

合和公路基建 (737 HK)

公路资产横贯大湾区

- ❖ **在珠江三角洲经营两条战略要道。**合和公路基建建设和运营两条连接珠三角主要城市的高速公路——广深高速公路和珠江三角洲西岸干道。2018年4月，公司被深投控从合和实业手中收购。目前，深投控持有公司71.83%的股份，其次是战略投资者万科（9.90%）和太平（9.45%）。后两者分别于2018年7月和8月入股。
- ❖ **强大的股东背景和股东支持。**深投控由深圳市国资委全资持有，总资产约5,000亿元人民币，是深圳最大的国有企业，业务遍及金融服务、科技园区、新兴产业和高端服务等多个领域。根据其于2018年10月推出的改革计划，深投控旨在成为深圳市主要的科技金控平台。
- ❖ **广深高速公路的收入贡献下降，而珠江三角洲西岸干道的贡献则有所增加。**广深高速公路净路费收入占比由2014财年的77.0%下降至2018财年的69.3%。在2018年7至12月期间，广深高速公路的平均每日路费收入同比下降4.9%，平均每日折合全程车流量同比下降2.8%。这是由于（1）台风影响；（2）周边道路网络的交通分流（如广州北三环高速公路以及东莞市两条与广深高速东莞段平行的城市道路）；（3）宏观经济下行压力。珠江三角洲西岸干道净路费收入占比由2014财年的23.0%提升至2018财年的30.7%。在2018年7至12月期间，珠江三角洲西岸干道的平均每日路费收入同比增长11.0%，平均每日折合全程车流量同比增长12.6%。我们认为，珠江三角洲西岸干道路费收入的强劲增长将成为拉动公司未来收入增长的主要动力。
- ❖ **投资亮点和利好因素。**（1）粤港澳大湾区带来的增长机会。公司的高速公路资产位于湾区核心地带，横跨广州、深圳、东莞、佛山和江门。尽管存在暂时性分流影响，公司的高速公路收入仍将受益于该地区的发展。（2）作为深投控的海外上市平台，公司将受益于股东支持。（3）广深高速公路新塘立交改造方案可能带来潜在的增值收益。该方案的草案表明，部分土地将来可能会转为住宅用途。（4）股息收益率约为8.0%。公司维持派息率100%，高于同业。
- ❖ **主要投资风险。**（1）经济放缓及周边道路网络变化导致广深高速公路的收入和利润减少；（2）对道路运营商不利的高速公路政策，例如：给予卡车同行费折扣以降低企业物流成本。

财务资料

(截至6月30日)	FY16A	FY17A	FY18A
路费收入净额(百万人民币)	2,002	2,159	2,162
净利润(百万人民币)	511	623	656
每股收益(人民币)	0.17	0.20	0.21
每股收益变动(%)	(1.6)	21.8	5.4
市帐率(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
权益收益率(%)	7.3	10.2	12.3

来源：公司，招银国际研究

未评级

当前股价 HK\$3.96

丁文捷, PhD

电话：(852) 3900 0856/

(86) 755 2367 5597

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

徐涵博

电话：(852) 3761 8725

邮件：xuhanbo@cmbi.com.hk

中国基建业

市值(百万港元)	12,203
3月平均流通量(百万港元)	2.47
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%

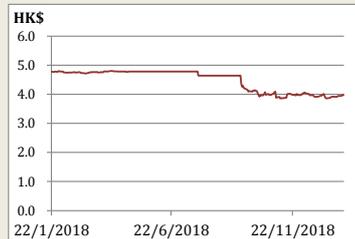
资料来源：HKEx

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.8%	-6.8%
3-月	-1.2%	-11.1%
6-月	-14.2%	-10.3%

资料来源：彭博

股价表现

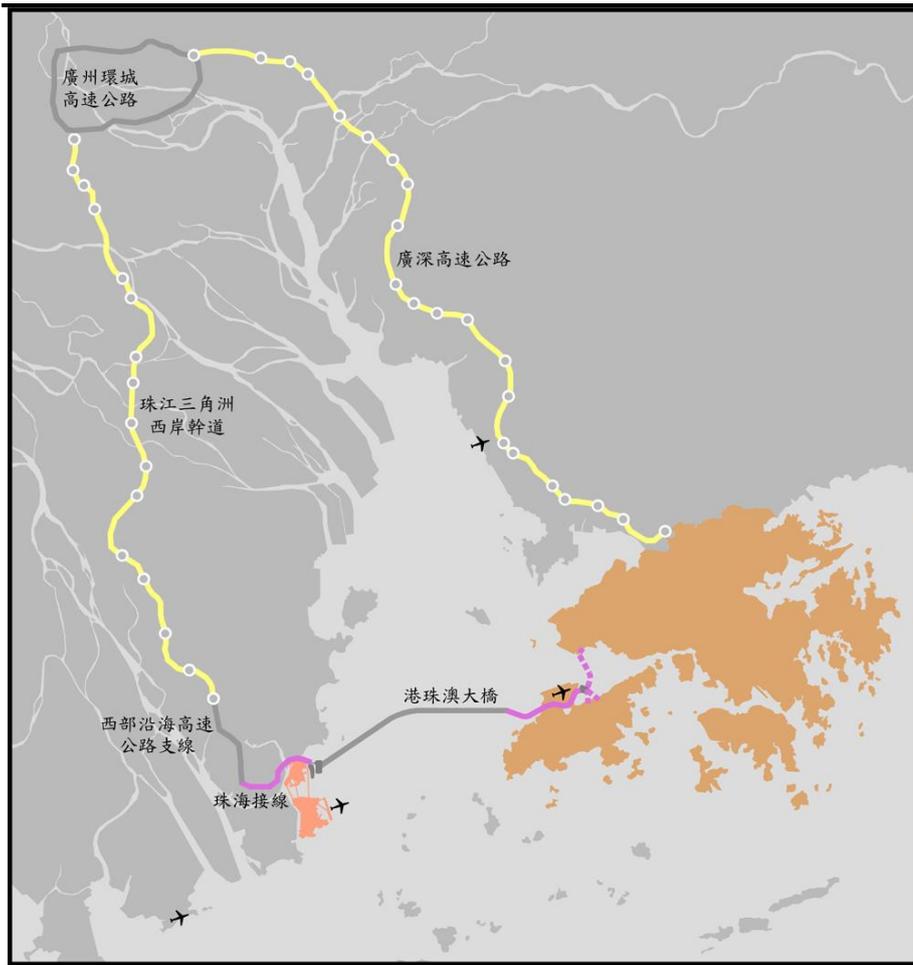


资料来源：彭博

审计师：德勤

公司网站：www.hopewellhighway.com

图 1：公司高速公路资产地理位置



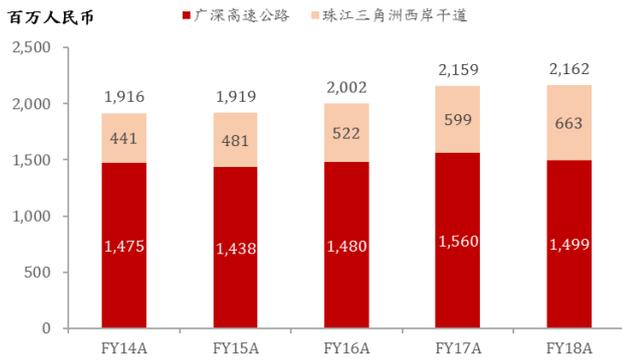
来源：公司，招银国际研究

图 2：公司高速公路资产相关信息

	广深高速公路	珠江三角洲西岸干道
路线	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	

来源：公司，招银国际研究

图 3: 高速公路净路费收入



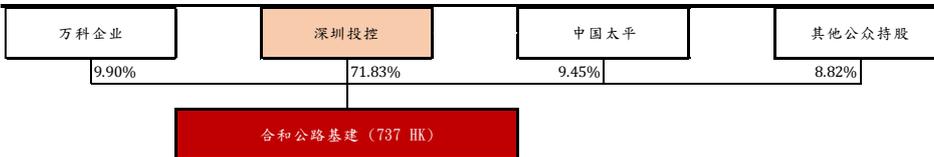
来源: 公司, 招银国际研究

图 4: 公司高速公路资产的收入贡献

财年 (年结: 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						
日均路费收入 (人民币千元)	9,169	9,395	2.5%	9,723	9,243	-4.9%
日均折合全程车流量 (千架次)	99	104	5.1%	106	103	-2.8%
珠江三角洲西岸干道						
日均路费收入 (人民币千元)	3,377	3,741	10.8%	3,804	4,223	11.0%
日均折合全程车流量 (千架次)	47	51	10.0%	52	58	12.6%

来源: 公司, 招银国际研究

图 5: 公司股权结构



来源: 公司, 招银国际研究

图 6: 同业比较

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	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	HOPWELL INFR	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	YUEXU 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 INFRAS	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 ZHONGYUAN-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				
600055 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	238	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				
600369 CH EQUITY	JIANGXI GANYUE-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	2,444	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	23,520	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				

来源: 彭博, 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。