

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

招商公路 (001965)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

拟收购优质路产标的, 外延成长性有望延续

2023 年 11 月 27 日

事件: 招商公路发布公告, 拟与关联方浙江杭沪甬共同出资 26.83 亿元设立合资公司并收购永蓝高速 60% 股权; 全资子公司佳选控股拟出资 44.12 亿元收购路劲(中国)基建有限公司 100% 股权。

点评:

➤ 拟收购湖南优质路产永蓝高速, 区域布局再延伸

1) 事件概览: 公司拟与关联方浙江杭沪甬共同出资 26.83 亿元设立合资公司“浙江之江交通控股有限公司”并收购湖南永蓝高速公路公司 60% 股权, 其中双方各出资 50% 即 13.42 亿元, 收购支付资金为自有资金及银行贷款。

2) 标的情况: 永蓝公司 2022 年及 23Q1-Q3 分别实现营业收入 6.74 亿元、5.89 亿元, 实现净利润 382 万元、2195 万元, 主要经营永蓝高速公路, 该路产是湖南省“五纵七横”高速公路主骨架的重要组成部分, 全长 145.157 公里, 于 2012 年 12 月建成通车, 运营期限 30 年。

3) 收购意义: 公司积极把握公路产业投资机遇, 首次控股湖南地区优质路产, 一方面有助于优化区位优势布局, 另一方面受益于标的公司既有成熟路产运营项目及优越地理位置, 收购后或增厚经营业绩。

➤ 拟收购路劲(中国)基建 100% 股权, 有望增厚公司业绩

1) 事件概览: 公司子公司佳选控股拟出资 44.12 亿元收购路劲(中国)基建有限公司 100% 股权, 支付资金为自有资金及银行贷款。

2) 标的情况: 路劲(中国)基建主要从事高速公路项目的投资、开发、运营及管理, 2022 年及 2023M1-7 分别实现净利润 3.21 亿元、2.39 亿元, 2022 年 ROE 约 8.4%, 目前旗下投资运营 4 条路产:

A、河北保津高速公路 40% 股权: 全长约 105 公里, 双向 4 车道, 2033 年 11 月经营到期, 是河北省及环渤海地区主要干线的一部分, 起于河北省与天津市交界处, 止于保定徐水, 是贯通天津、河北、河南及山西连接东北省份与西部省份的重要货运通道;

B、湖南长益高速公路 43.17% 股权及 50% 收益权: 全长约 63 公里, 双向 4 车道, 2026 年 4 月经营到期, 路产是连接长沙市及益阳市, 长沙—张家界的主要通道;

C、山西龙城高速公路 45% 股权: 全长约 72 公里, 双向 6 车道, 2046 年 12 月经营到期, 路产是承载山西南部—陕西往环渤海地区的东向货运交通, 亦是连接北京—昆明高速的重要枢纽;

D、安徽马巢高速公路 49% 股权: 全长约 36 公里, 双向 6 车道, 2044 年 3 月经营到期, 路产是合肥—上海等长三角沿海发达城市最短路线的

一部分。

3) 收购意义: 公司收购路劲(中国)基建 100%股权有望增加路产权益里程 119.24 公里, 四条主要路产的平均收费年限 12.85 年, 现金收购落地后, 有望为公司贡献较可观的利润增量。

➤ **公路运营龙头平台, 高成长溢价有望凸显**

公司是具备强 α 的公路运营龙头平台, 我们持续看好两大成长性: **1) 路产主业方面**, 公司相对同行维持更为积极的优质标的资产外延收购节奏, 且自身既有路产相对同行较为年轻, 因此有望贡献超额业绩增速; **2) 公路产业链业务方面**, 公司发力布局智慧交通及交通科技业务, 具备较为广阔的业务对外输出空间。因此, 在公路行业新政策催化可期的基础上, 我们认为公司相对行业具有明显成长性, 或可享受一定估值溢价。

➤ **盈利预测与投资评级:** 假设路产板块只考虑既有路产资产, 且暂不考虑未落地的亳阜高速公募 REITs 项目、拟收购路劲(中国)基建有限公司 100%股权事项及拟与关联方浙江沪杭甬共同设立公司收购湖南永蓝高速 60%股权事项影响, 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 56.71 亿元、63.71 亿元、69.29 亿元, 对应 PE 分别仅 10.7 倍、9.5 倍、8.7 倍。我们认为公司相对行业具有明显成长性, 或可享受一定的估值溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险因素:** 公路建设投资不及预期; 公路费率政策影响; 车流增长不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,626	8,297	10,579	11,758	12,911
增长率 YoY %	22.0%	-3.8%	27.5%	11.1%	9.8%
归属母公司净利润(百万元)	4,973	4,861	5,671	6,371	6,929
增长率 YoY%	123.7%	-2.3%	16.7%	12.4%	8.8%
毛利率%	41.4%	35.1%	37.7%	37.8%	37.9%
净资产收益率 ROE%	8.5%	8.0%	8.9%	9.6%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.78	0.91	1.03	1.12
市盈率 P/E(倍)	12.17	12.46	10.68	9.50	8.74
市净率 P/B(倍)	1.04	1.00	0.96	0.91	0.87

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 11 月 27 日收盘价

资产负债			单位:百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,630	12,080	14,144	15,534	16,835
货币资金	6,392	4,375	8,067	8,770	9,399
应收票据	19	56	71	79	87
应收账款	1,396	1,767	2,247	2,498	2,744
预付账款	86	106	129	143	157
存货	217	311	380	422	463
其他	3,520	5,466	3,249	3,622	3,986
非流动资产	86,691	102,850	110,993	118,307	126,485
长期股权投资	42,383	46,699	53,417	60,860	69,078
固定资产(含)	1,223	1,141	2,218	1,997	1,863
无形资产	37,572	51,537	50,087	50,187	50,287
其他	5,513	3,474	5,272	5,264	5,257
资产总计	98,321	114,930	125,138	133,841	143,320
流动负债	9,735	9,724	15,923	17,236	18,529
短期借款	400	1,341	2,341	2,841	3,341
应付票据	179	91	111	124	135
应付账款	1,814	1,975	2,416	2,681	2,939
其他	7,342	6,317	11,054	11,590	12,113
非流动负债	25,266	37,540	38,264	42,274	46,784
长期借款	11,020	19,051	21,551	24,551	27,551
其他	14,246	18,489	16,713	17,723	19,233
负债合计	35,000	47,264	54,187	59,510	65,313
少数股东权益	4,990	7,131	7,587	8,100	8,658
归属母公司 股东权益	58,330	60,535	63,364	66,231	69,349
负债和股东 权益	98,321	114,930	125,138	133,841	143,320

重要财务指标		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,626	8,297	10,579	11,758	12,911
同比(%)	22.0%	-3.8%	27.5%	11.1%	9.8%
归属母公司净利润	4,973	4,861	5,671	6,371	6,929
同比(%)	123.7%	-2.3%	16.7%	12.4%	8.8%
毛利率(%)	41.4%	35.1%	37.7%	37.8%	37.9%
ROE%	8.5%	8.0%	8.9%	9.6%	10.0%
EPS (摊薄)(元)	0.80	0.78	0.91	1.03	1.12
P/E	12.17	12.46	10.68	9.50	8.74
P/B	1.04	1.00	0.96	0.91	0.87
EV/EBITDA	13.57	19.46	10.25	10.02	9.61

利润表	单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,626	8,297	10,579	11,758	12,911
营业成本	5,051	5,388	6,592	7,315	8,020
营业税金及附加	48	51	65	72	80
销售费用	71	77	98	108	119
管理费用	507	520	663	737	809
研发费用	184	196	250	277	305
财务费用	796	908	904	846	961
减值损失合计	-160	-15	-6	0	0
投资净收益	3,949	3,463	4,443	4,834	5,250
其他	67	360	104	122	134
营业利润	5,825	4,966	6,548	7,357	8,002
营业外收支	113	647	0	0	0
利润总额	5,939	5,613	6,548	7,357	8,002
所得税	397	361	421	473	514
净利润	5,541	5,252	6,127	6,884	7,487
少数股东损益	568	391	457	513	558
归属母公司净利润	4,973	4,861	5,671	6,371	6,929
EBITDA	4,821	4,069	9,252	9,851	10,723
EPS (当年)(元)	0.77	0.75	0.91	1.03	1.12

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,616	3,878	3,559	4,993	5,430
净利润	5,541	5,252	6,127	6,884	7,487
折旧摊销	1,998	1,985	1,800	1,647	1,760
财务费用	1,050	1,156	1,079	1,169	1,312
投资损失	-3,949	-3,463	-4,443	-4,834	-5,250
营运资金变动	-67	-745	-913	126	121
其它	43	-307	-91	0	0
投资活动现金流	-2,415	-4,189	-2,568	-4,128	-4,688
资本支出	-478	-693	-227	-1,530	-1,730
长期投资	-3,573	-5,645	-5,360	-2,709	-3,082
其他	1,637	2,148	3,019	112	125
筹资活动现金流	-2,586	-1,729	2,689	-163	-113
吸收投资	3	3,550	176	0	0
借款	8,228	22,807	3,500	3,500	3,500
支付利息或股息	-2,523	-4,005	-4,198	-4,673	-5,123
现金流净增加额	-417	-2,016	3,692	702	630

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。