

河北建設 (1727 HK)

享受京津冀帶來的機遇

❖ **抓住京津冀一體化的發展機遇。**公司未完成合同總額從 2017 年 12 月的 673 億元(人民幣,下同)增加至 2018 年 6 月的 708 億元。京津冀仍然是公司的主要市場。60.9%的未完成合同額位於該地區。我們看好公司在京津冀的發展價值,長期看 1) 在京津冀一體化下,河北城鎮化率仍有很大提高空間;2) 雄安新區建設穩步推進,部分項目已經落地,期待未來有更多的項目開工建設;短期看,3) 近期基建投資有加快的趨勢。自 7 月以來,各級政府通過債券發行和貸款等方式推出了增加基礎設施項目融資的舉措,加快現有項目的建設和新項目的審批。事實上,河北建設已經在雄安取得一定進展,在該地區投得 7 個建設項目。

❖ **加快裝配式業務發展。**2015 年,河北建設獲批「河北省住宅產業現代化基地」,成為河北省首家集鋼結構與 PC(混凝土預制件)結構及建築部品于一體的住宅產業現代化基地。2014 年,公司在保定清苑縣河北綠色建築產業園投資建設第一條 PC 生產流水線。目前 PC 項目車間建築面積 17,000 平,可容納兩條自動化 PC 生產線。預製件裝配線的產能為 8 萬平(建築面積),預製率可達 30%至 50%。管理層表示,公司計劃擴大現有產能,并尋求在保定地區建設新的 PC 工廠。我們相信公司的裝配式業務可受益於雄安較高的建設要求,并發揮其 PC 工廠與雄安的距離優勢。

❖ **期待更多 PPP 項目。**公司戰略性地加大 PPP 項目的投資以承接更多的基建項目。相比房屋建設,基建項目的合同額更大,利潤率更高。此前,公司的 PPP 業務規模相對較小。但公司逐步擴大 PPP 項目規模,項目持股比例也提高至 75-90%,并有選擇地競標 PPP 項目。公司預計 PPP 模式的收入將占 2018 年收入的 10%。

❖ **維持買入評級。**18 年上半年,公司淨利潤增長 9.6%至 5.51 億元。淨利潤率從 17 年上半年的 2.5%上升至 18 年上半年的 2.9%。18 年上半年,房屋建築占總建築收入的 67.0%。我們認為基建業務仍有很大的增長空間,利潤率也有提高空間。我們將 18 和 19 財年的盈利預測分別調整為 11.65 億元和 12.84 億元。我們選擇 8 家香港上市建築公司作為同業比較。同業平均 FY18/19 市盈率為 6.9/6.1 倍。我們使用 19 財年盈利作為估值基礎,參考同業的平均市盈率,我們的目標價為 5.18 港元。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	38,609	41,177	41,556	44,322	47,642
淨利潤(百萬人民幣)	768	1,052	1,165	1,284	1,456
EPS(人民幣)	0.64	0.80	0.66	0.73	0.83
EPS 變動(%)	n.a.	25.5	(17.7)	10.2	13.4
市盈率(x)	5.7	4.5	5.5	5.0	4.4
市帳率(x)	1.5	1.6	1.3	1.1	0.9
股息率(%)	n.a.	n.a.	3.6	4.0	4.6
權益收益率(%)	27.1	27.0	24.0	21.8	20.6
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源:公司及招銀國際研究

買入(維持)

目標價	HK\$5.18
(上一次目標價)	HK\$5.58
潛在升幅	+22.7%
當前股價	HK\$4.22

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	7,433
3 月平均流通量(百萬港元)	7.8
5 周內股價高/低(港元)	4.97/4.06
總股本(百萬)	1,733

資料來源: 彭博

股東結構

中樞投資	68.3%
自有流通	26.2%

資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-6.1%	-9.8%
3-月	-14.1%	-4.6%
6-月	-14.8%	-1.7%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: EY

公司網站: www.hebjs.com.cn

財務報表

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	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

年結：12月31日（百萬元人民幣）	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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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并無直接或間接關係。

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	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 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，并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，并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。

本報告基于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并不時自行及/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，任何機構或個人于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。