

招商公路(001965)

报告日期: 2021年3月5日

拟申报发行公募 REITs, 有望增厚利润同时提升 ROE

——招商公路点评报告

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

新闻/公告

招商公路发布公告, 以全资子公司安徽亳阜高速公路有限公司所持有的高速公路特许经营权开展公开募集基础设施证券投资基金(以下简称“基础设施公募 REITs”)的申报发行工作。

投资要点

□ 以亳阜高速为开端, 积极推动开展公募 REITs

2020年4月以来基础设施公募 REITs 领域相关政策陆续出台, 为优化公司资本结构、盘活存量基础设施资产, 公司以全资控股安徽亳阜高速所持有的高速公路特许经营权开展基础设施公募 REITs 的申报发行工作, 具体方案仍待确定。我们认为本次试水或是公司主业模式适度转向轻资产平台化运营的重要起点。

□ 标的路段亳阜高速历史增长稳健

安徽亳阜高速起于亳州、终于阜阳, 是安徽省公路网规划中“四纵四横八连”南北方向的重要高速通道。路段于2006年12月通车, 收费期至2036年12月, 全长101.3公里, 2016-2019年日均车流量 CAGR+11.2%、通行费收入 CAGR+7.2%, 2019年, 亳阜高速通行费收入占公司通行费总收入7.3%。

□ 基建公募 REITs 有望在推升 ROE 的同时带来估值溢价

1) 从收益来源看, 对于基建公募 REITs 原始权益人(路企), 收益可划分为两部分, 一是收取出让资产对价高于账面净值的部分确认投资收益, 二是若后续仍受托管理该资产可收取受托管理费。

2) 从业务影响看, 公司路产管理运营经验丰富, 此次旗下亳阜高速出表开展基建公募 REITs 业务, 有望通过优化资本结构实现轻资产平台化运营, 一方面提升主业经营持续性, 另一方面推升 ROE, 同时享受一定估值溢价。

□ 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, 具备原生长成性; 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。存量增量叠加, 成长性回归。

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2017-2019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。

□ 盈利预测及估值

由于本次项目实施仍有一定不确定性, 同时考虑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, 我们维持公司2020-2022年归母净利润预测分别21.57亿元、54.14亿元、59.43亿元, 对应当前股价 PE 分别20.3倍、8.1倍、7.4倍, 后续具备较大修复弹性, 维持“买入”评级。

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥7.08

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业务。

相关报告

- 《招商公路2020年业绩预告点评: 业绩将厚积薄发, 关注未来成长性回归》2021.01.24
- 《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》2020.12.01
- 《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
- 《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

报告撰写人: 匡培钦

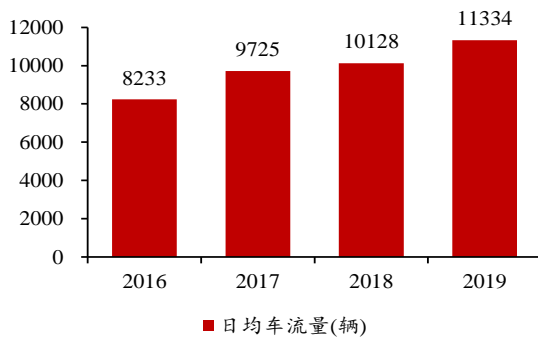
联系人: 耿鹏智

- 风险提示：高速公路补偿措施不及预期；REITs 定价低于预期；路产收购不及预期。

财务摘要

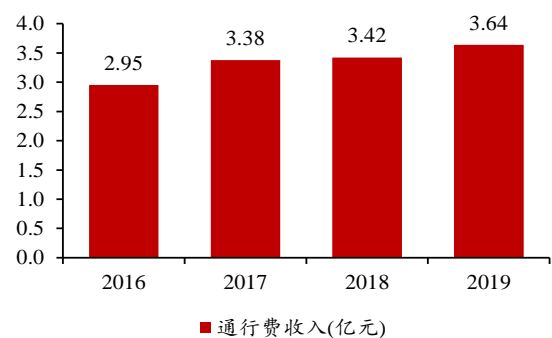
(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	8185	6766	9043	9697
(+/-)	21.09%	-17.33%	33.65%	7.23%
归母净利润	4327	2157	5414	5943
(+/-)	10.65%	-50.16%	151.05%	9.78%
每股收益(元)	0.66	0.35	0.88	0.96
P/E	10.67	20.28	8.08	7.36

图 1：亳阜高速 16-19 年日均车流量复合增速 11.2%



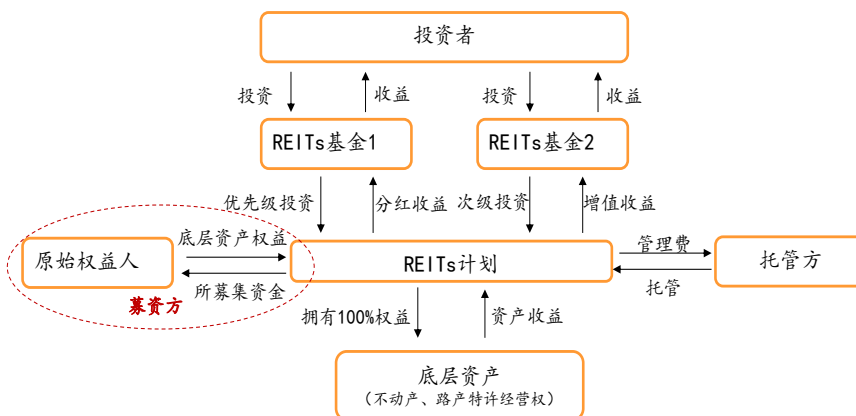
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：亳阜高速 16-19 年通行费收入复合增速 7.2%



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 3：基础设施 REITs 简明架构图



资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	10880	11682	12263	12358	营业收入	8185	6766	9043	9697
现金	6612	6891	6853	6785	营业成本	4669	4707	4826	5172
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	55	46	61	66
应收账款	1619	1525	2000	2085	营业费用	60	49	66	71
其它应收款	417	977	1132	1036	管理费用	430	355	475	509
预付账款	166	146	138	164	研发费用	139	115	154	165
存货	1846	1851	1871	2028	财务费用	949	966	1009	1039
其他	220	292	269	260	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	80033	79407	86905	91173	公允价值变动损益	1	1	1	1
金额资产类	0	398	279	226	投资净收益	3444	2131	4265	4687
长期投资	36116	30008	31435	32520	其他经营收益	24	0	0	0
固定资产	2756	2945	3154	3382	营业利润	5343	2660	6719	7363
无形资产	38260	43460	49307	52166	营业外收支	(6)	27	16	12
在建工程	1824	1919	2024	2140	利润总额	5337	2686	6735	7375
其他	1076	678	706	739	所得税	472	261	647	692
资产总计	90913	91089	99169	103531	净利润	4865	2425	6088	6683
流动负债	11181	13997	16743	16356	少数股东损益	539	268	674	740
短期借款	2510	6451	8343	7155	归属母公司净利润	4327	2157	5414	5943
应付款项	1819	1806	1782	1970	EBITDA	7359	4918	9136	9861
预收账款	799	729	938	999	EPS (最新摊薄)	0.66	0.35	0.88	0.96
其他	6053	5011	5679	6231					
非流动负债	25794	21599	23011	23468	主要财务比率				
长期借款	11495	11495	11495	11495		2019	2020E	2021E	2022E
其他	14299	10104	11516	11973	成长能力				
负债合计	36975	35596	39753	39824	营业收入	21.09%	-17.33%	33.65%	7.23%
少数股东权益	4496	4763	5437	6175	营业利润	10.34%	-50.47%	153.89%	9.25%
归属母公司股东权益	49442	50730	53978	57533	归属母公司净利润	10.65%	-50.40%	152.31%	9.43%
负债和股东权益	90913	91089	99169	103531	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	10.67	20.28	8.08	7.36
					P/B	0.88	0.86	0.81	0.76
					EV/EBITDA	9.19	12.36	6.96	6.41

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4310	1152	4485	5090
净利润	4865	2425	6088	6683
折旧摊销	1594	1268	1389	1446
财务费用	949	966	1009	1039
投资损失	(3444)	(2131)	(4265)	(4687)
营运资金变动	3281	(1492)	129	830
其它	(2936)	116	135	(222)
投资活动现金流	(2313)	1055	(4588)	(986)
资本支出	(745)	(467)	(522)	(578)
长期投资	(7494)	5706	(1306)	(1031)
其他	5926	(4184)	(2760)	623
筹资活动现金流	(2481)	(1927)	64	(4171)
短期借款	1893	3933	1893	(1201)
长期借款	(5777)	0	0	0
其他	1404	(5860)	(1829)	(2970)
现金净增加额	(484)	279	(39)	(67)

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：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>