

招商公路(001965)

21H1 归母净利润较 19H1 增长 19%，看好未来多维度成长弹性

——招商公路 2021 年半年报点评

✍️：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 2021 年半年报，上半年实现归母净利润 27.32 亿元，同比增长 1233.0%，较 19H1 增长 18.7%。业绩符合预期，成长价值凸显，维持“买入”评级。

投资要点

□ 车流回升催化公路主业回暖，21H1 盈利较 19H1 大增 19%

受益于并表路段车流量超预期恢复，公司 21H1 投资运营业务营收 28.91 亿元，较 19H1 稳增 8.6%；若按分部报告信息测算，剔除分部投资收益后相应投资运营分部的并表业务净利润 11.85 亿元，较 19H1 大增 49.0%，2 年复合增速 22.1%。

此外公司参股上市及非上市路桥企业业绩同样回暖，带动公司 21H1 实现投资收益 20.22 亿元，较 19H1 增长 11.9%，2 年复合增速 5.8%，期待后续 49%股权招商中铁项目（21H1 贡献 0.89 亿元投资收益）、35%股权诸永高速及 45%股权乍嘉苏高速稳步持续释放利润增量。

最终，公司 21H1 实现归母净利润 27.32 亿元，较 19H1 增长 18.7%；其中 Q2 单季度实现归母净利润 14.96 亿元，较 19H1 增长 17.4%。

□ 看好公司智慧交通及交通科技板块向外向下输出优势

我国交通数智化建设势在必行，公司依托合作企业平台及旗下招商交科在行业内率先布局智慧交通（21H1 营收占比 6.5%）及交通科技（21H1 营收占比 17.0%）相关业务，先发优势明显。我们看好公司凭借股东实力及投资优势持续推进相关板块业务输出，估值提振空间巨大。

□ 中长期内适度平台化轻资产运营模式升级，或将助力龙头启航

2020 年 4 月以来基础设施公募 REITs 加速推进，公司顺应大势，3 月公告拟以全资控股安徽毫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。以本次试水为起点，叠加行业政策落地后或有的催化，公司中长期内主业运营模式或有望适度转向平台化轻资产运营，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。

□ 公司超额成长性回归，弹性仍被低估

全国龙头成长性回归叠加分红提升或带来超额反弹。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较大：

- 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 2017-2019 年分红比例维持约 40%，2020 年

评级

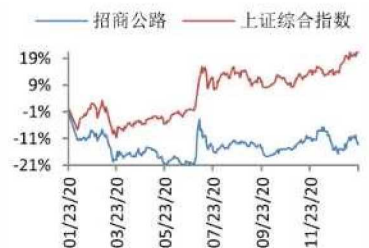
买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 7.37

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.24
1Q/2021	0.20
4Q/2020	0.16
3Q/2020	0.24



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 2021 年半年度业绩预告点评：预计 21H1 归母净利润 26.83-27.86 亿元，超额成长价值凸显》 2021.07.15
- 2 《招商公路 2021 年一季度业绩预告点评：预计 21Q1 归母净利润同比大增 258%-284%，成长性逐步回归》 2021.04.15
- 3 《招商公路 2020 年报点评：2020 年分红比例大幅提升，静待成长性回归》 2021.4.6
- 4 《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

报告撰写人：匡培钦

分红比例同比提升 9.4pts 至 49.2%，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

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，与之对比当前 PE(TTM)仅 10.9 倍、PB(LF)仅 0.9 倍。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别 53.35 亿元、59.05 亿元、65.23 亿元，对应当前股价 PE 分别 8.5 倍、7.7 倍、7.0 倍，后续具备较大估值修复弹性，维持“买入”评级。

□ **风险提示：行业政策往不利方向发展；车流量增长不及预期；外延扩张不及预期。**

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	7069	8267	8875	9502
(+/-)	-13.64%	16.95%	7.35%	7.07%
净利润	2223	5335	5905	6523
(+/-)	-48.82%	140.02%	10.69%	10.46%
每股收益(元)	0.36	0.86	0.96	1.06
P/E	22.68	8.54	7.71	6.98

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	10916	15395	17950	19653	营业收入	7069	8267	8875	9502
现金	6798	10661	13240	14650	营业成本	4601	4578	4941	5307
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	60	71	76	81
应收账款	1210	1678	1692	1789	营业费用	58	68	73	78
其它应收款	367	781	584	672	管理费用	426	428	427	427
预付账款	88	113	131	124	研发费用	140	163	175	188
存货	279	1267	1207	1029	财务费用	966	936	858	794
其他	2173	897	1097	1389	资产减值损失	95	0	0	0
非流动资产	83093	81080	83657	85268	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	146	49	65	投资净收益	1952	4524	4907	5327
长期投资	38189	34162	36156	36169	其他经营收益	94	0	0	0
固定资产	1311	1387	1434	1456	营业利润	2769	6548	7232	7954
无形资产	39188	43140	43471	44736	营业外收支	321	114	143	193
在建工程	556	453	370	304	利润总额	3090	6663	7375	8146
其他	3849	1792	2177	2538	所得税	513	666	737	815
资产总计	94009	96475	101607	104922	净利润	2577	5996	6637	7332
流动负债	11057	9999	11125	11260	少数股东损益	355	662	732	809
短期借款	2745	1957	2404	2369	归属母公司净利润	2223	5335	5905	6523
应付款项	1873	1726	1933	2080	EBITDA	5296	8987	9702	10418
预收账款	7	563	493	395	EPS (最新摊薄)	0.36	0.86	0.96	1.06
其他	6432	5752	6295	6417	主要财务比率				
非流动负债	23219	23681	24296	23732		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	11690	11690	11690	11690	成长能力				
其他	11528	11990	12606	12041	营业收入	-13.64%	16.95%	7.35%	7.07%
负债合计	34275	33679	35422	34992	营业利润	-48.32%	136.48%	10.44%	9.98%
少数股东权益	4780	5442	6174	6983	归属母公司净利润	-48.82%	140.02%	10.69%	10.46%
归属母公司股东权	54954	57354	60011	62947	获利能力				
负债和股东权益	94009	96475	101607	104922	毛利率	34.91%	44.63%	44.33%	44.15%
					净利率	36.46%	72.54%	74.79%	77.16%
					ROE	3.91%	8.71%	9.16%	9.58%
					ROIC	4.02%	9.31%	9.64%	10.03%
					偿债能力				
					资产负债率	36.46%	34.91%	34.86%	33.35%
					净负债比率	53.09%	46.23%	46.10%	47.72%
					流动比率	0.99	1.54	1.61	1.75
					速动比率	0.96	1.41	1.50	1.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.08	0.09	0.09	0.09
					应收帐款周转率	5.12	5.85	5.40	5.59
					应付帐款周转率	2.66	2.75	2.89	2.84
					每股指标(元)				
					每股收益	0.36	0.86	0.96	1.06
					每股经营现金	0.52	1.03	0.67	0.56
					每股净资产	8.89	9.28	9.71	10.19
					估值比率				
					P/E	22.68	8.54	7.71	6.98
					P/B	0.83	0.79	0.76	0.72
					EV/EBITDA	11.19	6.28	5.70	5.29

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“本公司”）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>