

招商公路

001965

买入 (上调)

兼具成长性和稳健性，公司治理优秀

2019年10月11日

市场数据

市场数据日期	2019-10-08
收盘价(元)	7.80
总股本(百万股)	6178.21
流通股本(百万股)	554.83
总市值(百万元)	48190.05
流通市值(百万元)	4327.70
净资产(百万元)	47262.39
总资产(百万元)	87798.42
每股净资产	7.65

主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6759	8631	9194	9837
同比增长	26.6%	27.7%	6.5%	7.0%
净利润(百万元)	3910	4428	5002	5639
同比增长	16.1%	13.2%	13.0%	12.7%
毛利率	44.9%	42.5%	42.3%	42.2%
净利润率	57.8%	51.3%	54.4%	57.3%
净资产收益率(%)	8.6%	9.2%	9.7%	10.2%
每股收益(元)	0.63	0.72	0.81	0.91
每股经营现金流(元)	0.60	0.40	0.44	0.48

投资要点

- **业绩增长确定性高，兼具成长性及稳健性：**我们预计公司未来年化净利润增速达到 10%-15%，增量主要来源为：1) **外延并购提供成长性：**依靠优秀的投资运营管理团队以及央企资源，优选全国高收益路产，项目收益率要求高。2) **内生增长提供稳健性：**参股全国高速公路最优质的资产，给公司带来稳健增长的投资收益。3) **拓展科技板块、锦上添花：**公司积极拓展交通科技、智慧交通板块，亦对公司的业绩有一定贡献。
- **公司治理优秀，发行可转债及股权激励，提供业绩及股价上涨动力：**1) **公司发行可转债，**由于未来公司资本开支较大、大股东持股比例高，因此希望通过股权融资、转股诉求强，目前强制转股价格为 11.8 元，相对目前股价尚有 50% 空间。2) **公司实施股票期权激励计划，**期权行权价格为 9.07 元/股，远高于目前股价，且行权条件要求未来 5 年扣非归母净利润复合增速不低于 9%，期权积极计划极大的提高了管理层的积极性和创造力，有利于提升公司业绩。
- **投资策略：**高速公路公司股价上涨的核心驱动因素是业绩的稳健增长，而股息率是最低收益保障。我们认为招商公路是目前高速公路板块业绩增长确定性最强的公司之一，预计未来几年年化业绩增长 10%-15%。此外公司是高速公路板块唯一实施股权激励及发行可转债的公司，无论是转股诉求以及管理层激励，都有利于进一步提升公司业绩。综上，我们上调评级至“买入”，预计 2019-2021 年，公司 EPS 为 0.72 元、0.81 元、0.91 元，相对 2019 年 10 月 8 日收盘价 7.8 元，PE 估值为 11X、9.7X、8.6X。

风险提示：高速公路受宏观经济以及分流等因素影响，科技板块不确定性等。

相关报告

《招商公路：公司治理优秀、业绩兼具稳健性及成长性》
2019-08-28

《招商公路 2018 年报点评：积极拓展外延并购、业绩增速良好》
2019-04-10

《招商公路：高速公路行业旗舰平台》
2018-09-07

分析师：

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn

S0190515060003

目录

1、引言	- 4 -
1.1 高速公路投资逻辑：优选业绩增长确定的公司	- 4 -
1.2 招商公路：业绩兼具成长性及稳健性	- 5 -
1.3 优秀及先进的公司治理，是业绩增长的深层保障	- 5 -
2、公司概况	- 6 -
2.1 招商公路：招商局集团持股 68.7%	- 6 -
2.2 主要资产：综合性公路投资运营商	- 7 -
2.3 业绩稳健增长，归母净利润 3 年复合增速 15%	- 9 -
3. 新兴业务构建产业优势，协同主业锦上添花	- 13 -
3.1 交通科技业务	- 13 -
3.2 智慧交通业务	- 14 -
3.3 招商生态业务	- 15 -
4、招商公路投资逻辑分析	- 16 -
4.1 同业公司股价增长逻辑分析	- 16 -
4.2 招商公路：业绩增长确定性高，看好长期股价趋势	- 18 -
5. 股价催化剂	- 21 -
5.1 发行可转债，转股诉求较强	- 21 -
5.2 实施股权激励计划，驱动业绩增长	- 21 -
6. 投资策略	- 22 -

图 1: 招商局公路股权结构图	- 6 -
图 2: 招商公路控股资产	- 7 -
图 3: 招商公路参股资产	- 7 -
图 4: 各业务营业收入	- 10 -
图 5: 2019 年 H1 各业务营业收入占比	- 10 -
图 6: 公司通行费收入	- 11 -
图 7: 2015-2019 年 H1 多元业务收入	- 11 -
图 8: 公司各业务板块毛利	- 11 -
图 9: 2019 年 H1 主要业务毛利占比	- 11 -
图 10: 2015-2019 年 H1 投资收益	- 12 -
图 11: 2019 年 H1 投资收益组成	- 12 -
图 12: 2015-2019 年 H1 财务费用	- 13 -
图 13: 2015-2019 年 H1 归母净利润	- 13 -
图 14: 招商交科院业务分布图	- 13 -
图 15: 交通科技板块营业收入增长	- 14 -
图 16: 交通科技板块毛利增长	- 14 -
图 17: 招商新智业务分布图	- 14 -
图 18: 智慧交通板块营业收入增长	- 15 -
图 19: 智慧交通板块毛利增长	- 15 -
图 20: 智慧交通板块营业收入增长	- 16 -
图 21: 招商生态板块毛利增长	- 16 -
图 22: 宁沪高速归母净利润与股价走势	- 17 -
图 23: 深高速归母净利润与股价走势	- 18 -
图 24: 公司路产收购示意图及控股里程	- 19 -
图 25: 公司通行费收入全口径增长率	- 19 -
图 26: 公司通行费收入内生性增长率	- 20 -
图 27: 公司投资收益	- 20 -
图 28: 招商公路可转换公司债券概况	- 21 -
表 1: 重点高速公路公司 10 年涨幅复盘	- 4 -
表 2: 重点高速公路公司 5 年涨幅复盘	- 4 -
表 3: 控股路桥项目	- 8 -
表 4: 主要参股上市公司情况	- 8 -
表 5: 权益法核算的长期股权投资产生的投资收益	- 12 -
表 6: 公司近年来并购项目增长情况	- 19 -
表 7: 公司未来外延并购投资预测	- 20 -
表 8: 股权激励计划股票期权生效条件	- 22 -

报告正文

1、引言

1.1 高速公路投资逻辑：优选业绩增长确定的公司

高速公路投资收益=股价涨幅+分红派息收益率。我们复盘了高速公路行业重点上市公司近 10 年投资收益，以宁沪高速为例：近 10 年复权后股价年复合涨幅为 11.8%，其中包括股价(不复权)年复合增长 6.1%、以及近 10 年派息收益率均值 5.7%。近 5 年复权后股价年复合涨幅为 17.8%，其中包括股价(不复权)年复合增长 11.9%、以及近 10 年派息收益率均值 5.4%。我们发现：**第一，稳健的股价涨幅取决于公司业绩稳健的增长**，例如宁沪高速近 10 年 EPS 复合增长 8%，EPS 的年化涨幅与股价涨幅基本一致，公司估值变化不大。**第二，稳健的派息收益率取决于公司稳定的高派息政策**，即高分红率，例如宁沪高速 10 年平均分红率达到 70.6%。**第三，近 5 年高速公路板块股价涨幅、估值提升开始加速**。以宁沪高速为例，5 年股价复合增速为 17.8%，高于 10 年复合增速 11.8%，这隐含着高速公路板块估值的提升，宁沪高速 PE 估值从 2013 年 10.6X 提升至 12.8X。这体现了市场对高速公路这类核心资产价值的认可度提高。

目前市场上高速公路的投资人主要看中的是稳健高股息特性，但实际上高速公路公司业绩稳健增长带来的股价增长，才是投资高速公路股票最主要的收益来源。因此，在选择高速公路投资标的时，既要考虑股息率，更要考虑公司业绩增长的确定性。

表 1：重点高速公路公司 10 年涨幅复盘¹

	近 10 年股价累计涨幅(复权) ²	近 10 年股价年复合涨幅(复权)	近 10 年股价累计涨幅(不复权)	近 10 年股价年复合涨幅(不复权)	近 10 年平均派息回报 ³	近 10 年派息收益率均值 ⁴	近 10 年 EPS 累计涨幅	近 10 年 EPS 年复合涨幅
宁沪高速	123%	11.8%	37%	6.1%	7.2%	5.7%	118%	8%
深高速	109%	11.1%	51%	7.4%	6.3%	4.8%	184%	11%
粤高速	94%	11.2%	54%	8.4%	5.4%	3.4%	208%	12%

资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

表 2：重点高速公路公司 5 年涨幅复盘

	近 5 年股价累计涨幅(复权)	近 5 年股价年复合涨幅(复权)	近 5 年股价累计涨幅(不复权)	近 5 年股价年复合涨幅(不复权)	近 5 年平均派息回报	近 5 年派息收益率均值	近 5 年 EPS 累计涨幅	近 5 年 EPS 年复合涨幅
宁沪高速	62.2%	17.8%	34.2%	11.9%	7.5%	5.4%	49.6%	7.8%
深高速	25.0%	26.3%	8.3%	21.7%	12.0%	6.2%	59.5%	13.2%
粤高速	95.6%	27.5%	69.8%	23.5%	11.4%	5.1%	179.2%	62.0%

资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：1、股价截止至 2018 年 12 月 31 日，深高速 2018 年 EPS 剔除了巨额一次性收益（三项政府回款）。

2、近 10 年股价年复合涨幅（复权）采用的是每年后复权收盘价计算。

3、近 10 年平均派息回报=近 10 年每股股利数学平均数/2008 年不复权收盘价。

4、近 10 年派息收益率均值= \sum (近 10 年每股股利/前 1 年不复权收盘价) /10。

1.2 招商公路：业绩兼具成长性及稳健性

招商公路近 5 年归母净利润年复合增长率约 11%，近 3 年复合增长率为 15%，作为 17 年底刚上市的公路公司，凭借优秀的业绩增长，逐渐进入投资人的视野。

招商公路前身为招商局华建公路投资有限公司，参股全国最优质的高速公路资产，背靠招商局集团强大的综合实力、先进的管理能力，借助与交通部密切的历史渊源，逐步在全国范围内收购优质控股高速公路资产。与此同时，积极在交通科技、智能交通领域有所斩获。

我们认为招商公路未来业绩兼具成长性及稳健性，利润稳健增长的主要来源为：1) **外延并购提供成长性**：凭借独特的央企资源以及与各省交投的历史渊源，公司在全国范围内优选、收购高速公路资产，项目收益率要求高，高于行业多数上市公司的收购标准。借助优秀的投资运营管理团队，自 2015 年起，公司先后收购 8 条高速公路，未来依然会不断加快收购脚步，新增收购优质资产将带来业绩的提升。2) **内生增长提供稳健性**：公司参股全国高速公路最优质的资产，包括 A 股 12 家上市公司。这些优质路产增长稳健，给公司带来稳健增长的投资收益，同时路产分散也一定程度分散了高速项目风险，提升了稳定性。3) **拓展科技板块、锦上添花**：公司借助招商交科院、招商新智等平台，积极拓展交通科技、智慧交通板块，亦对公司的业绩有一定贡献。

1.3 优秀及先进的公司治理，是业绩增长的深层保障

招商局旗下公司的管理能力一向深受全市场的认可，招商公路上市以来连续发行了可转债、管理层期权激励计划，优秀及先进的公司治理，是公司业绩增长的深层次保障。

发行可转债，转股诉求强：公司于 2019 年 3 月发行可转债，初始转股价格为 9.34 元/股，2019 年 7 月派息后，调整转股价为 9.09 元/股，强制转股价为 11.8 元。一方面大股东招商局集团持股比例高达 68.7%，另一方面公司收购新路产资金需求量依然很大，因此公司发行可转债、希望通过转股实现股权融资。综上，我们认为公司发行可转债、转股诉求较强，进一步保障了公司业绩的高增长、以及提供了股价上涨动力。

实施期权激励计划，有效激发管理层积极性：2019 年 4 月，招商公路公告实施管理层期权激励计划，计划授予股权激励对象 4730 万股，约占公司总股本的

0.766%。期权行权价格为 9.07 元/股，股票期权在第 3-5 年生效，生效条件包括 1、扣非 ROE 不低于 8.5%，且不低于对标企业 75 分位水平；2、第一至三个行权期生效时点扣非净利润复合增长率分别不低于 8.0%、8.5% 和 9.0%，且不低于对标企业同期 75 分位水平。3、生效时点前一财务年度公司 EVA 达成集团下达的目标。总体来看，公司期权激励计划行权要求较高，行权价格较高。因此，我们认为该期权激励计划的实施，极大的提高了管理层的积极性和创造力，有利于提升公司业绩。

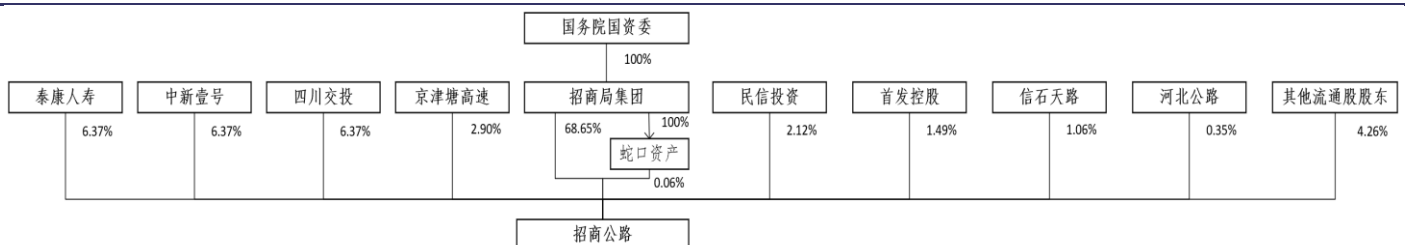
2、公司概况

2.1 招商公路：招商局集团持股 68.7%

招商公路的前身为华建中心，成立于 1993 年，为交通部直属企业。1999 年经批准，由交通部将华建中心整体转入招商局集团。2016 年 7 月招商公路改制为股份公司，设立时股东为招商局集团及其旗下蛇口资产管理公司。同年 9 月，公司进行增资扩股：公司发行新股 16.2 亿股，招商局集团以所持招商交科院 100% 股权参与增资，泰康保险、交投产融、中新壹号、民信投资、信石天路以 7.6 元/股的价格分别认购招商公路新增股份，认购金额合计 105 亿元。交易完成后，招商局集团持有招商公路 75.4%，泰康人寿、交投产融、中新壹号、民信投资、信石天路、蛇口资产分别持股 7%、7%、7%、2.3%、1.2%、0.07%。同年 12 月，招商公路通过换股吸收华北高速在 A 股市场上市交易，华北高速退市注销。

截至 2019 年中报，招商公路第一大股东及实际控制人均为招商局集团，股权比例为 68.7%；泰康人寿、中新壹号、交投产融、京津塘高速、民信投资、首发控股、信石天路、河北公路及其他流通股股东分别持股 6.4%、6.4%、6.4%、2.9%、2.1%、1.5%、1.1%、0.3%、4.2%。

图 1：招商局公路股权结构图

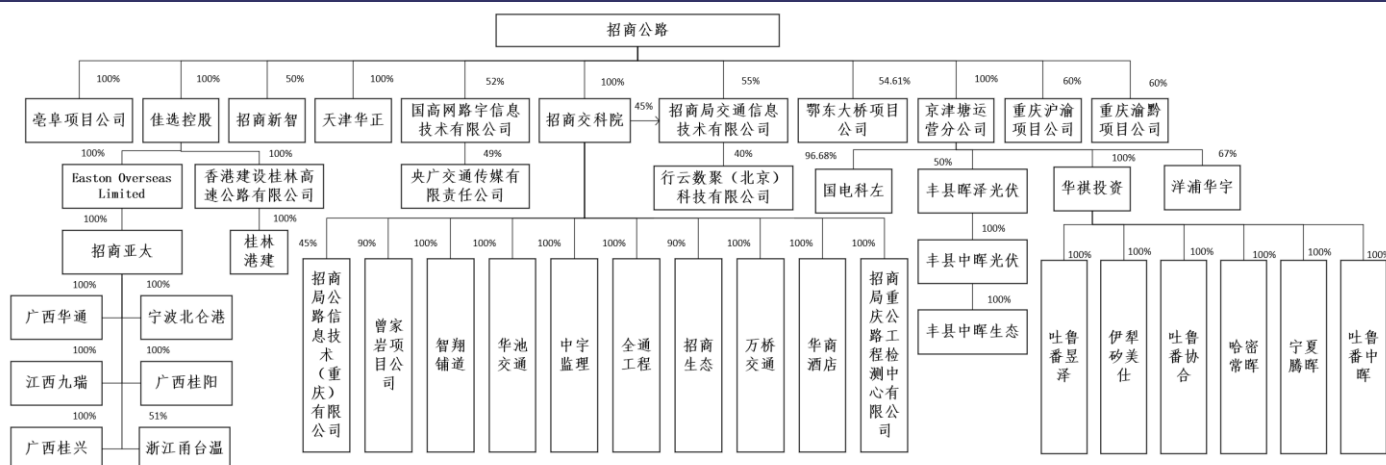


资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 主要资产：综合性公路投资运营商

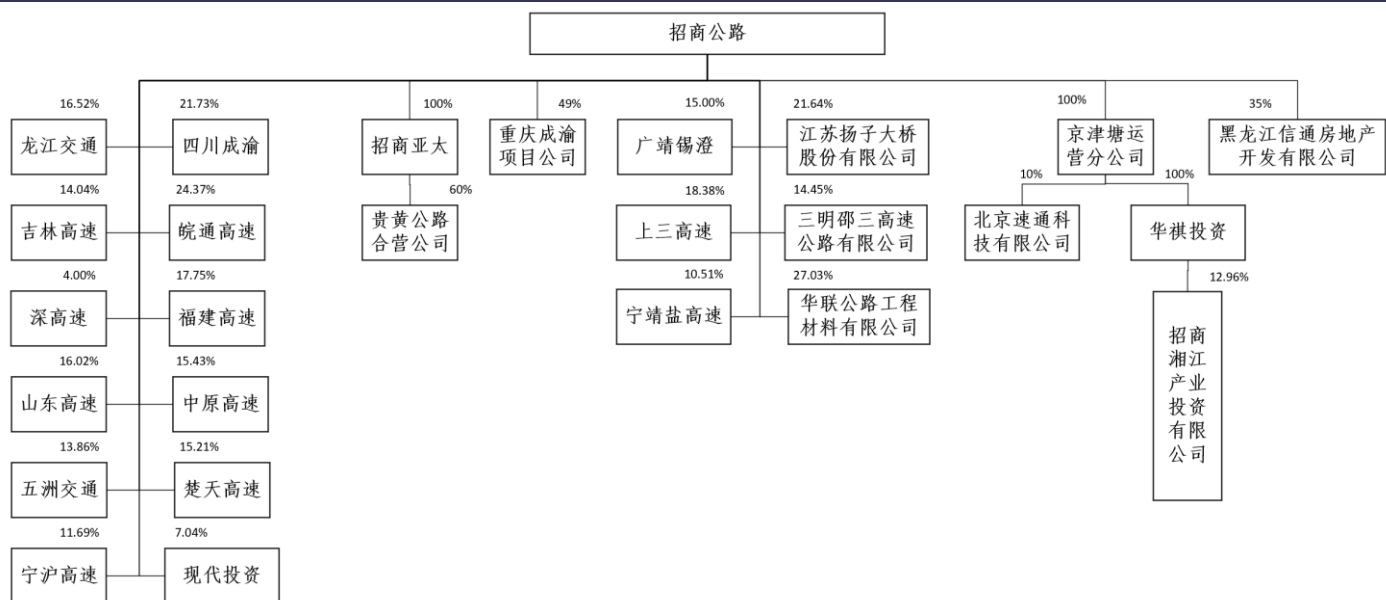
招商公路是中国投资经营里程最长、覆盖区域最广、产业链最完整的综合性公路投资运营服务商，此外也涉足交通科技、智慧交通等领域。截至 2019 年 6 月底，公司投资经营的路桥总里程达到 8824 公里，权益里程 2163 公里，所投资的路网已覆盖全国 19 个省、自治区和直辖市。同时，依托招商交科院以及招商新智等子公司，在交通科技及智慧交通领域不断发展壮大。目前公司总资产达到 877.9 亿元，净资产达到 519.1 亿元，负债率为 40.9%。

图 2：招商公路控股资产



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3：招商公路参股资产



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

高速公路运营方面，招商公路是国内高速公路运营平台中的巨无霸。一方面，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

公司控股收费公路项目共计 14 条，分布于东部、中部和西部的 10 个省、自治区和直辖市，总里程超过 900 公里。这些路产均处于国家主干线，区位优势明显，盈利能力优异，成长稳定。另一方面，公司参股多家优质收费公路公司，其中 A 股公路上市公司共 12 家，并参股广靖锡澄、上三高速、扬子大桥、邵三高速、宁靖盐高速五个高速公路项目。近年来，参股公司贡献的投资收益保持持续增长趋势，不仅为公司效益增长提供了坚实的保障。

表 3：控股路桥项目

名称	持股比例	收费到期日	控股里程(公里)	位置	日均车流量(辆/日)	日均通行费收入(万元/日)	日均单公里通行费收入(万元/日)
甬台温高速	51%	2030 年 9 月 30 日	140.2	浙江	37,150	381.6	1.4
京津塘高速	100%	2029 年 9 月 5 日	142.7	北京、天津、河北	19,218	177.1	1.2
渝黔高速	60%	2037 年 3 月 16 日	90.4	重庆	17,471	124.9	0.8
沪渝高速	60%	2043 年 12 月 22 日	84.3	重庆	16,616	123.1	0.9
北仑港高速	100%	2027 年 12 月 31 日	51.4	浙江	35,631	110.3	2.1
毫阜高速	100%	2036 年 12 月 14 日	101.3	安徽	11,317	94.9	0.9
鄂东大桥	54.60%	2040 年 9 月 27 日	15.2	湖北	24,004	86.7	3.1
桂兴高速	100%	2042 年 4 月 1 日	53.4	广西	16,236	77.3	1.4
桂阳高速	100%	2037 年 7 月 31 日	66.6	广西	15,526	65.3	0.9
阳平高速	100%	2037 年 6 月 17 日	39.5	广西	12,551	39.0	0.9
九瑞高速	100%	2040 年 12 月 31 日	48.1	江西	9,004	33.6	0.7
灵三高速	100%	2038 年 3 月 29 日	46.7	广西	7,300	20.7	0.4

资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：日均通行费收入、车流量等数据使用 2019 年 1-6 月数据。

表 4：主要参股上市公司情况

名称	持股比例	总市值(亿元)	权益对应市值(亿元)	2019 年上半年净利润(亿元)	2019 年上半年贡献投资收益(亿元)
山东高速(600350.SH)	16.0%	222.3	35.56	16.6	2.7
宁沪高速(600377.SH)	11.7%	506.2	59.23	23.3	2.7
四川成渝(601107.SH)	21.7%	99.6	21.62	8.7	1.9
皖通高速(600012.SH)	24.4%	83.6	20.39	5.5	1.3
中原高速(600020.SH)	15.4%	92.8	14.29	8.6	1.3
福建高速(600033.SH)	17.8%	84.5	15.05	5.8	1.0
五洲交通(600368.SH)	13.9%	53.4	7.42	7.5	1.0
深高速(600548.SH)	4.0%	219.9	8.80	17.1	0.7
楚天高速(600035.SH)	15.2%	57.2	8.70	3.1	0.5
现代投资(000900.SZ)	7.0%	68.6	4.80	6.1	0.4
龙江交通(601188.SH)	16.5%	40.5	6.69	2	0.3
吉林高速(601518.SH)	14.0%	36.1	5.05	0.9	0.1
合计			207.6	105.2	13.9

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：市值为 2019 年 10 月 8 日收盘值

投资运营板块，除路桥运营项目外，公司也从通过子公司华北高速持有光伏电站项目，截至目前，共在江苏、内蒙古、新疆、宁夏等地投资运营 293.8MW 的光伏电站。2019 年上半年公司各光伏电站实现上网电量 2.3 亿千瓦时，发电收入 1.9 亿元，占上半年营业收入的 5.1%。

交通科技、智慧交通、招商生态是公司除投资运营板块外三大增长极。其中，交通科技主要依托全资子公司招商交科院，开展科研开发、勘察设计、咨询监理、工程施工、工程总承包等业务。2019 年上半年，交通科技板块实现营业收入 7.3 亿元，占总营业收入的 19.8%，同比增长 52.8%。实现毛利 6657 万元，占公司总毛利 4%，同比增长 82.1%。

智慧交通及招商生态业务是近几年新拓展的业务板块，主要开展智慧收费、智慧养护等业务。紧抓此次取消省界收费站契机，公司子公司招商新智等公司的业务取得较大突破。2019 年上半年，智慧交通板块实现营业收入 2.4 亿元，占总营业收入的 6.6%，同比大幅增长 245%。实现毛利 1626 万元，占公司总毛利 1%，同比增长 938%。招商生态业务正在培育期，2019 年上半年实现毛利 841 万元。

2.3 业绩稳健增长，归母净利润 3 年复合增速 15%

2016-2018 年，招商公路分别实现营业收入 50.5、53.4、67.6 亿元，复合增长率约为 15.7%；实现营业利润 40.0、44.1、48.4 亿元，复合增速约为 10.1%，其中投资收益为 26.1、28.3、32.3 亿元，复合增速为 11.2%，主要来自参股 A 股高速公路上市公司的投资收益。2016-2018 年实现扣非归母净利润 27.8、33.1、37.1 亿元，复合增长率约为 15.5%。

从收入结构看，2019 年上半年投资运营、交通科技、智慧交通、招商生态贡献营业收入分别达 26.6、7.3、2.4、0.5 亿元，占总营业收入比例分别为 72.2%、19.8%、6.6%、1.4%。2018 年同比 2017 年，投资运营通过内生增长及外延扩张，收入不断稳步上升，收入占比由 65.8% 上升到 70.7%；交通科技、智慧交通板块收入受到业务量波动原因，略有波动。

图 4：各业务营业收入 单位：亿元

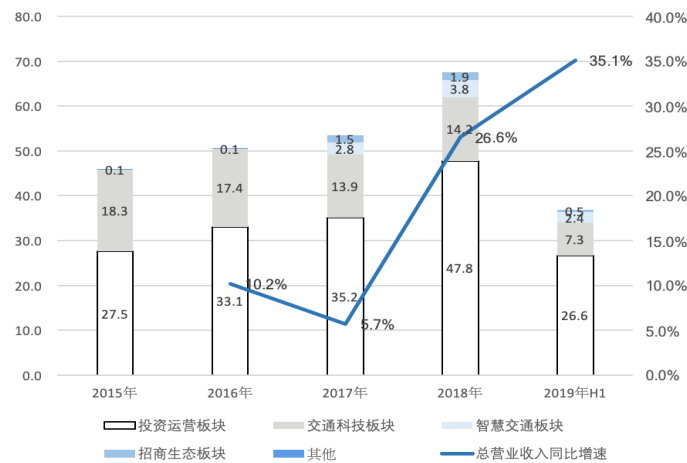
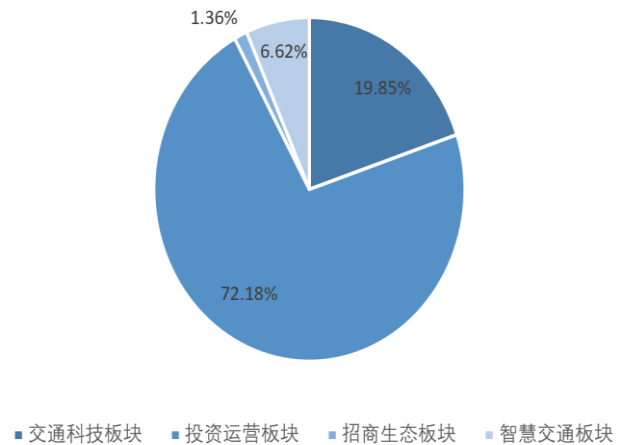


图 5：2019 年 H1 各业务营业收入占比 单位：%



资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

其中，投资运营业务受内生增长与外延并购影响，增长稳健。2016-2018 年经营性高速公路实现的通行费收入分别约为 29.6、30.7、42.8 亿元，复合增长率为 20.2%（含外延并购）。增长一方面来自原有高速路产内生性增长，我们测算 2016-2018 年公司控股路产通行费收入内生性同比增长为 11.4%、3.0%、4.5%，增速稳健。另一方面，公司不断并购高速公路带来外延增量，是通行费收入大幅增长的主要原因。公司 2014 年并购九瑞高速，2015 年并购桂兴高速、桂阳高速和阳平高速，2016 年收购灵三高速，2017 年收购鄂州大桥项目，2018 年收购渝黔高速、沪渝高速、成渝高速和毫阜高速。通过稳步并购不断增加收费期限，有利于公司未来可持续增长。

交通科技及智慧交通板块业务探索新增量。招商公路交通科技板块业务主要依靠招商交科院雄厚的研发实力。2017-2018 年交通科技板块实现收入分别为 13.9、14.2 亿元，同比增速为 1.7%。2019 年上半年，交通科技板块实现营业收入 7.3 亿元，占总营业收入的 19.8%，同比增长 52.8%。2017 年起，招商公路新设智慧交通和招商生态业务。2017-2018 年公司分别实现智慧交通收入 2.8、3.8 亿元，同比增速 34.2%；实现招商生态收入 1.5、1.9 亿元，同比增速 25.6%。2019 年上半年，智慧交通板块实现营业收入 2.4 亿元，占总营业收入的 6.6%，同比大幅增长 245%。

图 6：公司通行费收入 单位：亿元

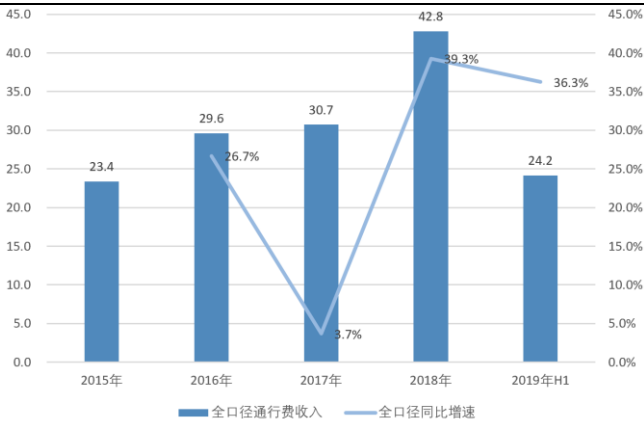
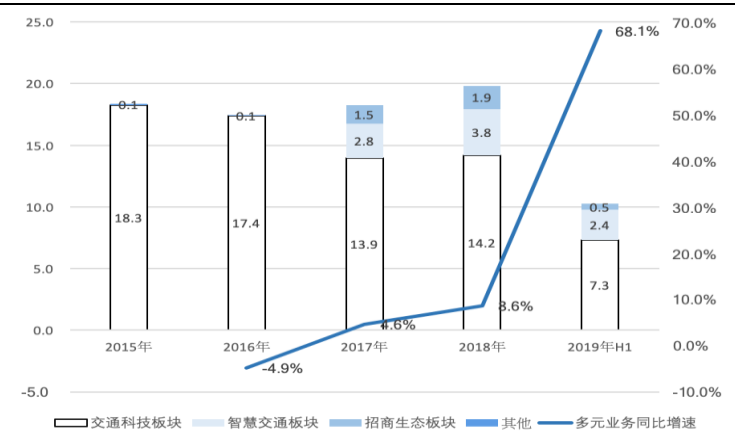


图 7：2015-2019 年 H1 多元业务收入 单位：亿元



资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

毛利方面，主营业务毛利增长稳健，2019 年投资运营板块毛利贡献超过 90%。2016-2018 年，公司总毛利分别为 22.3、23.4、30.4 亿元，两年复合增长率 16.6%。其中投资运营的毛利增长明显，两年复合增长率为 20.3%，占总毛利比重从 85.1% 增长至 90.6%，2019 年上半年提升至 94.5%。

图 8：公司各业务板块毛利 单位：亿元

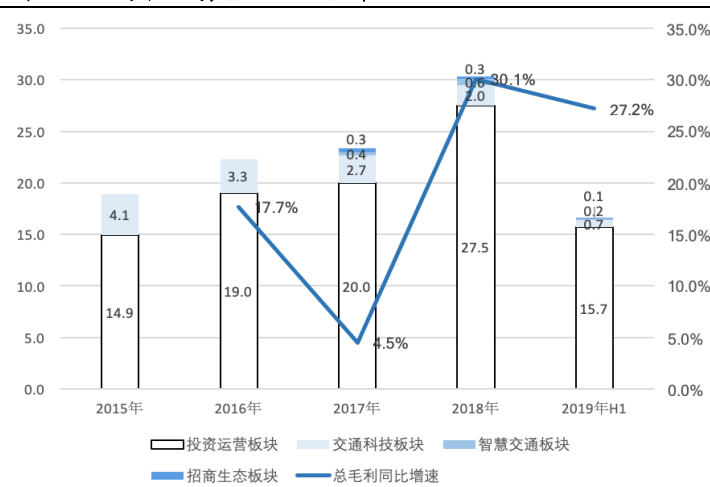
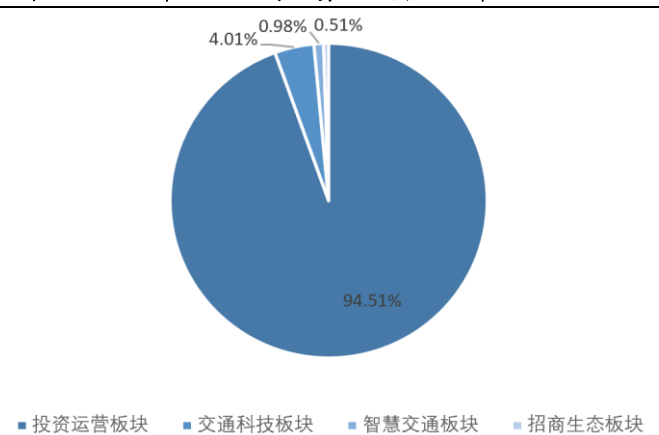


图 9：2019 年 H1 主要业务毛利占比 单位：%



资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

除主营业务外，公司投资收益贡献可观利润。2016-2018 年，公司实现投资收益分别为 26.1、28.3、32.3 亿元，两年复合增速 11.2%。公司投资收益主要来自参股的 A 股上市公司股权（例如山东高速、宁沪高速等 12 家）以及部分高速公路项目（例如上三高速等）带来的投资收益。公司参股的各上市公司均持有各省最优质的高速公路项目，盈利能力优秀，增速稳健，因此招商公路投资收益稳健增长。2019 年上半年，投资收益占公司总营业利润比例达到 66.7%，是公司业

绩的主要贡献来源。

表 5: 权益法核算的长期股权投资产生的投资收益 (万元)

	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年
合营公司			
桂柳公路		12467.85	
贵黄公路	2206.45	5065.15	
联营公司			
山东高速	25311.60	47161.13	42359.80
皖通高速	16277.39	33623.88	26596.03
四川成渝	20169.83	19835.25	19305.73
江苏扬子大桥	10212.57	14604.19	12888.12
上三高速	12458.25	18407.85	25939.35
宁沪高速	26887.00	51162.50	41942.11
其余联营公司	65571.14 (19 家)	97454.68 (18 家)	63227.29 (10 家)
权益法核算的长期股权投资收益合计	179094.23	299782.47	232258.43

资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图 10: 2015-2019 年 H1 投资收益 单位: 亿元

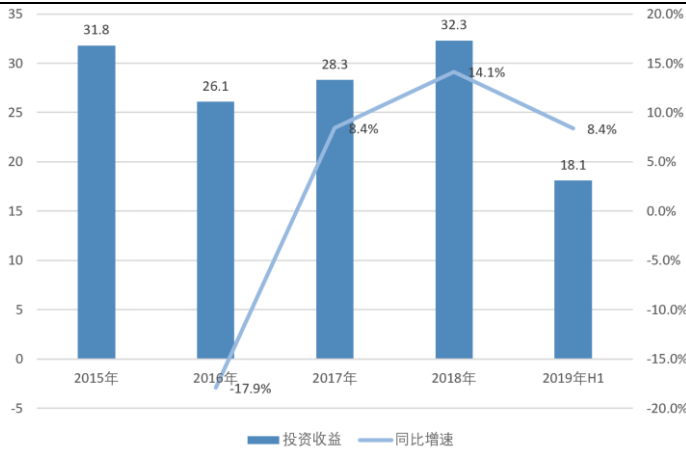
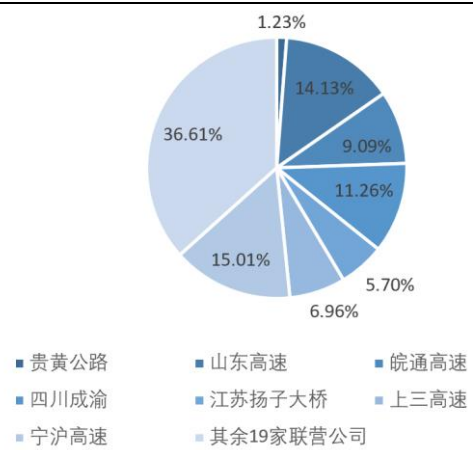


图 11: 2019 年 H1 投资收益组成



资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

备注: 2015 年投资收益较大主要系当年通过资本市场减持部分参股上市公司少数股权确认 6.8 亿元投资收益, 占当期投资收益的 21.3%。

2016-2018 年, 招商公路财务费用分别为 2.9、2.2、7.9 亿元, 同比增速 227.6%、-23.9%和 263.1%。2016 年财务费用大幅增长主要是由于 2015 年度对桂阳高速、平阳高速、桂兴高速的并购以及 2016 年对灵三高速的并购。2018 年财务费用增幅较大主要系 2017 年 12 月公司并购鄂州大桥项目、2018 年并购中信资产包及亳阜高速所致。归母净利润方面, 2016-2018 年公司实现归母净利润分别为 29.4、33.7、39.1 亿元, 复合增速为 15.3%。2019 年上半年实现归母净利润 23 亿元, 同比增长

14.4%。

图 12: 2015-2019 年 H1 财务费用 单位: 亿元

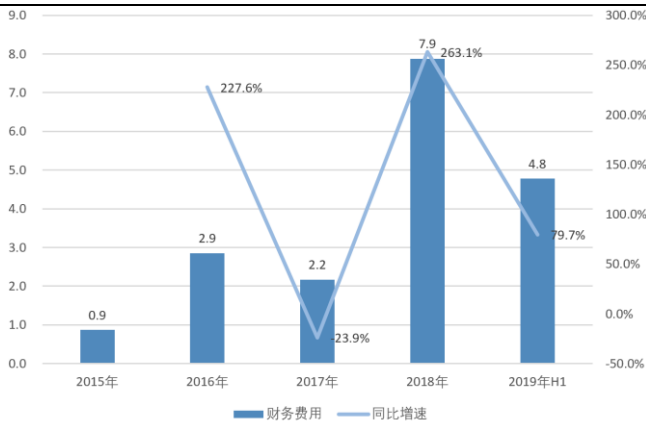
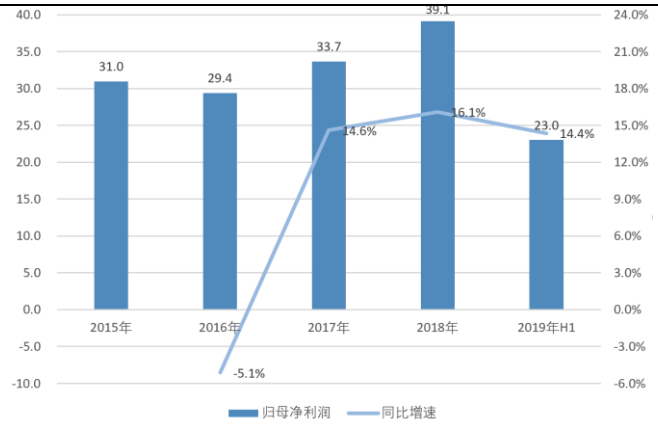


图 13: 2015-2019 年 H1 归母净利润 单位: 亿元



资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

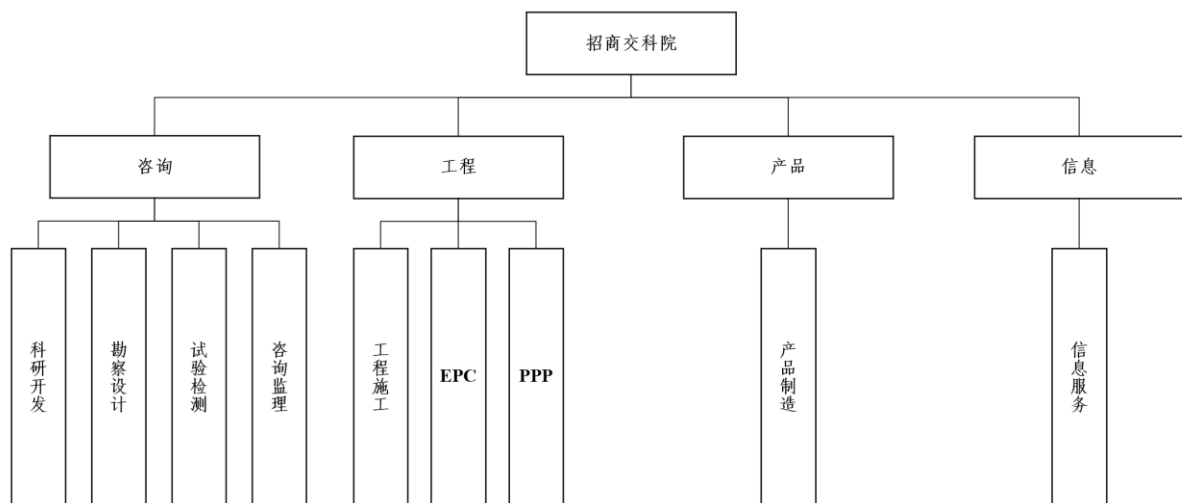
资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3. 新兴业务构建产业优势, 协同主业锦上添花

3.1 交通科技业务

除主营业务外, 公司积极拓展多元业务。招商公路依托旗下子公司招商交科院开展交通科技业务, 主要为工程咨询与承包。咨询产业方面公司主要发展了路桥建筑勘察设计、工程咨询等业务, 工程产业板块主要包括工程施工业务, 总包、PPP 等, 科技信息产业主要包括桥梁索缆产品、交通智能产品、路面材料以及信息服务。

图 14: 招商交科院业务分布图



资料来源: 公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

交通科技板块 2017、2018、2019 年上半年实现营业收入 13.9、14.2、7.3 亿元，18、19H1 同比增长 1.7%、52.8%；实现毛利 2.7、2.0、0.7 亿元，18、19H1 同比增长-26.2%、82.1%。近两年来该板块营收企稳，2019 年上半年营收及毛利增长显著，预计未来该板块业务有望为公司提供增长动力。

图 15: 交通科技板块营业收入增长 单位: 亿元

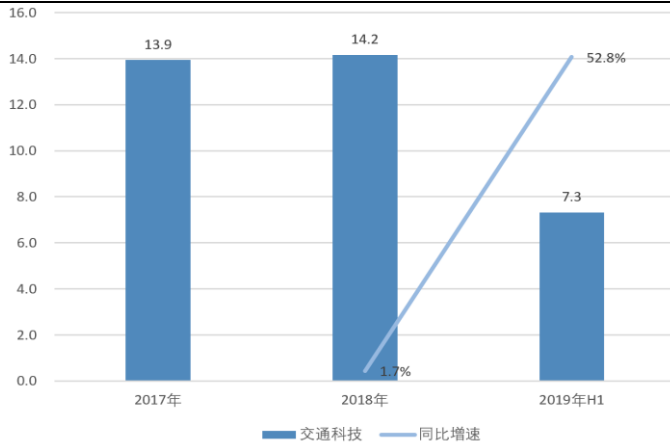
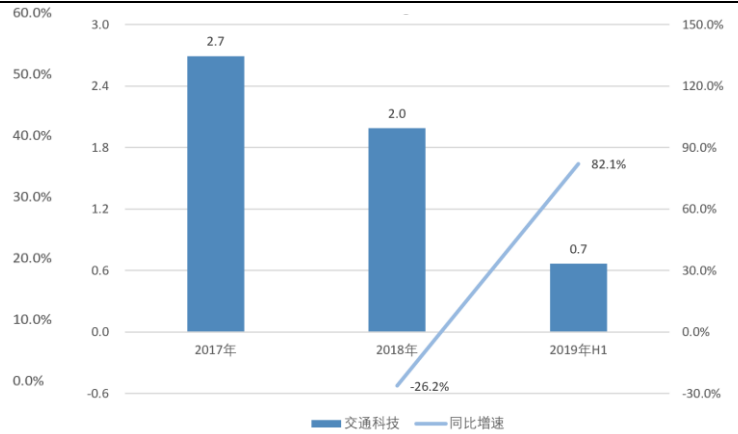


图 16: 交通科技板块毛利增长 单位: 亿元



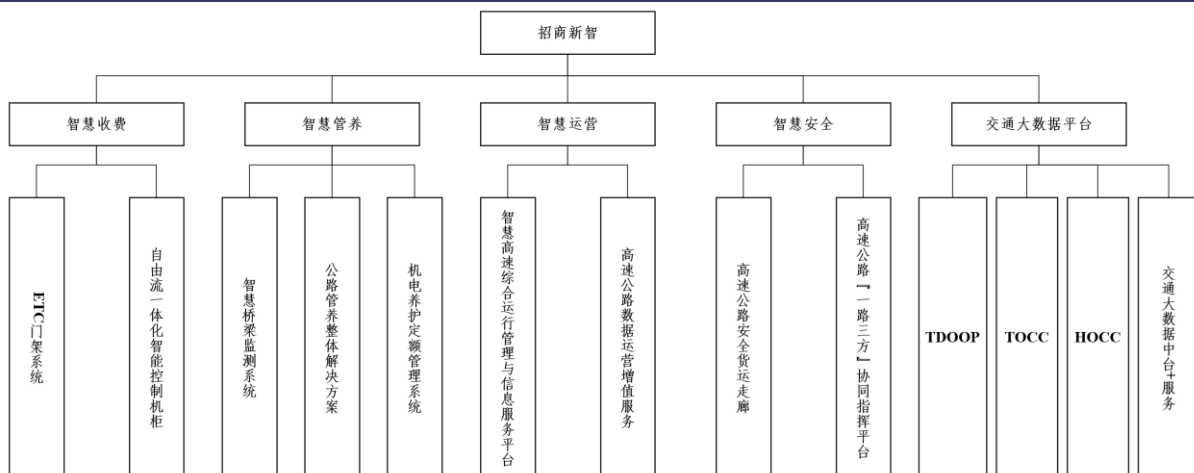
资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 智慧交通业务

智慧交通业务板块是招商公路发展的重要增长极，其功能定位是支撑主业、服务产业，该板块业务主要依托于公司旗下招商新智科技有限公司。招商新智目前有五大业务板块，分别是智慧收费、智慧管养、智慧运营、智慧安全和交通大数据平台。主要从事ETC门架系统、自由流一体化智能控制机柜、智慧桥梁监测系统、公路管养整体解决方案、机电养扩定额管理系统、智慧高速综合运行管理与信息服务平台、高速公路数据运营增值服务、高速公路安全货运走廊、高速公路「一路三方」协同指挥平台、TDOOP、TOCC、HOCC、交通大数据中台+服务等。

图 17: 招商新智业务分布图



资料来源: 公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

智慧交通板块 2017、2018、2019 年上半年实现营业收入 2.8、3.8、2.4 亿元，18、19H1 同比增长 34.2%、245.1%；实现毛利 0.4、0.6、0.2 亿元，18、19H1 同比增长 58.0%、937.7%。受取消省界收费站影响，该板块 2019 年上半年营业收入及毛利润大幅增长。

取消省界收费站背景下，公司目标打造“一硬三软”和称重核心产品，积极拓展相关业务：通过了京津塘高速开放式自由流验证试验项目，测试数据拟合和计费软件，打造“一硬三软”的核心技术，即一体化智能机柜硬件、智慧运营平台、智能监测运维软件、稽查校核软件。创新研发高速公路“一路三方”协同指挥平台，为高速公路的安全畅通出行保驾护航。基于交警、路政、高速公路三方运营企业，利用“互联网+”思维及多元异构数据整合与处理技术，建立的高速公路智能化安全预警与应急救援安全体系。截至目前，公司及旗下招商华软连续中标多个“撤站工程”项目。

图 18：智慧交通板块营业收入增长 单位：亿元

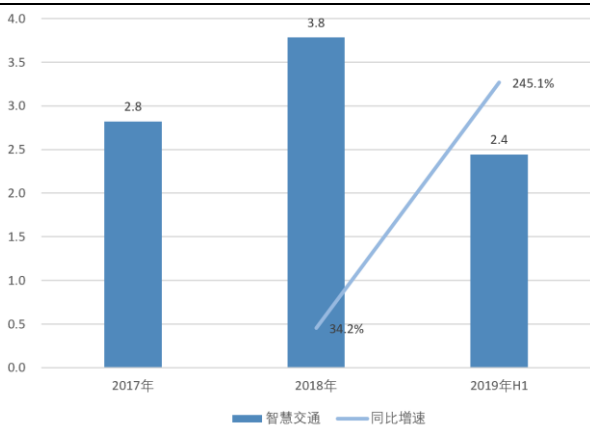
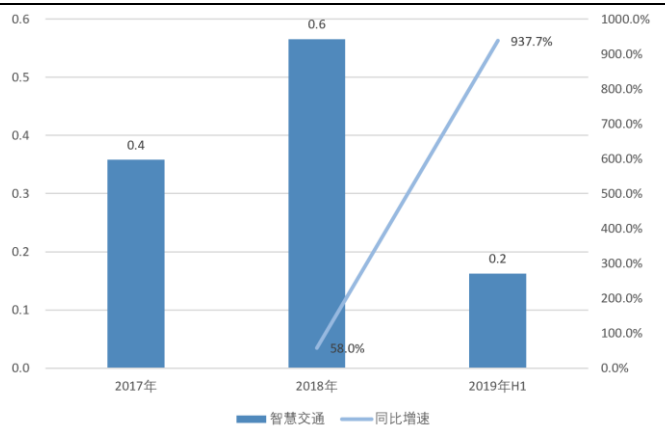


图 19：智慧交通板块毛利增长 单位：亿元



资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 招商生态业务

招商生态板块依托招商交科院雄厚的研发能力，创新发展生态环保、新产品制造、智能检测、景观路面等新兴业态。其中招商局环保科技有限公司从事生态环保、景观建筑技术开发及建设运营业务，重庆车辆检测研究院有限公司从事机动车辆质检、试验及咨询业务，招商局公路信息技术（重庆）有限公司从事道路监测、路产管理及交通物联网数据服务业务等。

2017、2018、2019 年上半年，招商生态业务板块实现营业收入 1.5、1.9、0.5 亿元，18、19H1 同比增长 25.6%、-19.6%；实现毛利 0.34、0.30、0.08 亿元，18、19H1 同比增长-13.1%、78.1%。目前该板块尚在培育期。

图 20: 招商生态板块营业收入增长 单位: 亿元

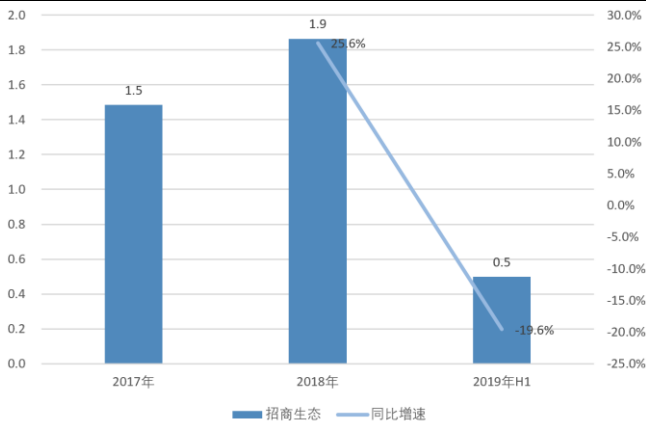
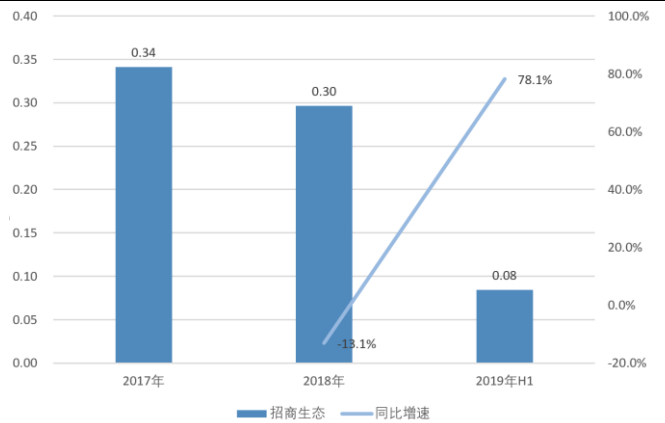


图 21: 招商生态板块毛利增长 单位: 亿元



资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

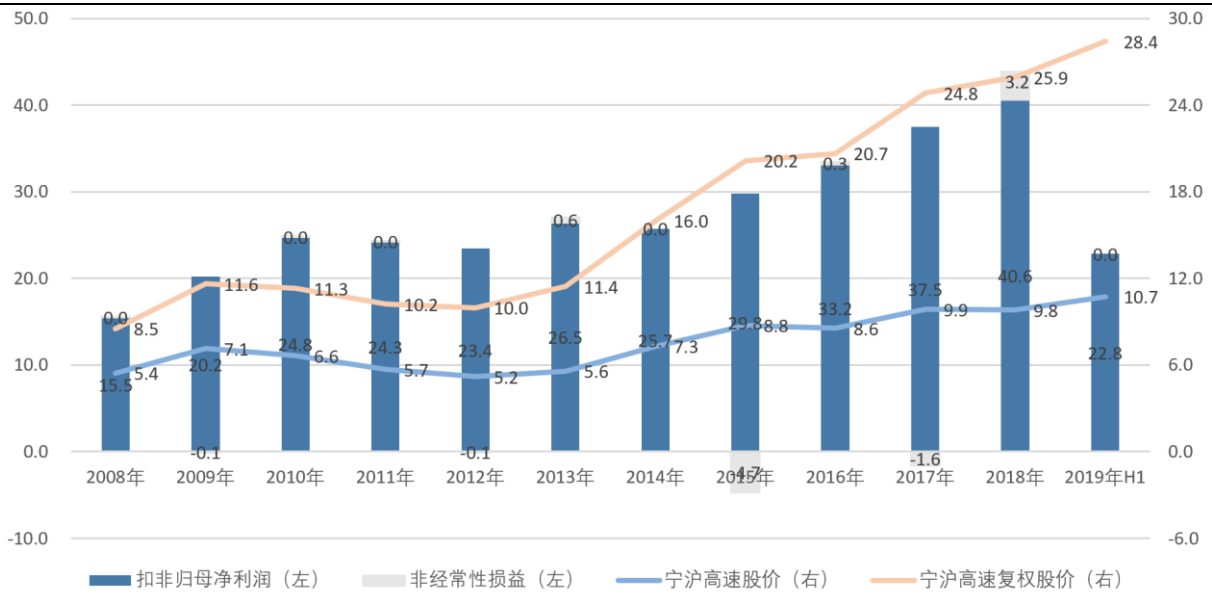
资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

4、招商公路投资逻辑分析

4.1 同业公司股价增长逻辑分析

高速公路行业上市公司高分红率、高股息率是吸引投资人的主要看点，但公司业绩的稳健增长是股价上涨根本动力。

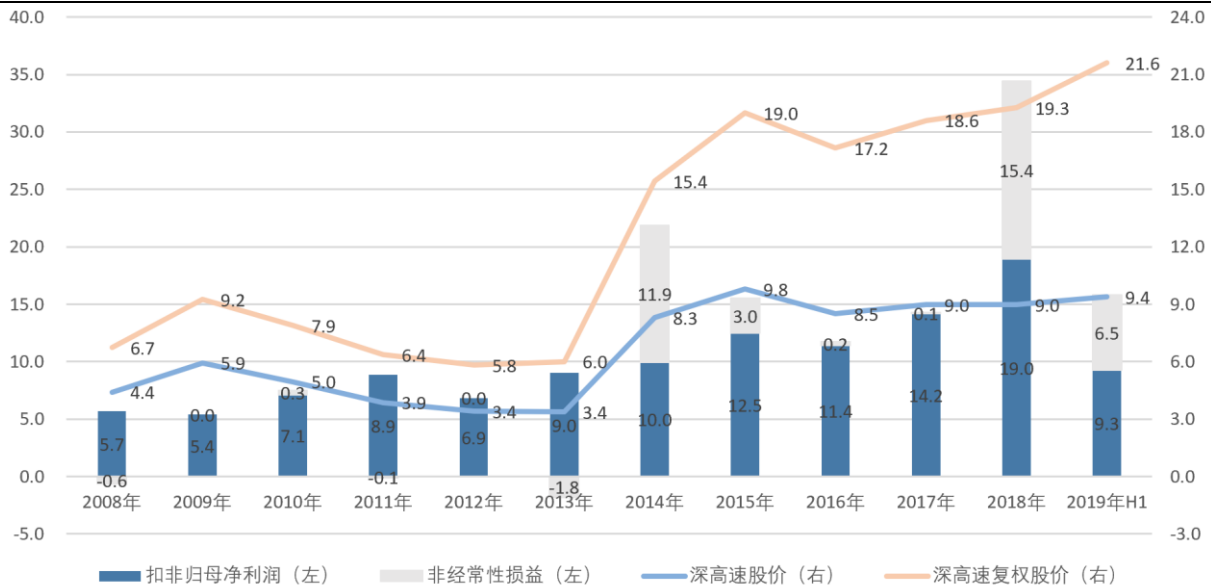
以宁沪高速为例，2008-2018年宁沪高速归母净利润从15.5亿元上升至43.8亿元，累计增幅182.6%，10年复合增长率为10.9%；扣非归母净利润从15.5亿元上升至40.6亿元，累计增幅162.6%，10年复合增长率为10.1%。股价方面，其年末复权收盘价由8.5元上涨至25.9元，累计涨幅204.7%，10年复合增长率为11.8%，其中，不复权股价从5.4元上涨至9.8元，10年复合增速为6.1%，此外每年公司平均分红派息率约为5%-6%。可以看出，宁沪高速复权股价的上涨幅度与其利润涨幅基本匹配，公司稳健的业绩增长及稳健的分红派息是公司股价上涨的核心动力。

图 22：宁沪高速归母净利润与股价走势 单位：净利润、非经常损益（亿元），股价（元）


资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

同时，非经常性利润的释放也会推动股价上涨。以深高速为例，近几年公司频繁释放非经常性利润，且非经利润同样分红，亦促进股价大幅提升。公司复权后股价近 10 年复合增长率达到 11.1%，不复权股价复合增长 7.4%，扣非业绩复合增长率 12.8%。2014 年，深高速处置梅观高速，确认资产处置收益 14.9 亿元，约贡献净利润 11.1 亿元；2015 年，深高速并表清龙公司和顾问公司并重估产生利得 9 亿元，此外清连高速减值 6.2 亿元并减记递延所得税资产 0.5 亿元，以上两项总计增加当年非经常净利润 5.1 亿元；2018 年，深高速处置南光等 3 项目，确认资产处置收益 19.6 亿元，约贡献净利润 14.7 亿元。2019 年上半年，深高速吸收合并子公司沿江高速，确认递延所得税资产 5.1 亿元，约贡献净利润 5.1 亿元。公司连续多年释放非经常业绩，导致业绩持续维持高位，且非经利润均保持 45% 的分红，股息率较高，受到投资人认可，股价随业绩增长不断提升。

图 23: 深高速归母净利润与股价走势 单位: 净利润、非经常损益 (亿元), 股价 (元)



资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

4.2 招商公路: 业绩增长确定性高, 看好长期股价趋势

我们推荐招商公路的核心原因是对其业绩增长充满信心, 我们认为招商公路未来业绩兼具成长性及稳健性, 其利润稳健增长的主要来源为: 1) **外延并购提供成长性**: 凭借独特的央企资源以及与各省交投的历史渊源, 公司在全国范围内优选、收购高速公路资产, 项目收益率要求高, 高于行业多数上市公司的收购标准。借助优秀的投资运营管理团队, 自 2015 年起, 公司先后收购 8 条高速公路, 未来依然会不断加快收购脚步, 新增收购优质资产将带来业绩的提升。2) **内生增长提供稳健性**: 公司参控股全国高速公路最优质的资产, 包括 A 股 12 家上市公司。这些优质路产增长稳健, 给公司带来稳健增长的投资收益, 同时路产分散也一定程度分散了高速项目风险, 提升了稳定性。

第一, 投资能力优秀、扩张提升利润

过去 10 年, 招商公路从未停止过收购扩张的步伐, 并在近几年不断加速。2015 年收购广西资产包, 包括桂阳、阳平、桂兴高速; 2016 年收购灵三高速; 2017 年收购鄂东大桥; 2018 年收购中信资产包、毫阜高速。不断外延并购, 导致公司通行费收入大幅增长, 2015-2018 年全口径通行费收入分别达到 23.4、29.6、30.7、42.8 亿元, 3 年复合增长率为 22.3%。

图 24: 公司路产收购示意图及控股里程 单位: 公里

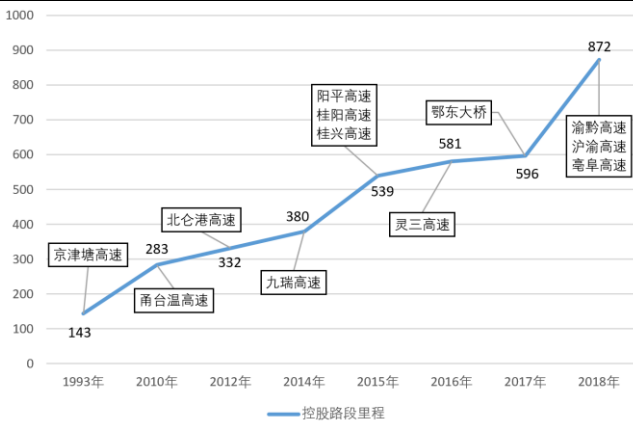
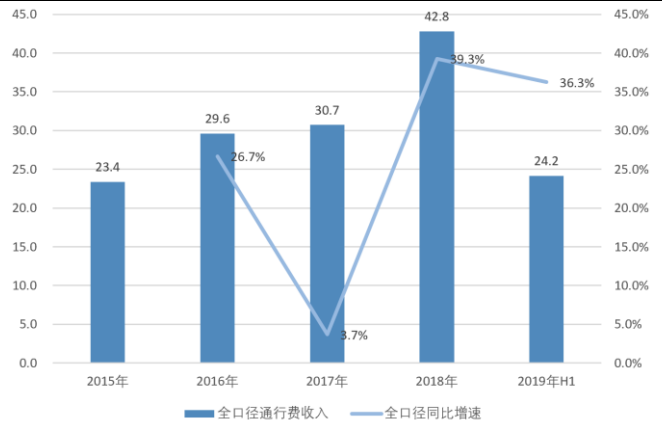


图 25: 公司通行费收入全口径增长率 单位: 亿元



资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

公司高速公路收购项目不仅步伐较快、质量也较高: 凭借独特的央企资源、与各省交投的历史渊源以及优秀的投资运营管理团队, 公司在全国范围内优选、收购高速公路资产, 项目收益率要求高, 高于行业多数上市公司的收购标准。从历史收购情况看, 公司新收购路产盈利能力较为优秀, 符合要求。

表 6: 公司近年来并购项目增长情况 (亿元、元)

项目名称	并表时间	交易对方	收购价格	股权比例	项目净资产		项目净利润		期末 ROE	
					2017	2018	2017	2018	2017	2018
广西桂阳	2015 年底	广西交投		100%	10.1	10.9	0.7	0.8	7%	7%
广西桂兴	2015 年底	广西交投		100%	12.0	12.7	0.7	0.7	6%	6%
鄂东大桥	2017 年 12 月	湖北华银	12.21	54.61%	6.7	7.9	0.9	1.2	13%	15%
沪渝高速	2018 年 5 月	中信产业基金	5.51	60%	5.1	5.2	-0.4	0.2	-8%	4%
渝黔高速	2018 年 5 月	中信产业基金	11.95	60%	10.9	12.2	2.2	1.3	20%	11%
成渝高速	-	中信产业基金	10.88	49%	14.3	10.7	9.7	4.2	68%	39%

资料来源: 上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

未来广阔的收购空间将进一步增厚公司利润。 根据目前公司的战略规划, 未来每年将继续增持 100 公里以上的高速公路资产, 通过外延收购、增厚公司业绩。从财务指标看, 公司目前的负债率不高、仅为 40%, 负债率处于行业中下游水平, 未来可以通过继续提高财务杠杆的方式进行并购, 根据测算, 如果公司将资产负债率提高到 50%-60%, 预计将约增加 200-400 亿元的可投资规模。

我们详细估计了外延收购对公司业绩的贡献情况: 假设每年公司产生经营性现金流 30 亿元, 按 70% 的杠杆率计算、增加 70 亿元的负债杠杆, 则每年约有 100 亿元资本开支进行项目收购, 从而增加公司利润。假设项目内部收益率 IRR 为 10%, 融资成本 5%, 考虑高速公路生命周期的特征 (即前期利润较低、随后每年不断增长), 未来每年收购项目贡献的净利润非常可观。

表 7：公司未来外延并购投资预测（亿元）

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
总投额/年 ¹	-	100	100	100	100	100	100
其中：资本金	-	30	30	30	30	30	30
其中：负债	-	70	70	70	70	70	70
累计负债增加额	-	70	140	210	280	350	420
期末资产负债率	-	43.82%	46.34%	48.41%	50.15%	51.63%	52.91%
项目 IRR	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
融资成本	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
累计增厚净利润 ²	-	2.00	4.80	8.72	13.72	18.72	23.72
相对 2018 年累计增厚		5.1%	12.3%	22.3%	35.1%	47.9%	60.7%

资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

注：1.当年新增项目投资额；2.19 年及之后项目累计增厚利润 3：首年按照平均回报率的 4 折计算，往后每年回报率增长 40%直到达到生命周期的平均回报率为止。

第二，参控股资产优质、内生增长稳健

公司投资的路网覆盖全国 19 个省、自治区和直辖市，管控项目分布在 10 个省、自治区和直辖市。1) **控股资产通行费内生性增速稳定**：控股路产中体量最大的甬台温、京津塘等高速处于经济发达地区，增速较为稳定；近几年投资的新增项目，例如广西资产包、中信资产包等都处于成长期，增速较快。2016-2018 年，扣除当年并购项目带来的影响外，控股公路通行费内生增长分别为 11.4%、3.0%、4.5%。2) **参股公司投资收益稳定增长**，公司参股的高速公路公司均持有各省最优质的资产、增速稳健，且分布在全国各地，相对分散进一步提高了业绩的稳定性。招商公路 2016-2018 年投资收益分别为 26.1、28.3、32.3 亿元，年复合增速达到 11.1%。

图 26：公司通行费收入内生性增长率 单位：亿元

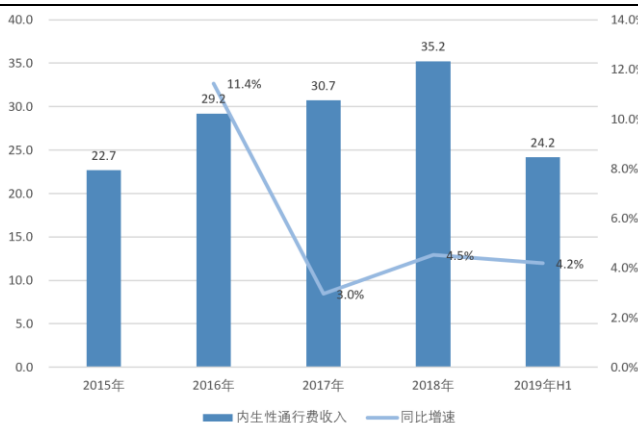
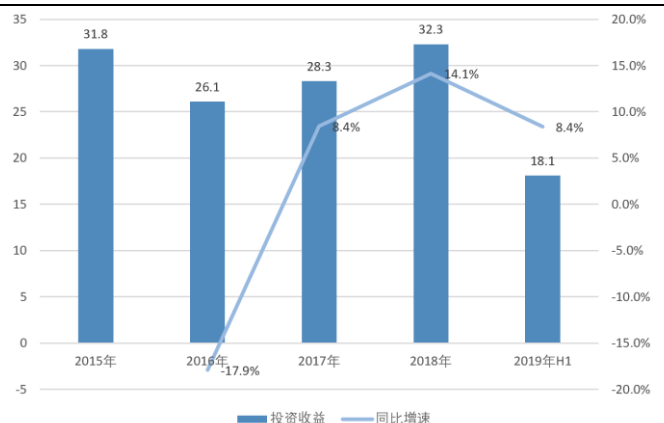


图 27：公司投资收益 单位：亿元



资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

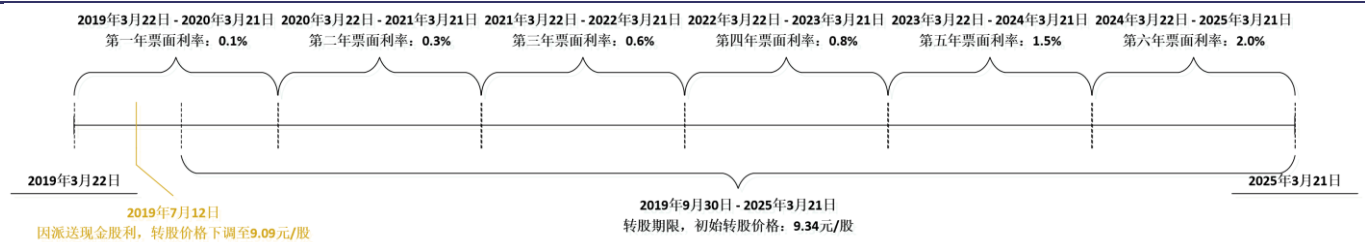
5. 股价催化剂

5.1 发行可转债，转股诉求较强

公司 2019 年 3 月 20 日发行面值为 100 元的 6 年期可转换公司债券 0.5 亿张，总募集资金达到 50 亿元，每年票面利率分别为 0.1%、0.3%、0.6%、0.8%、1.5%、2.0%。募集资金主要用于鄂东大桥、沪渝高速、渝黔高速、亳阜高速的收购以及投资建设重庆市曾家岩嘉陵江大桥 PPP 项目。债券发行满 6 个月后，债券持有人可以进行转股操作，初始转股价格为 9.34 元。2019 年 7 月 12 日，因公司派发现金股利，转股价格调整为 9.09 元，强制转股价格为 11.8 元。

根据公司战略规划，未来几年公司还将陆续收购优质路产，资本开支较大；且公司大股东股权持股比例高达 68.7%，公司有较强诉求通过股权融资方式募集资金。因此招路转债转股诉求较大，将对正股股价上涨形成有力支撑。目前公司强制转股价格为 11.08 元，相对当前股价 7.8 元（10 月 8 日收盘价），尚有 50% 空间。

图 28：招商公路可转换公司债券概况



资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

5.2 实施股权激励计划，驱动业绩增长

2019 年 4 月，公司实施股权激励计划，计划授予股权激励对象 4730.2 万股，约占公司总股本的 0.8%，首批计划授予 4257.2 万股，约占激励总量的 90%，剩余部分用于吸引优秀人才，行权价格为 9.07 元/股。

期权激励计划的股票期权行权限制期为 3 年，自授予日满三周年后每年生效所授期权的 1/3。我们预计为实现行权目标，公司管理层将推动公司业绩稳定增长。以 2018 年为基准年，激励计划股权生效条件要求公司 2021-2023 年扣除非经常性损益后的 ROE 不低于 8.5%，2021-2023 年相对 2018 年扣非净利润复合增速分别不低于 8.0%、8.5%、9.0%。经计算，满足生效条件的情况下，公司 2020-2022 年扣非归母净利润约为 43.3 亿元、47.4 亿元、52.4 亿元，分别同比增长 8%、9.5%、10.5%。股权激励计划的实施，能够有效促进管理层的积极性和创造性，为股价上

涨提供潜在动力。

表 8：股权激励计划股票期权生效条件（亿元）

股票期权的生效条件				
	2021		2022	
扣非归母 ROE	2020 年扣非 ROE>8.5%，且不低于行业 75 分位		2021 年扣非 ROE>8.5%，且不低于行业 75 分位	
扣非归母净利润净利润 年复合增速	2020 年相对 2018 年扣非净利润复合增速>8.0%，且增速不低于行业 75 分位		2021 年相对 2018 年扣非净利润复合增速>8.5%，且增速不低于行业 75 分位	
EVA	达到公司预定目标		达到公司预定目标	
公司预计净利润（达到生效条件）				
	2019	2020	2021	2022
预计扣非净利润	40.1	43.3	47.4	52.4
预计扣非净利润增长率	8%	8%	9.5%	10.5%
预计扣非 ROE (不考虑新增负债)	8.4%	8.7%	9.1%	9.6%

资料来源：上市公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

6. 投资策略

我们认为招商公路业绩兼具成长性及稳健性，是高速公路板块业绩增长确定性最强的公司之一，预计未来年化净利润增速达到 10%-15%。利润稳健增长的主要来源为：1) 外延并购提供成长性：依靠优秀的投资运营管理团队以及央企资源，优选全国高收益路产，项目收益率要求高，高于行业多数公司，新增资产带来业绩的提升。2) 内生增长提供稳健性：参股全国高速公路最优质的资产，包括 12 家 A 股上市公司，给公司带来稳健增长的投资收益。同时路产分散分散了风险，提高了稳定性。3) 拓展科技板块、锦上添花：公司借助招商交科院、招商新智等平台，积极拓展交通科技、智慧交通板块，亦对公司的业绩有一定贡献。

此外，公司发行可转债以及实施股票期权激励计划，有利于提升公司业绩：

1) 发行可转债，转股诉求强：公司于 2019 年 3 月发行可转债，目前强制转股价格为 11.8 元。一方面大股东招商局集团持股比例高达 68.7%，另一方面公司收购新路产资金需求量依然很大，因此公司发行可转债、希望实现股权融资，转股诉求较强。2) 实施股票期权激励计划，有效激发管理层积极性：2019 年 4 月，招商公路公告实施管理层期权激励计划，期权行权价格为 9.07 元/股，预计 2021-2023 年生效，要求未来 2019-2022 年扣非归母净利润复合增速不低于 9%，ROE 不低于 8.5%，且以上两指标均不低于对标企业同期 75 分位水平。总体来看，公司期权激励计划行权要求较高，行权价格较高，极大的提高了管理层的积极性和创造力，有利于提升公司业绩。

整体来看，作为招商局集团旗下高速公路运营企业，公司治理优秀、且拥

有强大的行业资源，业绩兼具稳健性以及成长性，我们预计公司未来几年年化业绩增长 10%-15%，业绩增长确定强。此外公司是高速公路板块唯一实施股权激励及发行可转债的公司，股权激励要求未来 5 年扣非净利润增长不低于 9%，管理层与股东利益绑定、有利于公司可持续发展；可转债强制转股价为 11.8 元，且公司转股诉求较强。综上，我们上调评级至“买入”，预计 2019-2021 年，公司 EPS 为 0.72 元、0.81 元、0.91 元，相对 2019 年 10 月 8 日收盘价 7.8 元，PE 估值为 11X、9.7X、8.6X。

风险提示：高速公路受宏观经济以及分流等因素影响，交通科技等领域多元扩张存在不确定性。

附表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	11656	25668	26441	31038
货币资金	7055	19519	19977	24114
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1570	2008	2138	2288
其他应收款	1244	1667	1748	1880
存货	1393	1916	2027	2180
非流动资产	72428	72320	72020	71763
可供出售金融资产	439	545	509	521
长期股权投资	28181	28181	28181	28181
投资性房地产	159	161	161	161
固定资产	2781	3082	3090	2952
在建工程	1055	527	264	132
油气资产	0	0	0	0
无形资产	39419	39419	39419	39419
资产总计	84084	97988	98462	102802
流动负债	6869	10795	7342	7555
短期借款	617	4000	636	636
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1245	1889	1896	2098
其他	5006	4907	4809	4820
非流动负债	27416	33980	34168	34124
长期借款	17273	21273	21273	21273
其他	10144	12707	12895	12852
负债合计	34285	44775	41509	41679
股本	6178	6178	6178	6178
资本公积	28783	28783	28783	28783
未分配利润	9898	12226	15163	18465
少数股东权益	4337	4892	5401	5933
股东权益合计	49799	53213	56952	61123
负债及权益合计	84084	97988	98462	102802

现金流量表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3910	4428	5002	5639
折旧和摊销	1308	226	256	270
资产减值准备	101	103	23	33
无形资产摊销	1090	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	889	928	761	582
投资损失	-3228	-3281	-3510	-3826
少数股东损益	461	556	508	532
营运资金的变动	193	-73	-515	-247
经营活动产生现金流	3683	2442	2722	2938
投资活动产生现金流	-6971	3175	3546	3814
融资活动产生现金流	3323	6848	-5810	-2616
现金净变动	48	12464	458	4137
现金的期初余额	6997	7055	19519	19977
现金的期末余额	7045	19519	19977	24114

利润表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	6759	8631	9194	9837
营业成本	3722	4959	5301	5682
营业税金及附加	41	49	52	56
销售费用	47	77	73	83
管理费用	370	489	512	553
财务费用	788	928	761	582
资产减值损失	101	58	80	69
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3228	3281	3510	3826
营业利润	4842	5351	5924	6638
营业外收入	60	67	64	65
营业外支出	32	29	30	30
利润总额	4870	5389	5959	6674
所得税	499	406	449	502
净利润	4371	4983	5510	6171
少数股东损益	461	556	508	532
归属母公司净利润	3910	4428	5002	5639
EPS(元)	0.63	0.72	0.81	0.91

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长性(%)				
营业收入增长率	26.6%	27.7%	6.5%	7.0%
营业利润增长率	9.7%	10.5%	10.7%	12.1%
净利润增长率	16.1%	13.2%	13.0%	12.7%
盈利能力(%)				
毛利率	44.9%	42.5%	42.3%	42.2%
净利率	57.8%	51.3%	54.4%	57.3%
ROE	8.6%	9.2%	9.7%	10.2%

偿债能力(%)

资产负债率	40.8%	45.7%	42.2%	40.5%
流动比率	1.70	2.38	3.60	4.11
速动比率	1.49	2.20	3.32	3.82

营运能力(次)

资产周转率	9.1%	9.5%	9.4%	9.8%
应收帐款周转率				

每股资料(元)

每股收益	0.63	0.72	0.81	0.91
每股经营现金	0.60	0.40	0.44	0.48
每股净资产	7.36	7.82	8.34	8.93

估值比率(倍)

PE	12.4	11.0	9.7	8.6
PB	1.1	1.0	0.9	0.9

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注册为证券分析师，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。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任何责任。

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：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	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：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn