

新创建集团 (659 HK)

迈向复苏之路

我们参观了新创建旗下交通流量最高的广州北环高速公路，视察其「智慧收费亭」和控制中心。我们认为「道路」仍将是新创建的最主要业务（预测占20财年应占经营溢利32%），而此核心业务相信或会有更多收购机会。

- **智慧收费亭有助提高效率。**广州北环高速公路由2017年7月起实施一体化智慧收费亭。此类智慧收费亭可在手动/自动收费模式之间切换，具备自助服务功能，在某些时段作为无人收费亭，减少人员配置。智慧收费亭采用大数据技术，能识别通过车辆，有助提高营运效益。
- **可能收购更多道路。**虽然我们认为新创建在去年斥资215亿港元完全收购富通保险后，短期内不会再有大额资本支出，但鉴于内地信贷收紧，公司可能以吸引价格收购更多收费公路（大概率在湖南和湖北）。此外，管理层认为，一些国有企业宁愿将其收费公路的股份出售给外资，以享受某些政策豁免。
- **其他潜在催化剂：**1) 分拆：我们认为新创建的航空（飞机租赁）和环境（苏伊士新创建）业务具分拆可能性，而依照当前行业的估值，分拆前者的可能性较高。2) 出售非核心业务，例如交通、设施管理和策略性投资。
- **预计中期应占经营溢利回升。**新创建预计将在2月下旬公布20财年上半年业绩。我们预计应占经营溢利将回升10%（19财年上半年下跌9%），增长主要来自航空和建筑业务，而保险业务则贡献两个月利润。
- **维持买入评级。**新创建于2019年9月宣布采用渐进派息政策，即年度每股派息不低于上一年同期。20财年预计股息率为5.3%。我们维持买入评级和目标价15.4港元，较20财年预测每股净资产净值折让20%。

财务资料

(截至6月30日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万港元)	35,115	26,834	34,833	38,678	39,742
应占经营溢利(百万港元)	5,232	4,707	5,856	7,097	7,763
同比(%)	8.1	(10.0)	24.4	21.2	9.4
股东应占溢利(百万港元)	6,069	4,043	4,322	5,394	6,113
每股盈利(港元)	1.56	1.04	1.11	1.38	1.56
每股盈利同比(%)	6.6	(33.4)	6.6	24.8	13.3
市盈率(倍)	7.4	11.2	10.5	8.4	7.4
市帐率(倍)	0.90	0.92	0.88	0.83	0.78
股息率(%)	6.7	5.0	5.3	5.5	5.8
权益收益率(%)	12.3	8.2	8.6	10.2	10.9
净负债比率(%)	7.0	0.0	31.0	26.9	21.5

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$15.40
(此前目标价)	HK\$15.40
潜在升幅	+33.2%
当前股价	HK\$11.56

综合企业行业

苏沛丰, CFA
 (852) 3900 0857
 danielso@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	45,213
3月平均成交量(百万港元)	33.31
52周内股价高/低(港元)	21.9 / 10.24
总股本(百万)	3,911.1

资料来源：彭博

股东结构

新世界发展有限公司	60.86%
周大福企业	2.49%

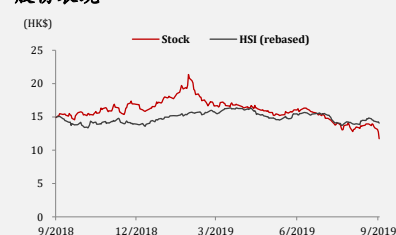
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.7%	-0.6%
3-月	-4.3%	-11.2%
6-月	-25.0%	-25.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

近期报告

1. “完成收购富通保险带动盈利复苏” – 2019年11月5日
2. “业绩逊预期但已见底” – 2019年9月27日
3. “为防守型业务添加增长动力” – 2019年7月19日

图 1: 广州北环高速公路



资料来源：招银国际证券

图 2: 广州北环高速公路控制中心



资料来源：招银国际证券

图 3: 一体化智慧收费亭



资料来源：招银国际证券

图 4: 收费亭的自助支付系统



资料来源：招银国际证券

图 5: 智慧收费亭内部



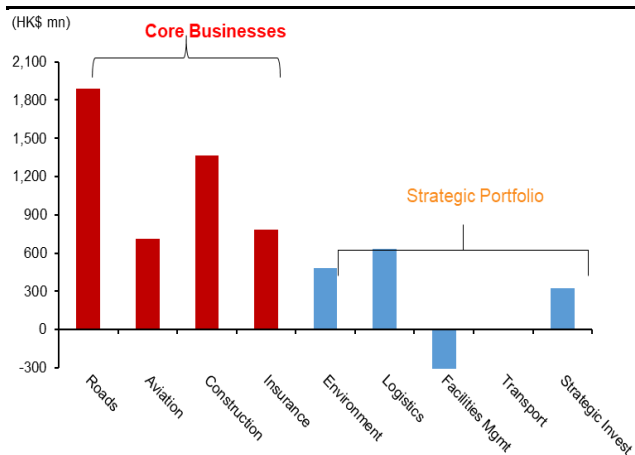
资料来源：招银国际证券

图 6: 广州北环高速公路有限公司获颁高新技术企业证书



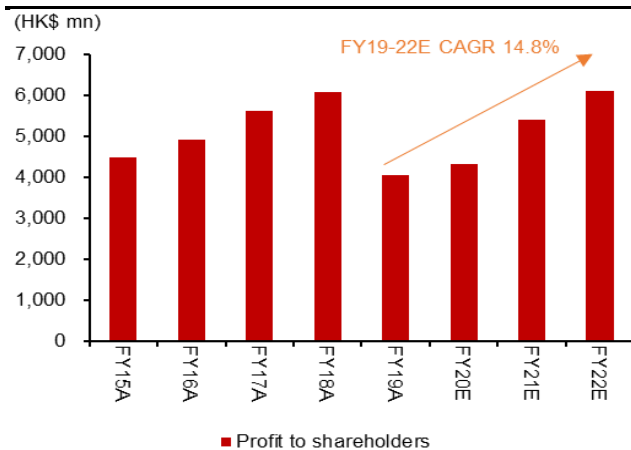
资料来源：招银国际证券

图 7: 20 财年新创建各业务应占经营溢利预测



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 8: 预计 20 财年净利润回复增长



资料来源：公司及招银国际证券预测

财务分析

利润表

年结: 6月30日(百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	35,115	26,834	34,833	38,678	39,742
道路	2,624	2,529	2,545	2,641	2,728
航空	161	162	-	-	-
设施管理	5,571	4,152	4,152	4,318	4,447
建筑	26,760	16,211	19,190	20,116	20,709
保险	-	-	5,043	7,603	7,755
销售成本	(31,332)	(23,791)	(30,002)	(32,938)	(33,747)
毛利	3,783	3,043	4,830	5,740	5,996
其他收益	2,809	1,030	500	500	500
一般及行政费用	(1,466)	(1,418)	(1,931)	(2,201)	(2,215)
经营溢利	5,126	2,655	3,400	4,039	4,280
财务费用	(348)	(452)	(911)	(858)	(763)
应占联营公司业绩	756	759	769	1,024	1,264
应占合营公司业绩	1,331	1,949	2,293	2,515	2,707
除所得税前溢利	6,866	4,911	5,550	6,720	7,489
所得税开支	(745)	(652)	(613)	(703)	(749)
年内溢利	6,121	4,259	4,937	6,016	6,740
永久资本证券	-	(187)	(582)	(582)	(582)
非控股权益	(52)	(29)	(33)	(40)	(45)
净利润	6,069	4,043	4,322	5,394	6,113

现金流量表

年结: 6月30日(百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
经营溢利	5,126	2,655	3,400	4,039	4,280
调整项					
折旧及摊销	1,487	1,482	1,443	1,481	1,520
其他	(2,530)	(923)	(500)	(500)	(500)
营运资金变动					
存货	22	33	-	-	-
贸易及其他应收款项	(787)	360	(5,792)	(2,006)	(555)
贸易及其他应付款项	859	(551)	3,494	1,338	369
其他	983	(13)	(13)	(13)	(13)
经营活动产生的现金净额	5,159	3,043	2,032	4,339	5,101
自联营公司收取的股息	542	485	769	1,024	1,264
自合营企业收取的股息	1,845	1,888	2,293	2,515	2,707
资本开支	(536)	(648)	(577)	(577)	(577)
其他投资活动	(344)	(5,240)	(22,217)	(1,639)	(1,639)
投资活动产生的现金净额	1,507	(3,516)	(19,731)	1,323	1,756
借贷	444	(159)	13,083	(2,000)	(2,000)
已付公司股东股息	(5,570)	(2,927)	(2,325)	(2,441)	(2,563)
其他融资活动	12	12,957	1,915	(425)	(425)
融资活动动用的现金净额	(5,115)	9,871	12,672	(4,867)	(4,989)
现金及现金等价物变动	821	8,473	(6,024)	(290)	737
于年初的现金及现金等价物	6,437	6,643	15,045	9,022	8,732
货币汇兑差异	39	(70)	-	-	-
于年终的现金及现金等价物	7,297	15,045	9,022	8,732	9,468

资产负债表

年结: 6月30日(百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	55,507	56,580	119,113	120,331	121,685
物业、厂房及设备	5,370	5,413	5,418	5,384	5,311
无形特许经营权	11,492	10,061	14,689	14,122	13,556
联营公司	13,763	14,552	16,008	17,608	19,369
合营企业	15,008	13,645	13,509	13,374	13,240
其他非流动资产	9,874	12,908	69,489	69,843	70,209
流动资产	19,267	29,485	29,978	31,694	32,986
现金及银行结存	6,657	15,059	9,022	8,732	9,468
贸易及其他应收款项	12,149	13,998	19,789	21,795	22,350
其他流动资产	462	429	1,168	1,168	1,168
经调整待售资产	151	-	-	-	-
流动负债	12,995	13,729	20,584	21,922	22,291
借贷	1,035	2,403	4,403	4,403	4,403
贸易及其他应付款项	11,384	10,843	14,336	15,674	16,043
其他流动负债	576	483	1,845	1,845	1,845
非流动负债	11,807	15,089	66,833	65,378	64,003
借贷	9,140	12,666	23,749	21,749	19,749
债务证券	-	2,262	2,262	2,262	2,262
其他非流动负债	2,490	161	40,822	41,367	41,992
股东权益	49,950	49,046	51,384	54,426	58,069
永久资本证券	-	8,040	10,117	10,117	10,117
非控股权益	174	161	173	182	192
总权益	50,124	57,247	61,674	64,725	68,378

主要比率

年结: 6月30日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
应占经营溢利组成(%)					
道路	37.2	38.4	32.2	29.3	28.6
航空	13.3	10.6	12.2	11.0	11.1
建筑	20.2	25.6	23.4	21.4	21.2
保险	-	-	13.3	18.5	18.8
环境	9.4	13.4	8.3	7.5	7.1
物流	12.5	13.8	10.8	9.2	8.6
设施管理	(1.4)	(8.4)	(5.6)	(1.7)	(0.2)
交通	3.0	(0.2)	0.0	0.3	0.6
策略性投资	5.8	6.8	5.5	4.5	4.1
盈利能力比率(%)					
经营利润率	14.6	9.9	9.8	10.4	10.8
净利润率	17.3	15.1	12.4	13.9	15.4
资产负债比率					
流动比率(X)	1.48	2.15	1.46	1.45	1.48
速动比率(X)	1.45	2.12	1.44	1.43	1.46
净负债率(%)	7.0	0.0	31.0	26.9	21.5
回报率(%)					
资本回报率	12.3	8.2	8.6	10.2	10.9
资产回报率	7.9	4.9	3.7	3.6	4.0
每股数据(港元)					
每股盈利	1.56	1.04	1.11	1.38	1.56
每股股息	0.78	0.58	0.61	0.64	0.67
每股账面价值	12.8	12.6	13.1	13.9	14.8

资料来源: 公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)为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为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。