

招商公路(001965)

专题报告

行业公司研究——高速公路行业

证券研究报告

成长性高速龙头，低估值稳增长凸显稳健β中的α属性

——招商公路投资价值分析

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

报告导读

招商公路是全国性高速公路投资运营平台龙头，积极践行“内生+外延”增长战略，既有控股路产到期年限较长叠加优质标的收购持续带来盈利的超额增长，但当前估值明显偏低，考虑高弹性强防御配置价值及或有两重催化，维持“买入”评级。

投资要点

□ 内生及外延双优，主业绩具有超额成长性

招商公路依托大股东招商局集团的行业资源协调能力，在公路主业方面全国性布局优质年轻路产，同时参股A股多家上市高速公司，以“内生+外延”打法创造持续推动业绩增长，16-19年归母净利润复合增长13.3%，明显高于行业平均增速。

1) 在存量角度，公司既有路产相对行业较新，剩余收费期限高于行业均值，既有路产相对行业平均的超额增速有望超预期；

2) 在增量角度，公司坚持外延并购扩张优质路产战略，现金收购路产将带来EPS超预期增长，同时公路产业链延伸有望实现向下向外业务输出。

□ 高增长龙头理应享受估值溢价，但当前价值低位仍待回归

当前SW高速公路II板块PE(TTM)为9.52倍，但招商公路当前2021年预测PE仅8.74倍，估值明显偏低。公司既有路产剩余收费年限相对行业较长，从现金流折现角度具有更高绝对价值，同时叠加对优质路产的外延收购，具备超额的利润成长性，因此我们认为公司本应该享受相对行业的估值溢价。

□ 关注未来或有的两重催化，以绝对收益布局或有超额收益

潜在催化一：分红比例仍有提升空间。上市以来，公司2017-2019年分红比例均在40%左右，公司2020年分红比例提至接近50%，但相对头部公司分红比例仍有空间。假设我们按照分红比例55%计算，则根据我们盈利预测，2021-2023年股息率分别可达6.3%、7.0%、7.7%，股息收益可观。高速公路板块的高股息标的在对大盘及宏观经济相对谨慎预期情形中，具备良好的绝对收益配置价值。

潜在催化二：政策端关注公路相关法律修订推进。2021年11月，交通运输部印发《交通运输“十四五”立法规划》，要求《公路法（修订）》对收费公路筹资、建设、养护、运营、管理等基本制度予以调整和重新明确，实现收费公路健康可持续发展；要求《收费公路管理条例（修订）》明确收费公路偿债期限和经营期限的确定原则，防范政府债务风险。我们预期政策修订推进落地后，有望放宽路产运营期限以及到期后管理主体限制，提升现金流持续性，从DCF角度带来价值重估。

□ 盈利预测及估值

我们在仅考虑公司既有路产运营，不考虑未来新增路产的情况下，预计公司2021-2023年归母净利润分别53.02亿元、59.07亿元、64.72亿元，对应现价PE分别8.74倍、7.84倍、7.16倍，估值明显偏低，具备底部绝对收益配置价值，维持“买入”评级。

评级

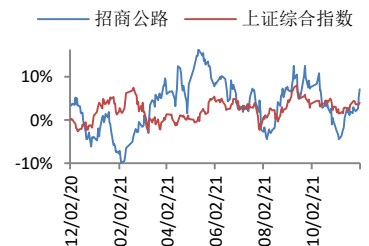
买入

上次评级	买入
当前价格	¥7.50

单季度业绩

元/股

3Q/2021	0.21
2Q/2021	0.24
1Q/2021	0.20
4Q/2020	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、指挥交通及招商生态等板块型业务。

相关报告

- 《招商公路2021年三季度报点评：21Q3归母净利润12.90亿元，内生外延多维成长性可期》2021.10.31
- 《招商公路2021年中报点评：21H1归母净利润较19H1增长19%，看好未来多维度成长弹性》2021.08.29
- 《招商公路点评：预计21H1归母净利润26.83-27.86亿元，超额成长价值凸显》2021.07.14
- 《招商公路点评：21Q1业绩预告超预期，利润同比及环比均高增》2021.04.15

报告撰写人：匡培钦

□ 风险提示：政策推进不及预期；外延扩张不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7069	8267	8875	9502
(+/-)	-13.64%	16.95%	7.35%	7.07%
归母净利润	2223	5302	5907	6472
(+/-)	-48.82%	138.55%	11.40%	9.57%
每股收益(元)	0.33	0.86	0.96	1.05
P/E	23.08	8.74	7.84	7.16

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	15377	17932	19606	营业收入	7069	8267	8875	9502
现金	6798	10642	13223	14603	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	859	795
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	4484	4910	5265
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	6508	7234	7890
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	6622	7377	8083
其他	3849	1792	2177	2538	所得税	513	662	738	808
资产总计	94009	96457	101590	104875	净利润	2577	5960	6639	7274
流动负债	11057	9999	11125	11260	少数股东损益	355	658	733	803
短期借款	2745	1957	2404	2369	归属母公司净利润	2223	5302	5907	6472
应付款项	1873	1726	1933	2080	EBITDA	5296	8947	9705	10355
预收账款	7	563	493	395	EPS (最新摊薄)	0.36	0.86	0.96	1.05
其他	6432	5752	6295	6417					
非流动负债	23219	23681	24296	23732	主要财务比率				
长期借款	11690	11690	11690	11690		2020	2021E	2022E	2023E
其他	11528	11990	12606	12041	成长能力				
负债合计	34275	33679	35422	34992	营业收入	-13.64%	16.95%	7.35%	7.07%
少数股东权益	4780	5438	6170	6973	营业利润	-48.32%	135.00%	11.16%	9.07%
归属母公司股东权	54954	57339	59997	62910	归属母公司净利润	-48.82%	138.55%	11.40%	9.57%
负债和股东权益	94009	96457	101590	104875	获利能力				
					毛利率	34.91%	44.63%	44.33%	44.15%
					净利率	36.46%	72.09%	74.81%	76.56%
					ROE	3.91%	8.66%	9.16%	9.51%
					ROIC	4.02%	9.26%	9.64%	9.97%
					偿债能力				
					资产负债率	36.46%	34.92%	34.87%	33.37%
					净负债比率	53.09%	46.23%	46.10%	47.72%
					流动比率	0.99	1.54	1.61	1.74
					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	0.33	0.86	0.96	1.05
					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	10.18
					估值比率				
					P/E	23.08	8.74	7.84	7.16
					P/B	0.84	0.81	0.77	0.74
					EV/EBITDA	11.19	6.40	5.79	5.40

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>