

合和公路基建 (737 HK)

專注粵港澳大灣區基礎設施業務

- ❖ **深圳投控旗下最主要的海外上市平台，專注粵港澳大灣區基礎設施業務機會。**公司在粵大灣區經營廣深高速公路和珠江三角洲西岸幹道。公司的最終控股公司——深圳投控，持有公司 71.83% 的股份。深圳投控是深圳市的國有科技金控平台。作為深圳投控旗下最主要的海外上市平台，公司將借力股東背景、專注灣區內基礎設施及相關業務機會。
- ❖ **珠江三角洲西岸幹道的日均車流量將保持兩位數增長。**珠江三角洲西岸幹道於 2013 年全面開通，日均車流量正在快速增長。2018 年，珠江三角洲西岸幹道的日均車流量同比增長 10%。淨利潤貢獻同比增長 34%，至人民幣 1.62 億元。該增長受益於港珠澳大橋開通帶來的引流作用。隨著港珠澳大橋的使用率提升，我們相信，珠江三角洲西岸幹道的日均車流量將保持兩位數增長。我們預測，珠江三角洲西岸幹道的日均車流量將在 2019/20/21 年同比增長 14%/12%/10%。
- ❖ **廣深高速公路仍將是穩定的收入來源。**2018 年，廣深高速公路的日均車流量同比下降 1%。淨利潤貢獻同比下降 3%，至人民幣 5.27 億元。下降主要是由於交通分流和宏觀經濟逆風。廣深高速公路於 1997 年開通，隨著廣東省 GDP 和汽車保有量的增長，廣深高速公路接近飽和。我們相信，在交通通暢的前提下，廣深高速公路仍將是穩定的收入來源，並將保持低單位數增長。考慮到 2019 年宏觀經濟承壓，我們預測，廣深高速的日均車流量將在 2019/20/21 年同比增長 1%/3%/3%。
- ❖ **廣深高速公路沿綫土地價值變現——新塘立交地塊改造。**2018 年，廣州市增城區國土資源和規劃局就新塘立交用地性質由道路用地改為二類居住用地和道路用地事宜發布徵詢意見公示。新塘立交的用地權屬為廣深合營企業所有。若地方政府確定廣深高速公路新塘立交用地規劃變更，地方政府需向廣深合營企業支付土地補償金。管理層披露該地塊住宅用地建築面積為 60 萬平米，土地準備及招拍掛將於年內完成。目前，公司正與交通局積極協商方案，以使土地價值最大化。
- ❖ **首次覆蓋，給予買入評級；目標價 5.21 港元。**公司當前股價相當於 2.25/2.24 倍 2019/20 年預測市賬率，高於同業平均的 1.20/1.13 倍。我們採用分部加總估值法來估計公司的公允價值。我們採用 DCF 估值法來評估兩條公路資產：（1）廣深高速公路截至 2027 年 6 月末的自由現金流，（2）珠江三角洲西岸幹道的自由現金流。與新塘立交土地開發淨現值相加，我們的目標價為 5.21 港元，潛在升幅 25%。首次覆蓋，給予買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	CY17A	CY18A	CY19E	CY20E	CY21E
路費收入淨額(百萬人民幣)	2,188	2,160	2,274	2,387	2,489
淨利潤(百萬人民幣)	714	601	753	822	888
每股收益(人民幣)	0.23	0.20	0.24	0.27	0.29
每股收益變動(%)	35.2	(15.8)	25.2	9.2	8.0
市帳率(x)	2.12	2.28	2.39	2.58	2.83
市盈率(x)	15.4	18.3	14.6	13.4	12.4
股息率(%)	6.5	5.5	6.8	7.5	8.1
權益收益率(%)	13.4	12.0	15.9	18.5	21.7

資料來源：公司，招銀國際預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$5.21
潛在升幅	+25%
當前股價	HK\$4.16

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國交通業

市值(百萬港元)	12,820
3 月平均流通量(百萬港元)	2.46
52 周內股價高/低(港元)	4.68/3.76
總股本(百萬)	3,081.7

資料來源：彭博

股東結構

深圳投控	71.83%
萬科企業	9.90%
中國太平	9.45%

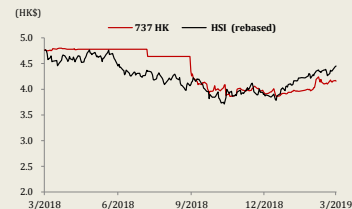
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.3%	0.5%
3-月	5.6%	-7.3%
6-月	-4.1%	-11.7%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.hopewellhighway.com

利潤表

年結12月31日（百万人民币）	CY17A	CY18A	CY19E	CY20E	CY21E
应占合营企业业绩	771	684	838	915	990
广深高速公路	545	527	541	553	563
珠江三角洲西岸干线	121	162	185	207	229
汇兑损益、所得税及其他	105	(6)	112	156	197
其他收入及其他费用	40	(1)	16	17	17
折旧	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
一般及行政费用	(41)	(32)	(40)	(43)	(47)
财务成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
除税前溢利	769	649	813	888	959
所得税开支	(45)	(39)	(49)	(54)	(58)
年内溢利	724	610	763	834	901
非控股权益	(10)	(9)	(11)	(12)	(13)
归属于母公司股东的净利润	714	601	753	822	888

資料來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結12月31日（百万人民币）	CY17A	CY18A	CY19E	CY20E	CY21E
合营企业权益	4,903	4,798	4,340	3,859	3,376
其他非流动资产	5	12	12	12	12
非流动资产	4,908	4,810	4,353	3,872	3,389
银行结余及现金	417	140	372	512	618
其他流动资产	3	1	1	1	1
流动资产	419	141	372	513	619
资产总额	5,328	4,951	4,725	4,384	4,007
递延税项负债	70	70	70	70	70
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	70	70	70	70	70
应付款项及预提费用	14	11	11	11	11
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债	14	11	11	11	11
负债总额	84	81	81	81	81
股本	271	271	271	271	271
股份溢价及储备	4,937	4,569	4,345	4,006	3,631
母公司股东应占权益	5,207	4,839	4,615	4,277	3,902
非控股权益	36	30	29	27	24
权益总额	5,244	4,869	4,644	4,303	3,926

資料來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結12月31日（百万人民币）	CY17A	CY18A	CY19E	CY20E	CY21E
用于经营业务之现金净额	(37)		(40)	(44)	(48)
经扣除中国预提所得税后已收一间合营企业之股息	835		1,245	1,343	1,414
其他投资业务	20		16	17	17
来自投资业务之现金净额	855		1,261	1,359	1,431
已付股息予：					
- 母公司股东	(925)		(980)	(1,164)	(1,266)
- 非控股权益	(3)		(9)	(11)	(12)
用于融资活动之现金净额	(928)		(989)	(1,174)	(1,278)
现金及现金等值物变动净额	(110)		232	141	106
承前现金及现金等值物	523		140	372	512
外汇汇率变动影响	4		0	0	0
现金及现金等值物结转	417	140	372	512	618

資料來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結12月31日（百万人民币）	CY17A	CY18A	CY19E	CY20E	CY21E
收入构成					
广深高速公路	71%	68%	65%	63%	62%
珠江三角洲西岸干线	29%	32%	35%	37%	38%
增长率					
应占合营企业业绩	31%	-11%	23%	9%	8%
广深高速公路	-2%	-3%	3%	2%	2%
珠江三角洲西岸干线	67%	34%	14%	12%	11%
除税前溢利	36%	-16%	25%	9%	8%
年内溢利	35%	-16%	25%	9%	8%
归属于母公司股东的净利润	35%	-16%	25%	9%	8%
回报率					
权益回报率	13.4%	12.0%	15.9%	18.5%	21.7%
每股数据					
每股溢利（人民币）	0.23	0.20	0.24	0.27	0.29
每股股息（人民币）	0.23	0.20	0.24	0.27	0.29
每股净资产（人民币）	1.69	1.57	1.50	1.39	1.27

資料來源：公司，招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。