

投资评级：买入（调高评级）

当前价格(元): 6.90
目标价格(元): 9.23

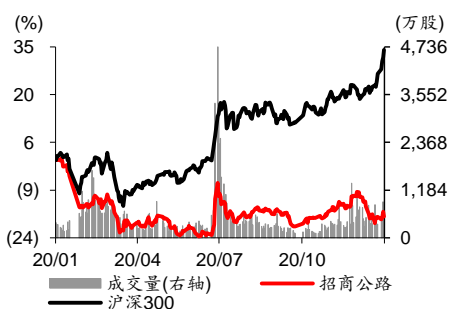
沈晓峰 SAC No. S0570516110001
研究员 SFC No. BCG366
021-28972088
shenxiaofeng@htsc.com

林霞颖 SAC No. S0570518090003
研究员 SFC No. BIX840
0755-82492284
linxiaying@htsc.com

相关研究

- 1《招商公路(001965 SZ,增持): 3Q 业绩亮眼, 路桥主业驱动增长》2020.10
- 2《招商公路(001965 SZ,增持): 政策冲击已出清, REITs 为 2H 看点》2020.08
- 3《招商公路(001965 SZ,增持): 公路重启收费, REITs 或助力发展》2020.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公路景气上行, 龙头率先受益

招商公路(001965)

公路行业迎来盈利拐点, 龙头企业有望率先受益

高速公路行业的车流量/收入/净利已在 3Q20 恢复增长, 伴随制造业周期回升, 运输景气度处于上行阶段。SW 高速公路指数仅为 2020 年初的九成左右, 高景气度有望驱动板块估值修复。招商公路作为龙头企业, 内生增长与外延收购并举, 其成长属性高于行业水平。在长期赛道, 我们持续看好公司路桥里程增长与后端产业链发展前景。基础设施公募 REITs 渐行渐近, 市场对收费公路的关注度有望提高。我们预计公司 2020/21/22 年 EPS (最新摊薄) 为 0.42/0.86/0.96 元, 目标价 9.23 元, 上调至“买入”评级。

行业景气度持续提升, 估值处于历史较低分位

A 股高速公路企业在 2020 年 7-9 月的收入和净利润同比增长 21% 和 34%, 代表盈利拐点确立。领先指标 (汽车保有量) 和同步指标 (公路车流量) 显示, 行业景气度处于上行阶段。高景气度或延续到 2021 年, 基于: 1) 疫苗促进经济复苏、制造业补库存、外需订单回流, 共同提升运输需求; 2) 私家车自驾偏好改变、撤站工程提升货车效率, 运输结构发生优化; 3) 2020 年阶段性免费导致业绩低基数。公路行业 2021E 估值处于较低分位, 伴随基本面上行、市场估值窗口切换至 2021E, 板块有望从低配回升到标配。

公司内生外延并举, 成长属性高于行业

招商公路是中国收费公路运营里程最长、覆盖区域最广的龙头企业。相较于同行, 公司的独特性在于: 1) 投资平台属性强; 2) 路网遍布全国; 3) 拥有完整公路产业链。公司的成长属性高于行业, 因为: 1) 主控路产位置优越, 内生增速较高; 2) 积极收购路产, 实现规模扩张; 3) 在行业低谷/高峰对存量资产做增持/减持调整, 获取投资回报。在运营管理方面, 中高层骨干员工享有股权激励, 行权条件与业绩挂钩, 利益诉求与股东一致。

培育产业链的科技亮点, 公募 REITs 扬帆起航

公司通过招商交科院开展产业链前端的交通科技和后端的智慧交通业务, 借助“交通强国”机遇, 未来有望培育科技新亮点。基础设施公募 REITs 试点扬帆起航, 公司有望从中受益, 基于: 1) 打通“融投管退”周期中的退出环节, 提升投资回报率与资金周转效率, 在退出当年有望确认资产处置收益; 2) 优秀的投资能力有望获得估值溢价; 3) 商业模式或从重资产部分转向轻资产, 投资的现金压力减小, 长期看分红率亦有望提升。

行业景气上行, 公司成长性突出, 上调至“买入”评级

我们预计公司 2020/21/22 年归母净利润为 26.2/53.2/59.6 亿元 (前次 24.8/50.9/55.8 亿元), 预计股息率达到 2.5%/5.0%/5.6% (假设分红率维持 40%)。在经历 2020 年的疫情影响以及公路免费政策的冲击之后, 高速公路行业的基本面已回到或超过疫情前的水平。据分部估值法, 我们调整目标价至 9.23 元 (前次 8.59 元)。上调至“买入”评级。

风险提示: 经济增速放缓、路网格局变化、政府降低物流成本。

公司基本资料

总股本 (百万股)	6,178
流通 A 股 (百万股)	1,933
52 周内股价区间 (元)	6.64-8.74
总市值 (百万元)	42,630
总资产 (百万元)	94,160
每股净资产 (元)	8.32

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,759	8,185	7,182	9,078	9,561
+/-%	26.56	21.09	(12.26)	26.40	5.32
归属母公司净利润 (百万元)	3,910	4,327	2,623	5,315	5,960
+/-%	16.09	10.65	(39.38)	102.67	12.12
EPS (元, 最新摊薄)	0.63	0.70	0.42	0.86	0.96
PE (倍)	10.90	9.85	16.25	8.02	7.15

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

高速公路行业迎来盈利拐点，龙头有望率先受益.....	3
行业净利润恢复增长，景气度持续提升.....	3
运输总需求复苏与结构优化产生共振.....	4
估值处于历史较低分位，政府补偿可期.....	5
公司为行业龙头，内生外延并举，成长属性高于行业.....	6
公司背景：高速公路龙头，路产遍布全国.....	6
财务分析：收费公路为利润核心，项目分布较为分散.....	7
盈利模式：内生外延并举，过往投资彰显扩张实力.....	8
管理运营：员工享有股权激励，行权条件与业绩挂钩.....	12
经营现金流充沛，规模扩张占用资金，分红率适中.....	13
拥有完整公路产业链，培育潜在科技新亮点.....	16
公募 REITs 时代启动，机遇与挑战并存.....	17
盈利预测与估值.....	18
关键假设.....	18
盈利预测.....	18
估值分析.....	19
PE/PB - Bands.....	20
风险提示.....	20

高速公路行业迎来盈利拐点，龙头有望率先受益

中国高速公路行业迎来盈利拐点。A股高速公路板块的车流量、通行费收入、净利润在3Q20恢复同比增长。景气上行趋势有望延续到4Q20，全国公路货运量在10-11月同比增长8.6%（7-9月：5.2%）。华泰宏观组预测2021年中国实际/名义GDP增速达到9.5%/11.8%。考虑到高速公路车流量与GDP增速正相关，我们预计高速公路行业2021年净利润内生增速也较高。背后逻辑是基于：疫苗量产促进经济复苏、全球产成品库补库存、中国承接外需订单回流；2020年高速公路实施阶段性免费导致业绩低基数。

基本面上行有望驱动板块估值修复。尽管公路行业单季盈利已恢复同比增长，但SW高速公路指数在2020年末较年初仍下降约9%，大幅跑输沪深300指数。伴随基本面上行以及市场估值窗口从2020E切换至2021E，我们认为高速公路板块有望从低配回升至标配。招商公路作为行业龙头，凭借优质资产的盈利回升，有望受益于板块修复的Beta行情。

行业净利润恢复增长，景气度持续提升

自高速公路恢复收费以来，全国车流量已实现同比增长。从5月6日到11月25日，全国高速公路日均车流量同比增长7.64%。分阶段来看：

(1) 公路免费通行时期（2月至5月5日），高速公路车流量从2月中旬最低的同比下降约70%快速恢复到了4月下旬的同比增长约40%；

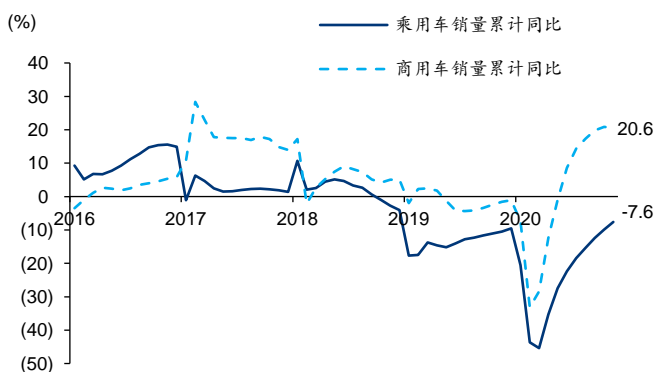
(2) 公路恢复收费初期（5月6日至7月），高速公路车流量在5月同比降低2.7%，在6-7月亦同比降低2.6%；

(3) 公路恢复常态增长（8月至今），我们测算8-10月高速公路车流量同比增长约13%（数据来源：1）2月17日至5月5日车流量取自交通部发布的日频数据（仅发布到6月5日）；2）5月车流量取自交通部发布的日频数据；3）6-7月车流量取自交通部8月27日新闻会；4）8-10月车流量使用交通部10月28日新闻会与8月27日新闻会测算；5）5月6日至11月25日车流量取自交通部11月27日新闻会）。

高速公路行业在第三季度已出现盈利拐点。在第三季度，受益于经济生产恢复与出行限制解除，高速公路行业的营业收入、归母净利润同比增长21%、34%。而在上半年，受公路免费通行政策的拖累，高速公路行业的营业收入、归母净利润则同比下降30%、96%。

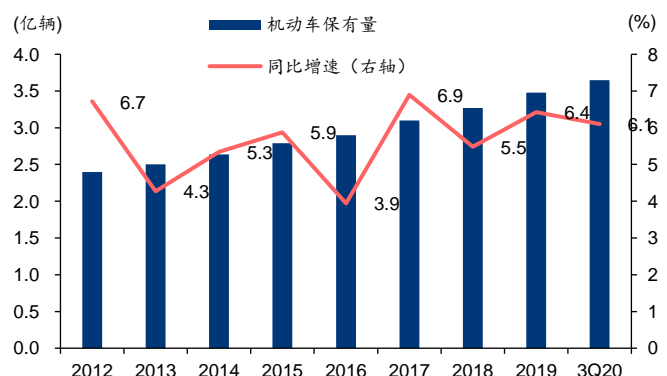
我们判断高速公路行业的高景气度仍将持续，基本面向好有望驱动板块修复。汽车保有量是高速公路车流量的先行指标，汽车销量则是汽车保有量的领先指标。2020年1-11月，我国乘用车销量同比降低7.6%、商用车销量同比增长20.6%；截至第三季度，我国机动车保有量仍同比增长6.1%，反映出良好的用路需求预期。华泰宏观在《全球制造业周期加速回暖》（2020/12/13）预判，疫苗提前量产，有望加速制造业周期回升，拉动补库存需求和设备投资。考虑到高速公路车流量与工业生产息息相关，我们判断公路行业的高景气度在2021年上半年仍将持续，盈利增长逻辑有望驱动板块修复。

图表1：全国乘用车和商用车销量增速（2016年-2020年11月）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表2：全国机动车保有量（2012年-2020年第三季度）

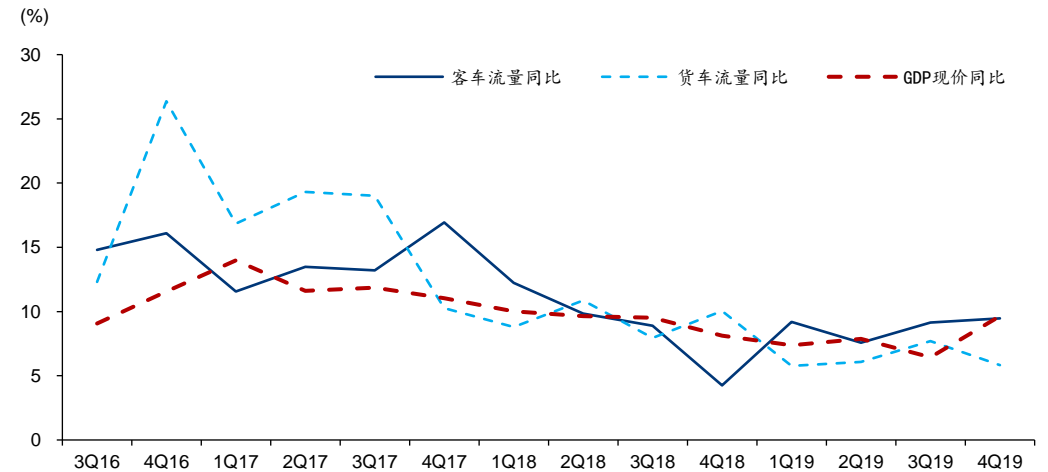


资料来源：Wind、华泰证券研究所

运输总需求复苏与结构优化产生共振

招商公路投资运营的路产遍布全国，其车流量增速与GDP增速紧密相关，总需求复苏有望提振车流量。在3Q16至4Q19，我们测算全国高速公路客车流量同比增速与GDP现价同比增速的相关系数为0.59，货车流量增速与GDP增速的相关系数为0.71。疫苗提前量产，有望加速制造业周期回升，拉动补库存需求和设备投资。华泰宏观在《2021宏观展望：经济再通胀；政策温和退出预测》(2020/11/16)预测，1Q21、2Q21、3Q21、4Q21的实际GDP同比增速为19.0%、8.8%、7.6%、5.9%，名义GDP同比增速为19.6%、11.3%、10.0%、8.6%；预测2021年实际GDP、名义GDP同比增速为9.5%、11.8%。

图表3：高速公路车流量 vs GDP 现价同比增速

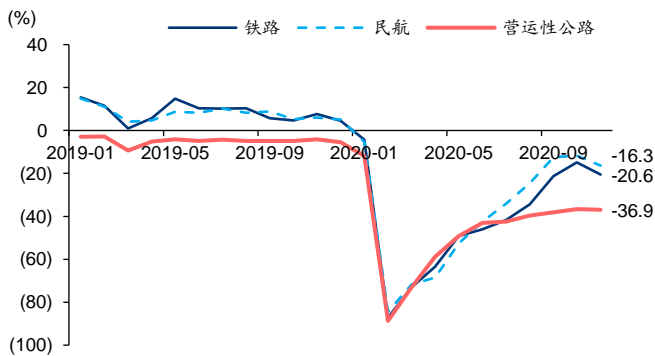


注：2020年起，交通部未披露月度的客车和货车流量数据

资料来源：交通运输部、Wind、华泰证券研究所

私家车自驾偏好在疫情期间的改变或将延续，长期提振高速公路车流量。为避免与拥挤人群接触，疫情期间私家车使用率攀升，并且抢夺公交和地铁的通勤需求以及短途高铁的差旅需求。我们认为疫情对居民出行习惯的影响，在长达一年的抗疫过程中可能演化为长期偏好，并且推动私家车使用率持续超过疫情前水平，提振高速公路行业的长期车流量。截至11月，在跨城交通方面，以城际巴士和旅游客车为主的公路营运性客运量恢复到去年同期的63.1%；在市内交通方面，公共汽车、轨道交通、出租车的客运量恢复到去年同期的75.5%、93.9%、84.9%。与之相较，以私家车为主（7座及以下客车流量占2019年总车流量的74%）的高速公路车流量已恢复正增长。

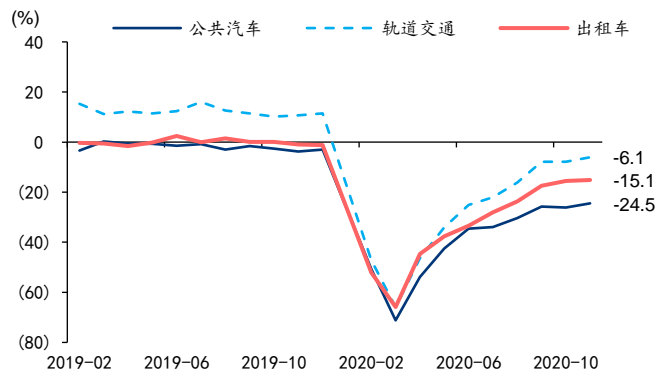
图表4：跨城交通：营运性公路/铁路/民航客运量同比增速



注：营运性公路客运主要指的是班线巴士和旅游包车

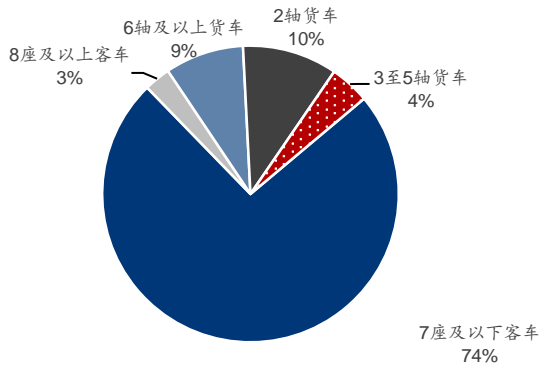
资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

图表5：市内交通：公共汽车/轨道交通/出租车客运量同比增速



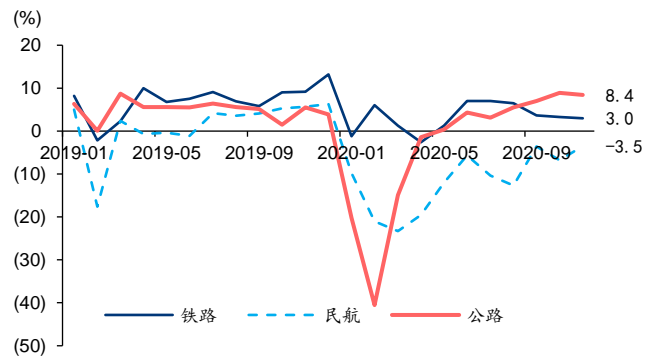
资料来源：交通运输部、华泰证券研究所

图表6: 高速公路车流量分车型占比 (2019年)



资料来源: 交通运输部、华泰证券研究所

图表7: 公路、铁路、民航货运量同比增速



注: 高速公路/普通道路货运量约占公路总货运量的 41%/59% (2019年)

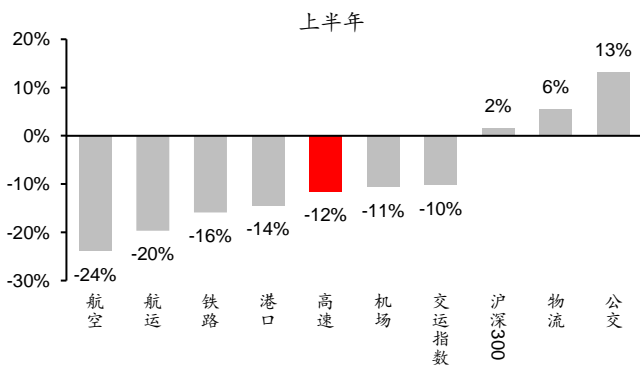
资料来源: 交通运输部、华泰证券研究所

取消省界收费站与普及 ETC 提升通行效率, 对货车流量的诱增也是长期影响。取消省界收费站 (2019 年底完工)、货车 ETC 的推广 (2020 年重点任务) 促进运输效率的提高, 叠加免费通行期间货车选择高速公路的偏好形成, 我们认为货车回流高速公路也具有可持续性。据 26 省市高速公路网数据, 6-7 月货车平均车速由去年同期 51 公里/小时提高到 55 公里/小时, 客车由 67 公里/小时提高到 84 公里/小时, 日均拥堵缓行收费站数量同比减少 61% (交通部 8 月 27 日新闻会)。在国庆中秋假期期间, 高速公路网车流量达到高峰水平, 拥堵程度较高, 虽然对小型客车免费, 但对货车仍正常收费。在此背景下, 全国高速公路网货车流量仍同比增长 15%, 体现出货车选择高速公路的偏好的粘性。

估值处于历史较低分位, 政府补偿可期

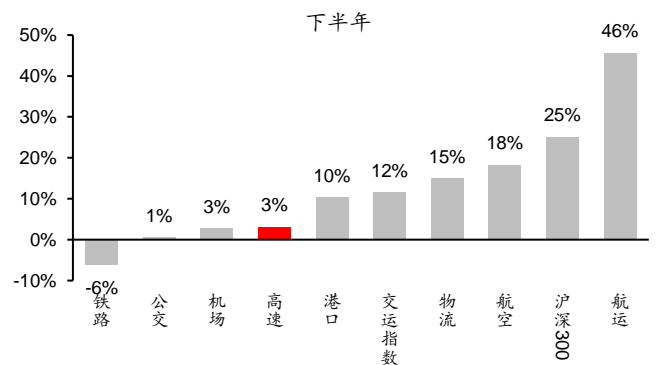
行业估值水平处于历史较低分位, 尚未恢复到疫情前的水平。2015-2019 年, 高速公路行业的 PE (TTM) 和 PB (MRQ) 均值为 13.7 倍和 1.40 倍。我们预测行业龙头招商公路的净利润对应 8.0x 2021PE。2020 年, SW 高速公路指数下跌 9%, 大幅跑输沪深 300 指数 (上涨 27%) 与 SW 交运指数 (持平), 公路板块尚未恢复到疫情前水平。当前时点, 市场估值窗口逐渐切换到 2021E, 有望驱动高速公路板块修复。

图表8: 高速公路板块涨跌幅 (2020年上半年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 高速公路板块涨跌幅 (2020年下半年)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

政府对公路免费期的补偿或以延长收费年限的形式展开。交通部在 2020 年 3 月 6 日新闻会表示制定保障政策, 包括延缓付息、本金展期或者续贷及适当延长经营期限等, 从而依法保障收费公路的使用者、管理者、投资者、债权人的合法权益。考虑政府财政压力以及投资优先序, 我们认为政府延长收费公路期限作为补偿的概率比现金补偿的概率更高。广西在 2020 年 7 月已率先发布公路补偿细则, 即顺延 79 天收费期, 我们认为其他省份有望陆续落实, 补偿方案的出台可能刺激行业估值修复。

公司为行业龙头，内生外延并举，成长属性高于行业

公司背景：高速公路龙头，路产遍布全国

招商公路是中国收费公路运营里程最长、覆盖区域最广的龙头企业。公司主营业务为收费公路的投资与运营管理。公司前身是交通部直属的华建交通经济开发中心，于1999年划转入招商局集团，于2017年12月换股吸收合并华北高速并在深交所上市。截至2020年中报，公司投资运营的收费公路里程达9,941公里、权益里程达3,069公里，约占全国经营性高速公路里程（参考《2019年全国收费公路统计公报》的6.84万公里）的15%、4%，里程规模在行业中稳居第一。公司是中国公路投资跨省最多的企业，旗下路网覆盖全国21个省、自治区和直辖市。同时，公司参与路桥勘探设计与承包建设、智慧交通、生态环保、光伏发电等业务，拥有公路全产业链布局。

图表10：招商公路-控股收费公路项目的概况

公路项目	所属地区	持股比例	收费里程		已运营时间	剩余收费期限	日均车流量 (2019年, 辆次)	通行费收入 (2019年, 百万元)	单公里收入 (2019年, 万元/公里)
			(公里)	特许经营权 收费到期日	(截至2020年末, 年)	(截至2020年末, 年)			
甬台温高速	浙江	51%	140	2030年9月30日	19.0	9.8	38,217	1,435	1,025
北仑港高速	浙江	100%	51	宁波大碇至大朱家段: 2023年12月15日	宁波大碇至大朱家段: 22.0	宁波大碇至大朱家段: 3.0	36,300	406	789
				宁波潘火至西坞段: 2025年5月5日	宁波潘火至西坞段: 20.6	宁波潘火至西坞段: 4.4			
京津塘高速	京津冀	100%	143	2029年9月6日	21.3	8.7	18,659	648	454
渝黔高速	重庆	60%	90	2037年3月16日	13.8	16.2	18,248	488	540
沪渝高速	重庆	60%	85	2043年12月22日	7.0	23.0	17,196	478	566
亳阜高速	安徽	100%	101	2036年12月14日	14.0	16.0	11,334	364	359
鄂东大桥	湖北	54.61%	15	2040年9月27日	10.3	19.7	23,308	321	2,141
桂兴高速	广西	100%	53	2042年6月19日	7.7	21.5	16,380	294	551
桂阳高速	广西	100%	67	2037年10月18日	12.4	16.8	14,184	220	329
阳平高速	广西	100%	40	2037年9月4日	12.1	16.7	11,856	137	347
灵三高速	广西	100%	47	2038年6月16日	12.8	17.5	7,937	80	170
九瑞高速	江西	100%	48	2040年12月31日	10.0	20.0	8,166	120	250
总结			合计 880		平均 13.5	平均 15.8	平均 18,482	合计 4,993	平均 627

资料来源：公司公告《2020年公开发行可续期公司债券（第二期）募集说明书》、华泰证券研究所

图表11：招商公路-参股公路上市公司的概况

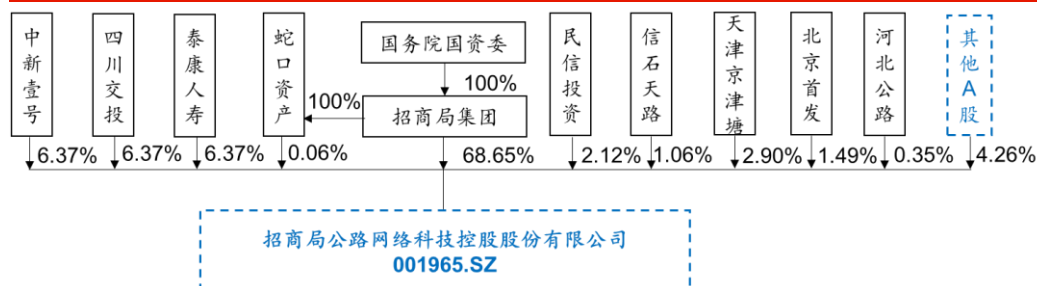
证券代码	证券简称	持股比例	总市值 (百万元)	持股比例对应市值 (百万元)	归母净利润 CAGR% (2017-2019年)	市盈率 PE(2019)	市盈率 PE(TTM)	市净率 PB(MRQ)	ROE% (2019)
600377 CH	宁沪高速	11.69%	46,498	5,436	8.2	11.1	18.3	1.7	15.4
600350 CH	山东高速	16.29%	29,011	4,726	6.1	9.5	12.9	1.0	10.3
600548 CH	深高速	6.00%	18,973	1,139	34.4	7.6	19.4	1.1	14.0
601107 CH	四川成渝	24.88%	9,541	2,374	10.2	8.8	41.5	0.6	7.3
600012 CH	皖通高速	29.94%	10,118	3,029	0.3	9.2	13.8	0.9	10.5
600020 CH	中原高速	15.43%	7,439	1,148	12.8	5.1	28.6	0.7	12.6
600033 CH	福建高速	17.75%	7,190	1,276	12.3	8.7	17.5	0.7	8.9
000900 CH	现代投资	8.04%	6,117	492	6.2	6.3	10.2	0.6	10.1
600035 CH	楚天高速	16.32%	4,605	752	5.2	7.2	11.9	0.7	10.0
601188 CH	龙江交通	16.52%	3,592	593	4.0	9.9	16.6	0.8	8.4
601518 CH	吉林高速	14.04%	3,065	430	-20.1	16.2	47.8	0.8	5.3
600368 CH	五洲交通	13.86%	4,019	557	54.5	4.6	8.0	0.9	22.2
总结			合计 21952		平均 11.2	平均 8.7	平均 20.5	平均 0.9	平均 11.2

注：股价数据来自2021/1/7收盘价；对四川成渝以及对非上市公司的持股比例取自招商公路公告《2020年公开发行可续期公司债券（第二期）募集说明书》2020-10-14；对深高速的持股比例取自深高速公告《关于股东权益变动的提示性公告》2020-10-23；对其他上市公司的持股比例取自各自的2020年三季度报

资料来源：公司公告、Wind、华泰证券研究所

公司第一大股东是招商局集团，持股比例 68.72%，实际控制人为国务院国资委（《2020 年公开发行可续期公司债券（第二期）募集说明书》2020/10/14）。招商公路是招商局集团旗下从事经营收费公路业务和交通科技业务的唯一整合平台。

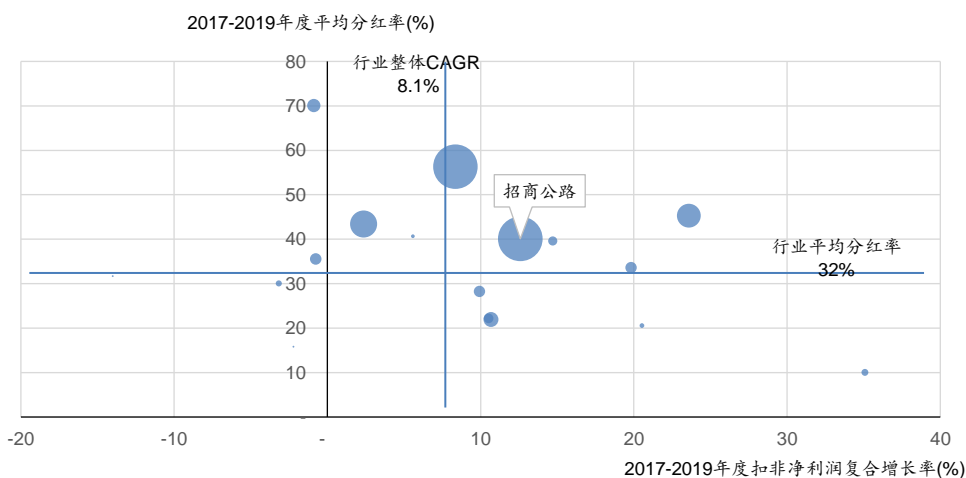
图表12：招商公路-股权结构图（2020 年三季度报）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

相较于其他 A 股高速公路公司，招商公路拥有更强的增长属性。公司的特点在于：1) 投资平台属性强，内生增长与外延收购并举，公司持有 12 家高速公路上市公司的股权，其投资收益约占归母净利润的 55%（2019 年报）；2) 路网遍布全国；3) 拥有完整公路产业链。其他 A 股同行的共同点在于：1) 盈利主要依赖内生增长，投资收益占比不高；2) 路网集中在本省；3) 上市公司仅持有高速公路经营权，公路设计、施工、养护等产业链资产通常在交通集团旗下。

图表13：A 股高速公路上市公司-2017 至 2019 年扣非净利润 CAGR 与平均分红率



注：气泡大小代表 A 股高速公路上市公司 2019 年扣非净利润的规模大小

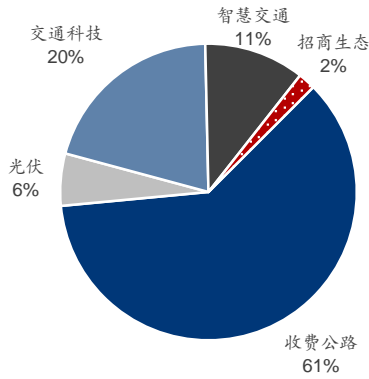
资料来源：Wind、华泰证券研究所

财务分析：收费公路为利润核心，项目分布较为分散

收费公路业务为公司的利润核心，参股公路上市公司贡献大额投资收益。2019 年，公司投资收益占归母净利润的 79.6%。以归母净利润为分母测算，参股的 12 家公路上市公司占 54.9%、参股的公路项目占 18.3%、控股公路和光伏项目占 11.5%、交通科技业务占 3.9%、智慧交通业务占 1.6%、非经常收益占 2.9%、其他项目占 6.9%。

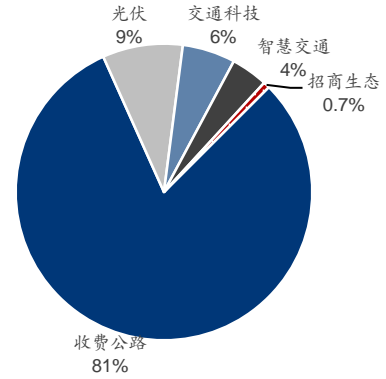
公司路产投资遍布全国，利润构成集中在东部沿海。如图表 17 所示，前 4 项投资合计贡献净利润的 39%，其余投资规模小且地域分部广，而公司参股的公路上市公司旗下又有众多路产。我们根据 2019 年报测算，公司的利润构成主要来自东部地区，江苏、浙江、山东、安徽、京津冀、福建、广东分别约占 18%、15%、11%、8%、4%、3%、2%，合计约占 61%。

图表14: 招商公路-营业收入构成 (2019年)



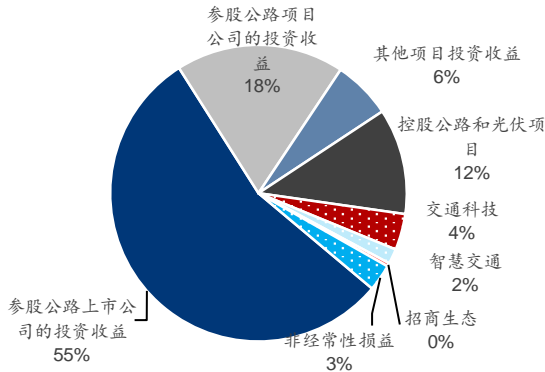
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表15: 招商公路-毛利润构成 (2019年)



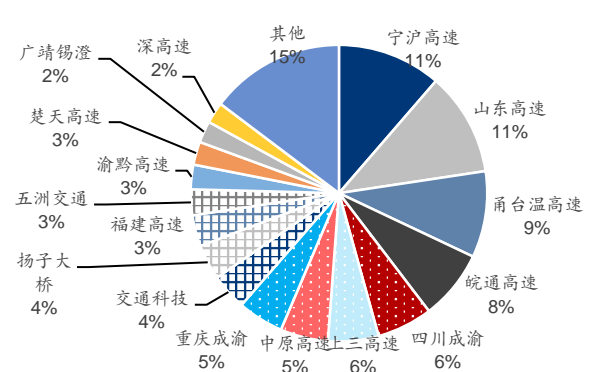
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表16: 招商公路-归母净利润构成 (2019年)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表17: 招商公路-归母净利润拆分 (2019年)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

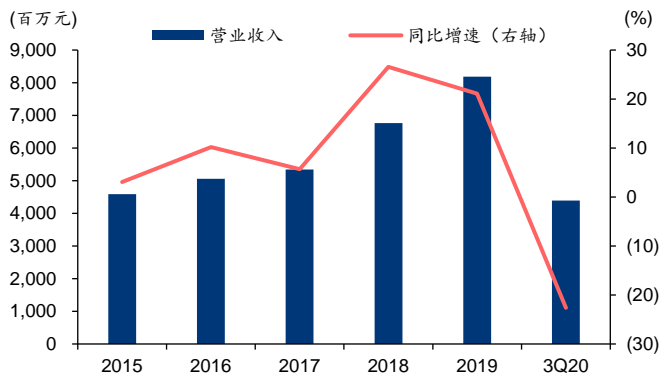
盈利模式: 内生外延并举, 过往投资彰显扩张实力

内生增长与外延并购并举, 公司收入净利增速高于行业水平。2017年至2019年, 公司营业收入和归母净利润的复合增速分别为 23.8%、13.3%; 同期, A股高速公路板块的收入和净利复合增速为 1.1%和 9.4%。公司的 ROE (加权) 从 2017 年的 8.6%提升至 2019 年的 9.2%。其中,

- 1) 公司 2017 年收入和归母净利润同比增长 5.7%和 14.6%, 主要源自: 车流量自然增长, 以及 2016 年增资获得资金带来的财务费用下降;
- 2) 公司 2018 年收入和归母净利润同比增长 26.6%和 16.1%, 主要源于: 车流量自然增长, 2017 年 12 月以来陆续收购的鄂东大桥、沪渝高速、渝黔高速、成渝高速、亳阜高速带来的收入和利润增厚, 以及处置桂柳合营公司产生的投资收益;
- 3) 公司 2019 年收入和归母净利润同比增长 21.1%和 10.7%, 主要因为: 车流量自然增长, 2018 年资产收购产生的基数效应, 录得一次性债务重组收益。

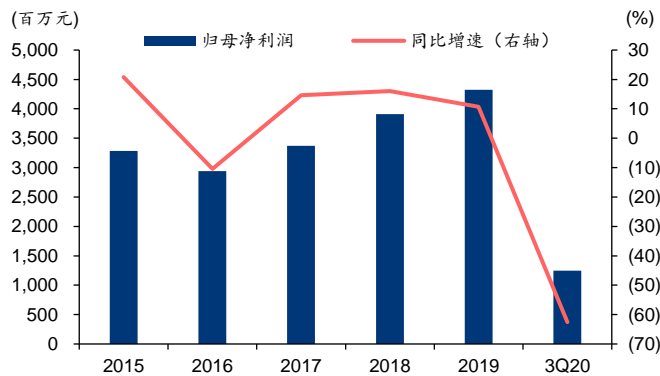
阶段性免费通行政策的影响已消退, 公司净利润在去年第三季度恢复增长。受到公路免费通行政策的冲击, 公司上半年的收入和归母净利润同比降低 38%和 110%; 受益于出行限制解除与经济生产恢复, 公司 7-9 月的收入和归母净利润同比增长 5%和 45%。

图表18: 招商公路-营业收入 (2015年-2020年三季度)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表19: 招商公路-归母净利润 (2015年-2020年三季度)



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

公司参股路产主要为原交通部旗下资产,历史上通过无偿划拨、资产置换等方式注入公司;主控路产主要为外延并购获得。

交通部早期划拨转入的路产质地优良,道路两侧产业配套较好,投资回报率较高。其中,公司参股的12家公路上市公司的平均ROE达到11.2%,比招商公路的ROE高出2.0个百分点;其中有8家公司的ROE高于招商公路,4家低于招商公路(图表11)。

图表20: 招商公路-参股项目历史沿革

公司简称	持股比例 (%)	进入方式
广靖锡澄	15.00	1997年由交通部转入华建中心
皖通高速	29.94	
龙江交通	16.52	
吉林高速	14.04	
四川成渝	24.88	
扬子江大桥	21.64	1999年由交通部转入招商局
五洲交通	13.86	
宁沪高速	11.69	
深高速	6.00	
山东高速	16.29	
福建高速	17.75	2001年招商局与交通部置换资产时进入招商公路
上三高速	18.38	
宁靖盐高速	10.51	2002年利用宁沪高速、江苏扬子大桥股份有限公司、广靖锡澄分红进行投资
中原高速	15.43	
楚天高速	16.32	2012年交通部国有股权无偿划转进入
贵黄公路合营公司	60.00	1997年经贵州省对外贸易经济合作厅批复,由招商局集团与贵州省高速公路开发总公司发起成立
重庆成渝项目公司	49.00	2018对外收购投资进入

注1: 对四川成渝以及对非上市公司的持股比例取自招商公路公告《2020年公开发行永续期公司债券(第二期)募集说明书》2020-10-14;对深高速的持股比例取自深高速公告《关于股东权益变动的提示性公告》2020-10-23;对其他上市公司的持股比例取自各自的2020年三季报

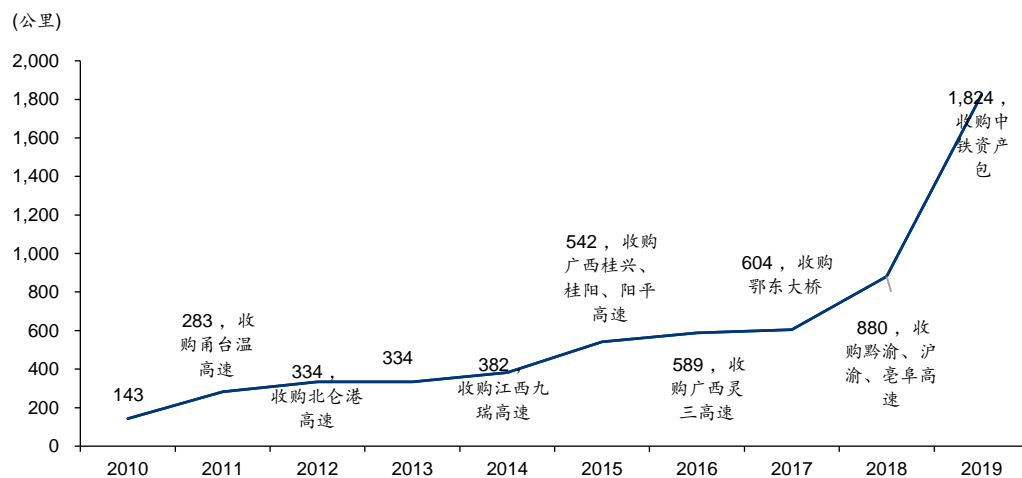
注2: 广靖锡澄和扬子江大桥为宁沪高速(600377 CH)的控股子公司;上三高速为浙江沪杭甬(576 HK)的控股子公司;宁靖盐高速、贵黄公路合营公司、重庆成渝项目公司为招商公路(001965 CH)的参股公司,均未单独上市

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

公司通过收购公路资产不断扩张规模,近十年管理里程增加近1700公里。招商公路在A股上市前,分别于2011年收购浙江甬台温高速,2012年收购宁波北仑港高速,2014年收购江西九瑞高速、2015年收购广西桂兴、桂阳、阳平高速,2016年收购广西灵三高速。在A股上市后,公司分别于2017年收购鄂东大桥,2018年收购成渝、黔渝、沪渝、毫

卓高速。通过持续的资产收购策略，公司的高速公路管理里程达到 1,824 公里（2020 年中报）。除甬台温高速外，并购均为非同一控制下的企业合并，交易对手包括了国企、民企、外资等，体现了公司在寻找项目、收购谈判等方面优秀的投资能力。

图表21：招商公路-高速公路管理里程

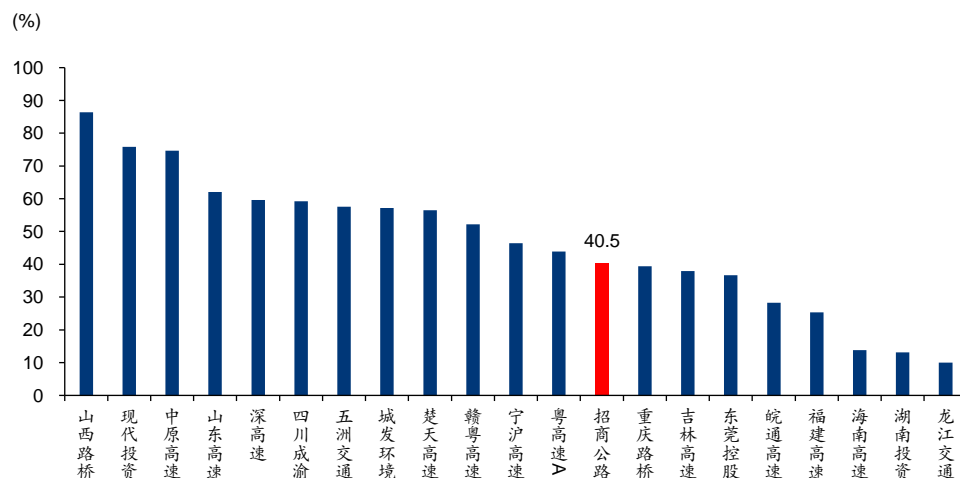


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

并购策略的关键在于以较低的融资成本寻找高回报项目的能力。理论上，只要项目的投资回报率 IRR 高于公司融资成本 WACC，收购项目都能够增加股东价值。从出售方角度看，出售资产的目的一般为一次性回收现金，而出售的资产往往负债率相对较高，其收费权向银行抵押较难继续融资。从收购方角度看，上市公司可以通过自身较低的综合融资成本，替换标的路产原本较高的银行贷款，实现财务协同；新收购路产与原有路产组网运营，管理费用有少量协同的空间。

公司融资成本的高低、对路产未来车流量的预判能力决定了并购的投资回报率。相较于 A 股其他高速公路上市公司，招商公路的资产负债率较低（40.5%，2020 年三季度）、债务融资空间较大。在预判路产未来车流量方面，因公司拥有完整的公路产业链，在市场化收购资产方面，招商公路较于其他公路上市公司更具优势。

图表22：A 股高速公路上市公司资产负债率（2020 年三季度）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

近三年收购项目的远期增长前景良好，测算回报率较高。据公司并购时的估值报告（《公开发行 A 股可转换公司债券募集说明书》2019-3-20），鄂东大桥、黔渝高速、沪渝高速、毫阜高速项目在道路成熟期时年化回报率分别为 8.30%、10.52%、11.49%、8.58%；这

4个项目合计的2019-2022年预测净利润CAGR约为22.0%，预测营业收入CAGR约为7.4%。此外，招商公路在2019年12月收购广西中铁高速49%股权，广西中铁高速拥有11条高速公路的经营权，路产平均剩余收费期限约为18年（基期为2020年底），对公司现有路产是有益补充。

图表23：招商公路-2017-2019年新收购项目的数据测算

单位：万元				净利润				净资产		收购价 PE 收购价 PB		剩余收费期
项目名称	股权			2015年	2016年	2017年	2018年	2018年	2018年	2018年	2018年	基期：
	比例	收购时点	收费到期日									股权对价
鄂东大桥	54.61%	2017年12月	2040年9月	122,147	2,792	5,469	9,007	11,559	78,673	19.4	2.8	22.8
渝黔高速	60%	2018年4月	2037年3月	119,493	15,491	16,391	21,658	12,966	122,424	15.4	1.6	18.9
沪渝高速	60%	2018年4月	2043年12月	55,074	-15,832	-9,679	-4,006	1,839	52,392	49.9	1.8	25.7
成渝高速	49%	2018年4月	2024年12月	108,846	58,485	57,009	54,563	41,915	107,041	5.3	2.1	6.7
亳阜高速	100%	2018年7月	2036年12月	158,000	4,925	6,336	8,793	10,278	13,661	15.4	11.6	18.4
广西中铁高速	49%	2019年12月		576,580								

注：2019年年报未单独披露以上项目的净利润情况

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公司在行业低谷/高峰对存量资产的股权也做增持/减持调整，获得增量投资收益。公司曾经在高速公路行业低谷期间逆势增持A股公路上市公司股权。2012年10月起，我国高速公路在春节、清明节、劳动节、国庆节及其连休日期间，对7座及以下小型客车实行免费通行，一年免费时长约有20天（《交通运输部关于切实做好重大节假日免收小型客车通行费有关工作的通知》）。受此政策影响，高速公路行业进入低谷期。公司在2012年四季度至2014年三季度期间逆势增持皖通高速、四川成渝、山东高速，均获得优秀投资回报。受2020年新冠肺炎疫情与高速公路免费79天政策（2月17日起实施）的影响，行业再次进入低谷时期，公司在一季度增持山东高速、现代投资，同样获得良好投资回报。同时，公司也在市场过热时期对存量资产的股权做适当减持，使增持和减持资金达成循环。

图表24：招商公路-2011年至2020年上半年增持和减持A股高速公路上市公司股权统计

年份	增持项目情况	减持项目情况	投资总回报测算 (注1)	年化回报测算 (注2)	减持均价较现价高 出幅度(注3)
2011年	/	/	/	/	/
2012年	4Q: 增持皖通高速A股232.67万股	/	111%	9.8%	/
	4Q: 增持四川成渝A股2680.75万股	/	21%	2.4%	/
2013年	3Q: 增持皖通高速A股690.53万股	/	85%	8.9%	/
	4Q: 增持皖通高速A股66.22万股	/	89%	9.5%	/
2014年	1Q: 增持皖通高速A股1535.77万股	/	97%	10.6%	/
	1Q: 增持山东高速786.49万股	/	185%	16.8%	/
	2Q: 增持皖通高速A股3192.06万股	/	77%	9.2%	/
	2Q: 增持山东高速887.31万股	/	177%	17.0%	/
	3Q: 增持山东高速827.48万股	/	144%	15.3%	/
	/	3Q: 减持吉林高速1204.15万股	/	/	9%
	/	4Q: 减持吉林高速4.00万股	/	/	40%
2015年	/	1Q: 减持吉林高速153.50万股	/	/	63%
	/	1Q: 减持中原高速10285.57万股	/	/	22%
	/	2Q: 减持吉林高速1411.70万股	/	/	220%
	/	2Q: 减持楚天高速1602.11万股	/	/	138%
2016年	/	/	/	/	/
2017年	/	/	/	/	/
2018年	/	/	/	/	/
2019年	/	/	/	/	/
2020年	1Q: 增持山东高速1287.00万股	/	50%	/	/
	1Q: 增持现代投资1518.34万股	/	7%	/	/

注1：我们对招商公路持有的12家A股高速公路上市公司的财报进行统计，测算2011年至2020年上半年期间招商公路增持和减持项目的股数情况；增持项目的投资总回报测算是基于2020/12/31收盘价较增持期间的季度区间成交价（前复权）高出幅度得出。

注2：年化回报是将投资总回报较2020年底进行年化处理得出。

注3：减持均价较现价高出幅度指的是减持期间的季度区间成交价（前复权）高于2020/12/31收盘价的幅度。

资料来源：Wind、华泰证券研究所

管理运营：员工享有股权激励，行权条件与业绩挂钩

股权激励计划调动员工积极性，管理层利益诉求与股东一致。2019 年 4 月，公司实施股票期权激励计划，累计向约 290 名核心高管人员、关键管理骨干、关键技术骨干授予约 4,579 万份股票期权；股权激励的初始行权价格 9.07 元/股，经两次派息调整后为 8.54 元/股，行权限制期为三年（2019 年 4 月至 2022 年 4 月），期满后分三批匀速生效。如果全部行权，潜在的股本摊薄比例约 0.74%。股权激励行权价高于当前股价约 24%。

股权激励的行权条件与业绩挂钩。首批股权激励的行权要求 2021/22/23 年扣非归母净利润不低于 45.1/49.8/55.6 亿元（对应基准年 2017 年的复合增速不低于 8.0%/8.5%/9.0%），2021/22/23 年扣非 ROE 均不低于 8.5%，且不低于对标企业同期 75 分位水平。

图表25：招商公路-股票期权激励的行权条件

业绩指标	第一个行权期	第二个行权期	第三个行权期
归属于上市公司股生效时点前一财务年度归属于东的扣除非经常性损益后的净资产收益率	8.5%，且不低于对标企业同期 75 分位水平	8.5%，且不低于对标企业同期 75 分位水平	8.5%，且不低于对标企业同期 75 分位水平
归属于上市公司股生效时点前一财务年度相较于东的扣除非经常性损益后的净利润复合增长率	不低于 8.0%，且不低于对标企业同期 75 分位水平	不低于 8.5%，且不低于对标企业同期 75 分位水平	不低于 9.0%，且不低于对标企业同期 75 分位水平
经济增加值 (EVA)	生效时点前一财务年度公司 EVA 达成集团下达的目标	生效时点前一财务年度公司 EVA 达成集团下达的目标	生效时点前一财务年度公司 EVA 达成集团下达的目标

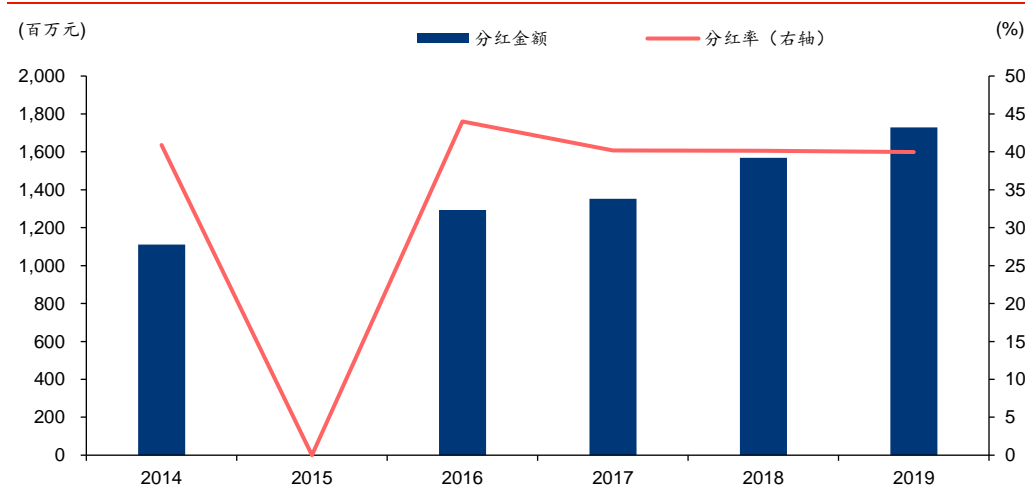
注：2019 年 4 月 4 日为首批授予部分股票期权的授予日，其授予时点前一财务年度为 2017 年；2020 年 3 月 27 日为预留部分股票期权的授权日，其授予时点前一财务年度为 2018 年

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

经营现金流充沛，规模扩张占用资金，分红率适中

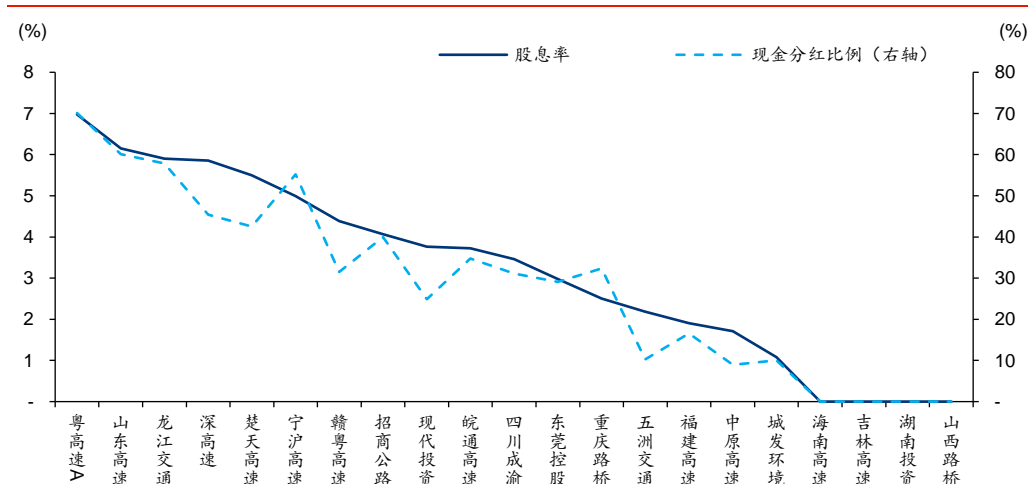
股息率是投资高速公路板块的重要指标。在A股高速公路上市公司中，公司当前分红率适中。公司在2017/18/19年度的分红率达到40.2%/40.1%/40.0%。假设公司2020/21/22年分红率保持40%，则预测股息率为2.5%/5.0%/5.6%。

图表26：招商公路-历年分红金额与分红率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表27：A股高速公路上市公司的股息率和现金分红比例



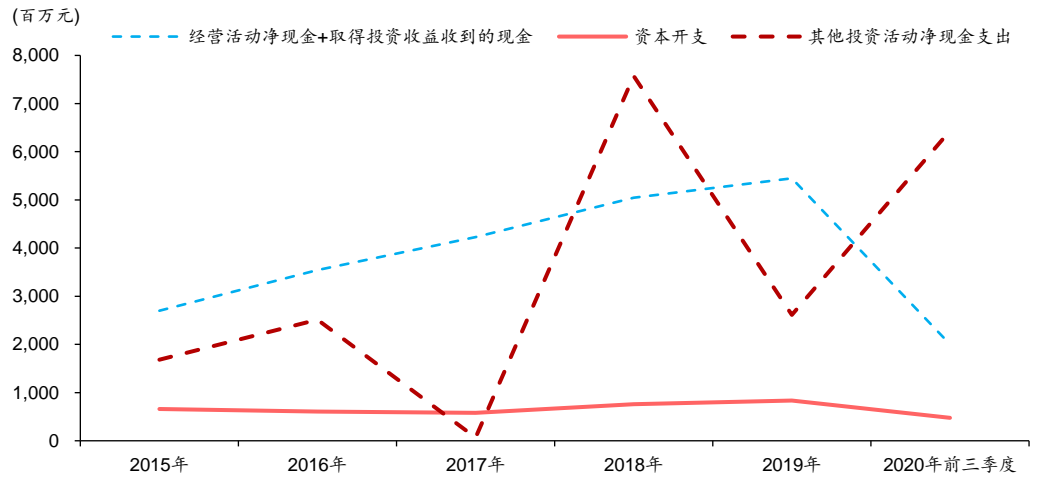
注：每股分红按2019年报、股价按2020年12月31日收盘价计算

资料来源：Wind、华泰证券研究所

历史上，收购路产占用公司较多资金。上市以来，公司在2018年至2020年前三季度累计获得经营活动现金流量净额89亿元，加上取得投资收益收到现金36亿元，减去资本开支21亿元后的余额为104亿元；但公司处于资产扩张期，收购路产占用较多资金，其他投资活动净现金支出166亿元；累计分红发放47亿元。其中，2020年前三季度主要支付中铁资产包收购对价，2018年主要支付鄂东大桥、沪渝、成渝、黔渝、亳阜高速的收购对价。

在公司扩张期结束前，并购仍将占用大量现金。高速公路行业的特点是：1) 建造期现金投入大；2) 运营期现金投入小，经营活动现金流持续增长。随着运营项目车流量稳步提升，经营性现金流有望持续向上。但公司实施规模扩张战略，积极外延收购公路资产，我们预计公司未来收购仍将占用较多资金。

图表28：招商公路-现金流量表分析

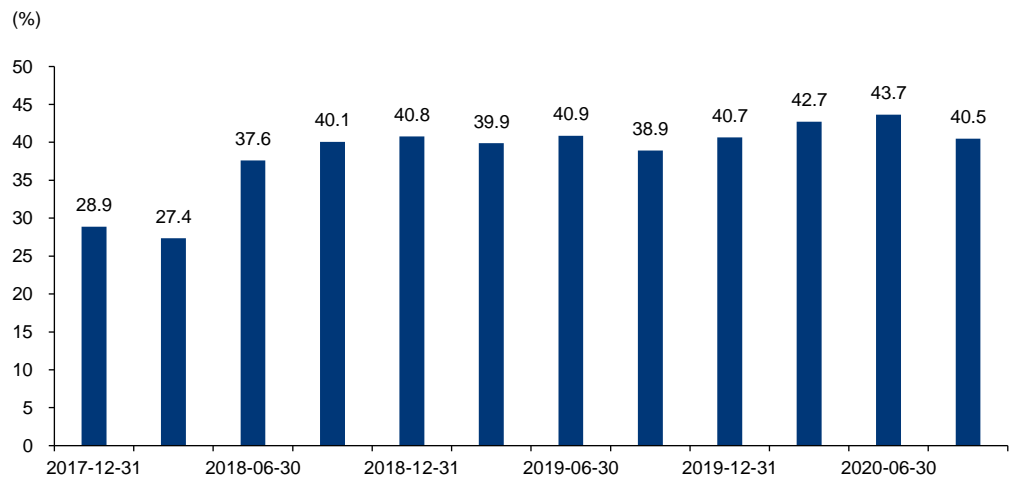


注：我们将经营活动净现金与取得投资收益收到的现金之和视为公司可持续获得的稳定现金流；资本开支使用购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金；其他投资活动净现金支出采用除资本开支外的其他投资活动现金流，代表公司收购路产与出售资产的资金净流出。

资料来源：Wind、华泰证券研究所

近三年公司资产负债率保持稳定，在2020年三季度末达到40.5%。资产负债率不降的主要原因在于外延并购占用现金流。一是，新购入资产处于培育期或成长期早期，资产负债率较高，并表后拖累整体的资产负债率；二是，并购占用资金，导致资产负债率小幅增加。

图表29：招商公路-资产负债率



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

路产扩张策略需要持续融资。公司资金来源包括经营现金流、公司债、股权，灵活多样。**在 A 股上市前**，融资方式主要为经营现金流、股票和可转债，通过子公司招商亚太实施，目前该公司已从新加坡市场私有化退市。**在 A 股上市后**，公司收购资产的资金来源主要为自有资金、公司债券、可转债。

公司于 2019 年 3 月发行 50 亿元可转债，初始转股价为 9.34 元/股，经多次分红调整后，当前可转债转股价为 8.81 元/股，赎回触发价为 11.45 元/股。可转债转股价高于当前股价约 28%。

综合考虑可转债带来的股本稀释比例、净利润提升幅度，每股收益大约稀释 5.7%。若可转债全部转股，公司股本增加约 8.9%。募资有助于缓解债务负担压力。假设公司融资成本为 4.5%，50 亿元节约财务费用约 2.25 亿元，提高税后净利润约 1.69 亿元，较我们预测的 2021 年归母净利 53.2 亿元提高约 3.2%。综合考虑股本稀释与利润增厚，每股收益大约稀释 5.7% (8.9%-3.2%)。

图表30： 招路转债的主要条款

当前余额	50 亿元	最新评级	AAA/AAA
上市日期	2019/4/30	下一付息日	2021/3/22
起息日期	2019/3/22	到期日期	2025/3/22
票面利率	20190322-20200321,票面利率:0.1%;20200322-20210321,票面利率:0.3%; 20210322-20220321,票面利率:0.6%;20220322-20230321,票面利率:0.8%; 20230322-20240321,票面利率:1.5%;20240322-20250321,票面利率:2.0%		
当前转股价	8.81	转股期间	2019/9/30~2025/3/21
回售触发价	6.17	回售起始日	2023/3/22
赎回触发价	11.45	赎回起始日	2019/9/30
修正触发价	7.93	修正起始日	2019/3/22
补偿利率	在本次发行的可转债期满后 5 个交易日内，公司将按债券面值的 105% (含最后一期利息) 的价格赎回未转股的可转债。		

资料来源：Wind、华泰证券研究所

拥有完整公路产业链，培育潜在科技新亮点

招商公路拥有较为完整的公路产业链，布局交通科技/智慧交通/生态环保板块。据2019年报分部信息，公司旗下交通科技/智慧交通/生态环保板块实现营业收入17.0/11.6/1.5亿元，分部间抵销后收入合计27.3亿元，占总收入的33.3%；三个板块实现净利润1.71/0.71/0.16亿元，分部间抵销后净利润合计2.12亿元，占公司归母净利润的4.9%。

在交通科技板块，公司拥有技术背景雄厚的招商交科院，其主营业务为路桥工程咨询、勘察、设计、工程承包等。招商交科院成立于1965年，前身为交通部交通科学研究院重庆分院，是部属正厅级事业单位；2000年，转制进入招商局集团；2016年，招商局集团将招商交科院100%的股权以增资扩股形式注入招商公路。招商交科院是交通行业重要的科技创新型企业，建有6个国家级和14个省部级科研开发平台，拥有包括“工程勘察综合类甲级”“公路行业设计甲级”“市政行业（道、桥、隧）专业设计甲级”等资质近60项。

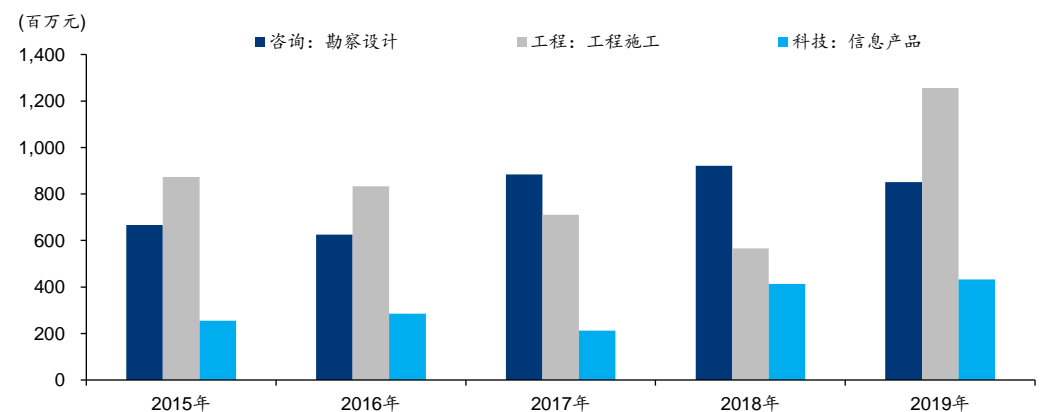
图表31：招商交科院投资组建的主要产业公司

公司名称	主营业务
重庆市智翔铺道技术工程有限公司	从事道路工程的科研、设计、工程施工、试验检测、技术开发和咨询服务，集钢桥面铺装、科研设计、路面材料、施工成套技术
重庆市华驰交通科技有限公司	从事公路交通工程系统集成及公路计重、交通调查设备的研发和供货、超限运输管理等项目的总承包
重庆万桥交通科技发展有限公司	从事桥梁索缆、桥梁加固两大类业务
重庆中宇工程咨询监理有限责任公司	从事高等级公路、大型桥梁、隧道工程、交通机电工程及市政公用工程的施工监理，是中国交通建设监理协会常务理事单位
重庆全通工程建设管理有限公司	从事大型工程项目的投资、建设及管理业务，以BT模式承建了重庆两江大桥工程，以代建模式承建了渝中连接隧道与解放碑地下停车系统接口工程等项目
招商局生态环保科技有限公司	从事水生态修复、土壤修复、旅游公路、生态景观、市政大型综合性景观、环境咨询、绿色建筑等业务
招商局公路信息技术（重庆）有限公司	从事智能检测车研制、道路基础数据采集及信息化服务，以“路信CT”智能检测车、“路信云”智能管养平台、“路信地图”基础设施信息服务、“云眼”边坡智能监控系统为主要产品
招商局重庆公路工程检测中心有限公司	从事公路水运、市政及建筑工程建管养全过程的试验检测、监测控制、维修设计、技术与管理咨询及材料、制品与结构的检测检验，是国内最大的公路工程综合性试验检测与检测机构
武汉长江航运规划设计院有限公司	拥有水运行业、建筑行业工程咨询设计监理全过程服务甲级资质和工程勘察乙级资质，主要从事水运行业、建筑行业、物流行业工程全过程咨询、勘察、设计、项目管理、工程总承包等业务

资料来源：招商交科院官网、华泰证券研究所

智慧交通业务属于战略培育期，收入与利润的体量较小，下设智慧收费、交通广播、电子发票等三大业务，依托招商新智、招商华软、招商交建、行云数聚、央广交通等骨干实体。招商新智与招商华软致力于智慧收费业务，开展收费及信息化系统建设，在全国市场占有率处于领先地位。招商交建致力于ETC发行及相关业务，销售OBU、ETC卡等专用设备以及拓展相关支付场景。行云数聚致力于电子发票业务，提供收费公路通行费增值税发票服务和客户增值服务，随着货车ETC与电子增值税开票的推广，增长空间较大。央广交通致力于交通广播业务，坚持国家级媒体定位，在全国范围内推进频率落地。

图表32：招商交科院的交通科技相关业务营业收入



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

公募 REITs 时代启动，机遇与挑战并存

中国版收费公路公募 REITs 试点渐行渐近。2020年4月30日，中国证监会与国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，标志着国内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步，收费公路被列入优先支持的行业名单。2020年7月31日，国家发改委印发《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》。2020年8月7日，中国证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》。2020年9月4日，两地交易所发布《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金(REITs)业务办法(试行)(征求意见稿)》和《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法(试行)(征求意见稿)》。

公募 REITs 的推出将有助于盘活存量收费公路资产。优点体现在：增加资产证券化渠道、降低公路行业杠杆、提升融资效率、反哺新路建设；亦有望缓解业主方与用路方的利益矛盾，长期看政府降低收费标准的民意压力有望减轻。

招商公路作为具有投资运营优势的龙头企业，有望从公募 REITs 的发展中受益，基于：1) 打通“融投管退”周期中的退出环节，提升投资回报率与资金周转效率，在退出当年有望确认资产处置收益；2) 优秀的投资能力有望获得估值溢价；3) 商业模式或从重资产部分转向轻资产，投资的现金压力减小，长期看分红率亦有望提升。

收费公路公募 REITs 作为中国资本市场的新生事物，也存在潜在风险。公募 REITs 基金向公路运营公司收购其持有的收费公路作为底层资产。对公路运营公司而言，项目 IRR 是决定投资回报的关键。如果公募 REITs 基金要求的项目 IRR 过高(意味着出售定价较低)，则可能导致公路运营公司的投资回报较差；如果公路运营公司新收购项目的 IRR 低于其出售项目的 IRR，长期来看则产生投资损失。对基金公司而言，公募 REITs 基金可以丰富其产品品类、扩大募资规模、增强市场影响力；但如果底层资产的 IRR 太低，可能对市场不够有吸引力；如果实际车流量达不到预测报告的水平，或者政府降低收费标准，实际 IRR 可能低于预测 IRR 水平。

盈利预测与估值

关键假设

(1) 投资运营业务

投资运营业务由收费公路和光伏电站构成。我们预计公司 2020/21/22 年投资运营业务的营业收入同比变化-12.3%/+26.4%/+5.3%，毛利润同比变化-28.5%/+62.9%/+8.6%。其中，我们预计 2020/21/22 年收费公路收入同比变化-25.5%/+50.6%/+5.9%，毛利润同比变化-39.9%/+95.2%/+10.0%；2020 年的收入和毛利下降主要受到疫情和高速公路免费通行政策的拖累；2021 年的收入和毛利增长主要因为行业处于高景气阶段，且基数较低，2021 年预测收入较 2019 年提高约 12.2%；2022 年的收入和毛利主要依靠车流量内生增长。同时，我们预计公司的光伏业务收入和毛利在 2020/21/22 年基本保持稳定。

(2) 交通科技及其他业务

我们预计公司 2020/21/22 年交通科技及其他业务的营业收入同比增长 8.8%/0.6%/5.0%，毛利润同比变化+6.6%/-0.5%/+5.0%，主要考虑：1) 基建提速对 2020 年业务的拉动、取消省界收费站工程部分延后到 2020 年结算；2) 2021 年受到业绩基数较高的拖累；3) 2022 年恢复常态增长。

(3) 期间费用率

2017-2019 年，公司管理费用率/销售费用率的均值为 7.3%/0.8%。我们预计 2020-2022 年公司管理费用率/销售费用率的均值保持 7.3%/0.8%。因为支付广西中铁高速的收购对价、公路免费导致经营现金流减少，我们预计公司 2020 年财务费用同比增加 9.6%；伴随贷款到期归还，我们预计 2021/22 年公司财务费用同比降低 6.7%/11.6%。

(4) 投资收益

我们预计公司 2020/21/22 年投资收益同比变化-40.0%/+96.8%/+10.0%，基于：1) 疫情和高速公路 79 天免费政策拖累参股公路公司的 2020 年净利润；2) 2021 年增速较高主要因为业绩基数低；3) 2022 年主要依靠车流量内生增长。

盈利预测

我们预计公司 2020/21/22 年归母净利润为 26.2/53.2/59.6 亿元，合每股收益（最新摊薄）0.42/0.86/0.96 元，对应 PE 为 16.3/8.0/7.2 倍。我们对各业务板块的预测如下：

图表33：盈利预测表

单位：百万元人民币	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,759	8,185	7,182	9,078	9,561
--投资运营（收费公路+光伏）	4,677	5,365	4,112	5,990	6,318
--交通科技及其他	2,083	2,820	3,069	3,088	3,243
营业成本	3,722	4,669	4,669	4,983	5,115
--投资运营（收费公路+光伏）	2,025	2,310	2,090	2,383	2,385
--交通科技及其他	1,697	2,360	2,579	2,600	2,730
毛利润	3,037	3,516	2,513	4,094	4,445
--投资运营（收费公路+光伏）	2,652	3,055	2,022	3,606	3,933
--交通科技及其他	385	461	491	488	513
投资收益	3,228	3,444	2,067	4,067	4,472
财务费用	788	949	1,041	971	858
归属于母公司股东的净利润	3,910	4,327	2,623	5,315	5,960

资料来源：华泰证券研究所

估值分析

我们使用分部估值法，测算公司目标价为 **9.23 元**（前次 **8.59 元**）。考虑高速公路行业处于景气上行阶段，公司作为行业龙头有望受益，上调至“买入”评级。

测算过程如下：

(1) 持有的高速公路上市公司股权

按照 2021 年 1 月 7 日收盘价，招商公路持有的 12 家 A 股上市公路公司股权的市值为 219 亿元。

(2) 交通科技/智慧交通/招商生态业务

我们预计，交通科技/智慧交通/招商生态业务的 2021 年净利润为 3.43 亿元。基于可比公司估值中枢 7.2x 2021PE（前次 9.3x 2020PE），该类业务的价值约为 25 亿元。

(3) 参控股高速公路、光伏及其他项目

基于 WACC=7.06%（前次 WACC=6.92%）以及保守的增长假设（假设公路特许经营项目在到期后无偿归还给政府，在到期前公路车流量保持自然增长，车流量增速与 GDP 增速同步），参控股高速公路、光伏及公司总部的测算净现值为 326 亿元。

(4) 我们将上述三项分部估值相加得出股权价值约为 570 亿元，测算每股价值约 9.23 元。

图表34：招商交科院的交通科技/智慧交通/生态环保业务可比估值表

代码	证券简称	总市值 (亿元)	市盈率 PE	市盈率 PE	市盈率 PE	市净率 PB (MRQ)
			TTM	2020E	2021E	
601800 CH	中国交建	1,183	7.03	5.79	5.25	0.58
600039 CH	四川路桥	210	8.15	8.71	7.25	1.22
000498 CH	山东路桥	73	8.34	8.67	7.68	1.23
603018 CH	华设集团	58	10.43	9.15	7.50	1.85
300284 CH	苏交科	58	11.36	8.22	6.79	1.18
603357 CH	设计总院	41	12.39	11.23	9.86	1.62
603458 CH	勘设股份	33	6.91	6.47	5.70	1.17
	平均值		9.23	8.32	7.15	1.26
	中位数		8.34	8.67	7.25	1.22

注：EPS 和 BPS 数值取自 Wind 一致预期，收盘价 2021/1/7

资料来源：Wind、华泰证券研究所

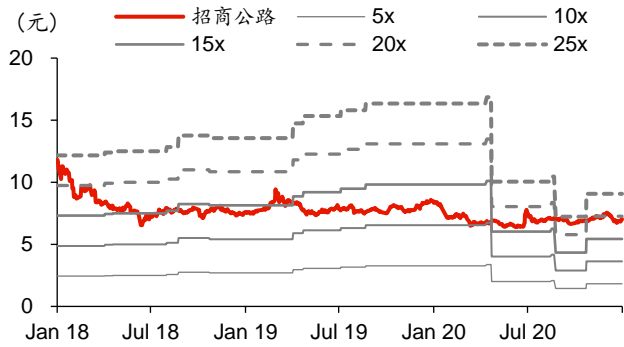
图表35：WACC 测算表

指标	数据	备注
贝塔值 (β)	0.732	在剔除杠杆的行业平均 beta 基础上，通过调整公司杠杆计算得出
无风险利率 (%)	3.20%	十年国债收益率
市场风险溢价 (%)	8.40%	Bloomberg 中国市场风险溢价
股权资本成本 (K_e)	9.35%	
债务成本 K_d (%)	4.41%	五年期及以上银行贷款利率的 9 折
法定所得税税率	25.0%	
债务成本	3.31%	
债务比率 $D/(D+E)$ (%)	36.29%	2021E 预测资产负债率
WACC	7.06%	

资料来源：Bloomberg、华泰证券研究所

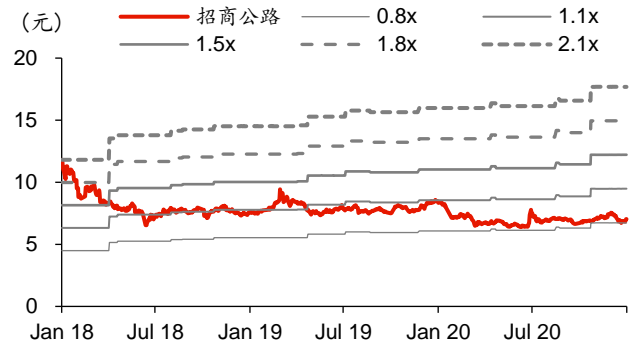
PE/PB - Bands

图表36: 招商公路历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表37: 招商公路历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

(1) 经济增速放缓

高速公路车流量与宏观 GDP 紧密相连, 若疫情反复致使经济大幅滑坡, 可能使高速公路车流量下降, 从而拖累通行费收入。

(2) 路网格局变化

周边开通新的高速公路和高铁线路、临近的公路和铁路进行价格调整, 可能带来车辆分流或诱增效应。

(3) 政府降低物流成本

政府为了降低社会物流成本, 可能降低高速公路收费标准。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	11,656	10,880	8,976	9,972	10,930
现金	7,055	6,612	4,963	5,409	6,162
应收账款	1,570	1,566	1,378	1,747	1,843
其他应收账款	1,244	417.01	365.89	462.50	487.11
预付账款	72.40	165.72	117.65	118.59	133.99
存货	1,393	1,846	1,836	1,932	2,006
其他流动资产	321.89	272.90	315.62	303.47	297.33
非流动资产	72,428	80,033	82,309	83,107	84,129
长期投资	28,181	36,116	38,955	41,395	44,078
固定投资	2,781	2,756	2,612	2,469	2,325
无形资产	39,419	38,260	40,099	38,597	37,068
其他非流动资产	2,047	2,900	642.68	646.54	656.94
资产总计	84,084	90,913	91,284	93,079	95,058
流动负债	6,869	11,181	10,636	11,159	11,264
短期借款	617.30	2,510	4,510	4,510	4,510
应付账款	1,162	1,738	1,738	1,855	1,905
其他流动负债	5,090	6,932	4,388	4,794	4,850
非流动负债	27,416	25,794	25,763	22,619	20,503
长期借款	23,372	21,782	21,985	18,859	16,876
其他非流动负债	4,044	4,012	3,777	3,760	3,628
负债合计	34,285	36,975	36,399	33,778	31,767
少数股东权益	4,337	4,496	4,551	4,666	4,798
股本	6,178	6,178	6,178	6,178	6,178
资本公积	28,783	29,037	29,037	29,072	29,095
留存公积	10,763	13,795	14,688	18,954	22,789
归属母公司股东权益	45,463	49,442	50,335	54,636	58,494
负债和股东权益	84,084	90,913	91,284	93,079	95,058

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	3,683	4,310	1,113	4,417	4,604
净利润	4,371	4,865	2,900	5,890	6,617
折旧摊销	1,308	1,594	1,537	1,812	1,835
财务费用	788.18	949.35	1,041	970.85	858.36
投资损失	(3,228)	(3,444)	(2,067)	(4,067)	(4,472)
营运资金变动	192.54	226.07	(2,321)	(186.29)	(229.08)
其他经营现金	251.36	118.86	23.31	(2.85)	(5.87)
投资活动现金	(6,971)	(2,313)	(1,770)	1,474	1,636
资本支出	760.39	835.27	1,426	160.83	160.83
长期投资	(2,768)	(2,407)	(309.07)	1,629	1,789
其他投资现金	(3,442)	929.61	(35.05)	6.29	7.49
筹资活动现金	3,323	(2,481)	(992.39)	(5,444)	(5,486)
短期借款	(2,408)	1,893	2,000	0.00	0.00
长期借款	16,658	(1,590)	202.68	(3,126)	(1,984)
普通股增加	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00
资本公积增加	(425.11)	254.41	0.00	34.46	23.41
其他筹资现金	(10,502)	(3,038)	(3,195)	(2,353)	(3,526)
现金净增加额	35.70	(483.78)	(1,650)	446.40	753.26

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,759	8,185	7,182	9,078	9,561
营业成本	3,722	4,669	4,669	4,983	5,115
营业税金及附加	41.27	55.30	57.45	61.34	64.60
营业费用	46.81	59.77	64.64	66.29	69.82
管理费用	465.61	569.02	574.54	636.75	657.74
财务费用	788.18	949.35	1,041	970.85	858.36
资产减值损失	(101.19)	(7.90)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	0.00	1.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3,228	3,444	2,067	4,067	4,472
营业利润	4,842	5,343	2,900	6,471	7,312
营业外收入	59.65	84.07	387.86	84.07	84.07
营业外支出	31.82	90.33	31.16	25.16	25.16
利润总额	4,870	5,337	3,257	6,530	7,371
所得税	498.88	471.55	356.98	640.41	753.69
净利润	4,371	4,865	2,900	5,890	6,617
少数股东损益	460.99	538.59	277.13	574.11	657.71
归属母公司净利润	3,910	4,327	2,623	5,315	5,960
EBITDA	6,966	7,880	5,834	9,313	10,065
EPS (元, 基本)	0.63	0.70	0.42	0.86	0.96

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.56	21.09	(12.26)	26.40	5.32
营业利润	9.74	10.34	(45.72)	123.13	13.00
归属母公司净利润	16.09	10.65	(39.38)	102.67	12.12
获利能力 (%)					
毛利率	44.93	42.95	34.99	45.10	46.50
净利率	64.67	59.44	40.38	64.88	69.21
ROE	8.78	9.02	5.28	9.93	10.46
ROIC	9.66	9.45	6.50	10.61	8.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	40.77	40.67	39.87	36.29	33.42
净负债比率 (%)	37.10	35.68	41.47	32.72	26.28
流动比率	1.70	0.97	0.84	0.89	0.97
速动比率	1.44	0.77	0.63	0.69	0.76
营运能力					
总资产周转率	0.09	0.09	0.08	0.10	0.10
应收账款周转率	4.80	5.22	4.88	5.81	5.33
应付账款周转率	3.05	3.22	2.69	2.77	2.72
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.63	0.70	0.42	0.86	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.70	0.18	0.71	0.75
每股净资产(最新摊薄)	7.36	7.87	8.02	8.71	9.34
估值比率					
PE (倍)	10.90	9.85	16.25	8.02	7.15
PB (倍)	0.94	0.88	0.86	0.79	0.74
EV_EBITDA (倍)	9.39	8.42	11.99	7.16	6.37

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、林霞颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者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。

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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部、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。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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 在过去12个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：招商公路（001965.CH）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、林霞颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 招商公路（001965.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 招商公路（001965.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼(纽约 10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有 2021 年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com