

招商公路 (001965.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

招商中铁并表影响 Q3 营收大幅增长

业绩简评

2024年10月30日,招商公路发布2024年第三季度报告。2024Q1-Q3公司实现营业收入90.8亿元,同比上升38.0%;实现归母净利润41.6亿元,同比下降4.6%。其中Q3公司实现营业收入30.9亿元,同比上升34.9%;实现归母净利润14.5亿元,同比下降6.4%。

经营分析

并表招商中铁,公司营收大幅增长。3Q2024公司营业收入同比增长34.9%,主要变动原因是招商中铁并表影响。此外,公司前三季度完成路劲资产包项目交割并实现平稳过渡,之江控股平台完成永蓝高速剩余40%股权收购,对营收产生正面影响。2024Q1-Q3,公司信用减值损失同比增长165.7%,主要系招商新智计提信用减值损失所致;公司少数股东损益同比增长58.0%,主要系招商中铁并表影响。截至3Q2024,公司资产负债表较年初:其他权益工具投资增长57%,主要系增持越秀交通基建投资及公允价值变动影响;在建工程增长57.3%,主要系京津塘改扩建项目影响。

毛利率同比增长,费用率同比改善。3Q2024公司实现毛利率40.0%,同比下滑1.17pct。费用率方面,3Q2024年公司期间费用率为20.39%,同比增长0.41pct,其中销售费用率为0.41%,同比下降0.50pct;管理费用率为4.56%,同比下降0.84pct;研发费用率为1.45%,同比下降0.45pct;财务费用率为13.97%,同比增长2.20pct。公司投资收益同比下降7.1%。3Q2024公司归母净利率为46.95%,同比下滑20.7pct,主要或由于公司增资招商中铁2%股权形成并表,营收大幅增长,但利润并没有大幅增加。

主业投资持续发展,毫阜REITs已获批复。公司公路投资运营主业持续发展。1)公司稳步推进京津塘高速(天津段)改扩建工程,京津塘高速(河北段)、甬台温高速(温州南段)等多个改扩建项目前期工作有序推进。2)公司推进收购项目交割,截至1H2024,公司投资经营的总里程达14745公里,同比增长13%。3)公司积极推进多个潜在项目前期论证工作,持续丰富项目储备库。4)毫阜REITs已获中国证监会和深交所批复,正全力做好发行前的准备工作。若年内发行毫阜REITs,则对公司业绩产生正面贡献。

盈利预测、估值与评级

维持公司2024-2026年归母净利润预测为64.0亿元、67.8亿元、72.9亿元。维持“买入”评级。

风险提示

改扩建进度不及预期、高速收费政策变化、投资收益缩减风险、REITs发行不及预期风险。

交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

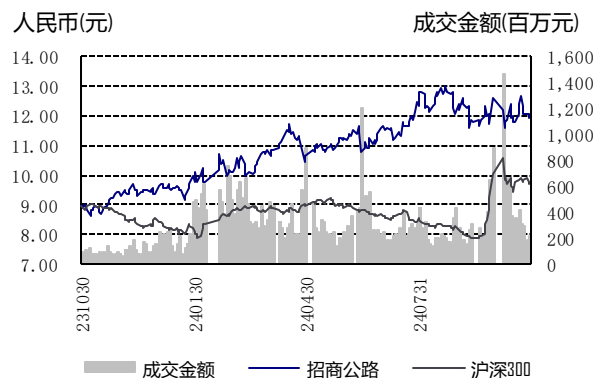
联系人:霍泽嘉

huozejia@gjzq.com.cn

市价(人民币):11.92元

相关报告:

- 《招商公路公司点评:营收大幅增长 毫阜REITs已获批复》,2024.8.30
- 《招商公路公司点评:业绩增长超预期 分红创历史新高》,2024.4.3
- 《招商公路公司点评:拟收购路劲中国 路产运营再下一城》,2023.11.19



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,297	9,731	12,931	13,819	14,641
营业收入增长率	-3.81%	17.29%	32.88%	6.87%	5.95%
归母净利润(百万元)	4,861	6,767	6,396	6,776	7,291
归母净利润增长率	-2.25%	39.21%	-5.48%	5.94%	7.59%
摊薄每股收益(元)	0.787	1.082	0.938	0.994	1.069
每股经营性现金流净额	0.63	0.71	0.66	0.99	0.98
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.03%	10.40%	9.40%	9.54%	9.81%
P/E	9.88	9.03	10.62	10.02	9.32
P/B	0.79	0.94	1.00	0.96	0.91

来源:公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,626	8,297	9,731	12,931	13,819	14,641
增长率		-3.8%	17.3%	32.9%	6.9%	5.9%
主营业务成本	-5,051	-5,388	-6,135	-7,868	-8,478	-8,941
%销售收入	58.6%	64.9%	63.0%	60.8%	61.3%	61.1%
毛利	3,575	2,909	3,597	5,063	5,342	5,700
%销售收入	41.4%	35.1%	37.0%	39.2%	38.7%	38.9%
营业税金及附加	-48	-51	-65	-65	-66	-69
%销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-71	-77	-97	-94	-86	-91
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%
管理费用	-507	-520	-552	-530	-553	-586
%销售收入	5.9%	6.3%	5.7%	4.1%	4.0%	4.0%
研发费用	-184	-196	-189	-207	-193	-205
%销售收入	2.1%	2.4%	1.9%	1.6%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	2,765	2,065	2,694	4,167	4,443	4,750
%销售收入	32.1%	24.9%	27.7%	32.2%	32.2%	32.4%
财务费用	-796	-908	-1,068	-2,052	-2,200	-2,135
%销售收入	9.2%	10.9%	11.0%	15.9%	15.9%	14.6%
资产减值损失	-164	-82	-115	-15	-21	-84
公允价值变动收益	1	55	0	0	0	0
投资收益	3,949	3,463	5,988	5,000	5,250	5,513
%税前利润	66.5%	61.7%	78.7%	67.2%	67.7%	66.7%
营业利润	5,825	4,966	7,567	7,305	7,572	8,151
营业利润率	67.5%	59.8%	77.8%	56.5%	54.8%	55.7%
营业外收支	113	647	38	135	185	115
税前利润	5,939	5,613	7,605	7,440	7,757	8,266
利润率	68.8%	67.6%	78.1%	57.5%	56.1%	56.5%
所得税	-397	-361	-388	-424	-349	-331
所得税率	6.7%	6.4%	5.1%	5.7%	4.5%	4.0%
净利润	5,541	5,252	7,216	7,016	7,408	7,936
少数股东损益	568	391	449	620	632	645
归属于母公司的净利润	4,973	4,861	6,767	6,396	6,776	7,291
净利率	57.6%	58.6%	69.5%	49.5%	49.0%	49.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	5,541	5,252	7,216	7,016	7,408	7,936
少数股东损益	568	391	449	620	632	645
非现金支出	2,161	2,068	2,685	1,978	1,999	2,143
非经营收益	-3,019	-2,697	-4,794	-5,697	-3,135	-3,377
营运资金变动	-67	-745	-670	820	-105	-548
经营活动现金净流	4,616	3,878	4,438	4,117	6,167	6,154
资本开支	-478	-693	-538	-4,949	-2,286	-3,893
投资	-3,573	-5,645	-2,214	0	0	0
其他	1,637	2,148	3,157	2,000	5,250	5,513
投资活动现金净流	-2,415	-4,189	405	-2,949	2,964	1,620
股权募资	3	3,550	1,805	118	0	0
债权募资	59	2,301	4,027	1,379	-2,628	-313
其他	-2,648	-7,580	-6,117	-5,758	-6,051	-6,286
筹资活动现金净流	-2,586	-1,729	-285	-4,261	-8,679	-6,599
现金净流量	-417	-2,016	4,565	-3,093	452	1,174

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,392	4,375	8,931	5,787	6,204	7,354
应收款项	2,780	2,470	2,757	4,094	4,375	4,635
存货	217	311	367	386	416	438
其他流动资产	2,241	4,924	2,417	6,142	6,358	6,555
流动资产	11,630	12,080	14,473	16,408	17,353	18,983
%总资产	11.8%	10.5%	9.2%	10.1%	10.6%	11.3%
长期投资	46,364	47,316	46,958	49,958	49,958	49,958
固定资产	1,285	2,632	2,678	2,598	2,693	3,203
%总资产	1.3%	2.3%	1.7%	1.6%	1.6%	1.9%
无形资产	38,635	52,529	92,950	93,349	93,749	95,134
非流动资产	86,691	102,850	143,009	146,296	146,792	148,682
%总资产	88.2%	89.5%	90.8%	89.9%	89.4%	88.7%
资产总计	98,321	114,930	157,482	162,705	164,145	167,665
短期借款	3,306	2,785	10,933	11,186	7,258	5,645
应付款项	2,889	4,274	4,321	6,000	6,257	6,208
其他流动负债	3,540	2,666	1,957	3,732	3,895	3,875
流动负债	9,735	9,724	17,211	20,919	17,411	15,728
长期贷款	11,020	19,051	38,636	38,936	39,236	39,536
其他长期负债	14,246	18,489	19,497	17,131	18,098	19,076
负债	35,000	47,264	75,344	76,986	74,745	74,340
普通股股东权益	58,330	60,535	65,053	68,014	71,063	74,344
其中：股本	6,178	6,178	6,254	6,261	6,261	6,261
未分配利润	16,238	18,301	21,898	24,777	27,826	31,107
少数股东权益	4,990	7,131	17,085	17,705	18,337	18,982
负债股东权益合计	98,321	114,930	157,482	162,705	164,145	167,665

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.805	0.787	1.082	0.938	0.994	1.069
每股净资产	9.441	9.798	10.402	9.972	10.419	10.900
每股经营现金净流	0.747	0.628	0.710	0.658	0.985	0.983
每股股利	0.177	0.346	0.414	0.562	0.595	0.640
回报率						
净资产收益率	8.53%	8.03%	10.40%	9.40%	9.54%	9.81%
总资产收益率	5.06%	4.23%	4.30%	3.93%	4.13%	4.35%
投入资本收益率	2.84%	1.81%	1.71%	2.57%	2.76%	2.90%
增长率						
主营业务收入增长率	22.03%	-3.81%	17.29%	32.88%	6.87%	5.95%
EBIT 增长率	55.03%	-25.31%	30.46%	54.66%	6.62%	6.90%
净利润增长率	123.74%	-2.25%	39.21%	-5.48%	5.94%	7.59%
总资产增长率	4.59%	16.89%	37.02%	3.32%	0.88%	2.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.8	69.6	68.0	69.0	69.0	69.0
存货周转天数	17.9	17.9	20.2	17.9	17.9	17.9
应付账款周转天数	127.5	128.3	122.4	128.0	128.0	120.0
固定资产周转天数	51.7	50.2	89.0	56.7	52.1	61.5
偿债能力						
净负债/股东权益	28.15%	45.80%	63.87%	67.27%	61.09%	56.95%
EBIT 利息保障倍数	3.5	2.3	2.5	2.0	2.0	2.2
资产负债率	35.60%	41.12%	47.84%	47.32%	45.54%	44.34%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	14	18	25
增持	0	0	1	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.07	1.22	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-09-11	买入	9.96	12.92~12.92
2	2023-10-31	买入	9.32	N/A
3	2023-11-19	买入	9.26	N/A
4	2024-04-03	买入	11.29	N/A
5	2024-08-30	买入	12.24	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806