

山东高速(600350)

报告日期：2021 年 11 月 7 日

拟 10.8 倍 PE 投资污水处理公司，至少增厚公司 22 年利润 1.53 亿元 ——山东高速点评

✎：匡培钦 执业证书编号：S1230520070003
☎：021-80106013
✉：kuangpeiqin@stocke.com.cn

报告导读

山东高速拟以 6 亿元受让毅康科技部分原股东股权，同时增资 15 亿元，从而投资毅康科技 51% 股权。测算本次交易价格对应 2022 年 PE 估值 10.84 倍，将增厚山东高速 2022 年归母净利润 1.53 亿元。我们认为，毅康科技主营污水处理项目，同样属于特许经营业务，与公司路产主业具备协同性，依然看好公司攻守兼备特性，维持“买入”评级。

投资要点

□ 总对价 21 亿元投资毅康科技 51% 股权，交易 PE 估值约 10.84 倍

公司拟以 6 亿元受让毅康科技部分原股东 22.92% 股权，受让完成后增资 15 亿元投资毅康科技 51% 股权，成为控股股东。毅康科技主要从事城乡供水、污水处理、中水回用、水环境生态修复、黑臭水体治理、污泥资源化利用、固废危废处理等领域的投资运营，承诺 2021-2025 年净利润分别 3.4 亿元、3.8 亿元、4.1 亿元、4.4 亿元、4.9 亿元。本次并购交易对价 40% 采用自有资金，60% 采用银行贷款，贷款成本 4.35%，公告预计贷款期限 7 年情况下项目内含报酬率 10.27%，我们测算本次交易价格对应 2022 年承诺净利润 PE 估值约 10.84 倍。

□ 切入污水处理环保业务，增厚业绩的同时具备模式及管理协同性

一方面，本次收购项目并表后，根据业绩承诺，我们测算在考虑项目利息费用的情况下将增厚山东高速 2022、2023 年归母净利润 1.53 亿元、1.68 亿元，有望提升公司业绩。另一方面，毅康公司主营污水处理的环保类业务，在建 PPP 项目转入运营阶段后现金流稳健，与路产主业盈利模式极为类似，且同为需要具备特许经营资质的业务，因此两者在业务模式及管理思路等方面具备协同性。

□ 路产成长性驱动强劲，经营风险大幅收窄

公司济青高速改扩建后通行费增量稳步兑现，同时京台高速改扩建有望 2022 年底前全线通车，同时收购齐鲁高速预计年内并表后增厚归母净利润 3 亿元，改扩建逻辑强化及优质路产收购将带来利润中枢的大幅上移。此外公司自 2017 年起逐步置出房地产业务，同时已于 2020 年 11 月将原持有恒大地产 50 亿元股权剥离，经营风险大幅收窄。

□ 60% 高分红比例承诺托底绝对收益

公司此前发布 2020-2024 年股东回报规划，承诺每年现金分红比例不低于 60%。根据我们的盈利预测，公司 2021-2023 年 EPS 分别 0.65 元、0.75 元、0.84 元，对应当前股价股息率分别 7.7%、8.9%、10.0%，具有绝对收益防守性托底。

□ 盈利预测及估值

由于本次交易尚需通过反垄断经营者集中审查、股权过户、工商变更等手续，存在一定程度不确定性，我们暂不考虑本次投资事项，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 31.07 亿元、36.01 亿元、40.28 亿元，对应当前股价 PE 分别为 7.81 倍、6.73 倍、6.02 倍。切入污水处理环保业务与公司既有业务具备模式及管理协同性，同时公司改扩建成长逻辑正处于强化上升期，叠加高股息攻守兼备，同时估值偏低，维持“买入”评级。

评级

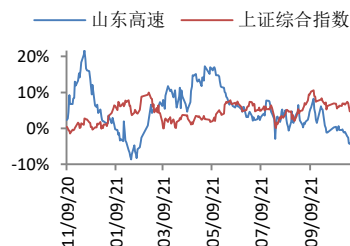
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥ 5.04

单季度业绩

元/股

3Q/2021 0.15
2Q/2021 0.15
1Q/2021 0.12
4Q/2020 0.15



公司简介

公司是山东省国资委旗下高速公路运营平台，自有路桥里程 1317 公里

相关报告

- 1 《山东高速 2021 年三季报点评：可比口径 21Q3 盈利同比微降 2.4%，看好改扩建逻辑强化兑现》2021.10.31
- 2 《山东高速（600350）点评：收购齐鲁高速股份 39% 股权，增厚业绩夯实主业优势》2021.10.13
- 3 《山东高速 2021 年半年报点评：21H1 归母净利 13.34 亿元，看好改扩建逻辑强化下攻守兼备特性》2021.08.24
- 4 《山东高速（600350）点评：拟受让齐鲁高速 39% 股权，有望提升运营协同效应》2021.05.13

报告撰写人：匡培钦

- 风险提示：收购进度不及预期；车流增长不及预期；免费通行补偿措施不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11365	13425	16059	17742
(+/-)	52.66%	18.13%	19.62%	10.48%
归母净利润	2039	3107	3601	4028
(+/-)	-30.11%	52.37%	15.89%	11.88%
每股收益(元)	0.42	0.65	0.75	0.84
P/E	11.89	7.81	6.73	6.02

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	12847	12194	18435	24802
现金	2261	1560	5440	11956
交易性金融资产	38	13	17	22
应收账款	598	277	436	594
其它应收款	4175	5998	7408	7543
预付账款	147	97	122	109
存货	1390	1473	1431	1452
其他	4238	2777	3580	3126
非流动资产	80070	83877	83724	83861
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	12933	12933	12933	12933
固定资产	9268	17749	21320	22756
无形资产	42656	41409	40162	38916
在建工程	8481	2880	1489	893
其他	6733	8905	7820	8363
资产总计	92917	96071	102159	108663
流动负债	18379	13947	13268	13693
短期借款	2861	0	0	0
应付款项	4944	4652	4736	4750
预收账款	69	82	98	108
其他	10505	9213	8435	8835
非流动负债	38244	44487	49613	53781
长期借款	34978	41978	46978	50978
其他	3266	2509	2635	2803
负债合计	56623	58434	62881	67474
少数股东权益	4844	4944	5144	5444
归属母公司股东权	31451	32693	34134	35745
负债和股东权益	92917	96071	102159	108663
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4309	1181	6795	8354
净利润	2139	3207	3801	4328
折旧摊销	2349	2367	2639	2788
财务费用	1609	1682	2157	2107
投资损失	(1472)	(1215)	(1059)	(974)
营运资金变动	701	(2608)	(1867)	668
其它	(1017)	(2252)	1125	(563)
投资活动现金流	(4652)	(2776)	(2582)	(1328)
资本支出	(9787)	(4000)	(3570)	(2380)
长期投资	(2170)	(3)	1	(1)
其他	7306	1227	987	1053
筹资活动现金流	763	894	(334)	(511)
短期借款	2356	(2861)	0	0
长期借款	2838	7000	5000	4000
其他	(4431)	(3245)	(5334)	(4511)
现金净增加额	420	(701)	3880	6516

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11365	13425	16059	17742
营业成本	7560	7782	8861	9657
营业税金及附加	79	94	112	124
营业费用	11	13	15	17
管理费用	537	715	781	882
研发费用	68	80	96	106
财务费用	1609	1682	2157	2107
资产减值损失	(70)	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	1472	1215	1059	974
其他经营收益	64	0	0	0
营业利润	2930	4275	5097	5825
营业外收支	55	83	88	91
利润总额	2985	4358	5185	5915
所得税	845	1151	1384	1587
净利润	2139	3207	3801	4328
少数股东损益	100	100	200	300
归属母公司净利润	2039	3107	3601	4028
EBITDA	6750	8405	9979	10808
EPS (最新摊薄)	0.42	0.65	0.75	0.84
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	52.66%	18.13%	19.62%	10.48%
营业利润	-28.10%	45.91%	19.23%	14.27%
归属母公司净利润	-30.11%	52.37%	15.89%	11.88%
获利能力				
毛利率	33.48%	42.04%	44.82%	45.57%
净利率	18.82%	23.89%	23.67%	24.40%
ROE	5.77%	8.40%	9.36%	10.01%
ROIC	4.29%	5.47%	6.22%	6.37%
偿债能力				
资产负债率	60.94%	60.82%	61.55%	62.09%
净负债比率	73.35%	78.68%	79.48%	80.00%
流动比率	0.70	0.87	1.39	1.81
速动比率	0.62	0.77	1.28	1.71
营运能力				
总资产周转率	0.13	0.14	0.16	0.17
应收帐款周转率	43.21	36.65	58.67	43.19
应付帐款周转率	1.66	1.69	1.93	2.10
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.65	0.75	0.84
每股经营现金	0.90	0.25	1.41	1.74
每股净资产	6.54	6.80	7.09	7.43
估值比率				
P/E	11.89	7.81	6.73	6.02
P/B	0.77	0.74	0.71	0.68
EV/EBITDA	11.01	8.82	7.46	6.68

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者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。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn