.5 吨)	0.9	0.75	20%
3 类	车长≥6m 且 核定载人数≤39		0.78	0.6	30%
		3	1.55	1.2	29%
4 类	车长≥6m 且 核定载人数≥40		0.98	0.75	31%
		4	2.05	1.65	24%
5 类		5	2.15	1.7	26%
6 类		6	2.61	2.2	25%

资料来源: 收费标准信息公开表, 国盛证券研究所

多方位网络连接, 布局长期看好。济青高速相交国省道公路有 G20(青银高速)、G22(青兰高速济南莱芜段)、S29(滨博高速)、S16(潍莱高速)、G3(京台高速)等, 相交处均设置了互通立交以满足不同方向的车辆出入高速公路的需求。铁路客货运站场均位于城市的主城区, 公路与之可通过城区道路、城市外环等地方道路实现顺畅衔接。项目影响区内有济南遥墙机场、潍坊机场和青岛流亭机场, 济青高速与上述机场均有高等级公路连接, 共同形成现代化、立体化、快速化的交通运输网络。潍坊南苑机场拟建至潍坊市北部济青高速以北, 青岛流亭机场迁建于胶州市胶东镇济青高速以南, 在拟建项目应为未来机场迁建后道路衔接做好预留。扩建项目实施后, 地方路网的建设与高速公路形成了密切的联系, 构建了新路网与新的运输格局。

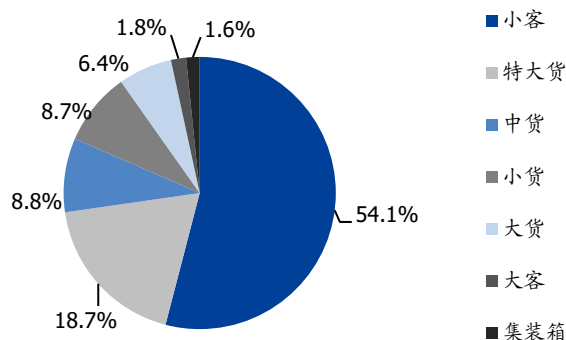
京台高速山东段是重要的主干线，是山东中西部区域与省会及北京联系的重要通道，全长 388 公里，将全部进行改扩建。公司拥有京台路段德州—泰安段，共计 195 公里，是京台高速和京沪高速两条重要主干线在山东的重合路段，车流量大，货车比例较高（德齐段货车占比 50%-60%），通行费来源充足。

图表 31: 京台高速山东段位置图



资料来源：工程可行性研究报告，国盛证券研究所

图表 32: 京台高速德齐段分类型车流量占比 (2016)

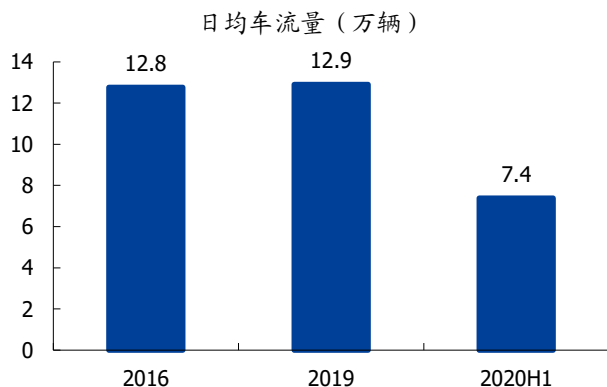


资料来源：工程可行性研究报告，国盛证券研究所

德州至齐河段迫切需要加大通行能力，率先改扩建。日益增长的车流量以及高货车占比，大大增加京台高速通行压力，尤其四车道的德齐段扩建需求更为迫切。公司的京台改扩建工程共分为三段，第一段是德州至齐河段，四改八，投资估算总金额为 119 亿元，2019 年 7 月 1 日开工建设，截至 2020 上半年投资进度完成 38%，由于今年计划加大工程建设投入，预计 2021 年 10 月份建成通车，比计划工期提前约 14 个月。第二段是齐河至济南段，六改八，具体开工日期尚未确定；第三段是济南至泰安段，六改八，预计今年年内开工。在济青高速改扩建的经验下，京台高速的施工进度和通行保障将有较大进步。

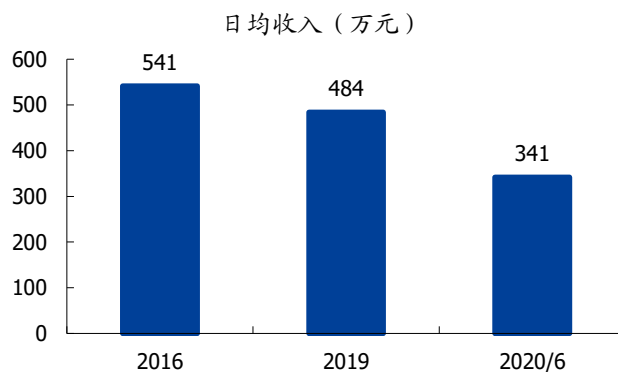
改扩建期间业绩下降。受京台高速改扩建影响，2019 年 11 月至 2022 年 10 月，公路限速 80 公里/时，且禁止危化品运输车、不可解体物品超限运输车通行，禁止五轴及以上货车通行。2020 上半年，日均车流量较 2019 年下降 43%，6 月日均通行费收入较 2019 年下降 29%。

图表 33: 京台高速通行量短期受损



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 京台高速通行费收入下降明显



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

业绩提升可期。德齐段有望 2021 年扩建完成通车, 另两个路段预计三年内完工, 参照济青高速, 预计重新开通后车流量较扩建前至少增长 20%, 叠加 25%的提价, 通行费收入可获得 50%以上增长。

3.3 陆续注入优质资产, 成长空间可期

重启路产收购。2008 年至 2019 年公司新增路产 680 公里。2013 至 2017 长达几年几乎零路产增加后, 2018 年公司完成湖北武荆高速 60%股权 (集团并入) 和河南济晋高速 90%股权 (对外收购) 收购, 增厚权益里程 121 公里。2019 年公司以 14.72 亿元收购沪渝高速 80%股权 (对外收购), 收购协议已经生效, 有望今年并表。

图表 35: 山东高速路产收购历程 (单位: 公里)

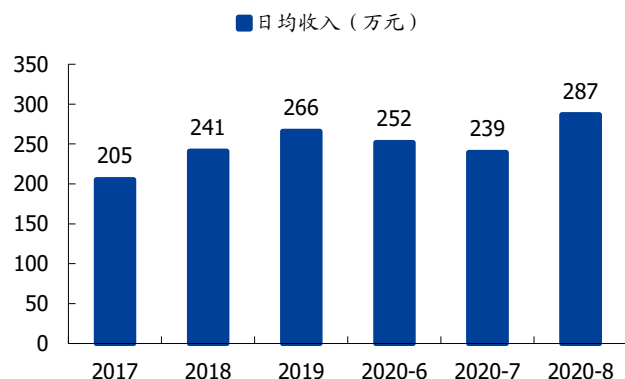


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

武荆高速, 成长型优质路产。武荆高速收购价格 27.66 亿元, 于 2010 年建成通车, 是上海至成都公路 (G42, 沪蓉高速) 的重要组成部分。2011-2017 年通行费收入由 2.44 亿元增长至 7.49 亿元, 呈逐年稳定增长态势, 经营良好, 2017 年净利率达 23%, 收益质量上乘。并入公司后收入每年保持 10%以上的增长, 2019 年营收 9.7 亿元, 占公司总通行费收入的 14%, 通行费毛利占比 16%, 毛利率达 63%。2018-2019 年净利润累计完成集团承诺中三年盈利预测的 68%, 2020 年免收高速通行费结束以来每月收入快

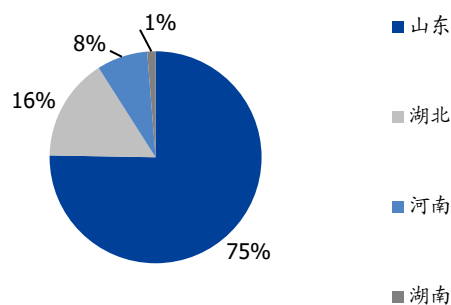
速恢复增长，从盈利性和成长性看均为优质资产。

图表 36: 武荆高速日均收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

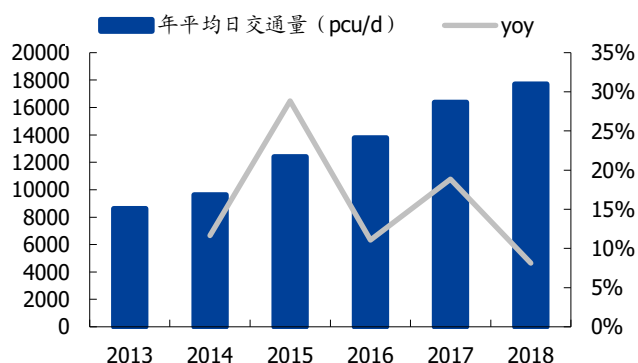
图表 37: 2019 年分地区收费路桥业务毛利占比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

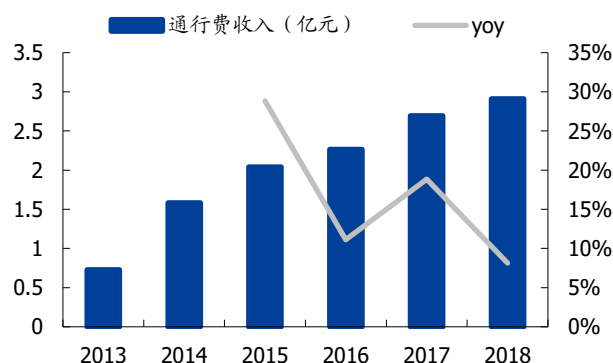
沪渝高速全长 73 公里，双向四车道，是国家高速公路网成渝地区环线的重要组成部分，2013 年建成通车。2014-2018 年通行量和通行费收入 CAGR 均为 16%，2018 年通行费收入 2.91 亿元。

图表 38: 沪渝高速日均通行量及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 沪渝高速通行费收入及增速



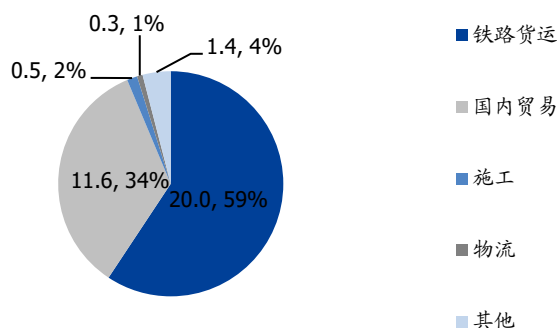
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购山东高速轨道交通集团（简称“山东轨交”），扩展大交通领域经营。山东高速集团也是山东省政府唯一的铁路投资平台，与中铁集团合作投资该省铁路，运营主体山东轨交和山东铁投分别主营铁路货运和客运。2020 年 5 月公司发布公告宣布收购集团持有的山东轨交 51% 股权，收购价格 34.87 亿元，6 月完成工商登记变更。此前 3 月份，集团向山东轨道增资 13 亿元，增资后山东轨道注册资本达到 25.5 亿元。山东轨道拥有益羊铁路管理处、岚山管理处、大莱龙铁路公司、寿平铁路公司 4 家铁路运输单位，开通运营益羊铁路、坪岚铁路、青大铁路和大莱龙铁路等多条地方铁路，总里程 553 公里。同时还拥有高速铁建装备公司、有瑞通物流公司和济南工程分公司等 4 家工程建设施工单位，形成了集铁路运输、产品制造、经贸物流、建设施工四大经营板块于一体的多元化经营格局。

经营良好，长期增厚业绩。以 2020 年 3 月 31 日为评估基准日，采用资产基础法评估得出山东轨交净资产为 68.4 亿元，增值率 99.26%，评估增值原因包括土地价格上涨、盈

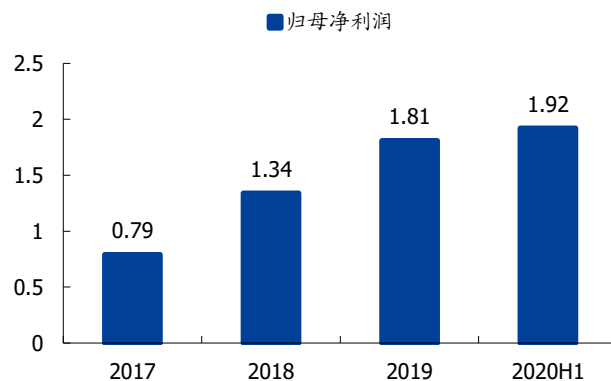
利性良好等。铁路运营无经营期限限制，盈利较稳定。2019 年营业收入 33.7 亿元，铁路货运和国内贸易（主要为高铁轨道板的销售）为主要业务，营收占比分别为 59%和 34%。2020 上半年山东轨交实现营收和归母净利润分别 20.7 和 1.9 亿元，后者同比增长 176%，主要受益于油价下跌、油品货运增多。

图表 40: 2019 年山东轨交分业务营收及占比（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 41: 2017-2020H1 山东轨交归母净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

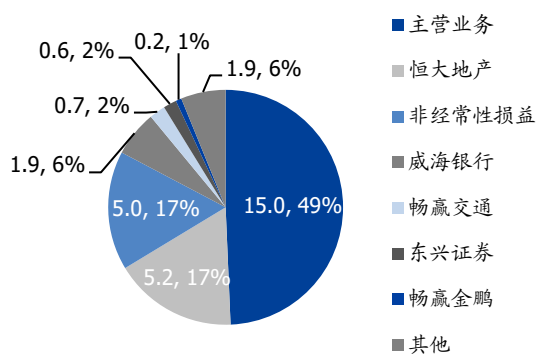
四、退出地产项目，投资增厚业绩

- 2015 年以来，全国尤其二、三线城市房地产库存整体处于高位，供过于求导致房价增速放缓。公司调整战略，积极推进去库存，加快地产项目开发和资金回收。
- 2016 年是公司《第三个五年发展规划》的开局之年，公司积极推行转型升级，实行“路桥主业+资本运作”双轮驱动的发展模式。同年公司发起设立首期 10 亿规模的畅赢基金作为公司资本运作平台，广泛寻求有前景、有效益的投资项目。

财务投资能力强，有效弥补业绩损失。公司收费公路收入以现金为主，现金流充裕，作为国有企业信用等级有保障，信用评级为 3A 级，融资成本较低，公司跟央企、地方政府合作，设计交易方案，保障收益。2016-2019 年公司投资收益分别占营业利润的 19.7%、32.4%、65.5%、38.6%，财务投资累计收益 72 亿元，有效弥补了济青高速改扩建带来的业绩损失。预计公司仍将借助良好的投资手段，来减弱疫情和京台高速改扩建的负面影响。

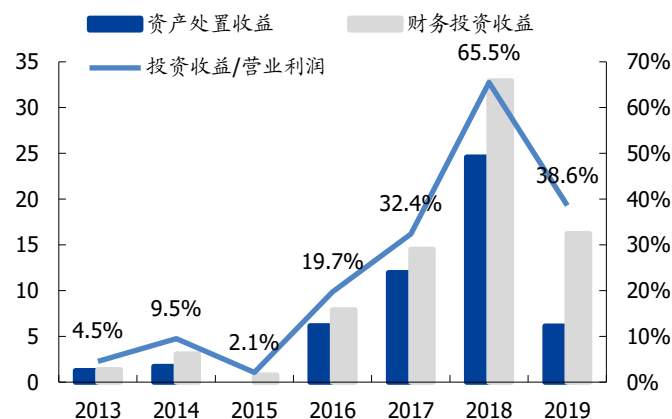
地产处置接近尾声。2016-2019 年公司资产处置收益累计 49 亿元，2019 年地产项目仅剩烟台合盛公司（夹河岛项目）一个控股房地产项目，以及济南建设和璞园置业两个参股房地产项目。公司已将烟台合盛公司 100% 股权挂牌转让，待挂牌转让完成后，公司将不存在控股房地产项目，预计 2020 年所有房地产项目处理完毕。

图表 42: 分项目归母净利润构成 (2019, 单位: 亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 投资收益显著 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 处置主要投资地产明细

时间	处置地产	股权	处置收益 (亿元)
2016	青岛华景置业	60%	6.2
	财富纵横置业	51%	
	雪野湖开发公司	41%	
2017	山东高速滨州置业	100%	11.9
	济南盛邦置业	100%	
	济南汇博置业	100%	
	火山岛置业	51%	
2018	济南璞园置业	50%	23.2
2019	济南建设	20%	6.1

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2020年6月, 公司调整基金投资方案, 以24.99亿元的退伙价格退出济南畅赢金安投资合伙企业, 收回资金用于对济南畅赢金海投资合伙企业增资, 并追加投资10.01亿元。同时同意济南畅赢金海投资合伙企业经营期限从5年延长至10年。同时公司作为有限合伙人, 对济南畅赢交通基础设施投资基金追加投资1亿元, 延长青岛畅赢金鹏股权投资合伙企业经营期至2026年12月。

图表 45: 主要股权基金投资 (2019, 单位: 百万元)

项目名称	总投资金额	拟投资金额	累计投入金额
华润信托·京东方信托 绵阳科技城产业发 展基金	5700	500	500
济南畅赢交通基础设施建设投资基金	3281	660	660
青岛畅赢金鹏股权投资合伙企业	1301	1300	1294
济南畅赢金程股权投资合伙企业	5010	5010	5010
济南畅赢金安投资合伙企业	2499	2499	1650
济南畅赢金海投资合伙企业	703	702	702
潍坊山高新旧动能转换投资合伙企业	2300	1500	1500
山东省新旧动能山高诚泰创投基金	500	200	
济南金铭投资合伙企业	600	600	570
山高畅赢慧通股权投资基金合伙企业	490	247	
山东省新旧动能山高军融产业投资基金	5000	3450	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

债券投资临近到期。公司主要债权投资将在 2-3 年内到期, 之后或原有债到期滚动发行, 或可进行新一轮的投资分配。

图表 46: 主要债权投资 (2019)

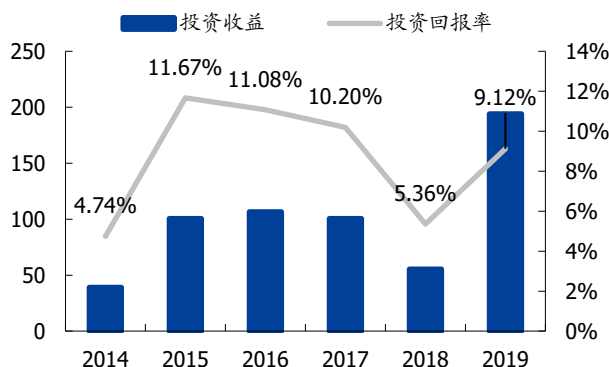
项目	期末余额 (百万元)	实际利率	到期日
京东方信托出资	500.00	8.50%	2022/12/31
潍坊山高新旧动能转换基金项目	1,500.00	15.00%	2023/12/1
上海卫石投资管理有限公司项目	223.51	10.00%	2021/4/4
海懿佰伟投资有限公司借款项目	32.00	10.00%	2021/6/28
济南畅赢金隅投资合伙企业借款项目	33.00	10.00%	2022/12/30
合计	2,288.51		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

金融投资稳健。金融投资方面主要为威海市商业银行和东兴证券, 截至 2019 年公司分别持股 13.96% 和 4.35%, 持股虽均低于 20% 但在董事会均任命有一位董事, 可施加重大影响, 作为联营企业核算。2014 年公司认购威海市商业银行 3.17 亿股, 2018 年增持 3.77 亿股, 近年除 2018 年受外部环境影响外, 投资回报率基本在 10% 左右, 2019 年收益 1.94 亿元。2016 年认购东兴证券 1.2 亿股份, 近年投资回报率稳定 2% 以上, 2019 年收益 0.5 亿元。

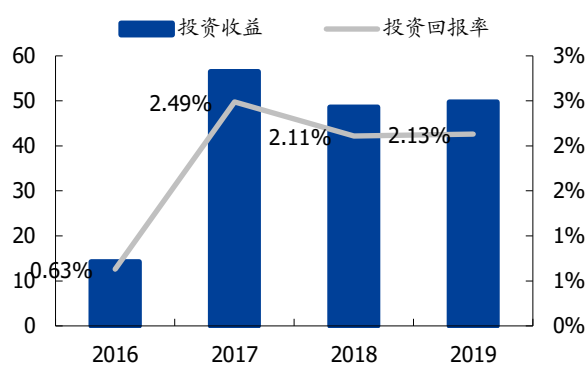
收购粤高速 A 9.68% 的股权, 增厚主业股权类投资。2020 年 7 月 3 日, 亚东亚联与山东高速签署了《股份转让协议》, 将亚东亚联所持有的粤高速股票 202,429,149 股以 6.66 元/股转让给山东高速。受让后, 公司持有粤高速 A 9.68% 股份, 成为第三大股东。公司认可粤高速 A 的未来发展前景, 通过股权投资有望协同发展。

图表 47: 威海市商业银行投资收益 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 东兴证券投资收益 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

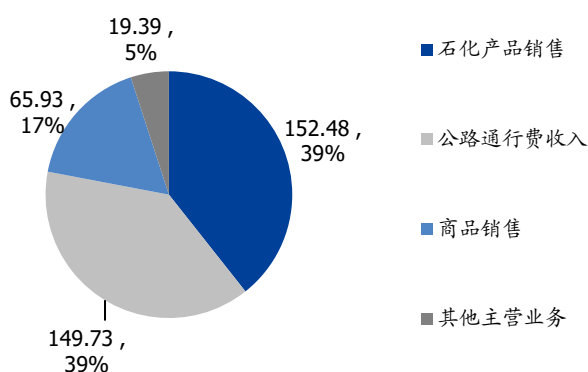
五、受益国企混改, 基本面进一步改善

5.1 集团吸收合并齐鲁交通, 加大公司资产并入空间

山东省国企改革加速进行中。今年7月13日, 集团发布公告宣布与齐鲁交通发展集团正在筹划联合重组, 8月13日宣布本次重组以吸收合并齐鲁交通的方式实施, 重组后的山东高速集团注册资本459亿元, 实际控制人仍为山东省国资委(持股70%)。

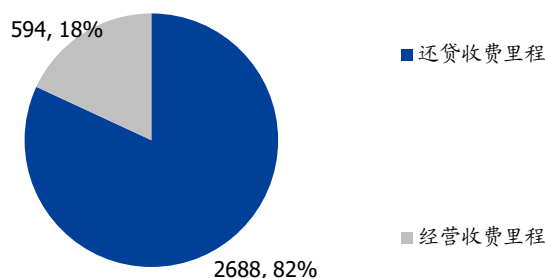
齐鲁交通集团于2015年7月挂牌成立, 为山东省另一家主要的高速公路建设、管理及运营主体。截至2020年6月总资产为2427亿元, 净资产891亿元, 省内收费公路里程3282公里(还贷性路产占比82%), 占全省52%, 在建公路1129公里。集团旗下唯一一家上市公司为齐鲁高速, 目前主要运营管理济荷高速, 收费里程154公里。

图表 49: 齐鲁交通集团营收构成 (2019, 单位: 亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 50: 齐鲁交通集团收费公路里程 (单位: 公里)



资料来源: 山东省交通运输厅, 国盛证券研究所

控股股东重组后, 对公司而言不涉及股东变更和重大资产重组事项, 但控股股东资源优化配置, 实力增强。重组后山东高速集团总资产近万亿, 运营管理路产6000多公里, 旗下有山东高速、山东路桥、中国山东高速金融集团以及齐鲁高速四家上市公司, 覆盖路桥投资、建设、运营、交通设施配套开发等, 形成投资、建设、运营一体化。借鉴山

东省其他国企混改案例，山东机场集团组建后，2019年旅客和货邮吞吐量同比分别增长13.3%、17.8%；山东港口集团组建后，2019年货物吞吐量和集装箱吞吐量同比分别增长10.9%、9.7%；山东重工与中国重汽重组后，重卡产销量跃居国内第一、全球第三，2020上半年，中国重汽利润总额同比增长51%，创历史最高水平。重组前山东高速集团资产规模已居全省企业第一和全国同业企业第一，相信重组后进一步增厚实力，顺应国企混改指导方针，优化资源调配，增强盈利水平。

集团加大资产证券化力度。2019年11月21日大众日报报道，山东高速集团有限公司党委书记、董事长邹庆忠公开承诺，2019-2021年资产证券化率分别为26%、65%、68%。对于集团大规模的固定资产，将通过资产证券化把资产变为资金，未来山东省加大投资平台资产证券化力度，公司这边仍有较大资产并入空间。

集团对公司作出与重大资产重组相关承诺，为公司发展保驾护航。如2018年潍莱高速（2011年从集团并购）受济青高速改扩建限行、限速影响，通行费收入下降。当年实际盈利15,631万元，盈利预测数为24,562万元，完成率为64%，集团根据补偿协议支付业绩承诺差额的51%，共4,554万元。此外也承诺了公司是集团未来运作及整合优质路产的唯一平台，期待未来优质路产的持续并入。

图表 51: 集团作出与重大资产重组相关的承诺

承诺类型	承诺内容	承诺时间
盈利预测及补偿	2014-2018，山东高速集团就潍莱公司盈利预测差额部分的51%对山东高速进行补偿，但因不可抗力或全国性收费公路法律、政策发生重大变化原因导致的除外。	2010
解决同业竞争	1、确定山东高速未来作为集团高速公路、桥梁优质资产的运作及整合的唯一平台。2、集团承诺如对外转让路产，山东高速在同等条件下享有优先购买权。3、如果监管机构或者山东高速认为集团拥有的其他业务与山东高速形成实质竞争，给予山东高速选择权由其依法选择公平、合理的解决方式。	2016
盈利预测及补偿	2018-2020，山东高速集团就湖北武荆高速盈利预测差额部分的60%对山东高速进行补偿，但因不可抗力或全国性收费公路法律、政策发生重大变化原因导致的除外。	2018

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.2 股权激励正当时，体现公司提高管理的决心

首次实行股权激励，绑定管理层和股东利益。2020年3月公司发布股票期权激励计划草案，6月发布正式公告，拟向激励对象授予4800万份股票期权，约占公告时公司总股本的1%，激励对象为公司董事（不含独立董事）、高级管理人员、中层管理人员以及其他骨干人员共206人。其中首次授予4320万份，已于8月10日登记完成，预留480万份，最终行权价格为3.96元/股。高速公路主要定位于公益性资产，实行股权激励在上市高速公路公司中比较少见，山东高速是第二家（第一家是招商公路）。此次股权激励将激发公司管理团队的积极性，提高公司运营效率，也体现了公司提高业绩的决心。

图表 52: 股票期权行权期安排

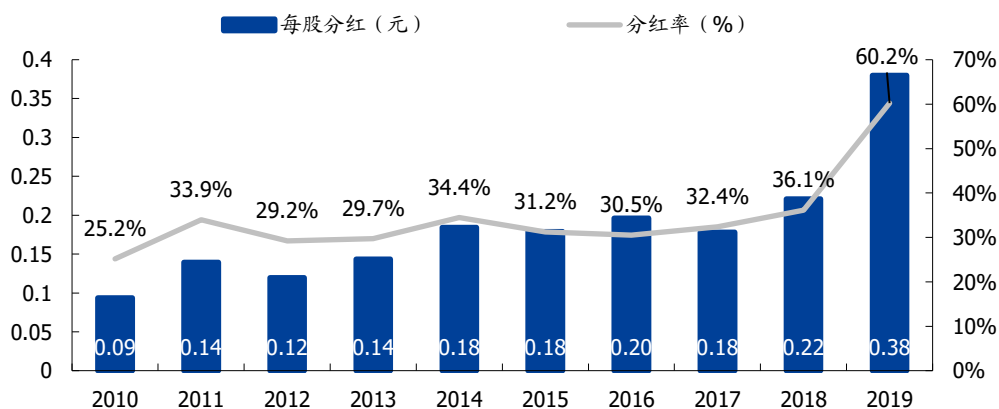
行权期	行权时间	可行权占比	业绩考核目标
一	自授予日起 24 个月后的首个交易日起至授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	40%	2021 年营业收入增长率不低于 25%，2021 年税前每股分红不低于 0.155 元，且上述指标不低于同行业平均水平。
二	自授予日起 36 个月后的首个交易日起至授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2022 年营业收入增长率不低于 30%，2022 年税前每股分红不低于 0.16 元，且上述指标不低于同行业平均水平。
三	自授予日起 48 个月后的首个交易日起至授予日起 60 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2023 年营业收入增长率不低于 35%，2023 年税前每股分红不低于 0.165 元，且上述指标不低于同行业平均水平。

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 *营收增长均以 2018 年为基数

5.3 五年股东回报超预期，重视股东利益

未来五年迎来 60% 以上分红率。2020 年 7 月公司发布“未来五年（2020-2024 年）股东回报规划”，明确在符合现金分红条件的情况下，未来五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母净利润的 60%。2019 年济青高速重新开通，公司业绩改善确定，大幅提高分红，每股派发现金红利 0.38 元（含税），分红率 60.2%，未来也将继续维持高位。股东回报规划表明公司服务股东吸引投资的倾向以及对未来拥有良好盈利环境的自信，并且 5 年的承诺也是在高速公司中承诺时间最长的，超市场预期。

图表 53: 2019 年分红大幅增加



资料来源: wind, 国盛证券研究所

分红率行业领先，长期投资价值显著。由于高速收费以现金为主，且占成本大头的折旧摊销为非现金成分，高速公司通常拥有较充裕的现金流，支持高分红的发放。对比 A 股同行业公司，2019 年公司分红率仅次于粤高速 A，也是增长最多的一家，未来更具备长期投资价值。

图表 54: 主要 A 股高速公路上市公司分红率

股票简称	2016	2017	2018	2019
山东高速	30.53%	32.36%	36.11%	60.22%
粤高速 A	64.62%	70.28%	70.25%	70.33%
宁沪高速	63.23%	61.78%	52.95%	55.18%
深高速	41.04%	45.87%	45.02%	45.38%
四川成渝	32.13%	34.42%	36.01%	31.07%
赣粤高速	34.09%	40.48%	20.00%	31.25%
中原高速	42.11%	41.83%	53.12%	10.13%
皖通高速	40.87%	34.95%	36.92%	34.76%
东莞控股	37.62%	29.30%	26.76%	29.04%
福建高速	61.32%	50.19%	56.12%	16.58%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

六、盈利预测与估值分析

6.1 分业务预测

2020 年 2 月 17 日至 5 月 6 日高速公路免收通行费，公司上半年业绩损失严重。根据全国高速路网车流量统计，今年 5-6 月流量已基本恢复至去年同期水平，公司 6、7、8 月运营数据也印证如此。考虑济青高速改扩建完成和京台高速改扩建项目，预测山东高速 2020-2022 通行费收入分别为 63.2 / 90.6 / 96.9 亿元，同比-8.5% / +43.2% / +7%。

图表 55: 分路产营收预测 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
济青高速	24.0	12.3	19.9	29.0	46.4	51.1
yoy	-11.3%	-48.8%	61.7%	45.7%	60.2%	10.2%
京台高速相关路段	19.1	19.3	17.7	10.0	9.5	9.1
yoy	-0.9%	1.2%	-8.4%	-43.5%	-4.4%	-5.0%
济莱高速	4.3	5.2	4.6	3.9	5.8	6.2
yoy	47.1%	22.2%	-13.0%	-13.4%	46.0%	8.0%
泰曲段	0.3	0.3	0.3	0.3	0.5	0.6
yoy	47.1%	4.0%	15.4%	5.5%	59.3%	15.0%
许昌-禹州高速公路	1.7	2.1	2.0	1.5	2.1	2.2
yoy	41.8%	20.2%	-4.8%	-24.7%	43.3%	5.0%
威海-乳山高速公路	1.3	1.4	1.4	1.2	1.7	1.8
yoy	7.4%	4.6%	2.9%	-13.4%	43.3%	4.0%
济南黄河二桥	4.8	5.0	5.1	3.3	4.8	5.0
yoy	9.6%	5.2%	1.2%	-36.0%	46.0%	5.0%
潍莱高速	3.0	2.7	3.0	3.1	4.5	4.7
yoy	5.3%	-10.7%	11.3%	5.5%	43.3%	4.0%
衡邵高速	2.0	2.2	2.2	1.7	2.3	2.4
yoy	1.0%	6.9%	2.3%	-24.7%	36.7%	3.0%
利津黄河公路大桥	1.2	1.2	0.7	0.4	0.5	0.5
yoy	16.0%	6.9%	-47.6%	-36.0%	26.1%	0.0%
河南济晋高速		1.1	2.7	1.5	2.2	2.4
yoy			138.1%	-43.5%	46.0%	8.0%
湖北武荆高速	7.5	8.8	9.7	7.3	10.2	10.9
yoy		17.5%	10.5%	-24.7%	39.4%	7.0%
合计	62.6	61.6	69.1	63.2	90.6	96.9
yoy	-1.2%	-1.6%	12.3%	-8.5%	43.2%	7.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收购轨道交通集团, 今年并入报表, 业务受疫情影响小, 增长稳定。房地产销售收入基本清零, 托管收入稳定增长。预测 2020-2022 年总营收分别为 109.7/141.7/153.2 亿元, 同比+47.4%/+29.2%/+8.1%。

图表 56: 总营收预测 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
通行费收入	60.8	60.2	67.3	63.2	90.6	96.9
铁路运输				31.0	34.1	37.5
装备制造				8.0	9.2	10.6
其他	13.0	8.1	7.2	7.5	7.9	8.3
总营收	73.8	68.3	74.5	109.7	141.7	153.2
yoy	14.6%	-7.5%	9.0%	47.4%	29.2%	8.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

成本端随着房地产清库存，相应成本清零。运营成本主要受路产数量和车流量影响，折旧与摊销变动受京台高速改扩建完工影响较大。另增加山东轨交相应成本和费用。预测 2020-2022 年归母净利润分别为 21.8 / 33.1 / 35.2 亿元，同比 -28.5% / +52.0% / +6.4%。

图表 57: 分项目成本预测 (单位: 亿元)

成本构成项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
运营成本	6.0	11.5	12.3	13.6	15.6	17.2
养护专项成本	3.8	5.0	6.0	6.6	6.9	7.4
折旧和摊销	12.6	13.9	15.7	21.7	24.9	28.8
房地产开发成本	8.9	3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
铁路运输成本				24.0	26.4	27.7
装备制造成本				5.0	5.8	6.6
其他	0.5	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
总成本	31.9	34.5	35.0	71.6	80.3	88.5
yoy	-21.7%	8.1%	1.4%	104.7%	12.2%	10.1%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 58: 费用预测 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税金及附加	0.8	1.0	0.7	2.2	2.8	3.1
销售费用	0.1	0.0	0.0	0.9	0.9	1.0
管理费用	3.6	4.6	3.4	5.5	7.1	7.7
研发费用		0.0	0.1	0.5	0.5	0.5
财务费用	5.3	8.7	10.9	13.4	12.8	12.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6.2 估值分析

选取山东高速可比公司宁沪高速、招商公路、深高速、粤高速 A，各公司经营模式相近，估值较稳定且接近。由于 2020 年受疫情影响净利润大幅下降，因此对 2021 年进行估值，可比公司 2021 年平均 PE 为 9 倍，考虑山东高速核心路产改扩建收益增长确定以及资产并入的成长空间，给予山东高速 2021 年目标价 7.59 元，对应 11 倍估值，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 59: 山东高速相对估值法

股票代码	公司简称	股 价 (元)	EPS					PE				
			18A	19A	20E	21E	22E	18A	19A	20E	21E	22E
001965.SZ	招商公路	6.72	0.63	0.7	0.37	0.79	0.88	11	10	18	9	8
600377.SH	宁沪高速	9.49	0.87	0.83	0.53	0.91	0.97	11	11	18	10	10
600548.SH	深高速	8.75	1.58	1.15	0.69	1.12	1.19	6	8	13	8	7
000429.SZ	粤高速 A	6.81	0.8	0.6	0.34	0.71	0.64	9	11	20	10	11
平均								9	10	17	9	9
600350.SH	山东高速	5.82	0.61	0.63	0.45	0.69	0.73	10	9	13	8	8

资料来源: wind, 国盛证券研究所 *截至 2020/10/09

风险提示

疫情反复风险。当前国内疫情已经控制稳定，高速公路车流量持续恢复，但国外疫情依旧没有完全控制，国内仍然有疫情渗入风险。

替代交通分流风险。传统高速公路行业市场规模增长空间有限，具有替代效应的铁路开通，可能降低公司市场份额及收入增长速度。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com