

招商公路

001965

买入 (维持)

疫情扰动致主业业绩承压，多元业务成长性良好

2022年8月31日

市场数据

市场数据日期	2022-8-30
收盘价(元)	7.69
总股本(百万股)	6178
流通股本(百万股)	1933
总市值(百万元)	47511
流通市值(百万元)	14863
净资产(百万元)	58278
总资产(百万元)	101536
每股净资产(元)	8.48

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《高速公路行业逐渐涉足新能源运营》2022-08-03

《招商公路 2021 年报点评: 路产布局持续完善, 投资收益同比跳升》2022-04-03

《招商公路: 业绩稳健高增长、公司治理优秀》2022-01-21

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8626	8553	9423	10313
同比增长	22.0%	-0.8%	10.2%	9.4%
归母净利润(百万元)	4973	5001	5647	5812
同比增长	123.7%	0.6%	12.9%	2.9%
毛利率	41.4%	38.9%	40.4%	41.0%
净利率	64.2%	66.0%	67.5%	63.5%
净资产收益率	8.5%	8.2%	8.8%	8.7%
每股收益(元)	0.80	0.81	0.91	0.94
每股经营现金流(元)	0.75	0.31	0.39	0.41

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

事件: 招商公路发布 2022 年中报, 2022 年上半年公司实现营业收入 35.62 亿元, 同比下滑 8.33%; 实现归母净利润 23.53 亿元, 同比下滑 13.87% (约有 2.8 亿非经常性损益来自京津塘高速补偿协议), 实现扣非归母净利润 20.22 亿元, 同比下滑 23.48%。基本 EPS 为 0.36 元。营业收入及业绩同比下降系由于: 公司参股及控股的高速公路覆盖全国多个省份, 受全国多点散发的疫情影响较大, 整体路网车流量下降, 通行费收入同比下降。

点评:

● **投资运营板块受国内多点散发疫情影响, 营业收入同比下滑。**公司系中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商, 投资运营是公司最主要的业务板块, 以高速公路运营为主。截至 2022 年 6 月 30 日, 公司投资经营的总里程达 12797 公里, 权益里程达 3465 公里。2022H1 投资运营板块实现营业收入 24.96 亿元, 同比下滑 13.69%, 占营业收入的 70.06%, 系由于: 2022 年上半年疫情多点散发, 特别是 3-4 月疫情多线扩散, 公司投资经营高速公路覆盖全国多个省份, 受全国疫情影响较大。部分地区服务区采取封闭管理的疫情防控措施, 对整体路网车流量影响较大, 通行费收入同比下降, 导致投资运营板块营业收入同比下降。随着疫情得到控制, 客货运输需求增长, 车流量持续回暖, 营业收入有望在下半年回升。报告期内, 公司增资廊坊交发集团, 实现控股管理, 后续将增加主控里程 147 公里, 有望增厚公司业绩。

风险提示: 宏观经济下行导致车流量下降, 新公路线路通车分流、铁路竞争分流, 行业受到收费政策变化影响, 科技板块不确定性, 再投资风险等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **多元业务板块成长势头良好，填补营业收入缺口。**1) 交通科技领域：公司依托招商交科院，培育形成了科研开发、勘察设计、试验检测、工程施工等主营业务类型。公司积极进行科技平台建设，加大市场经营力度，2022H1 该板块实现营业收入 7.78 亿元，同比增长 18.02%，占营业收入的 21.83%。2) 智能交通领域：主要包括招商新智以及招商交建等公司，已拓展至智慧收费、智慧运营等大数据应用领域。2022H1 因疫情影响高速公路车流量下降，该板块实现营业收入 1.68 亿元，同比下滑 33.39%，占营业收入的 4.71%。3) 交通生态领域：主要运营主体为招商局生态环保科技公司，专门从事生态修复、生态景观、绿色建筑等业务。2022H1 公司进一步加大环保产品研发与成果转化力度，该板块实现营业收入 1.21 亿元，同比增长 44.76%，占营业收入的 3.40%。除智能交通领域，各板块收入规模持续扩大，一定程度填补投资运营板块因疫情产生的营收缺口。
- **受国内疫情影响，投资收益同比下滑。**投资收益是公司盈利最重要的组成部分，主要以参股其他高速公路公司股权为主。2022 年上半年公司实现投资收益 17.66 亿元，占利润总额的 63.6%，同比下滑 12.65%，系由于参股路段受疫情影响，车流量下降，通行费收入同比下降。2022H1，公司二级市场增持沪杭甬股份，进一步完善公司的路网投资布局。总体来看，公司参股多个优质公路资产，盈利能力优秀，随着疫情有效控制和车流量恢复，未来公司投资收益回报可观。
- **公司具备一定的光伏资产运营经验。**2019 年，招商公路在江苏、内蒙古、新疆、宁夏等地投资运营 293.8 兆瓦并网型光伏电站，盈利能力稳定。2019 年，各光伏电站实现上网电量 44,405 万千瓦时，发电收入 37,196 万元，分别同比增长 3.5%和 2.9%。目前公司在江苏丰县运营 23.8 兆瓦的光伏电站，并在部分高速公路服务区建有分布式光伏电站。
- **投资策略：**招商公路资产优质，业绩兼具稳健性及成长性，具有天然的 REITs 基因；公司治理优秀，期权激励计划有效激励管理层努力做强业绩；公司注重股东回报，积极向头部公司的分红水平看齐，存在上调分红率的可能性，同时稳健现金流和较低负债率为公司提高分红提供了空间。我们调整盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 50.01、56.47、58.12 亿元，EPS 为 0.81 元、0.91 元、0.94 元。相对 2022 年 8 月 30 日收盘价 7.69 元，PE 估值为 9.5X、8.4X、8.2X，股息率分别为 5.8%、6.5%、6.7%。维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行导致车流量下降，新公路线路通车分流、铁路竞争分流，行业受到收费政策变化影响，科技板块不确定性，再投资风险等。

附表

资产负债表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11630	14989	17500	20480
货币资金	6392	9994	12162	14843
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1416	1431	1567	1718
预付款项	86	135	131	146
存货	217	254	263	288
其他	3520	3174	3378	3485
非流动资产	86691	86580	86444	86314
长期股权投资	42383	42383	42383	42383
固定资产	1223	1126	1010	886
在建工程	62	31	16	8
无形资产	37572	37572	37572	37572
商誉	19	19	19	19
长期待摊费用	1031	1031	1031	1031
其他	4401	4419	4413	4415
资产总计	98321	101569	103944	106794
流动负债	9735	10628	10369	10845
短期借款	400	1572	986	1279
应付票据及应付账款	1992	2097	2234	2429
其他	7342	6958	7148	7136
非流动负债	25266	24067	23248	22329
长期借款	11020	9787	8980	8053
其他	14246	14280	14268	14276
负债合计	35000	34695	33617	33174
股本	6178	6178	6178	6178
资本公积	28742	28742	28742	28742
未分配利润	16238	18633	20898	22922
少数股东权益	4990	5634	6344	7082
股东权益合计	63321	66874	70328	73621
负债及权益合计	98321	101569	103944	106794

现金流量表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	4973	5001	5647	5812
折旧和摊销	1961	128	131	132
资产减值准备	164	2	14	16
资产处置损失	-6	-6	-6	-6
公允价值变动损失	-1	-0	-0	-0
财务费用	1050	777	780	782
投资损失	-3949	-4231	-4953	-4806
少数股东损益	568	644	711	738
营运资金的变动	-67	-546	147	-182
经营活动产生现金流量	4616	1915	2422	2505
投资活动产生现金流量	-2415	4232	4960	4812
融资活动产生现金流量	-2586	-2544	-5213	-4637
现金净变动	-417	3602	2168	2680
现金的期初余额	6769	6392	9994	12162
现金的期末余额	6352	9994	12162	14843

利润表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8626	8553	9423	10313
营业成本	5051	5226	5616	6080
税金及附加	48	60	66	67
销售费用	71	69	77	84
管理费用	507	490	554	601
研发费用	184	184	184	184
财务费用	796	777	780	782
其他收益	64	70	68	69
投资收益	3949	4231	4953	4806
公允价值变动收益	1	0	0	0
信用减值损失	-4	-4	-4	-4
资产减值损失	-160	-85	-92	-94
资产处置收益	6	6	6	6
营业利润	5825	5967	7078	7298
营业外收入	176	411	100	100
营业外支出	63	71	69	69
利润总额	5939	6306	7109	7329
所得税	397	662	751	780
净利润	5541	5645	6358	6550
少数股东损益	568	644	711	738
归属母公司净利润	4973	5001	5647	5812
EPS(元)	0.80	0.81	0.91	0.94

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	22.0%	-0.8%	10.2%	9.4%
营业利润增长率	110.4%	2.4%	18.6%	3.1%
归母净利润增长率	123.7%	0.6%	12.9%	2.9%
盈利能力				
毛利率	41.4%	38.9%	40.4%	41.0%
净利率	64.2%	66.0%	67.5%	63.5%
ROE	8.5%	8.2%	8.8%	8.7%
偿债能力				
资产负债率	35.6%	34.2%	32.3%	31.1%
流动比率	1.19	1.41	1.69	1.89
速动比率	1.17	1.39	1.66	1.86
营运能力				
资产周转率	9.0%	8.6%	9.2%	9.8%
应收帐款周转率	598%	551%	576%	576%
存货周转率	2020%	2190%	2145%	2180%
每股资料(元)				
每股收益	0.80	0.81	0.91	0.94
每股经营现金	0.75	0.31	0.39	0.41
每股净资产	9.44	9.91	10.36	10.77
估值比率(倍)				
PE	9.6	9.5	8.4	8.2
PB	0.8	0.8	0.7	0.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn