

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

匡培钦 交通运输行业首席分析师  
执业编号: S1500524070004  
邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦  
B座

邮编: 100031

# 招商公路(001965.SZ)点评: 投资收益略拖累业绩, 并表业务改善看好发展

2024年11月11日

**事件: 招商公路发布 2024 年三季报:**

24Q3 公司实现营业收入 30.93 亿元, 同比+34.90%, 实现归母净利润 14.52 亿元, 同比-6.43%, 实现扣非归母净利润 14.42 亿元, 同比-5.84%。

前三季度公司实现营业收入 90.77 亿元, 同比+38.04%, 实现归母净利润 41.60 亿元, 同比-4.63%, 实现扣非归母净利润 41.32 亿元, 同比-5.43%。

**点评:**

➢ **受并表影响 Q3 收入成本同比高增, 主业经营环比 Q2 有所改善。**

24Q3 公司营业收入同比+34.90%, 营业成本同比+37.58%, 收入成本高增主要系招商中铁并表影响。主业方面, 24Q3 公司营业收入环比+4.39%, 较 Q2 环比增速的-1.95%提升 6.35pct, 体现公司主业经营环比有所改善。

➢ **投资收益环比承压, 并表导致财务费用增长拖累整体业绩。**

投资收益端, 24Q3 公司实现投资收益 12.02 亿元, 同比-7.13%, 同比下降主要系招商中铁并表影响, 环比来看, Q3 投资收益环比-1.58%, 增速较 Q2 的+8.45%有所下滑, 投资收益有所承压。

财务费用端, Q3 公司期间费用合计约 6.31 亿元, 同比+37.65%, 环比小幅-0.04%, 其中, 财务费用约 4.32 亿元, 同比+60.12%, 环比+1.19%, 财务费用大幅增长主要系并表招商中铁影响。

➢ **公路运营龙头平台, 高壁垒溢价有望凸显**

公司是具备强  $\alpha$  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。

➢ **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, 公司现金分红 36.22 亿元, 同比多增 10.61 亿元, 创上市以来新高。

➢ **实施积极回购方案, 增强股东回报**

10 月 17 日公司发布公告, 拟以自有资金或自筹资金以集中竞价交易方式进行股份回购, 总金额约 3.1 亿元至 6.18 亿元, 测算占总股本的 0.25%至 0.50%, 回购的股份拟全部予以注销并减少公司注册资本, 彰显了公司对未来持续发展的信心, 积极维护投资者利益。

➤ **盈利预测与投资评级:**

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 59.50 亿元、66.55 亿元、71.95 亿元，对应 PE 分别为 13.6 倍、12.2 倍、11.3 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	13,516	13,969	14,645
增长率 YoY %	-3.8%	17.3%	38.9%	3.4%	4.8%
归属母公司净利润(百万元)	4,861	6,767	5,950	6,655	7,195
增长率 YoY%	-2.2%	39.2%	-12.1%	11.9%	8.1%
毛利率%	35.1%	37.0%	38.1%	37.6%	37.8%
净资产收益率ROE%	8.0%	10.4%	8.3%	8.9%	9.2%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.99	0.87	0.98	1.06
市盈率 P/E(倍)	16.65	11.96	13.61	12.16	11.25
市净率 P/B(倍)	1.34	1.24	1.12	1.08	1.03

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 11 月 8 日收盘价

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	12,080	14,473	14,882	13,567	12,361
货币资金	4,375	8,931	7,253	5,699	4,138
应收票据	56	36	51	52	55
应收账款	1,767	1,860	2,543	2,589	2,678
预付账款	106	78	107	112	117
存货	311	367	501	523	546
其他	5,466	3,200	4,428	4,592	4,828
<b>非流动资产</b>	102,859	143,009	149,731	157,495	165,971
长期股权投资	46,699	46,222	52,888	60,382	68,670
固定资产	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	2,414	2,395	2,375
<b>资产总计</b>	114,939	157,482	164,614	171,062	178,332
<b>流动负债</b>	9,724	17,211	16,337	16,997	17,714
短期借款	1,341	2,745	1,145	1,445	1,745
应付票据	91	100	137	143	149
应付账款	1,975	2,139	2,916	3,042	3,178
其他	6,317	12,226	12,139	12,367	12,642
<b>非流动负债</b>	37,540	58,133	58,488	60,498	63,008
长期借款	19,051	38,636	40,636	41,636	42,636
其他	18,489	19,497	17,852	18,862	20,372
<b>负债合计</b>	47,264	75,344	74,825	77,495	80,723
少数股东权益	7,131	17,085	17,793	18,527	19,281
归属母公司股东权益	60,543	65,053	71,996	75,041	78,329
<b>负债和股东权益</b>	114,939	157,482	164,614	171,062	178,332

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,297	9,731	13,516	13,969	14,645
同比 (%)	-3.8%	17.3%	38.9%	3.4%	4.8%
归属母公司净利润	4,861	6,767	5,950	6,655	7,195
同比 (%)	-2.2%	39.2%	-12.1%	11.9%	8.1%
毛利率 (%)	35.1%	37.0%	38.1%	37.6%	37.8%
ROE%	8.0%	10.4%	8.3%	8.9%	9.2%
EPS (摊薄)(元)	0.71	0.99	0.87	0.98	1.06
P/E	16.65	11.96	13.61	12.16	11.25
P/B	1.34	1.24	1.12	1.08	1.03
EV/EBITDA	19.46	21.59	12.21	11.83	11.26

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	8,297	9,731	13,516	13,969	14,645
营业成本	5,388	6,135	8,363	8,723	9,115
营业税金及附加	51	65	90	93	98
销售费用	77	97	95	98	103
管理费用	520	552	608	657	703
研发费用	196	189	203	210	220
财务费用	908	1,068	1,406	1,394	1,502
减值损失合计	-15	-67	-50	-50	-50
<b>投资净收益</b>	3,463	5,988	4,504	5,051	5,518
其他	360	20	53	56	61
<b>营业利润</b>	4,966	7,567	7,259	7,853	8,435
营业外收支	647	38	-100	50	50
<b>利润总额</b>	5,613	7,605	7,159	7,903	8,485
所得税	360	388	501	514	535
<b>净利润</b>	5,253	7,216	6,658	7,389	7,950
少数股东损益	391	449	708	734	755
<b>归属母公司净利润</b>	4,861	6,767	5,950	6,655	7,195
EBITDA	4,069	5,268	10,856	11,533	12,504
EPS (当年)(元)	0.75	1.06	0.87	0.98	1.06

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	3,878	4,438	6,227	6,199	6,598
净利润	5,253	7,216	6,658	7,389	7,950
折旧摊销	1,985	2,570	2,292	2,237	2,517
财务费用	1,156	1,307	1,540	1,503	1,588
投资损失	投资损失	-1,025	-3,463	-5,988	-4,504
营运资金变动	-737	-670	195	81	22
其它	-316	3	47	40	40
<b>投资活动现金流</b>	-4,189	405	-4,595	-4,900	-5,425
资本支出	-693	-538	-2,430	-2,480	-2,680
长期投资	-5,645	-2,214	-2,336	-2,670	-3,045
其他	2,148	3,157	171	250	300
<b>筹资活动现金流</b>	-1,729	-285	-3,308	-2,853	-2,735
吸收投资	3,550	1,805	5,105	0	0
借款	8,972	20,989	400	1,300	1,300
支付利息或股息	-4,005	-4,287	-4,812	-5,163	-5,545
<b>现金流净增加额</b>	-2,016	4,565	-1,678	-1,554	-1,561

## 研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021年/2022年新财富入围，2022年金牌分析师交运行业第一名，2022年金麒麟新锐分析师第一名。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。