

合和公路基建 (737 HK)

改變帶來機遇

❖ 公司應占兩條公路項目業績同比增長 4%至 6.89 億元，但匯兌虧損導致歸屬於母公司股東的淨利潤下跌。公司將財政年度結算日由 6 月 30 日變更為 12 月 31 日。2018 年，公司應占兩條公路項目業績同比增長 4%至 6.89 億元。由於人民幣貶值，匯兌虧損達 6,200 萬元，而去年則為匯兌收益 7,900 萬元。因此，歸屬於母公司股東的淨利潤同比下跌 16%至 6.01 億元。公司建議末期股息每股人民幣 9.9 分，維持常規派息率 100%。公司當前股價相當於 2.26 倍 2019 年預測市賬率，高於同業平均的 1.14 倍。

❖ 公司將更名為“深圳投控灣區發展有限公司”，以反映公司將專注於灣區內的基礎設施和相關業務。《粵港澳大灣區發展規劃綱要》已正式發佈，廣深高速公路和珠江三角洲西岸幹道位處粵港澳大灣區的中心地帶，長遠來看，公司將受惠於粵港澳大灣區的建設及發展。作為深投控旗下的主要海外上市平臺，公司未來將專注於灣區內的基礎設施及相關業務。董事會建議將公司名稱更改為“深圳投控灣區發展有限公司”。我們認為名稱變更和業務範圍擴大能更好地反映股東背景和大灣區規劃給公司帶來的巨大發展機遇。

❖ 珠西幹道雙位數增長。2018 年，珠西幹道平均每日車流量同比增長 10%，平均每日路費收入同比增長 10%，項目貢獻業績同比增長 34%達 1.62 億元。該增速得益於（1）港珠澳大橋開通以來對珠西幹道的引流作用，（2）西線合營企業路費收入穩步增長的同時，利息支出減少。

❖ 廣深高速輕微下跌。2018 年，廣深高速平均每日車流量同比下降 1%，平均每日路費收入同比下降 3%，項目貢獻業績同比下降 3%至 5.27 億元。該下跌主要由於：（1）沿江高速大貨車 5 折優惠造成的分流，（2）路網改造，（3）颱風山竹，（4）周邊新開通多條道路造成的分流，（5）經濟下行壓力。

❖ 利好因素：（1）新塘立交地塊改造。若地方政府確定廣深高速公路新塘立交用地規劃變更，地方政府需向廣深合營企業支付土地補償金。管理層披露該地塊住宅用地建築面積為 60 萬平方米，土地準備及招拍掛將於年內完成。目前，公司正與交通局積極協商方案，以使土地價值最大化。（2）港珠澳大橋使用率提升。隨著准許其他陸路跨境口岸的粵港跨境私家車行駛港珠澳大橋措施的推出，預計大橋使用率將提升，對珠西幹道的引流作用將愈加明顯。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	CY16A	CY17A	CY18A
路費收入淨額(百萬人民幣)	2,071	2,189	2,160
淨利潤(百萬人民幣)	528	714	601
每股收益(人民幣)	0.17	0.23	0.20
每股收益變動(%)	3.8	35.2	(15.8)
市帳率(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
權益收益率(%)	8.7	13.4	12.3

資料來源：彭博，公司，日曆年數據由招銀國際研究整理

未評級

當前股價 HK\$4.19

徐涵博

電話：(852) 3761 8725

郵件：xuhanbo@cmbi.com.hk

丁文捷, PhD

電話：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

中國交通業

市值(百萬港元)	12,912
3 月平均流通量(百萬港元)	2.33
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%

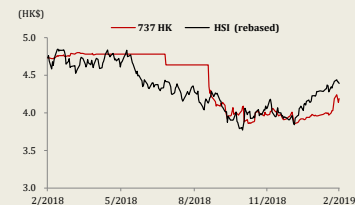
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	4.0%	-0.3%
3-月	3.2%	-5.5%
6-月	-10.7%	-12.2%

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 1：2018 年業績回顧

年結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%

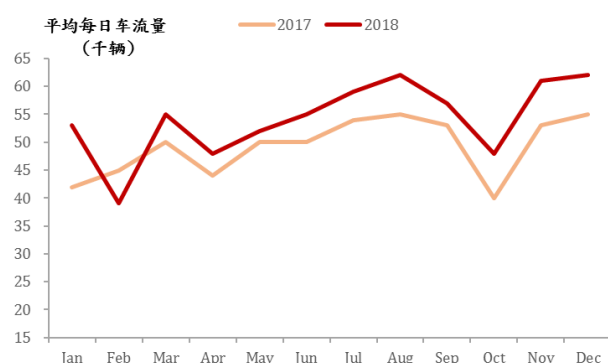
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 2：珠西幹道雙位數增長，廣深高速輕微下跌

年結：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%

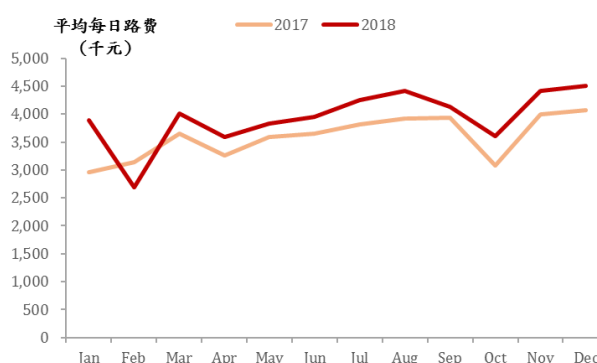
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 3：2018 年珠西幹道平均每日車流量



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 4：2018 年珠西幹道平均每日路費



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 5：2018 年廣深高速平均每日車流量



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 6：2018 年廣深高速平均每日路費



資料來源：公司，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。而過去的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。