

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

招商公路(001965)

投资评级 买入

上次评级 买入

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

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

24Q1 归母净利润同比-4.2%，看好央企龙头 投资运营能力

2024年04月28日

事件：公司发布2024年一季报，24Q1实现归母净利润12.93亿元，同比下降4.2%；扣非归母净利润12.92亿元，同比下降4.1%。

点评：

➢ 偶发性因素影响下，24Q1归母净利润同比下降4.2%

1) 营收端：公司24Q1营收同比增长49.1%至30.22亿元，主要是招商中铁并表影响，实际上我们分析一季度公司投资运营板块一定程度上受到恶劣天气因素以及春节假期高速公路客车免费通行时间拉长等影响。

2) 成本端：收费公路业务成本刚性较强，公司24Q1营业成本同比增长59.7%至19.44亿元，增幅高于收入端。

3) 财务费用端：公司24Q1财务费用同比增长65.1%至4.58亿元，其中利息费用同比增长50.6%至4.95亿元，主要受到招商中铁并表影响。

4) 投资收益端：公司24Q1投资收益同比下降4.5%至11.26亿元，我们分析主要是由于公司参股项目以高速公路公司为主，同样在一季度一定程度上受到恶劣天气因素以及春节假期高速公路客车免费通行时间拉长等影响。

5) 净利端：最终公司24Q1实现归母净利润12.93亿元，同比下降4.2%。

➢ 收费公路主业业绩有望持续稳健向好

优质主业公路资产外延收购节奏持续，夯实收费公路投资运营平台能力。公司资产整合节奏积极，23年初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；2023年11月，公告拟与关联方浙江杭沪甬共同出资26.83亿元设立合资公司“浙江之江交通控股有限公司”并收购湖南永蓝高速公路公司60%股权（已完成交割），此外子公司佳选控股拟出资44.12亿元收购路劲（中国）基建有限公司100%股权（已根据买卖协议的约定成交）。公司作为全国高速公路运营龙头平台，投资运营能力持续彰显及传导至业绩兑现，优质资产外延收购节奏持续，除已公告项目的落地之外，我们分析基建央企公路资产池仍有部分优质项目可供选择，此外叠加亳阜高速公募REITs项目的推进、对越秀交通基建会计核算方法或有的转化，有望增厚盈利以及实现营运模式的再升级。

➢ 未来依然看好公司智慧交通及交通科技板块向外向下输出优势

我国交通数智化建设势在必行，公司依托合作企业平台及旗下招商交科在行业内率先布局智能交通（23年营收占比8.5%）及交通科技（23年营收占比22.6%）相关业务，先发优势明显。持续看好公司凭借股东实力及投资优势

持续推进相关板块业务对下对外输出。

➤ 公路运营龙头平台，债转股事项落地，高成长溢价有望凸显

公司是具备强 α 的公路运营龙头平台，我们持续看好两大成长性：1）路产主业方面，公司相对同行维持更为积极的优质标的资产外延收并购节奏，且自身既有路产相对同行较为年轻，因此有望贡献可观业绩增长；2）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。从情绪面看，公司可转换债券的债转股已经完成，最新总股本增加至 68.20 亿股，事项落地带来股价情绪面向好。

➤ 锁定 22-24 年现金分红比例承诺，带来绝对收益配置价值

公司《未来三年（2022 年—2024 年）股东回报规划》承诺每年拟以现金方式分配的利润不低于当年归母净利润扣减对永续债等其他权益工具持有者（如有）分配后的利润的 55%。2023 年，公司拟现金分红 36.22 亿元，同比多增 10.61 亿元，创上市以来新高，股息率 4.7%。

➤ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 70.64 亿元、78.06 亿元、85.49 亿元，对应 PE 分别 11 倍、10 倍、9 倍。我们认为公司作为行业央企龙头运营管理能力卓越，且延续高分红力度，或可享受一定的估值溢价，维持“买入”评级。

➤ 风险因素：外延收购不及预期；车流量增长不及预期；公路费率政策波动。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8,297	9,731	14,131	14,472	15,192
增长率 YoY %	-3.8%	17.3%	45.2%	2.4%	5.0%
归属母公司净利润(百万元)	4,861	6,767	7,064	7,806	8,549
增长率 YoY%	-2.2%	39.2%	4.4%	10.5%	9.5%
毛利率%	35.1%	37.0%	39.7%	39.6%	39.8%
净资产收益率ROE%	8.0%	10.4%	10.3%	10.9%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.99	1.04	1.14	1.25
市盈率 P/E(倍)	16.08	11.55	11.06	10.01	9.14
市净率 P/B(倍)	1.29	1.20	1.14	1.09	1.03

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	12,080	14,473	13,555	11,878	10,322
货币资金	4,375	8,931	5,599	3,750	1,815
应收票据	56	36	53	54	57
应收账款	1,767	1,860	2,660	2,685	2,783
预付账款	106	78	109	112	117
存货	311	367	511	524	548
其他	5,466	3,200	4,624	4,752	5,002
非流动资产	102,859	143,009	150,458	159,270	169,075
长期股权投资	46,699	46,222	53,658	62,201	71,818
固定资产(合)	1,141	2,372	2,405	2,494	2,602
无形资产	51,537	92,024	92,024	92,224	92,324
其他	3,482	2,391	2,371	2,351	2,331
资产总计	114,939	157,482	164,014	171,147	179,397
流动负债	9,724	17,211	20,052	20,585	21,318
短期借款	1,341	2,745	3,045	3,345	3,645
应付票据	91	100	139	143	150
应付账款	1,975	2,139	2,974	3,050	3,191
其他	6,317	12,226	13,894	14,047	14,333
非流动负债	37,540	58,133	57,643	59,653	62,163
长期借款	19,051	38,636	39,636	40,636	41,636
其他	18,489	19,497	18,007	19,017	20,527
负债合计	47,264	75,344	77,695	80,238	83,481
少数股东权益	7,131	17,085	18,029	19,057	20,167
归属母公司股东权益	60,543	65,053	68,290	71,853	75,750
负债和股东权益	114,939	157,482	164,014	171,147	179,397

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,297	9,731	14,131	14,472	15,192
同比(%)	-3.8%	17.3%	45.2%	2.4%	5.0%
归属母公司净利润	4,861	6,767	7,064	7,806	8,549
同比(%)	-2.2%	39.2%	4.4%	10.5%	9.5%
毛利率(%)	35.1%	37.0%	39.7%	39.6%	39.8%
ROE%	8.0%	10.4%	10.3%	10.9%	11.3%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.99	1.04	1.14	1.25
P/E	16.08	11.55	11.06	10.01	9.14
P/B	1.29	1.20	1.14	1.09	1.03
EV/EBITDA	19.46	21.59	11.12	10.64	10.02

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,297	9,731	14,131	14,472	15,192
营业成本	5,388	6,135	8,527	8,746	9,149
营业税金及附加	51	65	94	96	101
销售费用	77	97	141	144	152
管理费用	520	552	848	796	820
研发费用	196	189	274	280	294
财务费用	908	1,068	1,168	1,330	1,489
减值损失合计	-15	-67	-50	-50	-50
投资净收益	3,463	5,988	5,625	6,310	7,057
其他	360	20	58	60	65
营业利润	4,966	7,567	8,711	9,398	10,258
营业外收支	647	38	-100	50	50
利润总额	5,613	7,605	8,611	9,448	10,308
所得税	360	388	603	614	649
净利润	5,253	7,216	8,008	8,834	9,659
少数股东损益	391	449	944	1,029	1,109
归属母公司净利润	4,861	6,767	7,064	7,806	8,549
EBITDA	4,069	5,268	12,039	12,973	14,257
EPS(当年)(元)	0.75	1.06	1.04	1.14	1.25

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,878	4,438	6,446	6,334	6,755
净利润	5,253	7,216	8,008	8,834	9,659
折旧摊销	1,985	2,570	2,260	2,195	2,461
财务费用	1,156	1,307	1,525	1,554	1,639
投资损失	-3,463	-5,988	-5,625	-6,310	-7,057
营运资金变动	-737	-670	86	22	14
其它	-316	3	190	40	40
投资活动现金流	-4,189	405	-4,185	-4,646	-5,160
资本支出	-693	-538	-2,430	-2,480	-2,680
长期投资	-5,645	-2,214	-2,305	-2,666	-3,080
其他	2,148	3,157	550	500	600
筹资活动现金流	-1,729	-285	-5,601	-3,537	-3,531
吸收投资	3,550	1,805	0	0	0
借款	22,807	11,689	1,300	1,300	1,300
支付利息或股息	-4,005	-4,287	-5,411	-5,847	-6,341
现金流净增加额	-2,016	4,565	-3,332	-1,849	-1,935

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。