

2016年6月29日

業界分析：建設（1801、1802、1803、1812）

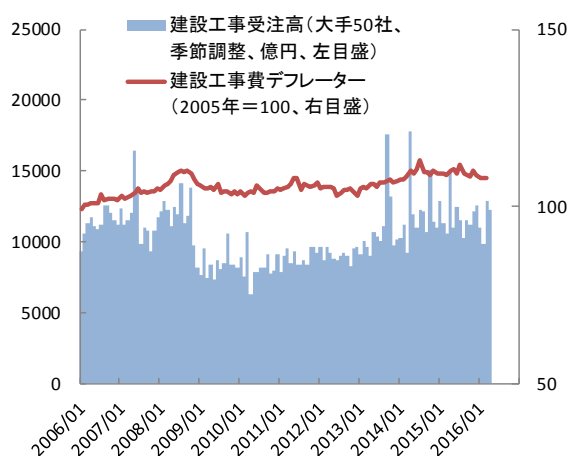
アイザワ証券 投資リサーチセンター
水口活也, CIIA, CMA, MBA

ゼネコン大手4社（1801・大成建設、1802・大林組、1803・清水建設、1812・鹿島建設）の決算を踏まえて、2016年3月期の実績と今後の見通しなどについて概要をまとめておきます。国内建設工事の受注環境は良好であり、収益見通しは明るいと考えています。

全社共通

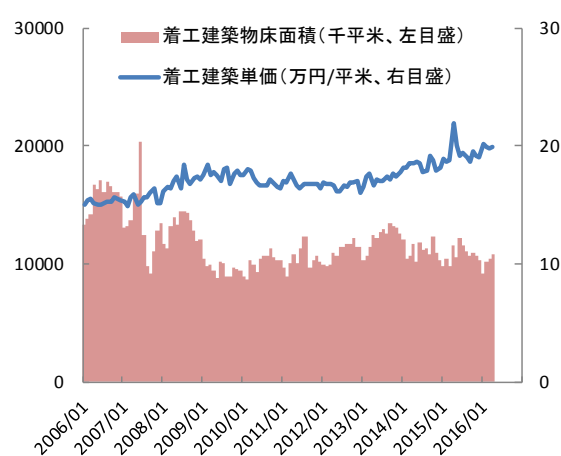
- 国内建築工事と同土木工事とが主体で、海外建設工事や不動産開発その他に展開
 - 受注～完工まで数年を要する大型工事が多く、業績は環境変化に遅れる傾向あり
 - しかし、工事進捗と完工高の構成入替によって不採算工事の影響は薄まりつつある
- 受注・売上高は増加、労務費や資材費などの原価上昇は一服、足元では安定基調に
 - 年を追って工事利益率が向上、受注単価が上昇する一方、原価は落ち着いている
 - リスクとしては、今期後半から大型工事着工が相次ぎ、労務費上昇の可能性あり
- 国内建設投資額は高水準、各社とも施工能力を考慮して採算重視の受注を意識
 - 震災復興、国土強靱化、東京五輪、都市再開発、リニアなど中期的な受注環境は良好
 - 土木工事に続き建築工事の採算も改善基調、ROE（自己資本利益率）は大きく向上
- ゼネコン大手の事業構造は類似、収益状況は長い目で見れば収斂する傾向にある
 - 前期水準（前年同期比）あるいは先行・遅行の差はあるが、事業規模はほぼ同じ
 - 投資戦略的に、同業他社比で出遅れ銘柄のパフォーマンスがよくなる傾向もある

(図1) 建設工事受注高・デフレター推移



出所：AstraManager、アイザワ証券作成

(図2) 建築着工床面積・単価推移



出所：AstraManager、アイザワ証券作成

本資料のご利用にあたり、お客様にご確認いただきたい事項を、本資料の最後に記載させていただきました。ご確認の程、よろしくお願いたします。

大成建設 (1801)

- 前期実績 (前年同期比) : 売上高▲2%、営業利益+67%、当期純利益+102%
 - 主力の国内建築で完成工事利益率が改善、国内土木も続伸、子会社も総じて好調
 - 不採算案件の完工が進捗、追加工事獲得に加え、資材・労務費が想定を下回った
 - 単体建設工事受注高▲4% (1兆3308億円)、同繰越高+8% (1兆9669億円)、前年に大型受注があったために新規受注は抑えめ、繰越工事の残高は高水準継続
- 今期会社予想 (同) : 売上高▲0%、営業利益▲15%、当期純利益▲9%
 - 工期の長期化を考慮して完成工事高はやや保守的、労務費の上昇を織り込み、期末完工時の追加工事獲得は織り込まない前提で、工事利益率は低下すると想定
 - 増配に加え、自社株買い (上限: 200億円、3千万株、2.56%) を発表、発行済み株式数の多さを考慮とのことだが、業界内では株主還元策で先行、ポジティブ評価
- 中期計画目標を超過達成 : 2018年3月期の目標を増額修正、売上高1兆6600億円 (従来比+500億円)、営業利益1150億円 (同+400億円)、当期純利益750億円 (同+280億円)
 - 業績、処遇などの面で業界トップを目指す方針は不変、株主還元余力もあると見る
- 6/28 株価 819円、会社予想 PER13.5倍、実績 PBR1.85倍、予想 ROE は 13.8%に向上へ

(表1)大成建設連結業績推移

決算期	売上高 (百万円)	伸率 (%)	営業利益 (百万円)	伸率 (%)	経常利益 (百万円)	伸率 (%)	当期純利益 (百万円)	伸率 (%)	1株利益 (円)	1株配当 (円)
2014/3	1,533,473	8%	53,773	51%	56,756	62%	32,089	60%	28.17	6.00
2015/3	1,573,270	3%	70,417	31%	74,467	31%	38,177	19%	33.52	8.00
2016/3	1,545,889	-2%	117,468	67%	117,703	58%	77,045	102%	65.85	16.00
2017/3社	1,540,000	0%	100,000	-15%	100,000	-15%	70,000	-9%	60.88	16.00
2017/3予	1,572,417	2%	110,583	-6%	110,858	-6%	76,542	-1%	65.70	16.40

出所: 決算短信、Quick、アイザワ証券作成

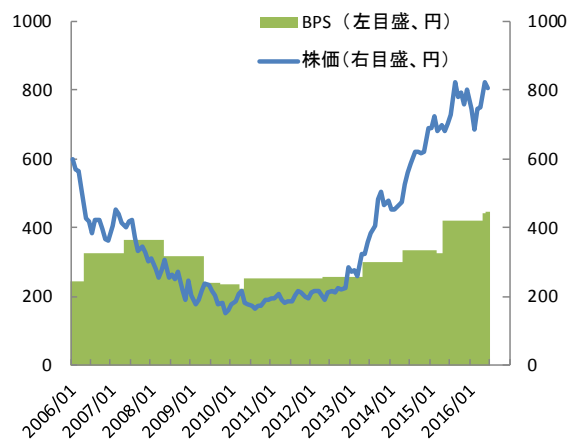
注記: 社は会社予想(今回開示)、予はQuickコンセンサス予想(6/22時点12社)

(図3)大成建設株価指標推移1



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

(図4)大成建設株価指標推移2



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

大林組 (1802)

- 前期実績 (前年同期比) : 売上高+0%、営業利益+120%、当期純利益+121%
 - 主力の国内建築で完成工事利益率が改善、国内外の土木や不動産も好調
 - 受注時採算の好転、建築物価の落ち着き、不採算工事の減少によって利益率は向上
 - 単体建設工事受注高+10% (1兆4002億円)、同繰越高+13% (1兆6515億円)、国内民間建築が大幅増、海外子会社も好調、工事施工能力を考慮して選別受注方針
- 今期会社予想 (同) : 売上高+8%、営業利益▲11%、当期純利益▲1%
 - 完成工事利益率は前期の大幅改善から巡航速度への低下を想定、夏場以降の大型工事本格化にともなう資材・労務の需給ひっ迫を織り込み、生産性向上策を推進
 - 国内建設投資額は高水準、施工能力を考慮して採算重視の受注を進める方針
 - 安定配当維持に力点、18円配当継続、目標配当性向20~30%で増配余地
 - 年初から単元株式数を1000株→100株に変更済み、流動性向上にはプラス
- 中期計画の数値目標を超過達成 : 計画は据え置きだが、業績上乘せを図る方針
 - 国内建設の生産性向上に加え、海外建設、再生可能エネルギーなど新領域を拡大へ
- 6/28 株価 1059円、会社予想 PER12.1倍、実績 PBR1.47倍、予想 ROE は 12.2%に向上へ

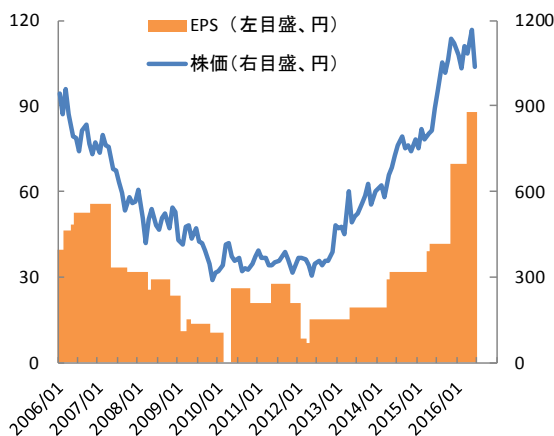
(表2)大林組連結業績推移

決算期	売上高 (百万円)	伸率 (%)	営業利益 (百万円)	伸率 (%)	経常利益 (百万円)	伸率 (%)	当期純利益 (百万円)	伸率 (%)	1株利益 (円)	1株配当 (円)
2014/3	1,612,756	11%	31,991	-9%	40,135	-10%	21,627	64%	30.11	8.00
2015/3	1,773,981	10%	48,388	51%	59,913	49%	28,695	33%	39.96	10.00
2016/3	1,777,834	0%	106,380	120%	111,208	86%	63,437	121%	88.36	18.00
2017/3社	1,915,000	8%	95,000	-11%	98,500	-11%	63,000	-1%	87.77	18.00
2017/3予	1,903,240	7%	103,880	-2%	108,480	-2%	69,030	9%	96.17	18.63

出所:決算短信、Quick、アイザワ証券作成

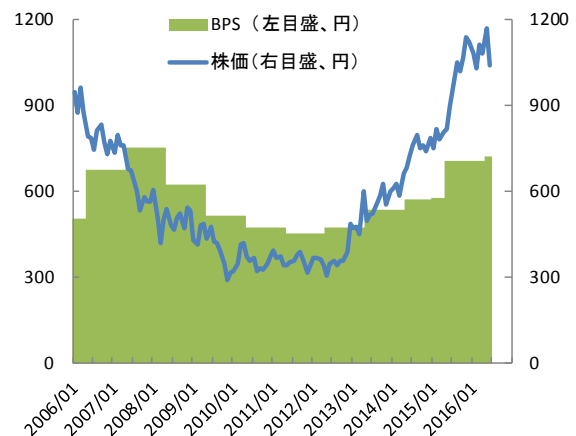
注記:社は会社予想(今回開示)、予はQuickコンセンサス予想(6/22時点10社)

(図5)大林組株価指標推移1



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

(図6)大林組株価指標推移2



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

清水建設 (1803)

- 前期実績 (前年同期比) : 売上高+6%、営業利益+89%、当期純利益+78%
 - 主力の国内建築で完成工事利益率が改善、製造業からの受注が好調、大幅増益
 - 不採算工事の減少、受注時採算の向上に加え、追加工事獲得などが利益増額要因
 - 単体建設工事受注高▲10% (1兆2846億円)、同繰越高▲5% (1兆3567億円)、前年に大型受注があったための反動減、工事施工能力を考慮して選別受注方針
 - 財務強化を受けて還元強化、増配 (株主)、特別給与 (従業員)、育英会設立 (社会)
- 今期会社予想 (同) : 売上高▲6%、営業利益▲1%、当期純利益+10%
 - 完成工事高はやや保守的、利益率は横ばい、経常利益以下は増益計画、16円配当継続
 - 低採算工事は早ければ来期に完工見込み、完成工事粗利益率10%以上から上乘せ
 - 特別配当6円を含めて今期も16円配当継続方針、配当性向20%を意識
- 前回増額修正した中期計画の目標を超過達成 : 計画を改定、每期ローリングへ
 - 3年後売上高1兆6300億円、経常利益1020億円へ増額、有利子負債は削減継続
 - 生産性向上、労働環境改善、収益力強化、新規事業を含む経営基盤拡大を目指す
- 6/28 株価 935円、会社予想 PER11.4倍、実績 PBR1.53倍、予想 ROE は 13.4%に向上へ

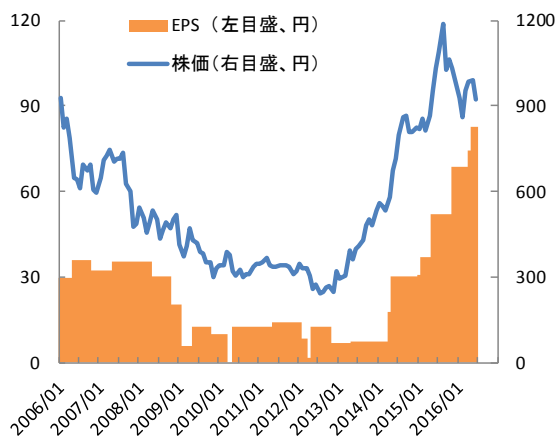
(表3) 清水建設連結業績推移

決算期	売上高 (百万円)	伸率 (%)	営業利益 (百万円)	伸率 (%)	経常利益 (百万円)	伸率 (%)	当期純利益 (百万円)	伸率 (%)	1株利益 (円)	1株配当 (円)
2014/3	1,497,578	6%	26,054	99%	29,277	69%	14,191	140%	18.09	7.00
2015/3	1,567,843	5%	50,032	92%	56,246	92%	33,397	135%	42.56	8.00
2016/3	1,664,933	6%	94,668	89%	95,501	70%	59,322	78%	75.61	16.00
2017/3社	1,570,000	-6%	94,000	-1%	96,000	1%	65,000	10%	82.35	16.00
2017/3予	1,602,430	-4%	99,960	6%	102,375	7%	68,884	16%	87.80	16.63

出所: 決算短信、Quick、アイザワ証券作成

注記: 社は会社予想(今回開示)、予はQuickコンセンサス予想(6/22時点10社)

(図7) 清水建設株価指標推移1



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

(図8) 清水建設株価指標推移2



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

鹿島建設 (1812)

- 前期実績 (前年同期比) : 売上高+3%、営業利益+777%、当期純利益+378%
 - 主力の国内建築で完成工事利益率が大きく改善、国内土木や国内子会社も好調
 - 不採算工事の進捗、受注時採算の向上、工程管理の強化などが寄与、同業他社比で劣後していた工事利益率の改善が加速、一気にトップクラスに躍り出た
 - 単体建設工事受注高+10% (1兆1880億円)、同繰越高+4% (1兆5117億円)
 - 収益力回復を受けて配当増額、12円配当継続方針、配当性向20%を意識
- 今期会社予想 (同) : 売上高+9%、営業利益▲23%、当期純利益▲17%
 - 完成工事利益率は前期の大幅な改善から低下を見込む、年後半からの大型工事本格化にともなう建設物価 (資材・労務) の上昇を織り込んだ保守的な想定
 - 低採算工事の多くは今期中に完工見込み、来期以降は工事利益率の上乗せ要因に
- 中期計画は棚上げ : 1年目に増額した数値目標 (売上高、経常利益) を超過達成
 - 不採算案件など不安定要因への対策は完了、単体収益力の回復も想定以上
 - 海外や不動産開発など国内建設事業以外の領域にも投資を拡充する方針
- 6/28 株価 692円、会社予想 PER12.0倍、実績 PBR1.52倍、予想 ROE は 12.7%に向上へ

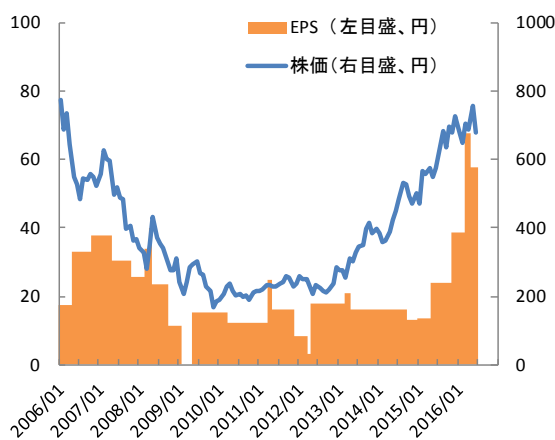
(表4) 鹿島建設連結業績推移

決算期	売上高 (百万円)	伸率 (%)	営業利益 (百万円)	伸率 (%)	経常利益 (百万円)	伸率 (%)	当期純利益 (百万円)	伸率 (%)	1株利益 (円)	1株配当 (円)
2014/3	1,521,191	2%	23,007	25%	27,006	10%	20,752	-11%	19.98	5.00
2015/3	1,693,658	11%	12,665	-45%	21,365	-21%	15,139	-27%	14.58	5.00
2016/3	1,742,700	3%	111,079	777%	113,376	431%	72,323	378%	69.66	12.00
2017/3社	1,900,000	9%	85,000	-23%	90,000	-21%	60,000	-17%	57.79	12.00
2017/3予	1,887,958	8%	102,008	-8%	106,733	-6%	70,147	-3%	67.56	12.30

出所: 決算短信、Quick、アイザワ証券作成

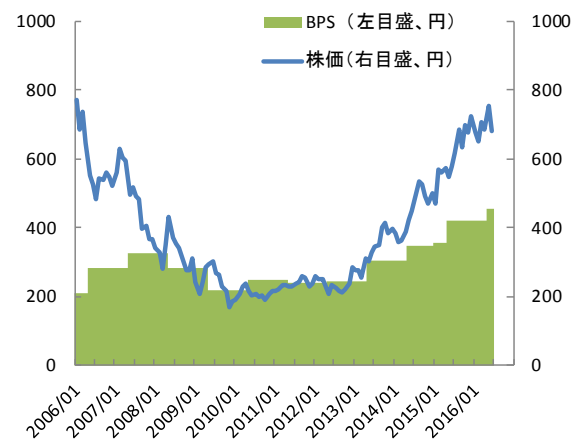
注記: 社は会社予想(今回開示)、予はQuickコンセンサス予想(6/22時点12社)

(図9) 鹿島建設株価指標推移1



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

(図10) 鹿島建設株価指標推移2



出所: AstraManager、アイザワ証券作成

金融商品取引法に基づく表示事項

■ 本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： 藍澤証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第6号
(本社) 東京都中央区日本橋1-20-3
加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会
当社が契約する特定第一種金融商品取引業務に係る指定紛争解決機関
： 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター
(略称：FINMAC)

■ お客様にご負担いただく手数料(税込)およびリスク等について

- ・ 対面口座：約定代金に対し、最大1.2420%を乗じた額
(ただし最大147,150円、約定代金が217,391円以下の場合は、2,700円)
- ・ インターネット口座「ブルートレード」
インターネット発注：最大1,620円、
コールセンター発注：約定代金に対し、最大0.6210%を乗じた額
(ただし最大73,575円、約定代金が260,869円以下の場合は1,620円)
- ・ コンサルティングネット口座「アイザワプラス」
インターネット発注：最大4,860円、
コールセンター発注：約定代金に対し、最大0.9936%を乗じた額
(ただし最大117,720円、約定代金が489,130円以下の場合は4,860円)

株式は株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。

本レポート(資料)等でご紹介する商品等の勧誘を行う場合があります。

藍澤証券 免責事項

- ・ 本資料は証券投資の参考となる情報の提供を目的としたものです。株式は株価の下落や発行者の信用状況の悪化等により、投資元本を割り込むおそれがあります。投資に関する最終決定は、情報の被提供者自身による判断でお決め下さい。本資料は企業取材等に基づき作成していますが、その正確性・完全性を全面的に保証するものではありません。結論は作成時点での執筆者による予測・判断の集約であり、その後の状況変化に応じて予告なく変更されます。
- ・ また、藍澤証券及びその役職員等は本レポートに記載されている企業の有価証券等、もしくは本レポート内で言及されている他の企業の有価証券を自己または委託にて取引する場合があります。