

河北建设 (1727 HK)

享受京津冀带来的机遇

❖ **抓住京津冀一体化的发展机遇。**公司未完成合同总额从2017年12月的673亿元(人民币,下同)增加至2018年6月的708亿元。京津冀仍然是公司的主要市场。60.9%的未完成合同额位于该地区。我们看好公司在京津冀的发展价值,长期看1)在京津冀一体化下,河北城镇化率仍有很大提高空间;2)雄安新区建设稳步推进,部分项目已经落地,期待未来有更多的项目开工建设;短期看,3)近期基建投资有加快的趋势。自7月以来,各级政府通过债券发行和贷款等方式推出了增加基础设施项目融资的举措,加快现有项目的建设和新项目的审批。事实上,河北建设已经在雄安取得一定进展,在该地区投得7个建设项目。

❖ **加快装配式业务发展。**2015年,河北建设获批「河北省住宅产业现代化基地」,成为河北省首家集钢结构与PC(混凝土预制件)结构及建筑部品于一体的住宅产业现代化基地。2014年,公司在保定清苑县河北绿色建筑产业园投资建设第一条PC生产流水线。目前PC项目车间建筑面积17,000平,可容纳两条自动化PC生产线。预制件装配线的产能为8万平(建筑面积),预制率可达30%至50%。管理层表示,公司计划扩大现有产能,并寻求在保定地区建设新的PC工厂。我们相信公司的装配式业务可受益于雄安较高的建设要求,并发挥其PC工厂与雄安的距离优势。

❖ **期待更多PPP项目。**公司战略性地加大PPP项目的投资以承接更多的基建项目。相比房屋建设,基建项目的合同额更大,利润率更高。此前,公司的PPP业务规模相对较小。但公司逐步扩大PPP项目规模,项目持股比例也提高至75-90%,并有选择地竞标PPP项目。公司预计PPP模式的收入将占2018年收入的10%。

❖ **维持买入评级。**18年上半年,公司净利润增长9.6%至5.51亿元。净利润率从17年上半年的2.5%上升至18年上半年的2.9%。18年上半年,房屋建筑占总建筑收入的67.0%。我们认为基建业务仍有很大的增长空间,利润率也有提高空间。我们将18和19财年的盈利预测分别调整为11.65亿元和12.84亿元。我们选择8家香港上市建筑公司作为同业比较。同业平均FY18/19市盈率为6.9/6.1倍。我们使用19财年盈利作为估值基础,参考同业的平均市盈率,我们的目标价为5.18港元。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	38,609	41,177	41,556	44,322	47,642
净利润(百万人民币)	768	1,052	1,165	1,284	1,456
EPS(人民币)	0.64	0.80	0.66	0.73	0.83
EPS变动(%)	n.a.	25.5	(17.7)	10.2	13.4
市盈率(x)	5.7	4.5	5.5	5.0	4.4
市帐率(x)	1.5	1.6	1.3	1.1	0.9
股息率(%)	n.a.	n.a.	3.6	4.0	4.6
权益收益率(%)	27.1	27.0	24.0	21.8	20.6
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源:公司及招银国际研究

买入(维持)

目标价	HK\$5.18
(上一次目标价)	HK\$5.58
潜在升幅	+22.7%
当前股价	HK\$4.22

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	7,433
3月平均流通量(百万港元)	7.8
5周内股价高/低(港元)	4.97/4.06
总股本(百万)	1,733

资料来源:彭博

股东结构

中儒投资	68.3%
自有流通	26.2%

资料来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-6.1%	-9.8%
3-月	-14.1%	-4.6%
6-月	-14.8%	-1.7%

资料来源:彭博

股价表现



资料来源:彭博

审计师: EY

公司网站: www.hebjs.com.cn

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	38,609	41,177	41,556	44,322	47,642
建筑工程	37,714	38,909	40,349	43,634	47,040
其他业务	896	2,268	1,207	688	603
销售成本	(36,727)	(38,946)	(39,533)	(42,166)	(45,232)
毛利	1,883	2,231	2,024	2,156	2,410
其他收入	185	206	250	300	360
销售费用	(66)	(39)	(37)	(40)	(43)
行政费用	(326)	(423)	(416)	(443)	(476)
其他收益	(213)	(399)	(104)	(111)	(119)
息税前收益	1,463	1,575	1,716	1,861	2,132
应占联营和合营公司收益	58	(4)	(44)	(9)	(1)
财务费用	(230)	(183)	(194)	(213)	(234)
特殊收入	17	176	20	-	-
税前利润	1,308	1,565	1,499	1,640	1,896
所得税	(257)	(497)	(390)	(394)	(455)
已终止业务(亏损)/利润	(237)	27	-	-	-
非控制股东权益	(45)	(42)	55	37	14
净利润	768	1,052	1,165	1,284	1,456

来源：公司资料，招银国际则预测

资产负债表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	1,524	2,163	2,429	2,501	2,520
物业、厂房及设备	369	434	582	662	683
投资型房地产	133	135	135	135	135
联营及合营公司的权益	79	319	314	305	305
其他	943	1,275	1,397	1,397	1,397
流动资产	59,883	48,595	51,800	55,541	59,910
存货	168	78	79	84	90
合同资产	27,707	27,745	31,482	33,577	36,093
在建物业/可售物业	4,421	3,315	1,976	1,581	1,264
贸易及其他应收账款	10,777	6,137	6,194	6,606	7,101
现金及现金等价物	4,669	5,288	4,685	6,309	7,977
受限制现金及抵押存款	1,005	223	539	539	539
其他	11,136	5,810	6,846	6,846	6,846
流动负债	57,777	44,726	47,213	49,837	52,875
贸易及其他应付账款	40,291	30,850	32,944	35,139	37,693
合同负债	2,810	4,375	4,942	5,271	5,654
带息借款	3,316	1,847	2,200	2,300	2,400
其他	11,359	7,654	7,128	7,128	7,128
非流动负债	540	1,722	1,800	2,000	2,200
带息借款	540	1,722	1,800	2,000	2,200
非控股权益	255	409	353	316	301
资产净额	2,834	3,903	4,862	5,889	7,054
权益股东应占权益	2,834	3,903	4,862	5,889	7,054

来源：公司资料，招银国际则预测

现金流量表

年结：12月31日（百万元人民币）	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	1,463	1,575	1,716	1,861	2,132
折旧和摊销	52	40	52	70	79
营运资金变动	(4,929)	(6,107)	(1,940)	11	(79)
税务开支	(236)	(497)	(390)	(394)	(455)
其他	5,910	4,514	(84)	174	81
经营活动所得现金净额	2,262	(475)	(645)	1,723	1,758
购置固定资产	(138)	(105)	(200)	(150)	(100)
联营公司	(2)	1	44	9	1
其他	146	1,059	-	-	-
投资活动所得现金净额	6	956	(156)	(141)	(99)
股份发行	123	1,639	-	-	-
净银行借贷	(453)	(287)	431	300	300
股息	(15)	(1,535)	(233)	(257)	(291)
其他	483	(173)	-	-	-
融资活动所得现金净额	138	(356)	198	43	9
现金增加净额	2,406	124	(603)	1,625	1,668
年初现金及现金等价物	2,757	5,164	5,288	4,685	6,309
汇兑/其他	(495)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	4,669	5,288	4,685	6,310	7,977

来源：公司资料，招银国际则预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合（%）					
物业开发	97.7	94.5	97.1	98.4	98.7
投资物业租金	2.3	5.5	2.9	1.6	1.3
总额	100	100	100	100	100

盈利能力比率（%）

毛利率	4.9	5.4	4.9	4.9	5.1
	3.8	3.8	4.1	4.2	4.5
税前利率	3.4	3.8	3.6	3.7	4.0
净利润率	2.0	2.6	2.8	2.9	3.1
有效税率	19.7	31.8	26.0	24.0	24.0

增长（%）

收入	41.9	6.7	0.9	6.7	7.5
毛利	85.3	18.5	(9.3)	6.5	11.8
净利润率	73.8	7.6	9.0	8.4	14.5
净利润	89.1	37.0	10.7	10.2	13.4

资产负债比率

流动比率（x）	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
平均应收账款周转天数	102	54	54	54	54
平均应付账款周转天数	400	289	304	304	304
平均存货周转天数	2	1	1	1	1
净负债/总权益比率（%）	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

回报率（%）

资本回报率	27.1	27.0	24.0	21.8	20.6
资产回报率	0.7	1.1	1.1	1.1	1.2

每股数据

每股盈利(人民币)	0.64	0.80	0.66	0.73	0.83
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	0.13	0.15	0.17
每股账面值(人民币)	2.36	2.22	2.76	3.34	4.00

来源：公司资料，招银国际则预测

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策。

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，请与我们联络。

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人。