



运输

浙江沪杭甬 (0576)

## 公路业务逐步企稳，证券业务加速转暖

**评级:** **增持**

当前价格 (港元): 6.15

2020.07.11

### 交易数据

52 周内股价区间 (港元)	4.75-7.51
当前股本 (百万股)	4343
当前市值 (百万港元)	26709

	皇甫晓晗(分析师)	郑武(分析师)
	0755-23976795	0755-23976528
	huangfuxiaohan@gtjas.com	zhengwu@gtjas.com
证书编号	S0880518070005	S0880514030002

### 本报告导读:

作为浙商证券的控股股东，浙江沪杭甬在保持公路业务稳定的同时，将受益于市场边际回暖带来的证券业务利润提升。

### 摘要:

- **维持目标价，维持增持评级。**浙江沪杭甬的公路业务已于5月6日重新开始收费，增长企稳。证券市场自7月以来，加速转暖。公司作为浙商证券大股东，证券业务盈利存在超市场预期可能性。我们暂维持公司2020-22年归母净利润预测21.3/38.1/39.4亿元，公司整体价值仍被低估，维持目标价8.19港元，维持增持评级。
- **公路恢复收费，补偿政策可期。**2020年疫情期间，公司高速公路业务受到车流量下滑与免费政策的双重影响。我们预计，公司公路业务全年收入下滑约23%。公路免费政策自5月6日结束，随着复产复工的推进，全国高速公路车流量已恢复正增长，公司公路业务得以企稳回升。根据交通部新闻发布会表述，我们预计公路公司免费期间的损失可获得相应补偿，补偿方式大概率为延长收费期限。
- **证券业务加速转暖，增长或超市场预期。**浙江沪杭甬通过控股子公司上三公司间接持有浙商证券46.9%的股权，是浙商证券的控股股东。2015年，证券业务盈利占公司归母净利润的32.3%，2019年证券业务盈利较2015年下降约50%，占归母净利润比例下降至12.5%。2020年7月以来，证券市场加速转暖，公司证券业务超市场预期增长的可能性增加。
- **公司整体价值仍被低估。**若我们将公司路产按照谨慎假设贴现，将证券业务按照净资产1倍PB进行估算，则2019年底公司DCF价值达338亿元人民币。市场高估了疫情与公路免费政策对企业的负面影响，同时对公司的再投资给予了较大折价。而公司当前股价对应2019年股息率达到6.2%，高股息能够降低再投资不确定带来的风险。
- **风险因素。**证券业务的走向难以判断，补偿政策的出台尚有不稳定性；短期分红政策或受疫情影响而改变；再投资的节奏与结果存在不确定性。

### 相关报告

《业绩符合预期，优质机会再现》2020.03.29

 《券商盈利有所恢复，整体价值仍被低估》  
2019.11.11

《三个视角看沪杭甬》2019.01.03

财务摘要 (百万人民币)	2016A	2017A	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,735	9,626	9,568	11,955	10,575	13,137	13,697
(+/-)%	-22.2%	-1.1%	-0.6%	24.9%	-11.5%	24.2%	4.3%
毛利润	5,139	4,970	4,784	5,274	3,532	5,665	5,777
归母净利润	3,037	3,202	3,481	3,711	2,129	3,811	3,944
(+/-)%	1.6%	5.4%	8.7%	6.6%	-42.6%	79.0%	3.5%
PE	8.2	7.8	7.1	6.7	11.7	6.5	6.3
PB	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现作为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		