

## 招商公路 (001965)

### 中国高速公路ETF，目标全球基建PE

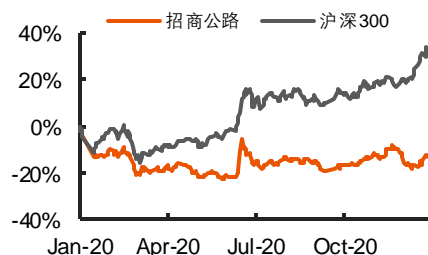
#### 推荐 (首次)

现价: 7.27 元

#### 主要数据

行业	电力
公司网址	www.cmexpressway.com
大股东/持股	招商局集团/68.65%
实际控制人	招商局集团有限公司
总股本(百万股)	6,178
流通 A 股(百万股)	1,933
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	449.16
流通 A 股市值(亿元)	140.51
每股净资产(元)	7.87
资产负债率(%)	40.5

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**严家源** 投资咨询资格编号  
S1060518110001  
021-20665162  
yanjiayuan712@pingan.com.cn

#### 研究助理

**张功** 一般从业资格编号  
S1060119010028  
  
zhanggong687@pingan.com.cn



#### 平安观点:

- **源自交通部，路产遍中国：**公司前身为交通部下属的华建中心，持有多家路桥公司的股权资产，控、参股路产合计近万公里，遍布全国 21 省。大体量的参股路产为公司带来了持续稳定的投资收益，之前对于公司的认知更偏向于国内收费路产的持股平台，类似于中国收费公路行业的 ETF。
- **守业与创业：**公司共持有 A 股其他 20 家公路上市公司中 12 家的股权，且基本为第二或第三大股东，此外还参股非上市路桥公司 7 家，投资收益在税前利润中占比过半且波动较小。但公司并不满足于此，2011-2019 九年内通过收购使控股路产的运营里程、车流量、通行费收入分别增长了五、七、六倍，是公用事业型公司中不多见的成长型标的。
- **转型主动管理：**公司一方面通过收购不断扩大控股运营路产的规模，另一方面对于现有路产持续进行配置优化。近年来，公司发挥自身行业龙头优势和投资判断能力，以产业基金模式引入长线资金开展路产投资、以联合舰队模式整合同业资源出海。未来，随着 REITS 试点的推进，有望进一步放大公司的投资能力。
- **依托全产业链优势参与智慧公路建设：**智慧公路是智慧交通的重点领域，浙江和江苏已率先发布智慧高速建设指南，车路协同和自动驾驶均是重点方向。未来 L2 及以上级别驾驶辅助技术的推广应用结合 V2X 等新型交通基础设施的建设升级，有望大幅提高道路通行效率、提升车流量，路桥运营商也可通过设备使用、差异化增值服务等方式增加单车收费水平。公司旗下招商交科院具备全产业链优势，将深度参与智慧公路建设之中。
- **投资建议：**预计公司 20/21/22 年 EPS 分别为 0.35/0.73/0.79 元，对应 1 月 15 日收盘价 PE 分别为 20.9/9.9/9.2 倍。公司一方面承接交通部丰厚资产、另一方面依托招商局外延开拓，从中国公路 ETF 向全球基建 PE 转型；未来还将进一步受益于 REITS 试点推进和智慧公路建设。考虑到公司尚处于扩张阶段，给予 2021 年 12 倍 PE 的估值，对应目标价 8.76 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6759	8185	7417	9490	10183
YoY (%)	26.6	21.1	-9.4	28.0	7.3
净利润(百万元)	3910	4327	2152	4533	4872
YoY (%)	16.1	10.7	-50.3	110.6	7.5
毛利率(%)	44.9	43.0	31.2	40.1	39.5
净利率(%)	57.8	52.9	29.0	47.8	47.8
ROE (%)	8.8	9.0	4.4	8.8	8.9
EPS(摊薄/元)	0.63	0.70	0.35	0.73	0.79
P/E(倍)	11.5	10.4	20.9	9.9	9.2
P/B(倍)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8

- **风险提示：**1、行业政策：国家宏观调控政策和税收政策的调整、变化将直接或间接地影响公司业务收入，受特殊风险事件及免费通行影响，公司通行费收入面临着政策带来的经营风险。2、竞争格局：区域经济发展的变化，具有替代效应的路桥、铁路的开通，可能影响公司运营和投资路产的收入。3、路桥事故：在路桥运营过程中，可能因大型物体撞击、货车超载等多种原因引致路桥设施遭受毁损、垮塌等事故，进而造成通行受阻、财产损失和人员伤亡等风险。4、自然灾害：高速公路运营易受不可预见的自然灾害、突发的大规模公共卫生事件等因素影响。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>源自交通部，路产遍中国</b> .....	<b>6</b>
1.1	控股路产贡献六成收入、八成毛利.....	6
1.2	路产遍及过半国土，投资收益占利润三分之二.....	8
<b>二、</b>	<b>守业与创业</b> .....	<b>9</b>
2.1	参股路产收益稳健.....	9
2.2	外延收购实现阶跃式成长.....	11
<b>三、</b>	<b>转型主动管理</b> .....	<b>13</b>
3.1	持续优化资产配置.....	13
3.2	产业基金模式开展路产投资.....	15
3.3	联合舰队模式出海.....	16
<b>四、</b>	<b>依托全产业链优势参与智慧公路建设</b> .....	<b>17</b>
<b>五、</b>	<b>投资建议</b> .....	<b>19</b>
5.1	盈利预测.....	19
5.2	估值分析.....	25
5.3	投资建议.....	26
<b>六、</b>	<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

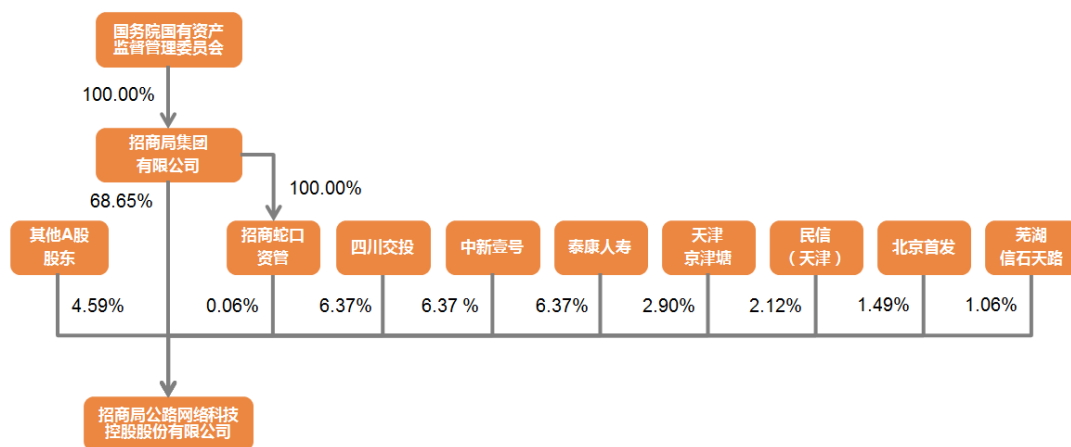
图表 1	招商公路股权结构（3Q20），控股股东招商局集团持股 68.71%.....	6
图表 2	2014-2019 年招商公路营业收入结构.....	7
图表 3	2014-2019 年招商公路营业收入分项占比.....	7
图表 4	2014-2019 年招商公路毛利润结构.....	7
图表 5	2014-2019 年招商公路毛利润分项占比.....	7
图表 6	2014-2019 年招商公路总体及分项业务毛利率.....	7
图表 7	招商公路运营及投资路产分布.....	8
图表 8	2014-2019 年招商公路税前利润结构.....	8
图表 9	2014-2019 年招商公路税前利润占比.....	8
图表 10	招商公路投资参股的路桥资产（截至 3Q20）.....	9
图表 11	2014-2019 年招商公路投资收益结构.....	10
图表 12	2011-2019 年招商公路参股路产投资收益.....	10
图表 13	2014-2019 年招商公路参股非上市路产投资收益结构.....	10
图表 14	2014-2019 年招商公路参股上市路产投资收益结构.....	10
图表 15	2019 年招商公路参股非上市路产里程结构.....	10
图表 16	2019 年招商公路参股上市路产里程结构.....	10
图表 17	招商公路控股及管理的路桥资产.....	11
图表 18	2010-2019 年招商公路控股路产运营里程结构.....	12
图表 19	2010-2019 年招商公路控股路产运营里程占比.....	12
图表 20	2010-2019 年招商公路控股路产车流量结构.....	12
图表 21	2010-2019 年招商公路控股路产车流量占比.....	12
图表 22	2010-2019 年招商公路控股路产通行费结构.....	12
图表 23	2010-2019 年招商公路控股路产通行费占比.....	12
图表 24	桂柳公路改扩建工程规划.....	13
图表 25	2011-2017 年桂柳公路营业收入.....	13
图表 26	2014-2018 年招商公路参股桂柳公路投资收益.....	13
图表 27	2011-2019 年江阴大桥营业收入.....	14
图表 28	2011-2019 年招商公路参股江阴大桥投资收益.....	14
图表 29	2011-2019 年广靖锡澄高速营业收入.....	14
图表 30	2011-2019 年招商公路参股广靖锡澄投资收益.....	14
图表 31	2011-2019 年宁靖盐高速营业收入.....	15
图表 32	2014-2019 年宁靖盐高速净利润.....	15
图表 33	招商平安基础设施一期股权投资基金股权结构.....	15
图表 34	土耳其北马尔马拉高速公路 Odayeri-Paşaköy 部分计划股权结构.....	16
图表 35	智慧公路相关政策.....	17
图表 36	智慧高速总体架构图.....	18

图表 37	2020 年特斯拉国产 Model3 累计销量近 14 万辆 .....	18
图表 38	2019 年招商公路交通科技及智慧交通板块营业收入同比增长 43.2% .....	19
图表 39	2019 年招商公路交通科技及智慧交通板块毛利润同比增长 34.6%.....	19
图表 40	2020-2025 年招商公路控股路产业务测算.....	20
图表 41	2020-2025 年招商公路光伏发电业务测算.....	21
图表 42	2020-2025 年招商公路交通科技业务测算.....	21
图表 43	2020-2025 年招商公路智慧交通业务测算.....	21
图表 44	2020-2025 年招商公路生态环保业务测算.....	22
图表 45	2020-2025 年招商公路参股非上市路产投资收益测算 .....	23
图表 46	2020-2025 年招商公路参股上市路产投资收益测算 .....	24
图表 47	2020-2025 年招商公路主要财务指标测算.....	24
图表 48	招商公路与 A 股同业公司估值对比 .....	25
图表 49	估值参数设定 ( WACC 与永续增长率 ) .....	25
图表 50	招商公路 DCF 估值敏感性分析.....	26

## 一、源自交通部，路产遍中国

招商局公路网络科技控股股份有限公司的前身为1993年12月18日成立的华建交通经济开发中心，是隶属于交通部的全民所有制企业。公司1999年3月整体划转进入招商局集团，2011年6月8日改制为招商局华建公路投资有限公司，2016年7月26日变更为招商局公路网络科技控股股份有限公司并引入五家战略投资者，其中招商局集团以招商交科院100%股权增资入股。2017年12月25日，公司完成吸收合并华北高速（000916.SZ）并在深交所上市交易，控股股东为招商局集团有限公司。

图表1 招商公路股权结构（3Q20），控股股东招商局集团持股68.71%



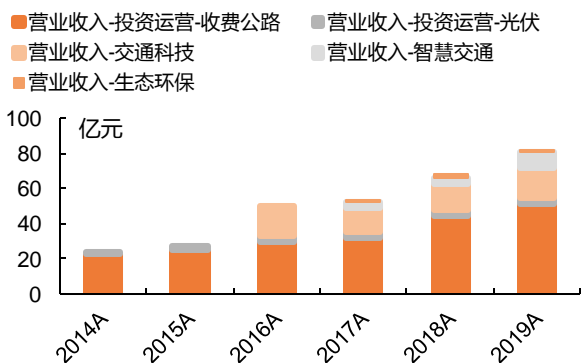
资料来源：公司公告，平安证券研究所

招商局集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，被列为香港四大中资企业之一。目前，招商局业务主要集中于综合交通、特色金融、城市与园区综合开发运营三大核心产业，并正实现由三大主业向实业经营、金融服务、投资与资本运营三大平台转变。2019年，集团实现营业收入7144亿元，同比增长9.9%；利润总额1631亿元、净利润1266亿元，同比分别增长12.4%和18.3%；截至2019年底，集团总资产9.1万亿元，同比增长14.6%。利润总额、净利润和总资产在央企中均排名第一。

### 1.1 控股路产贡献六成收入、八成毛利

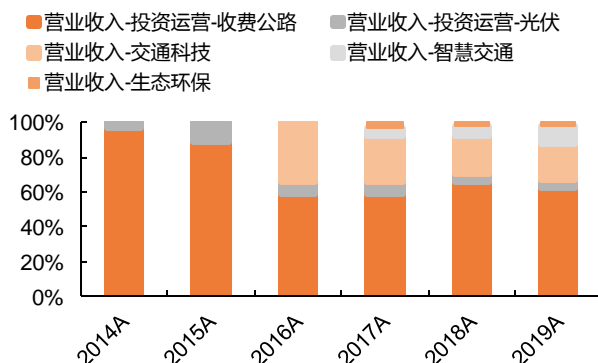
公司的业务经营范围包括公路交通基础设施投资运营、交通科技、智能交通及其他公路相关产业等，覆盖公路产业链重要环节，主营业务可分为投资运营和招商交科院两大板块。其中，前者包括收费公路业务以及原华北高速留存的光伏发电业务，毛利率较高，基本在50%以上；后者包括交通科技、智慧交通、生态环保等公路配套业务，毛利率较低，约15%左右。在2016年完成与招商交科院重组之后，收费公路业务在营收、毛利中的占比分别在六成、八成左右。

图表2 2014-2019年招商公路营业收入结构



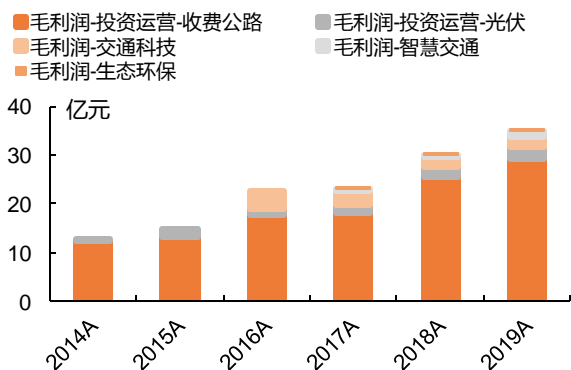
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表3 2014-2019年招商公路营业收入分项占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

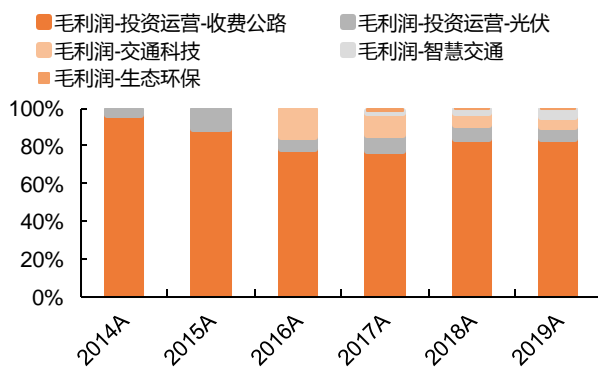
图表4 2014-2019年招商公路毛利润结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 2018、2019年公路和光伏业务的成本及利润拆分为测算值。

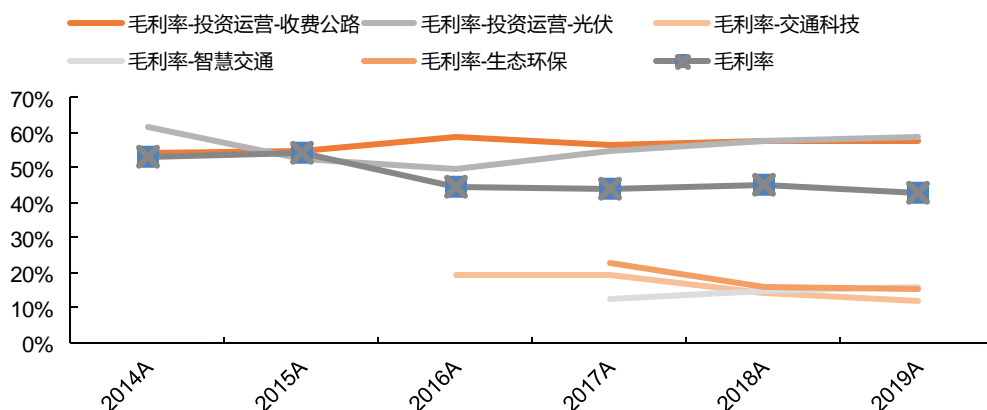
图表5 2014-2019年招商公路毛利润分项占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 2018、2019年公路和光伏业务的成本及利润拆分为测算值。

图表6 2014-2019年招商公路总体及分项业务毛利率



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 2018、2019年公路和光伏业务的成本及利润拆分为测算值。

## 1.2 路产遍及过半国土，投资收益占利润三分之二

截至 2019 年底，公司投资经营的公路、桥梁、隧道总里程达 9820 公里，覆盖全国 21 个省、自治区和直辖市，在经营性高速公路行业中稳居第一；权益里程达 3074 公里，参股多家优质收费公路公司，其中 A 股公路上市公司共 12 家，覆盖沪深 A 股近三分之二的业内公司；管理的收费公路项目共计 24 条，管理里程达 1824 公里，分布于 15 个省、自治区和直辖市。

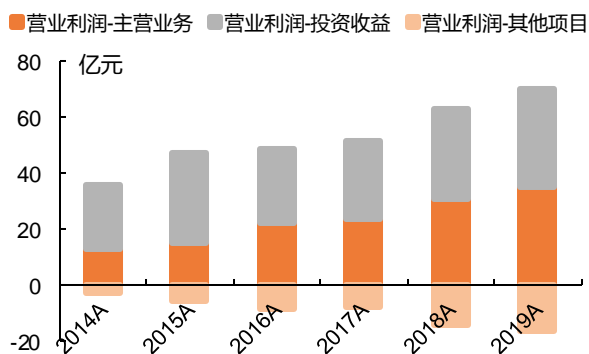
图表7 招商公路运营及投资路产分布



资料来源:公司官网, 平安证券研究所

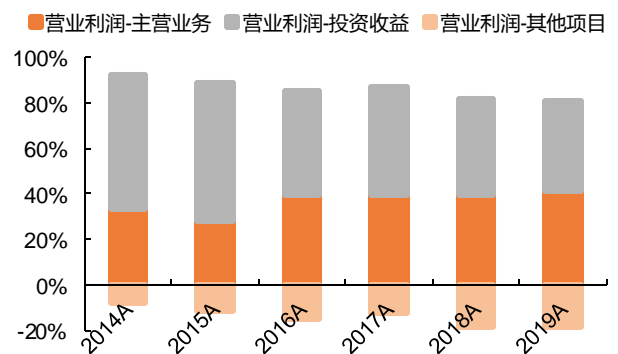
大体量的参股路产为公司带来了持续稳定的投资收益，2014-2019 年均值近三十亿元，在税前利润总额中的占比约三分之二。直至 2019 年，各项主营业务的毛利之和才首次超过投资收益。因此之前对于公司的认知更偏向于一个国内收费路产的持股平台，类似于中国收费公路行业的 ETF。

图表8 2014-2019 年招商公路税前利润结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表9 2014-2019 年招商公路税前利润占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所



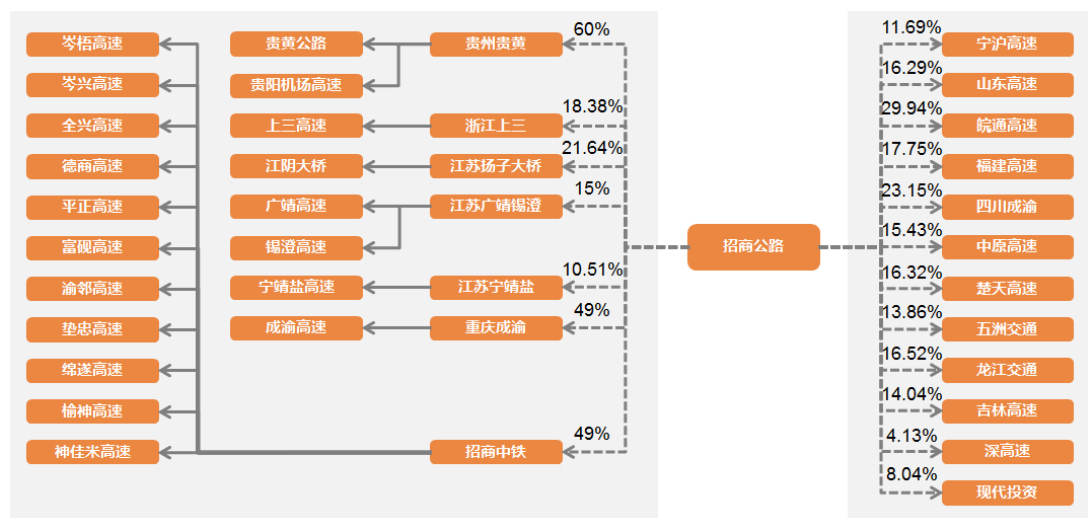
## 二、 守业与创业

### 2.1 参股路产收益稳健

公司作为原交通部下属单位，因历史原因持有多家路桥公司的股权资产，包括通过交通部无偿划转、与交通部资产置换、利用路权资产分红再投资、发起设立合营公司等方式陆续进入公司体系内，也有控股股东招商局集团与地方合营的项目。截至 2020 年三季度末，公司共持有 A 股其他 20 家公路上市公司中 12 家的股权，且基本为第二或第三大股东；此外，公司还参股非上市公路公司 7 家，合计管控高速 18 条、大桥 1 座。

- 非上市路产：截至 2019 年底，包括新收购的广西中铁在内，合计控股收费里程 1584 公里；以股权比例测算，全年实现投资收益约 7.74 亿元，在总投资收益中占比约 22.5%；2014-2019 年年均实现投资收益约 7 亿元。
- 上市路产：截至 2019 年底，包括 2020 年初由其他权益工具投资转为长期股权投资的现代投资 (000900.SZ) 在内，合计控股收费里程 6122 公里、管理收费里程 8090 公里；以股权比例测算，全年实现投资收益约 23.49 亿元(不含现代投资)，在总投资收益中占比约 68.2%；2014-2019 年年均实现投资收益约 19 亿元。

图表10 招商公路投资参股的路桥资产（截至 3Q20）

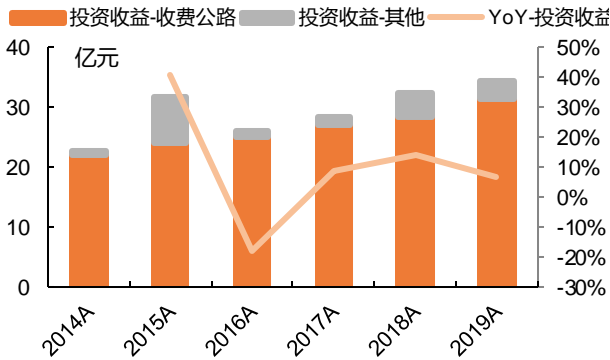


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 贵黄公司依据中外合作经营企业法设立, 由中外双方股东实施共同控制, 确认为合营企业并不并表。

2019 年公司参股路产共实现投资收益 31.23 亿元, 高于控股路产约 29 亿元的毛利润; 在总投资收益中的占比约 90.7%、在税前利润中占比过半。另一方面, 参股路产分布的分散特性有利于减少单一地区或单一路桥因政策、车流量等因素变化导致的波动, 2015-2019 年参股路产投资收益 CAGR 为 7.0%且波动较小。

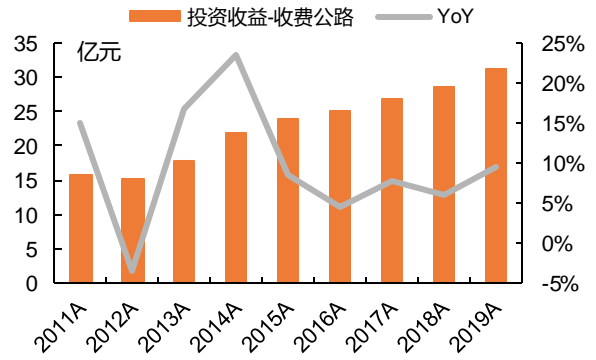
图表11 2014-2019年招商公路投资收益结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 部分公司投资收益根据净利润及股权比例估算。

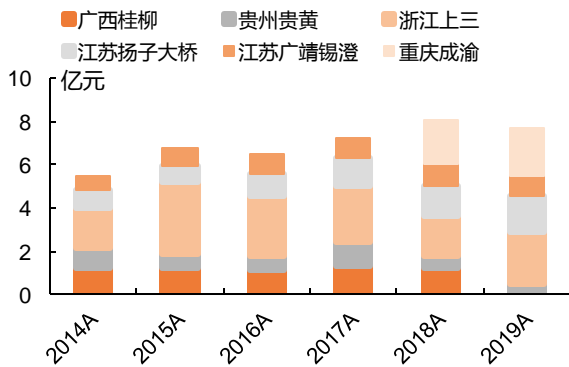
图表12 2011-2019年招商公路参股路产投资收益



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 部分公司投资收益根据净利润及股权比例估算。

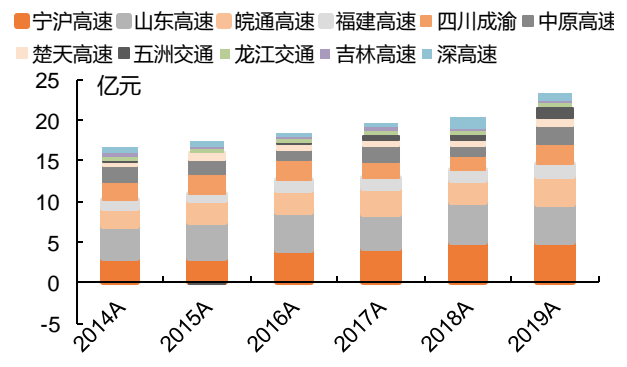
图表13 2014-2019年招商公路参股非上市路产投资收益结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 部分公司投资收益根据净利润及股权比例估算。

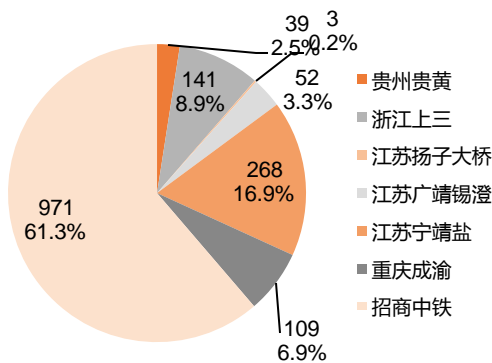
图表14 2014-2019年招商公路参股上市路产投资收益结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

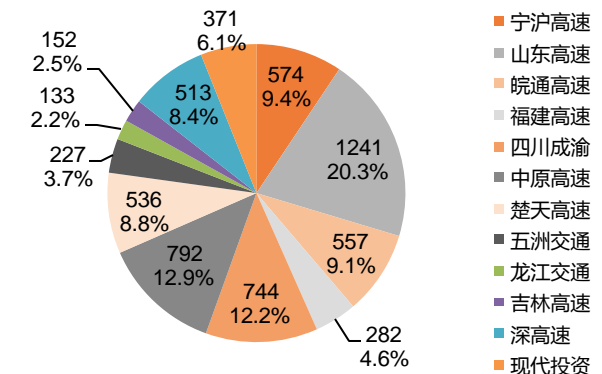
注: 部分公司投资收益根据净利润及股权比例估算。

图表15 2019年招商公路参股非上市路产里程结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表16 2019年招商公路参股上市路产里程结构

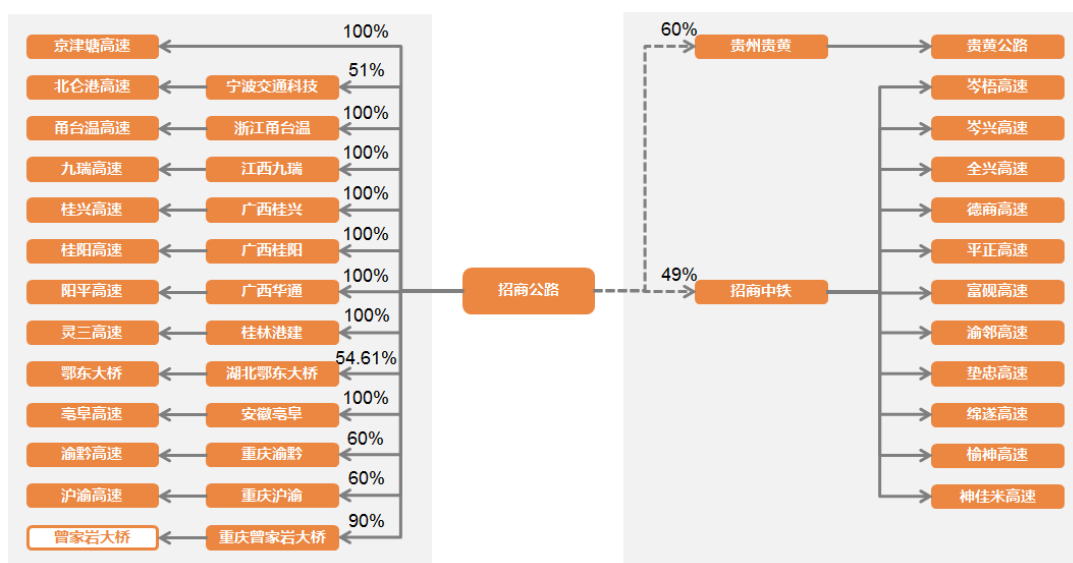


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

## 2.2 外延收购实现阶跃式成长

在 2010 年，公司自有路产仅有一条原华北高速旗下的京津冀高速。而到 2019 年末，公司已经拥有京津冀地区的京津塘高速，长三角地区的浙江甬台温（温州段）、宁波北仑港、安徽亳阜高速，中部地区的江西九瑞、广西桂兴、广西桂阳、广西阳平、广西灵三、重庆渝黔、重庆沪渝、湖北鄂东大桥共计 12 个项目，合计里程 880 公里；此外，公司还有 1 个控股在建项目重庆曾家岩大桥 PPP 项目。2011-2019 九年之中，公司控股路产运营里程、车流量、通行费收入分别增长了五倍、七倍、六倍，CAGR 分别达到了 22.4%、26.6%、24.0%，是公用事业型公司中不多见的成长型标的。

图表 17 招商公路控股及管理的路桥资产



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

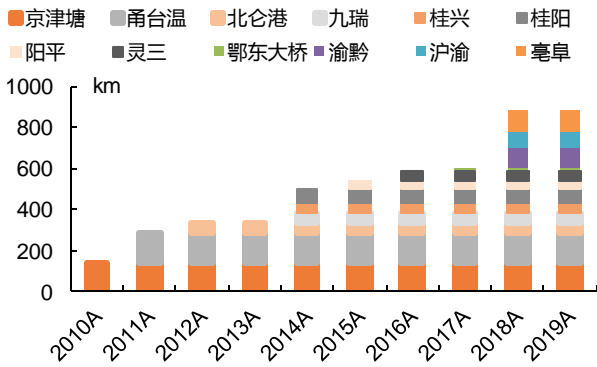
注: 贵黄公司依据中外合作经营企业法设立, 由中外双方股东实施共同控制, 确认为合营企业不并表。

2011-2019 这九年中，公司自有路产经历了三次阶跃式的成长：

- 第一次阶跃：2011、2012 年先后收购了位于浙江省的甬台温高速温州段和宁波北仑港共 2 条高速，运营里程、车流量、通行费收入均实现翻倍式增长。
- 第二次阶跃：2015 年前后依次收购了江西省的九瑞和广西省的桂兴、桂阳、阳平、灵三（桂林绕城）共 5 条高速，运营里程、车流量、通行费收入 CAGR 分别为 20.8%、14.4%、12.0%。
- 第三次阶跃：2018 年前后收购了湖北省的鄂东大桥、重庆市的渝黔和沪渝、安徽省的亳阜共 3 条高速和 1 座大桥，运营里程、车流量、通行费收入 CAGR 分别为 22.3%、32.2%、26.4%。

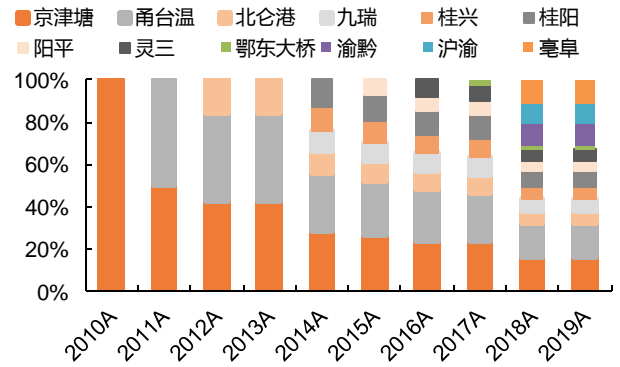
就关键的通行费收入结构来看，2019 年浙江的 2 条路产依然占据了最大的份额，接近 37%；重庆的 2 条路产占比接近 20%；广西的 4 条路产接近 15%，已经超过了公司起家的京津塘。广西和江西地区的路产增速优异，未来份额有望进一步提升。此外，考虑到广西中铁资产包的股权结构（招商公路、中铁交通各占 49%，工银投资占 2%），不排除未来待项目盈利能力提高后择机实现控股并表的可能，届时公司的控股运营里程和通行费收入将再一次出现阶跃。

图18 2010-2019年招商公路控股路产运营里程结构



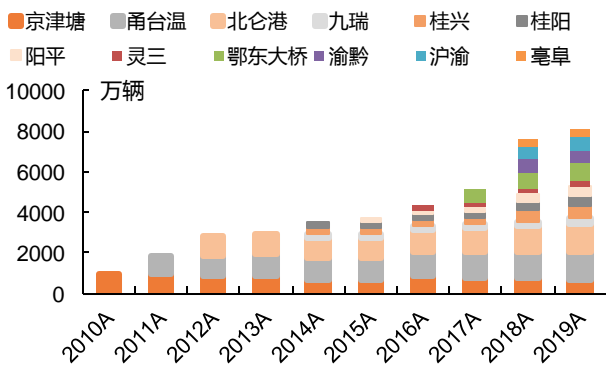
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图19 2010-2019年招商公路控股路产运营里程占比



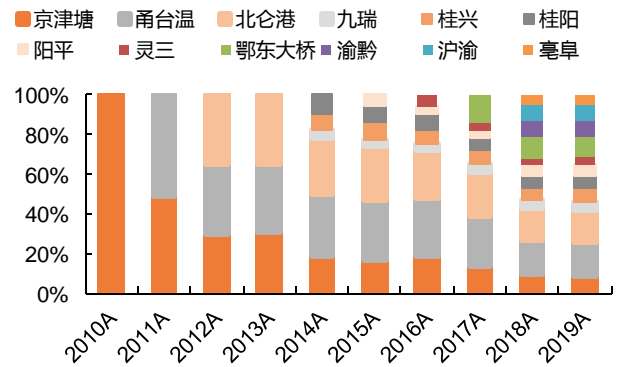
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图20 2010-2019年招商公路控股路产车流量结构



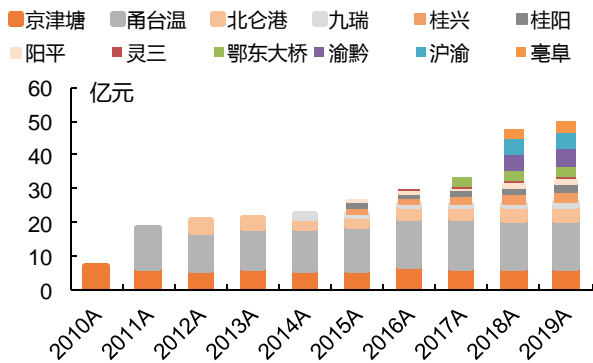
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图21 2010-2019年招商公路控股路产车流量占比



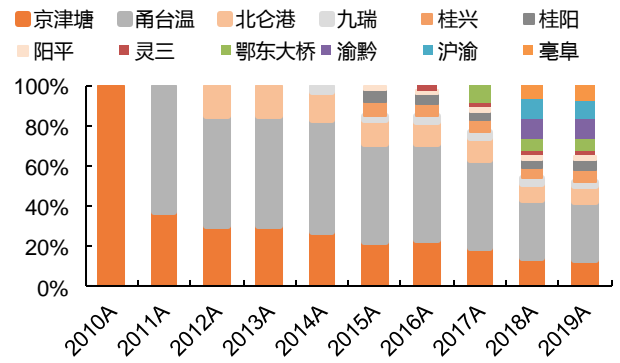
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图22 2010-2019年招商公路控股路产通行费结构



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图23 2010-2019年招商公路控股路产通行费占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

### 三、 转型主动管理

#### 3.1 持续优化资产配置

公司一方面通过收购不断扩大控股运营路产的规模，另一方面对于持有的路产持续进行配置优化。具体案例有二：

##### ■ 3.1.1 出售广西桂柳公路 40%股权

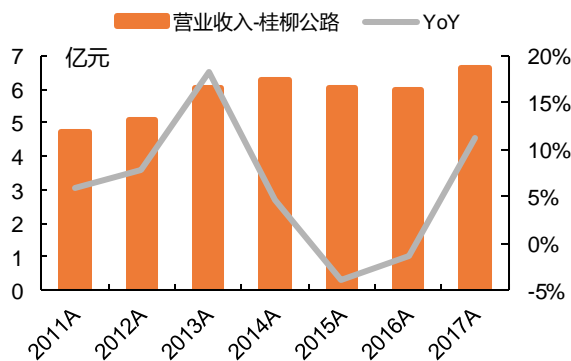
早在 2014 年，广西交通运输管理部门即已提出对 1997 年通车的省内第一条高速公路——桂柳高速进行改扩建；2019 年 12 月 19 日，“四改八”改扩建工程正式开工，项目估算总投资约 165.5 亿元，计划建设工期 4 年。考虑到建设期间大量的资金支出和对运营及收益的影响，公司提前在 2018 年底完成对桂柳公路合营公司 40% 股权的转让工作。

图表 24 桂柳公路改扩建工程规划



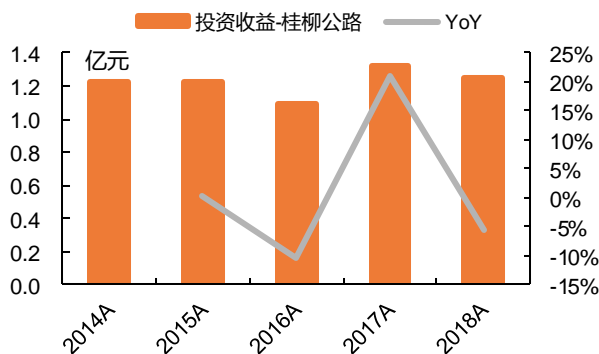
资料来源:南宁新闻网, 平安证券研究所

图表 25 2011-2017 年桂柳公路营业收入



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表 26 2014-2018 年招商公路参股桂柳公路投资收益



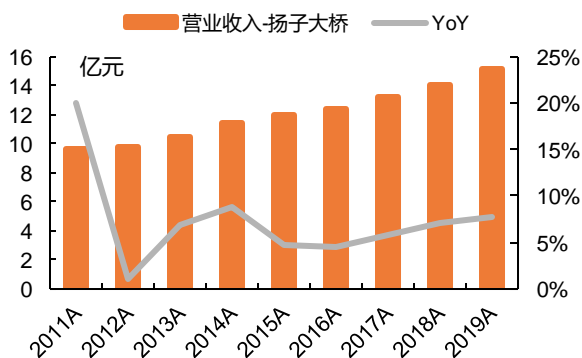
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

■ 3.1.2 扬子大桥 21.64%股权、广靖锡澄高速 15%股权和宁靖盐高速 53.08% 股权资产置换

2018 年 11 月公司发布公告，计划以持有的扬子大桥公司和广靖锡澄公司全部股权等价置换宁靖盐高速 53.08%的股权，从而实现对宁靖盐高速的控股并表。如果置换成功，公司控股运营里程将一次性增加 268 公里至 1148 公里。虽然因盐靖高速计划进行改扩建而在 2019 年 10 月终止，但此次方案体现了公司对于路产未来流量的预判和选择。

- 江阴大桥及其连接线广靖锡澄高速通行量日渐饱和，常态化拥堵造成通行效率下降；且随着五峰山大桥及江宜高速即将在 2021 年前后通车，其作为 G2 京沪高速初始规划的过江通道，必然将对现有通道江阴大桥及其连接线广靖锡澄高速的车流量造成分流影响。
- 宁靖盐高速下辖的 G1515(原 S29)盐靖高速位于 G2 京沪高速和 G15 沈海高速这两条南北向大动脉之间，且处于江阴大桥及广靖高速的北向延伸，持续获益于对两者的分流作用；下辖的 S28 启扬高速与长江以南的 G4221 沪武高速上海至常州段(沿江高速)基本平行，双向四车道的沿江高速同样存在通行量饱和的问题，随着苏中、苏北和浦东地区的连接日益紧密，目的地始发地上海浦东的部分车流同样可能分流至启扬高速。

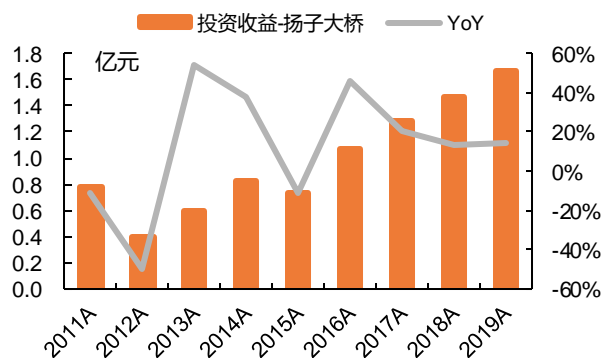
图表 27 2011-2019 年江阴大桥营业收入



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 部分年份投资收益根据净利润及股权比例估算。

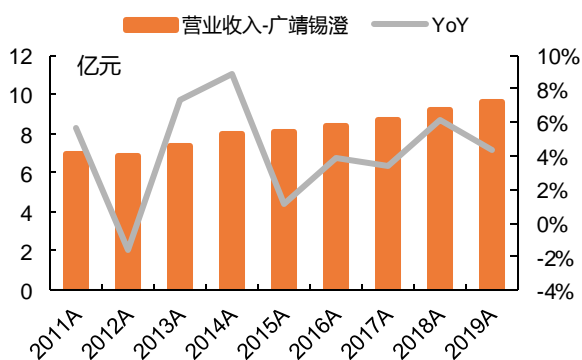
图表 28 2011-2019 年招商公路参股江阴大桥投资收益



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 部分年份投资收益根据净利润及股权比例估算。

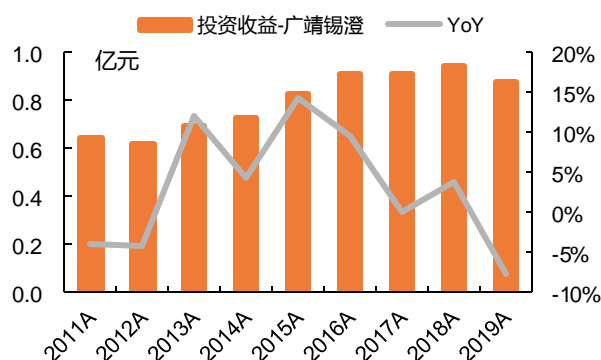
图表 29 2011-2019 年广靖锡澄高速营业收入



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 部分年份投资收益根据净利润及股权比例估算。

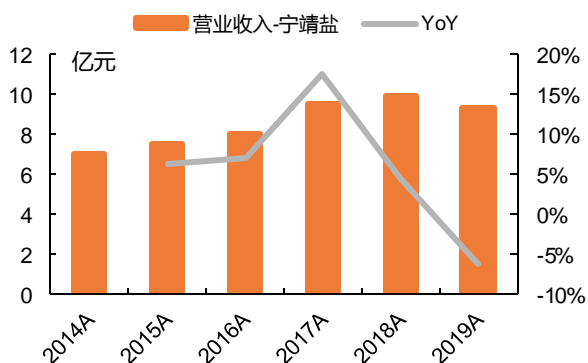
图表 30 2011-2019 年招商公路参股广靖锡澄投资收益



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

注: 部分年份投资收益根据净利润及股权比例估算。

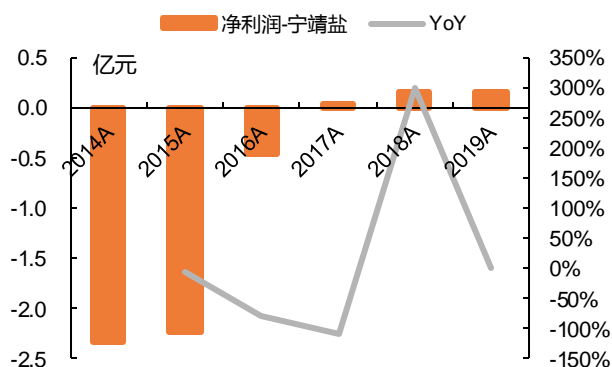
图表31 2011-2019年宁靖盐高速营业收入



资料来源:公司公告,平安证券研究所

注:部分年份投资收益根据净利润及股权比例估算。

图表32 2014-2019年宁靖盐高速净利润



资料来源:公司公告,平安证券研究所

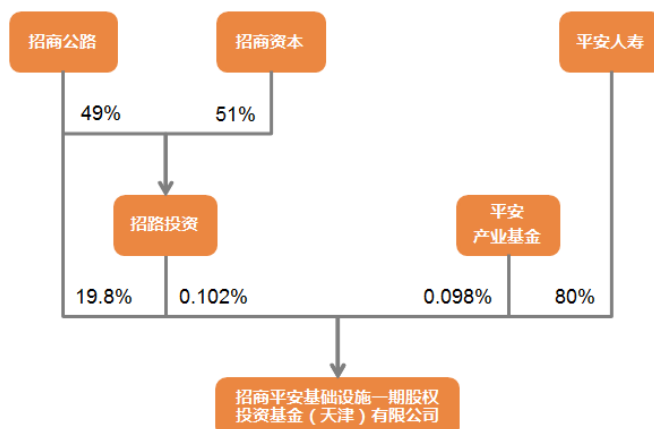
注:部分年份投资收益根据净利润及股权比例估算。

### 3.2 产业基金模式开展路产投资

2019年12月27日,公司发布公告,拟与招商公路股权投资基金管理(天津)有限公司并联合平安基础产业投资基金管理有限公司共同投资招商平安基础设施股权投资基金。基金的投资方向为以高速公路、收费桥梁为主的基础设施项目,其中高速公路、收费桥梁资产的投资比例不低于80%,原则上不投资新建、在建项目。基金管理人平安产业基金公司,投资顾问是招商公路与招商资本按照49%:51%股比合资组建的招路投资。基金总体规模不超过50亿元人民币,其中基金管理人出资490万元人民币、投资顾问出资510万元人民币,公司出资9.9亿元人民币,剩余40亿元出资由基金管理人向保险机构投资者、产业机构投资者及其他合格机构投资者资金募集。

基金存续期限为十五年,备案后的前三年为投资期,投资期届满后剩余期限为退出期。从基金的决策角度看,投委会的8名成员中,基金管理人占4名、投资顾问占2名,招商公路占2名;顾问委员会的4名成员中,基金管理人、投资顾问、其他投资者和招商公路各占1名。由此可见,公司在基金的运作管理和投资决策中具有举足轻重的地位。截至2020年6月,基金已经通过中国保险资产管理业协会注册,并完成50亿元的资金募集。

图表33 招商平安基础设施一期股权投资基金股权结构

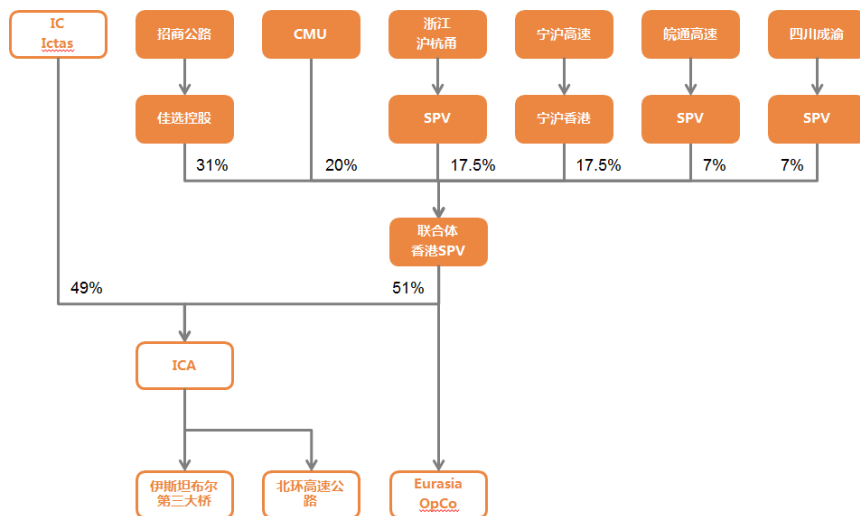


资料来源:公司公告,平安证券研究所

### 3.3 联合舰队模式出海

2019年12月23日,公司与招商局联合发展有限公司(CMU)、浙江沪杭甬高速公路股份有限公司、江苏宁沪高速公路股份有限公司、四川成渝高速公路股份有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司以其各自在香港设立的特殊目的公司(SPV)共同出资设立联合体香港SPV,以联合体香港SPV或联合体香港SPV下设的其他SPV收购位于土耳其的ICA公司51%股权及ICA公司原股东51%股东借款、位于香港的Eurasia OpCo公司51%股权。标的公司100%股权(含股东借款及利息)的评估值为13.63亿美元,标的资产的交易价格为6.885亿美元。其中,公司在联合体SPV中持股31%,为第一大股东,凸显其在国内高速公路公司中的旗舰地位。

图表34 土耳其北马尔马拉高速公路 Odayeri-Paşaköy 部分计划股权结构



资料来源:公司公告,平安证券研究所

ICA公司拥有位于土耳其伊斯坦布尔的北马尔马拉高速公路 Odayeri-Paşaköy 部分(包括博斯普鲁斯第三大桥), Eurasia OpCo公司控制负责对其进行运营维护的实体公司。伊斯坦布尔是土耳其经济中心城市,伊斯坦布尔第三大桥及北环高速公路横跨博斯布鲁斯海峡,是连接欧亚大陆的唯一陆路货运通道,且紧邻土耳其最大的国际机场,是机场高速公路的重要组成部分。截至2020年9月,此次境外投资已取得中国商务部颁发的《企业境外投资证书》和发改委颁发的《境外投资项目备案通知书》。

2020年4月24日,证监会、国家发改委联合发布《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》;7月31日,国家发改委发布《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》。收费公路作为REITs试点重点聚焦行业之一,未来将对盘活存量资产、加快资金回收、提高投资能力等将带来促进作用。而公司具备丰富的路产投资经验,有望率先获益。



## 四、 依托全产业链优势参与智慧公路建设

2016年4月19日，交通运输部印发《交通运输信息化“十三五”发展规划》，要求大力推进智慧交通建设，不断提高交通运输信息化发展水平。规划提出，在高速公路和中心城市开展新一代交通控制网示范应用，实现交通运输网络化、智能化控制，提高运行效率和交通运输安全水平。推进智慧公路示范应用，实现路网管理、车路协同和出行信息服务的智能化。智慧交通之中，智慧公路是重点领域，相关政策接连不断。

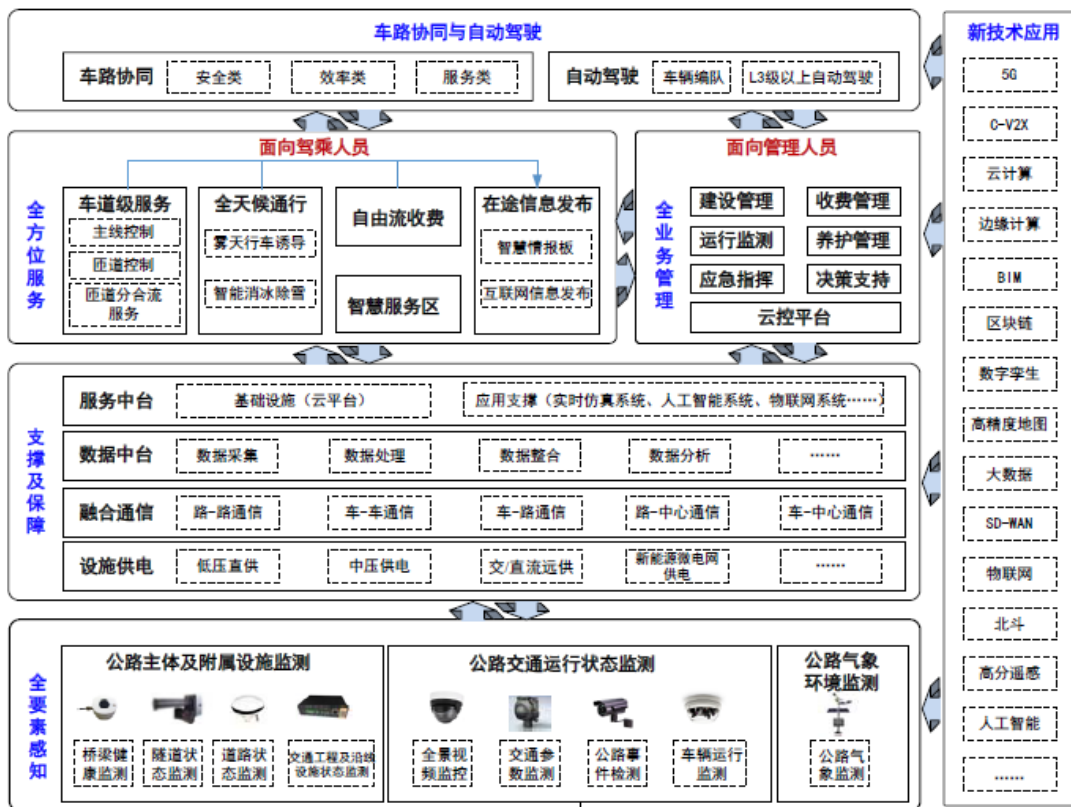
图表35 智慧公路相关政策

政策	发布时间	发布单位	关键内容
交通运输信息化“十三五”发展规划	2016/4/19	交通运输部	1、大力推进智慧交通建设，不断提高交通运输信息化发展水平。 2、推进智慧公路示范应用，实现路网管理、车路协同和出行信息服务的智能化。
推进智慧交通发展行动计划（2017-2020年）的通知	2017/1/22	交通运输部	明确近期智慧交通发展的工作思路、主要目标和重点任务。
关于加快推进新一代国家交通控制网和智慧公路试点的通知	2018/2/27	交通运输部	1、选取北京、河北、吉林、江苏、浙江、福建、江西、河南、广东9个省（市）进行试点。 2、将基础设施数字化、路运一体化车路协同、北斗高精度定位综合应用、基于大数据的路网综合管理、“互联网+”路网综合服务、新一代国家交通控制网6个方向作为重点。
数字交通发展规划纲要	2019/7/25	交通运输部	1、到2025年，交通运输基础设施和运载装备全要素、全周期的数字化升级迈出新步伐，数字化采集体系和网络化传输体系基本形成。 2、到2035年，交通基础设施完成全要素、全周期数字化，天地一体的交通控制网基本形成，按需获取的即时出行服务广泛应用。
交通强国建设纲要	2019/9/19	中共中央、国务院	1、推动大数据、互联网、人工智能、区块链、超级计算等新技术与交通行业深度融合。 2、推进数据资源赋能交通发展，加速交通基础设施网、运输服务网、能源网与信息网络融合发展，构建泛在先进的交通信息基础设施。 3、构建综合交通大数据中心体系，深化交通公共服务和电子政务发展。 4、推进北斗卫星导航系统应用。
关于推动交通运输领域新型基础设施建设的指导意见	2020/8/6	交通运输部	1、推动先进信息技术应用，逐步提升公路基础设施规划、设计、建造、养护、运行管理等全要素、全周期数字化水平。 2、深化高速公路电子不停车收费系统（ETC）门架应用，推进车路协同等设施建设，丰富车路协同应用场景。 3、推动公路感知网络与基础设施同步规划、同步建设，在重点路段实现全天候、多要素的状态感知。 4、应用智能视频分析等技术，建设监测、调度、管控、应急、服务一体的智慧路网云控平台。 5、依托重要运输通道，推进智慧公路示范区建设。 6、鼓励应用公路智能养护设施设备，提升在役交通基础设施检查、检测、监测、评估、风险预警以及养护决策、作业的快速化、自动化、智能化水平，提升重点基础设施自然灾害风险防控能力。 7、建设智慧服务区，促进融智能停车、能源补给、救援维护于一体的现代综合服务设施建设。 8、推动农村公路建设、管理、养护、运行一体的综合性管理服务平台建设。

资料来源：国务院，交通运输部，平安证券研究所

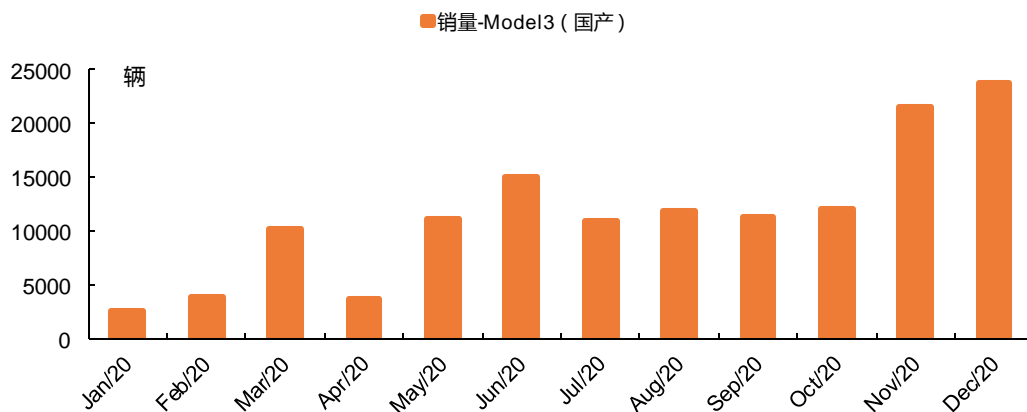
截至目前，首批试点9省市中，浙江和江苏已经率先发布了自己的智慧高速公路建设指南。值得注意的是，在浙江和江苏的建设指南中，车路协同和自动驾驶均占据了较大篇幅。在以特斯拉为代表的车企中，具备L2及以上级别的驾驶辅助技术已经得到大面积的推广应用。未来结合V2X等相关新型交通基础设施建设，有望大幅提高道路通行效率、提高车流量水平；路桥运营商也可通过提供设备使用、差异化增值服务等方式增加单车收费水平。

图表36 智慧高速总体架构图



资料来源:江苏省交通运输厅, 平安证券研究所

图表37 2020年特斯拉国产 Model3 累计销量近 14 万辆



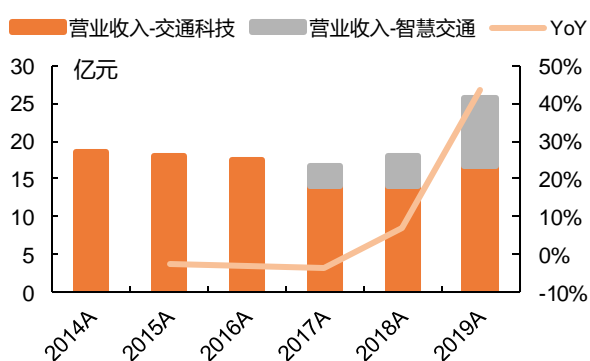
资料来源:中汽协, 平安证券研究所

公司目前主要依托招商交科院这一业内王牌开展智慧交通相关业务。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。招商交科院是行业领先的交通科技综合服务商, 拥有各级各类从业资质近 40 项, 建有国家级、省部级等各类研究开发平台 21 个, 培育出交通科技、智慧交通、生态环保三大业务板块, 与投资运营板块协同, 形成了涵盖勘察、设计、咨询、特色施工, 到投资、

运营、养护、服务等公路全产业链业务形态。招商交科院旗下拥有从事特殊路面材料研制及铺装业务的智翔公司，从事智慧高速系统集成及智能产品开发业务的华驰公司，从事索缆产品研发及安装业务的万桥公司，从事工程监理业务的中宇公司，从事 PPP 等大型建设工程管理业务的全通公司，从事生态环保、景观建筑技术开发及建设运营业务的招商生态，从事道路监测、路产管理及交通物联网数据服务业务的招商路信，从事公路建设、养护全过程检测、咨询及科研业务的招商检测，从事机动车辆质检、试验及咨询业务的重庆车检院等企业。

目前全国规模最大、场景最全的智慧高速公路——G5021 石渝高速公路（原沪渝南线高速）涪陵至丰都段车路协同项目，即是由重庆车检院参与建设。

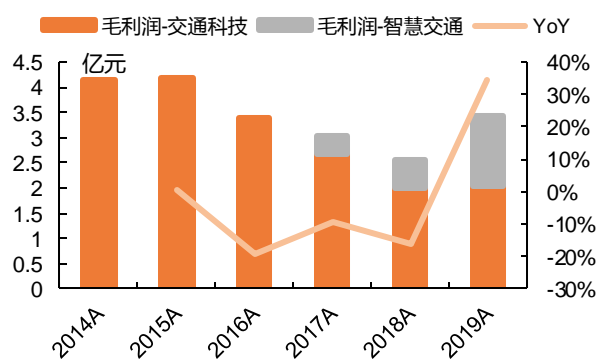
图表 38 2019 年招商公路交通科技及智慧交通板块营业收入同比增长 43.2%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 2016 年前为合并招商交科院后追溯值。

图表 39 2019 年招商公路交通科技及智慧交通板块毛利润同比增长 34.6%



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 2016 年前为合并招商交科院后追溯值。

## 五、投资建议

### 5.1 盈利预测

对于公司 2020-2025 年的盈利预测，我们根据控股路产、交通科技等其他主营业务、投资收益共三个项目分别进行假设和测算分析。

#### 5.1.1 主营业务：控股路产

公司控股收费公路业务的关键假设如下：

- 车流量：东部地区的路产及重庆渝黔维持在现有水平上并以 0%-5% 的低速增长；中、西部地区路产以 5%-10% 的较高增速成长 5-10 年后，再以 0%-5% 的低增速成长。
- 单车收入：考虑到 ETC 全面推广的进度，假设 2020 年在运路桥的单车收入下降约 1-3%，此后维持不变。
- 成本：特许经营权摊销参照车流量；其他成本的增速约 2%-5%，并考虑路产收费到期的影响。

据此，得到公司 2020-2025 年控股路产的预测如下：

图表40 2020-2025年招商公路控股路产业务测算

控股路产	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
日均流量(万辆/日)	22.18	23.37	29.16	31.04	33.09	35.02	37.03
YoY	6.3%	5.4%	24.8%	6.4%	6.6%	5.8%	5.7%
全年流量(万辆)	8095.15	8553.19	10644.73	11330.60	12076.03	12815.52	13515.31
YoY	6.3%	5.7%	24.5%	6.4%	6.6%	6.1%	5.5%
日均收入(万元/日,含增值税)	1367.95	1407.22	1534.78	1618.28	1704.67	1790.08	1878.72
YoY	4.3%	2.9%	9.1%	5.4%	5.3%	5.0%	5.0%
日均单车收入(元/辆,含增值税)	61.68	60.22	52.63	52.13	51.52	51.12	50.74
YoY	-1.8%	-2.4%	-12.6%	-0.9%	-1.2%	-0.8%	-0.8%
日均单位里程单车收入 (元/(辆*km),含增值税)	0.79	0.77	0.78	0.78	0.78	0.78	0.78
YoY	-0.8%	-2.4%	0.6%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
销售收入-通行费 (亿元,含增值税)	49.93	38.78	56.02	59.07	62.22	65.52	68.57
营业收入-其他(亿元)	2.39	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09
营业收入(亿元)	50.86	39.74	56.48	59.44	62.50	65.70	68.67
YoY	15.2%	-21.9%	42.1%	5.2%	5.2%	5.1%	4.5%
营业成本(亿元)	21.58	22.40	24.68	25.81	27.05	28.32	29.53
YoY	15.3%	3.8%	10.2%	4.6%	4.8%	4.7%	4.3%
毛利(亿元)	29.29	17.34	31.80	33.63	35.45	37.38	39.13
YoY	15.1%	-40.8%	83.4%	5.7%	5.4%	5.5%	4.7%
毛利率	57.6%	43.6%	56.3%	56.6%	56.7%	56.9%	57.0%

资料来源:公司公告,平安证券研究所

注:1、根据2020年中报,假设疫情免费通行对通行费收入的影响为12.72亿元。

2、2019年营业成本按照剔除光伏发电业务的营业成本测算。

### ■ 5.1.2 其他主营业务:光伏发电、交通科技、智慧交通、生态环保

其他板块业务的关键假设如下:

- 光伏发电:营收、成本、毛利率参照现有情况。
- 交通科技:营收增速自10%逐步放缓至0%,毛利率自10%逐步放缓至8%。
- 智慧交通:营收增速自20%逐步放缓至0%,毛利率维持在15%。

➤ 生态环保：营收、成本、毛利率参照现有情况。

据此，得到公司 2020-2025 年其他板块业务的预测如下：

**图表41 2020-2025 年招商公路光伏发电业务测算**

光伏发电	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	3.72	3.70	3.70	3.70	3.70	3.70	3.70
YoY	2.9%	-0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本（亿元）	1.52	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60	1.60
YoY	-0.9%	5.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利（亿元）	2.20	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09	2.09
YoY	5.7%	-4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	59.0%	56.6%	56.6%	56.6%	56.6%	56.6%	56.6%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2019 年营业成本参照历史数据测算。

**图表42 2020-2025 年招商公路交通科技业务测算**

交通科技	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	16.75	18.42	20.27	22.29	23.41	24.58	25.81
YoY	18.2%	10.0%	10.0%	10.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本（亿元）	14.72	16.58	18.24	20.29	21.30	22.61	23.74
YoY	20.8%	12.6%	10.0%	11.2%	5.0%	6.2%	5.0%
毛利（亿元）	2.03	1.84	2.03	2.01	2.11	1.97	2.06
YoY	2.1%	-9.2%	10.0%	-1.0%	5.0%	-6.7%	5.0%
毛利率	12.1%	10.0%	10.0%	9.0%	9.0%	8.0%	8.0%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

**图表43 2020-2025 年招商公路智慧交通业务测算**

智慧交通	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	8.97	10.76	12.91	14.85	17.08	18.79	20.67
YoY	137.0%	20.0%	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%

营业成本 (亿元)	7.56	9.15	10.98	12.62	14.52	15.97	17.57
YoY	134.9%	21.0%	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利 (亿元)	1.41	1.61	1.94	2.23	2.56	2.82	3.10
YoY	148.8%	14.7%	20.0%	15.0%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表44 2020-2025年招商公路生态环保业务测算

生态环保	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	0.72	0.58	0.69	0.73	0.76	0.80	0.84
YoY	16.1%	-20.0%	20.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本 (亿元)	0.25	0.24	0.25	0.26	0.28	0.29	0.31
YoY	-1.0%	-5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利 (亿元)	0.47	0.34	0.44	0.46	0.49	0.51	0.54
YoY	28.0%	-28.1%	30.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	65.1%	58.5%	63.7%	63.7%	63.7%	63.7%	63.7%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### ■ 5.1.3 投资收益：参股路产

公司的投资收益主要分为两块：权益法核算的长期股权投资、以公允价值计量的权益工具。其中，长期股权投资重点测算参股的路桥资产。考虑到经营期限问题，对参股路产的测算，可分为非上市的单体项目公司和上市公司两块。

参股非上市路产的关键假设如下：

- 广西中铁：11条高速均按照30年收费期测算；车流量/营业收入自然增速为0%-5%；正常年份净利润率从0%逐步提升至15%。
- 贵黄公路：贵黄公路和机场高速分别在2021、2027年到期；车流量/营业收入自然增速为0-3%；正常年份净利润率为50%。
- 浙江上三：2030年到期；车流量自然增速为1%；浙商证券营业收入增速为3%-25%；公路及其他业务净利润率为60%，证券业务净利润率为18%。
- 江苏扬子大桥&广靖锡澄：参照《宁沪高速首次覆盖报告：坐拥宝地，成长可期》。
- 江苏宁靖盐：盐靖高速和启扬高速分别在2032、2040年到期；车流量/营业收入自然增速为3-10%；正常年份净利润率从5%逐步提升至30%。

➤ 重庆成渝：2024 年到期；车流量/营业收入参照资产评估报告；正常年份净利润率为 55%。

据此，得到公司 2020-2025 年参股非上市路产的投资收益预测如下：

**图表 45 2020-2025 年招商公路参股非上市路产投资收益测算**

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入-广西中铁（亿元）	29.33	21.64	30.80	32.34	33.96	35.65	37.44
净利润-广西中铁（亿元）	-1.38	-7.37	0.00	0.32	0.68	1.07	1.50
投资收益-广西中铁（亿元）		-3.61	0.00	0.16	0.33	0.52	0.73
营业收入-贵州贵黄（亿元）	2.29	1.69	1.35	0.83	0.85	0.88	0.91
净利润-贵州贵黄（亿元）	1.16	0.73	0.68	0.41	0.43	0.44	0.45
投资收益-贵州贵黄（亿元）	0.50	0.44	0.41	0.25	0.26	0.26	0.27
营业收入-浙江上三（亿元）	68.44	79.52	89.80	96.15	100.47	105.04	109.76
净利润-浙江上三（亿元）	16.53	15.37	21.20	22.39	23.22	24.11	24.99
投资收益-浙江上三（亿元）	2.38	2.26	3.12	3.29	3.41	3.54	3.67
营业收入-江苏扬子大桥（亿元）	15.15	11.28	13.73	12.21	11.01	11.11	11.59
净利润-江苏扬子大桥（亿元）	7.71	5.64	6.18	4.88	3.30	3.33	3.48
投资收益-江苏扬子大桥（亿元）	1.67	1.22	1.34	1.06	0.71	0.72	0.75
营业收入-江苏广靖锡澄（亿元）	9.61	7.16	9.92	10.16	10.41	10.70	10.93
净利润-江苏广靖锡澄（亿元）	5.83	4.27	5.93	6.08	6.24	6.43	6.58
投资收益-江苏广靖锡澄（亿元）	0.87	0.64	0.89	0.91	0.94	0.96	0.99
营业收入-江苏宁靖盐（亿元）	9.32	6.87	10.25	11.27	12.17	13.15	13.81
净利润-江苏宁靖盐（亿元）	0.15	-2.06	0.51	0.90	0.97	1.31	1.38
投资收益-江苏宁靖盐（亿元）	0.02	-0.22	0.05	0.09	0.10	0.14	0.15
营业收入-重庆成渝（亿元）	7.66	5.65	8.50	8.84	9.13	9.60	
净利润-重庆成渝（亿元）	4.69	2.54	4.68	4.86	5.02	5.28	
投资收益-重庆成渝（亿元）	2.30	1.25	2.29	2.38	2.46	2.59	
投资收益-收费公路-非上市（亿元）	7.74	1.98	8.09	8.15	8.22	8.74	6.56

资料来源：公司公告，平安证券研究所

参股上市路产的关键假设如下：

➤ 营业收入：宁沪高速参照《宁沪高速首次覆盖报告：坐拥宝地，成长可期》；其他公司均采用永续增长模型；按照免费通行期和通行费收入占比测算对 2020 年营业收入的影响。

- 净利润：宁沪高速参照《宁沪高速首次覆盖报告：坐拥宝地，成长可期》；其他公司参照各自的历史净利润率和归母权益比例。
- 投资收益：均按照股权比例与归母净利润测算。

据此，得到公司 2020-2025 年参股上市路产的投资收益预测如下：

**图表 46 2020-2025 年招商公路参股上市路产投资收益测算**

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
投资收益-宁沪高速（亿元）	4.91	2.87	4.94	5.34	5.83	6.23	6.59
投资收益-山东高速（亿元）	4.88	3.61	5.29	6.15	6.91	7.25	7.61
投资收益-皖通高速（亿元）	3.29	2.25	4.15	4.67	5.00	5.25	5.51
投资收益-福建高速（亿元）	1.47	0.71	1.46	1.53	1.61	1.69	1.78
投资收益-四川成渝（亿元）	2.62	0.56	2.18	2.24	2.31	2.38	2.45
投资收益-中原高速（亿元）	2.25	0.38	2.03	2.09	2.15	2.22	2.28
投资收益-楚天高速（亿元）	0.99	0.61	0.97	0.99	1.02	1.06	1.09
投资收益-五洲交通（亿元）	1.22	0.75	1.23	1.26	1.30	1.34	1.38
投资收益-龙江交通（亿元）	0.60	0.38	0.70	0.72	0.37	0.38	0.39
投资收益-吉林高速（亿元）	0.27	0.08	0.28	0.29	0.30	0.31	0.32
投资收益-深高速（亿元）	1.00	0.63	1.02	1.09	1.16	1.21	1.28
投资收益-现代投资（亿元）		0.55	0.87	0.96	1.01	1.06	1.11
投资收益-收费公路-上市（亿元）	23.49	13.38	25.11	27.35	28.97	30.38	31.79

资料来源：公司公告，平安证券研究所

综上测算，得到公司 2020-2025 年主要财务指标如下：

**图表 47 2020-2025 年招商公路主要财务指标测算**

	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	81.85	74.17	94.90	101.83	108.23	114.31	120.38
YoY	0.0%	-9.4%	28.0%	7.3%	6.3%	5.6%	5.3%
净利润（亿元）	43.27	21.52	45.33	48.72	50.70	53.83	55.01
YoY	10.7%	-50.3%	110.6%	7.5%	4.1%	6.2%	2.2%
毛利率	43.0%	31.2%	40.1%	39.5%	39.2%	38.9%	38.7%
净利率	52.9%	29.0%	47.8%	47.8%	52.7%	53.0%	51.4%
ROE	9.0%	4.4%	8.8%	8.9%	8.7%	8.8%	8.5%
EPS（元）	0.70	0.35	0.73	0.79	0.82	0.87	0.89
P/E	10.4	20.9	9.9	9.2	8.9	8.3	8.2
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：公司公告，平安证券研究所



## 5.2 估值分析

### 5.2.1 相对估值

首先从同业对比的角度分析公司在 A 股的相对估值水平。

- 公路运营上市公司：宁沪高速、山东高速、深高速、粤高速 A、皖通高速；
- 交运其他板块头部上市公司：上海机场、上港集团、大秦铁路、京沪高铁、中远海控。

对应 1 月 15 日的收盘价，5 家公路运营上市公司 2019、2020、2021 年 PE 均值分别为 9.4、15.9、8.6 倍，5 家交运其他板块头部上市公司 2019、2020、2021 年 PE 均值分别为 18.7、182.0、20.1 倍。而公司同期 PE 为 10.4、20.9、9.9 倍。

图表 48 招商公路与 A 股同业公司估值对比

代码	简称	股价		EPS					市盈率			
		2021/1/15	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
001965.SZ	招商公路	7.27	0.70	0.35	0.73	0.79	10.4	20.9	9.9	9.2		
	均值 (公路)						9.4	15.9	8.6	8.1		
600377.SH	宁沪高速	9.28	0.83	0.49	0.84	0.91	11.1	19.0	11.1	10.2		
600350.SH	山东高速	5.79	0.63	0.46	0.67	0.81	9.2	12.6	8.6	7.1		
600548.SH	深高速	8.61	1.15	0.70	1.13	1.21	7.5	12.3	7.6	7.1		
000429.SZ	粤高速 A	6.03	0.60	0.27	0.70	0.64	10.1	22.3	8.6	9.4		
600012.SH	皖通高速	5.98	0.66	0.45	0.83	0.94	9.1	13.3	7.2	6.4		
	均值 (其他)						18.7	182.0	20.1	16.5		
600009.SH	上海机场	71.94	2.61	0.09	1.80	3.05	27.6	799.3	40.0	23.6		
600018.SH	上港集团	4.84	0.39	0.36	0.41	0.44	12.4	13.4	11.8	11.0		
601006.SH	大秦铁路	6.65	0.92	0.72	0.89	0.91	7.2	9.2	7.5	7.3		
601816.SH	京沪高铁	5.59	0.28	0.09	0.23	0.26	20.0	62.1	24.3	21.5		
601919.SH	中远海控	14.41	0.55	0.56	0.85	0.76	26.2	25.7	17.0	19.0		

资料来源：Wind，平安证券研究所 注：除招商公路和宁沪高速外，均采用 Wind 一致预期。

综上，我们认为公司 A 股估值相对合理。考虑到公司在高速公路行业内的全国性龙头地位，给予 2021 年 12-15 倍 PE 的估值水平，对应 2021 年 EPS 的股价为 8.76-10.95 元人民币/股。

### 5.2.2 绝对估值

考虑到在运、在建路产剩余收费运营期情况下，按照到期停止收费模式测算，采用 DCF 法进行估值。假设第二阶段过渡期增长率为 0.0%、永续增长率为 0.0%，其他关键假设如下，测算得到公司每股价值为 11.33 元。

图表 49 估值参数设定 (WACC 与永续增长率)

贝塔值 (β)	0.90	股权资本成本 (Ke)	10.25%
无风险利率 (%)	3.50%	债务成本 Kd (%)	4.27%
市场收益率 (%)	11.00%	目标负债率	36.72%

WACC	8.05%	第二阶段增长率/永续增长率(%)	0%/0%
------	-------	------------------	-------

资料来源：平安证券研究所

图表50 招商公路 DCF 估值敏感性分析(每股价值)

	永续增长率 (g)									
		-2.00%	-1.50%	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
Ke	6.36%	16.95	17.04	17.15	17.27	17.42	17.58	17.78	18.02	18.31
	7.00%	15.66	15.73	15.80	15.89	15.98	16.10	16.23	16.38	16.57
	7.70%	14.45	14.50	14.55	14.60	14.67	14.74	14.83	14.93	15.05
	8.47%	13.32	13.35	13.38	13.42	13.46	13.51	13.57	13.63	13.70
	9.32%	12.26	12.28	12.30	12.33	12.36	12.39	12.42	12.46	12.50
	10.25%	11.27	11.29	11.30	11.32	11.33	11.35	11.38	11.40	11.42
	11.28%	10.36	10.37	10.38	10.38	10.40	10.41	10.42	10.43	10.45
	12.40%	9.51	9.51	9.52	9.52	9.53	9.54	9.54	9.55	9.56
	13.64%	8.72	8.72	8.72	8.73	8.73	8.74	8.74	8.74	8.75
	15.01%	7.99	7.99	7.99	7.99	8.00	8.00	8.00	8.00	8.01
16.51%	7.31	7.31	7.32	7.32	7.32	7.32	7.32	7.32	7.32	

资料来源：平安证券研究所

### 5.3 投资建议

预计公司 20/21/22 年 EPS 分别为 0.35/0.73/0.79 元,对应 1 月 15 日收盘价 PE 分别为 20.9/9.9/9.2 倍。公司一方面承接交通部丰厚资产、另一方面依托招商局外延开拓,从中国公路 ETF 向全球基建 PE 转型;未来还将进一步受益于 REITS 试点推进和智慧公路建设。综合可比公司相对估值和公司自身绝对估值,得到合理股价区间为 8.76-11.33 元,对应 2021 年动态 PE 水平为 12.0-15.5 倍。考虑到公司尚处于扩张阶段,给予 2021 年 12 倍 PE 的估值,对应目标价 8.76 元,首次覆盖给予“推荐”评级。

## 六、 风险提示

### ■ 行业政策

国家宏观调控政策和税收政策的调整、变化将直接或间接地影响公司业务收入,受特殊风险事件及免费通行影响,公司通行费收入面临着政策带来的经营风险。

### ■ 竞争格局

区域经济发展的变化,具有替代效应的路桥、铁路的开通,可能影响公司运营和投资路产的收入。

### ■ 路桥事故

在路桥运营过程中,可能因大型物体撞击、货车超载等多种原因引致路桥设施遭受毁损、垮塌等事故,进而造成通行受阻、财产损失和人员伤亡等风险。

### ■ 自然灾害

高速公路运营易受不可预见的自然灾害、突发的大规模公共卫生事件等因素影响。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	10880	11074	12609	11899
现金	6612	6704	6639	6760
应收票据及应收账款	1619	1316	2440	1590
其他应收款	417	1088	838	1229
预付账款	166	50	226	70
存货	1846	1695	2246	2030
其他流动资产	220	220	220	220
<b>非流动资产</b>	80033	82000	84967	87742
长期投资	36116	38202	42672	47372
固定资产	2756	2559	2952	2711
无形资产	38284	36872	38036	36352
其他非流动资产	2876	4366	1307	1307
<b>资产总计</b>	90913	93074	97576	99641
<b>流动负债</b>	11181	14379	16842	16710
短期借款	2510	6010	5510	7010
应付票据及应付账款	1819	1531	2198	1848
其他流动负债	6852	6838	9135	7852
<b>非流动负债</b>	25794	24066	22738	21310
长期借款	21782	20054	18726	17298
其他非流动负债	4012	4012	4012	4012
<b>负债合计</b>	36975	38445	39580	38020
少数股东权益	4496	4764	5328	5935
股本	6178	6178	6178	6178
资本公积	29037	29037	29037	29037
留存收益	13795	14270	17283	20469
<b>归属母公司股东权益</b>	49442	49865	52668	55687
<b>负债和股东权益</b>	90913	93074	97576	99641

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	4310	1852	5571	3631
净利润	4865	2420	5098	5479
折旧摊销	1594	1675	1818	1934
财务费用	949	972	966	924
投资损失	-3444	-1602	-3574	-3803
营运资金变动	226	-1614	1263	-902
其他经营现金流	119	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-2313	-2040	-1211	-905
资本支出	835	-119	-1503	-1925
长期投资	-2624	-2086	-4868	-4699
其他投资现金流	-4101	-4244	-7583	-7529
<b>筹资活动现金流</b>	-2481	280	-4425	-2605
短期借款	1893	3500	-500	1500
长期借款	-1590	-1728	-1328	-1428
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	254	0	0	0
其他筹资现金流	-3038	-1492	-2596	-2677
<b>现金净增加额</b>	-478	92	-65	121

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8185	7417	9490	10183
营业成本	4669	5105	5681	6164
营业税金及附加	55	50	64	69
营业费用	60	54	69	74
管理费用	430	389	498	534
研发费用	139	126	162	173
财务费用	949	972	966	924
资产减值损失	-8	-8	-8	-8
其他收益	23	23	23	23
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	3444	1602	3574	3803
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	5343	2353	5654	6078
营业外收入	84	427	100	100
营业外支出	90	90	90	90
<b>利润总额</b>	5337	2689	5664	6088
所得税	472	269	566	609
<b>净利润</b>	4865	2420	5098	5479
少数股东损益	539	268	564	607
<b>归属母公司净利润</b>	4327	2152	4533	4872
EBITDA	7915	5336	8448	8945
EPS(元)	0.70	0.35	0.73	0.79

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	21.1	-9.4	28.0	7.3
营业利润(%)	10.3	-56.0	140.3	7.5
归属于母公司净利润(%)	10.7	-50.3	110.6	7.5
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	43.0	31.2	40.1	39.5
净利率(%)	52.9	29.0	47.8	47.8
ROE(%)	9.0	4.4	8.8	8.9
ROIC(%)	7.6	4.2	7.5	7.6
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	40.7	41.3	40.6	38.2
净负债比率(%)	35.9	40.7	35.5	33.5
流动比率	1.0	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1
应付账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.35	0.73	0.79
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.30	0.90	0.59
每股净资产(最新摊薄)	7.87	7.94	8.39	8.88
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	10.4	20.9	9.9	9.2
P/B	0.9	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.7	13.5	8.4	8.0

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033