

## 区域高景气，回购显信心

### ——上海建工 (600170.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

#### ◆事件：

公司发布 2019 年度三季度报。报告期，公司实现收入 1523 亿元，同增 32%；实现归母净利润 27.2 亿，同增 50%；其中，扣非后归母净利润 20.6 亿元，同增 21%。单三季度实现营收 488 亿元，同增 32%；实现归母净利润 7.6 亿元，同增 47%。

公司公告回购计划，自股东大会审议通过方案之日起不超过 6 个月内，以自有资金回购总额不低于 5000 万元，不超过 10,000 万元，回购价格不超过 4.2 元/股。回购股份拟全部用于员工持股计划。

#### ◆点评：

收入及订单均维持较快增长。今年以来收入维持同比 30% 以上增长，为 2010 年以来最佳水平，表明区域投资景气度较高，公司业务拓展有利。前三季度，公司新签订单 2445 亿元，同增 18%。其中，建筑施工业务 1958 亿元、同增 18%；设计咨询、建筑相关工业业务、基建投资、其他业务分别同增 53%、34%、3%、73%，房产预售合同 25 亿元，同减 71%。公司各业务新签订单增速较快，地产预售虽受宏观政策及经营策略变化影响出现下滑，但 1-2 年内不会对公司利润造成重大影响。

单三季度，公司综合毛利率底部回升，验证此前判断（19 年半年报点评）。单三季度，公司综合毛利率 10.1%，环比增长 1.1pcts，但同比仍低 3.2pcts。同比毛利率下降，判断主要受业务结构影响（地产业务比重降低）；环比毛利率增长，判断原材料影响降低。

#### ◆收入高增速，回购显信心，维持“买入”评级：

上海建工为长三角区域建设龙头，将显著受益于长三角一体化战略地位提升、区域基建投资高景气。公司在手订单充沛，业绩保障性强。公司主业施工收入、订单增长强劲，毛利率负面影响因素正逐步消化，我们维持公司 19-21 年归母净利预测 34.1/41.4 /45.4 亿，现价对应 19-21 年 PE 分别为 9x/7x/7x，较同类地方国企具备估值优势。维持“买入”评级。

#### ◆风险提示：地产业务快速下滑，区域投资不及预期

#### 业绩预测和估值指标

| 指标               | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)       | 142,083 | 170,546 | 202,841 | 232,991 | 265,047 |
| 营业收入增长率          | 6.30%   | 20.03%  | 18.94%  | 14.86%  | 13.76%  |
| 净利润 (百万元)        | 2,584   | 2,780   | 3,412   | 4,142   | 4,539   |
| 净利润增长率           | 23.33%  | 7.56%   | 22.73%  | 21.41%  | 9.59%   |
| EPS (元)          | 0.29    | 0.31    | 0.38    | 0.47    | 0.51    |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 9.56%   | 8.95%   | 10.25%  | 11.51%  | 11.70%  |
| P/E              | 12      | 11      | 9       | 7       | 7       |
| P/B              | 1.1     | 1.0     | 0.9     | 0.8     | 0.8     |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 29 日

#### 买入 (维持)

当前价：3.38 元

#### 分析师

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)

021-52523822

[sunwf@ebsec.com](mailto:sunwf@ebsec.com)

#### 联系人

武慧东

[wuhuidong@ebsec.com](mailto:wuhuidong@ebsec.com)

#### 市场数据

总股本(亿股)：89.04

总市值(亿元)：300.97

一年最低/最高(元)：2.83/4.03

近 3 月换手率：18.52%

#### 股价表现(一年)



#### 收益表现

| %  | 一个月   | 三个月    | 十二个月  |
|----|-------|--------|-------|
| 相对 | -0.61 | -12.87 | -5.48 |
| 绝对 | 0.88  | -11.53 | 17.73 |

资料来源：Wind

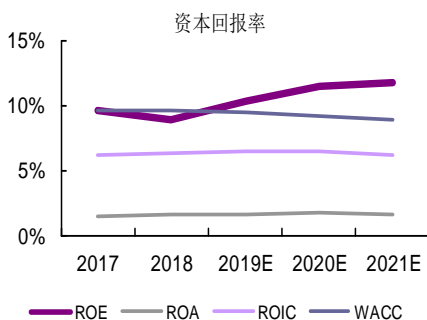
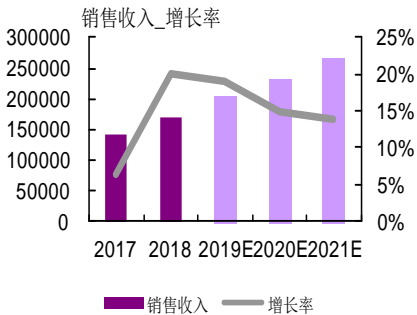
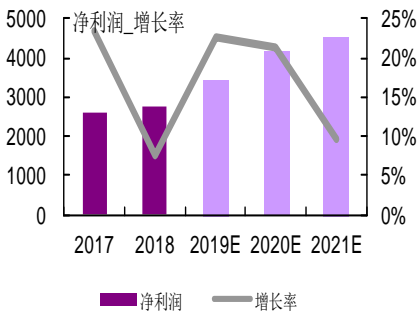
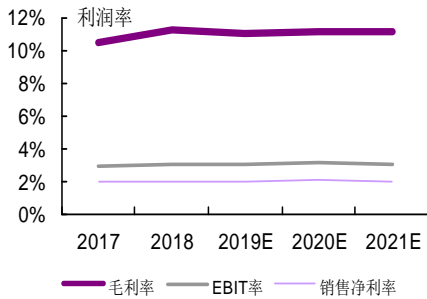
#### 相关研报

长三角区域龙头，收入及订单趋势向好——上海建工 (600170.SH) 2019 年半年报点评

.....2019-09-01  
1Q19 营收增速创新高，新签订单持续高速增长——上海建工 (600170.SH) 2019 年一季报点评

.....2019-04-30  
营收高增长，资产减值拖累净利无碍长期投资价值——上海建工 (600170.SH) 2018 年度报告点评

.....2019-04-01



| 利润表 (百万元)       | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>142,083</b> | <b>170,546</b> | <b>202,841</b> | <b>232,991</b> | <b>265,047</b> |
| 营业成本            | 127,211        | 151,364        | 180,356        | 207,078        | 235,507        |
| 折旧和摊销           | 1,508          | 1,775          | 1,499          | 1,599          | 1,701          |
| 营业税费            | 1,181          | 2,421          | 2,880          | 3,495          | 4,241          |
| 销售费用            | 553            | 695            | 826            | 949            | 1,080          |
| 管理费用            | 8,772          | 10,007         | 11,902         | 13,671         | 15,551         |
| 财务费用            | 1,422          | 1,383          | 1,688          | 1,855          | 2,154          |
| 公允价值变动损益        | 23             | -18            | 200            | 200            | 250            |
| 投资收益            | 233            | 169            | 250            | 270            | 290            |
| <b>营业利润</b>     | <b>3,045</b>   | <b>4,038</b>   | <b>4,905</b>   | <b>5,896</b>   | <b>6,464</b>   |
| <b>利润总额</b>     | <b>3,685</b>   | <b>4,355</b>   | <b>5,222</b>   | <b>6,213</b>   | <b>6,781</b>   |
| 少数股东损益          | 204            | 650            | 700            | 750            | 800            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,584</b>   | <b>2,780</b>   | <b>3,412</b>   | <b>4,142</b>   | <b>4,539</b>   |

| 资产负债表 (百万元) | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>总资产</b>  | <b>195,685</b> | <b>215,918</b> | <b>250,076</b> | <b>285,290</b> | <b>322,608</b> |
| 流动资产        | 160,156        | 173,173        | 201,901        | 232,111        | 264,237        |
| 货币资金        | 54,228         | 54,590         | 60,852         | 69,897         | 79,514         |
| 交易型金融资产     | 120            | 107            | 107            | 307            | 557            |
| 应收帐款        | 19,013         | 25,425         | 29,792         | 34,036         | 38,510         |
| 应收票据        | 1,913          | 4,774          | 5,678          | 6,522          | 7,420          |
| 其他应收款       | 5,802          | 6,478          | 7,705          | 8,851          | 10,068         |
| 存货          | 75,149         | 75,531         | 90,001         | 103,338        | 117,528        |
| 可供出售投资      | 5,223          | 4,850          | 4,850          | 4,850          | 4,850          |
| 持有到期金融资产    | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 长期投资        | 868            | 2,558          | 2,558          | 2,558          | 2,558          |
| 固定资产        | 7,484          | 8,095          | 8,436          | 8,714          | 8,916          |
| 无形资产        | 1,952          | 2,168          | 2,059          | 1,956          | 1,858          |
| <b>总负债</b>  | <b>165,330</b> | <b>180,611</b> | <b>211,861</b> | <b>243,623</b> | <b>277,317</b> |
| 无息负债        | 124,055        | 136,561        | 163,508        | 184,821        | 207,496        |
| 有息负债        | 41,275         | 44,050         | 48,353         | 58,802         | 69,821         |
| <b>股东权益</b> | <b>30,355</b>  | <b>35,306</b>  | <b>38,216</b>  | <b>41,667</b>  | <b>45,291</b>  |
| 股本          | 8,904          | 8,904          | 8,904          | 8,904          | 8,904          |
| 公积金         | 3,404          | 3,443          | 3,785          | 4,199          | 4,653          |
| 未分配利润       | 10,368         | 11,668         | 13,536         | 15,823         | 18,193         |
| 少数股东权益      | 3,332          | 4,229          | 4,929          | 5,679          | 6,479          |

| 现金流量表 (百万元)      | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>5,840</b>  | <b>2,396</b>  | <b>6,400</b>  | <b>3,622</b>  | <b>4,177</b>  |
| 净利润              | 2,584         | 2,780         | 3,412         | 4,142         | 4,539         |
| 折旧摊销             | 1,508         | 1,775         | 1,499         | 1,599         | 1,701         |
| 净营运资金增加          | 1,116         | 7,922         | 5,207         | 8,696         | 9,202         |
| 其他               | 632           | -10,081       | -3,719        | -10,815       | -11,266       |
| <b>投资活动产生现金流</b> | <b>-1,767</b> | <b>-4,283</b> | <b>-1,550</b> | <b>-1,730</b> | <b>-1,710</b> |
| 净资本支出            | -1,420        | -1,981        | -2,000        | -2,000        | -2,000        |
| 长期投资变化           | 868           | 2,558         | 0             | 0             | 0             |
| 其他资产变化           | -1,215        | -4,860        | 450           | 270           | 290           |
| <b>融资活动现金流</b>   | <b>940</b>    | <b>2,150</b>  | <b>1,413</b>  | <b>7,153</b>  | <b>7,150</b>  |
| 股本变化             | 1,773         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 债务净变化            | 1,307         | 2,775         | 4,303         | 10,449        | 11,019        |
| 无息负债变化           | 15,415        | 12,506        | 26,947        | 21,313        | 22,675        |
| <b>净现金流</b>      | <b>4,833</b>  | <b>324</b>    | <b>6,263</b>  | <b>9,045</b>  | <b>9,617</b>  |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标                         | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力 (%YoY)</b>           |        |        |        |        |        |
| 收入增长率                        | 6.30%  | 20.03% | 18.94% | 14.86% | 13.76% |
| 净利润增长率                       | 23.33% | 7.56%  | 22.73% | 21.41% | 9.59%  |
| EBITDA 增长率                   | 25.35% | 23.09% | 9.78%  | 16.21% | 10.13% |
| EBIT 增长率                     | 32.23% | 25.05% | 18.44% | 18.54% | 10.95% |
| <b>估值指标</b>                  |        |        |        |        |        |
| PE                           | 12     | 11     | 9      | 7      | 7      |
| PB                           | 1      | 1      | 1      | 1      | 1      |
| EV/EBITDA                    | 10     | 10     | 10     | 10     | 10     |
| EV/EBIT                      | 14     | 13     | 12     | 12     | 12     |
| EV/NOPLAT                    | 18     | 17     | 16     | 15     | 16     |
| EV/Sales                     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| EV/IC                        | 1      | 1      | 1      | 1      | 1      |
| <b>盈利能力 (%)</b>              |        |        |        |        |        |
| 毛利率                          | 10.47% | 11.25% | 11.09% | 11.12% | 11.15% |
| EBITDA 率                     | 3.98%  | 4.08%  | 3.77%  | 3.81%  | 3.69%  |
| EBIT 率                       | 2.92%  | 3.04%  | 3.03%  | 3.13%  | 3.05%  |
| 税前净利润率                       | 2.59%  | 2.55%  | 2.57%  | 2.67%  | 2.56%  |
| 税后净利润率 (归属母公司)               | 1.82%  | 1.63%  | 1.68%  | 1.78%  | 1.71%  |
| ROA                          | 1.43%  | 1.59%  | 1.64%  | 1.71%  | 1.66%  |
| ROE (归属母公司) (摊薄)             | 9.56%  | 8.95%  | 10.25% | 11.51% | 11.70% |
| 经营性 ROIC                     | 6.19%  | 6.36%  | 6.46%  | 6.48%  | 6.18%  |
| <b>偿债能力</b>                  |        |        |        |        |        |
| 流动比率                         | 1.24   | 1.20   | 1.17   | 1.14   | 1.11   |
| 速动比率                         | 0.66   | 0.68   | 0.65   | 0.63   | 0.62   |
| 归属母公司权益/有息债务                 | 0.65   | 0.71   | 0.69   | 0.61   | 0.56   |
| 有形资产/有息债务                    | 4.67   | 4.83   | 5.11   | 4.80   | 4.58   |
| <b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b> |        |        |        |        |        |
| EPS                          | 0.29   | 0.31   | 0.38   | 0.47   | 0.51   |
| 每股红利                         | 0.14   | 0.14   | 0.16   | 0.19   | 0.21   |
| 每股经营现金流                      | 0.66   | 0.27   | 0.72   | 0.41   | 0.47   |
| 每股自由现金流(FCFF)                | 0.26   | -0.36  | -0.02  | -0.32  | -0.29  |
| 每股净资产                        | 3.03   | 3.49   | 3.74   | 4.04   | 4.36   |
| 每股销售收入                       | 15.96  | 19.15  | 22.78  | 26.17  | 29.77  |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明   |
|-----|--|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；                       |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；               |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；                       |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

| 上海                             | 北京  | 深圳                                 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |