

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

# 拟收购招商中铁 2%股权实现控股，优质资产布局有望再下一城

2023 年 12 月 01 日

**事件:** 招商公路发布公告, 拟收购工银金融资产投资有限公司持有招商中铁控股有限公司 2%股权。公司收购招商中铁 2%股权后, 招商中铁将成为公司合并报表的控股子公司。

**点评:**

➢ **拟进一步收购控股优质公路资产包, 外延扩张成长性再验证**

**1) 事件概览:** 公司原持有招商中铁 49%股权, 标的公司其余 49%与 2%的股权分别由中铁交通及工银投资持有。本次公司拟作价不超过 2.91 亿元收购工银投资持有的 2%的招商中铁的股权, 收购完成后将实现对招商中铁的控股。

**2) 标的情况:** 招商中铁 2022 年及 23Q1-Q3 分别实现净利润 7.54 亿元、5.99 亿元。标的公司投资持有 11 家路产项目公司, 控股运营管理 10 条高速公路, 参股管理 1 条高速公路, 分布在山东、河南、四川、陕西、广西、云南、重庆等七个省(直辖市、自治区), 里程合计 958 公里。

**3) 收购意义:** 招商中铁及下属公司所投资运营的 11 条高速公路项目均属于核心主干高速公路网, 项目资产质量优, 成长性好, 整体盈利能力较强。公司收购工银投资持有招商中铁 2%股权后, 将实现控股招商中铁, 公司资产规模、营业收入、利润总额、净利润等方面均会有所增加, 对公司主营业务健康发展具有重要意义, 对公司经营业绩的提升将会产生积极影响。

➢ **年内优质资产外延收并购节奏持续, 不断夯实全国路产运营平台能力**

2023 年公司资产整合节奏积极, 年初与广州越秀集团股份有限公司联合完成平临高速竞拍项目, 通过法拍手段新增高速公路投资里程 106 公里; 2023 年 11 月, 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“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, 此外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。公司作为全国高速公路运营龙头平台, 年内优质资产外延收并购节奏持续, 叠加毫阜高速公募 REITs 项目的推进, 有望增厚盈利以及实现营运模式的再升级。

➢ **公路运营龙头平台, 高成长溢价有望凸显**

**公司是具备强 $\alpha$ 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并购节奏, 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、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% 股权事项及拟收购招商中铁 2% 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 10.6 倍、9.4 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，维持“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)	12.10	12.38	10.61	9.44	8.68
市净率 P/B(倍)	1.03	0.99	0.95	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 12 月 1 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	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	
<b>非流动资产</b>	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(合)	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	
<b>资产总计</b>	98,321	114,930	125,138	133,841	143,320	
<b>流动负债</b>	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	
<b>非流动负债</b>	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	
<b>负债合计</b>	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	
<b>负债和股东 权益</b>	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	12.10	12.38	10.61	9.44	8.68	
P/B	1.03	0.99	0.95	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	
<b>营业总收入</b>	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	
<b>投资净收益</b>	3,949	3,463	4,443	4,834	5,250	
其他	67	360	104	122	134	
<b>营业利润</b>	5,825	4,966	6,548	7,357	8,002	
营业外收支	113	647	0	0	0	
<b>利润总额</b>	5,939	5,613	6,548	7,357	8,002	
所得税	397	361	421	473	514	
<b>净利润</b>	5,541	5,252	6,127	6,884	7,487	
少数股东损益	568	391	457	513	558	
<b>归属母公司 净利润</b>	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	
<b>经营活动 现金流</b>	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	
<b>投资活动 现金流</b>	-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	
<b>筹资活动 现金流</b>	-2,586	-1,729	2,689	-163	-113	
吸收投资 借款	3	3,550	176	0	0	
支付利息 或股息	-2,523	-4,005	-4,198	-4,673	-5,123	
<b>现金流净 增加额</b>	-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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。