

上海建工 (600170.SH) 年报点评

新签订单增速达近年最高，激励到位加速订单转化

核心观点:

- 收入、毛利率有所提升，新签订单增势良好

公司 2016 年实现收入同比增长 6.56%，17 年的收入目标是 1413 亿，较 2016 年同比增长 5.7%。2016 年公司剔除营改增影响后的毛利率为 8.74%，较上年提升 1.95 个百分点。公司新签合同 2149.64 亿元，同比增长 27.58%，是 2011 年以来最高增速，将对公司未来业绩提供有力支撑。

- 费用率上升、资产减值损失下降，净利率略有提升

2016 年期间费用率为 6.7%，较上年增加 1.85 个百分点；公司资产减值损失为 3.99 亿元，同比减少 9.93%。

- 付现比增幅高于收现比增幅，经营性现金流下降

- 公司作为上海国企龙头承接 PPP 有天然优势，期待订单加速转化

截至 2016 年，公司共公告 7 个 PPP 项目，合同金额合计 261.54 亿元，共完成投资总额 26.62 亿元，但仅确认了 5 亿元收入。

- 17 年通过定增方式员工持股，激励机制到位

- 投资建议

2016 年公司收入稳步增长，盈利水平有所提升，而且新签订单增速达近年最高，为公司未来业绩增长提供有力支撑。公司是上海建筑龙头企业，强大的工程建设能力以及接单优势有望使其订单持续向好，尤其是 PPP 项目，期待订单加速转化为业绩。目前公司员工持股计划已经实施，激励机制到位，我们看好公司未来发展，维持“买入”评级，预计 2017-2019 年 EPS 为 0.31、0.34、0.37 元。

- 风险提示

固定资产投资增速持续下滑，PPP 项目推进不达预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	125,430.7	133,656.5	143,117.8	152,515.8	161,666.8
增长率(%)	10.35%	6.56%	7.08%	6.57%	6.00%
EBITDA(百万元)	4,450.49	4,911.01	6,427.84	6,541.21	6,953.49
净利润(百万元)	1,870.54	2,095.50	2,322.39	2,546.20	2,751.84
增长率(%)	5.57%	12.03%	10.83%	9.64%	8.08%
EPS(元/股)	0.262	0.294	0.310	0.340	0.368
市盈率(P/E)	28.32	16.89	15.85	14.46	13.38
市净率(P/B)	2.24	1.69	1.63	1.53	1.45
EV/EBITDA	9.24	5.30	1.52	0.70	0.36

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

4.92 元

前次评级

买入

报告日期

2017-03-27

相对市场表现



分析师: 岳恒宇 S0260516080005



010-59136612



yuehengyu@gf.com.cn

相关研究:

上海建工 (600170.SH) 中报 2016-08-31

点评: 上半年新签订单增势良好, 净利润小幅上升

上海建工 (600170.SH) 公告 2016-04-16

点评: 民企式激励, 国企式接单, 有望进入新一轮快速发展

联系人: 张欣劼 010-59136612

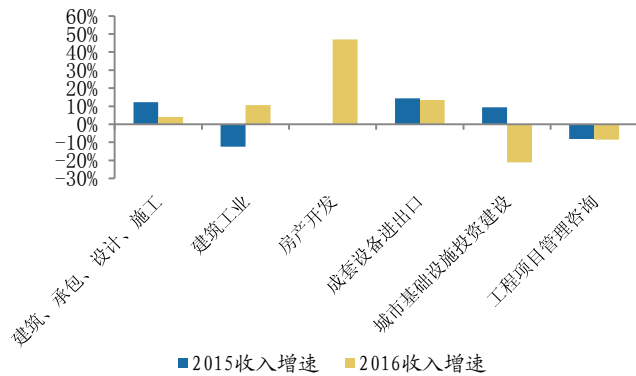
zhangxinjie@gf.com.cn

公司近日发布2016年年报，全年实现营业收入1336.57亿元，同比增长6.56%；全年实现归母净利润20.96亿元，同比增加12.03%。点评如下：

1、收入、毛利率有所提升，新签订单增势良好

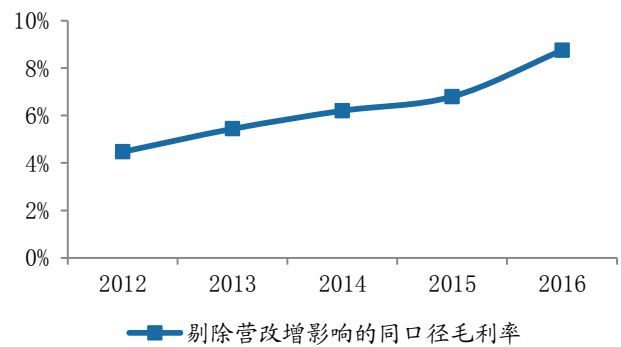
公司2016年实现收入同比增长6.56%，较2015年的10.35%有所下降，可能是占比较大的建筑施工业务增速有所下降所致。公司对2017年的收入目标是1413亿，较2016年同比增长5.7%。2016年公司剔除营改增影响后的毛利率（（毛利-营业税金及附加）/销售收入）为8.74%，较上年提升1.95个百分点，可能是高毛利率的房地产开发、设计等业务占比增加以及海外业务提升所致。

图1：2015、2016年公司分业务收入增速



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

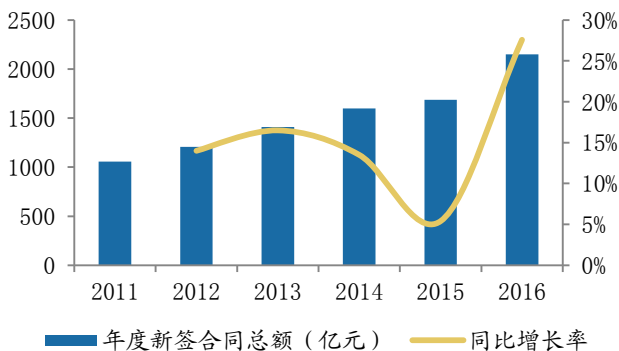
图2：剔除营改增影响后毛利率逐年提升



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

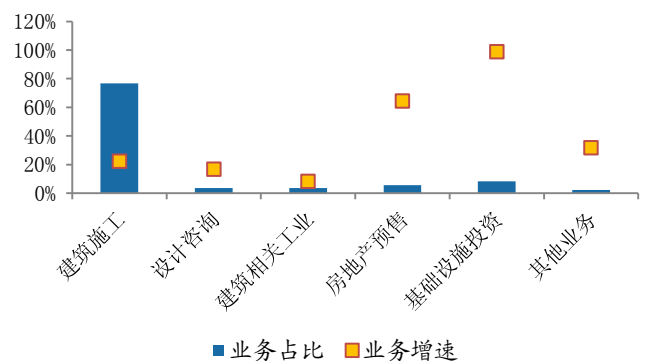
公司2016年新签合同2149.64亿元，同比增长27.58%，是2011年以来最高增速，将对公司未来业绩提供有力支撑。其中，建筑施工业务（包含公司投资的城市基础设施建设项目的施工业务）新签合同额约1651.73亿元，较上年同比增长22.26%，占新订单总额的76.84%；其他业务中增速亮眼的是：房地产预售合同额为120亿元，同比增长64%；城市基础设施投资建设业务（主要是PPP业务）合同额约为178.73亿元，同比增长96%。

图3：公司年度新签合同情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：2016年新签合同业务占比与各业务增速



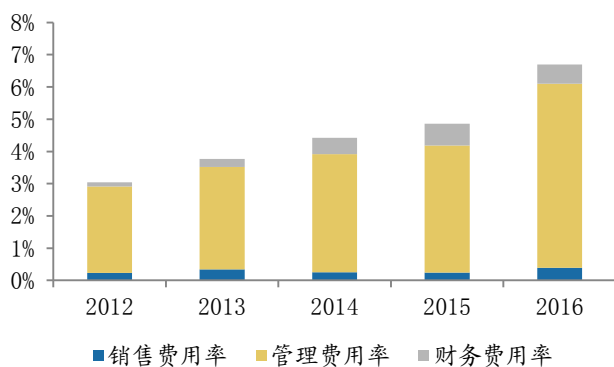
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

2、费用率上升、资产减值损失下降，净利率略有提升

费用方面，2016年期间费用率为6.7%，较上年增加1.85个百分点。其中，占比最大的管理费用率上升1.76个百分点，主要是公司加大科研项目费用投入导致技术开发费较上年同期增加23亿元，同比增加148.34%；此外，销售费用率上升0.15个百分点；财务费用率下降0.07个百分点。2016年公司资产减值损失为3.99亿元，同比减少9.93%，应收账款增速也从2015年的26.5%下降至16.7%，可见公司在加大账款催收力度。

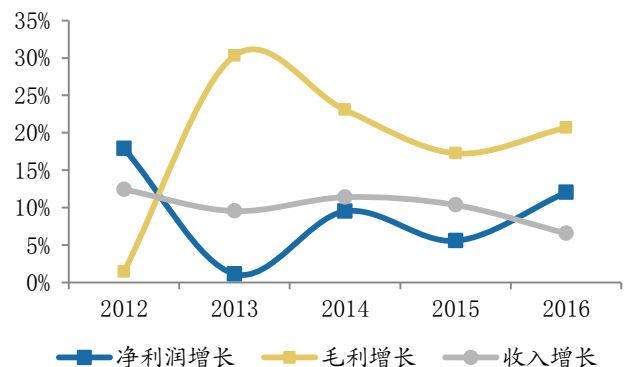
整体来看，2016年公司归母净利润为20.96亿元，同比增加12.03%，净利率为1.57%，较上年增加0.08个百分点。

图5：期间费用率



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：毛利、净利润增速高于收入增速

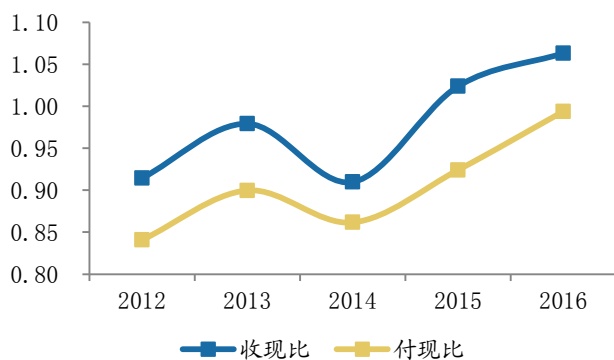


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

3、付现比增幅高于收现比增幅，经营性现金流下降

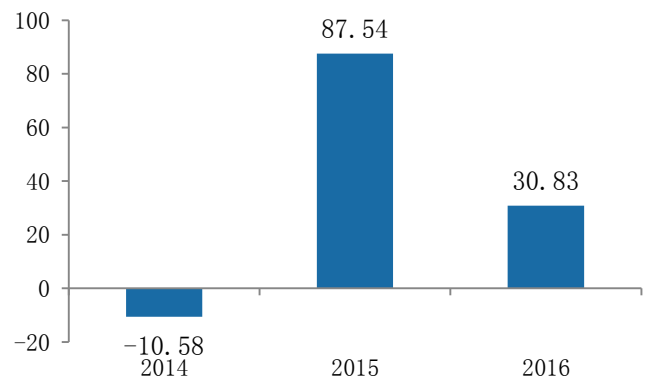
2016年公司收现比和付现比较去年同期分别上升3.94和6.98个百分点，付现比增幅高于收现比增幅。公司经营活动产生的现金流量净额同比上年减少64.78%。

图7：年度收付现比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：经营活动产生的现金流量净额(亿元)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

4、公司作为上海国企龙头承接PPP有天然优势，期待订单加速转化

目前PPP建设大潮已然成为趋势和现象，随着工程市场容量逐渐萎缩，转型资产运营是必然道路，公司作为上海国企龙头，在PPP项目承接上拥有天然优势。截至2016年，公司共公告7个PPP项目，合同金额合计261.54亿元，截至16年末共完成投资总额26.62亿元，但仅有温州市瓯江口PPP项目确认了收入（5亿元）。

2017年3月，公司联合上海市政工程设计研究总院组成联合体中标眉山市交通及社会事业建设项目（PPP模式）。近日公司公告拟与招商证券资产管理有限公司合作设立产业基金，基金计划总规模为人民币60亿元，其中公司拟认购12亿元，招商证券拟认购48亿元，首期募集资金拟用于该眉山PPP项目。

表 1：公司 2016 年度 PPP 项目

项目名称	合同金额 (亿元)	截至 16 年末确认收入 (亿元)	截至 16 年末完成投资额 (亿元)
温州市瓯江口新区一期市政工程 PPP 项目	85.34	5.00	14.90
都江堰市滨江新区基础设施 PPP 项目	72.00	0.00	4.33
安吉经济开发区新型城镇化建设政府与社会资本合作（PPP）项目	35.84	0.00	5.89
泰州市高港区凤栖湖景区投融资建设项目	13.00	0.00	0.00
温州市七都大桥北汊桥工程政府和社会资本合作（PPP）项目	21.13	0.00	1.50
肇庆市火车站综合体建设 PPP 项目	15.26	0.00	0.00
四会市商业大道改造、S260 线改造、S262 改造线四会段 PPP 项目	18.97	0.00	0.00
合计	261.54	5.00	26.62

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

5、17年通过定增方式员工持股，激励机制到位

2017年公司已经完成通过非公开发行方式实施员工持股计划，发行价为3.59元每股，发行股份数量为3.51亿股，募集资金总额12.59亿元，锁定3年。实施员工持股计划有利于实现利益捆绑，提高员工的凝聚力，也有利于深化公司混合所有制改革。

6、投资建议

2016年公司收入稳步增长，盈利水平有所提升，而且新签订单增速达近年最高，为公司未来业绩增长提供有力支撑。公司是上海建筑龙头企业，强大的工程建设能力以及接单优势有望使其订单持续向好，尤其是PPP项目，期待订单加速转化为业绩。目前公司员工持股计划已经实施，激励机制到位，我们看好公司未来发展，维持“买入”评级，预计2017-2019年EPS为0.31、0.34、0.37元。

风险提示

固定资产投资增速持续下滑，PPP项目推进不达预期。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	111277	142140	137295	144835	152224
货币资金	38820	49357	58482	64209	66787
应收及预付	21913	25855	25706	24052	25495
存货	48863	65266	53002	56469	59837
其他流动资产	1681	1662	105	105	105
非流动资产	30923	32228	31352	33392	36242
长期股权投资	958	1008	673	373	173
固定资产	6672	7319	6575	5757	4786
在建工程	3021	521	561	602	623
无形资产	3782	2396	882	0	0
其他长期资产	16489	20984	22660	26660	30660
资产总计	142200	174368	168647	178227	188466
流动负债	97567	115042	108307	115530	122552
短期借款	4595	3577	0	0	0
应付及预收	89020	106253	108307	115530	122552
其他流动负债	3952	5212	0	0	0
非流动负债	20382	33121	31467	31967	32467
长期借款	12553	27208	27208	27708	28208
应付债券	6080	4259	4259	4259	4259
其他非流动负债	1750	1654	0	0	0
负债合计	117949	148164	139774	147497	155019
股本	5943	7132	7483	7483	7483
资本公积	4071	2900	3802	3802	3802
留存收益	8801	9926	11276	12704	14169
归属母公司股东权	18816	19958	22560	23988	25453
少数股东权益	1767	2691	2756	2828	2906
负债和股东权益	142200	174368	168647	178227	188466

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8754	3083	19689	10797	7805
净利润	1971	2155	2388	2618	2829
折旧摊销	1177	1375	1614	1590	1677
营运资金变动	4838	-1416	14722	5286	1899
其它	768	969	965	1303	1400
投资活动现金流	-4575	-2176	-1117	-2867	-2847
资本支出	-3044	-1179	1835	1013	1033
投资变动	-1762	-656	-2952	-3880	-3880
其他	231	-341	0	0	0
筹资活动现金流	2781	9552	-9446	-2203	-2380
银行借款	16022	18453	-3577	500	500
债券融资	-11594	-12167	-5284	0	0
股权融资	535	600	1253	0	0
其他	-2183	2667	-1838	-2703	-2880
现金净增加额	6960	10459	9125	5728	2578
期初现金余额	31505	38820	49357	58482	64209
期末现金余额	38465	49279	58482	64209	66787

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	10.4	6.6	7.1	6.6	6.0
营业利润增长	5.4	16.6	13.4	11.7	9.6
归属母公司净利润增长	5.6	12.0	10.8	9.6	8.1
获利能力(%)					
毛利率	9.0	10.2	10.2	10.2	10.2
净利率	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8
ROE	9.9	10.5	10.3	10.6	10.8
ROIC	-	-	-	-	-
偿债能力					
资产负债率(%)	85.1	86.7	84.7	84.6	84.5
净负债比率	-0.6	-0.4	-1.1	-1.2	-1.2
流动比率	1.14	1.24	1.27	1.25	1.24
速动比率	0.62	0.65	0.76	0.74	0.73
营运能力					
总资产周转率	0.97	0.84	0.83	0.88	0.88
应收账款周转率	8.83	7.48	7.60	9.13	9.13
存货周转率	2.53	2.10	2.43	2.43	2.43
每股指标(元)					
每股收益	0.26	0.29	0.31	0.34	0.37
每股经营现金流	1.23	0.43	2.63	1.44	1.04
每股净资产	3.17	2.80	3.01	3.21	3.40
估值比率					
P/E	27.0	16.1	15.9	14.5	13.4
P/B	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.2	5.3	1.5	0.7	0.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	125431	133657	143118	152516	161667
营业成本	114115	120001	128477	136940	145128
营业税金及附加	2793	1967	2106	2245	2379
销售费用	305	528	565	602	638
管理费用	4944	7625	7156	7778	8245
财务费用	840	797	1719	1707	1670
资产减值损失	443	399	452	278	344
公允价值变动收益	-36	-9	0	0	0
投资净收益	134	105	120	120	120
营业利润	2089	2436	2763	3086	3382
营业外收入	533	621	621	621	621
营业外支出	35	36	36	36	36
利润总额	2587	3021	3348	3671	3967
所得税	616	867	960	1053	1138
净利润	1971	2155	2388	2618	2829
少数股东损益	101	59	66	72	78
归属母公司净利润	1871	2096	2322	2546	2752
EBITDA	4450	4911	6428	6541	6953
EPS(元)	0.26	0.29	0.31	0.34	0.37

广发建筑行业研究小组

- 岳恒宇: 分析师, CPA 非执业会员, 对外经济贸易大学会计硕士, 2015 年加入广发证券发展研究中心, 2015 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名团队成员。
- 张欣劼: 联系人, 俄亥俄州立大学金融硕士, 2016 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。