

合和公路基建 (737 HK)

公路資產橫貫大灣區

- ❖ **在珠江三角洲經營兩條戰略要道。**合和公路基建建設和運營兩條連接珠三角主要城市的高速公路——廣深高速公路和珠江三角洲西岸幹道。2018年4月，公司被深投控從合和實業手中收購。目前，深投控持有公司71.83%的股份，其次是戰略投資者萬科（9.90%）和太平（9.45%）。後兩者分別於2018年7月和8月入股。
- ❖ **強大的股東背景和股東支持。**深投控由深圳市國資委全資持有，總資產約5,000億元人民幣，是深圳最大的國有企業，業務遍及金融服務、科技園區、新興產業和高端服務等多個領域。根據其於2018年10月推出的改革計劃，深投控旨在成為深圳市主要的科技金控平台。
- ❖ **廣深高速公路的收入貢獻下降，而珠江三角洲西岸幹道的貢獻則有所增加。**廣深高速公路淨路費收入占比由2014財年的77.0%下降至2018財年的69.3%。在2018年7至12月期間，廣深高速公路的平均每日路費收入同比下降4.9%，平均每日折合全程車流量同比下降2.8%。這是由於（1）颱風影響；（2）周邊道路網絡的交通分流（如廣州北三環高速公路以及東莞市兩條與廣深高速東莞段平行的城市道路）；（3）宏觀經濟下行壓力。珠江三角洲西岸幹道淨路費收入占比由2014財年的23.0%提升至2018財年的30.7%。在2018年7至12月期間，珠江三角洲西岸幹道的平均每日路費收入同比增長11.0%，平均每日折合全程車流量同比增長12.6%。我們認為，珠江三角洲西岸幹道路費收入的強勁增長將成為拉動公司未來收入增長的主要動力。
- ❖ **投資亮點和利好因素。**（1）粵港澳大灣區帶來的增長機會。公司的高速公路資產位於灣區核心地帶，橫跨廣州、深圳、東莞、佛山和江門。儘管存在暫時性分流影響，公司的高速公路收入仍將受益於該地區的發展。（2）作為深投控的海外上市平台，公司將受益於股東支持。（3）廣深高速公路新塘立交改造方案可能帶來潛在的增值收益。該方案的草案表明，部分土地將來可能會轉為住宅用途。（4）股息收益率約為8.0%。公司維持派息率100%，高於同業。
- ❖ **主要投資風險。**（1）經濟放緩及周邊道路網絡變化導致廣深高速公路的收入和利潤減少；（2）對道路運營商不利的高速公路政策，例如：給予卡車同行費折扣以降低企業物流成本。

財務資料

(截至6月30日)	FY16A	FY17A	FY18A
路費收入淨額(百萬人民幣)	2,002	2,159	2,162
淨利潤(百萬人民幣)	511	623	656
每股收益(人民幣)	0.17	0.20	0.21
每股收益變動(%)	(1.6)	21.8	5.4
市帳率(x)	1.61	1.94	2.09
市盈率(x)	21.0	17.2	16.4
股息率(%)	14.3	7.6	7.9
權益收益率(%)	7.3	10.2	12.3

來源：公司，招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$3.96

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中國基建業

市值(百萬港元)	12,203
3月平均流通量(百萬港元)	2.47
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%

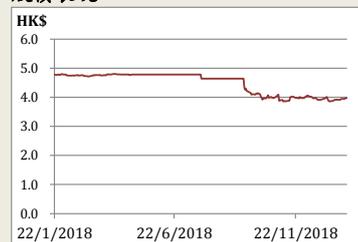
資料來源：HKEx

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.8%	-6.8%
3-月	-1.2%	-11.1%
6-月	-14.2%	-10.3%

資料來源：彭博

股價表現

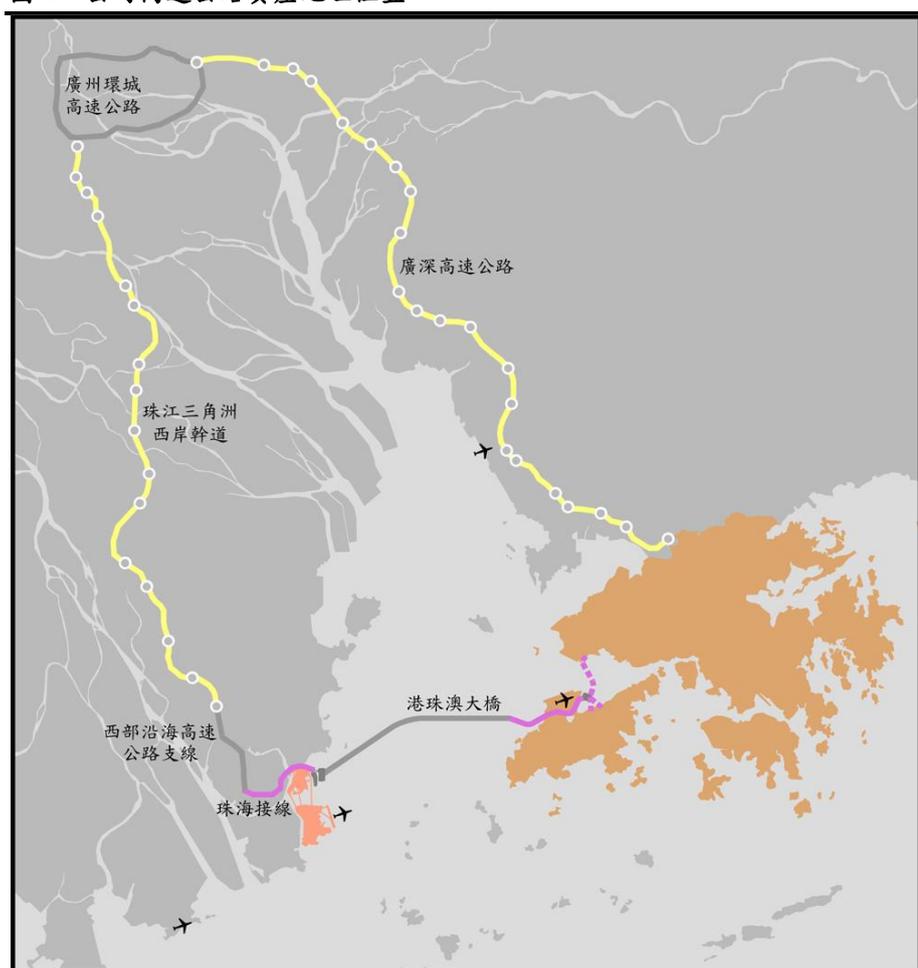


資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：www.hopewellhighway.com

圖 1：公司高速公路資產地理位置



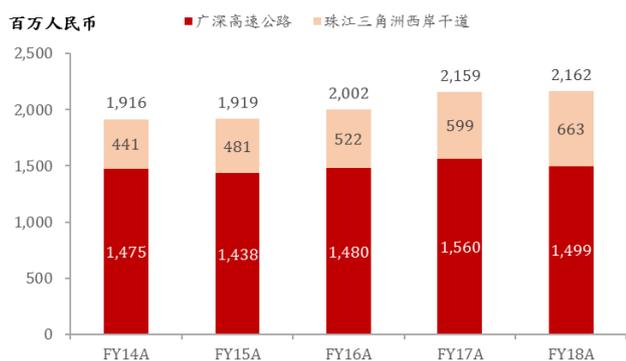
來源：公司，招銀國際研究

圖 2：公司高速公路資產相關信息

	廣深高速公路	珠江三角洲西岸幹道
路線	广东省广州市至深圳市	广东省广州市至珠海市
长度	122.8公里	97.9公里
车道	双向共六车道（部分路段为十车道）	双向共六车道
建造、经营和管理	广深高速公路合营企业	西线合营企业
合营企业方	合和公路基建 广东省公路建设公司	合和公路基建 广东省公路建设公司
专营期	由1997年7月1日起计30年	西线I期：09/2003 - 09/2033 西线II期：06/2010 - 06/2035 西线III期：01/2013 - 01/2038
合和可获分派合营企业溢利之方法	首十年50% 其后十年48% 最后十年45%	50%
专营期届满	合营企业进行清算 固定资产无偿移交予中方伙伴 合营方按溢利比例分配剩余资产	

來源：公司，招銀國際研究

圖 3：高速公路淨路費收入



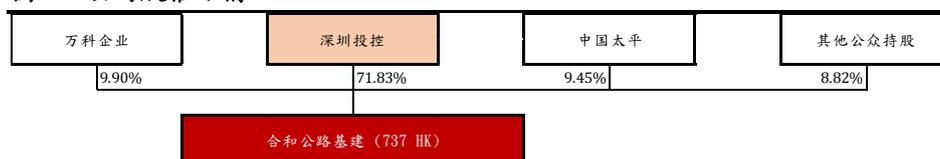
來源：公司，招銀國際研究

圖 4：公司高速公路資產的收入貢獻

财年 (年結：6月30日)	FY17	FY18	YoY	Jul-Dec 17	Jul-Dec 18	YoY
于合营企业层面						
广深高速公路						
日均路費收入 (人民币千元)	9,169	9,395	2.5%	9,723	9,243	-4.9%
日均折合全程車流量 (千架次)	99	104	5.1%	106	103	-2.8%
珠江三角洲西岸干道						
日均路費收入 (人民币千元)	3,377	3,741	10.8%	3,804	4,223	11.0%
日均折合全程車流量 (千架次)	47	51	10.0%	52	58	12.6%

來源：公司，招銀國際研究

圖 5：公司股權結構



來源：公司，招銀國際研究

圖 6：同業比較

Ticker	Company	Revenue (Rmb mn)		Net profit (Rmb mn)		Assets (Rmb mn)		Equity (Rmb mn)		Mkt cap (mn)		P/B (x)			P/E (x)			ROE (%)	
		FY17A	FY17A	FY17A	FY17A	FY17A	FY17A	FY17A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	
107 HK EQUITY	SICHUAN EXP-H	8,864	894	34,266	13,894	11,491	0.46	0.44	0.42	7.27	6.82	6.61	7.72	6.17	6.09				
177 HK EQUITY	JIANGSU EXPRESS-H	9,456	3,588	42,532	25,895	57,204	1.90	1.77	1.68	11.36	11.46	11.39	17.13	15.79	14.72				
525 HK EQUITY	GUANGSHEN RAIL-H	17,295	1,015	33,994	28,685	27,418	0.67	0.65	0.63	15.35	12.32	12.05	4.19	5.21	4.75				
548 HK EQUITY	SHENZHEN EXPRE-H	4,837	1,426	37,474	13,618	21,616	1.09	1.01	0.95	6.34	8.43	7.80	19.17	12.29	11.87				
576 HK EQUITY	ZHEJIANGEXPRE-H	9,626	3,202	53,952	20,655	33,268	1.27	1.18	1.10	8.52	8.20	7.93	15.47	14.86	14.23				
737 HK EQUITY	HOPEWELL INFRA	680	623	5,649	5,526	12,203	2.02	2.15	N/A	17.44	16.19	N/A	11.44	12.78	N/A				
995 HK EQUITY	ANHUI EXPRESS-H	4,309	1,083	14,234	9,436	10,156	0.68	0.63	0.60	6.21	6.16	7.35	11.43	10.66	8.38				
1052 HK EQUITY	YUEXIU TRANSPORT	2,703	948	23,918	9,545	10,106	0.76	0.71	0.67	7.98	7.31	6.78	10.35	10.24	10.39				
1098 HK EQUITY	ROAD KING INFRA	14,756	1,944	69,735	15,635	10,491	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A				
000429 CH EQUITY	GUANGDONG PROV-A	3,089	1,510	16,523	9,023	16,813	1.90	1.81	1.72	12.31	11.75	10.94	15.55	15.59	15.79				
000548 CH EQUITY	HUNAN INVEST-A	971	130	2,081	1,646	2,241	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A				
000828 CH EQUITY	DONGGUAN DEVEL-A	1,452	887	10,217	5,657	8,316	N/A	N/A	N/A	8.89	8.51	N/A	N/A	N/A	N/A				
000900 CH EQUITY	XIANDAI INVEST-A	10,593	865	22,998	8,533	6,269	N/A	N/A	N/A	6.88	6.35	N/A	N/A	N/A	N/A				
200429 CH EQUITY	GUANGDONG PROV-B	3,089	1,510	16,523	9,023	19,577	1.19	1.13	1.07	7.68	7.33	6.82	15.55	15.59	15.79				
600012 CH EQUITY	ANHUI EXPRESS-A	2,861	1,091	14,176	9,379	8,722	0.92	0.86	0.81	8.52	8.40	10.02	11.43	10.66	8.38				
600020 CH EQUITY	HENAN ZHONGYU-A	5,847	1,173	50,241	13,265	8,945	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A				
600033 CH EQUITY	FUJIAN EXPRESS-A	2,474	656	17,635	8,691	8,480	0.94	0.89	0.85	12.61	10.84	9.36	7.70	8.20	9.01				
600035 CH EQUITY	HUBEI CHUTIAN-A	2,688	576	10,635	6,012	5,305	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A				
600106 CH EQUITY	CHONGQING ROAD-A	230	280	6,706	3,580	3,372	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A				
600269 CH EQUITY	JIANGXI GANYU-A	4,328	982	34,087	14,617	9,295	0.61	0.59	0.56	10.21	9.15	7.51	6.20	6.80	7.40				
600350 CH EQUITY	SHANDONG HI-SP-A	7,380	2,644	50,839	26,608	20,977	0.73	0.70	0.67	8.50	9.08	9.28	8.40	6.45	6.29				
600368 CH EQUITY	GUANGXI WUZHOU-A	1,792	368	10,693	3,273	3,501	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A				
600377 CH EQUITY	JIANGSU EXPRESS-A	9,456	3,588	42,532	25,895	49,127	1.89	1.75	1.62	11.54	11.56	11.21	16.93	15.48	14.76				
601107 CH EQUITY	SICHUAN EXP-A	7,984	888	34,285	13,894	9,869	0.77	0.73	0.70	12.20	11.44	11.09	7.72	6.17	6.09				
601188 CH EQUITY	HEILONGJIAN-A	1,787	353	4,874	4,009	4,066	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A				
601518 CH EQUITY	JILIN EXPRESS-A	974	297	6,309	2,893	3,700	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A				
603069 CH EQUITY	HAINAN HAIQI-T-A	1,105	51	1,855	1,071	2,108	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A				
Average		5,209	1,206	24,776	11,392		1.16	1.10	0.97	10.15	9.68	9.25	11.91	11.12	10.56				

來源：彭博，招銀國際研究

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责任。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。