

招商公路 (001965) 2022 年报点评

**分红比例上调至 55%，更重视股东回报，持续推荐**

- ❖ **公司公告 2022 年报:** 1) **营业收入:** 2022 年收入 83 亿元, 同比-3.8%; Q4 实现 27.8 亿元, 同比+5.7%。2) **净利润:** 2022 归母净利润 48.6 亿元, 同比-2.3%; Q4 实现 12.2 亿元, 同比+28%; 2022 归母净利率 58.6%, 同比+0.9 pts; Q4 为 43.7%, 同比+7.6pts。2022 扣非归母净利润为 38.5 亿元, 同比-20.4%; Q4 为 5.5 亿元, 同比-40.6%。3) **收入构成:** 2022 年投资运营板块、交通科技板块、智慧交通板块、招商生态板块营收占比分别为 62%、23%、12%、3%。4) **投资收益:** 2022 年为 34.6 亿元, 同比-12.3%。
- ❖ **提升分红比例, 重视股东回报。**公司公告未来三年 (2022 年-2024 年) 股东回报规划: 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%**, **2022 年即照此实施, 对应 2023/4/3 收盘价股息率 4.8%**。注: 公司 17-19 年分红比例维持约 40% 水平; 2020 年受疫情影响导致利润大幅下滑, 分红比例提升至 49%, 2021 年分红比例 43%。
- ❖ **扎根主业, 经营稳中向好。**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 2022 年末, 公司管理的收费公路项目共计 26 条, 管理里程达 2008 公里, 投资经营的总里程达 12,914 公里。1) **2022 年, 招商公路控股路段车流量 8,100 万架次、通行费收入 48 亿元**, 分别同比-18.6%和-15.3%。2022 年, 通行费收入同比下降, 主要由于疫情影响导致高速公路客、货运需求同比大幅下滑。2) **投资方面:** 2022 年公司增资控股廊坊高速、控股经营京台高速, 管理里程突破 2000 公里。同时公司推动昆玉高速股权顺利交割, 京津塘高速改扩建完成工可报告及核准要件行业审查评估; 积极实现浙江沪杭甬股份增加及权益法核算。
- ❖ **完善公路全产业链生态圈, 多元化业务提供可持续成长性。**1) 公司不断完善公路全产业链生态圈布局, 交通科技、智慧交通、招商生态业务板块与公路主业形成良好协同, 各板块收入规模持续扩大, 实现了较好的业绩成长性。**2022 年, 公司交通科技、智慧交通、招商生态业务实现营收 18.8、10.1、2.7 亿元**, 同比增 12%、13%、13%。2) **公司在 2022 年投资多家优质收费公路公司**, 伴随路网投资布局的进一步完善, 公司行业地位持续提升, 未来业绩有望增厚。3) **持续推进 REITs 项目发行前期工作**, 积极盘活资产、丰富融资渠道, 加速形成“募投管退”资产管理全周期运作模式, 为公路全产业链生态圈搭建提供有力支撑。
- ❖ **投资建议:** 1) **盈利预测:** 基于车流量恢复预期向好, 我们调整 23-24 年盈利预测归母净利为 54.3、58.5 亿元 (原预测为 49.9、53.7 亿元), 新增 2025 年预测归母净利为 61.6 亿元, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.88、0.95 及 0.99 元, PE 分别为 10、9、9 倍。2) 参考公司近五年 PE 估值中枢 13 倍, 给予 2023 年预期净利 13 倍 PE, 一年期目标价 11.4 元, 预期较现价 33% 空间, 公司作为稳健、高分红标的, 维持“推荐”评级。
- ❖ **风险提示:** 新路产投建不及预期, 经济大幅下滑等。

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万)	8,297	9,105	9,903	10,724
同比增速(%)	-3.8%	9.7%	8.8%	8.3%
归母净利润(百万)	4,861	5,427	5,852	6,155
同比增速(%)	-2.3%	11.7%	7.8%	5.2%
每股盈利(元)	0.79	0.88	0.95	0.99
市盈率(倍)	11	10	9	9
市净率(倍)	0.9	0.8	0.8	0.8

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

**推荐 (维持)**

目标价: 11.4 元

当前价: 8.55 元

华创证券研究所

证券分析师: 吴一凡

电话: 021-20572539

邮箱: wuyifan@hcyjs.com

执业编号: S0360516090002

证券分析师: 周儒飞

邮箱: zhourufei@hcyjs.com

执业编号: S0360522070003

证券分析师: 吴莹莹

邮箱: wuyingying@hcyjs.com

执业编号: S0360522100002

联系人: 吴晨玥

邮箱: wuchenyue@hcyjs.com

联系人: 黄文鹤

电话: 010-63214633

邮箱: huangwenhe@hcyjs.com

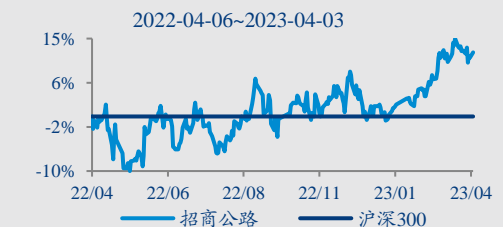
联系人: 梁婉怡

邮箱: liangwanyu@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	618,518.39
已上市流通股(万股)	618,518.39
总市值(亿元)	528.83
流通市值(亿元)	528.83
资产负债率(%)	41.12
每股净资产(元)	8.80
12 个月内最高/最低价	8.75/7.08

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

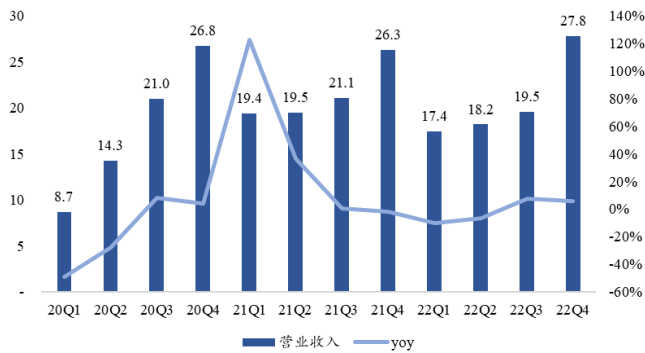
《招商公路 (001965) 2022 年中报业绩点评: 受疫情影响上半年业绩同比降约一成, 看好公司防御与成长兼具, 持续推荐》

2022-08-29

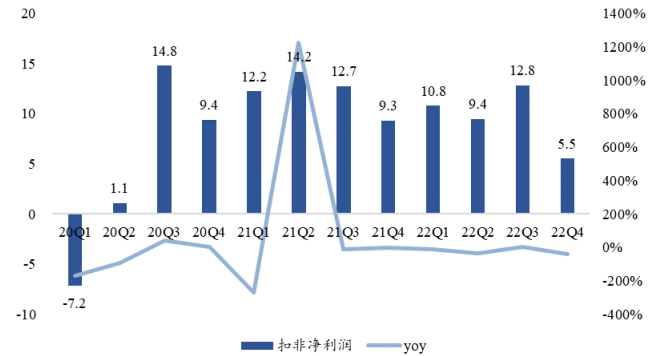
**图表 1 公司分季度数据 (亿元)**

亿元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	2021	2022
营业收入	8.7	14.3	21.0	26.8	19.4	19.5	21.1	26.3	17.4	18.2	19.5	27.8	86.3	83.0
yoy	-49.1%	-27.8%	8.4%	4.3%	122.9%	36.2%	0.7%	-1.6%	-10.2%	-6.5%	7.4%	5.7%	22.0%	-3.8%
投资运营板块													58.2	51.4
yoy													30.2%	-11.8%
交通科技板块													16.7	18.8
yoy													3.3%	12.3%
智慧交通板块													9.0	10.1
yoy													14.0%	13.2%
招商生态板块													2.4	2.7
yoy													21.9%	13.1%
营业成本	7.5	10.4	11.2	16.9	10.9	9.6	11.5	18.5	10.4	11.7	11.8	19.9	50.5	53.9
yoy	-18.0%	-11.5%	-6.2%	-1.5%	44.3%	14.0%	9.8%	9.8%	-4.1%	22.4%	2.7%	7.3%	9.8%	6.7%
毛利	1.2	3.9	9.8	9.9	8.5	9.9	9.6	7.8	7.0	6.5	7.7	7.9	35.8	29.1
投资收益	-4.0	3.0	11.0	9.5	9.7	10.5	9.8	9.5	8.7	8.9	11.2	5.8	39.5	34.6
归母净利润	-7.1	4.7	14.9	9.8	12.4	15.0	12.9	9.5	10.9	12.6	12.9	12.2	49.7	48.6
yoy	-169.5%	-62.9%	45.8%	-2.9%	-273.0%	216.3%	-13.3%	-2.6%	-11.7%	-15.7%	0.1%	28.0%	123.7%	-2.3%
扣非净利润	-7.2	1.1	14.8	9.4	12.2	14.2	12.7	9.3	10.8	9.4	12.8	5.5	48.4	38.5
yoy	-170.8%	-91.4%	41.3%	4.7%	-269.8%	1225.2%	-13.8%	-1.2%	-11.8%	-33.5%	0.6%	-40.6%	168.3%	-20.4%
毛利率	13.5%	27.1%	46.6%	36.9%	44.0%	50.7%	45.3%	29.6%	40.2%	35.5%	39.4%	28.5%	41.4%	35.1%
归母净利率	-82.1%	33.1%	71.0%	36.5%	63.8%	76.8%	61.2%	36.1%	62.7%	69.3%	66.1%	43.7%	57.6%	58.6%
扣非归母净利率	-82.7%	7.5%	70.5%	35.1%	63.0%	72.9%	60.4%	35.3%	61.9%	51.9%	65.6%	19.8%	56.2%	46.5%

资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

**图表 2 公司分季度营业收入表现 (亿元)**


资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

**图表 3 公司分季度扣非净利润表现 (亿元)**


资料来源: Wind, 公司公告, 华创证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,375	14,789	26,729	36,826
应收票据	56	61	44	54
应收账款	1,767	1,939	1,867	2,075
预付账款	106	113	117	125
存货	311	334	341	356
合同资产	1,832	2,010	2,313	2,432
其他流动资产	3,633	3,988	2,805	3,580
流动资产合计	12,080	23,234	34,216	45,448
其他长期投资	475	504	533	563
长期股权投资	46,699	46,699	46,699	46,699
固定资产	1,141	1,077	1,021	974
在建工程	1,492	1,583	1,679	1,776
无形资产	51,537	53,351	53,004	53,658
其他非流动资产	1,506	1,586	1,684	1,812
非流动资产合计	102,850	104,800	104,620	105,482
<b>资产合计</b>	<b>114,930</b>	<b>128,034</b>	<b>138,836</b>	<b>150,930</b>
短期借款	1,341	2,282	3,224	4,165
应付票据	91	151	175	178
应付账款	1,975	2,129	2,282	2,442
预收款项	123	135	147	159
合同负债	878	963	1,047	1,134
其他应付款	2,012	2,012	2,012	2,012
一年内到期的非流动负债	1,443	1,443	1,443	1,443
其他流动负债	1,861	2,005	2,146	2,293
流动负债合计	9,724	11,120	12,476	13,826
长期借款	19,051	27,109	32,956	39,883
应付债券	13,532	13,532	13,532	13,532
其他非流动负债	4,957	4,957	4,957	4,956
非流动负债合计	37,540	45,598	51,445	58,371
<b>负债合计</b>	<b>47,264</b>	<b>56,718</b>	<b>63,921</b>	<b>72,197</b>
归属母公司所有者权益	60,535	63,405	66,275	69,214
少数股东权益	7,131	7,911	8,640	9,519
<b>所有者权益合计</b>	<b>67,666</b>	<b>71,316</b>	<b>74,915</b>	<b>78,733</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>114,930</b>	<b>128,034</b>	<b>138,836</b>	<b>150,930</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,878</b>	<b>8,453</b>	<b>8,848</b>	<b>9,061</b>
现金收益	8,105	12,314	12,976	13,267
存货影响	-94	-23	-7	-16
经营性应收影响	-412	-170	100	-212
经营性应付影响	1,257	226	189	175
其他影响	-4,979	-3,894	-4,411	-4,154
<b>投资活动现金流</b>	<b>-4,189</b>	<b>-6,682</b>	<b>-4,825</b>	<b>-5,711</b>
资本支出	-17,258	-7,411	-5,446	-6,432
股权投资	-4,316	0	0	0
其他长期资产变化	17,385	729	621	721
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,729</b>	<b>8,643</b>	<b>7,917</b>	<b>6,747</b>
借款增加	11,154	8,999	6,788	7,868
股利及利息支付	-4,005	-4,332	-4,627	-4,808
股东融资	3,550	3,550	3,550	3,550
其他影响	-12,428	426	2,206	137

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>8,297</b>	<b>9,105</b>	<b>9,903</b>	<b>10,724</b>
营业成本	5,388	5,792	6,226	6,693
税金及附加	51	62	67	68
销售费用	77	84	91	99
管理费用	520	570	620	672
研发费用	196	215	198	193
财务费用	908	881	900	890
信用减值损失	-68	-68	-68	-68
资产减值损失	-15	-15	-15	-15
公允价值变动收益	55	20	20	20
投资收益	3,463	3,809	4,000	4,039
其他收益	86	86	86	86
<b>营业利润</b>	<b>4,966</b>	<b>5,620</b>	<b>6,110</b>	<b>6,459</b>
营业外收入	682	682	682	683
营业外支出	35	35	35	35
<b>利润总额</b>	<b>5,613</b>	<b>6,267</b>	<b>6,757</b>	<b>7,107</b>
所得税	361	403	434	457
<b>净利润</b>	<b>5,252</b>	<b>5,864</b>	<b>6,323</b>	<b>6,650</b>
少数股东损益	391	437	471	495
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,861</b>	<b>5,427</b>	<b>5,852</b>	<b>6,155</b>
NOPLAT	6,102	6,689	7,165	7,483
EPS(摊薄) (元)	0.79	0.88	0.95	0.99

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-3.8%	9.7%	8.8%	8.3%
EBIT 增长率	-3.2%	9.6%	7.1%	4.4%
归母净利润增长率	-2.3%	11.7%	7.8%	5.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.1%	36.4%	37.1%	37.6%
净利率	63.3%	64.4%	63.9%	62.0%
ROE	8.0%	8.6%	8.8%	8.9%
ROIC	10.2%	9.3%	8.6%	7.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	41.1%	44.3%	46.0%	47.8%
债务权益比	59.6%	69.2%	74.9%	81.3%
流动比率	1.2	2.1	2.7	3.3
速动比率	1.2	2.1	2.7	3.3
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.1
应收账款周转天数	69	73	69	66
应付账款周转天数	127	128	128	127
存货周转天数	18	20	20	19
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.79	0.88	0.95	0.99
每股经营现金流	0.63	1.37	1.43	1.46
每股净资产	9.79	10.25	10.72	11.19
<b>估值比率</b>				
P/E	11	10	9	9
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	8	7	7

## 交通运输组团队介绍

### 副所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2021 年：新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名，21 世纪金牌分析师评选交运物流行业第二名。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名；2019 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名；2018 年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名；2017 年金牛奖交通运输第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围。

### 分析师：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21 世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名等团队成员。

### 分析师：周儒飞

上海外国语大学金融硕士。曾任职于国金证券研究所。2021 年加入华创证券研究所。

### 研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021 年加入华创证券研究所。

### 研究员：黄文鹤

中央财经大学金融硕士。曾任职于远洋资本股权投资业务中心，2021 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：梁婉怡

浙江大学金融硕士。曾任职于国联证券研究所，2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	高级销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	上海机构销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国 际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522