

上海建工 (600170)

证券研究报告

2019年10月30日

归母净利润持续快速增长，员工持股计划彰显信心

公司近日公布2019年第三季度报，公司前三季度实现营收1523.47亿元，同比增长32.00%；归属于上市公司股东的净利润约27.21亿元，同比增长50.24%。点评如下：

新签合同持续增长，自贸区试验区新机遇

2019年前三季度新签合同2444.74亿元，同比增长17.65%，占公司年度新签合同目标总额的73.97%。其中建筑施工业务新签合同额为1958.27亿元，同比增加18.11%；设计咨询合同为158.30亿元，同比增加52.93%，建筑相关工业业务合同额为167.17亿元，同比增加34.26%。设计咨询业务增速创今年新高，或因为报告期内高端商务楼设计业务的增加。公司作为长三角区域龙头企业，新签订单受益城市建设的深入发展而增加。近期国务院批复上海自贸区试验区的草案，自由贸易园区的建设带动固定资产投资规模的扩大，公司有望迎来新的发展机遇。

营业收入稳健增长，毛利率小幅减少，公允价值变动损益环比减少

公司2019年前三季度实现营业收入1523.47亿元，同比增加32.01%，公司半年累计新增借款超过净资产20%，满足于在手订单的快速落地；前三季度公司综合毛利率为9.52%，同比减少1.53个百分点，或因为毛利率较高的房地产开发项目占比减少所致。公允价值变动损益5.50亿元，同比增加5.57亿元，环比减少1.55亿元，主要系于股票价格的波动引起的金融资产价值增加。

期间费用率下降，资产减值转回，归母净利润大幅增长

前三季度公司期间费用率为6.56%，同比下降1.13个百分点。其中销售费用率为0.29%，同比下降0.09个百分点；管理费用率为2.71%，同比下降0.35个百分点，主要系于公司规模扩大，规模效应作用的显现；财务费用率为0.80%，同比下降0.35个百分点；研发费用率为2.76%，同比下降0.34个百分点，主要系于公司营业收入的增长所致。公司前三季度发生资产减值损失和信用减值损失共计-0.17亿元，同比减少1.46亿元，主要系于本期执行新金融工具准则，资产减值损失较同期内容发生变化。综合起来归母净利润为27.21亿元，同比增长50.24%。

经营性现金流较为平稳，多方面布局谋求可持续发展

公司前三季度收现比0.9988，同比下降6.61个百分点；付现比为1.01，同比下降了9.31个百分点，经营活动现金流净额-120.62亿元，较去年同期减少3.76亿元，或因为公司大量新签订单投入较多的垫支款所致。

上海自贸区草案即将落地，当地投资规模潜力或将扩大，公司拟发行不超过141亿中期票据，公司的持续经营谋得资金支持；同时回购股票用于员工持股计划，拟回购资金总额控制在0.5亿至1亿元之间，回购价格上限为4.20元/股，对应回购股份为1191万股到2381万股，约占公司已发行总股本的0.13%~0.27%。公司建立健全核心员工长期持股制度安排，促进公司健康可持续发展。

投资建议

公司立足建筑施工核心业务，证券投资收益持续增加。核心员工持股计划有望增强核心竞争力与可持续发展力。维持2019-2021年0.40、0.45、0.50的EPS不变，对应PE8.4、7.6、6.7倍，维持“买入”评级。

风险提示：订单转化未及预期，自贸区试验基地进程推迟

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	142,082.64	170,545.78	193,762.50	218,744.96	244,840.43
增长率(%)	6.30	20.03	13.61	12.89	11.93
EBITDA(百万元)	5,892.65	12,248.91	7,048.59	7,686.06	8,814.42
净利润(百万元)	2,584.47	2,779.87	3,573.81	3,983.49	4,458.92
增长率(%)	23.33	7.56	28.56	11.46	11.93
EPS(元/股)	0.29	0.31	0.40	0.45	0.50
市盈率(P/E)	11.65	10.83	8.42	7.56	6.75
市净率(P/B)	1.11	0.97	1.16	1.07	0.98
市销率(P/S)	0.21	0.18	0.16	0.14	0.12
EV/EBITDA	(0.25)	(0.78)	0.11	0.18	(0.15)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	3.38元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	8,904.40
流通A股股本(百万股)	8,486.91
A股总市值(百万元)	30,096.86
流通A股市值(百万元)	28,685.76
每股净资产(元)	2.91
资产负债率(%)	83.77
一年内最高/最低(元)	4.17/2.93

作者

唐笑 分析师
SAC执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 分析师
SAC执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



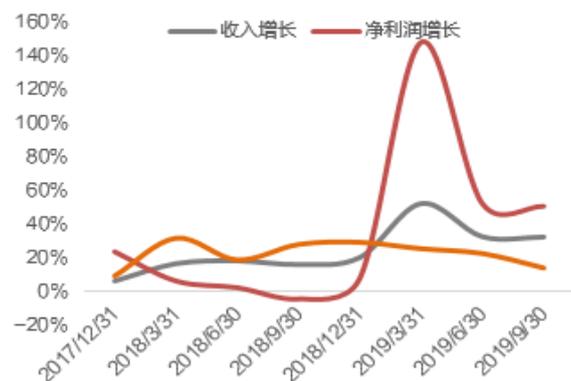
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《上海建工-半年报点评:公司营收稳健增长，未来有望紧抓区域建设发展机遇》2019-09-02
- 《上海建工-首次覆盖报告:营收增速显著提升，资产减值拖累利润增速》2019-04-15
- 《上海建工-年报点评报告:风险收益比高，业绩稳增长料能持续》2018-03-29

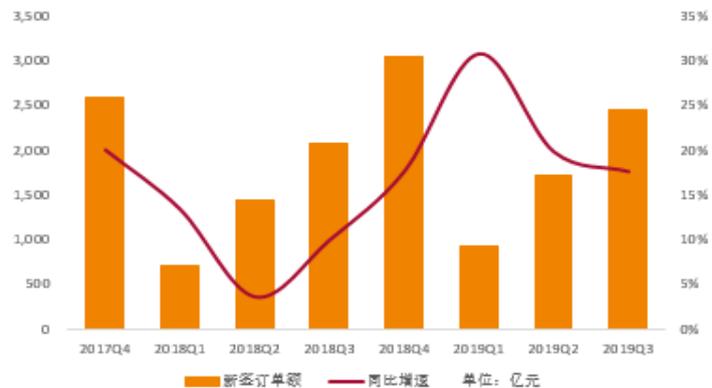


图 1：成长能力



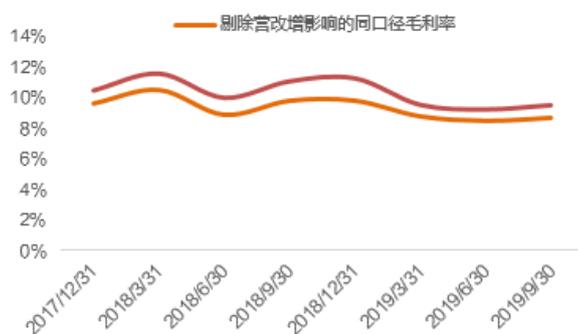
资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：新签合同额



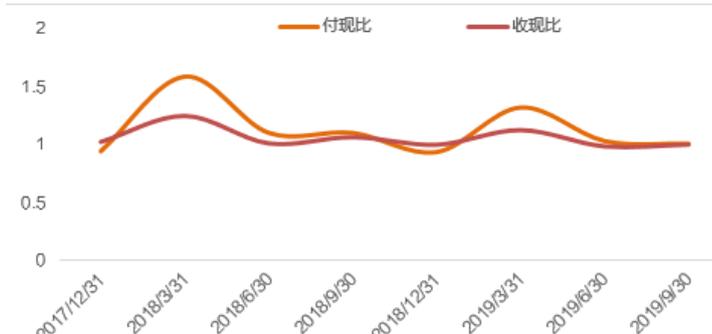
资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：毛利率状况



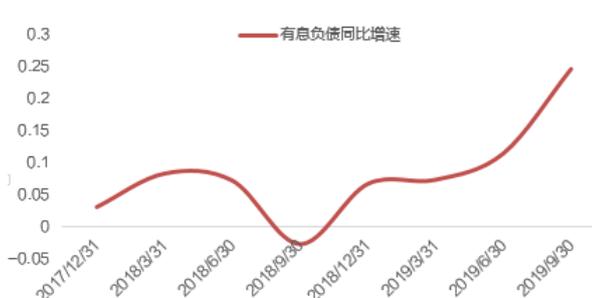
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：收现比、付现比



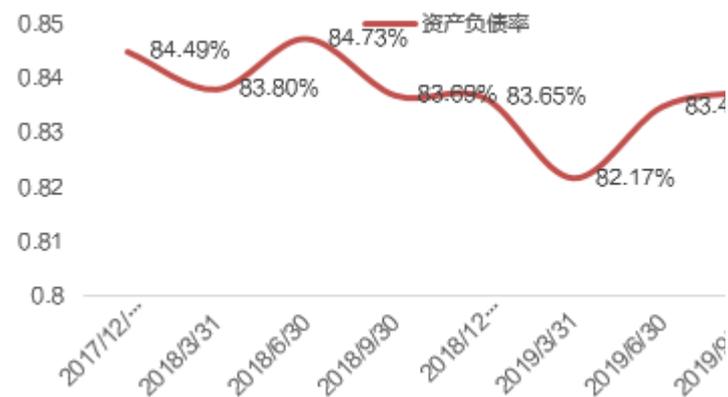
资料来源：wind、天风证券研究所

图 5：有息负债同比增速



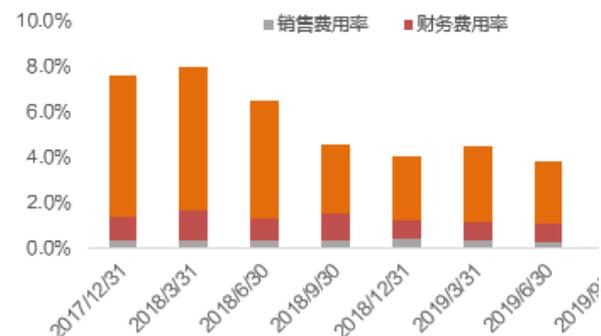
资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：资产负债率



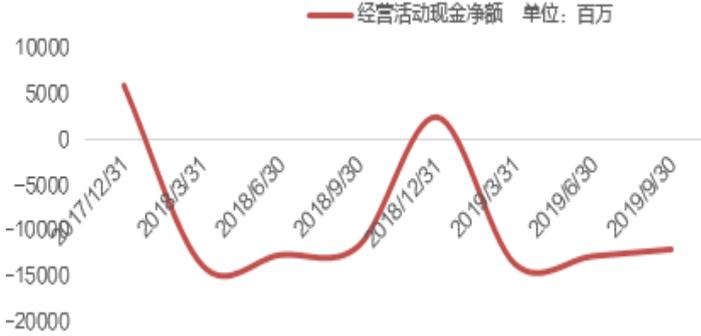
资料来源：wind、天风证券研究所

图 7：期间费用率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 8：经营活动现金流净额



资料来源：wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	54,228.26	54,589.60	48,887.42	48,923.60	52,424.75
应收票据及应收账款	20,926.15	30,199.62	28,730.21	38,896.26	38,180.84
预付账款	1,572.35	2,757.06	2,245.82	3,481.94	3,040.14
存货	75,149.03	75,530.93	106,451.27	101,898.68	135,344.86
其他	7,884.24	9,319.15	8,639.40	9,554.33	11,180.22
流动资产合计	159,760.04	172,396.36	194,954.12	202,754.82	240,170.81
长期股权投资	867.84	2,558.17	3,262.17	3,362.17	3,362.17
固定资产	7,484.68	8,095.45	7,944.61	7,723.05	7,446.07
在建工程	681.35	527.89	352.73	259.64	185.78
无形资产	1,952.49	2,167.52	2,070.34	1,973.16	1,875.98
其他	24,543.14	29,395.45	10,030.87	9,899.95	9,855.02
非流动资产合计	35,529.51	42,744.47	23,660.72	23,217.97	22,725.02
资产总计	195,685.21	215,917.66	218,888.53	226,291.71	263,186.78
短期借款	3,302.26	4,935.49	4,000.00	4,000.00	4,000.00
应付票据及应付账款	46,879.53	63,086.23	71,005.91	80,021.09	88,864.27
其他	79,095.47	76,407.98	91,890.30	87,534.41	112,448.52
流动负债合计	129,277.25	144,429.70	166,896.21	171,555.51	205,312.79
长期借款	28,976.09	29,598.01	20,000.00	20,000.00	20,000.00
应付债券	4,102.58	4,388.46	1,212.92	1,222.35	1,234.11
其他	2,974.17	2,195.25	200.28	203.82	160.29
非流动负债合计	36,052.84	36,181.73	21,413.20	21,426.17	21,394.41
负债合计	165,330.10	180,611.43	188,309.42	192,981.67	226,707.19
少数股东权益	3,332.19	4,229.42	4,611.90	5,153.86	5,851.45
股本	8,904.40	8,904.40	8,904.40	8,904.40	8,904.40
资本公积	2,312.26	2,200.87	2,200.87	2,200.87	2,200.87
留存收益	13,771.44	15,111.23	17,062.81	19,251.78	21,723.74
其他	2,034.82	4,860.32	(2,200.87)	(2,200.87)	(2,200.87)
股东权益合计	30,355.11	35,306.24	30,579.11	33,310.04	36,479.59
负债和股东权益总	195,685.21	215,917.66	218,888.53	226,291.71	263,186.78

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,788.54	3,429.45	3,573.81	3,983.49	4,458.92
折旧摊销	1,507.87	1,774.95	483.17	491.83	498.02
财务费用	1,371.07	1,189.08	1,443.44	1,464.86	1,712.13
投资损失	(233.39)	(169.34)	(705.00)	(56.00)	(64.40)
营运资金变动	(792.11)	(8,220.22)	17,600.87	(2,982.92)	(177.35)
其它	1,198.32	4,392.03	385.84	543.89	695.18
经营活动现金流	5,840.31	2,395.96	22,782.13	3,445.15	7,122.50
资本支出	462.22	4,907.68	2,758.97	176.46	93.53
长期投资	(140.52)	1,690.33	704.00	100.00	0.00
其他	(2,089.21)	(10,880.88)	(3,025.55)	(449.55)	(46.34)
投资活动现金流	(1,767.50)	(4,282.86)	437.42	(173.09)	47.19
债权融资	41,275.21	44,050.04	25,255.16	25,278.67	25,309.21
股权融资	1,057.30	1,279.74	(8,490.85)	(1,453.59)	(1,703.77)
其他	(41,392.56)	(43,179.79)	(45,686.04)	(27,060.95)	(27,273.98)
筹资活动现金流	939.95	2,149.99	(28,921.73)	(3,235.87)	(3,668.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5,012.76	263.08	(5,702.18)	36.18	3,501.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	142,082.64	170,545.78	193,762.50	218,744.96	244,840.43
营业成本	127,211.22	151,364.08	172,404.18	194,177.58	217,138.32
营业税金及附加	1,181.15	2,421.24	2,750.84	3,105.52	3,476.00
营业费用	553.16	694.91	769.53	868.75	972.39
管理费用	8,772.46	4,827.73	5,484.94	6,192.14	6,930.84
研发费用	4,602.11	5,178.92	5,883.94	6,642.58	7,435.01
财务费用	1,422.49	1,383.07	1,443.44	1,464.86	1,712.13
资产减值损失	217.08	872.52	612.00	622.11	633.47
公允价值变动收益	22.56	(17.53)	3.36	1.93	(2.41)
投资净收益	233.39	169.34	705.00	56.00	64.40
其他	(5,178.30)	(386.94)	(1,416.72)	(115.86)	(123.99)
营业利润	3,045.33	4,038.43	5,121.98	5,729.37	6,604.27
营业外收入	656.65	336.42	148.00	190.18	112.43
营业外支出	17.14	19.55	12.11	8.13	6.63
利润总额	3,684.84	4,355.29	5,257.87	5,911.41	6,710.06
所得税	896.30	925.84	1,301.57	1,385.96	1,553.56
净利润	2,788.54	3,429.45	3,956.29	4,525.45	5,156.50
少数股东损益	204.08	649.58	382.48	541.96	697.58
归属于母公司净利润	2,584.47	2,779.87	3,573.81	3,983.49	4,458.92
每股收益(元)	0.29	0.31	0.40	0.45	0.50

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	6.30%	20.03%	13.61%	12.89%	11.93%
营业利润	25.02%	32.61%	26.83%	11.86%	15.27%
归属于母公司净利润	23.33%	7.56%	28.56%	11.46%	11.93%
获利能力					
毛利率	10.47%	11.25%	11.02%	11.23%	11.31%
净利率	1.82%	1.63%	1.84%	1.82%	1.82%
ROE	9.56%	8.95%	13.76%	14.15%	14.56%
ROIC	-59.91%	-56.36%	-91.54%	-164.30%	-1161.62%
偿债能力					
资产负债率	84.49%	83.65%	86.03%	85.28%	86.14%
净负债率	-42.67%	-29.85%	-77.28%	-70.98%	-74.33%
流动比率	1.24	1.20	1.17	1.18	1.17
速动比率	0.66	0.68	0.53	0.59	0.51
营运能力					
应收账款周转率	7.05	6.67	6.58	6.47	6.35
存货周转率	2.02	2.26	2.13	2.10	2.06
总资产周转率	0.77	0.83	0.89	0.98	1.00
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.31	0.40	0.45	0.50
每股经营现金流	0.66	0.27	2.56	0.39	0.80
每股净资产	3.03	3.49	2.92	3.16	3.44
估值比率					
市盈率	11.65	10.83	8.42	7.56	6.75
市净率	1.11	0.97	1.16	1.07	0.98
EV/EBITDA	-0.25	-0.78	0.11	0.18	-0.15
EV/EBIT	-0.33	-0.90	0.12	0.19	-0.16

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com