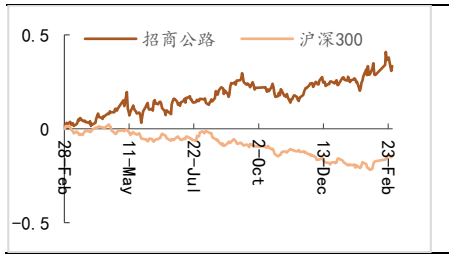


评级： 买入

张功
交运行业首席分析师
SAC 执证编号：S0110522030003
zhanggong1@sczq.com.cn

张莹
交运行业研究助理
zhangying2022@sczq.com.cn

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	10.57
一年内最高/最低价（元）	11.25/7.73
市盈率（当前）	8.33
市净率（当前）	1.16
总股本（亿股）	62.54
总市值（亿元）	661.06

资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- 招商公路系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。截至 2023 年 6 月末，招商公路投资经营的路产总里程达 13060 公里，在经营性高速公路企业中排名第一。公司权益里程为 3659 公里，管理里程达 2008 公里，投资经营的路网覆盖全国 22 个省、自治区和直辖市，且多分布在经济发达、人口密度大的区域。
- 公司经营情况稳健，成本端稳定，车流量增长抬升盈利。2018 年至 2023 年前三季度公司营业收入分别为：67.59/81.85/70.69/86.26/82.97/65.75 亿元，归母净利润分别为 39.1/43.27/22.23/49.73/48.61/43.63 亿元。招商公路主营业务收入包括：投资运营、交通科技、智慧交通、招商生态，根据 2023 年半年报，各业务占比分别为：72.89%/19.57%/4.74%/2.80%。2022 年，通过并购京台高速，公司控股路产规模进一步增加；2022 年通行费收入同比有所下降，但路产运营效率仍处于较高水平；2023 年以来，客货运需求增长带动公司控股路产车流量显著增加，通行费收入同比大幅上升；此外，交通科技业务、智能交通业务、交通生态业务亦对主业收入形成良好补充。
- 公司未来分红比例不低于 55%，高分红比例提升投资者回报。招商公路 2020-2022 年实际分红比例为 49.20%、42.99%、52.68%。2023 年 4 月招商公路发布《未来三年（2022 年-2024 年）股东回报规划》，承诺在公司财务及现金状况良好且不存在重大投资计划或现金支出等事项时，以现金分红的方式分配利润不低于当年实现归母净利润的 55%。
- 盈利预测与公司评级：我们看好经济复苏带来车流量弹性恢复，公司路网规模居全国首位叠加公司多业务齐头并进，看好复苏带来的收入增长；成本端稳定，增厚公司盈利水平。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为：50.3 亿元/60.2 亿元/64.3 亿元，对应 PE 为 13.8/11.6/10.8，首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济环境变化风险、政策变动风险。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	83.0	103.8	117.4	125.5
营收增速（%）	-3.8	25.1	13.1	6.9
归母净利润（亿元）	48.6	50.3	60.2	64.3
归母净利润增速（%）	-2.3	3.5	19.6	6.9
EPS(元/股)	0.74	0.76	0.92	0.98
PE	14.3	13.8	11.6	10.8

资料来源：Wind，首创证券

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12080	8386	8926	10519	经营活动现金流	3838	13192	13777	13784
现金	4375	1105	703	1715	净利润	5252	5618	6722	7188
应收账款	3675	4409	4985	5331	折旧摊销	1945	9193	9209	8744
其它应收款	626	1044	1180	1262	财务费用	908	1117	653	254
预付账款	106	122	137	147	投资损失	-3463	-3121	-3121	-3121
存货	311	305	335	369	营运资金变动	-745	2073	53	458
其他	2987	1402	1585	1695	其它	-59	-1688	261	261
非流动资产	102850	98668	92520	86838	投资活动现金流	-4189	-201	-201	-201
长期投资	46699	49761	52823	55884	资本支出	121	0	0	0
固定资产	1344	1493	1626	1744	长期投资	-5645	0	0	0
无形资产	51537	42949	34361	25772	其他	1334	-201	-201	-201
其他	3271	4466	3711	3438	筹资活动现金流	-1729	-16261	-13978	-12571
资产总计	114930	107054	101446	97357	短期借款	941	-1341	0	0
流动负债	9724	10033	11028	12067	长期借款	11648	-11375	-10419	-9210
短期借款	1341	0	0	0	其他	-14318	-3545	-3559	-3361
应付账款	2066	2241	2465	2711	现金净增加额	-2056	-3270	-402	1012
其他	6317	7792	8563	9356	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
非流动负债	37540	26166	15746	6536	成长能力				
长期借款	32783	21409	10989	1780	营业收入	-3.81%	25.11%	13.06%	6.94%
其他	4757	4757	4757	4757	营业利润	-14.76%	18.33%	20.85%	7.28%
负债合计	47264	36198	26774	18604	归属母公司净利润	-2.25%	3.46%	19.65%	6.93%
少数股东权益	7131	7720	8425	9179	获利能力				
归属母公司股东权益	60535	63136	66247	69574	毛利率	35.06%	45.35%	46.83%	45.30%
负债和股东权益	114930	107054	101446	97357	净利率	58.58%	48.45%	51.27%	51.27%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	8.03%	7.97%	9.08%	9.25%
营业收入	8297	10380	11736	12550	ROIC	6.62%	6.37%	7.55%	8.22%
营业成本	5388	5673	6240	6864	偿债能力				
营业税金及附加	51	70	79	85	资产负债率	41.12%	33.81%	26.39%	19.11%
营业费用	77	85	94	100	净负债比率	43.96%	28.66%	13.78%	0.08%
研发费用	196	205	232	248	流动比率	1.24	0.84	0.81	0.87
管理费用	520	610	587	628	速动比率	0.89	0.65	0.62	0.69
财务费用	908	1117	653	254	营运能力				
资产减值损失	-15	0	0	0	总资产周转率	0.07	0.10	0.12	0.13
公允价值变动收益	55	0	0	0	应收账款周转率	2.29	2.38	2.38	2.38
投资净收益	3463	3121	3121	3121	应付账款周转率	2.73	2.73	2.73	2.73
营业利润	4966	5876	7101	7618	每股指标(元)				
营业外收入	682	418	418	418	每股收益	0.74	0.76	0.92	0.98
营业外支出	35	57	57	57	每股经营现金	0.58	2.01	2.10	2.10
利润总额	5613	6236	7461	7978	每股净资产	8.27	8.67	9.14	9.65
所得税	361	618	739	790	估值比率				
净利润	5252	5618	6722	7188	P/E	14.30	13.82	11.55	10.80
少数股东损益	391	589	705	754	P/B	1.28	1.22	1.16	1.10
归属母公司净利润	4861	5029	6017	6434					
EBITDA	8466	16546	17323	16977					
EPS (元)	0.74	0.76	0.92	0.98					

分析師簡介

張功，南京航空航天大學碩士，證書編號：S0110522030003。曾就職於華東空管局、春秋航空、平安證券，5年以上實業工作經歷。2022年3月加入首創證券，負責交通運輸板塊研究。

張瑩，交運行業研究助理，廈門大學會計碩士，2022年10月加入首創證券。

分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

評級說明

1. 投資建議的比較標準

投資評級分為股票評級和行業評級

以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準

2. 投資建議的評級標準

報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準

	評級	說明
股票投資評級	買入	相對滬深300指數漲幅15%以上
	增持	相對滬深300指數漲幅5%-15%之間
	中性	相對滬深300指數漲幅-5%-5%之間
	減持	相對滬深300指數跌幅5%以上
行業投資評級	看好	行業超越整體市場表現
	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現