

新創建集團 (659 HK)

為防守型業務添加增長動力

隨着減息週期臨近，非週期性高息股份表現料相對出色。新創建的收費道路和飛機租賃等核心業務，為公司帶來強勁現金流和穩定收益。雖然 2019 財年盈利料同比下降，但我們估計公司營運溢利已觸底，並將回復長期增長趨勢。管理層重視公司增長，進一步出售非核心資產以及成功整合保險業務將促使估值重估。首次覆蓋給予買入評級，目標價定於 19.02 港元。

- **盈利觸底反彈。**新創建將於 2019 年 9 月公佈 2019 財年業績(6 月年結)，由於一些短期因素，我們預計每股盈利同比下降 25.9%。受益於新增長動力，我們估計在 2019-21 財年公司應佔經營溢利的複合年增長率為 12.1%。假如我們將正待監管機構審批的富通保險收購項目納入計算範圍，利潤增長則更為顯著。
- **專注核心業務有助估值重估。**新創建近年來較頻密地出售非核心資產，並轉向投資更具增長潛力的業務。我們認同公司政策方向，進一步重組資產並專注核心業務（道路、飛機租賃、保險）將有利提高盈利預測和估值。
- **催化劑：併購拉動增長。**新創建擁有充裕淨現金，即使假設富通保險收購已完成，淨負債比率仍將處於健康水平。公司擁有現金流強勁的業務，加上未來或出售更多非核心資產，新創建擁有足夠彈藥進行更多併購以推動增長。
- **公司正檢視股息政策。**公司目前的派息比率為淨利潤的 50%，受到一次性和非經營項目影響，若股息政策不變，預計 2019 財年每股派息將隨淨利潤下跌，有損其作為高息防守股的吸引力。管理層正考慮其他方案，而一個能提供穩定和可預見每股派息的新政策，相信將會受到投資者歡迎。
- **股價較資產淨值折讓 36%。**根據分類加總估值法，我們得出資產淨值每股 23.76 港元，以公司目前股價對應資產淨值有 36% 折讓。基於資產淨值 20% 折讓的假設，我們的目標價定於 19.02 港元，加上預測年度派息 0.58 港元，潛在總回報率為 28.1%。

財務資料

(截至 6 月 30 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬港元)	31,385	35,115	27,600	30,075	31,209
應佔經營溢利(百萬港元)	4,840	5,232	4,929	5,679	6,199
同比增長(%)	2.1	8.1	(5.8)	15.2	9.2
股東應佔溢利(百萬港元)	5,629	6,069	4,510	4,572	5,088
每股盈利(港元)	1.46	1.56	1.16	1.17	1.30
每股盈利變動(%)	12.5	6.6	(25.9)	1.4	11.3
市盈率(倍)	10.4	9.8	13.2	13.1	11.7
市帳率(倍)	1.20	1.19	1.17	1.12	1.06
股息率(%)	4.8	5.1	3.8	3.8	4.3
權益收益率(%)	11.9	12.3	8.9	8.7	9.3
不良貸款率(%)	6.6	7.0	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（首次覆蓋）

目標價	HK\$19.02
潛在升幅	+24.3%
當前股價	HK\$15.30

綜合企業行業

蘇沛豐, CFA

(852) 3900 0857
danielso@cmbi.com.hk

徐涵博

(852) 3761 8725
xuhanbo@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	59,840
3 月平均流通量(百萬港元)	39.66
52 周內股價高/低(港元)	21.9 / 13.5
總股本(百萬)	3,911.1

資料來源：彭博

股東結構

新世界發展有限公司	60.86%
周大福企業	2.49%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-2.3%	-6.9%
3-月	-8.0%	-3.0%
6-月	-9.2%	-15.0%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：羅兵咸永道

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商
投票網址，投下您對招銀國際
研究團隊信任的一票：

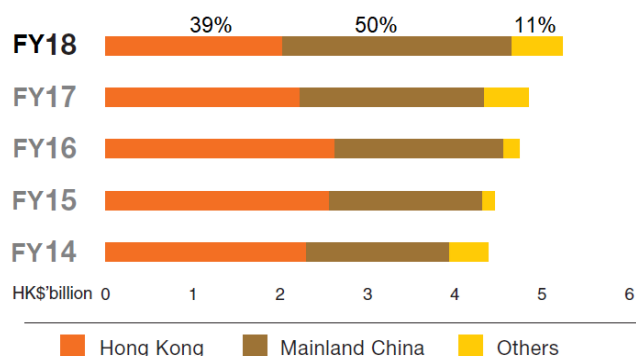
<https://euromoney.com/brokers>

重要圖表

圖 1: 應佔經營溢利 (按地區)

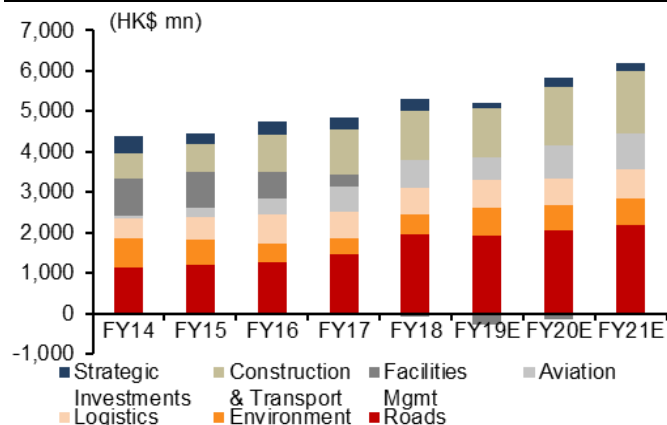
AOP by Region

for the year ended 30 June



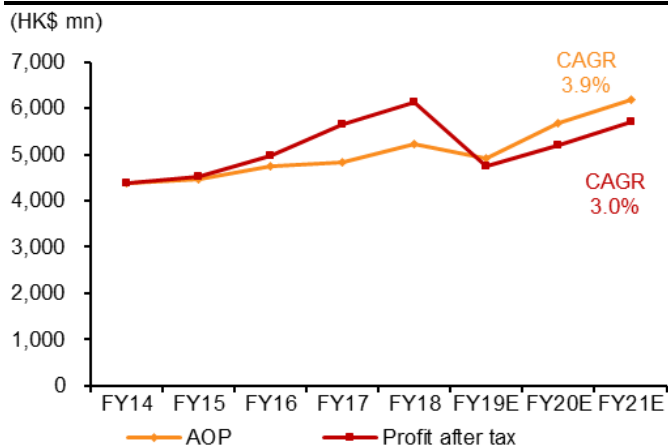
資料來源: 公司及招銀國際證券

圖 2: 應佔經營溢利 (按業務)



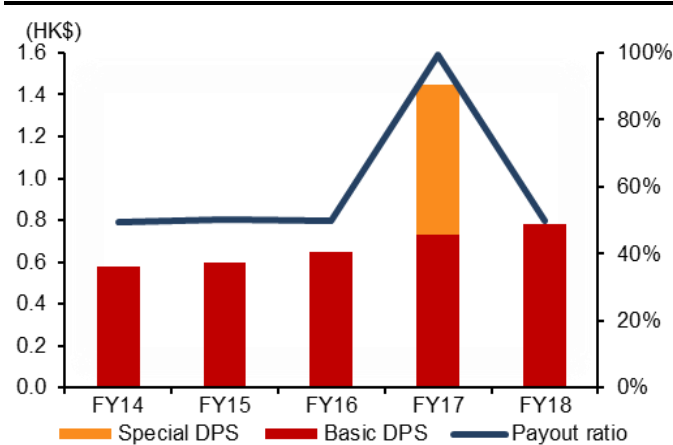
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 3: 經營溢利穩定增長



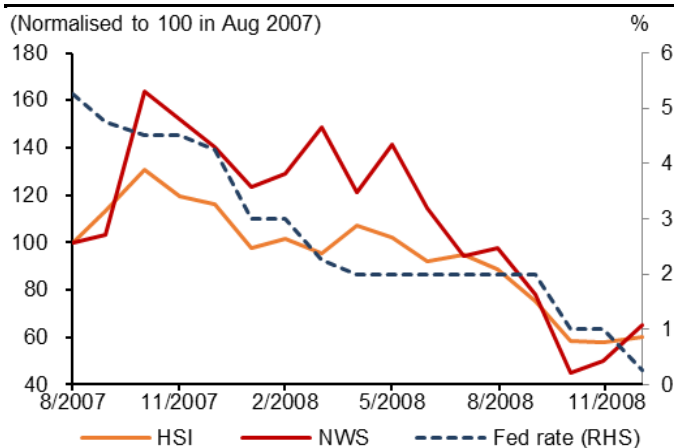
資料來源: 公司及招銀國際證券預測

圖 4: 派息比率穩定



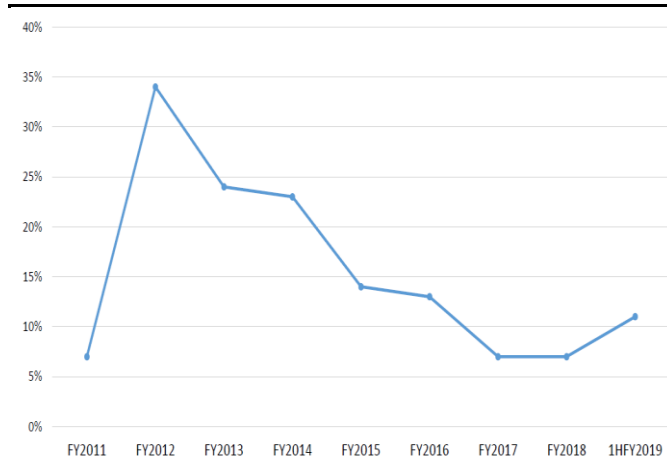
資料來源: 公司及招銀國際證券

圖 5: 減息周期下新創建與恒指比較



資料來源: 彭博及招銀國際證券

圖 6: 負債比率維持在健康水平



資料來源: 公司

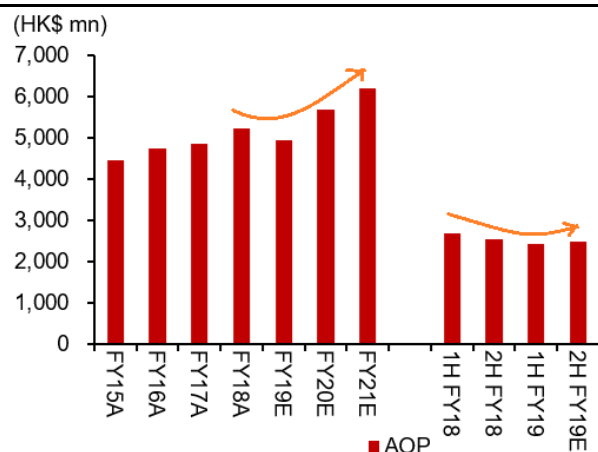
投資亮點

1. 主要盈利將觸底

儘管新創建為一家綜合企業，主要業務穩定（如道路業務），但公司或會在 2019 年 9 月罕有地公佈全年（年結截至 6 月 30 日）淨利潤及應佔經營溢利倒退。我們認為這只是個別例子，公司長遠仍會維持穩定盈利增長。

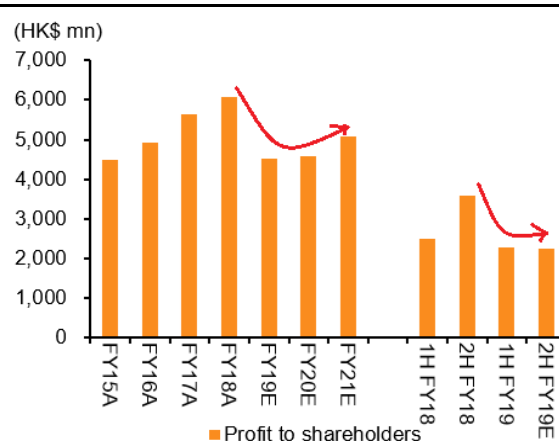
2019 財年業績很大部份受到人民幣貶值、出售及重新分類北京首都機場（694 HK），以及設施管理業務所訂立的新管理合同所拖累。隨著這些因素影響減弱，加上新收購 Sky Aviation 和湖南隨岳高速公路、2019 年 1 月起巴士車費上調，均有助提升增長動力，我們預計應佔經營溢利將在 2019 財年下半年和 2020 財年回復增長。

圖 7: 應佔經營溢利將觸底反彈



資料來源：公司及招銀國際證券預測

圖 8: 淨利潤小幅回升

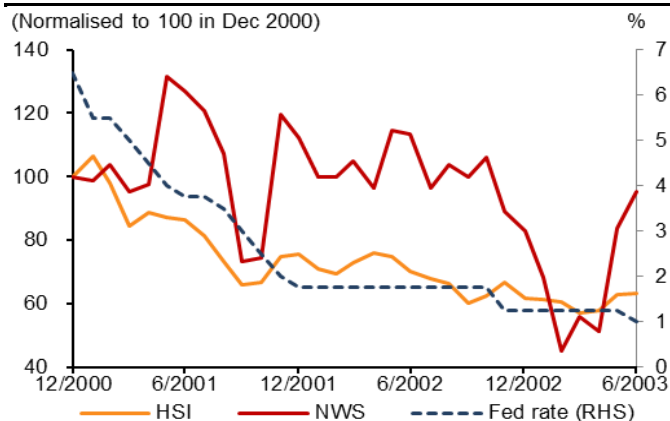


資料來源：公司及招銀國際證券預測

2. 防守型收益股份

美聯儲強烈暗示未來幾個月將降息，意味將很快進入降息週期，並通常伴隨着經濟轉弱和企業盈利減少。此時非週期性防守型股份便顯得格外出色。在這種情況下，具有穩定和高股息收益率的股份表現一般優於市場。

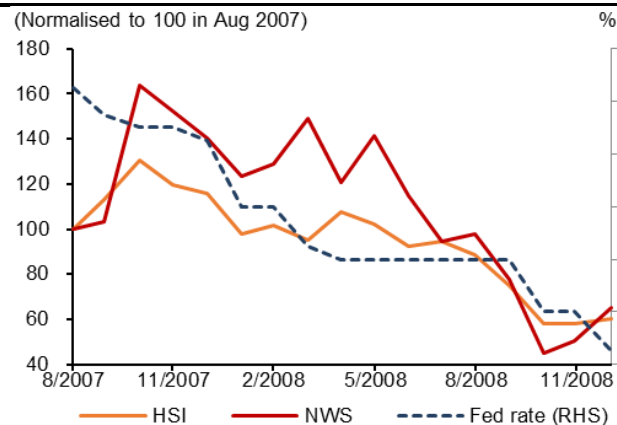
圖 9: 2001-03 年減息周期下新創建與恒指比較



資料來源：彭博及招銀國際證券

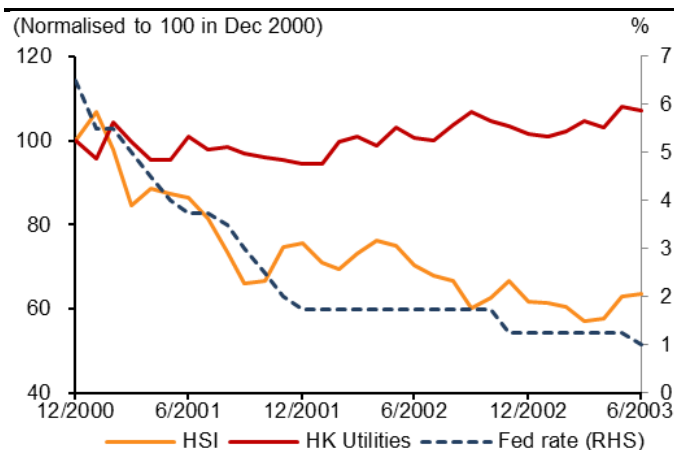
前稱太平洋港口，於 2002 年重組易名為新創建

圖 10: 2007-08 年減息周期下新創建與恒指比較



資料來源：彭博及招銀國際證券

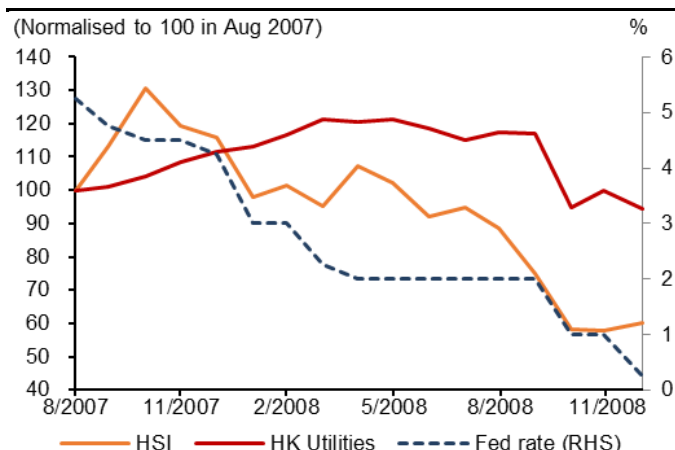
圖 11: 2001-03 年減息周期下香港公用股與恒指比較



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

“香港公用股”包括中電（2 HK）、香港中華燃氣（3 HK）、電能實業（6 HK）及長江基建（1038 HK）

圖 12: 2007-08 年減息周期下香港公用股與恒指比較



資料來源：彭博及招銀國際證券預測

3. 專注核心業務有助估值重估

有投資者認為新創建業務過於多元化，某些業務對公司利潤貢獻不大。我們認為道路、航空、建築和保險為增長潛力較大的核心業務。雖然管理層正在積極尋求更多增長機會，但出售非核心業務/資產對於為新投資提供資金至關重要。在過去幾年，公司已多次出售項目，例如北京首都機場、卓佳和新礦資源的股權，及兩個天津港口、協盛、葵涌物流中心。進一步出售非核心資產以及合理地重新調配資金至核心業務將有助提升公司估值。

4. 保險業務的新增長動力

新創建於 2018 年 12 月宣布收購富通保險有限公司（「富通保險」）的全部已發行股本。新創建預計此項收購將於 2019 年四季度初完成，有待香港保險業監管局批准。富通保險 2018 年的淨利潤為 12.28 億港元，相當於新創建 2018 財年淨利潤的 20%。完成收購富通保險將立刻推高新創建的盈利（我們的分析模型未有將富通保險因素計算在內）。

此外，預計富通保險將與公司其他業務產生協同效應，並開始接觸新世界發展（17 HK）及周大福集團的強大客戶群。

公司背景

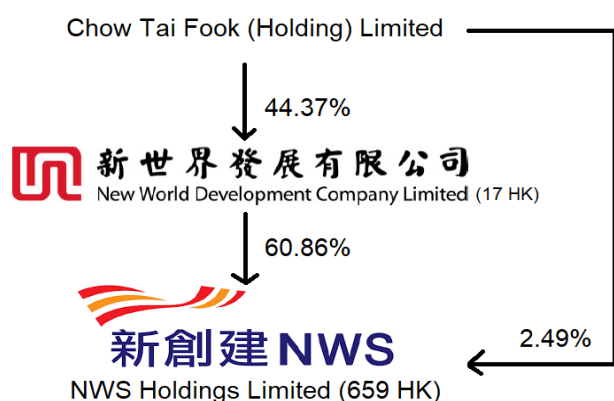
新創建集團有限公司是新世界發展旗下一間多元產業的上市旗艦，以基建及服務業務為主，其母公司為鄭氏家族投資公司周大福（控股）有限公司。

新創建覆蓋七大業務，包括道路、環境、物流、航空、設施管理、建築及交通、以及策略性投資，業務主要集中在中國內地和香港（分別在 2018 財年貢獻 50% 和 39% 的應佔經營溢利）。

這七項業務可分為兩大類。基建方面包括道路、環境（污水處理，發電廠）、物流（物流中心，鐵路集裝箱碼頭）和航空（飛機租賃），這些都是相當穩定和非週期性的業務。服務方面包括設施管理（會展中心，免稅店，醫院）、建築及交通、策略性投資，這些都是相對週期性的業務。

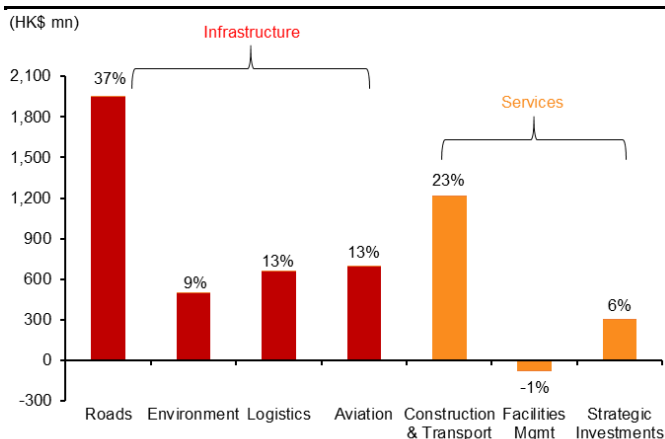
新創建擁有眾多子公司、聯營公司和合營企業，而一些沒有任何附屬公司的業務並未為新創建的財務報表帶來任何收入。因此，「應佔經營溢利」（AOP）較收入更能反映每項業務的貢獻。每項業務的經調整後應佔經營溢利總和，扣除總公司開支與非經營項目後，相等於淨利潤。

圖 13: 股權結構



資料來源：公司及招銀國際證券

圖 14: 2018 財年的應佔經營溢利（按業務）



資料來源：公司及招銀國際證券

財務分析

利潤表

年結: 6月30日(百萬港幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	31,385	35,115	27,600	30,075	31,209
道路	2,377	2,624	2,581	2,687	2,786
航空	-	161	162	170	178
設施管理	6,915	5,571	4,191	4,317	4,446
建築及交通	22,093	26,760	20,666	22,901	23,799
銷售成本	(27,763)	(31,332)	(24,627)	(26,835)	(27,847)
毛利	3,622	3,783	2,974	3,240	3,362
其他收益	1,105	2,809	727	547	500
一般及行政費用	(1,294)	(1,466)	(1,153)	(1,256)	(1,303)
經營溢利	3,433	5,126	2,548	2,531	2,559
財務費用	(468)	(348)	(274)	(298)	(309)
應占聯營公司業績	1,591	756	891	898	1,172
應占合營公司業績	1,775	1,331	1,982	2,472	2,704
除所得稅前溢利	6,330	6,866	5,148	5,603	6,125
所得稅開支	(685)	(745)	(411)	(404)	(406)
年內溢利	5,645	6,121	4,737	5,199	5,719
永久資本證券	-	-	(187)	(583)	(583)
非控股權益	(16)	(52)	(40)	(44)	(48)
淨利潤	5,629	6,069	4,510	4,572	5,088

現金流量表

年結: 6月30日(百萬港幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20A	FY21A
經營溢利	3,433	5,126	2,548	2,531	2,559
調整項					
折舊及攤銷	1,203	1,487	1,396	1,416	1,436
其他	(1,003)	(2,530)	(500)	(500)	(500)
營運資金變動					
存貨	(3)	22	-	-	-
貿易及其他應收款項	(332)	(787)	(706)	(1,153)	(528)
貿易及其他應付款項	1,471	859	86	1,028	471
其他	(872)	983	-	-	-
經營活動產生的現金淨額	3,898	5,159	2,823	3,323	3,438
自聯營公司收取的股息	1,880	542	891	898	1,172
自合營企業收取的股息	1,587	1,845	1,982	2,472	2,704
資本開支	(688)	(536)	(735)	(400)	(400)
其他投資活動	(375)	(344)	736	355	(60)
投資活動產生的現金淨額	2,404	1,507	2,874	3,324	3,416
借貸	(1,841)	444	1,000	2,388	691
已付公司股東股息	(1,947)	(5,570)	(2,927)	(2,266)	(2,415)
其他融資活動	(3,955)	12	12,749	1,823	(517)
融資活動動用的現金淨額	(7,743)	(5,115)	10,822	1,944	(2,241)
現金及現金等价物變動	(2,381)	821	16,029	8,109	4,127
于年初的現金及現金等价物	8,893	6,437	7,297	23,325	31,435
貨幣匯兌差異	(76)	39	-	-	-
于年終的現金及現金等价物	6,437	7,297	23,325	31,435	35,562

資產負債表

年結: 6月30日(百萬港幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	55,001	55,507	54,965	55,315	55,797
物業、厂房及设备	5,488	5,370	5,699	5,673	5,626
无形特许经营權	11,936	11,492	10,535	9,578	8,620
聯營公司	16,181	13,763	15,139	16,653	18,319
合營企業	15,129	15,008	14,858	14,710	14,563
其他非流動資產	6,268	9,874	8,733	8,701	8,670
流動資產	20,725	19,267	36,642	45,904	50,559
現金及銀行結存	6,453	6,657	23,325	31,435	35,562
貿易及其他應收款項	13,787	12,149	12,855	14,007	14,536
其他流動資產	484	462	462	462	462
經調整待售資產	-	151	-	-	-
流動負債	14,329	12,995	15,417	15,142	15,377
借貸	306	1,035	3,647	2,344	2,108
貿易及其他應付款項	13,643	11,384	11,470	12,498	12,970
其他流動負債	380	576	300	300	300
非流動負債	12,122	11,807	17,121	22,260	24,384
借貸	9,377	9,140	7,527	11,218	12,145
債務證券	-	-	5,070	5,070	5,070
其他非流動負債	2,519	2,490	2,490	2,490	2,490
股東權益	49,057	49,950	51,064	53,455	56,224
永久資本證券	-	-	7,800	10,140	10,140
非控股權益	218	174	205	221	231
總權益	49,275	50,124	59,069	63,816	66,595

主要比率

年結: 6月30日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
應占經營溢利組成(%)					
道路	30.6	37.2	38.7	35.9	35.1
環境	8.1	9.4	14.5	11.0	10.9
物流	13.2	12.5	13.5	11.8	11.2
航空	12.6	13.3	11.6	14.5	14.7
設施管理	6.2	(1.4)	(5.5)	(2.7)	(0.0)
建築及交通	23.4	23.2	24.7	25.6	24.6
策略性投資	5.9	5.8	2.5	3.8	3.5
盈利能力比率(%)					
經營利潤率	10.9	14.6	9.2	8.4	8.2
淨利潤率	17.9	17.3	16.3	15.2	16.3
資產負債比率					
流動比率(X)	1.45	1.48	2.38	3.03	3.29
速動比率(X)	1.41	1.45	2.35	3.00	3.26
淨負債率(%)	6.6	7.0	-12.0	-20.1	-24.4
回報率(%)					
資本回報率	11.9	12.3	8.9	8.7	9.3
資產回報率	7.4	7.9	5.3	4.7	4.9
每股數據(港幣)					
每股盈利	1.46	1.56	1.16	1.17	1.30
每股股息	0.73	0.78	0.58	0.59	0.65
每股賬面價值	12.7	12.8	13.1	13.7	14.4

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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，並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，並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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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。接收本報告之行為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。