



Research and
Development Center

公路运营龙头平台，高成长溢价有望凸显

—招商公路(001965)公司深度报告

2023年11月23日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
联系电话 010-83326712
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

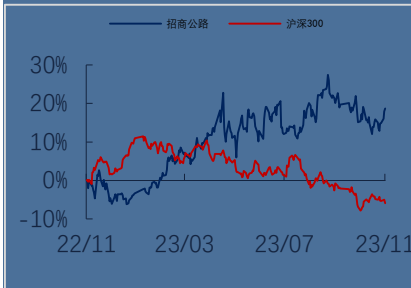
公司研究

公司深度报告

招商公路 (001965)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	9.57
52 周内股价波动区间 (元)	10.27-7.56
最近一月涨跌幅 (%)	3.46
总股本 (亿股)	62.03
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	593.65

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

公路运营龙头平台，高成长溢价有望凸显

2023 年 11 月 23 日

本期内容提要：

◆深耕收费公路上下游，全国性优质路产布局业绩增长稳健

招商公路布局投资运营、交通科技、智慧交通、招商生态四大业务板块，且公司通过“控股+参股”两种模式全国性布局优质路产，整合行业优质资源，截至 2023 年 6 月末，公司投资经营的总里程达 13060 公里，覆盖全国 22 个省、自治区和直辖市，在经营性高速公路行业中稳居第一。从业绩方面来看，公司归母净利润 16-22 年 CAGR 7.6%，22 年归母净利润 48.6 亿元，3Q23 归母净利润 43.63 亿元（调整后同比+19.7%，同比 3Q19 +31.4%），归母净利润已修复超 19 年常态。公司作为全国公路运营龙头平台，未来估值可期。

◆既有路产内生增长叠加外延并购，中短期业绩成长性高

1) 行业回暖助力增长：货运回升、出行旺盛、投资高增三轮驱动公路行业稳中向好，核心路网车流量稳步恢复，催化公司收费公路主业回暖。23H1 投资运营板块收入同比增长 25.1%，较 19H1 同比增长 17.3%；

2) 既有路产内生增长：15-22 年公司控股路产车流量复合增速 13.8%，高于全国高速车流增速 12.3pts。拆分来看，老路产车流绝对值占比大，15 年以来收购的新路产车流增速贡献大，短期内，公司既有路产将围绕“老路产压仓+新路产创增”两条逻辑线，维稳及助推公司车流增长；

3) 积极现金并购外延增长：公司 17 年上市以来新并购 10 条路产，合计收购对价近 200 亿元，从盈利能力及可持续经营性两方面看公司并购路产均较为优质，此外近期公告全资子公司佳选控股有限公司拟收购路劲(中国)基建有限公司 100% 股权；按照全国高速公路建设规划，25 年末全国高速公路里程或达 18.6 万公里，仍有 5% 增长空间，积极现金并购仍可为公司创收。

◆行业向轻资产运营转型，ROE 与估值有望双升

2020 年 4 月基建 REITs 开启试点，公司旗下毫阜高速积极申报相关项目，申报成功后可从“出让溢价”、“运营管理费”、“分红”三方面创收。叠加新公路法及收费条例修订，催生公路运营需求，公司可由此开启从重资产（收购路产收取过路费）向轻资产（运营路产收取管理费）运营模式的转型，进一步提升 ROE。

◆交通数智化建设势在必行，公司率先发优势拓智慧业务

从“技术环境支持”及“市场需求充分”两方面看，我国交通数智化建设势在必行。公司顺应政策助推及行业发展趋势，依托合作企业平台及旗下招商交科率先布局智慧交通及交通科技相关业务，两板块营收占比 22 年 34.8%，先发优势明显。中长期看，我们认为公司可凭借“股东资源优势”（研发合作企业）及“参控股行业资源优势”（行业路产）持续推进该板块业务拓展与输出，待该板块发展充分，公司两大板块的中长期分部估值可向信息科技行业估值靠拢，增长空间大。

◆盈利预测与投资评级

假设路产板块只考虑既有路产资产，且暂不考虑未落地的毫阜高速公募 REITs 及拟收购路劲(中国)基建有限公司 100% 股权事项影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 56.71 亿元、63.71 亿元、69.29 亿元，对应 PE 分别仅 10.5 倍、9.3 倍、8.6 倍。我们认为公司相对行业具有明

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

显成长性，或可享受一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

◆**风险因素：**公路建设投资不及预期；公路费率政策影响；车流增长不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,626	8,297	10,579	11,758	12,911
增长率 YoY %	22.0%	-3.8%	27.5%	11.1%	9.8%
归属母公司净利润 (百万元)	4,973	4,861	5,671	6,371	6,929
增长率 YoY%	123.7%	-2.3%	16.7%	12.4%	8.8%
毛利率%	41.4%	35.1%	37.7%	37.8%	37.9%
净资产收益率ROE%	8.5%	8.0%	8.9%	9.6%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.78	0.91	1.03	1.12
市盈率 P/E(倍)	11.94	12.21	10.47	9.32	8.57
市净率 P/B(倍)	1.02	0.98	0.94	0.90	0.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年11月22日收盘价

投资聚焦	6
一、深耕收费公路上下游，全国性优质路产布局业绩增长稳健	6
1.1 承不变基因，国内领先公路投资运营商	6
1.2 背靠招商局集团，分红绝对收益可观	6
1.3 公司业务多元，深耕收费公路上下游全产业链	8
1.4 “控股+参股”两种模式布局全国优质路产	9
1.5 内生增长+外延并购共举，业绩趋势良好	11
二、既有路产内生增长叠加外延并购，中短期业绩成长性高	13
2.1 公路行业恢复常态、运行良好、弹性可期	13
2.2 “老路产压舱+新路产创增”助推车流增长	14
2.2.1 体内既有优质路产原生增速领先行业	14
2.2.2 积极现金收购优质路产，扩张驱动超额成长性	18
2.3 锚定未来，全国高速公路建设为并购提供空间	19
三、行业向轻资产运管养转型，ROE 与估值有望双升	20
3.1 REITs 带来募投管退流程闭环，长期有望转向路产运管	20
3.2 新公路法律法规催生到期公路运管需求	22
3.3 路产运管轻资产运营提升 ROE	23
四、交通数智化建设势在必行，公司率先发优势拓智慧业务	24
五、盈利预测及估值	27
5.1 预计 2023 年归母净利润 56.71 亿元	27
5.2 测算公司目标市值约 670-726 亿元，首次覆盖给予“买入”评级	28
六、风险因素	30

表目录

表 1: 公司董事长、总经理多为硕博背景，且部分参与股权激励计划	7
表 2: 公司控股路产分布状况（截至 2022 年末）	9
表 3: 公司参股路产分布状况（截至 2022 年末）	10
表 4: 浙江省公路客车收费标准	14
表 5: 浙江省公路货车收费标准	14
表 6: 招商公路控股路产车流量	15
表 7: 招商公路控股路产路费收入	16
表 8: 公司 2010 年以来重要路产并购事件	18
表 9: 三种路产来源对比	18
表 10: 《公路法》和《收费公路条例》2018 年修订进程	22
表 11: 2017 年现行《公路法》与 2018 年新《公路法》征求意见稿对比	23
表 12: 公司营业收入预测表（亿元）	27
表 13: 公司简易利润表（亿元）	28
表 14: 可比公司估值表（亿元）	29

图目录

图 1: 招商公路历史沿革	6
图 2: 背靠招商局集团，多家投资公司赋能（截至 23Q3）	7
图 3: 2022 年现金分红总额达 25.61 亿元	7
图 4: 2022 年股息率为 5.3%（2022 年末收盘价）	7
图 5: 公司四大业务板块	8
图 6: 2022 年主业公路收入为 51.39 亿元	8
图 7: 公司业务收入结构较为稳定	8
图 8: 常态下投资运营板块毛利率稳定在 50%左右	9
图 9: 投资运营板块毛利占比约 90%（单位：亿元）	9
图 10: 3Q23 投资收益同比增长 29.2%	11
图 11: 投资收益占利润比稳定在 60%到 75%区间内	11
图 12: 3Q23 营业收入同比增长 19.2%	11
图 13: 3Q23 归母净利润同比增长 19.7%	11
图 14: 3Q23 期间费用率为 20.4%	12
图 15: 期间费用主要是财务费用和管理费用（单位：亿元）	12
图 16: 3Q23 归母净利率提升至 66.3%	12
图 17: 2022 年公司 ROE 为 8.5%	12
图 18: 从货运看，保通保畅成效明显，货运规模稳健修复	13

图 19: 23 年以来高速公路车流量持续同比正增	13
图 20: 从出行看, 疫情影响消除后, 客运量呈强劲反弹	13
图 21: 从投资看, 政策稳步落实, 公路投资高位运行	13
图 22: 公司控股路产车流增速领先行业水平	15
图 23: 剔除新收购路产, 车流量增速依然领先行业	15
图 24: 公司路费收入占比 (2022 年数据)	16
图 25: 公司路费收入增量占比 (2022 年数据)	16
图 26: 招商公路控股路产日均车流量 YOY 领先头部路企	17
图 27: 招商公路控股路产日均车流量 CAGR 领先头部路企	17
图 28: 招商公路控股路产路费收入 YOY 高于头部路企	17
图 29: 招商公路控股路产路费收入 CAGR 高于头部路企	17
图 30: 现金并购推升 EPS	19
图 31: 公司 2017-2022 年积极并购, EPS 增长明显	19
图 32: 短期看, 我国高速公路里程增长仍有空间	19
图 33: 全国高速公路建设投资力度强劲	19
图 34: 全国公路里程及密度逐年增长	19
图 35: 2022 年公路固投规模达 2.85 万亿元	19
图 36: 基础设施 REITs 运营示意图	20
图 37: 路企处于公路 REITs 产业链中游	21
图 38: 公路 REITs 创收路径	21
图 39: 收费公路收支缺口不断增大	22
图 40: 收费公路养护经费不断扩张	22
图 41: 路企转型轻资产运营提升 ROE 机制	23
图 42: 智慧交通运作模式	24
图 43: 2023 年智慧交通市场规模将突破 4000 亿元	24
图 44: 2023 年高速公路智慧化市场规模可达 900 亿元	24
图 45: 招商公路智慧交通与交通科技业务布局	25
图 46: 2022 年交通科技+智慧交通板块合计营收 28.90 亿元	25
图 47: 2022 年交通科技+智慧交通板块合计营收占比 34.8%	25
图 48: 招商公路业务拓展优势	26
图 49: 申万高速公路指数 PE 约为 11 倍	26
图 50: 信息技术行业估值平均高于 50 倍	26

投资聚焦

招商公路为全国路产运营龙头平台，背靠央企招商局集团，现金流充足、分红稳健（承诺 22-24 年分红比例不低于 55%）。路产主业方面，公司维持相对同行较为积极的优质标的资产外延收购节奏，且自身既有路产相对同行较为年轻，因此有望贡献超额业绩增速；公路产业链业务方面，公司发力布局智慧交通及交通科技业务，具备较为广阔的业务对外输出空间。因此，在公路行业新政策催化可期的基础上，我们认为公司相对行业具有明显成长性，或可享受一定估值溢价。

一、深耕收费公路上下游，全国性优质路产布局业绩增长稳健

1.1 承不变基因，国内领先公路投资运营商

交通血脉，招商基因，公路领军人。公司前身为华建交通经济开发中心，成立于 1993 年 12 月 18 日，1999 年成建制划入招商局集团，成为集团全资子公司。此后华建中心分别完成公司制改革和股份制改革，正式更名为“招商公路”。受益于集团旗下公路企业整合及资源注入，公司于 2017 年吸收合并华北高速，实现深圳证券交易所整体上市，发展至今（截至 23 年 6 月末）投资经营总里程达 13060 公里，已成为国内领先的公路及相关基础设施投资运营企业。

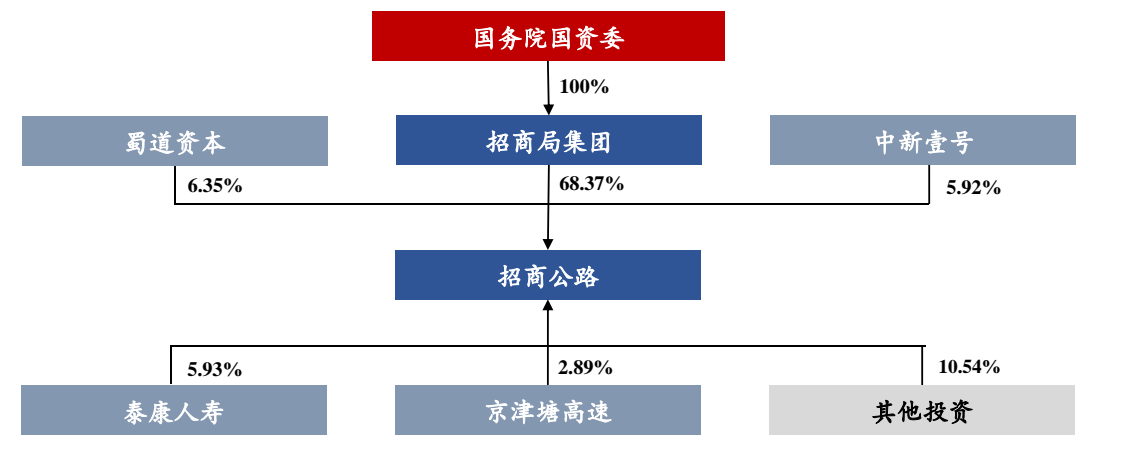
图1：招商公路历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

1.2 背靠招商局集团，分红绝对收益可观

背靠招商局集团，多家投资公司为主要股东赋能投资属性。招商公路实控人及控股股东招商局集团持有公司 68.37% 股权，其余主要股东以投资公司（蜀道资本、中新壹号-资管计划、泰康人寿等）为主，帮助全国范围内寻找优质路产收购机会以及公路产业链业务相关对外输出机会。公司董事长及多位总经理以硕博背景、工程师职称居多，且杨旭东、吴新华、李平等高管曾作为公司核心骨干参与 2019 年股权激励计划。

图2：背靠招商局集团，多家投资公司赋能（截至 23Q3）


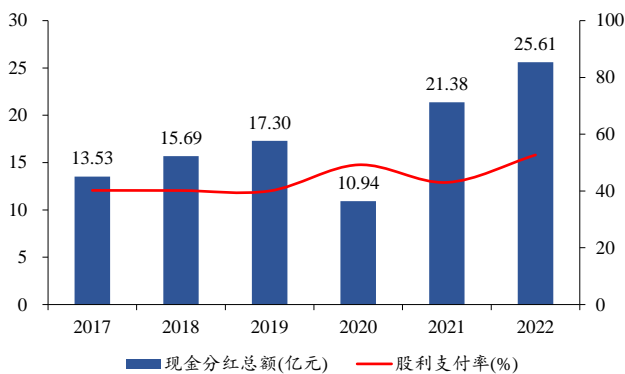
资料来源：Wind，信达证券研发中心

表1：公司董事长、总经理多为硕博背景，且部分参与股权激励计划

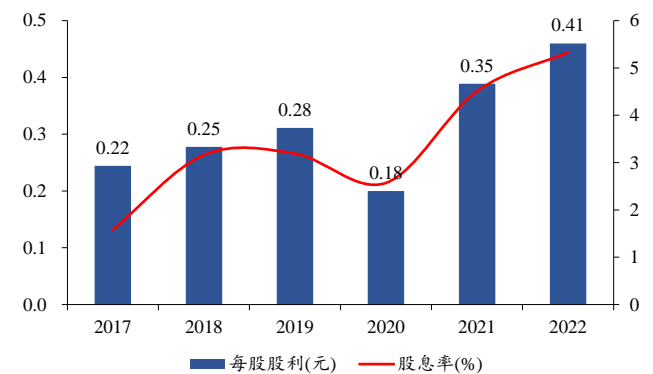
姓名	职务	学历	职称	股权激励
白景涛	董事长	博士	教授级高级工程师	-
杨旭东	总经理	博士	正高级工程师	参与
吴新华	副总经理	本科	国民经济管理学士	参与
李平	副总经理	硕士	高级工程师	参与
刘芮华	副总经理	博士	管理科学与工程博士	-

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

锁定 22-24 年现金分红比例承诺，绝对收益配置价值可观。公司于 2023 年 4 月发布《未来三年（2022 年-2024 年）股东回报规划》，其中承诺每年现金分红比例不低于 55%。2022 年公司现金分红总额 25.61 亿元，同比多增 4.2 亿元，分红比例达 52.7%，以 2022 年末股价测算股息率为 5.3%。

图3：2022 年现金分红总额达 25.61 亿元


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

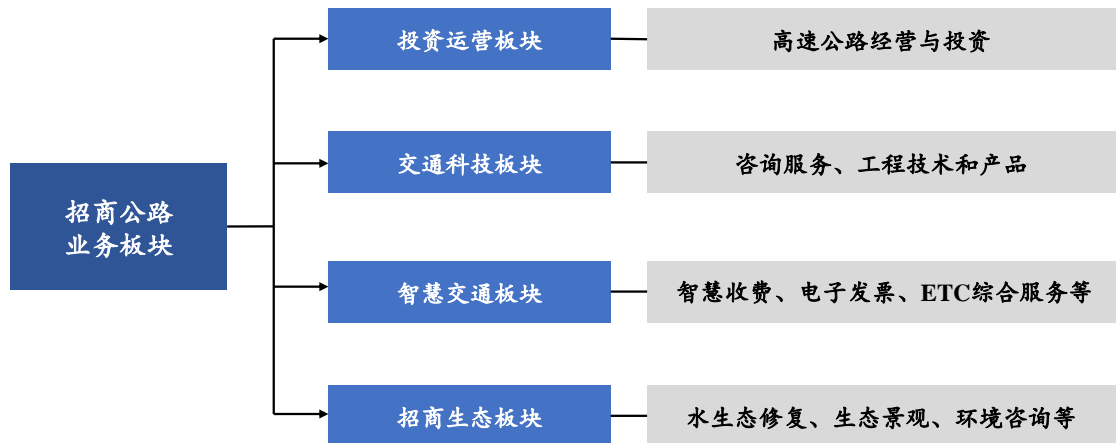
图4：2022 年股息率为 5.3%（2022 年末收盘价）


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

1.3 公司业务多元，深耕收费公路上下游全产业链

招商公路多年来专注公路运营，业务主要覆盖公路交通基础设施投资运营、交通科技、智慧交通及招商生态四大板块：**1) 投资运营板块**：经营与投资优质高速公路获取路费收入；**2) 交通科技板块**：围绕交通基础设施建设提供全过程咨询服务、工程技术和产品；**3) 智慧交通板块**：通过数字化、信息化的手段，为高速公路出行提质增效，业务涵盖智慧收费、交通广播、电子发票、ETC 综合服务、绿色能源等业务；**4) 招商生态板块**：为公司传统环境治理保护和景观房间业务打包整合后，吸纳新业态转型升级的新业务板块，业务包含水生生态修复、土壤修复生态景观、环境咨询等。

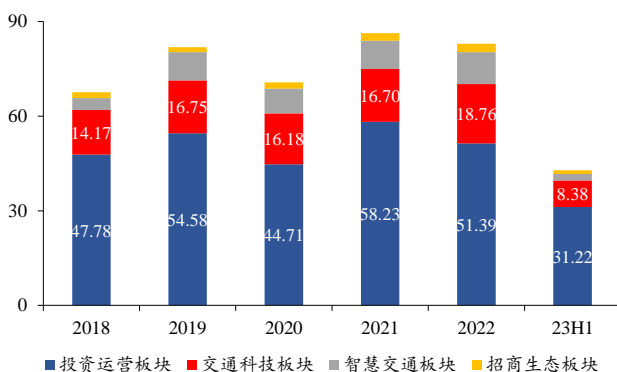
图5：公司四大业务板块



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

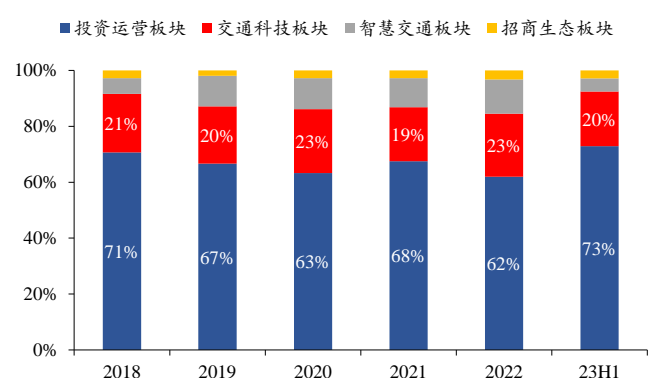
投资运营板块收入及毛利占比最高，交通科技板块次之。投资运营板块为公司的核心主业，2022年及23H1收入分别为51.39亿元、31.22亿元，占收入比基本稳定在60%-70%，且常态下毛利率稳定于50%左右，因此毛利占比近90%，每年毛利贡献20-30亿元；而交通科技板块收入占比接近20%，每年毛利贡献近2亿元；智慧交通、招商生态板块目前整体收入、毛利占比依然相对较低。

图6：2022年主业公路收入为51.39亿元

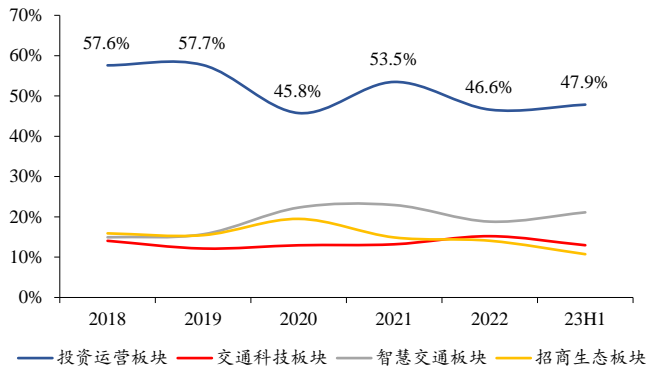


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

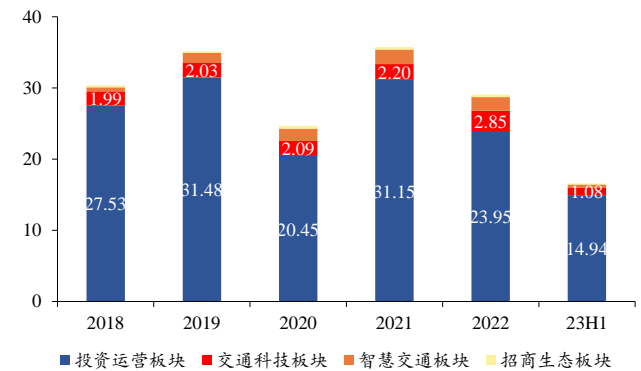
图7：公司业务收入结构较为稳定



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图8：常态下投资运营板块毛利率稳定在 50%左右


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图9：投资运营板块毛利占比约 90%（单位：亿元）


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

1.4 “控股+参股”两种模式布局全国优质路产

公司是中国投资经营里程最长、覆盖区域最广的综合性公路投资运营服务商。截至 2023 年 6 月，公司投资经营的总里程达 13060 公里，所投资路网已覆盖全国 22 个省、自治区和直辖市。

公司控股路产情况：布局广泛、位置优越、收费期限长。截至 2022 年末，公司控股路产 14 条，合计收费里程约 1039 公里，均位于国家主干线，区位优势明显，盈利能力优异，成长稳定。从收费期限看，公司长期坚持外延并购巩固路产活力，故整体控股路产仍较为年轻。

表2：公司控股路产分布状况（截至 2022 年末）

路段	区位	股权占比	收费里程（公里）	收费到期年份	22 年收入（亿元）	占比
京津塘高速	京津冀	100%	137.64	2029 年	3.44	7.15%
甬台温高速	浙江	51%	138.83	2030 年	11.66	24.27%
北仑港高速	浙江	100%	49.02	2027 年	3.73	7.77%
九瑞高速	江西	100%	53.22	2040 年	2.28	4.75%
桂兴高速	广西	100%	53.4	2042 年	2.81	5.85%
桂阳高速	广西	100%	67	2037 年	2.9	6.03%
阳平高速	广西	100%	39.66	2037 年	1.89	3.93%
灵三高速	广西	100%	47	2038 年	0.76	1.59%
鄂东大桥	湖北	54.61%	16.89	2040 年	2.73	5.69%
渝黔高速	重庆	60%	90.42	2037 年	3.63	7.56%
沪渝高速	重庆	60%	84.3	2044 年	4.84	10.08%
毫阜高速	安徽	100%	101.3	2036 年	4.56	9.50%
机场高速	贵州	60%	13.69	2027 年	0.36	0.74%
京台高速	河北	52.25%	146.5	2046 年	2.45	5.09%
合计			1,038.87		48.04	100.00%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

备注：京台高速 22 年 8 月 31 日起并表，控股 52.25%，主要由京台高速廊坊段、廊沧高速廊坊段构成，22 年包含 9-12 月数据

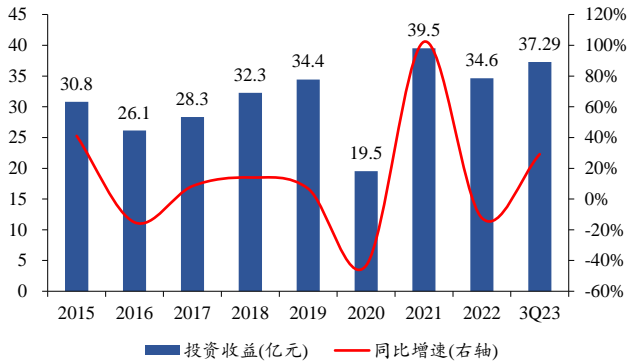
整合行业优质资源，助推其他主业输出。截至 2023 年 6 月，公司共参股 25 家优质收费公路公司，其中 15 家为 A、H 股公路上市公司，覆盖 15 个省、直辖市、自治区，管理里程达 2008 公里。公司广泛参股优质路产企业从两个角度维稳收益增长：1) 整合行业优质资源。公司参股 15 家同行业上市公司，行业内的优质头部资源均成为公司营收增长助推；2) 助推其他主业输出。公司交通科技、智慧交通、招商生态板块，服务于路产收费业务的上中下游。

表3：公司参股路产分布状况（截至 2022 年末）

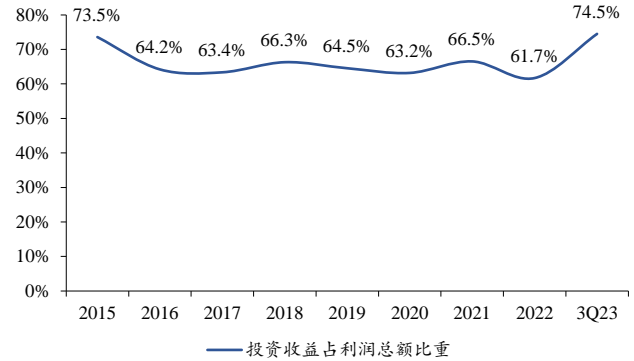
参股高速公路	是否上市	地区	参股比例
宁沪高速	上市	江苏	11.69%
山东高速	上市	山东	16.23%
皖通高速	上市	安徽	24.37%
四川成渝	上市	四川	21.73%
深高速	上市	深圳	4.18%
福建高速	上市	福建	17.75%
中原高速	上市	河南	15.43%
现代投资	上市	湖南	8.04%
楚天高速	上市	湖北	16.32%
五洲交通	上市	广西	13.86%
龙江交通	上市	黑龙江	16.52%
吉林高速	上市	吉林	14.04%
山西路桥	上市	山西	9.59%
齐鲁高速	上市	山东	8.70%
浙江沪杭甬	上市	浙江	5.94%
昆玉高速	非上市	云南	50.00%
乍嘉苏	非上市	浙江	45.00%
贵黄公路（合营）	非上市	贵州	60.00%
广西中铁	非上市	广西	49.00%
扬子大桥	非上市	江苏	21.64%
上三高速	非上市	浙江	18.38%
广靖锡澄	非上市	江苏	15.00%
宁靖盐	非上市	江苏	10.51%
成渝高速	非上市	重庆	24.88%
诸永高速	非上市	浙江	35.00%

资料来源：公司公告，跟踪评级报告，信达证券研发中心

3Q23 投资收益占利润比近 75%，是公司利润的重要来源。公司投资收益主要来自于参股高速公路路产，2022 年为 34.6 亿元，同比下滑 12.3%，占公司利润总额比例为 61.7%，主要系参股路产车流量受疫情影响，但相较于 2019 年常态仍增长 0.5%，主要系新增参股路产贡献所致。2016-2022 年公司投资收益复合增速为 4.8%，增长趋势明显。受益于新增参股路产与车流恢复，3Q23 投资收益 37.29 亿元，同比增长 29.2%，同比 3Q21 增长 24.4%，同比 3Q19 增长 44.0%。

图10: 3Q23 投资收益同比增长 29.2%


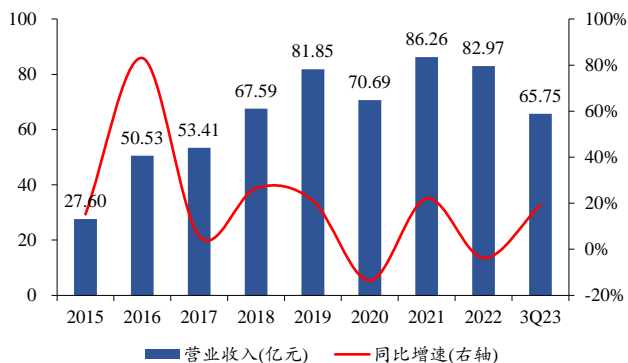
资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

图11: 投资收益占利润比稳定在 60%到 75%区间内


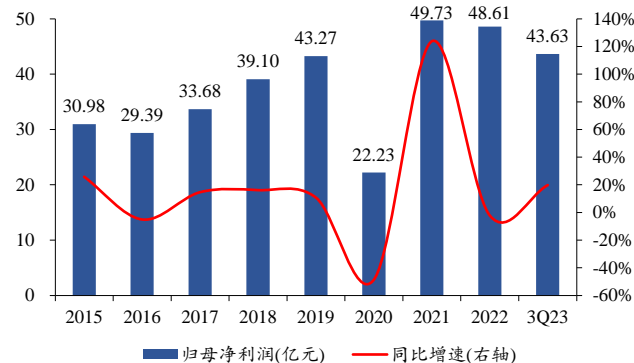
资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

1.5 内生增长+外延并购共举，业绩趋势良好

内生增长+外延并购，收入和利润保持快速增长。2022 年公司实现 82.97 亿元营收和 48.61 亿元归母净利润，同比下滑 3.8%和 2.3%。主要系去年全国疫情多点散发及四季度货车通行费减免影响。过去 5 年 2017-2022 年营收复合增速达 9.2%，归母净利润复合增速达 7.6%，整体营收业绩增势向好。3Q23 受益于车流恢复，实现营收 65.753 亿元（调整后同比+19.2%，同比 3Q19 +17.0%）、归母净利润 43.63 亿元（调整后同比+19.7%，同比 3Q19 +31.4%）。

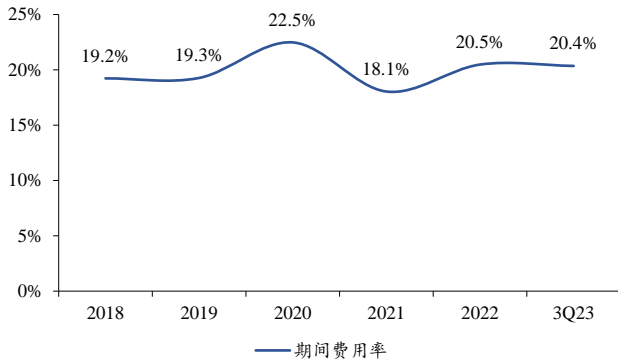
图12: 3Q23 营业收入同比增长 19.2%


资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

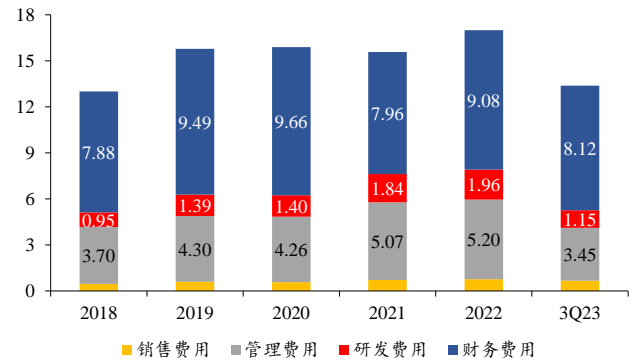
图13: 3Q23 归母净利润同比增长 19.7%


资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

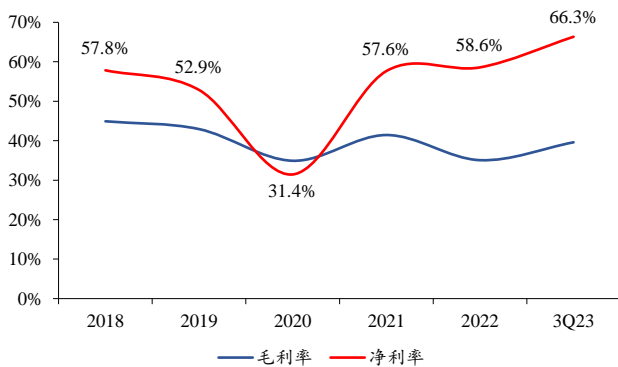
净利率不断提升，3Q23 归母净利率上升至 66.3%，为五年最高水平。2022 年车流量受疫情影响，盈利能力有所下滑，毛利率为 35.1%，3Q23 随主业修复毛利率回升至 39.6%。从期间费用看，主要为管理费用和财务费用，总体看 2022 年及 3Q23 期间费用率分别为 20.5%、20.4%，基本持平。但分部看，由于公司持续使用现金对外投资，2022 年及 3Q23 财务费用分别 9.08 亿元（同比+14.1%）、8.12 亿元（同比+22.4%），财务费用率同比增加至 10.9%、12.4%，主要系京台高速并表带来的利息支出增加。2022 年公司得益于处置非流动资产与浙江沪杭甬权益法转换获非经常性损益，归母净利率增长 1.0pct 至 58.6%，加权 ROE 为 8.5%，3Q23 归母净利率进一步增长至 66.3%。

图14：3Q23 期间费用率为 20.4%


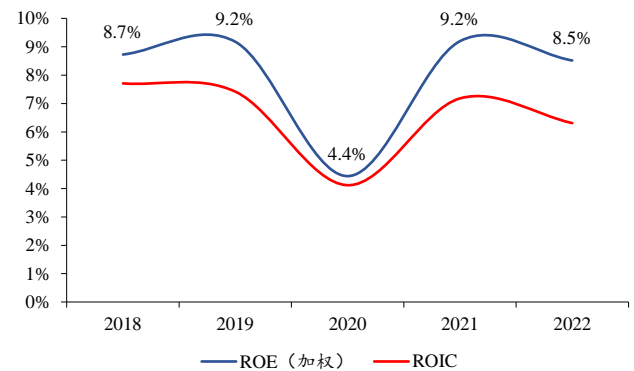
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图15：期间费用主要是财务费用和管理费用（单位：亿元）


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图16：3Q23 归母净利率提升至 66.3%


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图17：2022 年公司 ROE 为 8.5%


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

二、既有路产内生增长叠加外延并购，中短期业绩成长性高

2.1 公路行业恢复常态、运行良好、弹性可期

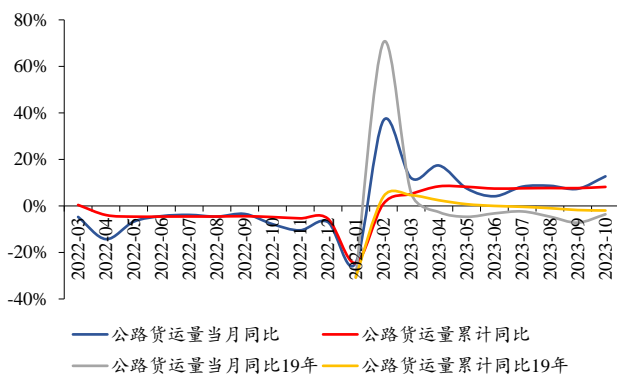
货运回升、出行旺盛、投资高增，“三架马车”拉动公路行业稳中向好，伴随稳增长政策相继落地生效，我们预计公路行业增长动能持续向好：

1) 从货运看，保通保畅成效明显，货运规模稳健修复，10M23 公路货运量累计同比增长 8.2%，较 2019 年累计同比-2.0%；

2) 从出行看，去年疫情影响消除后，客运量呈强劲反弹，10M23 公路客运量累计同比增长 23.5%，其中 23H1 高速公路小客车出行量达 117.8 亿人次，同比增长 39%；

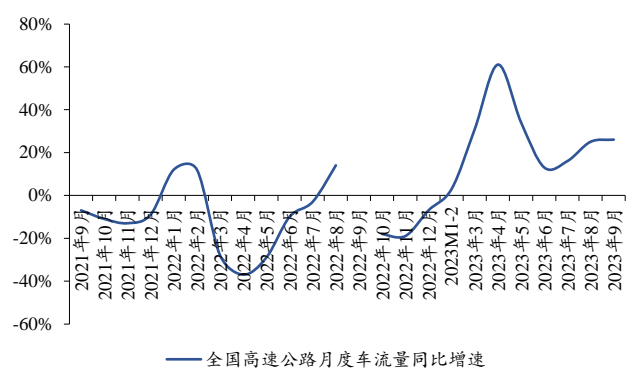
3) 从投资看，政策稳步落实，公路建设投资高位运行，9M23 公路基础设施建设投资累计同比增长 4.3%，较 2019 年累计同比+36.1%。

图18：从货运看，保通保畅成效明显，货运规模稳健修复



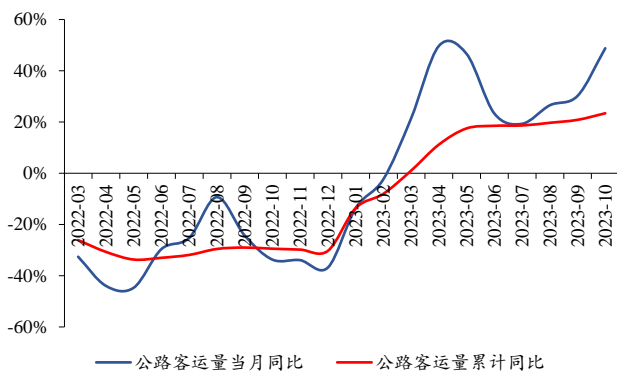
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图19：23 年以来高速公路车流量持续同比正增



资料来源：交通规划研究，信达证券研发中心

图20：从出行看，疫情影响消除后，客运量呈强劲反弹



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图21：从投资看，政策稳步落实，公路投资高位运行



资料来源：Wind，信达证券研发中心

核心路网车流量稳步恢复，催化公司收费公路主业回暖。23H1 招商公路投资运营板块收入 31.22 亿元，同比增长 25.1%，较 19H1 同比增长 17.3%。23H1 投资运营板块毛利 14.94 亿元，同比提升 23.5%，较 19H1 同比减少 4.8%，主要系毛利率降低所致，较常态或仍有一定修复空间。

2.2 “老路产压舱+新路产创增”助推车流增长

2.2.1 体内既有优质路产原生增速领先行业

高速费率政策较为稳定。以浙江省为例，浙江省公路通行费按照客车及货车确认标准：
 1) 客车按照座位数及车长分类。客车车辆通行费=车次费+车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费；
 2) 货车按照车轴数、质量及车长分类，货车车辆通行费=车公里费率*车辆实际行驶里程数+隧道（桥梁）叠加通行费。全国来看，高速通行费率均有政策规定，因此费率较为稳定，高速公路通行费收入主要受车流影响。

表4：浙江省公路客车收费标准

类别	车型分类标准	车公里费率（元/车公里）	车次费（元/车次）
1类	≤9座（且车长小于6米）	0.4	5
2类	10-19座（且车长小于6米） 乘用车列车	0.4	5
3类	≤39座（且车长不小于6米）	0.8	10
4类	≥40座（且车长不小于6米）	1.2	15

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

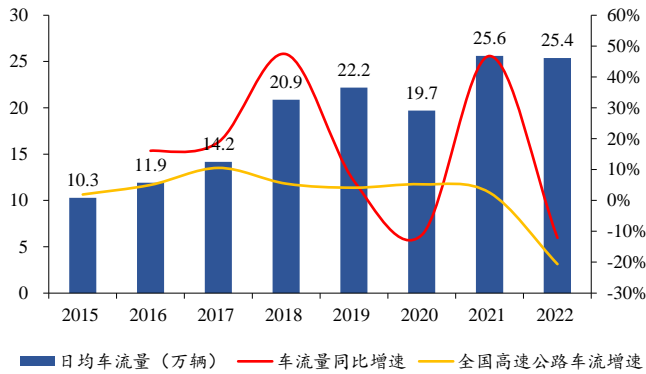
表5：浙江省公路货车收费标准

类别	车型分类标准	车公里费率
1类	2轴（车长小于6米且最大允许总质量小于4500KG）	0.45
2类	2轴（车长不小于6米或最大允许总质量不小于4500KG）	0.841
3类	3轴	1.321
4类	4轴	1.639
5类	5轴	1.675
6类	≥6轴	1.747

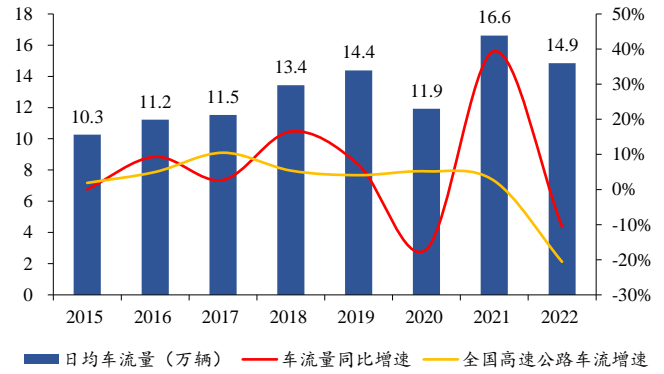
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司控股路产车流增速领先全国水平。截至2022年末，公司14条控股路产日均车流总量为25.4万辆，同比下滑12.1%，相较于2019年仍增长14.4%，15-22年复合增速为13.8%，增势稳健。全国高速公路车流口径，15-22年复合增速仅为1.5%，低于招商公路控股路产的内生复合增速12.3pts。

若进一步排除新收购路产带来的车流量增长影响，即剔除公司2015年后收购的新路产后，公司既有控股路产（共计7条）日均车流总量为14.9万辆，同比下滑10.6%，相较于2019年仍增长3.3%，15-22年复合增速5.4%，依然高于全国车流量增速3.9pts。

图22：公司控股路产车流增速领先行业水平


资料来源：公司公告，交通运输部，中国政府网，河北省交通运输厅、海南省交通运输厅、湖南省交通运输厅，信达证券研发中心

图23：剔除新收购路产，车流量增速依然领先行业


资料来源：公司公告，交通运输部，中国政府网，河北省交通运输厅、海南省交通运输厅、湖南省交通运输厅，信达证券研发中心

1) 车流量占比：老路产 54.5%+新路产 45.5%。公司主要车流来源仍为“甬台温高速”和“北仑港高速”两条老路产，合计车流占公司比例超过 25%。新路产方面，2018 年收购的“鄂东大桥”、“沪渝高速”，18-22 年间车流占比均维持在 7%-11%，22 年收购的“京台高速”车流占比 8.6%，已成为公司第二批次重点核心资产；2015 年收购的路产则在车流增速方面持续发力，“桂兴高速”15-19 年 CAGR 为 17.2%，“桂阳高速”15-19 年 CAGR 为 12.5%，“阳平高速”15-19 年 CAGR 为 20.5%（20 年、22 年车流量受疫情影响有所下降），占公司车流总量比例不断增大，为公司创造主要增量。

表6：招商公路控股路产车流量

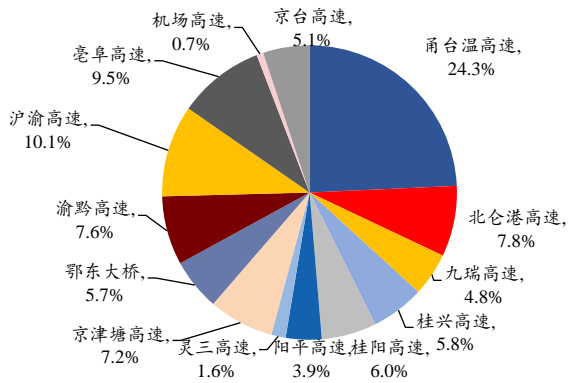
时间	车流量占比				车流量增速			
	2022	2021	2020	2019	2022	2021	2020	2019
天津塘高速	13.3%	15.8%	16.1%	17.2%	-16.1%	35.7%	-22.2%	7.6%
甬台温高速	13.8%	15.4%	15.6%	16.4%	-11.1%	37.0%	-20.6%	4.1%
北仑港高速	6.0%	4.5%	4.3%	3.7%	32.0%	46.7%	-3.1%	14.8%
九瑞高速	6.8%	7.4%	8.2%	7.4%	-8.5%	25.7%	-8.3%	15.2%
桂兴高速	6.2%	6.5%	6.6%	6.4%	-6.4%	38.2%	-14.8%	10.9%
桂阳高速	5.5%	5.8%	6.4%	5.3%	-5.3%	25.0%	-1.7%	17.9%
阳平高速	2.9%	3.2%	3.4%	3.6%	-10.8%	30.4%	-21.5%	22.3%
灵三高速	6.8%	9.5%	7.5%	8.4%	-28.9%	76.3%	-26.0%	-5.6%
鄂东大桥	8.7%	10.2%	10.0%	10.5%	-16.0%	42.8%	-21.2%	3.3%
渝黔高速	5.8%	8.0%	8.5%	8.2%	-27.9%	31.2%	-14.1%	-1.8%
沪渝高速	7.0%	7.9%	7.8%	7.8%	-11.1%	40.2%	-16.6%	3.2%
亳阜高速	5.2%	5.7%	5.6%	5.1%	-8.7%	40.9%	-8.7%	11.9%
机场高速	3.2%	3.1%	6.5%		-7.3%	-30.7%		
京台高速	8.6%				-10.3%			
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-12.1%	46.7%	-11.2%	6.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

备注：1) 京台高速 22 年 8 月 31 日起并表，控股 52.25%，主要由京台高速廊坊段、廊沧高速廊坊段构成，22 年仅包含 9-12 月数据；2) 前 7 条淡蓝色路产为原有路产，后 7 条淡橙色路产为 2015 年后新收购路产

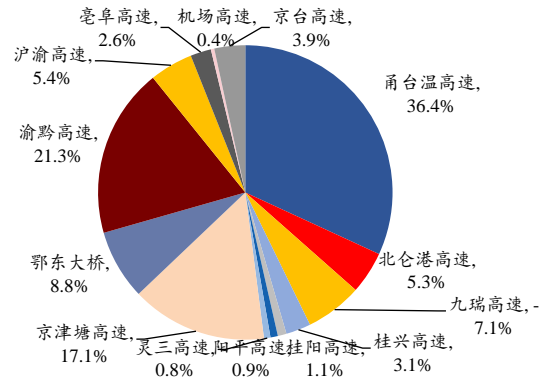
2) 路费收入占比: 老路产 59.8% +新路产 40.2%。2022 年公司控股路产路费总收入合计为 48.0 亿元。从路费收入占比来看,甬台温高速对收入贡献最大,创造收入 11.7 亿元,占比 24%,沪渝高速创收 4.8 亿元,占比 10%。从路费收入增量占比来看,22 年路费收入较 21 年路费收入减少 8.6 亿元,其中甬台温高速、沪渝高速、毫阜高速对路费收入变动影响也较大,分别占比 36.4%、5.4%、2.6%。可见,甬台温高速等公司持有时间较长的老路产仍是公司收入构成的重要组成部分,2015 年以来收购的沪渝高速、毫阜高速等持续发力,为公司创造增量,与我们对车流分拆所得“老路产压仓+新路产创增”增长逻辑一致。

图24: 公司路费收入占比 (2022 年数据)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图25: 公司路费收入增量占比 (2022 年数据)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

表7: 招商公路控股路产路费收入

时间	路费收入占比				路费收入增速			
	2022	2021	2020	2019	2022	2021	2020	2019
京津塘高速	7.2%	8.7%	9.8%	13.0%	-30.0%	26.5%	-40.1%	-2.0%
甬台温高速	24.3%	26.1%	27.2%	28.8%	-21.2%	37.2%	-24.9%	2.7%
北仑港高速	7.8%	7.4%	7.7%	8.1%	-11.0%	36.6%	-24.4%	2.1%
九瑞高速	4.8%	2.9%	3.1%	2.4%	36.9%	37.4%	1.0%	7.8%
桂兴高速	5.8%	5.4%	6.1%	5.9%	-8.7%	28.3%	-18.4%	14.7%
桂阳高速	6.0%	5.3%	4.9%	4.4%	-3.2%	55.1%	-12.6%	10.4%
阳平高速	3.9%	3.5%	3.5%	2.7%	-4.1%	43.5%	0.0%	16.5%
灵三高速	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	-8.4%	37.9%	-24.5%	16.8%
鄂东大桥	5.7%	6.2%	6.6%	6.4%	-21.7%	32.6%	-18.0%	3.3%
渝黔高速	7.6%	9.7%	10.8%	9.8%	-33.6%	27.7%	-12.3%	6.2%
沪渝高速	10.1%	9.4%	9.5%	9.6%	-8.8%	40.5%	-20.9%	3.5%
毫阜高速	9.5%	8.4%	8.5%	7.3%	-4.7%	42.0%	-7.4%	6.4%
机场高速	0.7%	0.7%	0.8%		-9.5%	24.2%		
京台高速	5.1%	4.9%			-12.0%			
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-15.2%	43.0%	-20.6%	4.4%

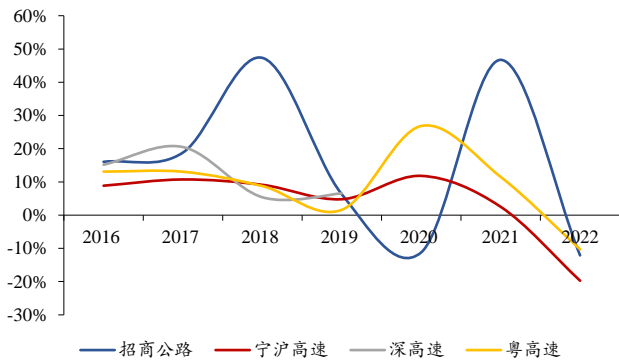
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

备注: 1) 京台高速 22 年 8 月 31 日起并表, 控股 52.25%, 主要由京台高速廊坊段、廊沧高速廊坊段构成, 22 年仅包含 9-12 月数据; 2) 前 7 条淡蓝色路产为原有路产, 后 7 条淡橙色路产为 2015 年后新收购路产

与行业比较,公司既有控股路产日均车流量与路费收入的 YOY 与复合增速均领先 A 股市值头部路企。与沪深 A 股市值排名前五的 3 家公司(宁沪高速、深高速、粤高速)比较,公司具有明显优势:

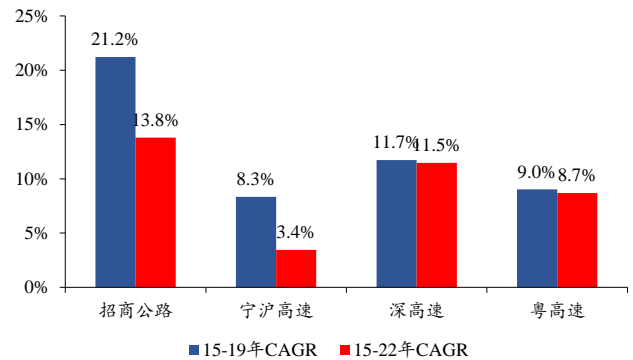
1) 日均车流量方面,公司控股路产日均车流量 YOY 领先头部路企,其中 15-19 年复合增速 21.2%,居头部企业首位(宁沪高速 8.3%,深高速 11.7%,粤高速 9.0%);受 20-22 年外部环境影响,公司 15-22 年复合增速仍达 13.8%,高于宁沪高速(3.4%),深高速(11.5%),粤高速(8.7%)。

图26: 招商公路控股路产日均车流量 YOY 领先头部路企



资料来源:招商公路、宁沪高速、深高速、粤高速四家路企 2015-2022 年公司公告,信达证券研发中心

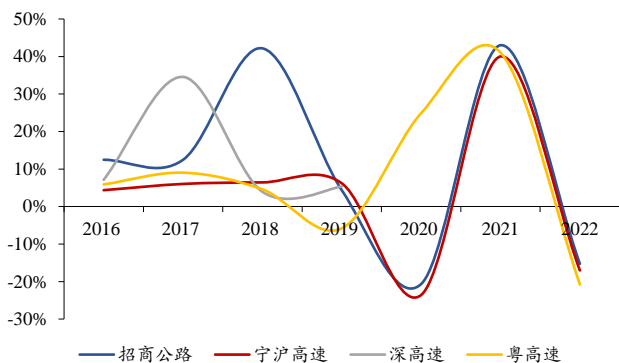
图27: 招商公路控股路产日均车流量 CAGR 领先头部路企



资料来源:招商公路、宁沪高速、深高速、粤高速四家路企 2015-2022 年公司公告,信达证券研发中心

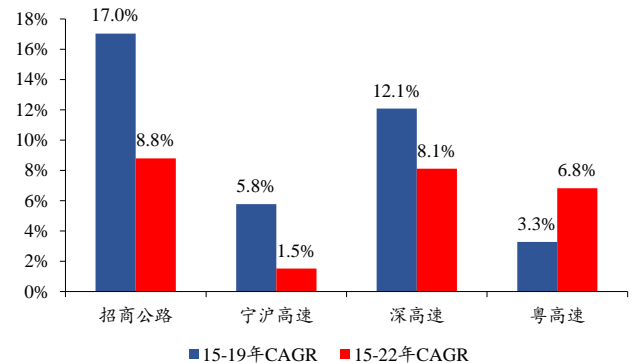
2) 路费收入方面,公司控股路产路费收入 YOY 领先头部路企,其中 15-19 年复合增速 17.0%,居头部企业首位(宁沪高速 5.8%,深高速 12.1%,粤高速 3.3%);受 20-22 年外部环境影响,公司 15-22 年复合增速仍达 8.8%,高于宁沪高速(1.5%),深高速(8.1%),粤高速(6.8%)。

图28: 招商公路控股路产路费收入 YOY 高于头部路企



资料来源:招商公路、宁沪高速、深高速、粤高速四家路企 2015-2022 年公司公告,信达证券研发中心

图29: 招商公路控股路产路费收入 CAGR 高于头部路企



资料来源:招商公路、宁沪高速、深高速、粤高速四家路企 2015-2022 年公司公告,信达证券研发中心

2.2.2 积极现金收购优质路产，扩张驱动超额成长性

公司积极并购，扩大优质路产，上市 5 年合计支付路产收购对价近 200 亿元。从公司路产获取情况来看，除京津塘高速为公司成立时交通运输部无偿划转，其余路产均为公司收购而来，主要通过现金、股票、可转债、公司债等交易手段和资本运作方式实施。2023 年初，公司与广州越秀集团股份有限公司联合完成平临高速竞拍项目，通过法拍手段新增高速公路投资里程 106 公里。

表8：公司 2010 年以来重要路产并购事件

收购方	时间	收购路产	股权比例	收购对价（亿元）
招商局亚太	2010.08	甬台温高速	51%	-
	2012.08	北仑港高速	100%	-
	2014.09	九瑞高速	100%	-
	2015.09	阳平高速	100%	-
	2015.10	桂阳高速	100%	-
	2015.10	桂兴高速	100%	-
	2016.05	灵三高速	54.61%	-
招商公路	2017.12	鄂东大桥	60%	12.21
	2018.04	渝黔高速	60%	5.51
	2018.04	沪渝高速	60%	11.95
	2018.04	重庆成渝	49%	10.88
	2018.07	毫阜高速	100%	15.80
	2019.12	土耳其 ICA	15.81%	2.13 亿美元
	2019.12	广西中铁	49%	63.70
	2020.12	诸永高速	35%	7.21
	2021.05	乍嘉苏高速	45%	6.31
	2022.03	昆玉高速	50%	10.97
	2022.08	京台高速	52.25%	35.60
2023.02	平临高速	45%	11.02	

资料来源：公司公告，招商局集团，国资委官网，信达证券研发中心

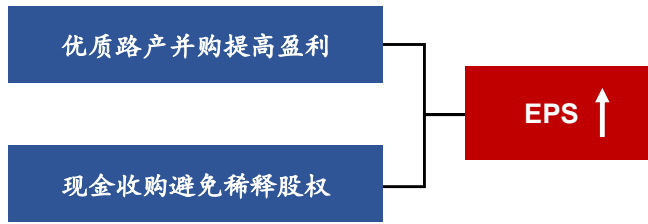
备注：2019 年 12 月收购土耳其 ICA 路产项目已经中止

外延并购为高性价比路产扩张方式，现金收购保障股东权益。公司积极采取现金并购方式并购路产，一方面纳入优质路产提高公司整体盈利水平，另一方面避免股权增发带来每股收益稀释，二者驱动提升 EPS，公司在扩张营运资产的同时，最大程度保障股东权益。

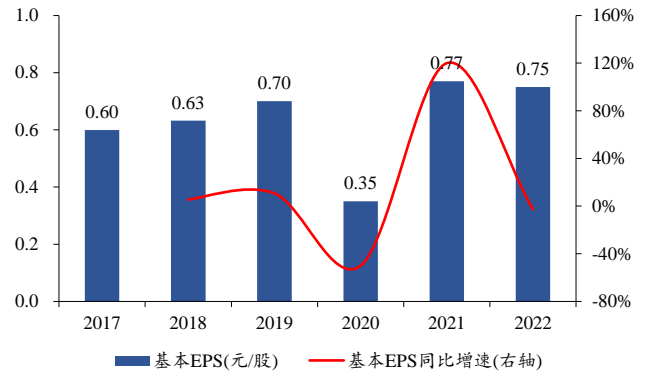
表9：三种路产来源对比

	扩建	新建	收购
工程量和成本	较小，无需进行土地开发	较大，需要进行土地开发	无需额外工程
工期	较短，一般为 2-4 年	较长，一般为 5 年以上	无需经历施工周期
车流量情况	需经历车流恢复期	需从零开始经历车流培育期	直接带来车流量外生扩张
收费期限	不确定，可能为 25/30 年	25/30 年	原定剩余收费年限

资料来源：宁沪高速公告，深高速公告，《收费公路管理条例》，中国政府网，信达证券研发中心

图30：现金并购推升 EPS


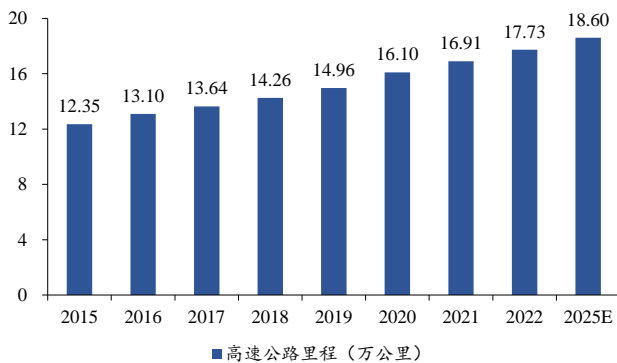
资料来源：信达证券研发中心

图31：公司 2017-2022 年积极并购，EPS 增长明显


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2.3 锚定未来，全国高速公路建设为并购提供空间

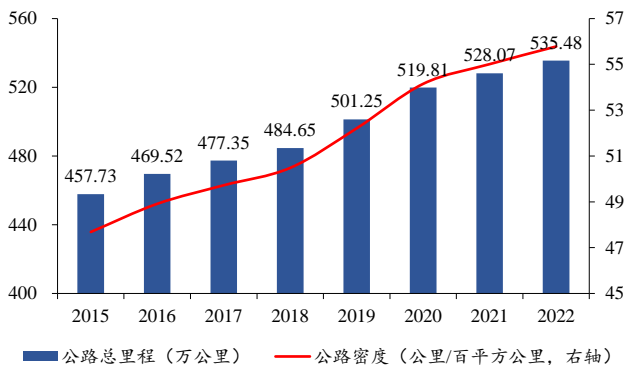
从短期和中长期两个角度来看，我国高速公路建设热度有望延续，公司通过外延并购拓展仍有较大空间。2022年，全国高速建设固定资产投资1.63万亿元，同比增长7.3%，15-22年复合增速10.8%。至2022年末，我国高速公路总里程已达17.73万公里，据《公路“十四五”发展规划》，需新建高速公路里程至少2.5万公里，预计2025年达18.60万公里。

图32：短期看，我国高速公路里程增长仍有空间


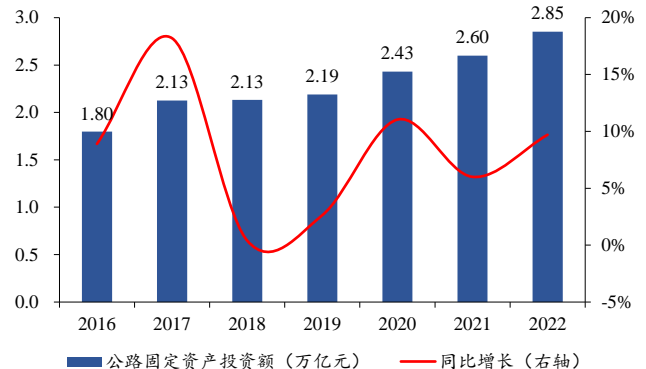
资料来源：交通运输部，中国政府网，中国公路微信公众号，信达证券研发中心

图33：全国高速公路建设投资力度强劲


资料来源：交通运输部，信达证券研发中心

图34：全国公路里程及密度逐年增长


资料来源：交通运输部，中国政府网，信达证券研发中心

图35：2022年公路固投规模达2.85万亿元


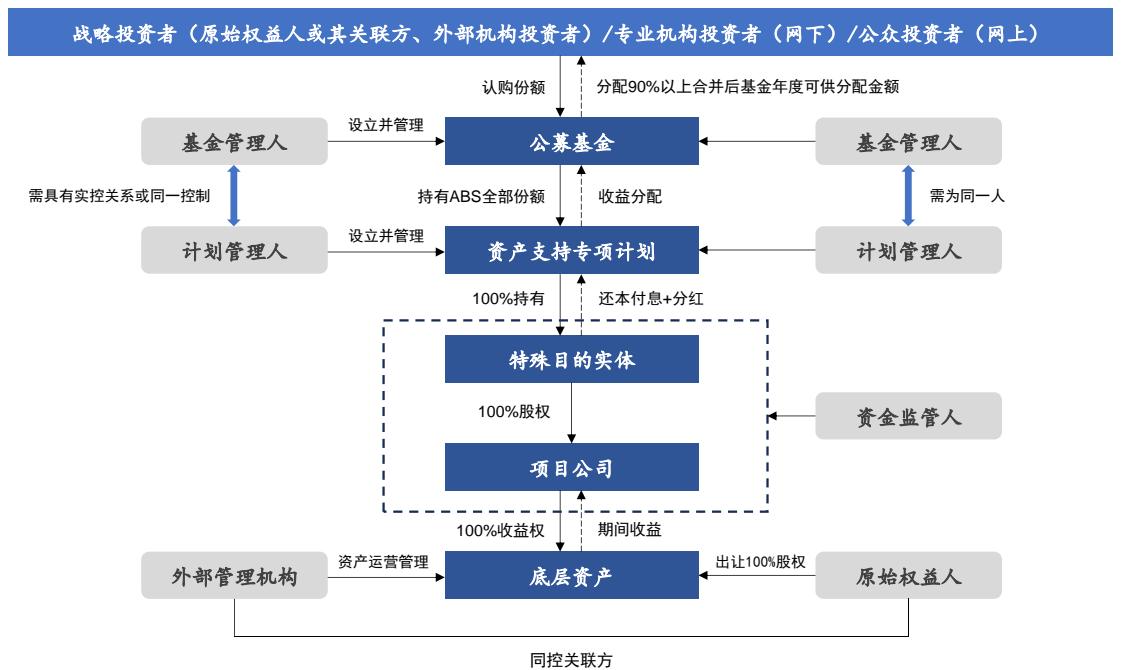
资料来源：交通运输部，中国政府网，信达证券研发中心

三、行业向轻资产运营转型，ROE 与估值有望双升

3.1 REITs 带来募投管退流程闭环，长期有望转向路产运营

基建 REITs 革新经营模式，公路运营管养轻资产时代到来。2020 年 4 月，中国证监会、国家发改委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，证监会同时发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》，境内基础设施领域公募 REITs 试点由此正式起步。

图36：基础设施 REITs 运营示意图

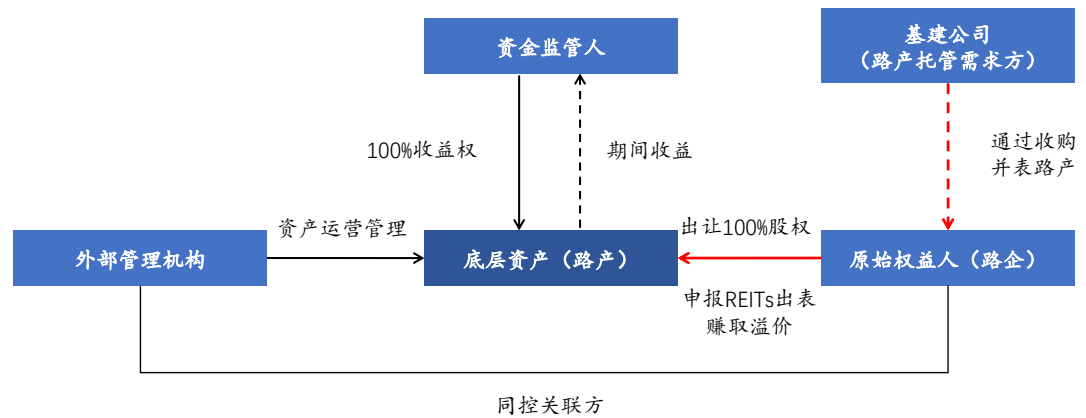


资料来源：信达证券研发中心

路企作为原始权益人位于产业链中游：上游托管需求扩张，下游试点政策利好。以招商公路为代表的路企，是公路 REITs 架构中的原始权益人，路企通过并购方式获得路产的控制权并表，而后按照有关规定可包装成 REITs 项目出让股权，并作为管理运营方继续经营路产，收取运营管理费，实现重资产向轻资产运营模式的转变。在“并表→出表”过程中，路企处于产业链中游，上下游皆有利好。

上游：公路代管代养需求扩张。从两方面体现：1）目前高速公路建设多采取 BOT 模式，由基建公司承包高速公路的建设运营，路产建成后即产生路产运营需求，为路企提供更多并表路产机会；2）近年来国家深化国企聚焦主业改革，部分路产非主业国企持有大量路产股权将逐渐剥离，为路企提供更多并表机会。

下游：行业热点，市场认可，政策支持。自 2020 年 4 月境内基础设施领域公募 REITs 试点起步以来，政府出台系列相关政策，明确操作规范与申报流程，基建 REITs 相关产品广受市场各方关注和认可；截至 23 年 6 月末，目前共有 28 只基础设施公募 REITs 经核准上市发售，项目涵盖产业园区、高速公路、仓储物流、污水处理等多种资产类型，其中高速公路 REITs 项目有 7 个，分别是浙商沪杭甬 REIT、平安广河高速 REIT、华夏中国交建 REIT、华夏越秀高速 REIT、中金安徽交控 REIT、国金中国铁建 REIT、华泰江苏交控 REIT。

图37：路企处于公路 REITs 产业链中游


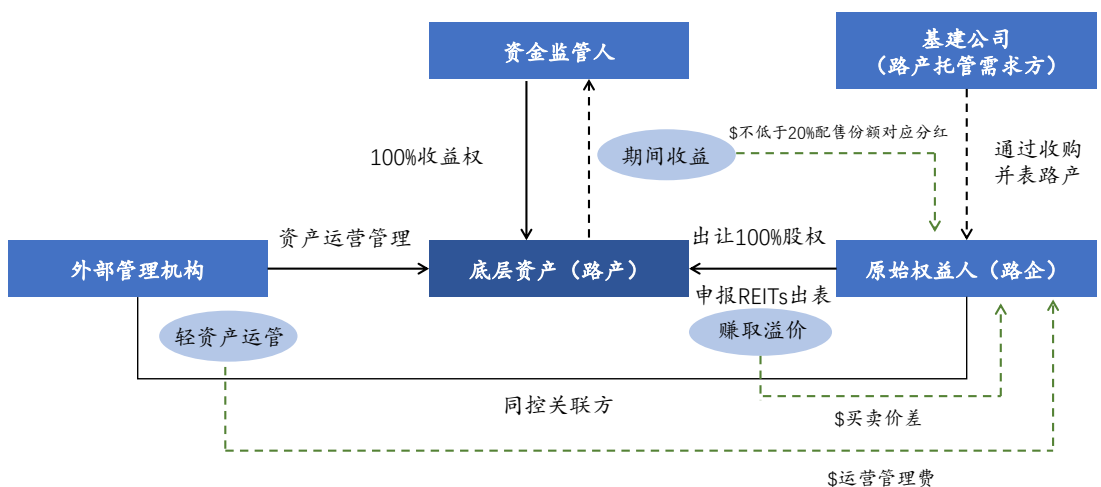
资料来源：信达证券研发中心

公司积极申报亳阜高速 REITs 项目，“并表+出表+后续运营”模式逐步形成，后续可从“出让溢价+受托管理费+分红”三方面创收。2021年3月，公司董事会同意公司以全资子公司安徽亳阜高速公路有限公司所持有的高速公路特许经营权开展基础设施 REITs 的申报发行，后续有望形成“并表+出表+后续运营”经营模式，公司轻资产平台化运营转型可由此开启。具体来看：

1) 出让溢价：公司并购相关路产，经过运营包装至符合 REITs 申报相关条件后出让路产 100% 权益，可收取出让资产对价高于账面净值的部分确认投资收益。

2) 运营管理费：出让路产 100% 权益后，公司可继续作为外部管理平台继续对路产进行运营管养，收取运营管理费用。

3) 分红收益：为实现原始权益人与普通投资者的利益绑定，证监会规定原始权益人或其同一控制下的关联方合计参与战配的比例合计不得低于发售数量的 20%，公司由此可享受权益对应资产运营分红（按照规定，基础设施基金应当将 90% 以上合并后基金年度可供分配金额以现金形式分配给投资者）。

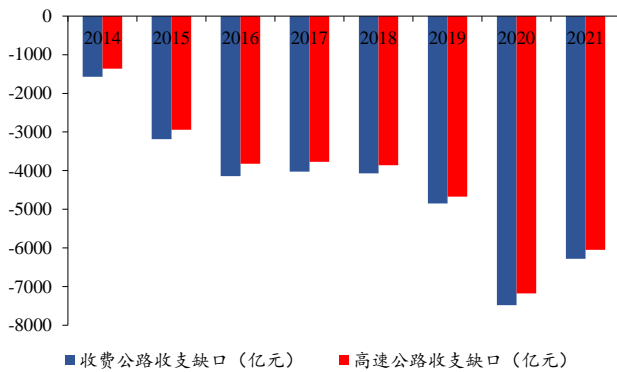
图38：公路 REITs 创收路径


资料来源：信达证券研发中心

3.2 新公路法律法规催生到期公路运营需求

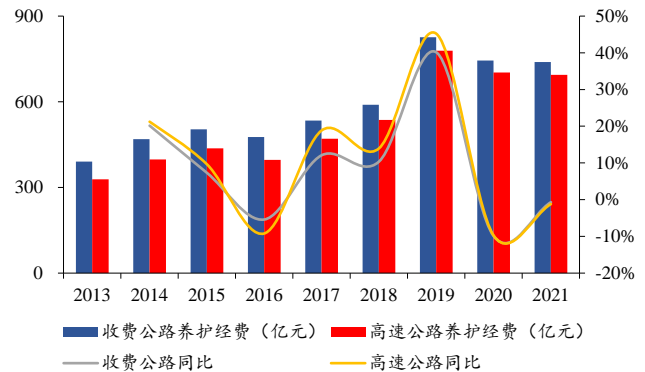
现行公路法律法规无法充分满足公路可持续发展需要，存在一定改革空间。随着我国高速公路网的逐步形成，收费公路建设、养护、管理成本不断增长，但现行收费标准变化较小，由此收费公路收支缺口居于高位，2021年收支缺口达6279亿元，相较于2019年增加29.5%，其中高速公路收支缺口为6047亿元，相较于2019年增加29.4%。且按照现行法律法规，如果高速公路到期停止收费，可能导致债务悬空，公路长期养护和管理的需求也无法满足。

图39：收费公路收支缺口不断增大



资料来源：交通运输部，信达证券研发中心

图40：收费公路养护经费不断扩张



资料来源：交通运输部，信达证券研发中心

新公路法催生到期公路运营需求。2018年交通部发布《公路法修正案（草案）》和《收费公路管理条例（修订草案）》，并于2021年交通运输部法制工作要点中明确强调，统筹推进公路法、收费公路管理条例和农村公路条例列入国务院年度立法计划，新《公路法》及《收费公路管理条例》有望尽早推出，至2023年起已进入立法审核阶段。

表10：《公路法》和《收费公路条例》2018年修订进程

时间	政策
1998.01.01	《公路法》实施
2004.11.01	《收费公路管理条例》实施
2017.11.04	《公路法》第五次修订（现行公路法）
2018.12.20	《公路法修正案（草案）》和《收费公路管理条例（修订草案）》发布，公开向社会大众征求修订意见
2020.01.20	《2020年交通运输部法制工作要点》提出加快推动公路法、收费公路管理条例和农村公路条例制修订工作
2021.01.22	《2021年交通运输部法制工作要点》提出统筹推进公路法、收费公路管理条例和农村公路条例列入国务院年度立法计划，推动尽快出台
2023.02.02	《2023年交通运输部法制工作要点》提出积极配合开展公路法、收费公路管理条例、农村公路条例、道路运输条例等立法审核

资料来源：中国人大网，国务院公报，中国公路网，新华社，交通运输部，中国政府网，信达证券研发中心

新公路法从“放宽届满管理方限制+届满可以养护名义收费”两方面催生到期公路运营需求，且促进高速公路运营管养向“永续经营”方向转变：1）新《公路法》征求意见稿，放宽“路产到期国家收回后，管理部门为有关交通主管部门”的限制，原持有路企有望通过相关规定延续对路产的管理权；2）新《公路法》对公路养护资金的筹集方式进行调整，允许“收费公路采用收取车辆通行费的办法筹集养护资金”，则路产到期后，原持有路企可通过延续管理权的方式，继续收取车辆通行费收入，以赚取运营管理费及公路养护费用。

表11: 2017年现行《公路法》与2018年新《公路法》征求意见稿对比

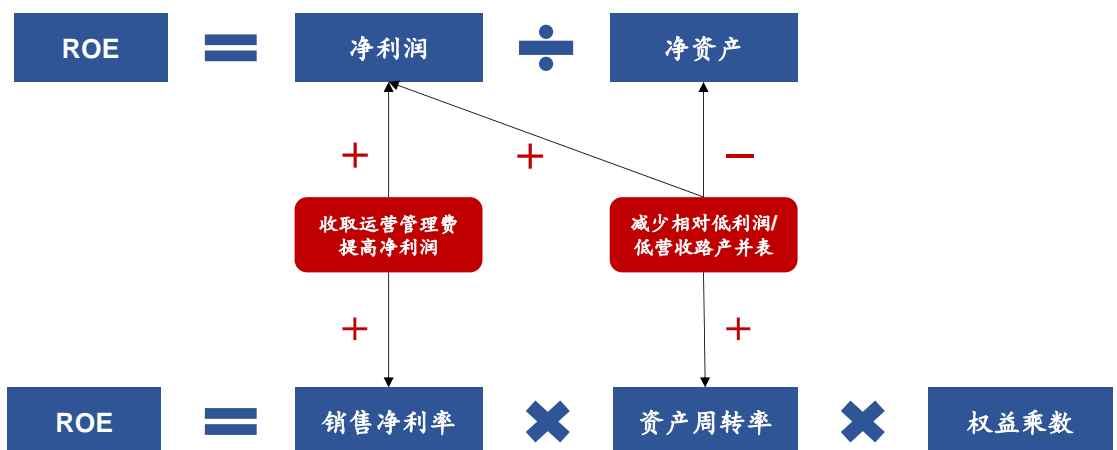
条款	2017年《公路法》第五次修订	2018年《公路法修正案(草案)》
第三十六条第一款	国家采用依法征税的办法筹集公路养护资金,具体实施办法和步骤由国务院规定。	国家采用依法征税的办法筹集公路养护资金,还可以采取符合法律或者国务院规定的其他方式筹集,收费公路可以采用收取车辆通行费的办法筹集,具体实施办法和步骤由国务院规定。
第三十六条第二款	依法征税筹集的公路养护资金,必须专项用于公路的养护和改建。	依法筹集的公路养护资金,必须用于公路的养护和改建。
第六十条	国内外经济组织投资建设公路,必须按照国家有关规定办理审批手续;公路建成后,由投资者收费经营。收费经营期限按照收回投资并有合理回报的原则,由有关交通主管部门与投资者约定并按照国家有关规定办理审批手续,但最长不得超过国务院规定的年限。	第五十九条第(二)项规定的收费公路的经营期限,按照收回投资并有合理回报的原则确定,最长不得超过国务院规定的年限。
第六十五条第二款	由国内外经济组织依照本法规定投资建成并经营的收费公路,约定的经营期限届满,该公路由国家无偿收回,由有关交通主管部门管理。	由国内外经济组织依照本法规定投资建成并经营的收费公路,经营期限届满,收费权由政府无偿收回。

资料来源: 中国人大网, 交通运输部, 中国政府网, 信达证券研发中心

3.3 路产运营轻资产运营提升 ROE

路企向轻资产运营转型可提升 ROE。从 ROE 定义式(净资产收益率 (ROE) = 归母净利润/净资产)来看,一方面公路运营轻资产化,可将相对低利润路产出表,提升 ROE;另一方面路企转为外部运营方可收取稳定运营管理费,提高净利润,进而推升 ROE。从杜邦分析(净资产收益率 (ROE) = 销售净利率 * 资产周转率 * 权益乘数)来看,一方面公司转向仅收取管理费用的轻资产业务,高销售净利率业务占比增大,提高销售净利率;另一方面创收能力相对较弱资产出表,资产周转率增大,二者可合力推动 ROE 上行。

图41: 路企转型轻资产运营提升 ROE 机制

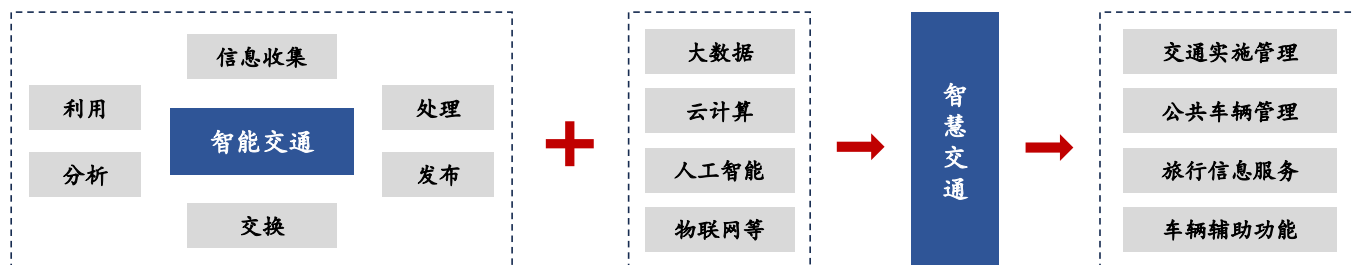


资料来源: 信达证券研发中心

四、交通数智化建设势在必行，公司率先发优势拓智慧业务

高速公路数智化建设或为交运产业大势所趋，市场需求充分+技术环境支持，智慧交通是行业转型重点所在。智慧交通是运用物联网、云计算、人工智能、自动控制、移动互联网等现代电子信息技术面向交通运输的服务系统，目的是有效提高交运系统的管理水平、运行效率、实现“人车路”的高度协同，是交运行业当下转型的重点。

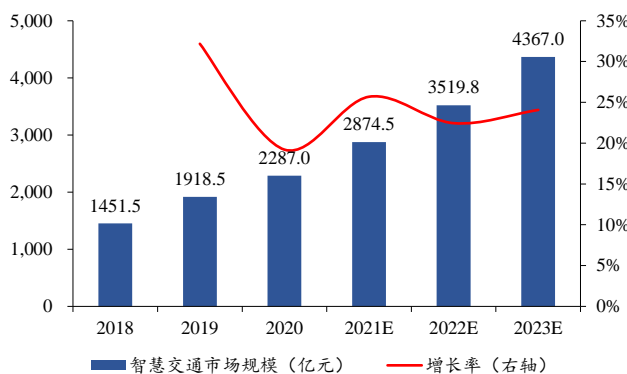
图42：智慧交通运作模式



资料来源：信达证券研发中心

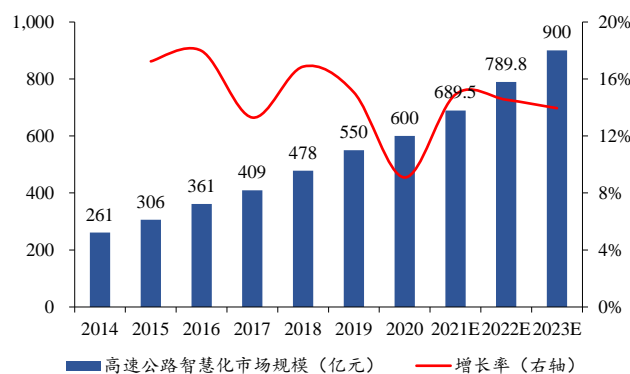
智慧交通市场方兴未艾，智能化或成为高速公路新增长点。据艾媒咨询数据统计，2023年智慧交通市场规模或达4367亿元，增长速度仍保持20%以上，高速公路智能化市场规模或达900亿元，增长速度仍保持双位数，且伴随行业向下沉市场不断推进、自动驾驶等技术不断突破，智慧交通行业有望成为高速公路新的增长点。

图43：2023年智慧交通市场规模将突破4000亿元



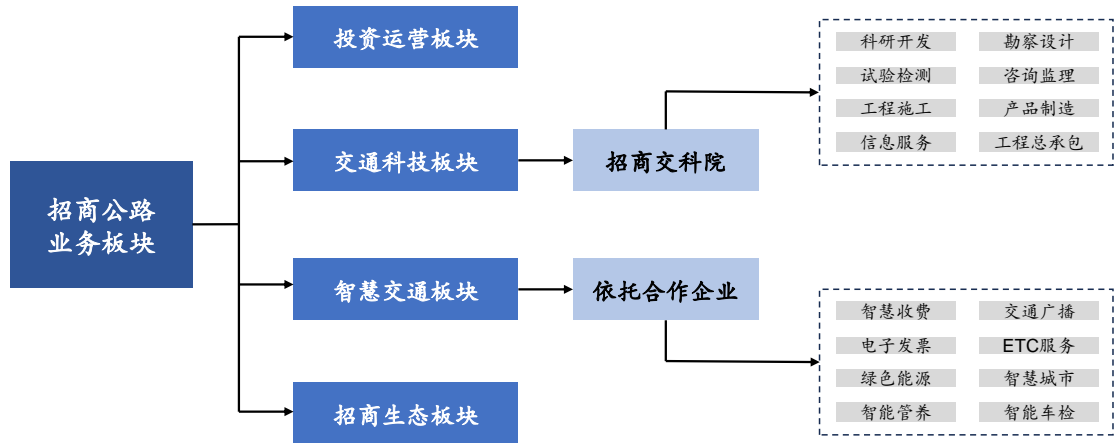
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

图44：2023年高速公路智能化市场规模可达900亿元



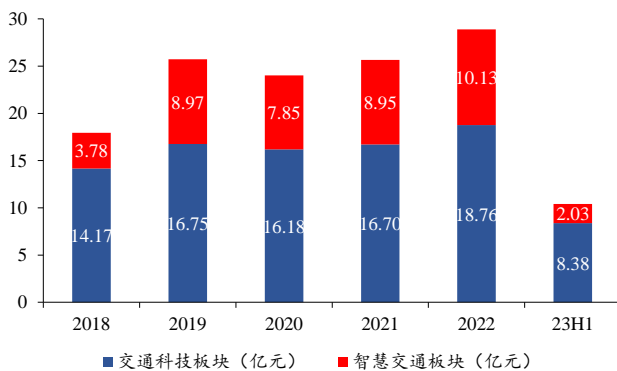
资料来源：艾媒咨询，信达证券研发中心

公司智慧交通板块率先发力，布局完善，交通科技板块科技实力领先，转型新基建预期平稳：**1）智慧交通：**公司积极布局智慧交通板块，至2022年末，公司实现涵盖智慧收费、智慧安全、智慧运营、交通广播、电子发票、ETC综合服务、绿色能源、智慧城市、智能管养和智能车检等业务的智慧交通生态圈建设，业务布局广泛，先发优势明显。**2）交通科技：**作为公司传统业务之一，该板块主要围绕交通基建提供全过程咨询服务、工程技术和产品，公司旗下招商交科院是行业领先的交通科技综合服务企业，科研实力雄厚，资质齐全。

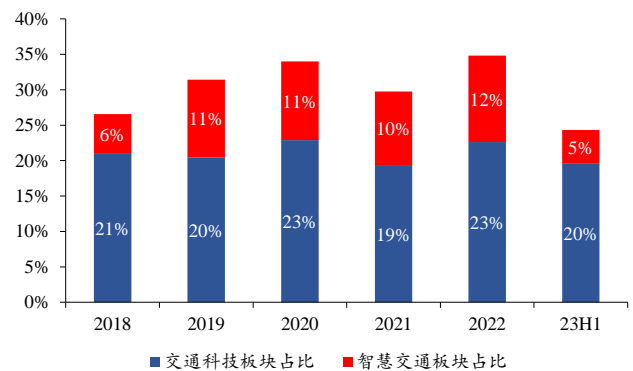
图45：招商公路智慧交通与交通科技业务布局


资料来源：信达证券研发中心

智慧交通板块与交通科技板块业务不断扩张。从板块收入来看，2022年，公司交通科技板块收入18.76亿元，智慧交通收入10.13亿元，营收增速有所恢复，与2018年相较，18-22年复合增速分别为7.3%、28.0%，整体上行。从营收占比来看，2022年交通科技板块收入占比为22.6%，智慧交通板块收入占比12.2%，二者合计占比34.8%，逐渐成为公司营收的重要组成部分，未来远期或成为第二增长曲线。

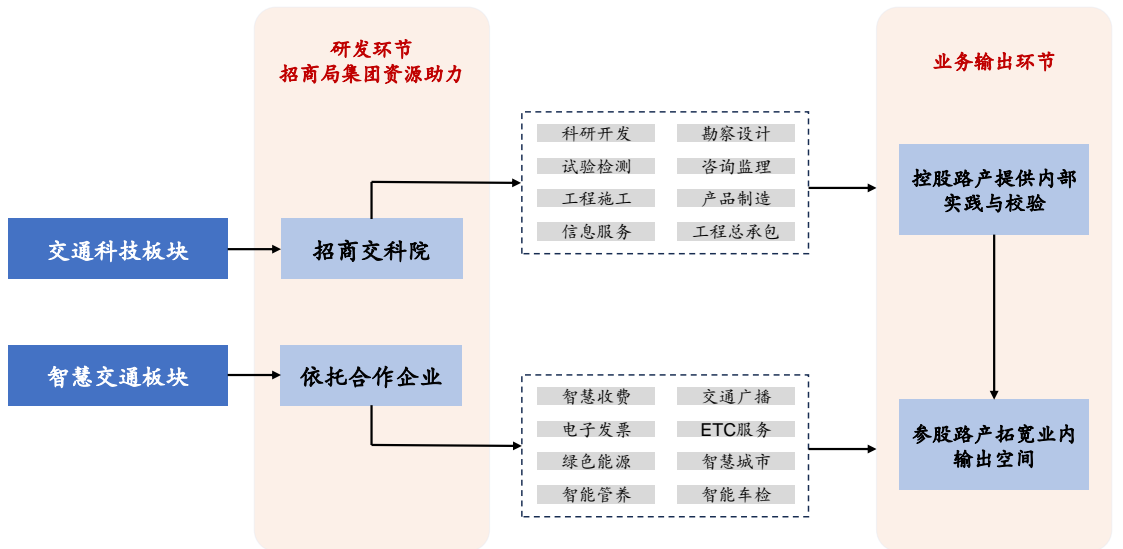
图46：2022年交通科技+智慧交通板块合计营收28.90亿元


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图47：2022年交通科技+智慧交通板块合计营收占比34.8%


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

公司后续拓展优势明显。截至2023年6月末，公司投资经营的总里程达13060公里，其中控股路产14条，参股路企25家，上市公司15家，丰富的行业资源将为公司智慧交通业务提供充足的试炼场和业内拓展输出空间。目前，招商华软打造的“招路通”管理运营平台，已实现公司全部主控路段上线，为未来智慧运营产品的市场化提供了内部实践和校验。

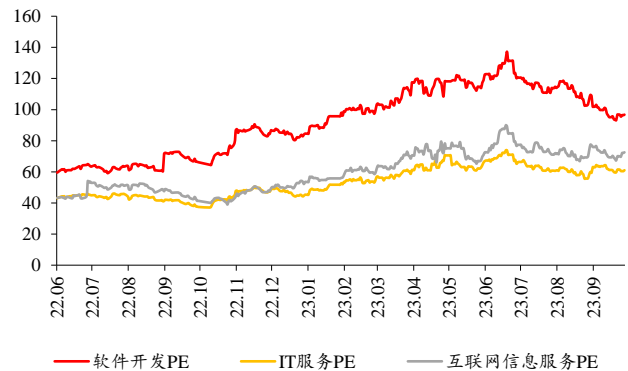
图48：招商公路业务拓展优势


资料来源：信达证券研发中心

对比科技行业，智慧交通赋能下，两大板块分部估值提升潜力大，总体估值未来可期。截至 2023 年 11 月，申万高速公路指数 PE 约为 11 倍，而长江互联网信息服务、申万 IT 服务、申万软件开发指数 PE 分别约为 96、64、69 倍，因此传统高速公路行业与新兴信息科技行业的估值存在较大差距。我们认为待公司智慧交通与交通科技业务布局完善，发展充分后，两大板块的分部估值或可向信息科技行业估值靠拢，公司总体估值可由此提升。

图49：申万高速公路指数 PE 约为 11 倍


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图50：信息科技行业估值平均高于 50 倍


资料来源：Wind，信达证券研发中心

五、盈利预测及估值

5.1 预计 2023 年归母净利润 56.71 亿元

收入端：

- 1) 对公司路产板块业绩的预测，我们仅以现有项目为基准，不考虑未来新路产的收购；
- 2) 公司自 2020 年 12 月起置出除丰县中晖和丰县晖泽外 7 家光伏企业，预计清洁能源业务 2023E-2025E 收入增速低位维稳；
- 3) 考虑公司交通科技业务深耕细作传统优势市场，加快开拓经济发达地区的优质市场，早日形成全国经营网络布局，我们预计业务 2023E-2025E 收入增长相对稳健；
- 4) 考虑公司智慧交通业务的技术产品和基础设施纵深拓展，智慧交通服务横向拓展，我们预计业务 2023E-2025E 收入增长相对较高。

我们预计公司 2023E-2025E 营业收入分别为 105.79 亿元、117.58 亿元、129.11 亿元。

表12：公司营业收入预测表（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	86.26	82.97	105.79	117.58	129.11
YOY		-3.81%	27.50%	11.15%	9.80%
投资运营业务收入	58.23	51.39	70.62	78.75	86.77
交通科技业务收入	16.70	18.76	20.26	21.68	22.98
智慧交通业务收入	8.95	10.13	12.16	14.35	16.50
招商生态业务收入	2.38	2.69	2.74	2.80	2.85

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

利润端：

- 1) 路产业务方面，考虑到运营成本、养护成本及折旧摊销成本相对刚性，在参考 23H1 剔除 22Q4 货车通行费收入减免影响后的投资运营板块毛利率基础上，假设后续毛利率维稳；
- 2) 交通科技、智慧交通、招商生态等业务，假设整体毛利率维稳。
- 3) 假设公司期间费用率与 2022 年持平。
- 4) 考虑到公司参股行业内头部上市公司及未上市优质路产公司，可享受超额增速，我们假设公司投资收益维持相对高复合增速。
- 5) 此外暂不考虑尚未落地的亳阜高速公募 REITs 发行的影响以及全资子公司佳选控股有限公司拟收购路劲(中国)基建有限公司 100% 股权的影响。

我们预计公司 2023E-2025E 年营业成本分别为 65.92 亿元、73.15 亿元、80.20 亿元。综合收入成本及费用、投资收益等，预计 2023E-2025E 年归母净利润分别为 56.71 亿元、63.71 亿元、69.29 亿元。

表13：公司简易利润表（亿元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	86.26	82.97	105.79	117.58	129.11
YOY		-3.81%	27.50%	11.15%	9.80%
毛利率	41.45%	35.06%	37.68%	37.78%	37.88%
营业成本	50.51	53.88	65.92	73.15	80.20
毛利	35.75	29.09	39.86	44.43	48.91
投资收益	39.49	34.63	44.43	48.34	52.50
YOY		-12.30%	28.30%	8.80%	8.61%
归母净利润	49.73	48.61	56.71	63.71	69.29
YOY		-2.25%	16.66%	12.35%	8.76%

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

5.2 测算公司目标市值约 670-726 亿元，首次覆盖给予“买入”评级

对于招商公路的估值，我们考虑到：1）公司承诺 22E-24E 分红比例 55%，仅用股息法有所失真；2）公司路产收购带来扩张成长性，这是公司优势之一，但路产收购具有不可预测性。因此传统高速估值方式或有欠缺性。我们这里简化估值模型，从成长性角度出发，以行业内头部省交投高速企业估值定锚，从成长性角度考虑估值溢价。

我们选取高速公路板块除招商公路外前五大可比公司看，市场对 2023 年度的业绩预期已经对疫情影响及车辆通行费减免因素有所出清，山东高速、皖通高速、宁沪高速、粤高速 A、深高速 2023 年市盈率分别 9.3 倍、9.8 倍、10.9 倍、10.3 倍、8.8 倍，均值 9.8 倍。

我们基于以下考虑：

1）行业整体后续或有政策催化，新公路法及收费公路管理条例有望在十四五期内正式出台，路产收费期限有望延长、到期后经营主体有望放宽，招商公路在自身经营逻辑上有望率先受益。

2）招商公路历史业绩增速明显高于可比公司，且我们预计未来内生增长叠加外延并购仍会有超额增速：2017 年-2019 年，表 14 中所选 5 家可比公司合计归母净利润复合增长率为 8.6%，招商公路归母净利润复合增长率为 13.3%，且年度间增长稳健。2017-2022 年，表 14 中所选 5 家可比公司合计归母净利润复合增长率为 2.0%，招商公路归母净利润复合增长率为 7.6%。展望未来，我们分析，招商公路外延并购优质路产积极性或相对较高（公司 11 月 17 日发布公告，全资子公司佳选控股有限公司拟收购路劲(中国)基建有限公司 100% 股权），有望带来相对可比公司的利润端超额增速。

综上，我们认为高速公路板块去年受疫情扰动、四季度通行费下降等悲观因素已逐步出清且后续或有政策催化，招商公路相对高速公路行业内其余公司具有外延扩张成长性且路产到期年限相对较长，或可享受 20%-30% 的 PE 估值溢价，对应 2023 年合理 PE 在 11.81 倍至 12.80 倍，合理市值在 670 亿元-726 亿元。公司为全国路产运营龙头平台，相对板块具有成长性，且具备享受估值溢价的条件，首次覆盖给予“买入”评级。

表14：可比公司估值表（亿元）

证券代码	公司简称	市值		归母净利润					市盈率				
		2023/11/22	22A	23E	24E	25E	22A-25E CAGR	22A	TTM	23E	24E	25E	
600350.SH	山东高速	320.43	28.55	34.31	36.90	40.27	12.1%	11.22	10.14	9.34	8.68	7.96	
600012.SH	皖通高速	171.00	14.45	17.39	19.24	20.17	11.8%	11.83	10.54	9.84	8.89	8.48	
600377.SH	宁沪高速	500.75	37.24	45.74	50.85	54.67	13.6%	13.45	10.76	10.95	9.85	9.16	
000429.SZ	粤高速 A	170.19	12.77	16.47	17.73	18.61	13.4%	13.33	11.81	10.34	9.60	9.14	
600548.SH	深高速	208.26	20.14	23.75	27.30	31.19	15.7%	10.34	13.52	8.77	7.63	6.68	
平均							13.4%	12.03	11.35	9.85	8.93	8.28	
001965.SZ	招商公路	593.65	48.61	56.71	63.71	69.29	12.5%	12.21	10.64	10.47	9.32	8.57	

资料来源：Wind，信达证券研发中心

备注：可比公司盈利预测为万得一致预期，数据截至 2023 年 11 月 22 日

六、风险因素

公路建设投资不及预期。公司主营业务过路费收入增长依赖于“内生建设+外延并购”，若公路建设及投资不及预期，将延后公司产能释放节奏，进而影响营收及业绩表现。

公路费率政策影响。若未来出现公路通行费率减免政策，将降低公司营收及业绩表现。

车流增长不及预期。常态下公路通行费率较为稳定，公司既有路产增收主要依赖于车流量增长，若车流增长不及预期，将影响公司营收及业绩表现。

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,630	12,080	14,144	15,534	16,835
货币资金	6,392	4,375	8,067	8,770	9,399
应收票据	19	56	71	79	87
应收账款	1,396	1,767	2,247	2,498	2,744
预付账款	86	106	129	143	157
存货	217	311	380	422	463
其他	3,520	5,466	3,249	3,622	3,986
非流动资产	86,691	102,850	110,993	118,307	126,485
长期股权投资	42,383	46,699	53,417	60,860	69,078
固定资产(合计)	1,223	1,141	2,218	1,997	1,863
无形资产	37,572	51,537	50,087	50,187	50,287
其他	5,513	3,474	5,272	5,264	5,257
资产总计	98,321	114,930	125,138	133,841	143,320
流动负债	9,735	9,724	15,923	17,236	18,529
短期借款	400	1,341	2,341	2,841	3,341
应付票据	179	91	111	124	135
应付账款	1,814	1,975	2,416	2,681	2,939
其他	7,342	6,317	11,054	11,590	12,113
非流动负债	25,266	37,540	38,264	42,274	46,784
长期借款	11,020	19,051	21,551	24,551	27,551
其他	14,246	18,489	16,713	17,723	19,233
负债合计	35,000	47,264	54,187	59,510	65,313
少数股东权益	4,990	7,131	7,587	8,100	8,658
归属母公司股东权益	58,330	60,535	63,364	66,231	69,349
负债和股东权益	98,321	114,930	125,138	133,841	143,320

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,626	8,297	10,579	11,758	12,911
同比(%)	22.0%	-3.8%	27.5%	11.1%	9.8%
归属母公司净利润	4,973	4,861	5,671	6,371	6,929
同比(%)	123.7%	-2.3%	16.7%	12.4%	8.8%
毛利率(%)	41.4%	35.1%	37.7%	37.8%	37.9%
ROE%	8.5%	8.0%	8.9%	9.6%	10.0%
EPS(摊薄)(元)	0.80	0.78	0.91	1.03	1.12
P/E	11.94	12.21	10.47	9.32	8.57
P/B	1.02	0.98	0.94	0.90	0.86
EV/EBITDA	13.57	19.46	10.13	9.90	9.50

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,626	8,297	10,579	11,758	12,911
营业成本	5,051	5,388	6,592	7,315	8,020
营业税金及附加	48	51	65	72	80
销售费用	71	77	98	108	119
管理费用	507	520	663	737	809
研发费用	184	196	250	277	305
财务费用	796	908	904	846	961
减值损失合计	-160	-15	-6	0	0
投资净收益	3,949	3,463	4,443	4,834	5,250
其他	67	360	104	122	134
营业利润	5,825	4,966	6,548	7,357	8,002
营业外收支	113	647	0	0	0
利润总额	5,939	5,613	6,548	7,357	8,002
所得税	397	361	421	473	514
净利润	5,541	5,252	6,127	6,884	7,487
少数股东损益	568	391	457	513	558
归属母公司净利润	4,973	4,861	5,671	6,371	6,929
EBITDA	4,821	4,069	9,252	9,851	10,723
EPS(当年)(元)	0.77	0.75	0.91	1.03	1.12

单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	4,616	3,878	3,559	4,993	5,430
净利润	5,541	5,252	6,127	6,884	7,487
折旧摊销	1,998	1,985	1,800	1,647	1,760
财务费用	1,050	1,156	1,079	1,169	1,312
投资损失	-3,949	-3,463	-4,443	-4,834	-5,250
营运资金变动	-67	-745	-913	126	121
其它	43	-307	-91	0	0
投资活动现金流	-2,415	-4,189	-2,568	-4,128	-4,688
资本支出	-478	-693	-227	-1,530	-1,730
长期投资	-3,573	-5,645	-5,360	-2,709	-3,082
其他	1,637	2,148	3,019	112	125
筹资活动现金流	-2,586	-1,729	2,689	-163	-113
吸收投资	3	3,550	176	0	0
借款	8,228	22,807	3,500	3,500	3,500
支付利息或股息	-2,523	-4,005	-4,198	-4,673	-5,123
现金流净增加额	-417	-2,016	3,692	702	630

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。