

招商公路 (001965)

Q2盈利创新高，西方不亮东方亮

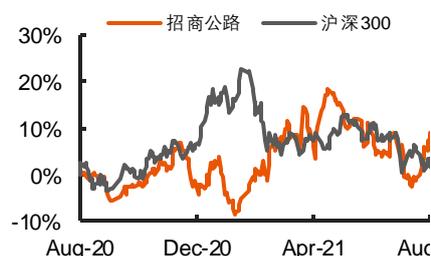
推荐 (维持)

现价: 7.37 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)	455.34
流通 A 股市值(亿元)	142.45
每股净资产(元)	8.13
资产负债率(%)	37.1

行情走势图



相关研究报告

《招商公路*001965*REITs 发行启动, 看好主动管理转型》 2021-04-06
《招商公路*001965*中国高速公路 ETF, 目标全球基建 PE》 2021-01-17

证券分析师

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

张功 投资咨询资格编号
S1060521020003
zhanggong687@pingan.com.cn



投资要点

事项:

公司发布2021年半年度报告, 报告期内实现营业收入38.86亿元, 同比增长66.16%; 归属于上市公司股东的净利润27.32亿元, 同比扭亏为盈; 归属于上市公司股东的扣非净利润26.43亿元, 同比扭亏为盈。

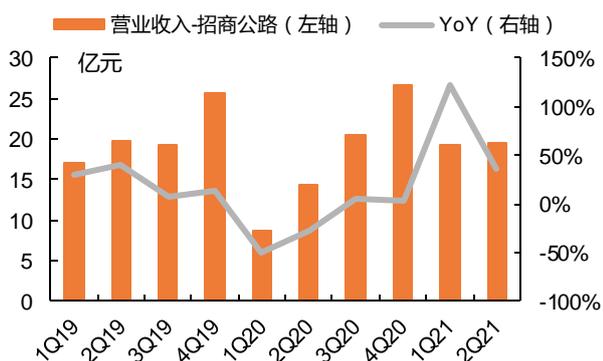
平安观点:

- **营收恢复、成本下降, 毛利率达近三年峰值:** 2Q21 公司实现营收 19.47 亿元, 同比增长 36.2%; 环比略高于 1Q21, 接近于 2Q19 的 19.79 亿元。单季营业成本 9.59 亿元, 同比下降 7.9%, 两年 CAGR 为 -7.0%。受益于成本的下降, 单季毛利率提升至 50.7%, 近 12 个季度首次突破 50%。单季毛利在利润总额中占比 55.2%。
- **投资收益重回 10 亿水平:** 随着招商中铁扭亏为盈, 以及参股各个同业公司盈利恢复正常, 公司上半年实现投资收益 20.22 亿元。其中, Q2 投资收益达 10.55 亿元, 同比增长 247.3%, 仅次于 3Q20 的 10.98 亿元, 在单季利润总额中占比 59.0%。
- **西方不亮东方亮:** 8 月 22 日, 公司等相关方发布公告, 由公司牵头出海收购土耳其伊斯坦布尔三桥的中方联合体收到卖方函件, 要求商谈《终止协议》, 自 2019 年底开始运作的此次出海收购或将受阻。但公司对外投资的步履并未停止, 3 月招商平安基础设施一期股权投资基金完成对渝合高速 40% 股权收购; 5 月与浙江沪杭甬共同完成对乍嘉苏高速的收购。
- **投资建议:** 公司主业经营稳健, 降本增效提升盈利能力; 在后疫情时代, 贡献半数以上利润的投资收益将随着参股的全国各路产及同业公司盈利修复而继续回升。根据对各业务板块以及投资收益的判断, 调整公司的盈利预测, 预计 21/22/23 年 EPS 分别为 0.76/0.79/0.84 元 (前值 0.73/0.76/0.80 元), 对应 8 月 27 日收盘价 PE 分别为 9.7/9.3/8.8 倍, 维持“推荐”评级。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8185	7,069	8,540	8,891	9,439
YoY (%)	21.1	-13.6	20.8	4.1	6.2
净利润(百万元)	4327	2,223	4,916	5,116	5,416
YoY (%)	10.7	-48.6	121.2	4.1	5.9
毛利率 (%)	43.0	34.9	41.7	39.7	39.6
净利率 (%)	52.9	31.4	57.6	57.5	57.4
ROE (%)	9.0	4.3	8.6	8.4	8.4
EPS(摊薄/元)	0.70	0.36	0.76	0.79	0.84
P/E(倍)	10.5	20.5	9.7	9.3	8.8
P/B(倍)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

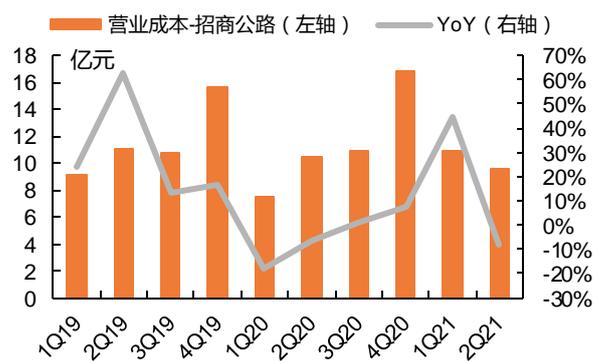
- **风险提示：**1、行业政策：国家宏观调控政策和税收政策的调整、变化将直接或间接地影响公司业务收入，受特殊风险事件及免费通行影响，公司通行费收入面临着政策带来的经营风险。2、竞争格局：区域经济发展的变化，具有替代效应的路桥、铁路的开通，可能影响公司运营和投资路产的收入。3、路桥事故：在路桥运营过程中，可能因大型物体撞击、货车超载等多种原因引致路桥设施遭受毁损、垮塌等事故，进而造成通行受阻、财产损失和人员伤亡等风险。4、自然灾害：高速公路运营易受不可预见的自然灾害、突发的大规模公共卫生事件等因素影响。

图表1 2Q21 招商公路营业收入同比增长 36.2%



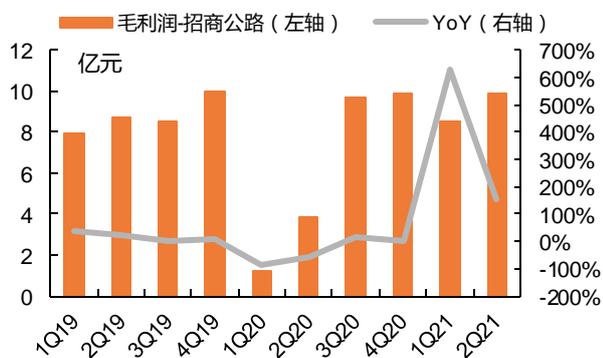
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表2 2Q21 招商公路营业成本同比下降 7.9%



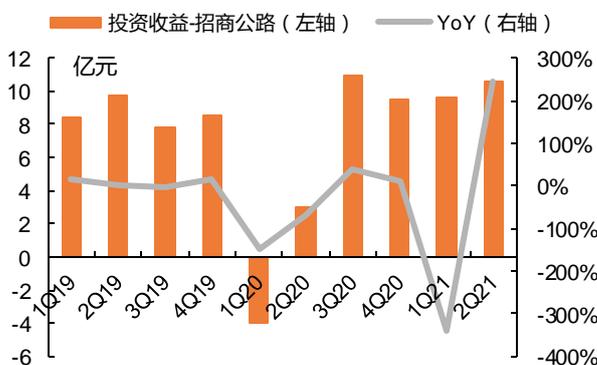
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表3 2Q21 招商公路毛利润同比增长 154.4%



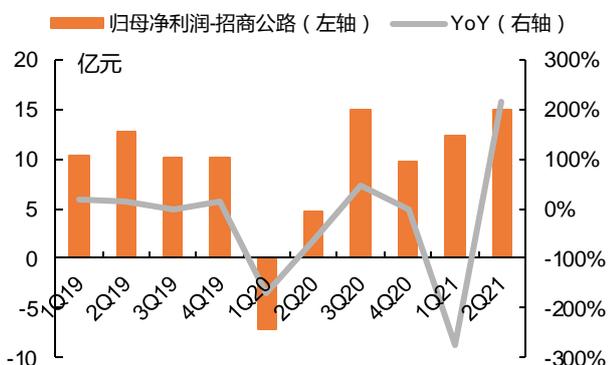
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表4 2Q21 招商公路投资收益同比增长 247.3%



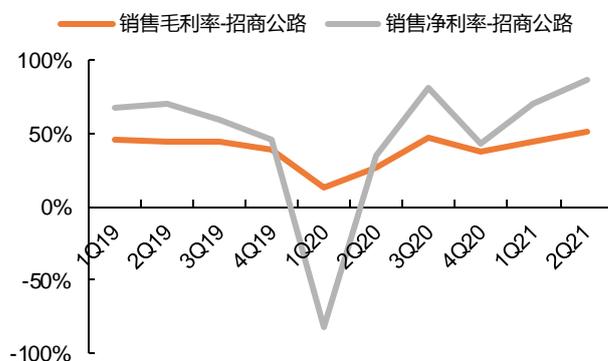
资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表5 2Q21 招商公路归母净利润同比增长 216.3%



资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图表6 2Q21 招商公路毛利率、净利率同比提升 23.6、52.0pct



资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	10916	10916	16623	10902
现金	6798	6798	9521	6408
应收票据及应收账款	1210	1210	2208	1351
其他应收款	490	490	606	535
预付账款	88	88	219	101
存货	279	279	2020	456
其他流动资产	2050	2050	2050	2050
非流动资产	83093	83093	87214	91458
长期投资	38189	38189	43977	50094
固定资产	1311	1311	1075	840
无形资产	39208	39208	37814	36214
其他非流动资产	4386	4386	4348	4310
资产总计	94009	94009	103837	102360
流动负债	11057	11057	17467	13208
短期借款	2745	2745	6245	5745
应付票据及应付账款	1873	1873	2121	2181
其他流动负债	6439	6439	9102	5282
非流动负债	23219	23219	22206	21093
长期借款	19130	19130	18117	17004
其他非流动负债	4089	4089	4089	4089
负债合计	34275	34275	39673	34301
少数股东权益	4780	4780	5388	6020
股本	6178	6178	6178	6178
资本公积	28851	28851	28851	28851
留存收益	14406	14406	17847	21305
归属母公司股东权益	54954	54954	58776	62039
负债和股东权益	94009	94009	103837	102360

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3216	5629	2818	5774
净利润	2577	5524	5748	6085
折旧摊销	1747	1658	1864	1958
财务费用	966	713	727	714
投资损失	-1952	-3942	-4270	-4478
营运资金变动	-459	1675	-1250	1495
其他经营现金流	337	0	0	0
投资活动现金流	-4916	-1837	-1837	-1837
资本支出	1488	-1667	-1873	-1967
长期投资	-5168	-5788	-6559	-6324
其他投资现金流	-8597	-9293	-10269	-10129
筹资活动现金流	1887	-1068	-4093	-2366
短期借款	235	3500	-500	1500
长期借款	-2653	-1013	-1113	-1213
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-187	0	0	0
其他筹资现金流	4492	-3555	-2480	-2653
现金净增加额	164	2723	-3113	1571

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7069	8540	8891	9439
营业成本	4601	4977	5360	5701
营业税金及附加	60	73	76	81
营业费用	58	70	73	77
管理费用	426	515	536	569
研发费用	140	169	176	186
财务费用	966	713	727	714
资产减值损失	-65	-65	-65	-65
其他收益	82	82	82	82
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1952	3942	4270	4478
资产处置收益	13	0	0	0
营业利润	2769	6112	6361	6736
营业外收入	395	100	100	100
营业外支出	74	74	74	74
利润总额	3090	6138	6387	6761
所得税	513	614	639	676
净利润	2577	5524	5748	6085
少数股东损益	355	608	632	669
归属母公司净利润	2223	4916	5116	5416
EBITDA	5661	8587	9055	9511
EPS(元)	0.36	0.76	0.79	0.84

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	-13.6	20.8	4.1	6.2
营业利润(%)	-48.2	120.7	4.1	5.9
归属于母公司净利润(%)	-48.6	121.2	4.1	5.9
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	34.9	41.7	39.7	39.6
净利率(%)	31.4	57.6	57.5	57.4
ROE(%)	4.3	8.6	8.4	8.4
ROIC(%)	4.0	7.3	7.4	7.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	36.5	38.2	33.5	35.3
净负债比率(%)	32.7	27.3	28.1	24.9
流动比率	1.0	1.0	0.8	0.8
速动比率	0.8	0.7	0.6	0.6
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转率	5.0	5.0	5.0	5.0
应付账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.76	0.79	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.91	0.46	0.93
每股净资产(最新摊薄)	7.90	8.52	9.05	9.59
估值比率	-	-	-	-
P/E	20.5	9.7	9.3	8.8
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	12.3	8.0	7.8	7.4

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 16 层
邮编：100033