

公司研究 | 点评报告 | 招商公路（001965.SZ）

Q2 盈利相对稳健，资产并购助益增长

报告要点

招商公路发布 2024 年中报，2024H 招商公路实现营业收入 59.8 亿元，同比增加 39.73%，实现归属净利润 27.1 亿元，同比下滑 3.64%；其中，2024Q2 公司实现营业收入 29.6 亿元，同比增加 31.28%，实现利润总额 17.22 亿元，同比增长 2.15%，实现归属净利润 14.15 亿元，同比下滑 3.18%。

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



张银晗

SAC: S0490520080027

招商公路 (001965.SZ)

2024-09-16

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

Q2 盈利相对稳健，资产并购助益增长

事件描述

招商公路发布 2024 年中报，2024H 招商公路实现营业收入 59.8 亿元，同比增加 39.73%，实现归属净利润 27.1 亿元，同比下滑 3.64%；其中，2024Q2 公司实现营业收入 29.6 亿元，同比增加 31.28%，实现利润总额 17.22 亿元，同比增长 2.15%，实现归属净利润 14.15 亿元，同比下滑 3.18%。

事件评论

- **并表招商中铁与路劲中国，毛利表现快速增长。**2024Q2 公司实现营业收入 29.63 亿元，同比增加 31.28%，实现营业成本 24.86 亿元，同比增长 34.82%，主要系并表招商中铁与路劲中国所致，带来公司营业收入与营业成本的同比快速增长。最终，2024Q2 公司录得毛利 4.77 亿元，同比 2023Q2 增加 15.5%，整体看并表招商中铁与路劲中国拉动公司毛利快速增长。整体看，24Q2 五一假期相较 23Q2 多两天免收通行费天数，对单季度通行费收入产生负面影响，此外受 23Q2 高基数影响，24Q2 行业整体呈现货车相对承压，客车表现亮眼的特征，此背景下招路依托优越区位以及运营管理能力，通过收并购实现营收与毛利的快速增长，主业表现稳健。
- **投资收益小幅下滑，并表拖累净利润表现：**2024Q2 公司录得投资收益 12.2 亿元，同比下滑 2.84%，一方面由于招商中铁并表的报表调整导致长期股权投资收益有所下滑，另一方面由于公司体内部分持股公司预计二季度同样受到货运高基数、免收通行费天数增加影响，导致 Q2 业绩出现小幅下滑，影响公司投资收益。此外，受并购招商中铁影响，公司 Q2 期间费用同比增加 50%至 6.3 亿元，拖累公司盈利。最终，2024Q2 公司录得利润总额 17.2 亿元，同比增长 2.15%，整体经营保持稳健。但受并购招商中铁影响，公司 24Q2 所得税税率以及少数股东权益增加明显，导致最终公司实现归属净利润 14.15 亿元，同比下滑 3.18%。
- **分红承诺明确，资产收购助力成长。**公司承诺 2022-2024 年分红不低于 55%，中期分红保持稳定。2023 年公司主要路产增加了平临高速、永蓝高速，并表招商中铁，且在 2023 年完成收购协议签署的路劲中国资产包项目，现有以及未来的路产收并购将主力公司的业绩增长，**公司 2024 年争取实现营业收入达到 132 亿，相较 2023 年增加 36%，增速远超可比公司；预计 Q3 开始随着全季度并表路劲中国利润、货运高基数效应消退，公司利润有望重回稳健增长。**
- **投资建议：攻守兼备的头部高速公路企业。**公司是攻守兼备的头部高速公路运营企业，依托招商局背景在全国范围收购优质路产，长期成长驱动力强。同时，公司路产年限年轻，并依托主业布局高速公路全产业链，内生增长动力充足；公司通过交通科技、智慧交通、以及招商生态，纵向延伸打通全产业链，兼具能力协同和资源协同效用。此外，公司延续高分红政策，**发布分红承诺，2022-2024 年分红比例不低于 55%**。预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 65/69/71 亿元，对应 PE 估值分别为 12.4/11.6/11.2X，其中 24 年对应股息率 4.4%，维持“买入”评级。

风险提示

1、车流量增长不及预期；2、路产收购后运营不及预期；3、高速公路收费政策变动。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	11.78
总股本(万股)	682,034
流通A股/B股(万股)	682,034/0
每股净资产(元)	9.26
近12月最高/最低价(元)	13.04/8.94

注：股价为 2024 年 9 月 13 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《Q1 盈利小幅下滑，资产收购助力 Q2 成长》
2024-05-20
- 《业绩增长强劲，获益高速 ETF 向上弹性》2024-04-07
- 《债转股行将落地，迎最佳配置时点》2024-03-25



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、车流量增长不及预期。公司的主营业务是通行费收入，收费定价由政策决定，车流量决定路产的盈利水平。若因路产分流等原因导致车流量增长不及预期，将导致路产的盈利水平低预期。
- 2、路产收购后运营不及预期。公司的主要营业模式是通过外延并购新路产实现快速增长，若路产收购后运营效果不及预期，则导致路产的投资回报率低预期，拉低公司的ROE。
- 3、高速公路收费政策变动。高速公路定价是由中央或者地方政府决定，收费期限同时也受到政策管控。若收费政策出现免费期限调整或收费水平下调，将对高速公路公司的盈利造成负面影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9731	13715	14439	14651	货币资金	8931	9570	9580	9425
营业成本	6135	8616	9055	9057	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	3597	5098	5383	5594	应收账款	1860	2654	2829	2847
%营业收入	37%	37%	37%	38%	存货	367	485	523	522
营业税金及附加	65	87	93	94	预付账款	78	136	139	137
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	3236	4602	4756	4853
销售费用	97	129	138	141	流动资产合计	14473	17448	17828	17784
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	46222	50222	54222	58222
管理费用	552	809	850	858	投资性房地产	167	167	167	167
%营业收入	6%	6%	6%	6%	固定资产合计	2372	2057	1737	1412
研发费用	189	289	302	304	无形资产	92024	92624	93224	93824
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	19	19	19	19
财务费用	1068	1611	1634	1662	递延所得税资产	160	174	174	174
%营业收入	11%	12%	11%	11%	其他非流动资产	2045	2548	3014	3471
加: 资产减值损失	-67	0	0	0	资产总计	157482	165259	170385	175074
信用减值损失	-48	0	0	0	短期贷款	2745	3370	4307	5218
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	2139	3071	3219	3212
投资收益	5988	4714	4949	5188	预收账款	233	325	322	338
营业利润	7567	7158	7601	7982	应付职工薪酬	509	722	759	758
%营业收入	78%	52%	53%	54%	应交税费	276	410	405	421
营业外收支	38	266	317	207	其他流动负债	11309	9368	9712	9669
利润总额	7605	7424	7918	8189	流动负债合计	17211	17267	18725	19616
%营业收入	78%	54%	55%	56%	长期借款	38636	38636	38636	38636
所得税费用	388	431	449	461	应付债券	11825	11825	11825	11825
净利润	7216	6993	7468	7728	递延所得税负债	6268	6189	6189	6189
归属于母公司所有者的净利润	6767	6469	6908	7149	其他非流动负债	1404	1386	1386	1386
少数股东损益	449	524	560	580	负债合计	75344	75303	76761	77653
EPS (元)	1.06	0.95	1.01	1.05	归属于母公司所有者权益	65053	72346	75455	78672
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	17085	17609	18170	18749
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	82138	89956	93624	97421
经营活动现金流净额	4438	4138	4272	4191	负债及股东权益	157482	165259	170385	175074
取得投资收益收回现金	2225	4714	4949	5188	基本指标				
长期股权投资	477	-4000	-4000	-4000		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-538	-474	-415	-551	每股收益	1.06	0.95	1.01	1.05
其他	-1760	-328	-300	-300	每股经营现金流	0.71	0.61	0.63	0.61
投资活动现金流净额	405	-88	234	337	市盈率	9.26	12.42	11.63	11.24
债券融资	0	0	0	0	市净率	0.94	1.11	1.06	1.02
股权融资	1805	5133	0	0	EV/EBITDA	21.59	13.69	13.06	12.77
银行贷款增加 (减少)	11689	625	937	911	总资产收益率	4.3%	3.9%	4.1%	4.1%
筹资成本	-4287	-5168	-5434	-5594	净资产收益率	10.4%	8.9%	9.2%	9.1%
其他	-9492	-4003	0	0	净利率	69.5%	47.2%	47.8%	48.8%
筹资活动现金流净额	-285	-3414	-4496	-4683	资产负债率	47.8%	45.6%	45.1%	44.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	4565	639	10	-155	总资产周转率	0.07	0.08	0.09	0.08

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、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。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。