

上海建工 (600170.SH)

收入与扣非业绩增长表现亮眼，持续高分红价值凸显

收入增速创近年新高，扣非业绩增长表现亮眼。公司2018年实现营收1705.5亿元，同比增长20%，增速创2011年来新高；归母净利润27.8亿元，同比增长8%，略高于之前业绩快报；其中扣非后归母净利润同比增长28%，差异主要系2017年公司获政府补贴较多。分季度看，Q1-4分别实现营收增速16%/19%/12%/30%，分别实现归母净利润增速6%/-1%/-18%/41%，四季度营收与业绩加速明显。分板块看，公司建筑施工/设计咨询/建筑工业/房地产开发/城市建设投资业务分别实现营收1284/42/50/229/9亿元，同比增长13%/17%/6%/96%/15%，房地产开发板块表现突出。公司计划2019年实现营收1860亿元，较2018年实际完成额增长约9%。

毛利率提升，资产减值损失与少数股东收益增加影响利润增长。2018年公司毛利率11.3%，YoY+0.8个pct，主要因施工、设计咨询与房地产开发毛利率均有所提升，且高毛利率非施工业务占比提高。期间费用率7.1%，YoY-0.5%，其中销售/管理（加回研发）/财务费用率YoY+0.0/-0.3/-0.2个pct。资产减值损失多计提6.6亿元，主要系坏账计提增加以及计提可供出售金融资产减值准备3.6亿元（预计19年将明显减少）。所得税率较上期下降3.1个pct。少数股东收益6.5亿较去年大幅增长，预计主要因公司本期合作开发地产项目结算收入增长较多。归母净利率1.6%，YoY-0.2个pct。实现经营性现金流量净额24.0亿元，连续4年为正，但较上年减少34.4亿元，主要系子公司收到业主BT及PPP项目建设资本金回款减少68.7亿元所致。收现比与付现比分别为100%和101%，YoY-2/-1个pct。

全年订单稳健增长，在手订单充裕。公司2018年累计新签订单3037亿元，同增18%，完成年度目标的128%，近三年新签订单与当年收入的比值在160%以上，因此目前在手订单非常充裕，保障未来收入稳健增长。其中建筑施工/设计咨询/建筑工业分别新签订单2468/161/139亿元，同比增长23%/33%/20%，建筑施工业务在上年高基数下依然实现加速；公司计划2019年新签合同额3305亿元，较2018年实际新签增长约9%。

持续高分红，受益长三角一体化进程提速。公司公告2018年分红预案拟每10股派1.35元(含税)，合计分红12亿元，与去年基本持平，分红率43%，股息率为3.7%。公司14-18年分红率平均在40%以上，股息率排在板块前列，高于其他建筑央企及地方国企。当前公司PB(MRQ)为1.07倍，处于历史低位，高分红低估值具备较强性价比。当前长三角一体化上升到国家战略，进程有望加快，公司作为长三角施工龙头，有望显著受益。

投资建议：暂不考虑会计准则变更带来的金融工具公允价值变动损益影响，我们预测公司2019-2021年的归母净利润分别为33.5/37.4/41.1亿元，同比增长21%/12%/10%，对应EPS分别为0.38/0.42/0.46元，当前股价对应PE分别为10/9/8倍，维持“买入”评级。

风险提示：房地产调控风险、项目施工进度不达预期、政策进度不达预期。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	142083	170,546	186,231	208,881	231,644
增长率 yoy (%)	6.3	20.0	9.2	12.2	10.9
归母净利润(百万元)	2584.5	2,780	3,352	3,743	4,113
增长率 yoy (%)	23.3	7.6	20.6	11.7	9.9
EPS 最新摊薄(元/股)	0.29	0.31	0.38	0.42	0.46
净资产收益率(%)	9.2	9.7	10.3	10.3	10.8
P/E(倍)	16.3	11.9	9.9	8.9	8.1
P/B(倍)	1.8	1.3	1.2	1.1	1.0

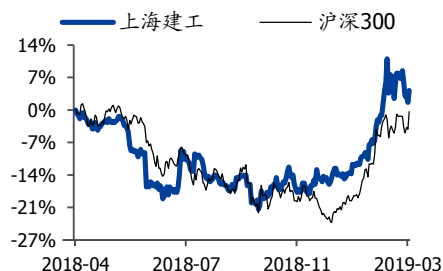
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	房屋建设
前次评级	买入
最新收盘价	3.74
总市值(百万元)	33,302.45
总股本(百万股)	8,904.40
其中自由流通股(%)	95.31
30日日均成交量(百万股)	51.20

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

相关研究

1、《上海建工(600170.SH)：长三角国企建工龙头，高分红低估值优势显著》2019-02-17



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	160156	173173	195672	214230	230019	营业收入	142083	170546	186231	208881	231644
现金	54228	54590	61456	66842	67459	营业成本	127211	151364	166469	187232	207491
应收账款	19013	25425	23100	31327	29031	营业税金及附加	1181	2421	2235	2298	2316
其他应收款	5802	0	6335	771	7109	营业费用	553	695	668	810	894
预付账款	1572	2757	1971	3332	2548	管理费用	8772	4828	11081	12115	13667
存货	75149	75531	90186	96199	110354	财务费用	1422	1383	828	816	820
其他流动资产	4392	14870	12624	15758	13517	资产减值损失	217	873	372	418	463
非流动资产	35530	42744	44989	47428	49485	公允价值变动收益	23	-18	-10	-3	-2
长期投资	868	2558	4285	6014	7745	投资净收益	233	169	160	167	183
固定投资	7485	8095	8060	8383	8600	营业利润	3045	4038	4728	5357	6173
无形资产	1952	2168	1855	1503	1027	营业外收入	657	336	360	350	300
其他非流动资产	25224	29923	30788	31528	32113	营业外支出	17	20	27	25	22
资产总计	195685	215918	240661	261658	279505	利润总额	3685	4355	5061	5683	6451
流动负债	129277	144430	166129	183887	198032	所得税	896	926	1164	1477	1613
短期借款	3302	4935	5757	12673	4935	净利润	2789	3429	3897	4205	4839
应付账款	42429	55260	52178	68660	65253	少数股东收益	204	650	546	463	726
其他流动负债	83546	84234	108194	102555	127844	归属母公司净利润	2584	2780	3352	3743	4113
非流动负债	36053	36182	36531	36788	36848	EBITDA	5949	7035	6163	7054	7919
长期借款	33079	33986	34336	34593	34653	EPS (元/股)	0.29	0.31	0.38	0.42	0.46
其他非流动负债	2974	2195	2195	2195	2195	主要财务比率					
负债合计	165330	180611	202660	220676	234880	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	3332	4229	4775	5238	5963	成长能力					
股本	8904	8904	8904	8904	8904	营业收入 (%)	6.3	20.0	9.2	12.2	10.9
资本公积	2312	2201	2201	2201	2201	营业利润 (%)	25.0	32.6	17.1	13.3	15.2
留存收益	11459	12910	15038	17357	20018	归属母公司净利润 (%)	23.3	7.6	20.6	11.7	9.9
归属母公司股东收益	27023	31077	33226	35744	38661	盈利能力					
负债和股东权益	195685	215918	240661	261658	279505	毛利率 (%)	10.5	11.2	10.6	10.4	10.4
现金流量表 (百万元)						净利率 (%)	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE (%)	9.2	9.7	10.3	10.3	10.8
经营活动现金流	5840	2396	12524	3676	13513	ROIC	4.9	5.4	4.7	4.5	5.4
净利润	2789	3429	3897	4205	4839	偿债能力					
折旧摊销	1508	1775	1392	1600	1806	资产负债率 (%)	84.5	83.6	84.2	84.3	84.0
财务费用	1422	1383	828	816	820	净负债比率 (%)	-42.7	-29.9	-46.2	-37.4	-51.8
投资损失	-233	-169	-160	-167	-183	流动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
营运资金变动	183	-4077	6558	-2781	6229	速动比率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
其他经营现金流	172	55	10	3	2	营运能力					
投资活动现金流	-1767	-4283	-3485	-3876	-3683	总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9
资本支出	1513	2033	517	711	326	应收账款周转率	7.6	7.7	7.7	7.7	7.7
长期投资	-1566	-2110	-1727	-1728	-1731	应付账款周转率	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
其他投资现金流	-1820	-4360	-4695	-4893	-5087	每股指标 (元/股)					
筹资活动现金流	940	2150	-2994	-1330	-1475	每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.31	0.38	0.42	0.46
短期借款	-275	1633	0	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.79	0.69	1.41	0.41	1.52
长期借款	1611	908	349	257	60	每股净资产 (最新摊薄)	2.70	2.76	3.00	3.28	3.61
普通股增加	1773	0	0	0	0	估值指标 (倍)					
资本公积增加	-587	-111	0	0	0	P/E	16.30	11.92	9.94	8.90	8.10
其他筹资现金流	-1582	-280	-3343	-1588	-1535	P/B	1.75	1.35	1.25	1.14	1.04
现金净增加额	4833	324	6045	-1530	8355	EV/EBITDA	4.08	4.1	3.6	3.5	2.2

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2017年	2018年	2017一季单季	2017二季单季	2017三季单季	2017四季单季	2018一季单季	2018二季单季	2018三季单季	2018四季单季
营业收入	142,083	170,546	26,682	39,606	33,251	42,543	31,075	47,215	37,120	55,135
营业成本	127,211	151,364	23,950	35,733	29,865	37,662	27,485	42,981	32,187	48,711
毛利率	10.47%	11.25%	10.24%	9.78%	10.18%	11.47%	11.55%	8.97%	13.29%	11.65%
销售费用	553	695	101	119	129	204	116	183	145	252
销售费用率	0.39%	0.41%	0.38%	0.30%	0.39%	0.48%	0.37%	0.39%	0.39%	0.46%
管理费用(加回研发)	8,772	10,007	1,708	2,084	2,339	2,641	1,952	2,099	3,053	2,903
管理费用率(加回研发)	6.17%	5.87%	6.40%	5.26%	7.04%	6.21%	6.28%	4.45%	8.22%	5.27%
财务费用	1,422	1,383	240	386	399	398	398	335	596	54
财务费用率	1.00%	0.81%	0.90%	0.97%	1.20%	0.94%	1.28%	0.71%	1.61%	0.10%
期间费用率	7.56%	7.09%	7.68%	6.54%	8.62%	7.62%	7.93%	5.54%	10.22%	5.82%
资产减值损失(含信用减值)	217	873	-199	113	11	293	-115	148	96	743
投资收益	233	169	4	147	40	42	34	30	85	21
营业外收入	657	336	26	59	490	82	14	92	22	209
营业外支出	17	20	2	4	8	3	2	1	9	8
税前利润	3,685	4,355	729	1,096	812	1,049	981	1,025	613	1,736
所得税	896	926	215	249	179	254	304	181	80	360
所得税率	24.32%	21.26%	29.46%	22.68%	22.06%	24.22%	31.01%	17.67%	13.13%	20.73%
少数股东权益占比	7.32%	18.94%	2.20%	10.19%	-0.42%	13.73%	21.28%	10.26%	2.13%	29.62%
归母净利润	2,584	2,780	503	761	635	686	533	757	521	969
净利率	1.82%	1.63%	1.88%	1.92%	1.91%	1.61%	1.71%	1.60%	1.40%	1.76%
摊薄EPS(元)	0.2902	0.3122	0.0672	0.0855	0.0713	0.0770	0.0598	0.0850	0.0585	0.1088
经营性现金流净额	5,840	2,396	-11,410	1,546	-119	15,823	-13,790	1,131	972	14,082
收现比	102.21%	99.75%	138.68%	80.15%	104.08%	98.40%	125.39%	84.92%	118.12%	85.65%
付现比	101.40%	100.62%	182.92%	74.54%	98.86%	77.07%	169.44%	83.70%	117.95%	65.28%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com