

河北建設 (1727 HK)

把握建築機遇

概要。河北建設在4月30日宣布籌劃A股發行方案的議案。2019年5月17日，公司宣布與關聯方訂立股權置換和轉讓協議。公司將出售其房地產業務并收購園林工程業務。我們認為該交易短期對利潤率造成影響，但長期將有助緩解房地產市場帶來的業務波動，同時也為A股發行做好準備。

- **擬開始籌劃A股發行方案。**4月30日，河北建設宣布籌劃A股發行方案的議案。河北建設為H股結構，其H股占總股本26.2%。A股發行計劃仍處於初步階段。雖然剝離房地產業務後將增加其發行A股機會，但當中仍存在不確定性，而且需時較久。我們對其A股發行計劃持謹慎樂觀態度。
- **股權置換和轉讓。**2019年5月17日，河北建設宣布與關聯方簽訂股權置換和轉讓協議。完成股權置換和轉讓協議後，本公司將出售其房地產業務并收購園林工程業務（河北建設集團園林工程有限公司）。公司相信該交易將有助加強其核心建築業務，并抓住京津冀的機遇。我們認為，由於房地產發展業務與建築業務的利潤率差距甚大（約25%與5%毛利率之差），剝離房地產業務可能在短期內對利潤率產生負面影響。但房地產業務并非公司主業，規模較小且收入波動較大，從長遠看，剝離該業務可以緩解房地產市場帶來的整體業務波動。房地產業務收入從2017年到2018年下跌34%，2018年更錄得負利潤。更重要的是，出售房地產業務有助A股發行計劃。
- **關於河北建設集團園林工程有限公司。**河北建設集團園林工程有限公司專業從事綠化苗木研發與種植、園林工程規劃設計與施工、生態環境治理與修復以及城市園林綠化養護運營。根據公告，河北建設集團園林工程於2017/18財年分別錄得淨利潤5,500萬及3,600萬元（人民幣，下同），截至2018年12月31日持有29.43億元合約。利潤下跌主要歸因於管理費用和S財務費用上升、投資收益減少和資產減值損失增加。我們預計河北建設集團園林工程可通過與河北建設合併來提高經營杠杆。公司收購價為2.41億元，對應5.9倍2018財年市盈率。

財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	41,177	46,649	53,183	60,903	69,811
同比增長(%)	6.7	13.3	14.0	14.5	14.6
淨收入(百萬元人民幣)	1,052	1,113	1,217	1,477	1,795
每股盈利(元人民幣)	0.80	0.63	0.69	0.84	1.02
每股盈利變動(%)	NA	-21.4	9.3	21.4	21.5
市盈率(倍)	7.3	9.2	8.4	7.0	5.7
市帳率(倍)	2.6	2.0	1.7	1.5	1.2
股息率(%)	NA	5.1	3.6	4.3	5.2
權益收益率(%)	27.0	21.5	20.2	20.9	21.6
不良貸款率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$7.30
(此前目標價)	HK\$5.18)
當前股價	HK\$6.63
潛在升幅	+13.7%

中國建築行業

黃程宇

(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	11,608
3月平均流通量(百萬港元)	33.48
52周內股價高/低(港元)	7.62/ 3.53
總股本(百萬)	1,761.4

資料來源：彭博

股東結構

中僑投資	68.3%
自由流通	26.2%

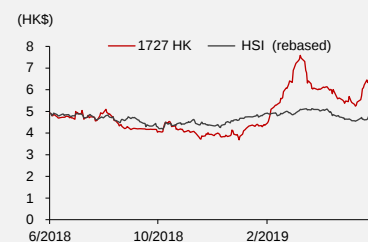
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	23.5%	18.2%
3-月	3.4%	5.8%
6-月	68.3%	52.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

請登錄2019年亞洲貨幣券商投票
網址，投下您對招銀國際研究團隊
信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

- **來自基建投資與房地產建安支出的宏觀層面支持。**中國政府再次提高基建投資來支持經濟發展，鼓勵地方政府和金融機構使用專項債券和其他融資方式來發展重大項目，例如京津冀區的發展，尤其是雄安新區的建設。今年首五個月，河北省政府已發行約 220 億專項債券。雖然大型國有建築企業較大可能獲得大型基建項目，但我們相信，作為京津冀最大的民營建築公司，河北建設將有很大機會獲得河北地區相關配套項目的建設。此外，公司房屋建築業務占 2018 財年收入的 63%。根據 2019 年 5 月的房地產開發投資數據，我們預計 2019 的建安支出和在建面積將逐步加快增長，這將有利於公司房屋建設業務。
- **上調目標價并維持買入。**河北建設擁有扎實的利潤和健康的經營性現金流，因此公司宣派 2018 財年股息每股 0.3 元人民幣，對應 47.5% 的派息率。我們預計未來派息比率將維持 30%。我們預計未來公司收入增長維持在 10-15% 水平，同時各建築子業務利潤率穩步回升，基建項目占比逐步增加，兩者推動公司盈利增長快於收入增長。我們將目標價上調至 7.30 港元，相當於 6.9 倍 2020 年預測市盈率。**維持買入評級。**

■ 河北建設集團園林工程有限公司相關資料

河北建設集團園林工程有限公司是專業從事綠化苗木研發與種植、園林工程規劃設計與施工、生態環境治理與修復以及城市園林綠化養護運營為一體的園林企業，公司成立於 2006 年，註冊資本金 10800 萬元，是中國園林行業五十強企業。

公司擁有風景園林工程設計專項甲級、城市園林綠化施工壹級、市政公用工程施工總承包三級、古建築工程專業承包貳級、建築工程施工總承包三級、城市及道路照明工程專業承包三級資質。

經營範圍為風景園林工程設計及工程總承包，項目管理和技術與管理服務，園林綠化工程施工，房屋建築工程施工，市政公用工程施工總承包，古建築工程專業承包，城市及道路照明工程專業承包，園林建築、小品施工；綠苗木花卉種植及銷售。

公司以風景園林設計院、苗木技術研發中心、綠化工程養護部以及 12 個工程公司為基本架構，以“京津冀”為核心，市場業務遍及全國十二個省、市自治區，產值規模超 20 億元。

財務分析

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	41,177	46,649	53,183	60,903	69,811
建築工程	38,909	44,672	52,642	60,903	69,811
其他業務	2,268	1,978	541	-	-
銷售成本	(38,946)	(44,082)	(50,358)	(57,645)	(66,025)
毛利	2,231	2,567	2,826	3,258	3,786
其他收入	206	184	175	186	195
銷售費用	(39)	(28)	(43)	(61)	(70)
行政費用	(423)	(438)	(532)	(609)	(698)
其他費用	(399)	(249)	(319)	(365)	(419)
息稅前收益	1,575	2,036	2,107	2,408	2,794
應占聯營及合營公司收益	(4)	(165)	(148)	(74)	15
財務費用	(183)	(282)	(298)	(318)	(359)
特殊項目	176	18	-	-	-
投資收益	-	-	-	-	-
稅前利潤	1,565	1,607	1,661	2,017	2,450
所得稅	(497)	(474)	(432)	(524)	(637)
當期利潤	1,067	1,133	1,229	1,492	1,813
來自已終止業務	27	-	-	-	-
非控制股東權益	(42)	(21)	(12)	(15)	(18)
歸屬母公司股東淨利潤	1,052	1,113	1,217	1,477	1,795

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流動資產	48,595	57,439	65,800	74,452	85,588
存貨	78	45	52	59	68
合同資產	27,745	37,153	46,325	53,595	62,830
在建及完工未售物業	3,315	2,084	-	-	-
應收票據及應收賬款	6,137	6,402	7,299	8,359	9,581
貨幣資金	5,288	5,818	6,188	6,503	7,173
其他	6,032	5,937	5,937	5,937	5,937
非流動資產	2,163	3,281	2,416	2,366	2,401
固定資產	434	610	637	661	681
聯營及合營公司投資	319	873	725	651	666
其他	1,410	1,798	1,054	1,054	1,054
總資產	50,759	60,720	68,217	76,817	87,990
流動負債	44,726	53,666	60,162	67,564	77,296
應收票據及應收付款	30,850	38,319	43,774	50,109	57,393
短期借貸	1,847	2,115	2,398	2,754	3,152
其他	12,028	13,232	13,990	14,701	16,750
非流動負債	1,722	1,365	1,502	1,652	1,817
長期借款	1,722	1,365	1,502	1,652	1,817
總負債	46,447	55,032	61,664	69,216	79,113
股本	1,733	1,761	1,761	1,761	1,761
儲備	2,169	3,416	4,268	5,302	6,559
歸屬母公司股東權益	3,903	5,178	6,029	7,063	8,320
少數股東權益	409	511	523	538	556
總權益	4,311	5,688	6,552	7,601	8,876

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
淨利潤	1,600	1,607	1,661	2,017	2,450
調整	226	528	345	283	228
營運資金變動	(1,964)	(774)	(1,036)	(1,290)	(1,133)
稅費	(337)	(421)	(432)	(524)	(637)
經營活動所得現金淨額	(475)	939	538	485	908
購置固定資產及投資	(385)	(222)	(100)	(100)	(100)
聯營及合營公司	443	306	-	-	-
其他	898	178	175	186	195
投資活動所得現金淨額	956	261	75	86	95
股份發行	1,825	174	-	-	-
淨銀行借貸	(1,192)	793	420	505	564
股息及利息	(1,833)	(282)	(663)	(761)	(897)
其他	844	(1,355)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(356)	(670)	(243)	(255)	(333)
現金增加淨額	124	530	370	315	670
年初貨幣資金及等價物	5,164	5,288	5,818	6,188	6,503
匯兌	-	-	-	-	-
年末貨幣資金	5,288	5,818	6,188	6,503	7,173

主要比率

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
建築工程	94.5	95.8	99.0	100.0	100.0
其他業務	5.5	4.2	1.0	0.0	0.0
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	5.4	5.5	5.3	5.3	5.4
息稅前利潤率	3.8	4.4	4.0	4.0	4.0
淨利潤率	2.6	2.4	2.3	2.4	2.6
有效稅率	31.8	29.5	26.0	26.0	26.0
增長 (%)					
收入	6.7	13.3	14.0	14.5	14.6
毛利	18.5	15.1	10.1	15.3	16.2
息稅前利潤	7.6	29.2	3.5	14.3	16.0
淨利潤	37.0	5.7	9.3	21.4	21.5
資產負債比率					
流動比率 (X)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
平均應收賬款周轉天數	54	50	50	50	50
平均應付賬款周轉天數	289	317	317	317	317
平均存貨周轉天數	1	0	0	0	0
淨負債/總權益 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回報率 (%)					
資本回報率	27.0	21.5	20.2	20.9	21.6
資產回報率	2.1	1.9	1.8	1.9	2.1
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.80	0.63	0.69	0.84	1.02
每股股息 (人民幣)	n.a	0.30	0.21	0.25	0.31
每股賬面值 (人民幣)	2.22	2.94	3.42	4.01	4.72

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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投資銀行相關業務聯繫。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。接收本報告之行爲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。