

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

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 23 年归母净利润同比+8.5%，分红续创新高

2024 年 04 月 19 日

事件: 公司发布 2023 年报, 2023 年实现归母净利润 32.97 亿元, 同比增长 8.5%; 扣非归母净利润 29.31 亿元, 同比增长 18.2%。

点评:

### ➢ 大交通业务贡献突出, 23 年业绩增长稳健

1) 收入端, 23 年营收 265.46 亿元, 同比增长 18.6%。其中, 控股路产(含齐鲁高速)通行费收入 102.47 亿元, 同比增长 10.2%(济菏高速通行费收入因路段改扩建影响同比下降 47.0%至 11.23 亿元)。

2) 利润端, 23 年归母净利润 32.97 亿元, 同比增长 8.5%。分拆结构看, 除既有路产及资本运营业务(23 年投资收益 13.71 亿元)外, 轨交集团净利润 4.47 亿元(股比 51%, 测算贡献归母净利润 2.28 亿元), 齐鲁高速净利润 5.34 亿元(股比 38.925%, 测算贡献归母净利润 2.08 亿元), 山高信息集团净利润 3.13 亿元(股比 65%, 测算贡献归母净利润 2.04 亿元)。

### ➢ 核心路产改扩建逐步接近尾声, 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; 齐济段改扩建截止 23 年末路基工程累计完成 44%; 路面工程累计完成 10%; 桥涵工程累计完成 45.8%。济菏高速方面, 改扩建工程截止 23 年末路基工程累计完成 78.15%; 路面工程累计完成 45.4%; 桥涵工程累计完成 70.94%; 交安工程累计完成 50.97%, 根据交通部预计 24 年底前完工。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。

### ➢ 聚焦大交通主业, 经营风险大幅收窄

公司从 2016 年起战略收缩房地产业务, 通过委托管理去化存量房产、在手项目转让、股权处置等多种方式持续剥离地产板块。2022 年, 公司挂牌转让烟台合盛 100% 股权实现处置投资收益 5.38 亿元, 完成对全部地产股权投资的剥离。此外, 公司于 24 年 3 月公告收到仲裁裁决书, 贸仲裁决人才安居集团支付此前恒大集团股权转让款本金人民币 20 亿元并支付股权转让款利息、逾期付款违约金、本案仲裁费及申请人因本案发生的其他相关费用, 仲裁事项落地带来经营风险大幅收窄。

### ➢ 现金分红回报可观, 带来绝对收益配置价值

公司利润分配预案公告 23 年度拟现金分红 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 36.36 亿元、41.03 亿元、43.43 亿元，对应 PE 分别 12 倍、11 倍、10 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，此外经营风险大幅收窄带来相对稳健的投资收益。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；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 | 28,550 | 31,199 | 33,611 |
| 增长率 YoY %         | 38.1%  | 18.6%  | 7.5%   | 9.3%   | 7.7%   |
| 归属母公司净利润<br>(百万元) | 3,040  | 3,297  | 3,636  | 4,103  | 4,343  |
| 增长率 YoY%          | -0.4%  | 8.5%   | 10.3%  | 12.8%  | 5.9%   |
| 毛利率%              | 33.0%  | 30.4%  | 31.1%  | 31.6%  | 31.9%  |
| 净资产收益率ROE%        | 7.4%   | 7.9%   | 8.4%   | 9.1%   | 9.2%   |
| EPS(摊薄)(元)        | 0.63   | 0.68   | 0.75   | 0.85   | 0.90   |
| 市盈率 P/E(倍)        | 14.36  | 13.24  | 12.01  | 10.64  | 10.05  |
| 市净率 P/B(倍)        | 1.06   | 1.05   | 1.00   | 0.97   | 0.93   |

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 18 日收盘价

| 资产负债表          |         |         |         |         |         |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 单位:百万元         |         |         |         |         |         |
| 会计年度           | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
| <b>流动资产</b>    | 23,062  | 24,313  | 29,743  | 35,544  | 40,765  |
| 货币资金           | 5,341   | 4,438   | 9,069   | 13,792  | 18,033  |
| 应收票据           | 750     | 972     | 1,045   | 1,142   | 1,230   |
| 应收账款           | 2,920   | 3,080   | 3,263   | 3,490   | 3,700   |
| 预付账款           | 445     | 377     | 401     | 435     | 467     |
| 存货             | 1,041   | 927     | 987     | 1,070   | 1,148   |
| 其他             | 12,564  | 14,520  | 14,978  | 15,615  | 16,186  |
| <b>非流动资产</b>   | 121,099 | 127,407 | 131,336 | 134,722 | 138,141 |
| 长期股权投资         | 14,963  | 15,521  | 16,021  | 16,521  | 17,021  |
| 固定资产(合计)       | 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  | 28,422  | 30,257  | 32,277  |
| <b>资产总计</b>    | 144,161 | 151,720 | 161,079 | 170,266 | 178,906 |
| <b>流动负债</b>    | 28,036  | 32,099  | 35,158  | 38,734  | 42,204  |
| 短期借款           | 844     | 2,343   | 3,843   | 5,343   | 6,843   |
| 应付票据           | 570     | 1,105   | 1,176   | 1,276   | 1,369   |
| 应付账款           | 12,988  | 13,659  | 14,544  | 15,770  | 16,927  |
| 其他             | 13,635  | 14,993  | 15,595  | 16,347  | 17,066  |
| <b>非流动负债</b>   | 60,923  | 64,680  | 68,230  | 71,080  | 73,330  |
| 长期借款           | 52,174  | 54,027  | 55,527  | 56,827  | 58,027  |
| 其他             | 8,749   | 10,653  | 12,703  | 14,253  | 15,303  |
| <b>负债合计</b>    | 88,959  | 96,778  | 103,387 | 109,814 | 115,534 |
| 少数股东权益         | 13,947  | 13,237  | 14,185  | 15,255  | 16,388  |
| 归属母公司股东权益      | 41,255  | 41,705  | 43,506  | 45,197  | 46,985  |
| <b>负债和股东权益</b> | 144,161 | 151,720 | 161,079 | 170,266 | 178,906 |

| 重要财务指标     |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元     |        |        |        |        |        |
| 会计年度       | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| 营业总收入      | 22,379 | 26,546 | 28,550 | 31,199 | 33,611 |
| 同比(%)      | 38.1%  | 18.6%  | 7.5%   | 9.3%   | 7.7%   |
| 归属母公司净利润   | 3,040  | 3,297  | 3,636  | 4,103  | 4,343  |
| 同比(%)      | -0.4%  | 8.5%   | 10.3%  | 12.8%  | 5.9%   |
| 毛利率(%)     | 33.0%  | 30.4%  | 31.1%  | 31.6%  | 31.9%  |
| ROE%       | 7.4%   | 7.9%   | 8.4%   | 9.1%   | 9.2%   |
| EPS(摊薄)(元) | 0.63   | 0.68   | 0.75   | 0.85   | 0.90   |
| P/E        | 14.36  | 13.24  | 12.01  | 10.64  | 10.05  |
| P/B        | 1.06   | 1.05   | 1.00   | 0.97   | 0.93   |
| EV/EBITDA  | 9.04   | 8.40   | 9.81   | 8.61   | 8.11   |

| 利润表             |        |        |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元          |        |        |        |        |        |
| 会计年度            | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>营业总收入</b>    | 22,379 | 26,546 | 28,550 | 31,199 | 33,611 |
| 营业成本            | 14,990 | 18,480 | 19,678 | 21,336 | 22,902 |
| 营业税金及附加         | 119    | 138    | 148    | 156    | 158    |
| 销售费用            | 62     | 87     | 94     | 102    | 110    |
| 管理费用            | 968    | 1,052  | 1,370  | 1,498  | 1,613  |
| 研发费用            | 416    | 484    | 521    | 569    | 613    |
| 财务费用            | 1,876  | 1,901  | 1,863  | 2,383  | 2,516  |
| 减值损失合计          | -227   | -352   | -350   | -50    | -50    |
| 投资净收益           | 1,745  | 1,371  | 1,330  | 1,502  | 1,261  |
| 其他              | 230    | 7      | 97     | 112    | 204    |
| <b>营业利润</b>     | 5,696  | 5,430  | 5,954  | 6,719  | 7,113  |
| 营业外收支           | -398   | -30    | 0      | 0      | 0      |
| <b>利润总额</b>     | 5,298  | 5,400  | 5,954  | 6,719  | 7,113  |
| 所得税             | 1,167  | 1,243  | 1,370  | 1,546  | 1,637  |
| <b>净利润</b>      | 4,131  | 4,157  | 4,584  | 5,173  | 5,476  |
| 少数股东损益          | 1,091  | 860    | 948    | 1,070  | 1,133  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 3,040  | 3,297  | 3,636  | 4,103  | 4,343  |
| EBITDA          | 8,843  | 11,175 | 10,643 | 12,070 | 12,765 |
| EPS(当年)(元)      | 0.54   | 0.57   | 0.75   | 0.85   | 0.90   |

| 现金流量表          |        |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 5,223  | 6,010  | 9,469  | 10,132 | 10,980 |
| 净利润            | 4,131  | 4,157  | 4,584  | 5,173  | 5,476  |
| 折旧摊销           | 3,379  | 3,875  | 2,826  | 2,968  | 3,136  |
| 财务费用           | 2,288  | 2,359  | 2,184  | 2,349  | 2,494  |
| 投资损失           | -1,745 | -1,371 | -1,330 | -1,502 | -1,261 |
| 营运资金变动         | -3,140 | -3,615 | 811    | 1,018  | 1,020  |
| 其它             | 310    | 605    | 395    | 125    | 115    |
| <b>投资活动现金流</b> | -8,572 | -9,195 | -5,520 | -4,948 | -5,389 |
| 资本支出           | -6,455 | -7,132 | -4,945 | -4,945 | -4,945 |
| 长期投资           | -2,681 | -2,733 | -1,900 | -1,500 | -1,700 |
| 其他             | 564    | 670    | 1,325  | 1,497  | 1,256  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 3,773  | 2,334  | 685    | -460   | -1,350 |
| 吸收投资           | 5,846  | 5,539  | 0      | 0      | 0      |
| 借款             | 23,828 | 30,577 | 3,000  | 2,800  | 2,700  |
| 支付利息或股息        | -5,174 | -5,045 | -4,365 | -4,810 | -5,100 |
| <b>现金流净增加额</b> | 420    | -854   | 4,632  | 4,723  | 4,241  |

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

## 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）；<br><br>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。