

河北建设 (1727 HK)

把握建筑机遇

概要。河北建设在4月30日宣布筹划A股发行方案的议案。2019年5月17日，公司宣布与关联方订立股权置换和转让协议。公司将出售其房地产业务并收购园林工程业务。我们认为该交易短期对利润率造成影响，但长期将有助缓解房地产市场带来的业务波动，同时也为A股发行做好准备。

- **拟开始筹划A股发行方案。**4月30日，河北建设宣布筹划A股发行方案的议案。河北建设为H股结构，其H股占总股本26.2%。A股发行计划仍处于初步阶段。虽然剥离房地产业务后将增加其发行A股机会，但当中仍存在不确定性，而且需时较长。我们对其A股发行计划持谨慎乐观态度。
- **股权置换和转让。**2019年5月17日，河北建设宣布与关联方签订股权置换和转让协议。完成股权置换和转让协议后，本公司将出售其房地产业务并收购园林工程业务（河北建设集团园林工程有限公司）。公司相信该交易将有助加强其核心建筑业务，并抓住京津冀的机遇。我们认为，由于房地产发展业务与建筑业务的利润率差距甚大（约25%与5%毛利率之差），剥离房地产业务可能在短期内对利润率产生负面影响。但房地产业务并非公司主业，规模较小且收入波动较大，从长远看，剥离该业务可以缓解房地产市场带来的整体业务波动。房地产业务收入从2017年到2018年下跌34%，2018年更录得负利润。更重要的是，出售房地产业务有助A股发行计划。
- **关于河北建设集团园林工程有限公司。**河北建设集团园林工程有限公司专业从事绿化苗木研发与种植、园林工程规划设计与施工、生态环境治理与修复以及城市园林绿化养护运营。根据公告，河北建设集团园林工程于2017/18财年分别录得净利润5,500万及3,600万元（人民币，下同），截至2018年12月31日持有29.43亿元合约。利润下跌主要归因于管理费用和S财务费用上升、投资收益减少和资产减值损失增加。我们预计河北建设集团园林工程可通过与河北建设合并来提高经营杠杆。公司收购价为2.41亿元，对应5.9倍2018财年末市盈率。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	41,177	46,649	53,183	60,903	69,811
同比增长(%)	6.7	13.3	14.0	14.5	14.6
净收入(百万元人民币)	1,052	1,113	1,217	1,477	1,795
每股盈利(元人民币)	0.80	0.63	0.69	0.84	1.02
每股盈利变动(%)	NA	-21.4	9.3	21.4	21.5
市盈率(倍)	7.3	9.2	8.4	7.0	5.7
市帐率(倍)	2.6	2.0	1.7	1.5	1.2
股息率(%)	NA	5.1	3.6	4.3	5.2
权益收益率(%)	27.0	21.5	20.2	20.9	21.6
不良贷款率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$7.30
(此前目标价)	HK\$5.18)
当前股价	HK\$6.63
潜在升幅	+13.7%

中国建筑行业

黄程宇

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

文千森, CFA

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

公司数据

市值(百万港元)	11,608
3月平均流通量(百万港元)	33.48
52周内股价高/低(港元)	7.62/ 3.53
总股本(百万)	1,761.4

资料来源：彭博

股东结构

中儒投资	68.3%
自由流通	26.2%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	23.5%	18.2%
3-月	3.4%	5.8%
6-月	68.3%	52.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

请登录2019年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

- **来自基建投资与房地产建安支出的宏观层面支持。**中国政府再次提高基建投资来支持经济发展，鼓励地方政府和金融机构使用专项债券和其他融资方式来发展重大项目，例如京津冀区的发展，尤其是雄安新区的建设。今年首五个月，河北省政府已发行约220亿专项债券。虽然大型国有建筑企业较大可能获得大型基建项目，但我们相信，作为京津冀最大的民营建筑公司，河北建设将有很大机会获得河北地区相关配套项目的建设。此外，公司房屋建筑业务占2018财年收入的63%。根据2019年5月的房地产开发投资数据，我们预计2019年的建安支出和在建面积将逐步加快增长，这将有利于公司房屋建设业务。

- **上调目标价并维持买入。**河北建设拥有扎实的利润和健康的经营性现金流，因此公司宣派2018财年股息每股0.3元人民币，对应47.5%的派息率。我们预计未来派息比率将维持30%。我们预计未来公司收入增长维持在10-15%水平，同时各建筑子业务利润率稳步回升，基建项目占比逐步增加，两者推动公司盈利增长快于收入增长。我们将目标价上调至7.30港元，相当于6.9倍2020年预测市盈率。**维持买入评级。**

■ 河北建设集团园林工程有限公司相关资料

河北建设集团园林工程有限公司是专业从事绿化苗木研发与种植、园林工程规划设计与施工、生态环境治理与修复以及城市园林绿化养护运营为一体的园林企业，公司成立于2006年，注册资本金10800万元，是中国园林行业五十强企业。

公司拥有风景园林工程设计专项甲级、城市园林绿化施工壹级、市政公用工程施工总承包叁级、古建筑工程专业承包贰级、建筑工程施工总承包叁级、城市及道路照明工程专业承包叁级资质。

经营范围为风景园林工程设计及工程总承包，项目管理和技术与管理服务，园林绿化工程施工，房屋建筑工程施工，市政公用工程施工总承包，古建筑工程专业承包，城市及道路照明工程专业承包，园林建筑、小品施工；绿苗木花卉种植及销售。

公司以风景园林设计院、苗木技术研发中心、绿化工程养护部以及12个工程公司为基本架构，以“京津冀”为核心，市场业务遍及全国十二个省、市自治区，产值规模超20亿元。

财务分析

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	41,177	46,649	53,183	60,903	69,811
建筑工程	38,909	44,672	52,642	60,903	69,811
其他业务	2,268	1,978	541	-	-
销售成本	(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
销售费用	(39)	(28)	(43)	(61)	(70)
行政费用	(423)	(438)	(532)	(609)	(698)
其他费用	(399)	(249)	(319)	(365)	(419)
息税前收益	1,575	2,036	2,107	2,408	2,794
应占联营及合营公司收益	(4)	(165)	(148)	(74)	15
财务费用	(183)	(282)	(298)	(318)	(359)
特殊项目	176	18	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-
税前利润	1,565	1,607	1,661	2,017	2,450
所得税	(497)	(474)	(432)	(524)	(637)
当期利润	1,067	1,133	1,229	1,492	1,813
来自已终止业务	27	-	-	-	-
非控制股东权益	(42)	(21)	(12)	(15)	(18)
归属母公司股东净利润	1,052	1,113	1,217	1,477	1,795

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
净利润	1,600	1,607	1,661	2,017	2,450
调整	226	528	345	283	228
营运资金变动	(1,964)	(774)	(1,036)	(1,290)	(1,133)
税费	(337)	(421)	(432)	(524)	(637)
经营活动所得现金净额	(475)	939	538	485	908
购置固定资产及投资	(385)	(222)	(100)	(100)	(100)
联营及合营公司	443	306	-	-	-
其他	898	178	175	186	195
投资活动所得现金净额	956	261	75	86	95
股份发行	1,825	174	-	-	-
净银行借贷	(1,192)	793	420	505	564
股息及利息	(1,833)	(282)	(663)	(761)	(897)
其他	844	(1,355)	-	-	-
融资活动所得现金净额	(356)	(670)	(243)	(255)	(333)
现金增加净额	124	530	370	315	670
年初货币资金及等价物	5,164	5,288	5,818	6,188	6,503
汇兑	-	-	-	-	-
年末货币资金	5,288	5,818	6,188	6,503	7,173

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流动资产	48,595	57,439	65,800	74,452	85,588
存货	78	45	52	59	68
合同资产	27,745	37,153	46,325	53,595	62,830
在建及完工未售物业	3,315	2,084	-	-	-
应收票据及应收账款	6,137	6,402	7,299	8,359	9,581
货币资金	5,288	5,818	6,188	6,503	7,173
其他	6,032	5,937	5,937	5,937	5,937
非流动资产	2,163	3,281	2,416	2,366	2,401
固定资产	434	610	637	661	681
联营及合营公司投资	319	873	725	651	666
其他	1,410	1,798	1,054	1,054	1,054
总资产	50,759	60,720	68,217	76,817	87,990
流动负债	44,726	53,666	60,162	67,564	77,296
应收票据及应付账款	30,850	38,319	43,774	50,109	57,393
短期借贷	1,847	2,115	2,398	2,754	3,152
其他	12,028	13,232	13,990	14,701	16,750
非流动负债	1,722	1,365	1,502	1,652	1,817
长期借款	1,722	1,365	1,502	1,652	1,817
总负债	46,447	55,032	61,664	69,216	79,113
股本	1,733	1,761	1,761	1,761	1,761
储备	2,169	3,416	4,268	5,302	6,559
归属母公司股东权益	3,903	5,178	6,029	7,063	8,320
少数股东权益	409	511	523	538	556
总权益	4,311	5,688	6,552	7,601	8,876

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
建筑工程	94.5	95.8	99.0	100.0	100.0
其他业务	5.5	4.2	1.0	0.0	0.0
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	5.4	5.5	5.3	5.3	5.4
息税前利润率	3.8	4.4	4.0	4.0	4.0
净利润率	2.6	2.4	2.3	2.4	2.6
有效税率	31.8	29.5	26.0	26.0	26.0
增长 (%)					
收入	6.7	13.3	14.0	14.5	14.6
毛利	18.5	15.1	10.1	15.3	16.2
息税前利润	7.6	29.2	3.5	14.3	16.0
净利润	37.0	5.7	9.3	21.4	21.5
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
平均应收账款周转天数	54	50	50	50	50
平均应付账款周转天数	289	317	317	317	317
平均存货周转天数	1	0	0	0	0
净负债/总权益 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	27.0	21.5	20.2	20.9	21.6
资产回报率	2.1	1.9	1.8	1.9	2.1
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.80	0.63	0.69	0.84	1.02
每股股息(人民币)	n.a	0.30	0.21	0.25	0.31
每股账面值(人民币)	2.22	2.94	3.42	4.01	4.72

资料来源: 公司及招银国际证券预测

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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定。

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风险。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投资银行相关业务联系。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。