

合和公路基建 (737 HK)

专注粤港澳大湾区基础设施业务

- ❖ **深圳投控旗下最主要的海外上市平台，专注粤港澳大湾区基础设施业务机会。**公司在大湾区经营广深高速公路和珠江三角洲西岸干道。公司的最终控股公司——深圳投控，持有公司 71.83% 的股份。深圳投控是深圳市的国有科技金控平台。作为深圳投控旗下最主要的海外上市平台，公司将借力股东背景、专注湾区内基础设施及相关业务机会。
- ❖ **珠江三角洲西岸干道的日均车流量将保持两位数增长。**珠江三角洲西岸干道于 2013 年全面开通，日均车流量正在快速增长。2018 年，珠江三角洲西岸干道的日均车流量同比增长 10%。净利润贡献同比增长 34%，至人民币 1.62 亿元。该增长受益于港珠澳大桥开通带来的引流作用。随着港珠澳大桥的使用率提升，我们相信，珠江三角洲西岸干道的日均车流量将保持两位数增长。我们预测，珠江三角洲西岸干道的日均车流量将在 2019/20/21 年同比增长 14%/12%/10%。
- ❖ **广深高速公路仍将是稳定的收入来源。**2018 年，广深高速公路的日均车流量同比下降 1%。净利润贡献同比下降 3%，至人民币 5.27 亿元。下降主要是由于交通分流和宏观经济逆风。广深高速公路于 1997 年开通，随着广东省 GDP 和汽车保有量的增长，广深高速公路接近饱和。我们相信，在交通通畅的前提下，广深高速公路仍将是稳定的收入来源，并将保持低单位数增长。考虑到 2019 年宏观经济承压，我们预测，广深高速的日均车流量将在 2019/20/21 年同比增长 1%/3%/3%。
- ❖ **广深高速公路沿线土地价值变现——新塘立交地块改造。**2018 年，广州市增城区国土资源和规划局就新塘立交用地性质由道路用地改为二类居住用地和道路用地事宜发布征询意见公示。新塘立交的用地权属为广深合营企业所有。若地方政府确定广深高速公路新塘立交用地规划变更，地方政府需向广深合营企业支付土地补偿金。管理层披露该地块住宅用地建筑面积为 60 万平米，土地准备及招拍挂将于年内完成。目前，公司正与交通局积极协商方案，以使土地价值最大化。
- ❖ **首次覆盖，给予买入评级；目标价 5.21 港元。**公司当前股价相当于 2.25/2.24 倍 2019/20 年预测市账率，高于同业平均的 1.20/1.13 倍。我们采用分部加总估值法来估计公司的公允价值。我们采用 DCF 估值法来评估两条公路资产：（1）广深高速公路截至 2027 年 6 月末的自由现金流，（2）珠江三角洲西岸干道的自由现金流。与新塘立交土地开发净现值相加，我们的目标价为 5.21 港元，潜在升幅 25%。首次覆盖，给予买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	CY17A	CY18A	CY19E	CY20E	CY21E
路费收入净额(百万人民币)	2,188	2,160	2,274	2,387	2,489
净利润(百万人民币)	714	601	753	822	888
每股收益(人民币)	0.23	0.20	0.24	0.27	0.29
每股收益变动(%)	35.2	(15.8)	25.2	9.2	8.0
市帐率(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
权益收益率(%)	13.4	12.0	15.9	18.5	21.7

资料来源：公司，招银国际预测

买入（首次覆盖）

目标价	HK\$5.21
潜在升幅	+25%
当前股价	HK\$4.16

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中国交通业

市值(百万港元)	12,820
3 月平均流通量(百万港元)	2.46
52 周内股价高/低(港元)	4.68/3.76
总股本(百万)	3,081.7

资料来源：彭博

股东结构

深圳投控	71.83%
万科企业	9.90%
中国太平	9.45%

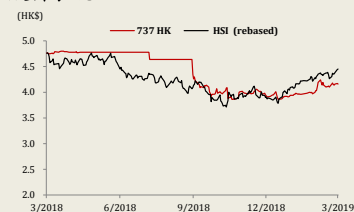
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.3%	0.5%
3-月	5.6%	-7.3%
6-月	-4.1%	-11.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师:德勤

公司网站: www.hopewellhighway.com

利润表

年结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

资料来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结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

资料来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结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

资料来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结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

资料来源：公司，招银国际预测

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之分析员，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。

招银证券投资评级

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	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。招银证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。招银证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银证券编写，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定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。招银证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责任。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，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之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，未经招银证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。