

## 河北建设 (1727 HK)

### 京津冀最大的民营建筑商

- ❖ **京津冀最大的民营建筑商。**河北建设成立于1950年代，是一家中国领先的非国有建设集团，主要从事房屋和基建项目的工程承包。根据 Frost & Sullivan 的资料，按2016年收入计算，河北建设是京津冀地区最大的非国有建筑承包公司和中国第二大非国有建筑承包公司。
- ❖ **建设工程承包是公司主要业务。**河北建设业务主要分为(1)建设工程承包业务和(2)其他业务(房地产开发、物业管理及其他业务)。其中建设工程承包业务是公司的核心业务，占2016年营收的97.7%。而公司建设工程承包业务又可细分为(i)房屋、(ii)基建、(iii)专业及其他建筑工程业务承包。房屋建筑业务是河北建设的传统优势业务，2016年占建筑业务收入的61.2%。但由于房屋建筑合同金额普遍不大，且利润率低(1H17毛利率:4.0%)，因此近年来公司战略性地承接更多利润水平高的基建项目(1H17毛利率:5.5%)。基建业务占2017年上半年新签合同额的41.3%(FY16:27.1%, FY15:15.6%)。
- ❖ **把握京津冀一体化和雄安新区的机遇。**根据 Frost & Sullivan 的资料，按2016年收入计算，河北建设在河北省拥有5.1%的市场份额。我们相信京津冀一体化将会为当地带来大量建筑工程，尤其是基建工程。河北省于2017年计划在当年投资约人民币1,000亿元升级其交通基础设施，并计划在未来数年建设30个通用航空机场。2017年4月，中共中央、国务院决定设立雄安新区，助推京津冀一体化发展。根据 Frost & Sullivan 的资料，未来5年雄安新区固定资产投资将超过4,000亿元人民币。作为京津冀最大的民营建筑商，我们相信河北建设将会受益于雄安新区的建设。
- ❖ **首次覆盖给予买入评级。**受益于京津冀一体化和雄安新区建设，我们预测公司2017-2019年收入达436亿、502亿和587亿元人民币；净利润为1.05亿、12.9亿和15.6亿元人民币，相当于EPS 0.61元、0.73元和0.89元。我们选取了5家建筑相关企业作为同业比较，其平均FY18动态市盈率为6.5x。鉴于公司未来三年净利润复合增长达26.6%，根据6.5x FY18动态市盈率，我们给予河北建设目标为HK\$5.58，首次覆盖给予买入评级。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	27,216	38,609	43,620	50,230	58,701
净利润(百万人民币)	406	768	1,054	1,288	1,559
EPS(人民币)	n.a.	n.a.	0.61	0.73	0.89
EPS变动(%)	n.a.	n.a.	n.a.	20	21
市盈率(x)	n.a.	n.a.	6.1	5.0	4.2
市帐率(x)	n.a.	n.a.	1.5	1.2	1.0
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	4.0	4.8
权益收益率(%)	19.5	27.1	26.2	24.9	24.3
净财务杠杆率(%)	52	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 (首次覆盖)

目标价	HK\$5.58
潜在升幅	+28.6%
当前股价	HK\$4.34

#### 黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 中国房地产行业

市值(百万港元)	7,644
3月平均流通量(百万港元)	n.a.
5周内股价高/低(港元)	4.7/4.15
总股本(百万)	461.4

资料来源：彭博

#### 股东结构

中儒投资	68.3%
自有流通	26.2%

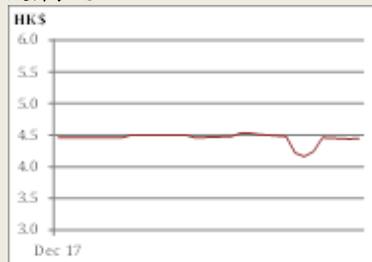
资料来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.2%	-9.8%
3-月	n.a.	n.a.
6-月	n.a.	n.a.

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](http://www.hebjs.com.cn)

**利润表**

年结：12月31日（百万元人民币）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>27,216</b>	<b>38,609</b>	<b>43,620</b>	<b>50,230</b>	<b>58,701</b>
建筑工程	26,659	37,714	42,263	48,602	56,992
其他业务	556	896	1,357	1,628	1,710
销售成本	(26,200)	(36,727)	(41,342)	(47,526)	(55,489)
<b>毛利</b>	<b>1,016</b>	<b>1,883</b>	<b>2,278</b>	<b>2,704</b>	<b>3,213</b>
其他收入	188	202	197	195	211
销售费用	(13)	(66)	(87)	(105)	(129)
行政费用	(252)	(326)	(523)	(653)	(763)
其他收益	(60)	(213)	(296)	(234)	(245)
<b>息税前收益</b>	<b>879</b>	<b>1,480</b>	<b>1,568</b>	<b>1,906</b>	<b>2,286</b>
财务费用	(186)	(230)	(151)	(129)	(137)
联营公司	19	58	(0)	-	-
<b>税前利润</b>	<b>712</b>	<b>1,308</b>	<b>1,417</b>	<b>1,776</b>	<b>2,150</b>
所得税	(169)	(257)	(368)	(462)	(559)
已终止业务(亏损)/利润	(133)	(237)	27	-	-
非控制股东权益	(4)	(45)	(22)	(26)	(32)
<b>净利润</b>	<b>406</b>	<b>768</b>	<b>1,054</b>	<b>1,288</b>	<b>1,559</b>

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流动资产</b>	<b>2,446</b>	<b>1,524</b>	<b>1,524</b>	<b>1,616</b>	<b>1,730</b>
物业、厂房及设备	391	369	403	440	481
投资型房地产	174	133	133	133	133
联营及合营公司的权益	612	79	79	79	79
其他非流动资产	1,270	943	909	964	1,037
<b>流动资产</b>	<b>49,697</b>	<b>59,883</b>	<b>56,711</b>	<b>69,845</b>	<b>77,001</b>
现金及现金等价物	2,757	4,669	3,635	4,394	4,282
受限制现金及抵押存款	1,582	1,005	804	884	973
贸易及其他应收账款	9,799	10,777	11,929	15,594	16,571
存货	201	168	227	227	303
在建物业/可售物业	3,956	4,421	4,200	3,780	3,402
应收合约客户款项	25,632	27,707	27,263	35,878	41,929
其他	5,769	11,136	8,654	9,087	9,541
<b>流动负债</b>	<b>48,481</b>	<b>57,777</b>	<b>53,066</b>	<b>65,044</b>	<b>70,988</b>
带息借款	3,982	3,316	1,858	1,950	2,048
贸易及其他应付账款	33,853	40,291	38,994	49,548	53,828
即期税项	208	396	407	407	407
应付合约客户款项	4,946	2,810	3,019	3,472	4,071
其他	5,492	10,963	8,788	9,667	10,633
<b>非流动负债</b>	<b>1,489</b>	<b>540</b>	<b>864</b>	<b>951</b>	<b>998</b>
带息借款	1,489	540	864	951	998
<b>非控股权益</b>	<b>91</b>	<b>255</b>	<b>277</b>	<b>303</b>	<b>335</b>
<b>资产净额</b>	<b>2,081</b>	<b>2,834</b>	<b>4,028</b>	<b>5,163</b>	<b>6,410</b>
<b>权益股东应占总权益</b>	<b>2,081</b>	<b>2,834</b>	<b>4,028</b>	<b>5,163</b>	<b>6,410</b>

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）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>息税前收益</b>	<b>879</b>	<b>1,480</b>	<b>1,568</b>	<b>1,906</b>	<b>2,286</b>
折旧和摊销	60	52	44	48	53
营运资金变动	(6,609)	(4,929)	(1,239)	(416)	(1,354)
税务开支	(197)	(236)	(368)	(462)	(559)
其他	7,008	5,894	228	(80)	(88)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>1,141</b>	<b>2,262</b>	<b>233</b>	<b>996</b>	<b>338</b>
购置固定资产	(53)	(138)	(78)	(85)	(94)
联营公司	(18)	(2)	(0)	-	-
其他	89	146	(44)	(48)	(53)
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>18</b>	<b>6</b>	<b>(122)</b>	<b>(133)</b>	<b>(147)</b>
股份发行	12	123	1,672	104	-
净银行借贷	745	(453)	(1,134)	179	145
股息	(177)	(15)	(2,026)	(258)	(312)
其他	(585)	483	(151)	(129)	(137)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>(5)</b>	<b>138</b>	<b>(1,640)</b>	<b>(104)</b>	<b>(304)</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>1,155</b>	<b>2,406</b>	<b>(1,529)</b>	<b>760</b>	<b>(113)</b>
年初现金及现金等价物	1,602	2,757	5,164	3,635	4,394
汇兑	-	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>2,757</b>	<b>5,164</b>	<b>3,635</b>	<b>4,394</b>	<b>4,282</b>

来源：公司资料，招银国际则预测

**主要比率**

年结：12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业开发	98.0	97.7	96.9	96.8	97.1
投资物业租金	2.0	2.3	3.1	3.2	2.9
<b>总额</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

**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
税前利率	2.6	3.4	3.2	3.5	3.7
净利润率	1.5	2.0	2.4	2.6	2.7
有效税率	23.7	19.7	26.0	26.0	26.0

**增长 (%)**

收入	9.5	41.9	13.0	15.2	16.9
毛利	36.6	85.3	21.0	18.7	18.8
净利润率	46.5	68.3	6.0	21.5	20.0
净利润	13.4	89.0	37.2	22.3	21.0

**资产负债比率**

流动比率 (x)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
平均应收账款周转天数	99	92	95	100	100
平均应付帐款周转天数	430	368	350	340	340
平均存货周转天数	3	2	2	2	2
净负债/总权益比率 (%)	52.2	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash

**回报率 (%)**

资本回报率	19.5	27.1	26.2	24.9	24.3
资产回报率	0.4	0.7	1.0	1.0	1.1

**每股数据**

每股盈利(人民币)	n.a.	n.a.	0.61	0.73	0.89
每股股息(人民币)	n.a.	n.a.	n.a.	0.15	0.18
每股账面值(人民币)	n.a.	n.a.	2.5	3.10	3.83

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策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国投资者

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。