

新创建集团 (659 HK)

为防守型业务添加增长动力

随着减息周期临近，非周期性高息股份表现料相对出色。新创建的收费道路和飞机租赁等核心业务，为公司带来强劲现金流和稳定收益。虽然 2019 财年盈利料同比下降，但我们估计公司营运溢利已触底，并将回复长期增长趋势。管理层重视公司增长，进一步出售非核心资产以及成功整合保险业务将促使估值重估。首次覆盖给予买入评级，目标价定于 19.02 港元。

- **盈利触底反弹。**新创建将于 2019 年 9 月公布 2019 财年业绩(6 月年结)，由于一些短期因素，我们预计每股盈利同比下降 25.9%。受益于新增长动力，我们估计在 2019-21 财年公司应占经营溢利的复合年增长率为 12.1%。假如我们将正待监管机构审批的富通保险收购项目纳入计算范围，利润增长则更为显著。
- **专注核心业务有助估值重估。**新创建近年来较频密地出售非核心资产，并转向投资更具增长潜力的业务。我们认同公司政策方向，进一步重组资产并专注核心业务（道路、飞机租赁、保险）将有利提高盈利预测和估值。
- **催化剂：并购拉动增长。**新创建拥有充裕净现金，即使假设富通保险收购已完成，净负债比率仍将处于健康水平。公司拥有现金流强劲的业务，加上未来或出售更多非核心资产，新创建拥有足够弹药进行更多并购以推动增长。
- **公司正检视股息政策。**公司目前的派息比率为净利润的 50%，受到一次性和非经营项目影响，若股息政策不变，预计 2019 财年每股派息将随净利润下跌，有损其作为高息防守股的吸引力。管理层正考虑其他方案，而一个能提供稳定和可预见每股派息的新政策，相信将会受到投资者欢迎。
- **股价较资产净值折让 36%。**根据分类加总估值法，我们得出资产净值每股 23.76 港元，以公司目前股价对应资产净值有 36% 折让。基于资产净值 20% 折让的假设，我们的目标价定于 19.02 港元，加上预测年度派息 0.58 港元，潜在总回报率为 28.1%。

财务资料

(截至 6 月 30 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万港元)	31,385	35,115	27,600	30,075	31,209
应占经营溢利(百万港元)	4,840	5,232	4,929	5,679	6,199
同比增长(%)	2.1	8.1	(5.8)	15.2	9.2
股东应占溢利(百万港元)	5,629	6,069	4,510	4,572	5,088
每股盈利(港元)	1.46	1.56	1.16	1.17	1.30
每股盈利变动(%)	12.5	6.6	(25.9)	1.4	11.3
市盈率(倍)	10.4	9.8	13.2	13.1	11.7
市帐率(倍)	1.20	1.19	1.17	1.12	1.06
股息率(%)	4.8	5.1	3.8	3.8	4.3
权益收益率(%)	11.9	12.3	8.9	8.7	9.3
不良贷款率(%)	6.6	7.0	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (首次覆盖)

目标价	HK\$19.02
潜在升幅	+24.3%
当前股价	HK\$15.30

综合企业行业

苏沛丰, CFA

(852) 3900 0857
danielso@cmbi.com.hk

徐涵博

(852) 3761 8725
xuhanbo@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	59,840
3 月平均流通量(百万港元)	39.66
52 周内股价高/低(港元)	21.9 / 13.5
总股本(百万)	3,911.1

资料来源：彭博

股东结构

新世界发展有限公司	60.86%
周大福企业	2.49%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.3%	-6.9%
3-月	-8.0%	-3.0%
6-月	-9.2%	-15.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：罗兵咸永道

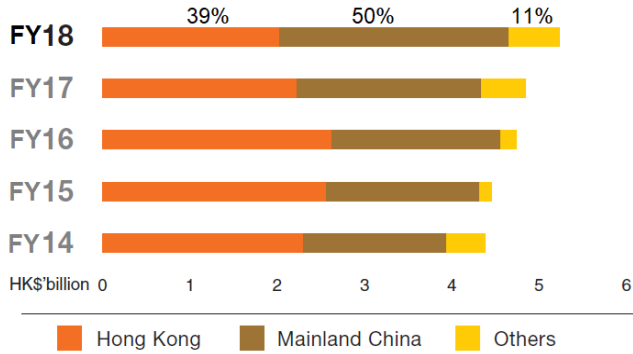
请登录 2019 年亚洲货币券商
投票网址，投下您对招银国际
研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

重要图表

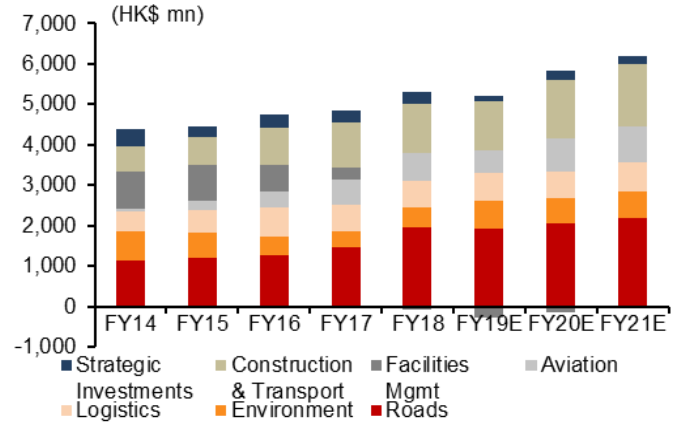
图 1: 应占经营溢利 (按地区)

AOP by Region
for the year ended 30 June



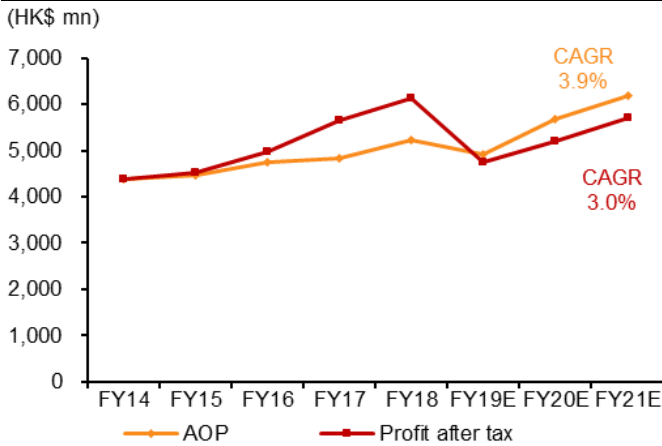
资料来源: 公司及招银国际证券

图 2: 应占经营溢利 (按业务)



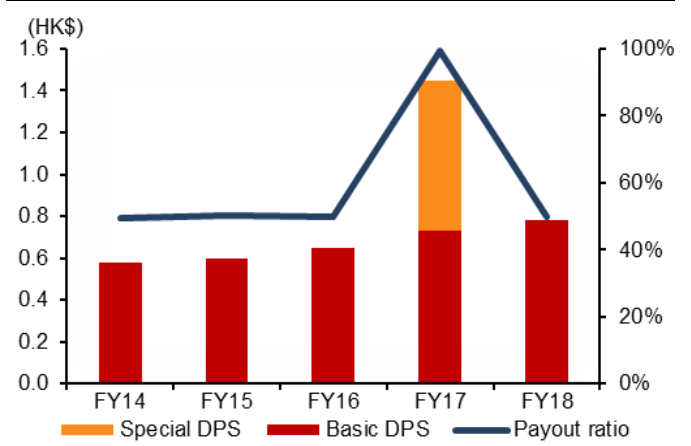
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 3: 经营溢利稳定增长



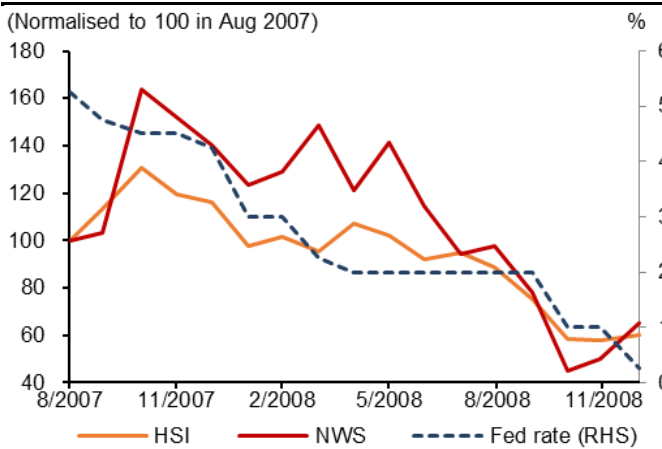
资料来源: 公司及招银国际证券预测

图 4: 派息比率稳定



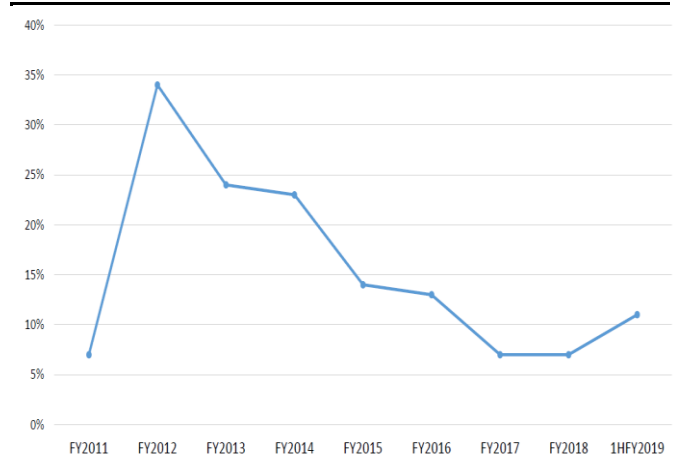
资料来源: 公司及招银国际证券

图 5: 减息周期下新创建与恒指比较



资料来源: 彭博及招银国际证券

图 6: 负债比率维持在健康水平



资料来源: 公司

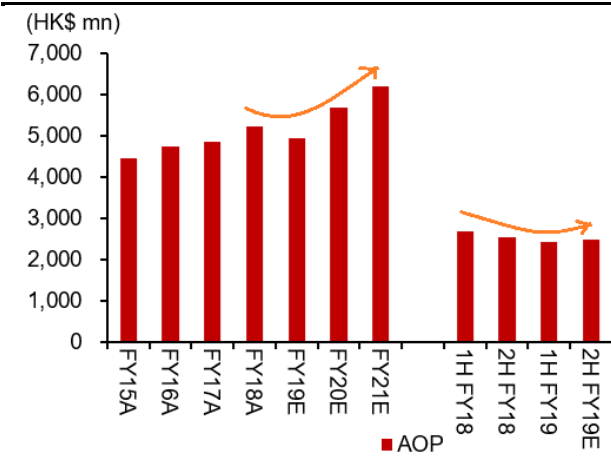
投资亮点

1. 主要盈利将触底

尽管新创建为一家综合企业，主要业务稳定（如道路业务），但公司或会在2019年9月早有所公布全年（年结截至6月30日）净利润及应占经营溢利倒退。我们认为这只是个别例子，公司长远仍会维持稳定盈利增长。

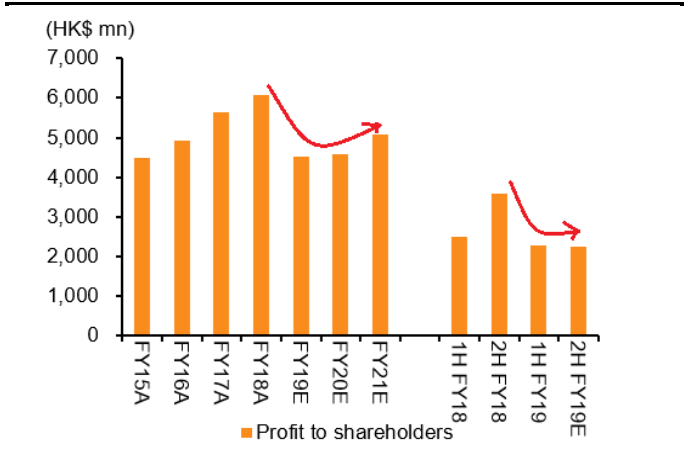
2019财年业绩很大部份受到人民币贬值、出售及重新分类北京首都机场（694 HK），以及设施管理业务所订立的新管理合同所拖累。随着这些因素影响减弱，加上新收购 Sky Aviation 和湖南随岳高速公路、2019年1月起巴士车费上调，均有助提升增长动力，我们预计应占经营溢利将在2019财年下半年和2020财年回复增长。

图 7: 应占经营溢利将触底反弹



资料来源：公司及招银国际证券预测

图 8: 净利润小幅回升

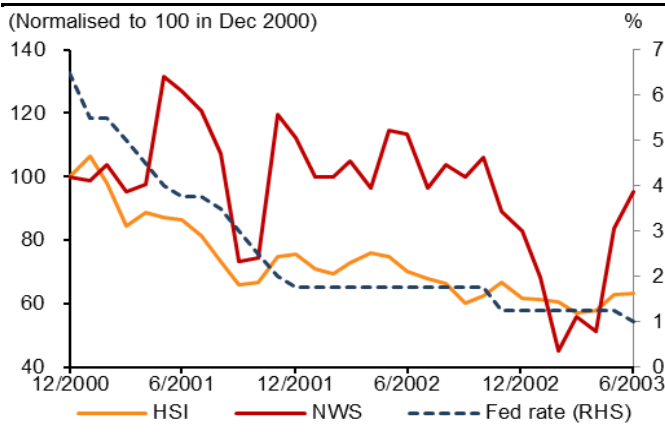


资料来源：公司及招银国际证券预测

2. 防守型收益股份

美联储强烈暗示未来几个月将降息，意味将很快进入降息周期，并通常伴随着经济转弱和企业盈利减少。此时非周期性防守型股份便显得格外出色。在这种情况下，具有稳定和高股息收益率的股份表现一般优于市场。

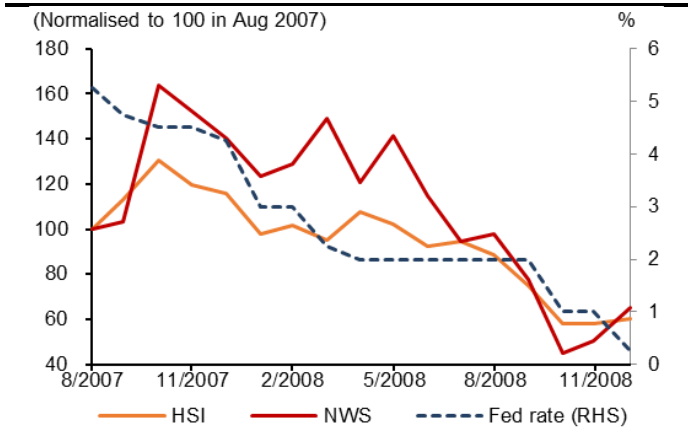
图 9: 2001-03 年减息周期下新创建与恒指比较



资料来源：彭博及招银国际证券

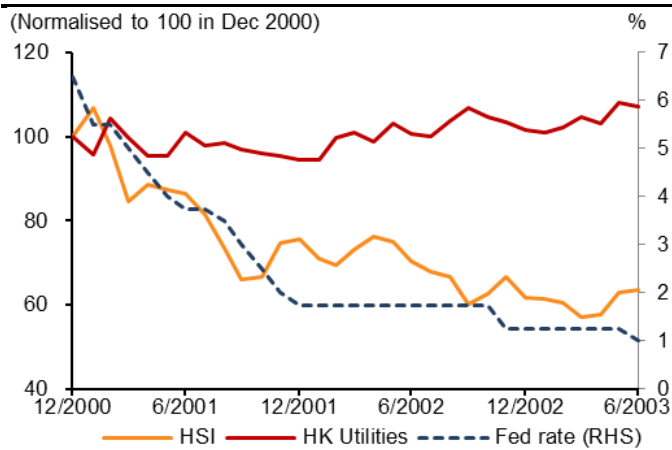
前称太平洋港口，于2002年重组易名为新创建

图 10: 2007-08 年减息周期下新创建与恒指比较



资料来源：彭博及招银国际证券

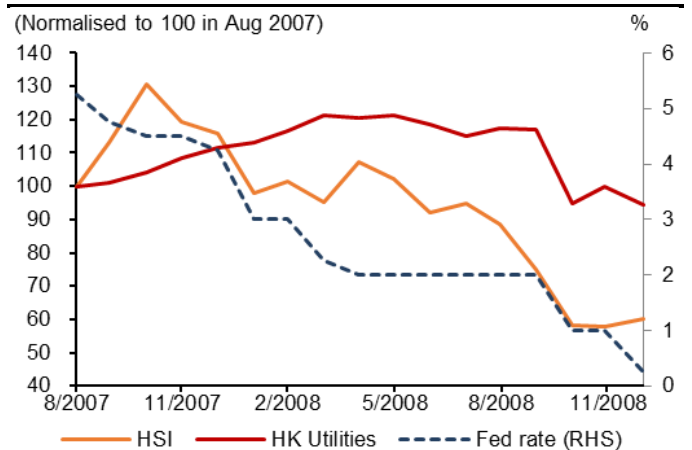
图 11: 2001-03 年减息周期下香港公用股与恒指比较



资料来源: 彭博及招银国际证券预测

“香港公用股”包括中电 (2 HK)、香港中华燃气 (3 HK)、电能实业 (6 HK) 及长江基建 (1038 HK)

图 12: 2007-08 年减息周期下香港公用股与恒指比较



资料来源: 彭博及招银国际证券预测

3. 专注核心业务有助估值重估

有投资者认为新创建业务过于多元化, 某些业务对公司利润贡献不大。我们认为道路、航空、建筑和保险为增长潜力较大的核心业务。虽然管理层正在积极寻求更多增长机会, 但出售非核心业务/资产对于为新投资提供资金至关重要。在过去几年, 公司已多次出售项目, 例如北京首都机场、卓佳和新矿资源的股权, 及两个天津港口、协盛、葵涌物流中心。进一步出售非核心资产以及合理地重新调配资金至核心业务将有助提升公司估值。

4. 保险业务的新增长动力

新创建于 2018 年 12 月宣布收购富通保险有限公司 (「富通保险」) 的全部已发行股本。新创建预计此项收购将于 2019 年四季度初完成, 有待香港保险业监管局批准。富通保险 2018 年的净利润为 12.28 亿港元, 相当于新创建 2018 财年净利润的 20%。完成收购富通保险将立刻推高新创建的盈利 (我们的分析模型未有将富通保险因素计算在内)。

此外, 预计富通保险将与公司其他业务产生协同效应, 并开始接触新世界发展 (17 HK) 及周大福集团的强大客户群。

公司背景

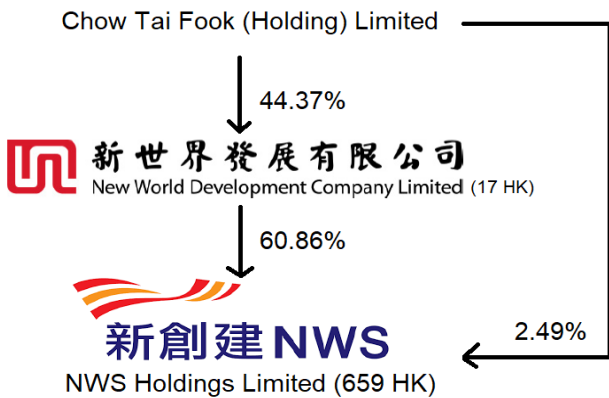
新创建集团有限公司是新世界发展旗下一间多元产业的上市旗舰，以基建及服务业务为主，其母公司为郑氏家族投资公司周大福（控股）有限公司。

新创建覆盖七大业务，包括道路、环境、物流、航空、设施管理、建筑及交通、以及策略性投资，业务主要集中在中国内地和香港（分别在2018财年贡献50%和39%的应占经营溢利）。

这七项业务可分为两大类。基建方面包括道路、环境（污水处理，发电厂）、物流（物流中心，铁路集装箱码头）和航空（飞机租赁），这些都是相当稳定和非周期性的业务。服务方面包括设施管理（会展中心，免税店，医院）、建筑及交通、策略性投资，这些都是相对周期性的业务。

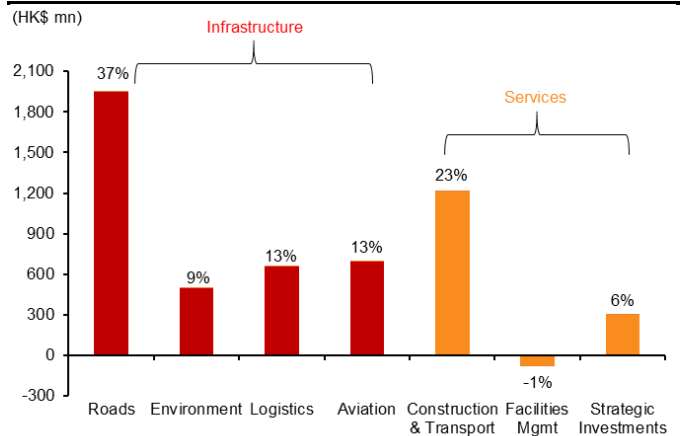
新创建拥有众多子公司、联营公司和合营企业，而一些没有任何附属公司的业务并未为新创建的财务报表带来任何收入。因此，「应占经营溢利」（AOP）较收入更能反映每项业务的贡献。每项业务的经调整后应占经营溢利总和，扣除总公司开支与非经营项目后，相等于净利润。

图 13: 股权结构



资料来源：公司及招银国际证券

图 14: 2018 财年的应占经营溢利（按业务）



资料来源：公司及招银国际证券

财务分析

利润表

年结: 6月30日(百万港币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	31,385	35,115	27,600	30,075	31,209
道路	2,377	2,624	2,581	2,687	2,786
航空	-	161	162	170	178
设施管理	6,915	5,571	4,191	4,317	4,446
建筑及交通	22,093	26,760	20,666	22,901	23,799
销售成本	(27,763)	(31,332)	(24,627)	(26,835)	(27,847)
毛利	3,622	3,783	2,974	3,240	3,362
其他收益	1,105	2,809	727	547	500
一般及行政费用	(1,294)	(1,466)	(1,153)	(1,256)	(1,303)
经营溢利	3,433	5,126	2,548	2,531	2,559
财务费用	(468)	(348)	(274)	(298)	(309)
应占联营公司业绩	1,591	756	891	898	1,172
应占合营公司业绩	1,775	1,331	1,982	2,472	2,704
除所得税前溢利	6,330	6,866	5,148	5,603	6,125
所得税开支	(685)	(745)	(411)	(404)	(406)
年内溢利	5,645	6,121	4,737	5,199	5,719
永久资本证券	-	-	(187)	(583)	(583)
非控股权益	(16)	(52)	(40)	(44)	(48)
净利润	5,629	6,069	4,510	4,572	5,088

现金流量表

年结: 6月30日(百万港币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20A	FY21A
经营溢利	3,433	5,126	2,548	2,531	2,559
调整项					
折旧及摊销	1,203	1,487	1,396	1,416	1,436
其他	(1,003)	(2,530)	(500)	(500)	(500)
营运资金变动					
存货	(3)	22	-	-	-
贸易及其他应收款项	(332)	(787)	(706)	(1,153)	(528)
贸易及其他应付款项	1,471	859	86	1,028	471
其他	(872)	983	-	-	-
经营活动产生的现金净额	3,898	5,159	2,823	3,323	3,438
自联营公司收取的股息	1,880	542	891	898	1,172
自合营企业收取的股息	1,587	1,845	1,982	2,472	2,704
资本开支	(688)	(536)	(735)	(400)	(400)
其他投资活动	(375)	(344)	736	355	(60)
投资活动产生的现金净额	2,404	1,507	2,874	3,324	3,416
借贷	(1,841)	444	1,000	2,388	691
已付公司股东股息	(1,947)	(5,570)	(2,927)	(2,266)	(2,415)
其他融资活动	(3,955)	12	12,749	1,823	(517)
融资活动动用的现金净额	(7,743)	(5,115)	10,822	1,944	(2,241)
现金及现金等价物变动	(2,381)	821	16,029	8,109	4,127
于年初的现金及现金等价物	8,893	6,437	7,297	23,325	31,435
货币汇兑差异	(76)	39	-	-	-
于年终的现金及现金等价物	6,437	7,297	23,325	31,435	35,562

资产负债表

年结: 6月30日(百万港币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	55,001	55,507	54,965	55,315	55,797
物业、厂房及设备	5,488	5,370	5,699	5,673	5,626
无形特许经营权	11,936	11,492	10,535	9,578	8,620
联营公司	16,181	13,763	15,139	16,653	18,319
合营企业	15,129	15,008	14,858	14,710	14,563
其他非流动资产	6,268	9,874	8,733	8,701	8,670
流动资产	20,725	19,267	36,642	45,904	50,559
现金及银行结存	6,453	6,657	23,325	31,435	35,562
贸易及其他应收款项	13,787	12,149	12,855	14,007	14,536
其他流动资产	484	462	462	462	462
经调整待售资产	-	151	-	-	-
流动负债	14,329	12,995	15,417	15,142	15,377
借贷	306	1,035	3,647	2,344	2,108
贸易及其他应付款项	13,643	11,384	11,470	12,498	12,970
其他流动负债	380	576	300	300	300
非流动负债	12,122	11,807	17,121	22,260	24,384
借贷	9,377	9,140	7,527	11,218	12,145
债务证券	-	-	5,070	5,070	5,070
其他非流动负债	2,519	2,490	2,490	2,490	2,490
股东权益	49,057	49,950	51,064	53,455	56,224
永久资本证券	-	-	7,800	10,140	10,140
非控股权益	218	174	205	221	231
总权益	49,275	50,124	59,069	63,816	66,595

主要比率

年结: 6月30日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
应占经营溢利组成 (%)					
道路	30.6	37.2	38.7	35.9	35.1
环境	8.1	9.4	14.5	11.0	10.9
物流	13.2	12.5	13.5	11.8	11.2
航空	12.6	13.3	11.6	14.5	14.7
设施管理	6.2	(1.4)	(5.5)	(2.7)	(0.0)
建筑及交通	23.4	23.2	24.7	25.6	24.6
策略性投资	5.9	5.8	2.5	3.8	3.5
盈利能力比率 (%)					
经营利润率	10.9	14.6	9.2	8.4	8.2
净利润率	17.9	17.3	16.3	15.2	16.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.45	1.48	2.38	3.03	3.29
速动比率 (x)	1.41	1.45	2.35	3.00	3.26
净负债率 (%)	6.6	7.0	-12.0	-20.1	-24.4
回报率 (%)					
资本回报率	11.9	12.3	8.9	8.7	9.3
资产回报率	7.4	7.9	5.3	4.7	4.9
每股数据(港币)					
每股盈利	1.46	1.56	1.16	1.17	1.30
每股股息	0.73	0.78	0.58	0.59	0.65
每股账面价值	12.7	12.8	13.1	13.7	14.4

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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投资银行相关业务联系。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商投资者

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个人。