

河北建設 (1727 HK)

京津冀最大的民營建築商

- ❖ **京津冀最大的民營建築商。**河北建設成立於 1950 年代，是一家中國領先的非國有建設集團，主要從事房屋和基建項目的工程承包。根據 Frost & Sullivan 的資料，按 2016 年收入計算，河北建設是京津冀地區最大的非國有建築承包公司和中國第二大非國有建築承包公司。
- ❖ **建設工程承包是公司主要業務。**河北建設業務主要分為(1)建設工程承包業務和(2)其他業務(房地產開發、物業管理及其他業務)。其中建設工程承包業務是公司的核心業務，佔 2016 年營收的 97.7%。而公司建設工程承包業務又可細分為(i)房屋、(ii)基建、(iii)專業及其他建築工程業務承包。房屋建築業務是河北建設的傳統優勢業務，2016 年佔建築業務收入的 61.2%。但由於房屋建築合同金額普遍不大，且利潤率低(1H17 毛利率:4.0%)，因此近年來公司戰略性地承接更多利潤水平高的基建項目(1H17 毛利率:5.5%)。基建業務佔 2017 年上半年新簽合同額的 41.3% (FY16: 27.1%, FY15: 15.6%)。
- ❖ **把握京津冀一體化和雄安新區的機遇。**根據 Frost & Sullivan 的資料，按 2016 年收入計算，河北建設在河北省擁有 5.1% 的市場份額。我們相信京津冀一體化將會為當地帶來大量建築工程，尤其是基建工程。河北省於 2017 年計劃在當年投資約人民幣 1,000 億元升級其交通基礎設施，並計劃在未來數年建設 30 個通用航空機場。2017 年 4 月，中共中央、國務院決定設立雄安新區，助推京津冀一體化發展。根據 Frost & Sullivan 的資料，未來 5 年雄安新區固定資產投資將超過 4,000 億元人民幣。作為京津冀最大的民營建築商，我們相信河北建設將會受益於雄安新區的建設。
- ❖ **首次覆蓋給予買入評級。**受益於京津冀一體化和雄安新區建設，我們預測公司 2017-2019 年收入達 436 億、502 億和 587 億元人民幣；淨利潤為 1.05 億、12.9 億和 15.6 億元人民幣，相當於 EPS 0.61 元、0.73 元和 0.89 元。我們選取了 5 家建築相關企業作為同業比較，其平均 FY18 動態市盈率為 6.5x。鑒於公司未來三年淨利潤複合增長達 26.6%，根據 6.5x FY18 動態市盈率，我們給予河北建設目標為 HK\$5.58，首次覆蓋給予買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	27,216	38,609	43,620	50,230	58,701
淨利潤 (百萬人民幣)	406	768	1,054	1,288	1,559
EPS (人民幣)	n.a.	n.a.	0.61	0.73	0.89
EPS 變動 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	20	21
市盈率(x)	n.a.	n.a.	6.1	5.0	4.2
市帳率(x)	n.a.	n.a.	1.5	1.2	1.0
股息率 (%)	n.a.	n.a.	n.a.	4.0	4.8
權益收益率 (%)	19.5	27.1	26.2	24.9	24.3
淨財務杠杆率 (%)	52	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 (首次覆蓋)

目標價	HK\$5.58
潛在升幅	+28.6%
當前股價	HK\$4.34

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)	7,644
3 月平均流通量 (百萬港元)	n.a.
5 周內股價高/低 (港元)	4.7/4.1 5.
總股本 (百萬)	461.4

資料來源：彭博

股東結構

中儒投資	68.3%
自有流通	26.2%

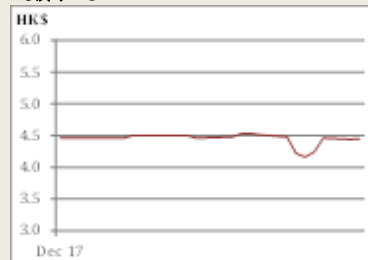
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.2%	-9.8%
3-月	n.a.	n.a.
6-月	n.a.	n.a.

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

利潤表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	27,216	38,609	43,620	50,230	58,701
建築工程	26,659	37,714	42,263	48,602	56,992
其他業務	556	896	1,357	1,628	1,710
銷售成本	(26,200)	(36,727)	(41,342)	(47,526)	(55,489)
毛利	1,016	1,883	2,278	2,704	3,213
其他收入	188	202	197	195	211
銷售費用	(13)	(66)	(87)	(105)	(129)
行政費用	(252)	(326)	(523)	(653)	(763)
其他收益	(60)	(213)	(296)	(234)	(245)
息稅前收益	879	1,480	1,568	1,906	2,286
財務費用	(186)	(230)	(151)	(129)	(137)
聯營公司	19	58	(0)	-	-
稅前利潤	712	1,308	1,417	1,776	2,150
所得稅	(169)	(257)	(368)	(462)	(559)
已終止業務(虧損)/利潤	(133)	(237)	27	-	-
非控制股東權益	(4)	(45)	(22)	(26)	(32)
淨利潤	406	768	1,054	1,288	1,559

來源：公司資料，招銀國際則預測

資產負債表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流動資產	2,446	1,524	1,524	1,616	1,730
物業、廠房及設備	391	369	403	440	481
投資型房地產	174	133	133	133	133
聯營及合營公司的權益	612	79	79	79	79
其他非流動資產	1,270	943	909	964	1,037
流動資產	49,697	59,883	56,711	69,845	77,001
現金及現金等價物	2,757	4,669	3,635	4,394	4,282
受限制現金及抵押存款	1,582	1,005	804	884	973
貿易及其他應收賬款	9,799	10,777	11,929	15,594	16,571
存貨	201	168	227	227	303
在建物業/可售物業	3,956	4,421	4,200	3,780	3,402
應收合約客戶款項	25,632	27,707	27,263	35,878	41,929
其他	5,769	11,136	8,654	9,087	9,541
流動負債	48,481	57,777	53,066	65,044	70,988
帶息借款	3,982	3,316	1,858	1,950	2,048
貿易及其他應付帳款	33,853	40,291	38,994	49,548	53,828
即期稅項	208	396	407	407	407
應付合約客戶款項	4,946	2,810	3,019	3,472	4,071
其他	5,492	10,963	8,788	9,667	10,633
非流動負債	1,489	540	864	951	998
帶息借款	1,489	540	864	951	998
非控股權益	91	255	277	303	335
資產淨額	2,081	2,834	4,028	5,163	6,410
權益股東應占總權益	2,081	2,834	4,028	5,163	6,410

來源：公司資料，招銀國際則預測

現金流量表

年結：12月31日（百萬元人民幣）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	879	1,480	1,568	1,906	2,286
折舊和攤銷	60	52	44	48	53
營運資金變動	(6,609)	(4,929)	(1,239)	(416)	(1,354)
稅務開支	(197)	(236)	(368)	(462)	(559)
其他	7,008	5,894	228	(80)	(88)
經營活動所得現金淨額	1,141	2,262	233	996	338
購置固定資產	(53)	(138)	(78)	(85)	(94)
聯營公司	(18)	(2)	(0)	-	-
其他	89	146	(44)	(48)	(53)
投資活動所得現金淨額	18	6	(122)	(133)	(147)
股份發行	12	123	1,672	104	-
淨銀行借貸	745	(453)	(1,134)	179	145
股息	(177)	(15)	(2,026)	(258)	(312)
其他	(585)	483	(151)	(129)	(137)
融資活動所得現金淨額	(5)	138	(1,640)	(104)	(304)
現金增加淨額	1,155	2,406	(1,529)	760	(113)
年初現金及現金等價物	1,602	2,757	5,164	3,635	4,394
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,757	5,164	3,635	4,394	4,282

來源：公司資料，招銀國際則預測

主要比率

年結：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
物業開發	98.0	97.7	96.9	96.8	97.1
投資物業租金	2.0	2.3	3.1	3.2	2.9
總額	100	100	100	100	100

盈利能力比率 (%)

毛利率	3.7	4.9	5.2	5.4	5.5
	3.2	3.8	3.6	3.8	3.9
稅前利率	2.6	3.4	3.2	3.5	3.7
淨利潤率	1.5	2.0	2.4	2.6	2.7
有效稅率	23.7	19.7	26.0	26.0	26.0

增長 (%)

收入	9.5	41.9	13.0	15.2	16.9
毛利	36.6	85.3	21.0	18.7	18.8
淨利潤率	46.5	68.3	6.0	21.5	20.0
淨利潤	13.4	89.0	37.2	22.3	21.0

資產負債比率

流動比率 (x)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
平均應收賬款周轉天數	99	92	95	100	100
平均應付賬款周轉天數	430	368	350	340	340
平均存貨周轉天數	3	2	2	2	2
淨負債 / 總權益比率 (%)	52.2	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

回報率 (%)

資本回報率	19.5	27.1	26.2	24.9	24.3
資產回報率	0.4	0.7	1.0	1.0	1.1

每股數據

每股盈利(人民幣)	n.a.	n.a.	0.61	0.73	0.89
每股股息(人民幣)	n.a.	n.a.	n.a.	0.15	0.18
每股賬面值(人民幣)	n.a.	n.a.	2.5	3.10	3.83

來源：公司資料，招銀國際則預測

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。