

合和公路基建 (737 HK)

改变带来机遇

- ❖ 公司应占两条公路项目业绩同比增长 4%至 6.89 亿元，但汇兑亏损导致归属于母公司股东的净利润下跌。公司将财政年度结算日由 6 月 30 日变更为 12 月 31 日。2018 年，公司应占两条公路项目业绩同比增长 4%至 6.89 亿元。由于人民币贬值，汇兑亏损达 6,200 万元，而去年则为汇兑收益 7,900 万元。因此，归属于母公司股东的净利润同比下跌 16%至 6.01 亿元。公司建议末期股息每股人民币 9.9 分，维持常规派息率 100%。公司当前股价相当于 2.26 倍 2019 年预测市账率，高于同业平均的 1.14 倍。
- ❖ 公司将更名为“深圳投控湾区发展有限公司”，以反映公司将专注于湾区内的基础设施和相关业务。《粤港澳大湾区发展规划纲要》已正式发布，广深高速公路和珠江三角洲西岸干道位处粤港澳大湾区的中心地带，长远来看，公司将受惠于粤港澳大湾区的建设及发展。作为深投控旗下的主要海外上市平台，公司未来将专注于湾区内的基础设施及相关业务。董事会建议将公司名称更改为“深圳投控湾区发展有限公司”。我们认为名称变更和业务范围扩大能更好地反映股东背景和大湾区规划给公司带来的巨大发展机遇。
- ❖ 珠西干道双位数增长。2018 年，珠西干道平均每日车流量同比增长 10%，平均每日路费收入同比增长 10%，项目贡献业绩同比增长 34%达 1.62 亿元。该增速得益于（1）港珠澳大桥开通以来对珠西干道的引流作用，（2）西线合营企业路费收入稳步增长的同时，利息支出减少。
- ❖ 广深高速轻微下跌。2018 年，广深高速平均每日车流量同比下降 1%，平均每日路费收入同比下降 3%，项目贡献业绩同比下降 3%至 5.27 亿元。该下跌主要由于：（1）沿江高速大货车 5 折优惠造成的分流，（2）路网改造，（3）台风山竹，（4）周边新开通多条道路造成的分流，（5）经济下行压力。
- ❖ 利好因素：（1）新塘立交地块改造。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 万平方米，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。（2）港珠澳大桥使用率提升。随着准许其他陆路跨境口岸的粤港跨境私家车行驶港珠澳大桥措施的推出，预计大桥使用率将提升，对珠西干道的引流作用将愈加明显。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	CY16A	CY17A	CY18A
路费收入净额(百万人民币)	2,071	2,189	2,160
净利润(百万人民币)	528	714	601
每股收益(人民币)	0.17	0.23	0.20
每股收益变动(%)	3.8	35.2	(15.8)
市帐率(x)	2.06	2.45	2.11
市盈率(x)	21.0	15.6	18.5
股息率(%)	4.7	6.4	5.4
权益收益率(%)	8.7	13.4	12.3

资料来源：彭博，公司，日历年数据由招银国际研究整理

未评级

当前股价 HK\$4.19

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)	12,912
3 月平均流通量(百万港元)	2.33
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%

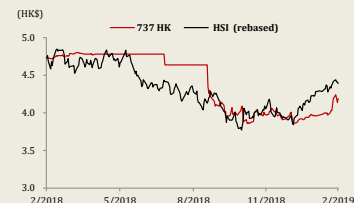
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.0%	-0.3%
3-月	3.2%	-5.5%
6-月	-10.7%	-12.2%

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

图 1：2018 年业绩回顾

年结 12 月 31 日 (百万人民币)	CY17	CY18	YoY
应占合营企业业绩	771	684	-11%
广深高速公路	544	527	-3%
珠江三角洲西岸干道	121	162	34%
其他	106	(5)	N/A
其他收入及其他费用	40	(1)	N/A
折旧	(0)	(0)	17%
一般及行政费用	(41)	(32)	-22%
财务成本	(0)	(1)	3867%
除税前溢利	769	649	-16%
所得税开支	(45)	(39)	-13%
年内溢利	724	610	-16%
年内溢利拨归：			
本公司拥有人	714	601	-16%
非控股权益	10	9	-13%

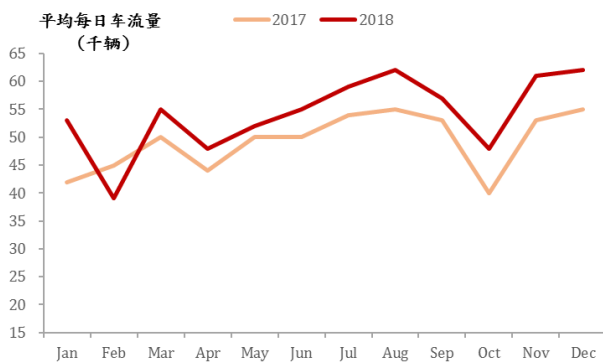
资料来源：公司，招银国际研究

图 2：珠西干道双位数增长，广深高速轻微下跌

年结：12月31日	CY17	CY18	YoY	Jul-Dec 17	Jul-Dec 18	YoY
于合营企业层面						
广深高速公路						
日均路费收入 (人民币千元)	9,419	9,154	-2.8%	9,723	9,242	-4.9%
日均折合全程车流量 (千辆)	103	102	-1.0%	106	103	-2.8%
珠江三角洲西岸干道						
日均路费收入 (人民币千元)	3,593	3,952	10.0%	3,804	4,222	11.0%
日均折合全程车流量 (千辆)	49	54	10.0%	52	58	11.5%

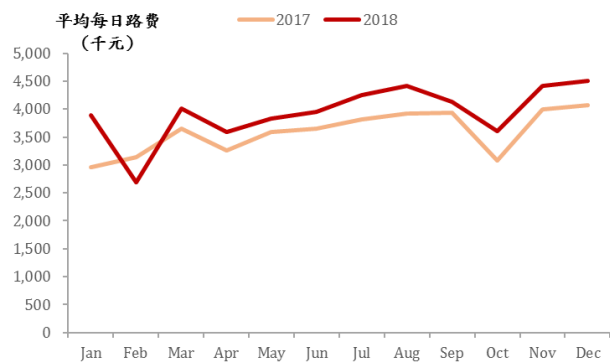
资料来源：公司，招银国际研究

图 3：2018 年珠西干道平均每日车流量



资料来源：公司，招银国际研究

图 4：2018 年珠西干道平均每日路费



资料来源：公司，招银国际研究

图 5：2018 年广深高速平均每日车流量



资料来源：公司，招银国际研究

图 6：2018 年广深高速平均每日路费



资料来源：公司，招银国际研究

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上责任。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)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。