

股票投资评级

增持|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	9.32
总股本/流通股本(亿股)	62.03 / 62.03
总市值/流通市值(亿元)	578 / 578
52周内最高/最低价	10.27 / 7.56
资产负债率(%)	41.1%
市盈率	12.38
第一大股东	招商局集团有限公司

研究所

分析师:曾凡喆
SAC 登记编号:S1340523100002
Email:zengfanzhe@cnpsec.com

招商公路(001965)

车流持续复苏，三季度业绩增 20.2%

● 招商公路披露 2023 年三季报

招商公路披露 2023 年三季报，前三季度公司营业收入 65.8 亿元，同比增长 19.2%，实现归母净利润 43.6 亿元，同比增长 19.7%，其中第三季度公司营业收入 22.9 亿元，同比增长 17.4%，实现归母净利润 15.5 亿元，同比增长 20.2%。

● 车流复苏拉动收入持续增长

2023 年宏观经济逐步复苏，居民出行恢复正常，公路客货运量同比回升。公司下辖路产车流量整体复苏，拉动收入显著增长。

● 成本环比下降，费用率整体降低，投资收益延续升势

三季度公司营业成本 13.5 亿元，同比提高 13.9%，环比下降 4.2%，费用率整体降低，三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.91%、5.40%、1.90%、11.77%，同比分别下降 0.21pct、0.11pct、0.37pct、1.28pct。得益于公司参股公路公司整体表现良好，公司三季度投资收益 12.94 亿元，再创新高，带动公司业绩保持增长。

● 盈利预测及投资建议

招商公路是我国投资经营总里程最长的经营性高速公路上市公司，历史现金流表现优异，分红回报丰厚，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 97.0 亿元、104.0 亿元、111.5 亿元，同比分别增长 16.9%、7.2%、7.2%，实现归母净利润 55.0 亿元、59.5 亿元、62.8 亿元，同比分别增长 13.3%、8.0%、5.6%。2023 年 10 月 30 日公司股价对应 2023-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 10.5X、9.7X、9.2X，首次覆盖给予“增持”评级。

● 风险提示：

宏观经济下滑风险，通行费优惠政策冲击风险，收费高速公路剩余收费期持续减少风险。

■ 盈利预测和财务指标

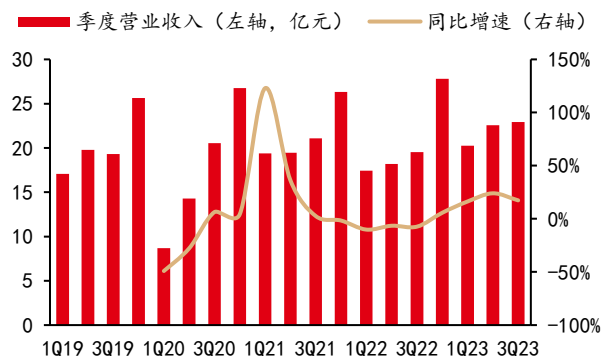
项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8297	9701	10398	11148
增长率(%)	-3.81	16.92	7.18	7.22
EBITDA(百万元)	4069.16	9701.11	10272.44	10866.95
归属母公司净利润(百万元)	4860.70	5504.56	5945.34	6278.22
增长率(%)	-2.25	13.25	8.01	5.60
EPS(元/股)	0.78	0.89	0.96	1.01
市盈率(P/E)	11.89	10.50	9.72	9.21
市净率(P/B)	1.16	1.09	0.98	0.88
EV/EBITDA	19.46	9.28	8.72	8.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 招商公路披露 2023 年三季报

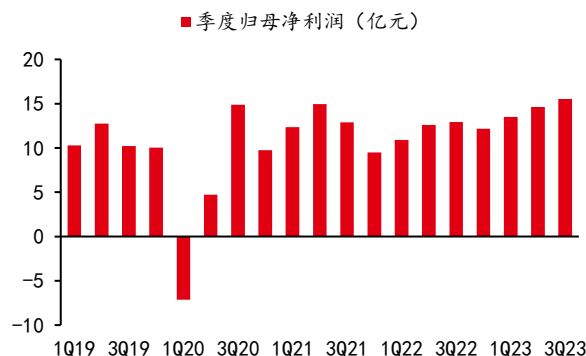
招商公路披露 2023 年三季报，前三季度公司营业收入 65.8 亿元，同比增长 19.2%，实现归母净利润 43.6 亿元，同比增长 19.7%，其中第三季度公司营业收入 22.9 亿元，同比增长 17.4%，实现归母净利润 15.5 亿元，同比增长 20.2%。

图表1：招商公路季度营业收入及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表2：招商公路季度归母净利润



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

2 车流复苏拉动收入持续增长

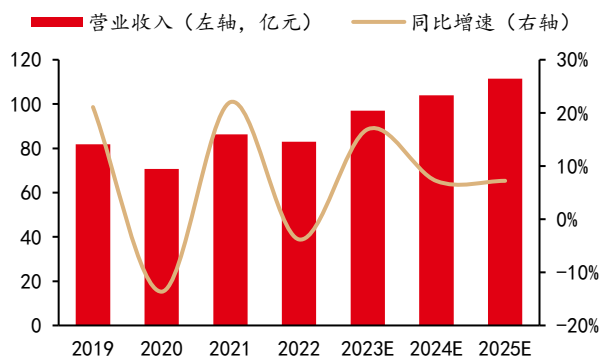
2023 年宏观经济逐步复苏，居民出行恢复正常，公路客货运量同比回升。公司下辖路产车流量整体复苏，拉动收入显著增长。

3 成本环比下降，费用率整体降低，投资收益延续升势

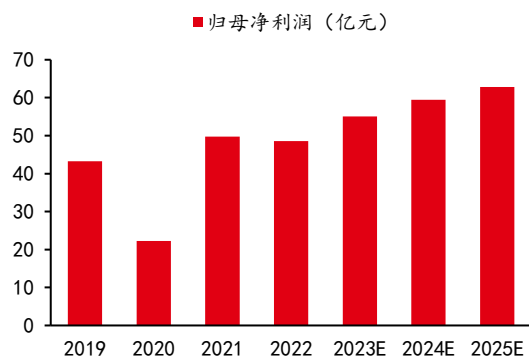
三季度公司营业成本 13.5 亿元，同比提高 13.9%，环比下降 4.2%，费用率整体降低，三季度公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.91%、5.40%、1.90%、11.77%，同比分别下降 0.21pct、0.11pct、0.37pct、1.28pct。得益于公司参股公路公司整体表现良好，公司三季度投资收益 12.94 亿元，再创新高，带动公司业绩保持增长。

4 盈利预测及投资建议

招商公路是我国投资经营总里程最长的经营性高速公路上市公司，历史现金流表现优异，分红回报丰厚，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 97.0 亿元、104.0 亿元、111.5 亿元，同比分别增长 16.9%、7.2%、7.2%，实现归母净利润 55.0 亿元、59.5 亿元、62.8 亿元，同比分别增长 13.3%、8.0%、5.6%。2023 年 10 月 30 日公司股价对应 2023-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 10.5X、9.7X、9.2X，首次覆盖给予“增持”评级。

图表3：招商公路收入预测


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所预测

图表4：招商公路盈利预测


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所预测

5 风险提示：

宏观经济下滑风险，通行费优惠政策冲击风险，收费高速公路剩余收费期持续减少风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	8297	9701	10398	11148	营业收入	-3.8%	16.9%	7.2%	7.2%
营业成本	5388	6017	6383	6847	营业利润	-14.8%	28.3%	8.1%	6.0%
税金及附加	51	56	60	67	归属于母公司净利润	-2.3%	13.2%	8.0%	5.6%
销售费用	77	97	104	111	获利能力				
管理费用	520	514	551	591	毛利率	35.1%	38.0%	38.6%	38.6%
研发费用	196	184	198	212	净利率	58.6%	56.7%	57.2%	56.3%
财务费用	908	1032	988	999	ROE	8.0%	8.6%	8.5%	8.3%
资产减值损失	-15	-10	-10	-10	ROIC	1.9%	6.2%	6.1%	6.0%
营业利润	4966	6370	6889	7302	偿债能力				
营业外收入	682	100	150	150	资产负债率	41.1%	41.1%	40.3%	39.3%
营业外支出	35	40	40	40	流动比率	1.24	0.92	1.08	1.17
利润总额	5613	6430	6999	7412	营运能力				
所得税	361	483	575	628	应收账款周转率	5.25	5.51	5.73	5.73
净利润	5252	5948	6424	6784	存货周转率	31.45	23.89	20.12	20.22
归母净利润	4861	5505	5945	6278	总资产周转率	0.08	0.08	0.08	0.08
每股收益(元)	0.78	0.89	0.96	1.01	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.78	0.89	0.96	1.01
货币资金	4375	7773	10493	12232	每股净资产	8.04	8.56	9.52	10.54
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	1823	1805	1935	2075	PE	11.89	10.50	9.72	9.21
预付款项	106	120	128	137	PB	1.16	1.09	0.98	0.88
存货	311	501	532	571	现金流量表				
流动资产合计	12080	12925	16044	18213	净利润	5252	5948	6424	6784
固定资产	1141	3261	3953	4460	折旧和摊销	1985	2239	2286	2457
在建工程	1492	448	284	235	营运资本变动	-745	-1907	130	69
无形资产	51537	50237	53437	56537	其他	-2614	-3534	-3657	-3791
非流动资产合计	102850	108286	114355	121203	经营活动现金流净额	3878	2746	5183	5518
资产总计	114930	121211	130399	139417	资本开支	-693	-1932	-5885	-5885
短期借款	1341	2441	2641	2841	其他	-3496	1759	2350	1600
应付票据及应付账款	2066	1939	2057	2206	投资活动现金流净额	-4189	-173	-3535	-4285
其他流动负债	6317	9718	10129	10478	股权融资	3550	176	0	0
流动负债合计	9724	14098	14827	15526	债务融资	2301	4250	2215	1715
其他	37540	35769	37784	39299	其他	-7580	-3614	-1143	-1209
非流动负债合计	37540	35769	37784	39299	筹资活动现金流净额	-1729	812	1072	506
负债合计	47264	49867	52611	54825	现金及现金等价物净增加额	-2016	3398	2720	1739
股本	6178	6203	6203	6203					
资本公积金	28509	28660	28660	28660					
未分配利润	18301	20452	25526	30882					
少数股东权益	7131	7574	8053	8558					
其他	7547	8455	9347	10288					
所有者权益合计	67666	71344	77788	84592					
负债和所有者权益总计	114930	121211	130399	139417					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048