

招商公路

001965

买入 (维持)

疫情扰动致主业承压，核心路产拟改扩建

2022年10月31日

市场数据

市场数据日期 2022-10-28

收盘价(元)	7.75
总股本(百万股)	6178
流通股本(百万股)	1933
总市值(百万元)	47880
流通市值(百万元)	14981
净资产(百万元)	66326
总资产(百万元)	115526
每股净资产(元)	8.64

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 2022 半年报点评: 疫情扰动致主业业绩承压, 多元业务成长性良好》2022-08-31

《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	8331	9157	9908
同比增长	22.0%	-3.4%	9.9%	8.2%
归母净利润(百万元)	4973	4807	5508	5603
同比增长	123.7%	-3.3%	14.6%	1.7%
毛利率	41.4%	39.0%	38.8%	39.1%
净利率	64.2%	65.1%	67.7%	63.7%
净资产收益率	8.5%	7.9%	8.6%	8.5%
每股收益(元)	0.80	0.78	0.89	0.91
每股经营现金流(元)	0.75	0.31	0.37	0.36

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 年三季报: 2022 年前三季度公司实现营业收入 55.16 亿元, 同比下滑 7.99%; 实现归母净利润 36.44 亿元, 同比下滑 9.4% (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 33.03 亿元, 同比下滑 15.66%。基本 EPS 为 0.56 元。2022Q3 单季度实现营业收入 19.53 亿元, 同比下滑 7.36%; 实现归母净利润 12.91 亿元, 同比基本持平; 实现扣非归母净利润 12.81 亿元, 同比增长 0.58%。前三季度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, 上半年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; 三季度随着疫情的缓和, 叠加暑运带来的增量车流, 收入、业绩环比回暖。

点评:

- **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, 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。投资运营是公司最主要的业务板块, 以高速公路运营为主, 也是营业收入的主要组成部分。2022 前三季度, 公司实现营业收入 55.16 亿元, 同比下滑 7.99%, 主要系由于: 2022 年前三季度疫情多点散发, 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

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。

收入主要来源) 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。

- **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 年前三季度公司实现投资收益 28.87 亿元, 占营业利润的 68.5%, 同比下滑 3.66%, 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。2022 年前三季度, 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。

- **重要路产京津唐高速拟进行改扩建, 完成后将延长收费期限, 有效支持公司未来可持续发展。**京津唐是高速京津冀地区的主要高速公路通道之一, 近年来每年平均贡献 1-2 亿的净利润, 是公司的重要路产之一。由于天津市将重点规划建设天津港集疏运专用货运通道, 且该疏港公路直接与目前京津唐高速相连, 《天津市综合交通运输“十四五”规划》要求京津唐高速公路同步实施“四改八”工程。同时, 京津唐高速收费经营期限仅剩余约 7 年, 也需要通过改扩建延长收费年限。

预计项目于 2023 年正式开工, 建设期 3 年。在建设期, 投资该项目将增加公司总资产约 173.45 亿元, 项目资本金为 34.69 亿元, 占项目投资总额的 20%; 剩余投资金额约为 138.76 亿元, 拟采用银行贷款方式, 将计入长期借款, 建设期利息资本化, 对归属于公司股东的净利润影响较小。

此次改扩建将有利于公司保持在京津冀地区核心区域布局, 支持公司未来可持续发展。此外, 对存量优质高速公路实施改扩建进而获得收费期的延长, 也是公司获取稀缺高速公路资源的有效手段。

京津唐高速改扩建议案已通过公司董事会批准, 后续需经北京市、天津市、河北省政府的相关主管部门进一步审核批准。

- **公司发展多元化业务, 有效分散收费公路主业风险。**公司除收费公路主业外, 还在交通科技领域、智能交通领域、交通生态领域布局。参考 2022 年上半年情况, 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。
- **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; 公司具备一定光伏资产运营经验, 未来有望在新能源方向开辟新的增长曲线; 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。

由于 2022 年 Q4 全国高速公路施行货车降费 10% 的政策, 我们小幅下修盈利预测, 预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 48.07、55.08、56.03 亿元, EPS 为 0.78 元、0.89 元、0.91 元。相对 2022 年 10 月 29 日收盘价 7.75 元, PE 估值为 10.0X、8.7X、8.5X。假设维持 55% 的分红率, 股息率分别为 5.5%、6.3%、6.4%。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	14707	17223	20031
货币资金	6392	9788	11967	14518
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1416	1394	1523	1651
预付款项	86	131	130	145
存货	217	248	262	286
其他	3520	3146	3341	3430
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	101287	103667	106345
流动负债	9735	10565	10355	10814
短期借款	400	1572	986	1279
应付票据及应付账款	1992	2,041	2,229	2,411
其他	7342	6952	7140	7124
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	34633	33603	33143
股本	6178	6178	6178	6178
资本公积	28742	28742	28742	28742
未分配利润	16238	18457	20708	22622
少数股东权益	4990	5609	6302	7013
股东权益合计	63321	66655	70064	73202
负债及权益合计	98321	101287	103667	106345

现金流量表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	4973	4807	5508	5603
折旧和摊销	1961	128	131	132
资产减值准备	164	-2	14	14
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	781	788	793
投资损失	-3949	-4055	-5020	-4883
少数股东损益	568	619	693	711
营运资金的变动	-67	-529	202	-153
经营活动产生现金流量	4616	1888	2261	2230
投资活动产生现金流量	-2415	4057	5028	4888
融资活动产生现金流量	-2586	-2549	-5109	-4567
现金净变动	-417	3396	2179	2551
现金的期初余额	6769	6392	9788	11967
现金的期末余额	6352	9788	11967	14518

利润表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8626	8331	9157	9908
营业成本	5051	5086	5604	6034
税金及附加	48	58	64	65
销售费用	71	67	75	81
管理费用	507	477	538	577
研发费用	184	184	184	184
财务费用	796	781	788	793
其他收益	64	70	68	69
投资收益	3949	4055	5020	4883
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	5721	6903	7034
营业外收入	176	411	100	100
营业外支出	63	71	69	69
利润总额	5939	6061	6934	7065
所得税	397	636	733	751
净利润	5541	5425	6201	6314
少数股东损益	568	619	693	711
归属母公司净利润	4973	4807	5508	5603
EPS(元)	0.80	0.78	0.89	0.91

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%	-3.4%	9.9%	8.2%
营业利润增长率	110.4%	-1.8%	20.7%	1.9%
归母净利润增长率	123.7%	-3.3%	14.6%	1.7%
盈利能力				
毛利率	41.4%	39.0%	38.8%	39.1%
净利率	64.2%	65.1%	67.7%	63.7%
ROE	8.5%	7.9%	8.6%	8.5%
偿债能力				
资产负债率	35.6%	34.2%	32.4%	31.2%
流动比率	1.19	1.39	1.66	1.85
速动比率	1.17	1.37	1.64	1.83
营运能力				
资产周转率	9.0%	8.3%	8.9%	9.4%
应收帐款周转率	598%	544%	576%	572%
存货周转率	2020%	2162%	2171%	2174%
每股资料(元)				
每股收益	0.80	0.78	0.89	0.91
每股经营现金	0.75	0.31	0.37	0.36
每股净资产	9.44	9.88	10.32	10.71
估值比率(倍)				
PE	9.6	10.0	8.7	8.5
PB	0.8	0.8	0.8	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