

买入 (维持)

## 招商公路 (001965)

## 承诺三年分红不低于 55%，积极回报股东

2023 年 4 月 4 日

## 市场数据

日期	2023-4-3
收盘价(元)	8.55
总股本(百万股)	6178
流通股本(百万股)	6178
净资产(百万元)	67666
总资产(百万元)	114930
每股净资产(元)	8.80

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《招商公路 2022 年三季报点评: 疫情扰动致主业承压, 核心路产拟改扩建》2022-10-31

《招商公路 2021 年报点评: 路产布局持续完善, 投资收益同比跳升》2022-04-03

《招商公路: 业绩稳健高增长, 公司治理优秀》2022-01-21

分析师:

王春环

wangchunhuan@xyzq.com.cn  
S0190515060003

## 投资要点

**事件:** 招商公路发布 2022 年年报: 2022 年公司实现营业收入 82.97 亿元, 同比下降 3.81% (调整后); 实现归母净利润 48.61 亿元, 同比下降 2.25% (调整后), 基本 EPS 为 0.75 元; 实现扣非归母净利润 38.54 亿元, 同比下降 20.44% (调整后)。公司拟每十股派息 4.14 元 (含税), 分红率为 54.99%, 对应 4 月 3 日收盘价 8.55 元, 股息率为 4.84%; **招商公路发布未来三年 (2022 年—2024 年) 股东回报规划:** 承诺在符合现金分红条件的情况下将提高现金分红比例至不低于当年合并报表归属母公司股东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%。

## 点评:

- **受疫情影响公司营业收入同比下滑, 随着疫情缓解及重要路产改扩建, 未来业绩有望回升:** 2022 年公司实现营业收入 82.97 亿元, 同比下降 3.81% (调整后)。公司是中国投资经营里程最长、覆盖区域最广的公路运营商, 投资运营是公司最主要的业务板块, 以高速公路运营为主。2022 年公司通过增资控股廊坊高速, 实现控股经营京台高速廊坊段, 增加主控里程 147 公里, 京台高速是国高网 G3 京台高速的核心路段。截至 2022 年底, 公司投资经营的总里程达 12,914 公里, 权益里程达 3,614 公里, 公司控股路产均占据重要地理位置, 多属于国省道主干线, 区位优势明显, 盈利水平良好。2022 年公司投资运营板块实现收入 51.39 亿元, 同比下降 11.75%, 占总营业收入的 67.51%; 其中, 通行费收入 48.0 亿元, 同比下降 15.3%, 占总营收的 57.85%。其中新增控股京台高速廊坊段贡献通行费收入 2.45 亿元, 占总通行费收入的 5.1%。投资运营板块和通行费收入同比下降, 主要系受公共卫生事件的影响, 高速公路客、货运需求同比大幅下滑所致。**毛利润方面,** 2022 年投资运营板块实现毛利润 23.95 亿元, 同比下降 23.09%; 毛利率为 46.61%, 同比下降 6.87pts。随着疫情防控政策的放开, 客货运输需求增长, 车流量持续回暖, 营业收入有望回升。同时, 重要路产京津塘高速拟进行改扩建, 完成后将延长收费期限, 为公司未来可持续发展提供支撑。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8297	10799	11693	12398
同比增长	-3.8%	30.2%	8.3%	6.0%
归母净利润(百万元)	4861	5698	6105	6698
同比增长	-2.3%	17.2%	7.1%	9.7%
毛利率	35.1%	39.1%	41.4%	41.8%
ROE	8.0%	8.6%	8.8%	9.2%
每股收益(元)	0.75	0.92	0.99	1.08
市盈率	10.9	9.3	8.7	7.9

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **受国内疫情影响，投资收益同比下滑：**投资收益是公司盈利最重要的组成部分，主要以参股其他高速公路公司股权为主。2022 年公司实现投资收益 34.63 亿元，占利润总额的 61.69%，同比下滑 12.3%，系由于参股路段受疫情影响，车流量下降，通行费收入同比下降。总体来看，公司参股多个优质公路资产，盈利能力优秀，随着疫情防控政策的放开和宏观经济的回暖，未来公司投资收益回报可观。
- **增持沪杭甬并转换权益法核算，非经常性损益同比增加：**2022 年公司实现非经常性损益 10.07 亿元，同比增长 684.39%，主要是沪杭甬权益法转换收益。2022 年，公司二级市场增持沪杭甬股份，进一步完善公司的路网投资布局，公司向沪杭甬高速派驻董事并对其产生重大影响，根据企业会计准则有关规定，将持有的沪杭甬股份的会计核算方法由以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产，变更为以权益法核算之长期股权投资。按照追加投资后新的持股比例计算确定的应享有被投资单位在追加投资日可辨认净资产公允价值份额之间的差额 5.78 亿元计入营业外收入。此外，非经常性损益中还有非流动资产处置损益 2.86 亿元，主要为处置非流动资产、处置长期股权投资收益等。
- **公司发展多元化业务，有效分散收费公路主业风险：**除投资运营板块外，公司积极探索其他多元业务板块，主要包括 1) 交通科技领域，依托招商交科院，培育形成了科研开发、勘察设计、试验检测、工程施工等主营业务类型。2022 年该板块实现营业收入 18.76 亿元，同比增长 12.34%。2) 智慧交通领域，主要包括招商新智以及招商交建等公司，已拓展至智慧收费、智慧运营等大数据应用领域。2022 年实现营业收入 10.13 亿元，同比增长 13.21%。3) 招商生态领域，主要运营主体为招商局生态环保科技公司，专门从事生态修复、生态景观、绿色建筑等业务。2022 年实现营业收入 2.69 亿元，同比增长 13.09%。各板块收入规模持续扩大，一定程度填补投资运营板块因疫情产生的营收缺口。
- **承诺三年分红不低于 55%，积极回报股东：**招商公路发布未来三年（2022 年—2024 年）股东回报规划，承诺在符合现金分红条件的情况下，公司 2022 年—2024 年将提高现金分红比例，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，拟以现金方式分配的利润不低于当年合并报表归属母公司股东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%。
- **投资策略：**招商公路资产优质，业绩兼具稳健性及成长性，具有天然的 REITs 基因；公司治理优秀，期权激励计划有效激励管理层努力做强业绩；公司注重股东回报，积极向头部公司的分红水平看齐，同时稳健现金流和较低负债率为公司提高分红提供了空间。我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年公司将实现归母净利润 56.98 亿元、61.05 亿元、66.98 亿元，EPS 为 0.92 元、0.99 元、1.08 元。相对 2023 年 4 月 3 日收盘价 8.55 元，PE 估值为 9.3X、8.7X、7.9X。假设维持 55% 的分红率，股息率分别为 5.93%、6.36%、6.97%。维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济下行导致车流量下降，新公路线路通车分流、铁路竞争分流，行业受到收费政策变化影响，科技板块不确定性，再投资风险等。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	12080	22351	31368	40603
货币资金	4375	13637	22399	31388
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1823	2234	2469	2600
预付款项	106	145	154	145
存货	311	348	373	389
其他	5466	5987	5973	6081
<b>非流动资产</b>	102850	102668	102405	102110
长期股权投资	46699	46699	46699	46699
固定资产	1141	1696	1809	1699
在建工程	1492	746	373	186
无形资产	51537	51537	51537	51537
商誉	19	19	19	19
长期待摊费用	962	962	962	962
其他	1002	1009	1007	1007
<b>资产总计</b>	114930	125018	133773	142713
<b>流动负债</b>	9724	10036	10302	10380
短期借款	1341	871	1106	988
应付票据及应付账款	2066	2,496.24	2,612.00	2,744.25
其他	6317	6670	6584	6648
<b>非流动负债</b>	37540	41075	45626	50497
长期借款	19051	22876	27354	32206
其他	18489	18199	18272	18291
<b>负债合计</b>	47264	51112	55928	60877
股本	6178	6178	6178	6178
资本公积	28509	28509	28509	28509
未分配利润	18301	23547	26449	29289
少数股东权益	7131	7673	8230	8850
<b>股东权益合计</b>	67666	73907	77845	81836
<b>负债及权益合计</b>	114930	125018	133773	142713

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	4861	5698	6105	6698
折旧和摊销	1945	190	261	296
资产减值准备	82	0	0	0
资产处置损失	-287	-500	0	0
公允价值变动损失	-55	-28	-41	-34
财务费用	1156	941	1062	1129
投资损失	-3463	-4188	-4711	-5267
少数股东损益	391	542	557	621
营运资金的变动	-745	-696	-79	-88
<b>经营活动产生现金流量</b>	3878	1582	3258	3360
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4189	4714	4753	5301
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1729	2966	750	328
现金净变动	-2016	9262	8762	8989
现金的期初余额	6352	4375	13637	22399
现金的期末余额	4336	13637	22399	31388

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8297	10799	11693	12398
营业成本	5388	6575	6846	7210
税金及附加	51	73	72	79
销售费用	77	94	103	110
管理费用	520	654	709	760
研发费用	196	255	276	292
财务费用	908	941	1062	1129
其他收益	86	79	81	81
投资收益	3463	4188	4711	5267
公允价值变动收益	55	28	41	34
信用减值损失	-68	-68	-68	-68
资产减值损失	-15	-68	-68	-70
资产处置收益	287	500	0	0
<b>营业利润</b>	4966	6866	7322	8062
营业外收入	682	100	100	100
营业外支出	35	51	47	46
<b>利润总额</b>	5613	6915	7375	8116
所得税	361	675	712	798
净利润	5252	6240	6662	7318
少数股东损益	391	542	557	621
<b>归属母公司净利润</b>	4861	5698	6105	6698
<b>EPS(元)</b>	0.75	0.92	0.99	1.08

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-3.8%	30.2%	8.3%	6.0%
营业利润增长率	-14.8%	38.3%	6.6%	10.1%
归母净利润增长率	-2.3%	17.2%	7.1%	9.7%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	35.1%	39.1%	41.4%	41.8%
归母净利率	58.6%	52.8%	52.2%	54.0%
ROE	8.0%	8.6%	8.8%	9.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.1%	40.9%	41.8%	42.7%
流动比率	1.24	2.23	3.04	3.91
速动比率	1.21	2.19	3.01	3.87
<b>营运能力</b>				
资产周转率	7.8%	9.0%	9.0%	9.0%
应收帐款周转率	501.2%	547.6%	510.7%	502.7%
存货周转率	2031.4%	1995.4%	1897.8%	1890.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.75	0.92	0.99	1.08
每股经营现金	0.63	0.26	0.53	0.54
每股净资产	9.80	10.72	11.27	11.81
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	10.9	9.3	8.7	7.9
PB	0.9	0.8	0.8	0.7

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn