

信义山证 汇通天下

证券研究报告

交通运输/公路

招商公路 (001965.SZ)

首次覆盖

报告原因：年报点评

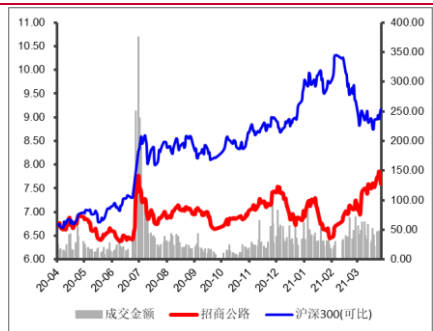
分红比例提升，公募 REITs 或增厚利润

买入

2021 年 4 月 6 日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 4 月 2 日

收盘价(元):	7.60
年内最高/最低(元):	8.00/6.42
流通 A 股/总股本(亿):	19.33/61.78
流通 A 股市值(亿):	146.89
总市值(亿):	469.55

基础数据：2020 年 12 月 31 日

基本每股收益(元)	0.35
每股净资产(元):	7.90
净资产收益率:	4.26%

分析师：张湃

执业登记编码：S0760519110002

电话：0351-8686797

邮箱：zhangpai@sxzq.com

研究助理：

武恒：wuheng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➤ 公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 70.69 亿元，同比减少 14.75%；归属于上市公司股东的净利润 22.23 亿元，同比减少 48.87%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 18.06 亿元，同比减少 57.02%。

事件点评

➤ 下半年归母净利润同比转正，分红比例提升。2020 年受疫情因素影响，全国高速公路自 2 月 17 日-5 月 5 日免收通行费共计 79 天，公司路产折旧费用采取车流量法，成本较为刚性，同时免费通行期间公司高速公路主业失去收入来源，导致公司产生较大亏损，分季度来看，公司 2020 年 Q1-Q4 归母净利润分别为-7.14 亿元、4.73 亿元、14.87 亿元、9.77 亿元，同比分别 -169.53%、-62.87%、+45.42%、-4.14%，亏损主要体现在 Q1，Q2 公司开始扭亏。公司拟每 10 股派发现金红利 1.77 元（含税），现金分红总计 10.94 亿元，相较过去三年 40% 分红比例，2020 年分红比例同比大幅提升至 49.20%。

➤ 投退并进，聚焦主业。2020 年公司处置集中式光伏资产，12 月本公司及子公司华祺投资有限责任公司分别与新疆丝路坤元能源有限责任公司签署合同，共移交 7 家光伏电站的控制权。2020 年公司完成了诸永高速项目 35% 股权收购，全年新增权益里程 102 公里，此外土耳其项目完成了交割前的部委备案、再融资审批和银行债权险审批，公司资产经营稳步推进，持续聚焦公路产业链主业。

➤ 拟申报公募 REITs，盘活存量资产增厚利润。公司 2021 年 3 月 5 日发布公告称，自 2020 年 4 月以来国家公募 REITs 领域相关政策陆续出台，为优化资本结构、盘活存量基础设施资产，公司以全资子公司安徽毫阜高速公路有限公司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，具体方案待定。公司发行公募 REITs，一是将基础设施资产出表，实现重资产向轻资产运营转变，改善资产结构；二是有望获取资产出让溢价带来的投资收益；三是提升 ROE 和资金周转率。

投资建议

➤ 预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.80\0.91\0.95 元，对应公司 4 月 2 日收盘价 7.60 元，2021-2023 年 PE 分别为 9.45\8.40\7.98，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

➤ 路产收购不及预期；车流量不及预期；高速公路补偿不及预期。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产					营业收入	7068.9	9012.9	9959.2	10925.3
现金	6,797.7	10,247.6	15,560.5	20,656.0	营业成本	4601.0	5059.0	5590.2	6132.5
应收账款	1,562.5	3,120.9	2,983.6	3,341.2	营业税金及附加	60.4	64.3	71.0	77.9
其他应收款	367.3	1,285.1	891.2	1,034.4	销售费用	58.0	75.0	76.6	86.1
预付账款	88.1	74.1	74.8	34.9	管理费用	426.2	557.5	571.2	633.6
存货	279.1	2,011.3	2,222.5	2,438.1	研发费用	139.7	152.9	178.5	199.0
其他流动资产	1,821.2	869.9	1,242.0	1,076.9	财务费用	966.2	745.5	727.2	646.7
非流动资产	83,093.3	77,843.2	78,341.3	76,958.7	加：其他费用	81.6	0.0	0.0	0.0
长期投资	38,189.0	34,304.6	36,274.6	36,256.0	资产减值损失	-65.5	315.3	-33.2	13.3
固定资产	1,310.8	1,956.7	2,657.1	3,353.2	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	39,188.4	36,575.3	34,136.7	31,860.8	投资净收益	1952.2	3600.0	3600.0	3600.0
其他非流动资产	4,405.1	5,006.6	5,272.9	5,488.6	营业利润	2769.2	5643.4	6377.7	6736.1
资产总计	94,009.2	95,452.1	101,315.9	105,540.1	营业外收入	395.2	74.9	74.9	74.9
流动负债	11,056.8	12,263.3	11,924.5	11,155.5	营业外支出	74.4	82.3	82.3	82.3
短期借款	2,744.6	2,643.4	1,714.7	0.0	利润总额	3090.0	5635.9	6370.2	6728.7
应付账款	1,714.8	1,876.4	1,995.9	2,258.2	所得税	512.7	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	6,597.4	7,743.5	8,213.8	8,897.3	净利润	2577.3	5635.9	6370.2	6728.7
非流动负债	23,218.6	25,099.7	26,913.8	27,262.6	少数股东损益	354.7	664.7	777.7	847.0
长期借款	11,690.5	12,930.5	14,131.5	15,051.5	归属母公司净利润	2222.6	4971.3	5592.5	5881.7
其他非流动负债	11,528.2	12,169.3	12,782.4	12,211.1	EBITDA	5659.0	9286.6	9910.4	10106.1
负债合计	34,275.4	37,363.0	38,838.3	38,418.1	EPS（元）	0.4	0.8	0.9	1.0
少数股东权益	4,780.2	5,444.9	6,222.6	7,069.6	主要财务比率				
股本	6,178.2	6,178.2	6,178.2	6,178.2	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
资本公积	28,850.6	28,850.6	28,850.6	28,850.6	成长能力				
留存收益	14,405.9	17,615.5	21,226.2	25,023.6	营业收入	-13.64%	27.50%	10.50%	9.70%
归属母公司股东权益	54,953.5	52,644.3	56,255.0	60,052.4	营业利润	-48.17%	103.79%	13.01%	5.62%
负债和股东权益	94,009.2	95,452.1	101,315.9	105,540.1	归属于母公司净利润	-48.63%	123.67%	12.50%	5.17%
现金流量表					获利能力				
单位:百万元					毛利率(%)	34.91%	43.87%	43.87%	43.87%
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	净利率(%)	31.44%	55.16%	56.15%	53.84%
经营活动现金流	3,216.3	5,190.5	6,194.1	6,173.3	ROE(%)	4.31%	9.70%	10.20%	10.02%
净利润	2,577.3	4,971.3	5,592.5	5,881.7	ROIC(%)	4.94%	8.53%	10.26%	10.64%
折旧摊销	1,746.7	2,744.9	2,627.0	2,524.2	偿债能力				
财务费用	1,247.4	745.5	727.2	646.7	资产负债率(%)	36.46%	39.14%	38.33%	36.40%
投资损失	-1,952.2	-3,600.0	-3,600.0	-3,600.0	净负债比率(%)	8.15%	-2.77%	-5.82%	-12.60%
营运资金变动	-4,708.0	-651.1	102.8	-139.7	流动比率	0.99	1.44	1.93	2.56
其他经营现金流	4,305.0	980.0	744.5	860.4	速动比率	0.96	1.27	1.74	2.34
投资活动现金流	-4,916.3	7,484.2	1,630.1	3,618.6	营运能力				
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.08	0.10	0.10	0.11
长期投资	-1,858.9	3,884.3	-1,969.9	18.5	应收账款周转率	4.88	5.41	4.43	4.42
其他投资现金流	-3,057.4	3,599.8	3,600.0	3,600.1	应付账款周转率	4.09	5.02	5.14	5.14
筹资活动现金流	1,887.5	-2,703.8	-1,511.6	-3,697.4	每股指标（元）				
短期借款	234.6	-101.2	-928.7	-1,714.7	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.80	0.91	0.95
长期借款	195.4	1,240.0	1,201.0	920.0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.52	0.84	1.00	1.00
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(最新摊薄)	8.89	8.52	9.11	9.72
资本公积增加	-186.9	0.0	0.0	0.0	估值比率				
其他筹资现金流	1,644.4	-3,842.6	-1,783.9	-2,902.7	P/E	21.1	9.4	8.4	8.0
现金净增加额	187.5	9,970.8	6,312.6	6,094.5	P/B	0.9	0.9	0.8	0.8
					EV/EBITDA	11.03	6.84	6.05	5.41

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

