

投资评级：强烈推荐（维持）
报告日期：2020年02月14日
市场数据

目前股价	3.13
总市值（亿元）	278.71
流通市值（亿元）	265.64
总股本（万股）	890,440
流通股本（万股）	848,691
12个月最高/最低	4.03/2.91

分析师

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

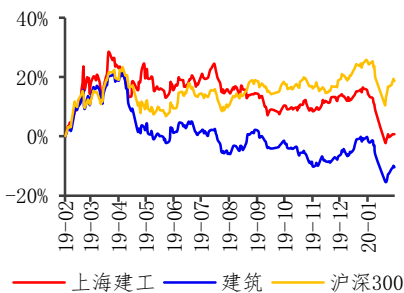
✉ wangzhijie@cgws.com

联系人（研究助理）：蔡微未

S1070119080025

☎ 021-31829851

✉ caiweiwei@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<分拆上市构建建筑材料上市平台，造就双赢局面>> 2020-01-09

<<长三角建工龙头，一体化助力业绩释放>> 2019-11-25

紧抓长三角一体化机遇，19年业绩超预期

——上海建工（600170）公司动态点评

盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	142083	170546	204774	237452	270149
(+/-%)	6.3%	20.0%	20.1%	16.0%	13.8%
净利润	2584	2780	3771	4187	4654
(+/-%)	23.3%	7.6%	35.6%	11.0%	11.2%
摊薄 EPS	0.29	0.31	0.42	0.47	0.52
PE	11	10	7	7	6

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**2020年2月14日，公司发布2019年度业绩快报。预计2019年度实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为2,047.7亿/37.7亿/28.82亿，同比增长20.07%/35.61%/17.73%。
- **业务规模扩张带动业绩大幅增长，建筑施工业务和建筑相关工业业务表现亮眼。**公司2019Q1-Q3分别实现营收471/564.02/488.44亿元，同增51.57%/19.46%/31.59%；实现归母净利润13.17/6.40/7.64亿元，同比变动147.22%/-15.47%/46.52%；实现扣非后归母净利润6.06/7.37/7.20亿元，同增16.43%/7.54%/44.26%。根据公司发布的2019年度业绩快报，2019年全年预计实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为2,047.7亿/37.7亿/28.82亿，同比增长20.07%/35.61%/17.73%。2019年公司业绩高速增长主要系公司业务规模扩张带来的营收增长和金融资产公允价值变动收益，其中，建筑施工业务和建筑相关工业业务表现亮眼，实现营收1600亿和125亿，增速为21%和147%。
- **抓住长三角一体化发展机遇，公司立足长三角区域龙头建筑企业地位，促进全产业链协调发展，2019年合同额超额完成。**公司产业链完整，参与上海市50%以上重大工程，是长三角区域龙头建筑企业。**基建施工、基建投资、设计咨询业务方面**，长三角一体化的首要任务是共建互联互通综合交通体系，2019年发布的《交通强国建设纲要》将促进未来基建补短板速度。以长三角交通基建十三五规划完成度来测算2019-2020各交通基建增速，长三角公路、高速公路、铁路、城市轨道交通在2019-2020两年CAGR分别为0.42%、3.72%、15.82%、16.02%。**房建施工和房地产业务方面**，上海建工长三角主场优势明显，多次中标三省一市边界区域地块，边界城市房价和房地产开发投资力度高于核心城市6.16和15.25个百分点，市场空间广阔。在长三角一体化等市场机遇推动下，2019新签合同额超额完成，累计新签合同3608.47亿，同比增长18.8%，达2019年目

标总额的 109.2%。其中建筑施工、设计咨询、建筑相关工业、房地产、城市建设投资和其他业务分别为 3025.82 亿/187.71 亿/175.38 亿/59.78 亿/65.98 亿/93.80 亿，同比增长 22.60%/16.24%/26.38%/-50.24%/-24.19%/52.25%。

- **子公司建工材料分拆上市形成双赢局面，提升整体盈利能力。**公司于 2020 年 1 月 9 日发布公告，拟将全资子公司上海建工材料拆分重组在上交所主板上市。建工材料背靠国资委，是全国第三大、上海地区最大的商品混凝土生产企业和上海市最大的建筑构件、地铁管片、市政预制构件生产商，年产能分别达到 2500 万和 75 万立方米以上，分拆上市有助于深化国企改革和提升子公司透明度、优化财务结构及加快产业布局。对上海建工而言，建工材料归属的建材工业业务板块营收占比较低，增长表现亮眼，独立性强，分拆对上海建工影响范围有限，利于公司梳理业务架构。此外，分拆后建工材料依托资本市场有望进一步拓展产业布局突出发展优势，从而提升上海建工整体盈利能力，形成双赢局面。
- **投资建议：**鉴于 2019 公司业绩稳增长，建筑施工业务和建筑相关工业业务表现亮眼，其子公司建工材料分拆上市形成双赢局面，且长三角一体化加快房建、基建发展，及人口集聚效应提升房地产需求，长三角一体化将带动公司全产业链协同发展，上海建工作为长三角地区龙头建筑企业，未来省内外订单及收入有望高速增长，根据模型测算，公司收入及毛利率有望提升，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 37.71 亿元、41.87 亿元、46.54 亿元，EPS 分别为 0.42、0.47 元、0.52 元，对应 PE 为 7.39 倍、6.66 倍、5.99 倍，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**宏观政策效果不及预期风险，分拆方案审批风险，房地产政策风险，长三角一体化规划不及预期风险，基建材料大幅波动的风险等。

1.1 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	142082.64	170545.78	204774.32	237452.02	270149.16	成长性					
营业成本	127211.22	151364.08	181592.58	210382.49	239595.29	营业收入增长	6.3%	20.0%	20.1%	16.0%	13.8%
销售费用	553.16	694.91	675.76	759.85	864.48	营业成本增长	6.0%	19.0%	20.0%	15.9%	13.9%
管理费用	8772.46	4827.73	5795.11	6705.65	7618.21	营业利润增长	25.0%	32.6%	31.6%	11.6%	13.5%
研发费用	0.00	5178.92	6245.62	7289.78	8320.59	利润总额增长	22.0%	18.2%	29.0%	11.0%	12.9%
财务费用	1422.49	1383.07	1643.96	1776.93	2143.69	净利润增长	23.3%	7.6%	35.6%	11.0%	11.2%
其他收益	23.15	66.32	22.37	27.96	34.95	盈利能力					
投资净收益	233.39	169.34	147.58	163.07	176.53	毛利率 (%)	10.5%	11.2%	11.3%	11.4%	11.3%
营业利润	3045.33	4038.43	5313.71	5931.61	6734.42	销售净利率 (%)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业外收支	639.51	316.86	306.31	308.15	309.11	ROE (%)	9.2%	9.7%	10.9%	11.4%	11.7%
利润总额	3684.84	4355.29	5620.02	6239.75	7043.52	ROIC (%)	75.8%	42.3%	55.9%	59.2%	61.2%
所得税	896.30	925.84	1451.65	1485.31	1664.43	营运效率					
少数股东损益	204.08	649.58	397.66	567.36	724.65	销售费用/营业收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
净利润	2584.47	2779.87	3770.70	4187.08	4654.45	管理费用/营业收入	6.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	0.0%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
流动资产	160155.70	173173.20	194753.82	216606.68	253462.88	财务费用/营业收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%
货币资金	54228.26	54589.60	57234.15	59373.97	67549.76	投资收益/营业利润	7.7%	4.2%	2.8%	2.7%	2.6%
应收票据及应收账款合	20926.15	30199.62	35328.16	39459.88	48393.51	所得税/利润总额	24.3%	21.3%	25.8%	23.8%	23.6%
其他应收款	5989.12	6581.26	8512.00	8989.82	10922.00	应收账款周转率	7.05	6.67	6.25	6.35	6.15
存货	75149.03	75530.93	88806.24	102450.56	120428.78	存货周转率	1.81	2.01	2.21	2.20	2.15
非流动资产	35529.51	42744.47	41220.71	43706.32	45232.76	流动资产周转率	0.94	1.02	1.11	1.15	1.15
固定资产	7484.68	8095.45	8917.28	9498.67	9834.31	总资产周转率	0.77	0.83	0.91	0.96	0.97
资产总计	195685.21	215917.66	235974.54	260313.00	298695.63	偿债能力					
流动负债	129277.25	144429.70	164647.20	189402.27	228445.98	资产负债率 (%)	84.5%	83.6%	83.8%	83.9%	84.6%
短期借款	3302.26	4935.49	3938.40	7880.85	18037.76	流动比率	1.24	1.20	1.18	1.14	1.11
应付款项	46879.53	63086.23	73964.77	85415.90	95410.73	速动比率	0.63	0.63	0.61	0.57	0.56
非流动负债	36052.84	36181.73	33054.83	29108.13	24264.49	每股指标 (元)					
长期借款	33078.67	33986.48	30520.69	26510.29	21822.08	EPS	0.29	0.31	0.42	0.47	0.52
负债合计	165330.10	180611.43	197702.03	218510.40	252710.47	每股净资产	2.70	2.76	3.05	3.38	3.77
股东权益	30355.11	35306.24	38272.51	41802.60	45985.17	每股经营现金流	0.78	0.69	0.69	0.93	0.97
股本	8904.40	8904.40	8904.40	8904.40	8904.40	每股经营现金/EPS	2.70	2.21	1.63	1.98	1.86
留存收益	11459.18	12910.36	15208.06	17867.69	20854.76	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	3332.19	4229.42	4627.08	5194.44	5919.09	PE	10.78	10.03	7.39	6.66	5.99
负债和权益总计	195685.21	215917.66	235974.54	260313.00	298695.63	PEG	0.73	0.49	0.30	0.34	0.37
现金流量表	(百万)					PB	1.16	1.13	1.03	0.93	0.83
经营活动现金流	5840.31	2395.96	6147.69	8292.85	8636.39	EV/EBITDA	3.13	3.27	2.66	2.28	1.86
其中营运资本减少	1411.46	616.76	-220.22	196.57	-757.74	EV/SALES	0.13	0.14	0.09	0.08	0.06
投资活动现金流	-1767.50	-4282.86	964.81	-4052.44	-3395.37	EV/IC	0.27	0.30	0.24	0.22	0.19
资本支出	1512.93	2032.80	957.75	640.90	250.20	ROIC/WACC	11.51	6.43	8.48	8.85	9.30
筹资活动现金流	939.95	2149.99	-4467.95	-5922.72	-6969.98	REP	0.02	0.05	0.03	0.03	0.02
净现金总变化	4833.43	323.75	2644.55	-1682.31	-1728.97						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>