

招商公路 (001965.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

车流量持续恢复 业绩同比增长

业绩简评

2023年10月30日,招商公路发布2023年第三季度报告。2023Q1-Q3公司实现营业收入65.8亿元,同比上升19.2%;实现归母净利润43.6亿元,同比上升19.7%。其中Q3公司实现营业收入22.9亿元,同比上升17.4%;实现归母净利润15.5亿元,同比上升20.2%。

经营分析

车流量持续恢复,公司营收同比增长。2023Q3公司营业收入同比增长17%,主要系车流量持续恢复带来公司通行费收入提升。根据交通部规划院数据,2023年7-9月,全国路网日均交通量分别同比增长9%/16%/12%,高速公路客车交通量分别同比增长22%/34%/38%。中秋国庆假期期间高速公路车流量达4.83亿辆次,日均车流量达到6043万辆,较2019年假期均值高出21%,高速公路单日车流量与日均车流量均创新高。

Q3毛利率同比上升,费用率同比下降。2023Q3公司实现毛利率41.2%,同比上升1.8pct。费用率方面,2023Q3公司期间费用率为20%,同比下降2pct,其中销售费用率为0.9%,同比下降0.2pct;管理费用率为5.4%,同比下降0.1pct;研发费用率为1.9%,同比下降0.4pct;财务费用率为11.8%,同比下降1.3pct。受益于车流量恢复,公司参控股路产盈利增长,2023Q3公司实现投资收益12.9亿元,同比增长15.4%。毛利率同比上升叠加费用率同比下降,2023Q3公司归母净利率为67.7%,同比上升1.6pct。

货车流量增速改善,拟以亳阜高速发行REIT。货车方面呈现复苏态势,根据交通运输部数据,国庆后三周(10/9-10/29)高速公路货车流量分别同比增长10.3%/12.5%/14.0%,同比增幅较上半年有所改善。报告期内,公司公告计划以安徽亳阜高速发行公募REIT,公司通过发行基础设施公募REITs,有效盘活公司存量优质资产,提前收回经营投资,提高资产周转效率,增强公司的滚动投资能力和可持续经营能力。

盈利预测、估值与评级

维持公司2023-2025年归母净利润预测54.3亿元、59.7亿元、68.9亿元。维持“买入”评级。

风险提示

经济修复不及预期、改扩建工程建设进度不及预期、高速公路收费政策变化风险、投资收益大幅缩减风险。

交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师:王凯婕(执业S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

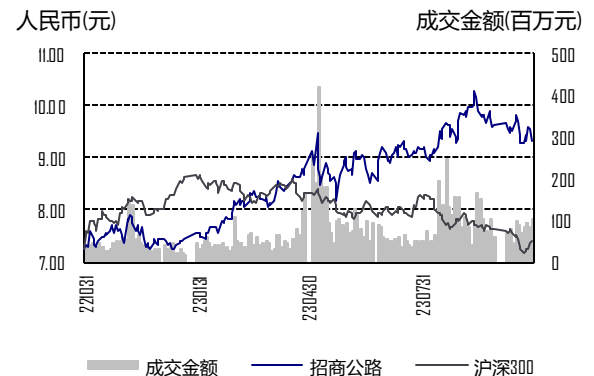
联系人:霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价(人民币):9.32元

相关报告:

1.《招商公路公司深度研究:公路第一运营平台,外延并购助成长》,2023.9.11



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,626	8,297	9,662	10,459	11,668
营业收入增长率	22.03%	-3.81%	16.45%	8.25%	11.56%
归母净利润(百万元)	4,973	4,861	5,432	5,965	6,887
归母净利润增长率	123.74	-2.25%	11.76%	9.81%	15.44%
%					
摊薄每股收益(元)	0.805	0.787	0.878	0.964	1.113
每股经营性现金流净额	0.75	0.63	0.53	0.65	0.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.53%	8.03%	8.62%	9.08%	10.01%
P/E	9.53	9.88	11.34	10.33	8.95
P/B	0.81	0.79	0.98	0.94	0.90

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	7,069	8,626	8,297	9,662	10,459	11,668
增长率		22.0%	-3.8%	16.5%	8.2%	11.6%
主营业务成本	-4,601	-5,051	-5,388	-5,861	-6,360	-6,942
%销售收入	65.1%	58.6%	64.9%	60.7%	60.8%	59.5%
毛利	2,468	3,575	2,909	3,801	4,099	4,726
%销售收入	34.9%	41.4%	35.1%	39.3%	39.2%	40.5%
营业税金及附加	-60	-48	-51	-60	-65	-72
%销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-58	-71	-77	-79	-86	-96
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-426	-507	-520	-580	-628	-700
%销售收入	6.0%	5.9%	6.3%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-140	-184	-196	-208	-230	-257
%销售收入	2.0%	2.1%	2.4%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	1,784	2,765	2,065	2,874	3,091	3,602
%销售收入	25.2%	32.1%	24.9%	29.7%	29.6%	30.9%
财务费用	-966	-796	-908	-1,388	-1,431	-1,408
%销售收入	13.7%	9.2%	10.9%	14.4%	13.7%	12.1%
资产减值损失	-95	-164	-82	-15	-21	-84
公允价值变动收益	0	1	55	0	0	0
投资收益	1,952	3,949	3,463	4,352	4,919	5,513
%税前利润	63.2%	66.5%	61.7%	69.5%	71.9%	70.3%
营业利润	2,769	5,825	4,966	6,029	6,658	7,730
营业利润率	39.2%	67.5%	59.8%	62.4%	63.7%	66.2%
营业外收支	321	113	647	230	185	115
税前利润	3,090	5,939	5,613	6,259	6,843	7,845
利润率	43.7%	68.8%	67.6%	64.8%	65.4%	67.2%
所得税	-513	-397	-361	-426	-465	-533
所得税率	16.6%	6.7%	6.4%	6.8%	6.8%	6.8%
净利润	2,577	5,541	5,252	5,833	6,377	7,312
少数股东损益	355	568	391	401	412	425
归属于母公司的净利润	2,223	4,973	4,861	5,432	5,965	6,887
净利率	31.4%	57.6%	58.6%	56.2%	57.0%	59.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,577	5,541	5,252	5,833	6,377	7,312
少数股东损益	355	568	391	401	412	425
非现金支出	1,842	2,161	2,068	1,150	1,183	1,337
非经营收益	-744	-3,019	-2,697	-3,284	-3,591	-4,121
营运资金变动	-459	-67	-745	-438	21	-446
经营活动现金净流	3,216	4,616	3,878	3,261	3,990	4,082
资本开支	-1,469	-478	-693	-1,944	-2,286	-3,893
投资	-4,693	-3,573	-5,645	0	0	0
其他	1,246	1,637	2,148	1,352	4,919	5,513
投资活动现金净流	-4,916	-2,415	-4,189	-592	2,633	1,620
股权募资	5,297	3	3,550	30	0	0
债权募资	180	59	2,301	2,347	-1,289	923
其他	-3,589	-2,648	-7,580	-4,493	-4,818	-5,320
筹资活动现金净流	1,887	-2,586	-1,729	-2,116	-6,108	-4,397
现金净流量	164	-417	-2,016	554	516	1,305

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	6,798	6,392	4,375	4,871	5,345	6,621
应收款项	1,713	2,780	2,470	3,059	3,311	3,694
存货	279	217	311	287	312	340
其他流动资产	2,126	2,241	4,924	5,352	5,544	5,834
流动资产	10,916	11,630	12,080	13,569	14,513	16,489
%总资产	11.6%	11.8%	10.5%	11.2%	11.8%	12.9%
长期投资	41,661	46,364	47,316	50,316	50,316	50,316
固定资产	1,867	1,285	2,632	2,701	2,943	3,600
%总资产	2.0%	1.3%	2.3%	2.2%	2.4%	2.8%
无形资产	39,336	38,635	52,529	53,614	54,684	56,729
非流动资产	83,093	86,691	102,850	107,048	108,360	111,056
%总资产	88.4%	88.2%	89.5%	88.8%	88.2%	87.1%
资产总计	94,009	98,321	114,930	120,617	122,873	127,545
短期借款	6,506	3,306	2,785	4,165	1,576	1,199
应付款项	2,852	2,889	4,274	4,557	4,799	4,934
其他流动负债	1,699	3,540	2,666	3,171	3,416	3,533
流动负债	11,057	9,735	9,724	11,893	9,792	9,666
长期贷款	11,690	11,020	19,051	19,351	19,651	19,951
其他长期负债	11,528	14,246	18,489	18,852	19,813	20,788
负债	34,275	35,000	47,264	50,097	49,257	50,405
普通股股东权益	54,954	58,330	60,535	62,988	65,672	68,771
其中：股本	6,178	6,178	6,178	6,185	6,185	6,185
未分配利润	13,014	16,238	18,301	20,746	23,430	26,529
少数股东权益	4,780	4,990	7,131	7,532	7,944	8,369
负债股东权益合计	94,009	98,321	114,930	120,617	122,873	127,545

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.360	0.805	0.787	0.878	0.964	1.113
每股净资产	8.895	9.441	9.798	10.184	10.618	11.119
每股经营现金净流	0.521	0.747	0.628	0.527	0.645	0.660
每股股利	0.177	0.346	0.414	0.483	0.530	0.612
回报率						
净资产收益率	4.04%	8.53%	8.03%	8.62%	9.08%	10.01%
总资产收益率	2.36%	5.06%	4.23%	4.50%	4.85%	5.40%
投入资本收益率	1.68%	2.84%	1.81%	2.38%	2.52%	2.82%
增长率						
主营业务收入增长率	-13.64%	22.03%	-3.81%	16.45%	8.25%	11.56%
EBIT 增长率	-37.01%	55.03%	-25.31%	39.18%	7.53%	16.52%
净利润增长率	-48.63%	123.74%	-2.25%	11.76%	9.81%	15.44%
总资产增长率	3.41%	4.59%	16.89%	4.95%	1.87%	3.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.3	54.8	69.6	69.0	69.0	69.0
存货周转天数	84.3	17.9	17.9	17.9	17.9	17.9
应付账款周转天数	137.0	127.5	128.3	128.0	128.0	120.0
固定资产周转天数	67.7	51.7	50.2	34.9	36.2	52.5
偿债能力						
净负债/股东权益	31.54%	28.15%	45.80%	47.76%	43.35%	40.91%
EBIT 利息保障倍数	1.8	3.5	2.3	2.1	2.2	2.6
资产负债率	36.46%	35.60%	41.12%	41.53%	40.09%	39.52%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-09-11	买入	9.96	12.92~12.92

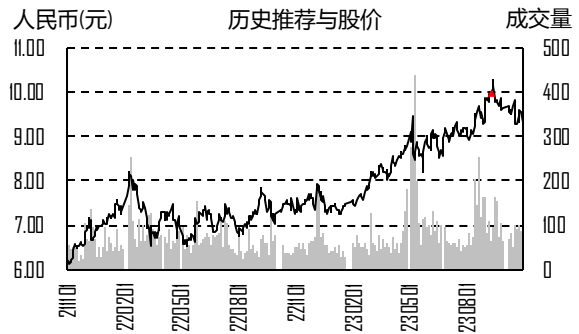
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806
