

招商公路(001965)

点评报告

行业公司研究——高速公路II行业

证券研究报告

业绩将厚积薄发，关注未来成长性回归

——招商公路 2020 年业绩预告点评

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

新闻/公告

招商公路发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润 19.99 亿元-21.99 亿元，同比下降 49.41%-54.01%；扣非归母净利润 15.9 亿元-17.9 亿元，同比下降 57.39%-62.15%；基本每股收益 0.32 元-0.36 元。

投资要点

□ 看业绩：上半年免费通行影响逐步消化，业绩厚积薄发

公司路产主业布局全国，直接受到上半年全国范围内高速公路全部车辆 79 天免费通行政策冲击。后续影响逐步消化，我们剔除非经损益影响(主要系上半年参股现代投资会计核算方法转换带来的 3.27 亿元投资收益)，分拆单季度情况看，2020 年前 3 季度扣非净利润同比分别-171%、-91%、+41%，Q4 单季度扣非净利润 7.24 亿元-9.24 亿元(上年同期 8.98 亿元)，考虑到年底成本核算与货车费率折扣下国庆减免收费对利润弹性的增加，整体业绩表现基本符合预期。

□ 看行业：公路运量持续恢复，后续回归正常增长可期

根据国家统计局数据，公路运量持续好转，2020 全年我国公路货运量 343 亿吨，同比仅微降 0.3%，自 2 月谷底以来显著好转；公路客运量 69 亿人，同比累计恢复 53%，较 3 月谷底提升 12.4pts。

展望后续，1) 运量端，新冠疫苗推广叠加制造业向好态势延续，车流量有望回归正常增长；2) 政策端，全国范围内免费通行政策配套补偿有望陆续落地，增厚远期现金流。整体来看，我们认为当前疫情防控力度下行业系统性超预期风险不会复现。

□ 看板块：高速公路板块 2021 年业绩及估值或迎确定性修复

从资金面看，2020 年底中证红利指数调整对高速公路板块造成扰动，当前 SW 高速公路 II 板块 PB(LF)回落至 0.87 倍左右，较近 10 年均值仍低 29%，板块整体被动回调带来低位布局机会。

从情绪及业绩面看，我们认为 2021 年板块将迎来底部反转，实现确定性的估值和业绩双修复，叠加或有的补偿措施落地及新公路法、收费公路管理条例推进催化，从谨慎布局角度 2021 年板块整体具有超配价值。

□ 看投资：招商公路成长性回归，具备业绩估值高弹性

我们认为当前市场对公司 3 个方面的成长性仍未给予充分关注，未来业绩成长与估值弹性极大：

- 1) 收费公路成长性方面，存量端参控股路产较为年轻，渡过培育期后内生盈利能力提升；同时增量端以严格标准外延并购优质标的力度不减，具备扩张成长性。
- 2) 产业链延伸成长性方面，智慧交通及交通科技板块借力向下向外输出的先发优势走向做大做强，同时享受科技赋能带来的估值溢价。
- 3) 分红成长性方面，公司 17-19 年分红比例维持 40%，未来相较行业头部企业仍有进一步提升空间。

评级

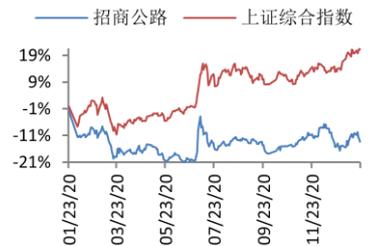
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 7.00

单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.24
2Q/2020	0.08
1Q/2020	-0.12
4Q/2019	0.16



公司简介

招商局旗下高速公路投资运营平台，主营投资运营、交通科技、智慧交通及招商生态等板块性业务。

相关报告

- 1《招商公路深度报告：路产扩张提升成长性，产业链协同发展价值低估》2020.12.1
- 2《招商公路 2020 年三季度报点评：Q3 盈利首度转正，归母净利润同比大增 45%》2020.10.29
- 3《招商公路半年报点评：Q2 归母净利润 4.7 亿元扭亏，智慧交通板块逆势稳增》2020.08.30
- 4《招商公路年报点评：高速龙头利润稳增 10.65%，关注路产扩张成长性》2020.04.19

报告撰写人：匡培钦

联系人：耿鹏智

□ 盈利预测及估值

考虑到公司路产主业同时具备内生外延成长性，此外产业链拓展具备较为广阔的拓展空间与输出优势，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别 21.46 亿元、54.14 亿元、59.25 亿元，对应当前股价 PE 分别 20.2 倍、8.0 倍、7.3 倍，后续具备较大估值修复弹性，维持“买入”评级。

□ 风险提示：高速公路补偿措施不及预期；车流量增长不及预期。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	8185	6766	9043	9697
(+/-)	21.09%	-17.33%	33.65%	7.23%
净利润	4327	2146	5414	5925
(+/-)	10.65%	-50.40%	152.31%	9.43%
每股收益(元)	0.66	0.35	0.88	0.96
P/E	10.55	20.15	7.99	7.30

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10880	11682	12263	12358
现金	6612	6891	6853	6785
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1619	1525	2000	2085
其它应收款	417	977	1132	1036
预付账款	166	146	138	164
存货	1846	1851	1871	2028
其他	220	292	269	260
非流动资产	80033	79407	86905	91173
金融资产类	0	398	279	226
长期投资	36116	30008	31435	32520
固定资产	2756	2945	3154	3382
无形资产	38260	43460	49307	52166
在建工程	1824	1919	2024	2140
其他	1076	678	706	739
资产总计	90913	91089	99169	103531
流动负债	11181	13997	16743	16356
短期借款	2510	6451	8343	7155
应付款项	1819	1806	1782	1970
预收账款	799	729	938	999
其他	6053	5011	5679	6231
非流动负债	25794	21599	23011	23468
长期借款	11495	11495	11495	11495
其他	14299	10104	11516	11973
负债合计	36975	35596	39753	39824
少数股东权益	4496	4763	5437	6175
归属母公司股东权	49442	50730	53978	57533
负债和股东权益	90913	91089	99169	103531
现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4310	1153	4485	5092
净利润	4865	2413	6088	6662
折旧摊销	1594	1268	1389	1446
财务费用	949	966	1009	1040
投资损失	(3444)	(2118)	(4266)	(4665)
营运资金变动	3281	(1492)	129	830
其它	(2936)	116	135	(222)
投资活动现金流	(2313)	1041	(4587)	(1008)
资本支出	(745)	(467)	(522)	(578)
长期投资	(7494)	5706	(1306)	(1031)
其他	5926	(4198)	(2759)	601
筹资活动现金流	(2481)	(1915)	63	(4151)
短期借款	1893	3941	1893	(1188)
长期借款	(5777)	0	0	0
其他	1404	(5856)	(1829)	(2963)
现金净增加额	(484)	279	(39)	(67)

利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8185	6766	9043	9697
营业成本	4669	4707	4826	5172
营业税金及附加	55	46	61	66
营业费用	60	49	66	71
管理费用	430	355	475	509
研发费用	139	115	154	165
财务费用	949	966	1009	1040
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	3444	2118	4266	4665
其他经营收益	24	0	0	0
营业利润	5343	2646	6719	7341
营业外收支	(6)	27	16	12
利润总额	5337	2673	6735	7353
所得税	472	260	647	690
净利润	4865	2413	6088	6662
少数股东损益	539	267	674	738
归属母公司净利润	4327	2146	5414	5925
EBITDA	7359	4905	9136	9839
EPS (最新摊薄)	0.66	0.35	0.88	0.96
主要财务比率				
	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	21.09%	-17.33%	33.65%	7.23%
营业利润	10.34%	-50.47%	153.89%	9.25%
归属母公司净利润	10.65%	-50.40%	152.31%	9.43%
获利能力				
毛利率	42.95%	30.43%	46.64%	46.66%
净利率	59.44%	35.66%	67.32%	68.71%
ROE	8.34%	3.92%	9.42%	9.62%
ROIC	8.08%	4.70%	9.30%	9.80%
偿债能力				
资产负债率	40.67%	39.08%	40.09%	38.47%
净负债比率	40.63%	52.70%	52.27%	49.15%
流动比率	0.97	0.83	0.73	0.76
速动比率	0.81	0.70	0.62	0.63
营运能力				
总资产周转率	0.09	0.07	0.10	0.10
应收帐款周转率	5.22	4.44	5.29	4.90
应付帐款周转率	3.22	2.70	2.81	2.89
每股指标(元)				
每股收益	0.66	0.35	0.88	0.96
每股经营现金	0.70	0.19	0.73	0.82
每股净资产	8.00	8.21	8.74	9.31
估值比率				
P/E	10.55	20.15	7.99	7.30
P/B	0.87	0.85	0.80	0.75
EV/EBITDA	9.19	12.30	6.91	6.37

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“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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>