

投资评级：强烈推荐（首次）

报告日期：2019年11月25日

**市场数据**

目前股价	3.44
总市值（亿元）	306.31
流通市值（亿元）	291.95
总股本（万股）	890,440
流通股本（万股）	848,691
12个月最高/最低	4.03/2.85

**分析师**

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

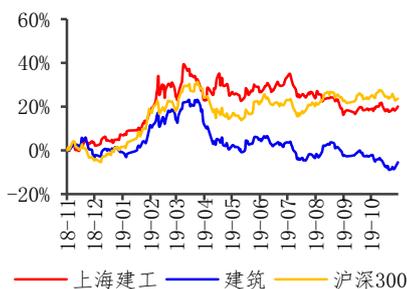
✉ wangzhijie@cgws.com

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**

# 长三角建工龙头，一体化助力业绩释放

## ——上海建工（600170）公司深度报告

**盈利预测**

	2019E	2020E	2021E
营业收入	205900	238757	273420
(+/-%)	20.7%	16.0%	14.5%
净利润	3530	4178	4810
(+/-%)	27.0%	18.3%	15.1%
摊薄 EPS	0.40	0.47	0.54
PE	9	7	6

资料来源：长城证券研究所

**核心观点**

- 上海建工背靠国资委，参与上海市 50%以上市重大工程，是长三角区域龙头建筑企业，拥有高品牌美誉度：公司涉及建筑施工、设计咨询、房产开发、城市建设投资、建筑工业等多方面综合业务，形成完整产业链，在各业务上均拥有一系列行业最高资质，形成全方位竞争优势，历年来完成多项高难度重大工程，建立高品牌美誉度，被授予“中国建筑业行业标杆”等称号，位列上海市建筑施工企业综合实力排名首位。
- 区域一体化建设有望成为中国城市群建设的重点，补短板建设有望不断加强，长三角一体化加大公司发展潜力与投资空间，带动公司全产业链协同发展：

房建施工和房地产业务方面有望稳步提升，长三角一体化集聚人口助力城市群内区域房产开发。（1）对标国际城市群，长三角 26 市人口密度为 721 人/平方公里，远低于日本东京湾及美国纽约湾区，人口仍有进一步流入空间，人口的集聚将降低人均基建成本刺激基建发展，并带动房建及房地产需求。（2）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，而受中心城市辐射的边界地区将为未来房地产业务提供较大发展空间。我们选取长三角四个核心城市对比四个边界地区，房价方面，四个边界城市 2018 房价均值为 17491 元/平米，同比上涨 7.2%，高于长三角核心城市 6.16 个百分点。房地产开发投资力度上，边界区域房产开发投资 2017 年平均增速为 25.65%，超过核心区域约 15.25 个百分点，将为上海建工房地产业务提供广大的市场空间。2018 年公司房建业务实现营收 547.38 亿元，同增 7.34%，占建筑施工业务的 42.64%，为建筑施工业务主要推动力；房地产业务 2018 年实现营收 228.82 亿元，同增 100.43%，实现大幅增长。未来随着长三角一体化的推进带动房建及房地产需求，公司发挥主场优势，房建施工及房地产业务有望稳步提升。

基建施工、基建投资、设计咨询业务方面，长三角一体化将提升业务增长空间。2019 年《交通强国建设纲要》发布，指出 2020 年到 2035 年期间我国将基本建成交通强国，设定了“三张交通网”战略，即发达的快速网、完善的干线网、以及广泛的基础网，以及“两个交通圈”，即“全国

123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”，未来基建补短板速度有望持续加快。**长三角一体化的首要任务是共建互联互通综合交通体系**，故而未来将全面推进长三角地区交通基础设施建设。对标日本东京湾轨交线路密度，预计未来轨交里程有望达到 5526 公里，未来 10 年复合增速有望达到 15.88%。此外，我们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，未来 2019 及 2020 年长三角公路、高速公路、铁路、城市轨道在 2019-2020 两年 CAGR 分别为 0.42%、3.72%、15.82%、16.02%，长三角未来固定资产投资有望高于全国平均水平，进入发展的新阶段。2018 年公司**基建施工**业务实现营收 577.31 亿元，同增 20.72%，为 2011 年以来最高增速；**基建投资业务** 2018 年实现营收 8.59 亿元，毛利率高达 98.6%，新签合同营收倍数为 10.13 倍，保障未来发展；**设计咨询业务方面**，2018 设计咨询业务新签订单金额为 161.48 亿元，同比增长率达 32.7%，2019H1 为 102.64 亿元，同增 11.61%，营收倍数高达 6.77 倍。2017-2018 年，设计咨询业务新签订单增速在上海建工所有五大业务板块中连续位列第一，业务的快速增长一方面受益于公司作为建筑龙头企业其市占率逐渐提升，另一方面受益于基建补短板，尤其是长三角一体化实施后带来更大基建需求。未来交通强国及长三角互联互通交通圈的建立将进一步带动基建施工、基建投资、及设计咨询业务的快速增长。

**建筑工业业务方面，长三角一体化带动公司全产业链协同发展。**上海建工 2018 建筑工业业务实现营收 50.25 亿元，同增 2.95%，新签合同 138.77 亿元，同比上涨 19.76%。建筑工业业务作为其他主营业务的附带或支持业务，随着长三角一体化带动上海建工整个产业链的整体发展，该业务板块为了支撑体量不断扩大的其他主营业务，2019 年新签合同有望继续增长，2019Q1-Q3 分别新签合同金额 57.61 亿，43.31 亿及 66.25 亿元，分别同比变动 138.75%，-17.16%及 37.73%。

- **资产质量稳健，重视研发，财务指标优异：**（1）公司目前现金充沛，2018 年持有现金 538.51 亿元，占当期总资产的 24.94%。2013-2018 期间公司现金占总资产比例在可比公司中持续第一，公司历年现金占短期债务比例也显著高于行业平均水平，保障公司稳健发展。2018 年大额计提坏账损失，应收账款稳健，未来有望轻装上阵。（2）**公司资产负债率较高，但有息资产负债率低于可比公司平均水平**，2018 年公司资产负债率为 83.65%，而有息资产负债率仅 20.40%。（3）**公司在应收账款周转率及总资产周转率方面运营效率良好，在应付账款周转率上未来议价、议期能力有望加强。**2018 年公司应收账款周转率为 7.68，位列可比公司第一位；总资产周转率为 0.83，位列可比公司第三，运营效率高。2018 年公司应付账款周转率为 3.1，常年高于可比公司均值，未来随着其收入体量增大及长三角一体化后其区域龙头建筑企业的地位得以巩固，公司议价能力将进一步增强，其应付账款周转率有望下降。（4）**公司大力开展研发，扩大未来发展潜力。**研发费用从 2012 年的 19598.73 万元上涨至 2018 年的 517892.38 万元，2012-2018CAGR 高达 72.58%。几年来专利数迅速增长，从 2011 年的 10 件上升为 2018 的 898 件，行业领先。
- **高分红优势显著，国企改革有望深化：**现金分红率方面，公司 2014-2017 期间分红率持续位列可比公司第一，2017 年现金分红率为 46.51%，远高于可比公司均值 21.86%，2018 年分红率继续保持在 43.24% 的高位。**股息率方面**，公司 2017 年股息率为 3.63%，位列可比公司中第一位，2018

年股息率进一步上涨至 4.46%。作为**国企改革的先锋**，公司于 2011 年完成整体上市，2015 年成为国资流动管理平台的成分股之一。随后公司国企改革向纵深发展，2017 年 3 月公司实施员工持股，总参加人数为 4826 人，发行价为 3.59 元/股，除权除息后员工持股当前成本为 2.78 元/股，以目前股价 3.44 元/股计算三年收益率约为 7.36%，未来激励充足。

- **投资建议：**鉴于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 35.30 亿元、41.78 亿元、48.10 亿元，EPS 分别为 0.40、0.47 元、0.54 元，对应 PE 为 8.68 倍、7.33 倍、6.37 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，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。

**目录**

1. 长三角区域建筑龙头企业 .....	8
1.1 公司简介 .....	8
1.2 发展战略及市场布局 .....	9
1.3 业务布局 .....	10
1.4 业务发展基本情况 .....	11
1.4.1 营收大幅增长, 业务结构优化 .....	11
1.4.2 新签订单高速增长, 人均创收与毛利同业领先 .....	13
2. 长三角一体化提升投资空间, 业务订单有望加速 .....	15
2.1 长三角一体化具备高发展潜力与投资空间 .....	15
2.1.1 长三角拥有良好发展基础, 提供大量投资空间 .....	15
2.1.2 对比国内外城市群: 长三角影响深潜力大 .....	17
2.2 长三角一体化带动公司全产业链协同发展 .....	20
2.2.1 建筑施工、咨询设计、基建投资业务: 长三角一体化提升需求 .....	20
2.2.2 房地产业务: 受益于长三角中心城市辐射及人口集聚 .....	28
2.2.3 建筑工业业务: 间接受益于长三角一体化及其他主营的带动 .....	32
3. 资产质量稳健, 财务指标优异 .....	33
3.1 2019 轻装上阵, 助力发展加速 .....	33
3.2 现金充足, 负债及运营指标良好 .....	35
3.3 高费用源于高额研发费, 未来发展潜力大 .....	38
4. 国企改革有望深化, 高分红优势显著 .....	40
4.1 国企改革有望深化, 充分激励运营效率 .....	40
4.2 高分红优势显著 .....	41
5. 盈利预测、估值及投资建议 .....	43
6. 风险提示 .....	45
附: 盈利预测表 .....	46

## 图表目录

图 1: 股权结构.....	8
图 2: 营收区域结构.....	10
图 3: 公司历年营收及增速.....	11
图 4: 建筑施工、房产开发业务营收增长率.....	11
图 5: 2018 五大业务营收占比.....	12
图 6: 历史五大业务营收占比.....	12
图 7: 上海建工历年毛利率.....	12
图 8: 毛利率同业对比.....	12
图 9: 五大业务毛利占比.....	13
图 10: 五大业务毛利率.....	13
图 11: 新签合同金额及增速.....	13
图 12: 单季新签合同金额及同比增速.....	13
图 13: 新签合同与营收占比.....	14
图 14: 各业务板块新签订单同比增速.....	14
图 15: 新签合同金额同比增长率 (%).....	14
图 16: 人均创收.....	15
图 17: 人均毛利.....	15
图 18: 长三角一体化历史演化.....	16
图 19: 长三角一体化城市范围示意图.....	17
图 20: 2018 年常住人口.....	18
图 21: 2018 各城市群 GDP.....	18
图 22: 各城市群人均 GDP (元/人).....	18
图 23: 人均 GDP 增速.....	19
图 24: 长三角城镇化率.....	20
图 25: 建筑施工业务新签订单及增速.....	20
图 26: 建筑施工业务外省新签订单占比.....	21
图 27: 建筑施工业务:新签合同金额:海外(亿元).....	21
图 28: 建筑施工四大子板块占施工总收入比重.....	21
图 29: 建筑施工四大子板块中基建业务营收增速波动更小.....	22
图 30: 基础设施业务新签合同金额 (亿).....	22
图 31: 设计咨询业务新签订单金额及其占该业务营收比重.....	23
图 32: 投资业务新签订单金额及其占该业务营收占比.....	23
图 33: 投资业务资金流入及流出情况.....	23
图 34: 长三角轨交潜力.....	24
图 35: 上海与东京湾轨交长度对比 (KM).....	24
图 36: 房地产业务营收及增速.....	28
图 37: 房地产业务毛利及增速.....	28
图 38: 房地产业务保障房占比下降.....	28
图 39: 房地产业务销售面积、金额及平均单价.....	29
图 40: 长三角地区房屋均价高于全国平均水平 (元/平米).....	29
图 41: 国际城市群人口密度 (人/平方公里).....	30
图 42: 房地产开发投资.....	30

图 43:	房地产开发投资额长三角三省一市全国占比	30
图 44:	长三角三省接壤边界地区	31
图 45:	长三角核心区域与辐射区域房地产开发投资完成额同比增速	31
图 46:	长三角地区销售面积同比增速反弹幅度高于全国	32
图 47:	上海建工混凝土上海地区历年市占率	32
图 48:	建筑业细分项营收占比	33
图 49:	细分项在建筑业中毛利率水平 (%)	33
图 50:	建筑业新签对外销售合同金额及增速	33
图 51:	归母及扣非后归母净利润及增速	34
图 52:	归母净利润同比增长率同业对比	34
图 53:	扣非归母净利润同比增长率同业对比	34
图 54:	历年资产减值损失及占营收比例	35
图 55:	应收账款账龄结构	35
图 56:	可比公司持有现金 (十亿)	36
图 57:	可比公司现金占总资产比例	36
图 58:	可比公司现金占短期债务比例	36
图 59:	可比公司资产负债率	37
图 60:	可比公司有息资产负债率	37
图 61:	可比公司应收账款周转率	37
图 62:	可比公司应付账款周转率	37
图 63:	可比公司总资产周转率	38
图 64:	期间费用率同业对比	38
图 65:	历年费用率	38
图 66:	研发费用及历年增长率	39
图 67:	上海建工年度专利数量与同业对比	39
图 68:	管理费用率同业对比	39
图 69:	研发费用率	39
图 70:	除研发外管理费用率	39
图 71:	销售费用率同业对比	40
图 72:	财务费用率同业对比	40
图 73:	员工持股计划认购比例	41
图 74:	上海建工历史估值中枢为 12.68 倍	44
图 75:	上海建工历史 PE 同业对比	44
表 1:	公司部分资质	8
表 2:	“1+5+X”市场布局	9
表 3:	上海建工技术中心	10
表 4:	2018 年以来长三角一体化进入快进模式	16
表 5:	国际城市群对比	19
表 6:	长三角城轨增长空间测算	24
表 7:	长三角轨交项目加速获批	25
表 8:	长三角 2018 交通基建发展现状及内部对比	26
表 9:	长三角未来基建投资空间广阔	27
表 10:	十三五规划若顺利完成 2019-2020 年交通基建将实现高增长	27

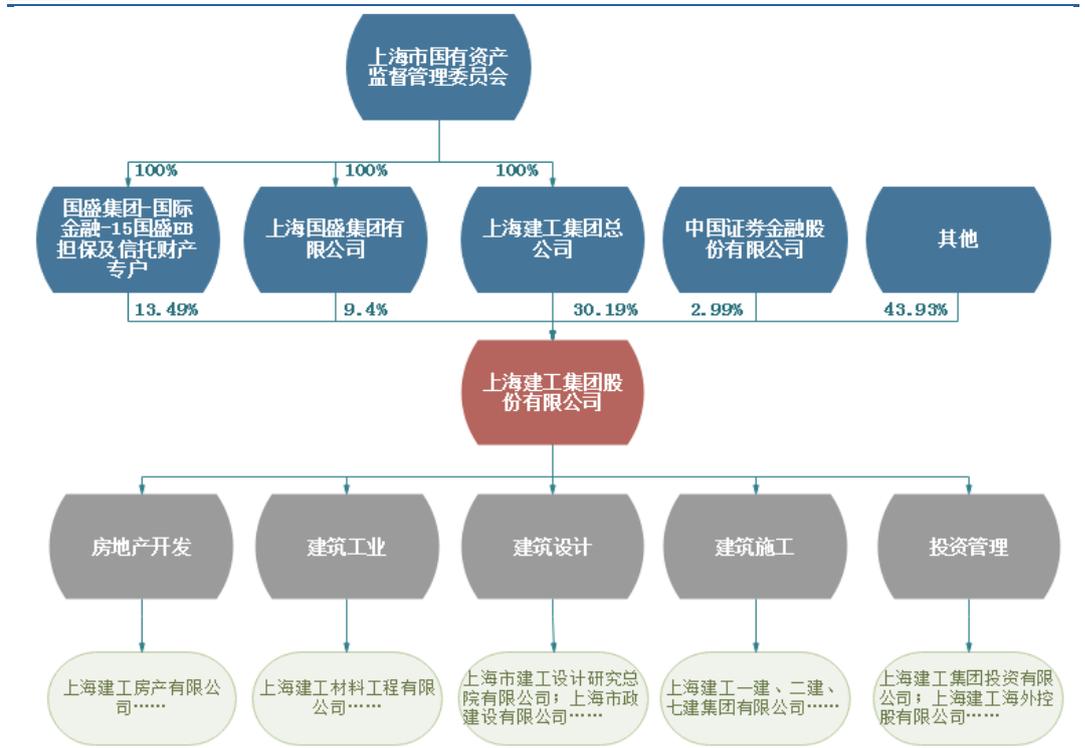
表 11:	2018 资产减值损失细分 .....	35
表 12:	员工持股参加对象 .....	41
表 13:	可比公司历年分红率 .....	42
表 14:	可比公司历年股息率 .....	42
表 15:	收入拆分预测 ( 亿 ) .....	43
表 16:	可比公司估值 .....	44

# 1. 长三角区域建筑龙头企业

## 1.1 公司简介

区域龙头企业，产业链完整。上海建工集团股份有限公司，前身为成立于 1953 年的上海建筑工程局，于 1994 年整体改制为以上海建工（集团）总公司为资产母公司的集团型企业，并于 1998 年上市，是覆盖全产业链的建筑龙头企业。截至 2018 年，上海市国资委通过上海建工集团总公司和国盛集团间接持股 53.08%，为实际控制人。上海建工旗下子公司及联合营企业共达 53 家，涉及建筑施工、设计咨询、房产开发、城市建设投资、建筑工业等多方面综合业务，形成完整产业链。

图 1: 股权结构



资料来源：长城证券研究所

上海建工资质齐全，专利众多，形成全方位竞争优势。上海建工拥有一系列行业最高等级资质，例如建筑工程施工总承包、市政公用工程施工总承包的特级资质，在水利水电工程、建筑装饰装饰工程、钢结构工程、桥梁工程、石油化工工程等方面拥有一级资质，在国际招标机构资格、政府采购代理机构资格、城乡规划编制资质等方面拥有甲级资质，除了在多个建筑领域拥有最高资质外，上海建工拥有高达 898 项发明专利，荣获“上海市知识产权示范企业”，形成全方位竞争优势。

表 1: 公司部分资质

公司业务板块	资质	资质等级
建筑施工业务	建筑工程施工总承包	特级
	市政公用工程施工总承包	特级
	公路工程施工总承包	一级
	机电安装工程施工总承包	一级

公司业务板块	资质	资质等级
	水利水电工程施工总承包	一级
设计咨询业务	市政行业工程设计	甲级
	建筑行业（建筑工程）设计	甲级
	风景园林工程设计专项	甲级
	建筑智能化系统设计专项	甲级
房地产开发业务	房地产开发企业国家资质	一级
建筑工业业务	预拌商品混凝土专业承包	二级
城市建设投资业务	城乡规划编制资质	甲级

资料来源：公司 2018 三季报，长城证券研究所整理

**上海建工大力发展“科技兴企”，依托其国家级技术中心获得技术突破，树立高壁垒，创建高品牌美誉度。**通过聘用中国工程院院士等科研人才，上海建工获得四项国家科技进步奖、七项二等奖以及二百多项部市级奖项。完成的高难度重大工程包括世界第一条磁悬浮列车线、地标性建筑东方明珠、金茂大厦、环球金融大厦等近千幢百米以上高层及超高层建筑、以及上海迪士尼等多项大型工程。2013 年，上海建工位列中国承包商 60 强第 4 名并被授予“中国建筑业行业标杆”称号；2015 及 2016 年分别位列 ENR 全球最大 250 家工程承包商第 12 位和第 10 位；2017 年位列上海市建筑施工企业综合实力排名第一位，中国建筑企业 500 强第 9 位；2018 年，上海建工获得由上海品牌国际认证联盟授予的首批“上海品牌”认证。

## 1.2 发展战略及市场布局

上海建工推行“三全”战略，即“全国化发展、全产业链协同联动、打造建筑全生命周期服务商。”

在市场布局上，上海建工全国化发展，采用“1+5+X”策略，深耕长三角地区，参与建设 2018 年上半年三分之二的上海市重大工程，其业务辐射全国华南、中原、东北、西南及京津冀等地区。

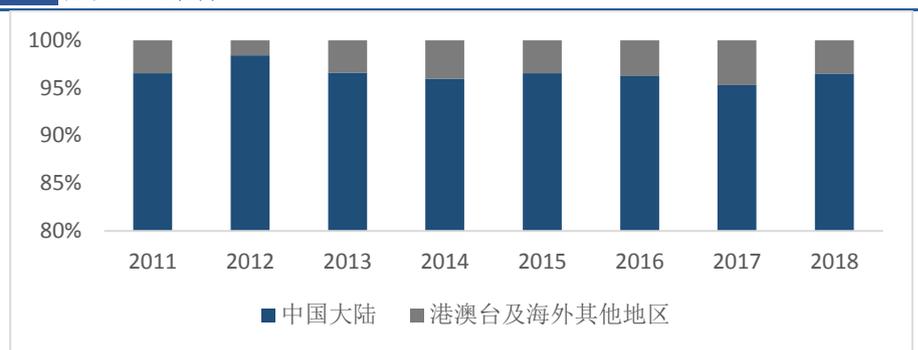
**表 2：“1+5+X”市场布局**

	包含地域	细分
“1”	长江三角洲城市群	江苏、浙江、安徽
	华南区域	广东、广西、附件、海南
“5”	中原区域	江西、湖北、湖南、河南
	东北区域	辽宁、吉林、黑龙江
	西南区域	四川、重庆、云南
	京津冀区域	北京、天津、河北
“X”	沿海城市群重点城市	
	经济发达地区的省会城市	
	一带一路战略中的新兴城市	

资料来源：公司年报，长城证券研究所整理

近年来公司市场结构不断优化，港澳台及海外其他地区营收占比逐渐扩大。2018 年公司港澳台及海外其他地区营收占比为 3.47%，2018H1 海外市场新签订单中，“一带一路”沿线国家合同金额占比达 90%。

图 2: 营收区域结构



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

### 1.3 业务布局

在业务布局上, 上海建工涉及建筑施工业务、设计咨询业务、房产开发业务、城市建设投资业务及建筑工业业务五大业务板块, 覆盖全产业链, 形成全产业链协同联动、打造建筑全生命周期服务商。**建筑施工**涵盖超高层建筑、公共交通工程、园林绿化工程、文化体育建筑、地下空间开发、环保工程等多个领域。建筑施工作为上海建工传统优势业务, 曾获 107 项鲁班奖、74 项国家优质工程奖、1000 余项省部级工程质量奖, 且参与建设例如东方明珠、世博工程建筑等大批经典工程。

**设计咨询业务**贯穿从规划设计, 到实施验收, 再到使用和维修的整个建设全生命周期, 对集团主营业务起到显著的市场先导作用, 在“全产业链”中是承上启下的重要业务板块。上海建工拥有多家国家级、市级技术中心, 其中上海建工全资子公司市政总院在全国勘察设计企业排名第 5 位, 在设计咨询方面保持行业领先水平。

表 3: 上海建工技术中心

技术中心	数量
国家级企业技术中心	1
上海市企业技术中心	15
上海市工程技术研究中心	8
上海市级创新战略联盟	2
国家高新技术企业	19

资料来源: 公司年报, 长城证券研究所整理

**房地产开发业务**涵盖房地产开发建设、销售、租赁以及物业管理等服务, 该业务板块下主要负责公司为建工房产, 立足于上海市场外, 该公司大力发展二、三线城市房地产开发业务, 主要围绕开发中高档住宅和保障性住房, 并以厂房、商业写字楼的开发为辅。其开发的周康杭大型居住社区、松江大型居住社区获评“全国保障性住房工程质量示范项目”。此外, 房地产开发业务的发展能有效拉动上海建工其他业务的发展, 2018 三季报显示, 房地产开发业务拉动施工业务合同额约 13 亿元, 2018 年报显示房地产开发业务拉动施工承包、设计咨询、建筑工业等业务新签合同额累计超百亿元。

**城市建设投资业务方面**, 上海建工以 PPP (Public - Private - Partnership, 即政府与社会资本合作) 的方式参与到市政基础设施项目例如道路交通、旧区改造、交通枢纽等的投资与建设中。PPP 模式下, 公司经过招标程序中标后, 与政府或政府授权的建设单位签订《PPP 投资协议》或其他形式的融资建设协议, 此后按照协议规定负责资金的筹集和投

资以建设基础设施项目，并可在标的设施的运营维护和服务购买中获得投资回报。2018年公司在上海参与3项城市更新项目，在珠海、杭州等地新签4项PPP项目，投资总额达87.03亿元，大力拉动了公司其他业务的协同发展。

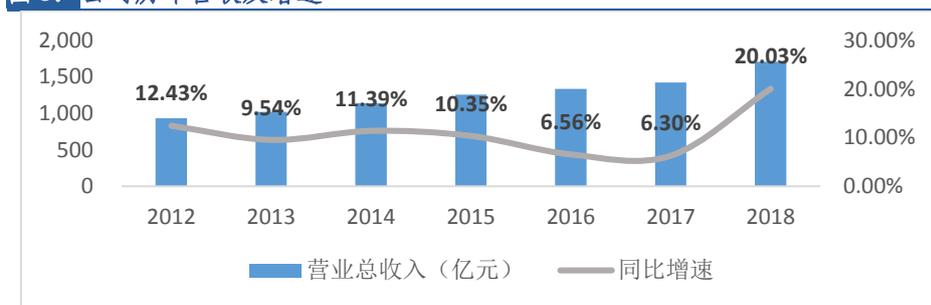
**建筑工业上**，目前主要产品包括钢结构、中央空调、商品混凝土及预制构件等。上海建工全资子公司上海建工材料工程有限公司在上海市占率超过40%，是上海最大的商品混凝土生产企业，其掌握多项先进工艺，拥有预拌商品混凝土及预制构件生产最高资质，并多次获得国家 and 上海市科技进步奖。在建筑工业上的突出表现将有利于提升公司其他业务的协同效应。

## 1.4 业务发展基本情况

### 1.4.1 营收大幅增长，业务结构优化

上海建工2018年年报显示公司营业收入为1705亿元，同比增长20.03%，创8年来新高。营收连续19年保持正增长，2012-2018复合年均增长率达到10.6%。

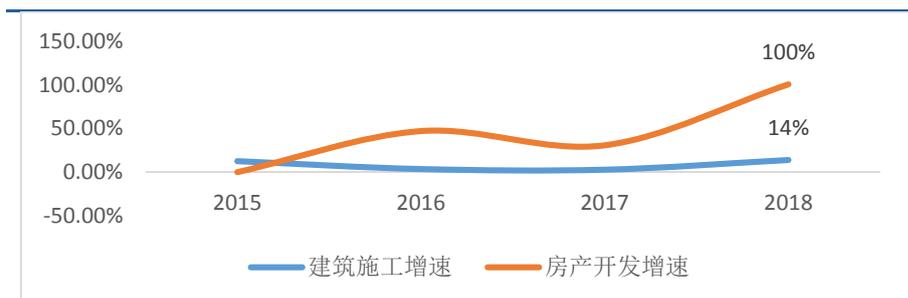
图3：公司历年营收及增速



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

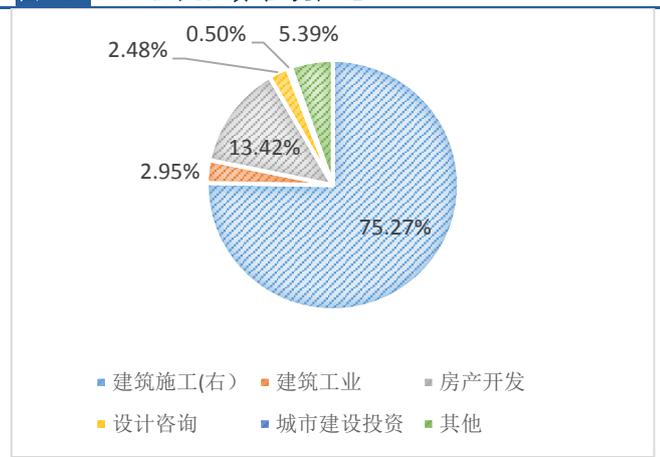
**上海建工多元化业务结构逐渐优化，成为公司营收大幅提升的驱动因素。**公司2018年实现营业收入大幅提升的驱动因素在于公司建筑施工与房地产开发业务板块的营收增幅大幅增长，其中房产开发业务营业收入2018年为228.82亿元，较上年增长100%，建筑施工业务营业收入为1283亿元，较上年增长14%。2018上半年度，公司五大业务板块建筑施工、建筑工业、房地产开发、设计咨询、城市建设与投资的营收占比分别为75.27%、2.95%、13.42%、2.48%和0.50%。其中毛利率较高的房产开发的营收占比逐年上升，2016-2018期间营收占比分别为6.54%、8.08%及13.42%，未来毛利率较高的房产开发业务的快速发展或将成为提升公司营收的核心因素。

图4：建筑施工、房地产开发业务营收增长率



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

图 5: 2018 五大业务营收占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

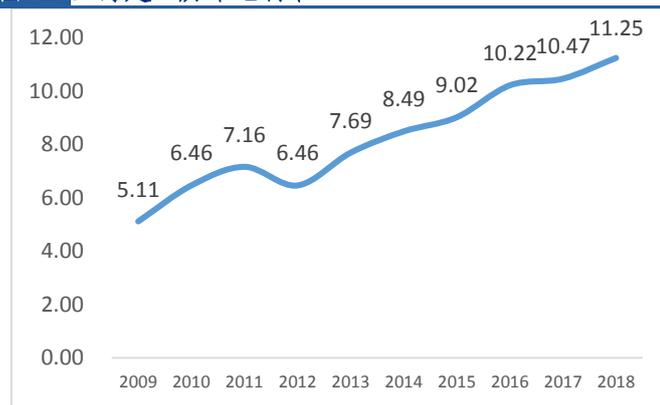
图 6: 历史五大业务营收占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

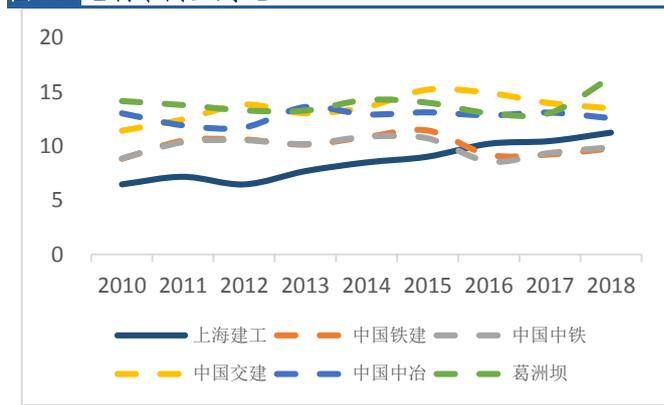
上海建工毛利率逐年上涨，同业中竞争力明显提升。公司 2017 年毛利率为 10.47%，较 2016 年上涨 0.25%，2018 毛利率为 11.25%，毛利率自 2012 年起逐年上涨。我们选取 12 家同业公司作为上海建工的对比公司：中国建筑、中国铁建、中国电建、中国交建、中国化学、中国中冶、葛洲坝、山东路桥、隧道股份、四川路桥以及浦东建设。在估值时取用所有可比公司数据，但由于部分公司在本报告期间还未出 2018 年报，下文对部分财务数据进行同业对比时将只取用已出年报公司数据，即以下 5 个可比公司：中国铁建、中国中铁、中国交建、中国中冶及葛洲坝。上海建工 2018 毛利率为 11.25%，在可比公司中处于中等水平，中国铁建、中国中铁、中国交建、中国中冶及葛洲坝毛利率均值为 12.41%，领先上海建工 1.17%，但近年来上海建工的毛利率明显提升，2015 年之前处于可比公司末位，2016 年起反超中国铁建和中国中铁。

图 7: 上海建工历年毛利率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 8: 毛利率同业对比

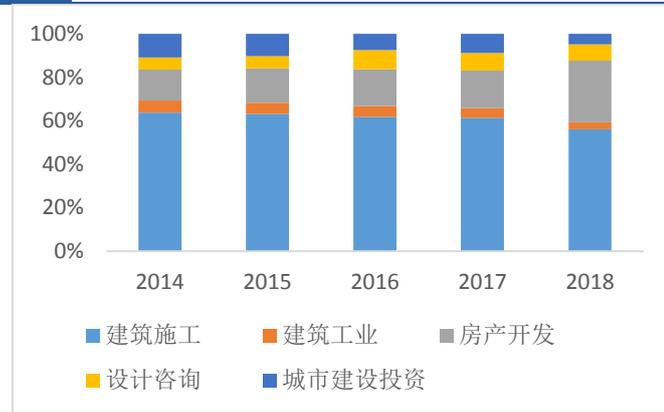


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

毛利率较高业务收入体量与占比不断上升，驱动综合毛利率上涨。分业务板块来看，建筑施工毛利占比逐年下降，2018 建筑施工业务毛利占比 56.13%，相较于 2017 下降 5.3%。房地产开发毛利占比逐年上升，2018 毛利占比为 28.27%，较 2017 上涨 11.02%。在五大业务板块中，毛利率从高到低排名为城市建设投资、设计咨询、房地产开发、建筑业、建筑施工。2018 各板块毛利率分别为 98.6%，31.76%，21.9%，11.45% 以及 7.75%，较 2017 年变动为 -0.51%，+1.55%，+1.87%，-0.8%，+0.52%。建筑业和城市建设投资业务毛利率呈不同程度下降，但是得益于毛利率较高的房地产开发营收增速及营收占比大幅扩大，

致使毛利率较低的建筑施工业务营收占比从2014年的81.2%逐年下降至2018年的75%。毛利率较高业务的收入体量与占比不断上升，而毛利率较低业务占比逐年降低，使上海建工的营收结构得以优化，致使综合毛利率维持上涨，在可比公司中竞争力逐步提升。未来随着长三角一体化的推进，公司毛利率最高的城市建设投资业务将有望大幅增长，从而拉动公司综合毛利率上升。

图 9: 五大业务毛利占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 10: 五大业务毛利率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

### 1.4.2 新签订单高速增长，人均创收与毛利同业领先

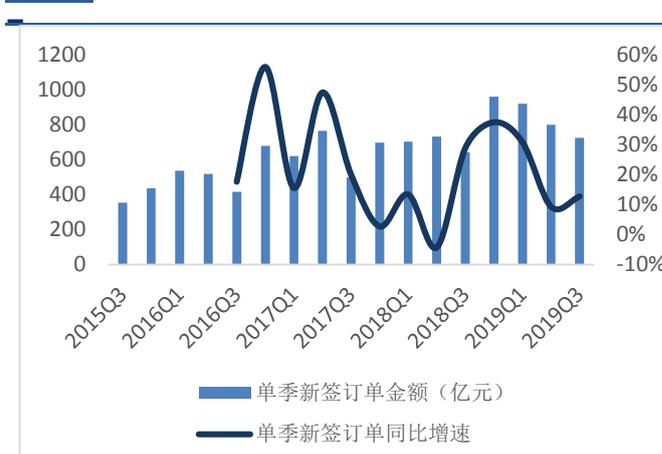
在手订单充沛，连续多年持续高速增长。上海建工 2018 年新签订单 3037.12 亿元，同比增长 17.68%，除第二季度新签订单金额比去年同季度略低外，其他三季度都实现高增长，同比增速分别达到 13.42%，28.93%及 37.5%。2019 年前三季度新签订单 2444.74 亿元，同增 17.65%，Q1-Q3 分别实现新签订单 920.07/799.93/724.74 亿元，同增 30.82%/9.31%/12.74%，前三季度合计已完成 2019 年新签合同目标总额的 73.97%。此外，2016 至 2017 年期间，公司新签订单增速分别为 27.58%和 20.06%，显著高于在此期间的营收增速 6.56%和 6.3%。且公司连续多年新签订单占营收比重超过 100%，2016-2018 期间占比更是高达 160.83%，181.64%及 178.59%。2019Q1-Q3 新签订单占营收比重分别为 195.34%，141.83%及 148.38%，公司在手订单充沛，未来长三角一体化在提速订单增长率的同时，将加快订单向收入的转化，从而大幅提高公司营收。

图 11: 新签合同金额及增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

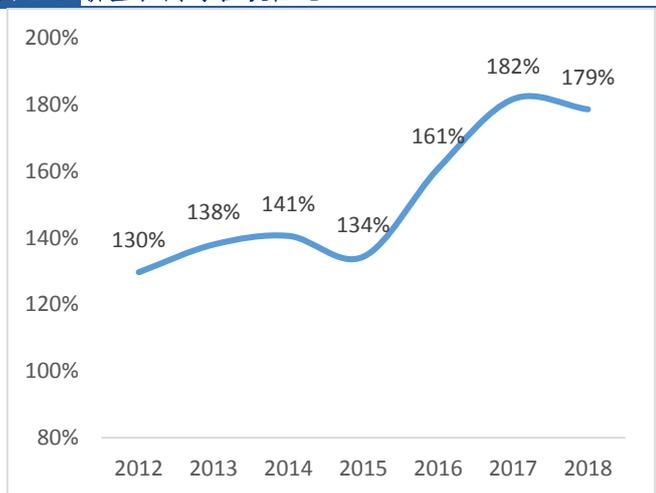
图 12: 单季新签合同金额及同比增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

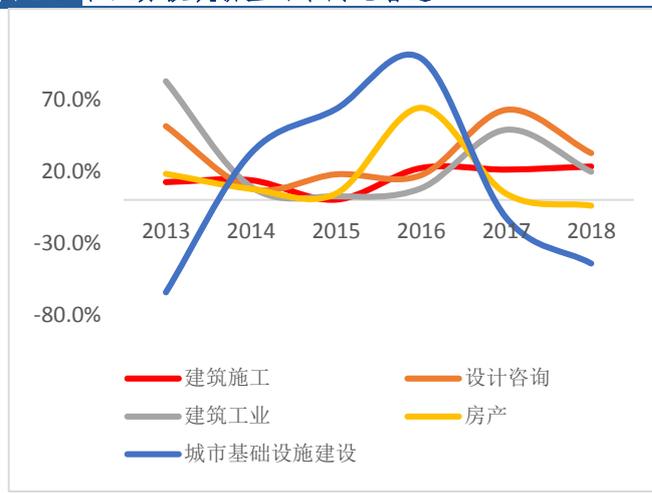
按业务细分，2018年新签订单增速从高到低排序依次为设计咨询、建筑施工、建筑工业、房产预售合同、及城市基础建设。2018年年底长三角一体化提升至国家战略高度，通过大力发展上海外长三角地区业务，公司各业务板块尤其是基础建设的新签订单增速将有望大幅提升。

图 13: 新签合同与营收占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

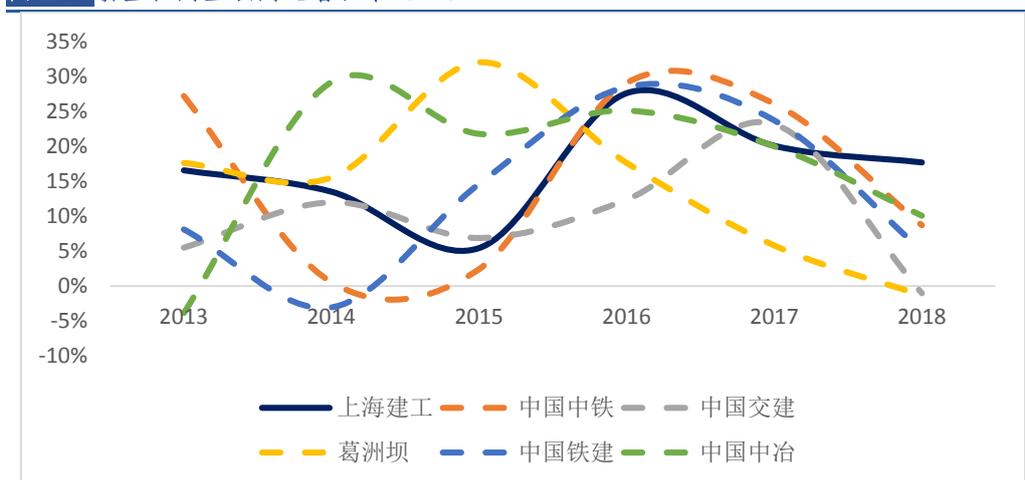
图 14: 各业务板块新签订单同比增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

与同业相比，上海建工新签合同金额同比增长率一直处于行业中上游水平，2018年新签合同同比增长率 17.68%，超越中国中铁等可比公司位列可比公司第一位。上海建工作为长三角地区建筑业龙头企业，直接受益于长三角一体化，未来新签合同金额增长率有望进一步提升，在同业中竞争力将得到提高。

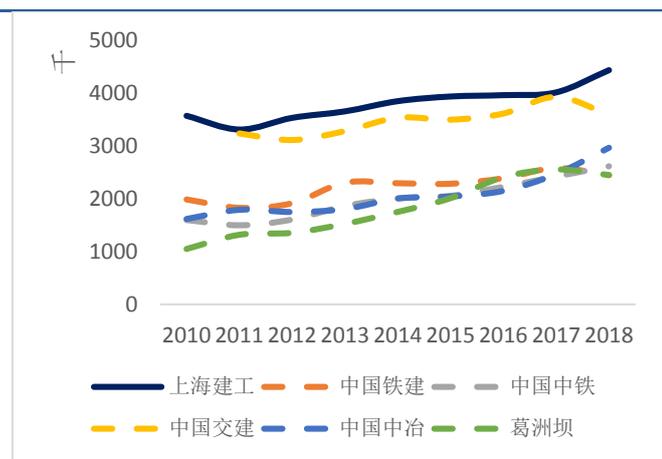
图 15: 新签合同金额同比增长率 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

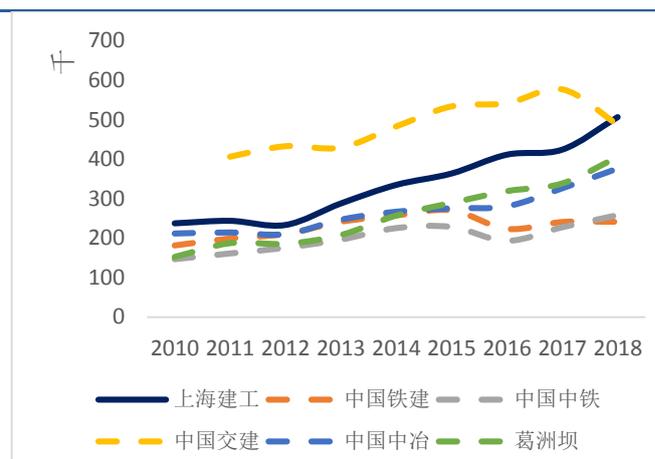
上海建工运营管理效率领先，人均创收及人均毛利大幅领先同业平均水平。上海建工人均创收 2010-2018 持续位列可比公司第一，2018 年人均创收为 444.5 万，领先可比公司均值 162.6 万元。人均毛利方面，2010-2017 长期位列可比公司第二水平，2018 年实现人均毛利 50.7 万元，超越中国交建的人均 48.7 万元，成为可比公司第一位，从人均角度分析公司的运营管理效率大幅领先于可比公司平均水平。

图 16: 人均创收



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 17: 人均毛利



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

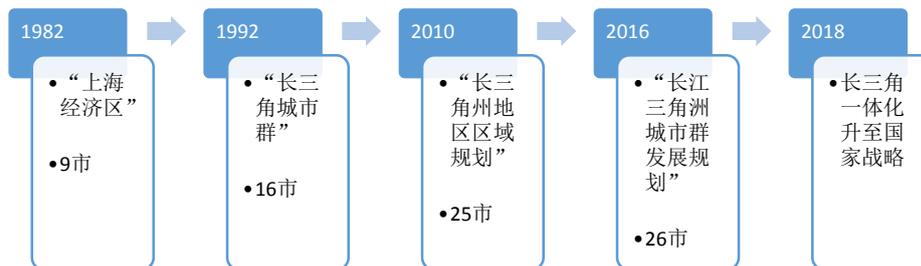
## 2. 长三角一体化提升投资空间, 业务订单有望加速

### 2.1 长三角一体化具备高发展潜力与投资空间

#### 2.1.1 长三角拥有良好发展基础, 提供大量投资空间

长三角经济圈历经 37 年发展, 范围不断扩大, 政策及概念不断调整, 长三角一体化于 2018 年升至国家战略高度。1982 年, 国家领导人提出“上海经济区”概念, 以上海为中心, 涵盖苏州、无锡、常州、南通、杭州、嘉兴、湖州、宁波、绍兴等长江三角洲 9 个城市。1988 年 6 月, 由于国务院机构改革需裁剪一批机构, “上海经济区”被撤销。1992 年, “长三角城市群”被提出, 包含以上海为中心的 14 个地级市: 杭州、宁波、湖州、嘉兴、绍兴、舟山、南京、镇江、扬州、泰州、常州、无锡、苏州、南通。1996 年泰州被纳入长三角城市群, 2003 年纳入台州, 截至此时共 16 市。2010 年, 国家发改委发布“长三角地区区域规划”, 在原 16 市基础上加入苏北的徐州、淮阴、连云港、宿迁、盐城和浙西南的金华、温州、丽水、衢州, 包囊了苏浙沪全境内的 25 个地级市。2016 年, “长江三角洲城市群发展规划”调整了原有城市布局, 将安徽的 8 个城市纳入范围, 同时去除江浙的一些城市。最终的长三角一体化城市范围包括 26 个地级市: 上海市, 江苏省的南京、苏州、无锡、南通、泰州、扬州、盐城、镇江、常州, 浙江省的杭州、湖州、嘉兴、宁波、舟山、绍兴、金华、台州, 安徽省的合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、池州、滁州、宣城。最终于 2018 年进博会上, 习近平主席提出将支持长江三角洲区域一体化发展上升为国家战略。

图 18: 长三角一体化历史演化



资料来源: 长城证券研究所整理

**2018 年以来，长三角一体化进入快进模式。**2018 年 7 月《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》发布，旨在 2020 年使长三角地区基本形成世界级城市群框架。2019 年长三角一体化开展加速。《长三角地区市场体系一体化建设合作备忘录》、《上海大都市圈空间协同规划编制工作方案（征求意见稿）》等陆续出台并签署，产业基金成立。长三角一体化三省一市于 2019 年两会中出台举措大力推进长三角一体化。

表 4: 2018 年以来长三角一体化进入快进模式

日期	重要进展
2018 年 4 月	习近平主席对《关于推动长三角地区一体化发展有关情况的报告》做出批示，明确提出“实现更高质量一体化发展”的目标。
2018 年 7 月	《长三角地区一体化发展三年行动计划（2018-2020 年）》发布，详细阐述交通能源、科创、产业、信息化、信用、环保、公共服务、商务金融等 12 个合作专题，并聚焦交通互联互通、能源互济互保、产业协同创新、信息网络高速泛在、环境整治联防联控、公共服务普惠便利、市场开放有序等 7 个重点领域，形成了一批项目化、可实施的工作任务，旨在 2020 年使长三角地区基本形成世界级城市群框架。
2018 年 11 月	习近平主席在进博会中表示将支持长江三角洲区域一体化发展并上升为国家战略。
2019 年 1 月 3 日	上海、江苏、浙江、安徽三省一市在沪签署《长三角地区市场体系一体化建设合作备忘录》
2019 年 1 月 9 日	长三角协同优势产业基金正式成立，基金首轮封闭规模超过 70 亿元，预计可撬动 500 亿以上的资本。
2019 年 1 月 16 日	《上海大都市圈空间协同规划编制工作方案（征求意见稿）》出台，将覆盖上海、苏州、无锡、南通、嘉兴、宁波、舟山、湖州“1+7”市，陆域面积 4.9 万平方公里，常住人口约 6500 万人。
2019 年 2 月	《青浦、吴江、嘉善 2019 年一体化发展工作方案》发布，根据方案，三地将共同开展沪苏浙毗邻区域概念性规划研究，编制毗邻区域现状图。青嘉吴三地毗邻地区为沪苏浙交界地区，未来有望成为长三角一体化示范区。
2019 年 3 月	两会政府工作报告明确将长三角区域一体化发展上升为国家战略，编制实施发展规划纲要，长江经济带发展要坚持上中下游协同，加强生态保护修复和综合交通运输体系建设，打造高质量发展经济带。

资料来源: 政府官网，长城证券研究所整理

长三角城市群拥有良好的发展基础，一体化后财政支出的统筹分担将优化未来长三角的规划发展。首先，长三角区域区位优势突出。长三角城市群是“一带一路”与长江经济带的重要交汇地带，并位于西太平洋的东亚航线要冲，拥有健全的公路网和公铁交通，在我国施行全方位开放和现代化建设中拥有重要战略地位。其次，长三角城市群自然禀赋优良，地势以平原为主，水资源充沛，土地易开发，在工业化、信息化、城镇化、农业现代化等方面协同并进。此外，长三角区综合经济实力强，拥有完备的产业体系和配套设施，产业集群优势明显，且在创新与科教方面拥有丰富的资源，区域内分布工程实验室和国家工程研究中心等创新平台近 300 家，发明专利和年研发经费占全国 30%，高等院校 300 多所。且长三角区域国际化程度相对较高，拥有自由贸易试验区等开放性平台。长三角一体化实施后，为了建立基本公共服务一体化发展机制，长三角地区将建立相应的财政支出统筹分担机制，利于未来更优的规划发展，上海也将积极探索设立长三角一体化发展投资基金，将着重促进长三角的未来开发与发展。

图 19: 长三角一体化城市范围示意图



资料来源: 长江三角洲城市群发展规划, 长城证券研究所整理

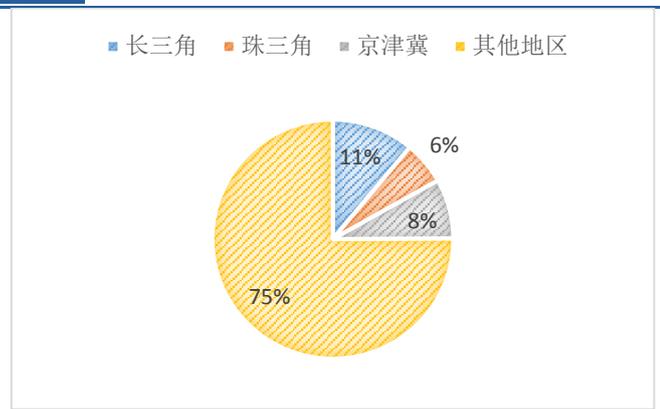
## 2.1.2 对比国内外城市群: 长三角影响深潜力大

### 国内城市群对比: 长三角兼具深远影响力及发展潜力

相比于珠三角与京津冀，长三角辐射面积广惠及人口众，具有深远经济影响力。从人口方面分析，长三角 26 市人口达到 1.54 亿，占全国人口 11%，一体化的受益人口将大大超过珠三角地区及京津冀城市群。就国内生产总值上看，长三角遥遥领先，2018 年 GDP 达到 17.86 万亿，占到全国 GDP 总额的 14%，珠三角为 8.8 万亿，京津冀为 8.38

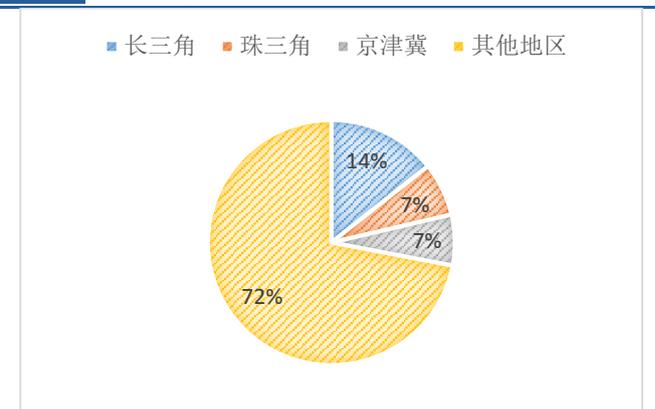
亿，珠三角和京津冀 GDP 相加方与长三角相当。从历年人均 GDP 上分析，长三角实力最强，2018 年人均 GDP 为 10.43 万元/人，珠三角为 8.5 万/人，京津冀最低为 5.94 万/人。鉴于长三角一体化才刚被提升至国家战略，未来长三角作为第一大经济区及综合实力最强的经济中心，发展潜力大。

图 20: 2018 年常住人口



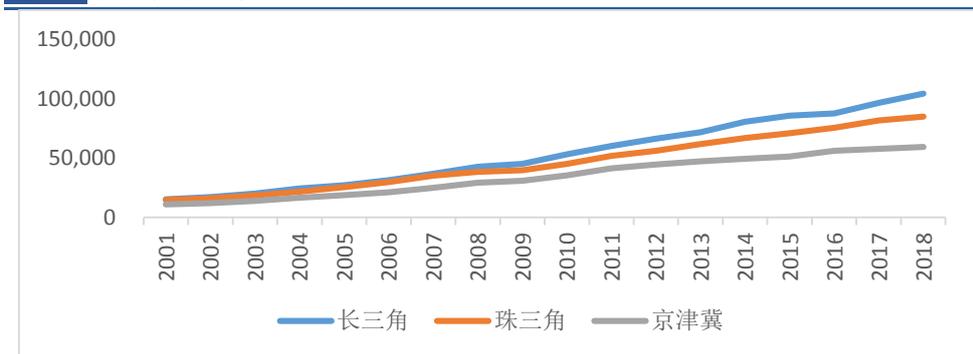
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 21: 2018 各城市群 GDP



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 22: 各城市群人均 GDP (元/人)

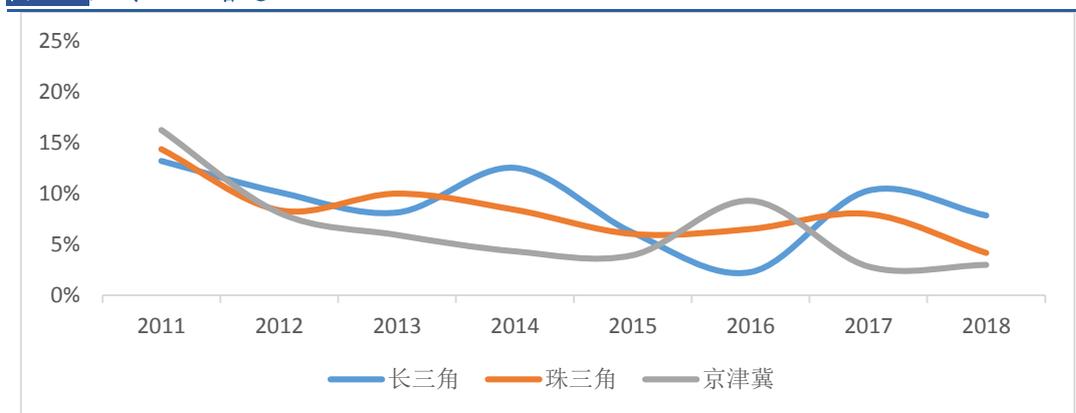


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

三大城市群方向各异，相互挤出效应低，相辅相成。产业结构上，长三角地区呈现明显的“二、三、一”特征，第二产业引领长三角经济快速发展。珠三角地区第三产业 GDP 占比较大，制造业产业主要集聚在纺织、家电和电子，而京津冀以重化工资本密集型为主，有众多重化工业、装备制造业和高新技术产业基地。在竞争力上，长三角的区位优势最高，以上海为核心，城市化水平高，并通过高新技术，打造世界性的新型制造业基地。珠三角作为改革开放的先河，制度竞争力最高。而京津冀由于资源向首都聚集，聚集竞争力较高是京津冀发展区的一大特征。在增长动力上，长三角为投资拉动型，跨国资本正大举向长三角地区转移，朝着国际经济、金融、贸易和航运四大中心迈进。珠三角为出口拉动型，而京津冀目前发展为现代物流中心和较为发达的消费市场，属于内需拉动型。在发展特色上，长三角拥有综合性产业基地，城市化呈现结构性大发展，综合实力全国领先，工业化水平高。而珠三角呈现以农村城镇化为主导的“爆发式”城市化；表现出多中心、高强度、聚集式的城市群发展形态。京津冀区域经济发展落后于长三角和珠三角，区域内形成重要的工业密集区和大型城市群。长三角、珠三角、京津冀发展方向上呈现明显差异，相辅相成。

相对于珠三角和京津冀，长三角未来发展潜力更为突出。珠三角随着改革能量充分发挥后政策优势逐渐消失，已出现外资转移、经济增速相对放缓的局面。长三角在过去5年中除2016年外人均GDP增速连续超过珠三角和京津冀，2018年长三角地区人均GDP增速为7.86%，而珠三角和京津冀分别为4.15%和2.98%。京津冀区域在三大城市群中经济实力偏弱，区域经济整体呈现为北京一枝独秀向京津双头并进转变的格局，但区域行政壁垒、分工协作的体制障碍较严重，阻碍发展。长三角地区一直以来在经济协作相配套的制度安排上较弱，在区域内行政壁垒作用下，各地之间争资源、争项目、争资金、重复建设，无序竞争问题将难以避免，影响区域整体竞争力的提升。此次长三角一体化提升至国家战略高度，三省一市相互合作取消行政壁垒，各地相互配合各自发展长处，长久以来的问题有望得到解决，未来长三角有望成为三大城市群中经济发展潜力最大的区域。

图 23: 人均 GDP 增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

### ■ 国际城市群对比: 长三角发展程度仍较低, 未来空间大

对比国际城市群，长三角发展程度相对较低，长三角一体化提升为国家战略后在投资水平上有望达到国际水平。与国际上其他城市群如日本东京湾、美国纽约湾区及美国旧金山湾区相比，长三角在人均GDP和地均GDP上皆显著低于国际水平。人均GDP上，美国纽约湾区为42.6万元，美国旧金山湾区为65.6万元，亚洲的日本东京湾为25.8万元，而长三角城市群只有10.8万元，不到日本东京湾的一半，不足美国旧金山湾区的六分之一。地均GDP上分析，日本东京湾为6.97亿元，美国纽约湾区为4.63亿元，美国旧金山湾区为3.03亿元，而长三角地均GDP仅0.78亿元每平方公里，显著低于国际水平，未来作为国家重大战略发展区域，经济发展上空间较大。

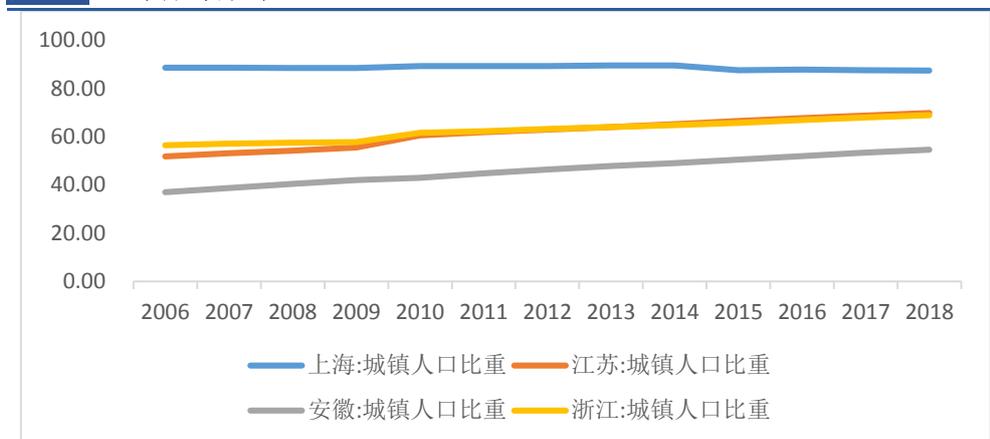
表 5: 国际城市群对比

地区	总 GDP (亿)	GDP 占比	人口 (万人)	人口占比	面积 (平方公里)	面积占比	人口密度 (人/平方公里)	人均 GDP (万元/人)	地均 GDP (亿元/平方公里)
长三角城市群	165,404	20.20%	15,270	11.00%	211,700	2.20%	721	10.8	0.78
日本东京湾	93,117	33.00%	3,613	28.00%	13,562	3.60%	2,664	25.8	6.87
美国纽约湾区	99,635	8.10%	2,340	7%	21,500	0.23%	1,088	42.6	4.63
美国旧金山湾区	50,402	4.10%	768	2%	16,650	0.18%	461	65.6	3.03

资料来源: 政府官网, 长城证券研究所整理

在城镇化率上，尚未达到国际水平。长三角内部城镇化区较分化，上海历年来城镇化率已达到约 90%，远远高于其他地区。江苏、浙江、安徽历年来城镇化率呈上升趋势，江苏和浙江城镇化率约 70%，安徽仅约 50%。而发达国家城镇化率约 80% 以上，其中日本高达 91%，故而长三角地区城镇化率上尚未达到国际水平。

图 24: 长三角城镇化率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

## 2.2 长三角一体化带动公司全产业链协同发展

### 2.2.1 建筑施工、咨询设计、基建投资业务: 长三角一体化提升需求

#### ■ 建筑施工业务现状

长三角一体化助力公司拓展外省市场，优化营收区域结构。上海建工 2018 年建筑施工业务新签订单 2468.09 亿，同比增速 23.33%，2016-2018 期间增速均保持在 20% 以上。近年来公司营收区域结构逐渐优化，海外市场 2018 建筑施工业务新签订单为 60.72 亿元，实现 85% 的同比增速，此外公司大力拓展上海海外市场，建筑施工业务外省新签订单占比连续三年突破 40%，2018 占比为 41.62%。随着长三角一体化规划的实施，上海建工作为长三角地区建筑行业龙头企业，将有望大幅提升省外新签订单占比。

图 25: 建筑施工业务新签订单及增速



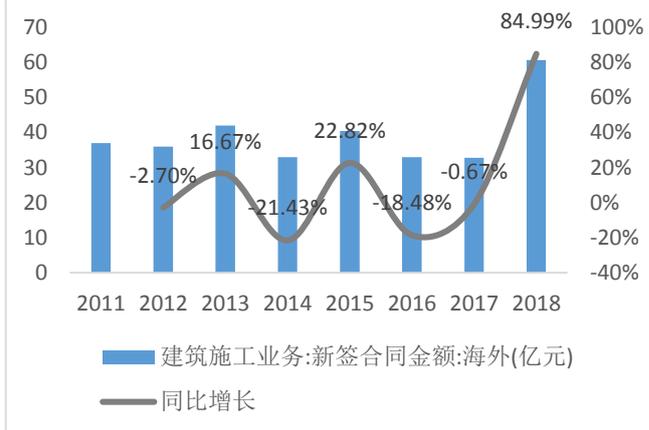
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 26: 建筑施工业务外省新签订单占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

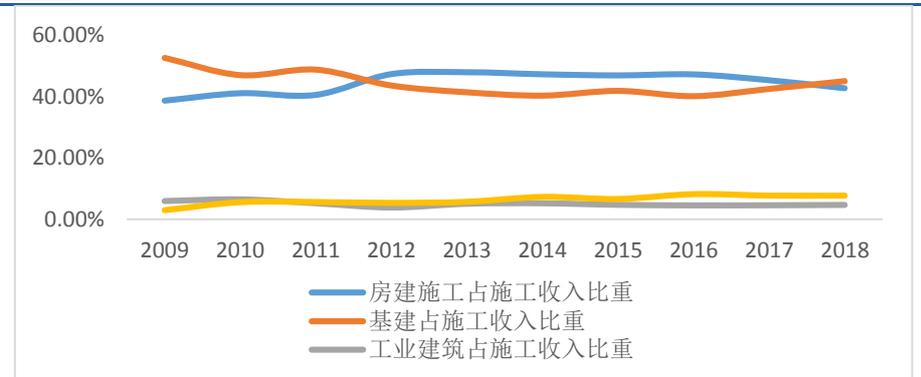
图 27: 建筑施工业务:新签合同金额:海外(亿元)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

房建与基建是公司建筑施工业务主要驱动力。上海建工建筑施工业务可细分为四类: 房建施工、基建施工、工业建筑施工、以及园林装饰。2009-2018 年期间, 房建施工在建筑施工总收入中平均占比为 44.44%, 基建平均占比 44.27%, 工业建筑施工平均占比 5.03%, 园林装饰平均占比为 6.26%。其中房建与基建占比总和达到 88.7%, 是建筑施工业务的主要驱动力。

图 28: 建筑施工四大子板块占施工总收入比重



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

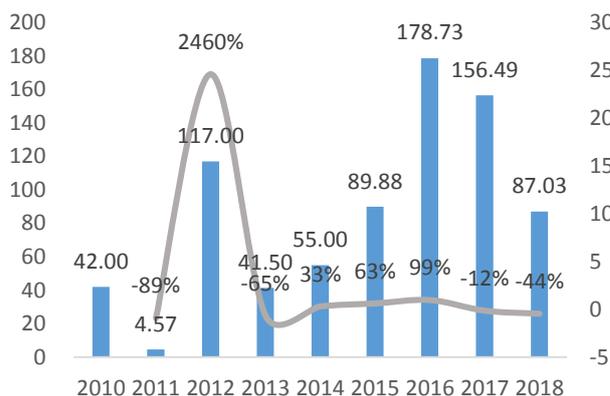
基建方面, 上海建工基建业务营收增速稳健, 新签合同金额波动较大但震荡上升。上海建工的基础建设施工业务营收增速波动最小, 相对其他业务更稳健, 2017 年基建在四大子版块中同比增速最高, 达到 20.72%, 其后依次为工业建筑施工、园林装饰、及房建施工。基建业务新签合同金额历年波动较大, 呈震荡上升趋势。从公司历年来基础设施业务新签合同金额分析, 2016-2017 年基建业务新签合同金额大幅上升分别达到 178.73 亿及 156.49 亿, 2018 年回落至 87.03 亿元, 历年来基建新签合同金额波动较大, 2012 年上涨幅度曾高达 2460%, 2014-2016 期间连续多年呈两位数增长, 也曾于多个年份呈现两位数下跌, 鉴于该业务板块历年来较大的波动率, 虽然 2018 年基建新签合同金额呈 -44% 下降, 随着长三角一体化规划的实施, 未来公司基建板块有望实现正增长。

图 29: 建筑施工四大子板块中基建业务营收增速波动更小



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 30: 基础设施业务新签合同金额 (亿)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

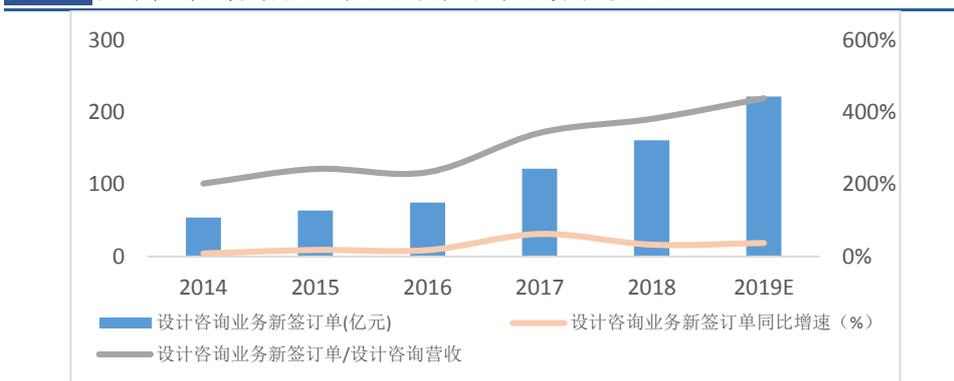
房建方面, 公司注重装配式建筑科研, 有望占领市场先机。我国 2015 年末发布《工业化建筑评价标准》决定于 2016 年全国推广装配式建筑, 《建筑产业现代化发展纲要》指出, 到 2020 年装配式建筑占新建建筑比例计划达 20% 以上, 2025 年达 50% 以上, 未来装配式建筑将成为房建的主要发展方向。上海建工领先研发装配式建筑, 于 2017 年主持《上海市工业化住宅建造技术与示范工程应用》、《建筑结构节能环保工业化建造技术及相关装备研究应用》等多项装配式建筑相关科研项目, 并参加中国国际技能大赛在建工馆中向世界展示了公司的装配式建筑施工工艺, 公司在装配式建筑上的大力开展将助力上海建工抢夺未来房建市场先机。

### ■ 设计咨询业务现状

上海建工拥有强大设计研究实力, 设计咨询业务新签订单增长率位列所有业务板块第一。上海建工拥有多家国家级、市级技术中心, 其中上海建工全资子公司市政总院在全国勘察设计企业排名第 5 位, 负责市政基建类设计; 其另一全资子公司上海市建工设计研究院则负责房建设计。设计咨询业务新签订单金额增长率逐年上升, 从 2014 年 8% 增长率逐年上升, 2017 年增长率达到 62.88%。2018 年设计咨询业务新签订单金额为 161.48 亿元, 同比增长率达到 32.7%, 2019H1 设计咨询业务实现新签订单 102.64 亿元, 同增 11.61%。2017-2018 年, 设计咨询业务新签订单增速在上海建工所有五大业务板块中连续位列第一。设计咨询业务快速增长的原因有两个方面: 首先是上海建工作为建筑龙头企业其市占率逐渐提升。第二是基建补短板, 尤其是长三角一体化实施后带来更大基建需求, 这将进一步带动设计咨询业务的快速增长。

目前设计咨询业务新签订单占其营收比例较大, 未来该业务收入有望实现高增长。2014-2017 年公司设计咨询业务新签订单金额分别是设计咨询业务营收的 2.03 倍、2.43 倍、2.34 倍及 3.43 倍, 2018 年上升至 3.82 倍, 2019H1 高达 6.77 倍, 按照订单转收入的逻辑, 未来设计咨询业务的收入将实现高增长。

图 31: 设计咨询业务新签订单金额及其占该业务营收比重



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

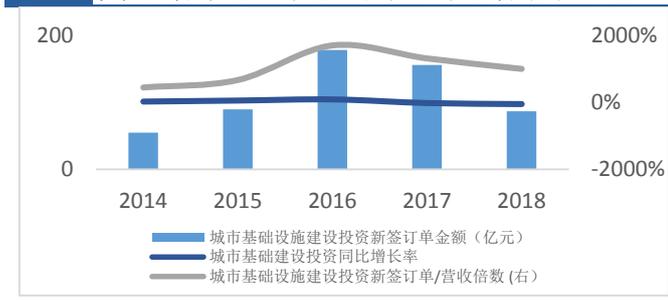
### ■ 城市基础设施建设投资业务现状

投资类业务体量较小但毛利率稳居所有业务板块第一。由于 PPP 模式的推出, 投资类业务新签订单在 2016-2017 年实现高增长, 2018 年由于受到 PPP 业务监管及政策收紧的影响新签订单大幅下降。但城市基础设施建设新签合同占该业务当年实现营收的倍数仍保持在较高水平。2014-2017 年分别实现 4.55 倍、6.81 倍、17.18 倍及 13.27 倍, 2018 虽然新签订单金额下降, 仍为该业务当年实现营收的 10.13 倍。城市建设投资业务在公司的五大主营业务板块中历年来毛利率稳居第一。2014-2015 毛利率分别高达 84.21% 及 84.51%, 而 2016 年后毛利率突破 90%, 2016-2018 毛利率分别为 91.8%、99.12% 及 98.6%。城市建设投资业务整体体现出体量小但毛利率高的特征。

从投资业务的资本金进出方面分析, 公司 2018 年投资业务造成的资金流出为 55.42 亿元, 流入为 10.6 亿元, 净流出为 44.82 亿元, 相比于 2017 年公司投资业务造成的资金流入和流出均下降。由于投资业务新签订单数开始下降, 未来公司投入预计下降, 同时过往项目将逐渐回款, 预计 2019 该业务板块造成的资金出入差额将缩小。

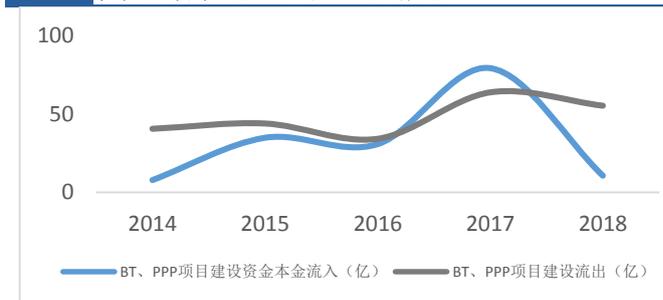
此外, 投资类业务协同作用明显。公司投资类业务的发展往往可以带动公司其他业务板块。2017 年上海建工设立了多个产业基金用于城市建设投资项目融资, 投资业务有效拉动公司其他主营业务的协同发展, 其中拉动设计咨询业务约 1.2 亿元, 拉动施工业务约 24.8 亿元。公司尚未公布 2018 年投资类业务对其他主营的拉动金额, 2018 年公司实现了上海市场投资业务的突破, 顺利落地上海虹口科创中心、宝山高境逸仙大厦、杨树浦电厂改造开发等城市更新项目, 预计长三角一体化将为公司带来更多投资机会, 而公司投资类业务的发展将进一步拉动公司设计、施工、建筑工业等全产业链协同发展。

图 32: 投资业务新签订单金额及其占该业务营收占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 33: 投资业务资金流入及流出情况

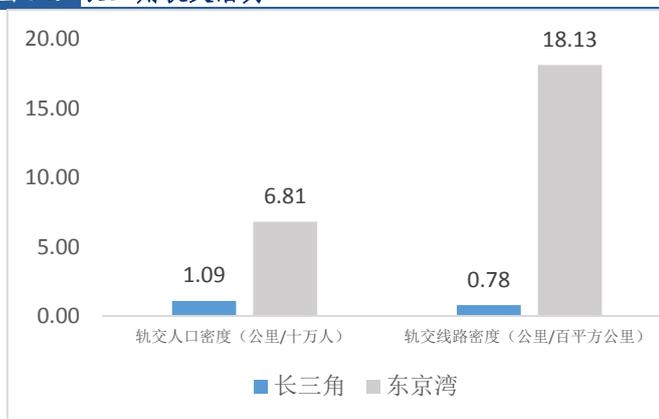


资料来源: Wind, 公司公告, 长城证券研究所整理

■ 长三角一体化拓宽公司建筑施工、设计咨询及基建投资业务前景

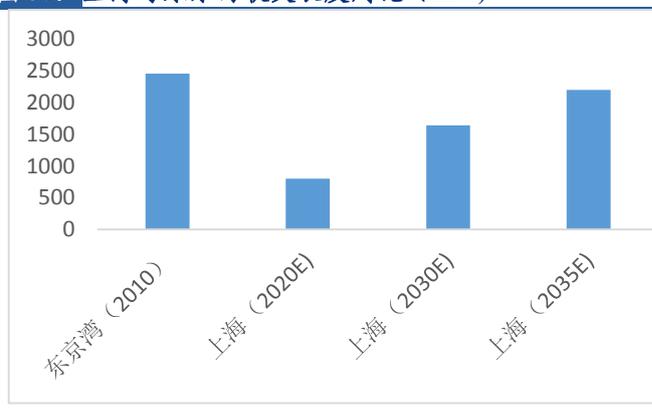
**长三角交通基建增长空间测算：**长三角一体化的首要任务是共建互联互通综合交通体系、建设畅达便捷长三角，故而未来将全面推进交通基础设施建设。进行国际对标，长三角地区交通基础设施建设仍有很大增长空间。长三角 26 市截至 2018 年末有轨交的城市为江苏的南京、苏州、无锡，浙江的杭州和宁波，安徽的合肥，以及上海。这七座城市的轨交线路密度为 2.17 公里/百平方公里，而东京湾为 18.13 公里/百平方公里，约为长三角的八倍。由于我国对建设城轨的城市有诸多限制条件，以下预测仅考虑已建城轨的上述七座城市的未来城轨发展空间，故而对于整个长三角该测算结果可能存在低估。此外考虑到长三角地区仅上海在人口密度及经济中心地位上能达到日本东京湾水平，我们假设在未来 10 年内仅上海在轨交线路密度上能与日本东京湾持平，而考虑到建造轨交在地方公共财政预算上有一定要求，其他六座城市以该城市人均 GDP 与东京湾人均 GDP 比例作为权重保守预估，即该市未来轨交发展潜力=（东京湾轨交密度 - 该市轨交密度）\*该市面积\*权重。经测算未来 10 年长三角轨交增长潜力为 5526 公里，年复合增速 15.88%。经我们统计南京、杭州、上海、苏州、合肥等地地铁单位造价均价约为 5.58 亿/公里，则未来市场空间为 3.08 万亿元。另一方面，即使假设长三角三省一市对城轨的十三五规划顺利完成，截至 2020 年长三角城轨将为 2110 公里，按地均密度计算则仍需再建设 5057 公里方能达到日本东京湾水平，故而长三角地区仍有较大潜力有待开发。以长三角地区最为发达的上海市为例，上海规划至 2020 年轨交里程达到 800 公里，2030 年达到 1642 公里，2035 年达到 2200 公里，其中地铁线 1043 公里，市域铁路 1157 公里。而东京湾 2010 年轨交总公里数已为 2459 公里，上海直至 2035 年才能追至日本水平。长三角一体化将全面快速推进交通基础设施建设，从国际对标结果上来看，未来长三角区域有较大发展空间。

图 34: 长三角轨交潜力



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 35: 上海与东京湾轨交长度对比 (KM)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

表 6: 长三角城轨增长空间测算

		2017 城轨公里数	2018 城轨公里数	面积 (平方公里)	2018 城轨密度 (公里/百平方公里)	权重	城轨未来增长空间 (公里)
上海	上海	732.2	784.6	6339	12.38	100%	364.76
江苏	南京	364.3	394.3	6587	5.99	59.26%	474.12
	苏州	138.4	164.9	8657	1.90	67.25%	944.67
	无锡	55.7	55.7	4627	1.20	67.56%	529.15
	合计	578.4	614.9	19871	3.09	--	1947.94

		2017 城轨公 里数	2018 城轨公 里数	面积 (平方公里)	2018 城轨密度 (公里/百平方公里)	权重	城轨未来增长 空间 (公里)
浙江	杭州	103.8	114.7	16596	0.69	54.34%	1572.85
	宁波	74.5	74.5	9816	0.76	51.40%	876.44
	合计	178.3	189.2	37857	0.50	--	2449.30
安徽	合肥	52.3	52.3	11445	0.46	37.79%	764.45
长三角城轨合计		1541.2	1641	75512	2.17	--	5526.44

资料来源: 长城证券研究所

长三角一体化提升至国家战略高度后, 发改委长三角项目审批加速, 近两年长三角交通基建增幅相对于全国有望提升。长三角一体化提上国家战略高度后, 建设互联互通的交通体系成为首要任务, 一系列规划紧密推出包括加快建设轨道交通网络、全面提升省级公路运输能力、持续推进区域港航协同发展、协力打造长三角世界级机场群、强化交通运输联合执法、完善公交服务一体化等。在《长三角地区一体化发展三年行动计划(2018-2020年)》中从铁路、公路、港口、航空等交通运输的各个方面明确发展任务, 发改委近期审批长三角项目速度也明显提升, 包括上海经苏州至湖州的铁路项目, 苏州、上海、杭州等地的城轨项目, 及江苏沿江示范区的城市轨道交通第三期建设规划。可见伴随着长三角一体化的发展, 长三角区域交通基建增速有望提升, 在全国中占比大概率增大, 为上海建工等长三角区域建筑龙头企业提供更广阔的市场空间。

**表 7: 长三角轨交项目加速获批**

城市	日期	金额 (亿元)	类型
江苏沿江示范区	2019 年 01 月	2317	城际
上海	2018 年 12 月	2983.48	城轨
杭州	2018 年 12 月	955.2	城轨
上海经苏州至湖州铁路	2018 年 10 月	367.95	铁路
苏州	2018 年 08 月	933.3	城轨

资料来源: 发改委, 长城证券研究所整理

长三角内部对比, 江苏人均公路及铁路以及浙江的公路铁路密度和安徽的内河航道密度尚有较大发展空间。从人均角度分析, 上海在任何交通基建上都低于其他三省, 但从地均角度分析, 上海任何交通基建里程数都高于其他三省, 这是源于上海作为国际化都市具有人口密面积小的特点, 其他三省之间更具有可比性。江苏、浙江和安徽三省相对比, 从人均角度分析, 江苏在公路、高速公路、铁路、高速铁路上里程数最低, 尚有较大发展空间, 但在航道里程上高于浙江和安徽。从地均角度分析, 江苏省各交通基建里程数皆高于其他两省, 而浙江的公路、铁路密度和安徽的内河航道密度较低。

**表 8: 长三角 2018 交通基建发展现状及内部对比**

	公路 (万公里)	其中高速公路 (公里)	铁路 (公里)	城市轨道交通 (公里)	机场 (吞吐万人次)
<b>总里程 (KM)</b>					
上海	1.33	829	465	785	11770
江苏	16	4710	3014	615	5165
浙江	12	4421	2810	189	6539
安徽	20.9	4836	4445	52	1360
合计	50.23	14,796	10,734	1,641	24,834
<b>人均里程 (KM/万人)</b>					
上海	5.50	0.34	0.19	0.32	--
江苏	27.91	0.82	0.53	0.11	--
浙江	24.77	0.91	0.58	0.04	--
安徽	87.22	2.02	1.85	0.02	--
平均	36.35	1.02	0.79	0.12	--
<b>地均里程 (KM/平方公里)</b>					
上海	2.10	0.13	0.07	0.12	--
江苏	1.49	0.04	0.03	0.01	--
浙江	1.14	0.04	0.03	0.002	--
安徽	1.49	0.03	0.03	0.0004	--
平均	1.56	0.06	0.04	0.03	--

资料来源: 国家统计局、地方政府十三五交通设施规划文件, 长城证券研究所整理

我们通过衡量截至目前十三五交通基建规划完成度来测量 2019-2020 年长三角交通基建的增速, 目前长三角三省一市交通基建完成度较低, 未来增速有望加速, 利于上海建工等区域龙头的发展。上海方面, 整体基础设施已较为完善, 未来将主要集中发展轨道交通和交通枢纽的建设。截至 2018 年底, 公路完成率仅 10%, 高速公路为 5%, 城市轨道交通为 47%, 完成度仍较低, 尚有大量基建投资有待 2019-2020 年发展。根据上海市政府公布的《上海市综合交通“十三五”规划》以及近期发改委通过的《上海市城市轨道交通第三期建设规划(2018-2023 年)》显示, 未来城轨是上海市基建投资的主要着力点, 第三期轨道交通建设规划总投资超过 2983 亿元。江苏方面, 目前铁路完成率仅 23%, 预计在十三五建设的最后两年, 铁路建设将成为江苏的主要发力点。浙江方面, 计划在公路、铁路、城轨、航道等方面齐头并进, 2018 年交通投资为 2712 亿元, 规划于 2019 年增加 10.7% 的投资额, 截至 2018 年十三五规划完成额在铁路和城市轨道上仍较低, 分别为 16% 和 24%, 尚有较大后续发力空间。安徽省方面, “十三五”期间, 安徽省交通建设总投资目标 6940 亿元, 较十二五的 4414 亿元增长 57%。其中铁路建设 3600 亿元, 公路建设 2700 亿元, 公路建设目标已超额完成, 铁路建设进度上仅完成 16%, 在十三五最后期间铁路建设将成为重要增长点。

鉴于目前各省十三五规划完成度在多方面仍较低, 在十三五的最后两年内, 发展交通基建将成为重要增长点。我们假设未来 2019 及 2020 年长三角三省一市顺利完成十三五规划, 则公路、高速公路、铁路及城市轨道交通在未来两年内将分别增长 4178 公里、1121 公里、3664 公里及 567.8 公里, 对应 2019-2020 两年 CAGR 分别为 0.42%、3.72%、15.82% 及 16.02%。此外在 2019 年 3 月 24 日召开的中国发展高层论坛中, 国家发展和改革委员会

会副主任宁吉喆表示，中国将在能源、交通、通讯等基础设施领域促进有效投资，加快推进川藏铁路、沿江高铁等一批重大工程规划建设，利好上海建工等长三角区域龙头建筑企业。

**表 9: 长三角未来基建投资空间广阔**

	公路 (公里)	其中高速公路 (公里)	铁路 (公里)	城市轨道 (公里)
<b>上海</b>				
十三五规划新增量	1305	75	--	216
2016 年新增量	97	0	0	0
2017 年新增量	30	4	0	49.7
2018 年新增量	0	0	0	52.4
合计新增量	127	4	--	102.1
完成率	10%	5%	--	47%
<b>江苏</b>				
十三五规划 新增量	--	361	1276	500
2016 年新增量	-1501	118	43	15.7
2017 年新增量	1171	31	49	184.7
2018 年新增量	1525	22	198	36.6
合计新增量	1195	171	290	236.9
完成率	--	47%	23%	47%
<b>浙江</b>				
十三五规划新增量	4985	1000	1500	250
2016 年新增量	1038	145	13	26
2017 年新增量	1048	92	47	22.3
2018 年新增量	-101	267	186	10.9
合计新增量	1985	504	246	59.2
完成率	40%	50%	16%	24%
<b>安徽</b>				
十三五规划新增量	13060	951	1700	--
2016 年新增量	10648	294	74	24.6
2017 年新增量	5697	130	32	27.7
2018 年新增量	5715	163	170	0
合计新增量	22060	587	276	52.3
完成率	169%	62%	16%	--

资料来源：各省十三五规划文件，长城证券研究所整理

**表 10: 十三五规划若顺利完成 2019-2020 年交通基建将实现高增长**

	公路	其中高速公路	铁路	城市轨道
2016	2.16%	4.12%	1.31%	5.52%
2017	1.63%	1.82%	1.27%	22.63%
2018	1.44%	3.15%	5.44%	6.48%
2019-2020E	0.42%	3.72%	15.82%	16.02%

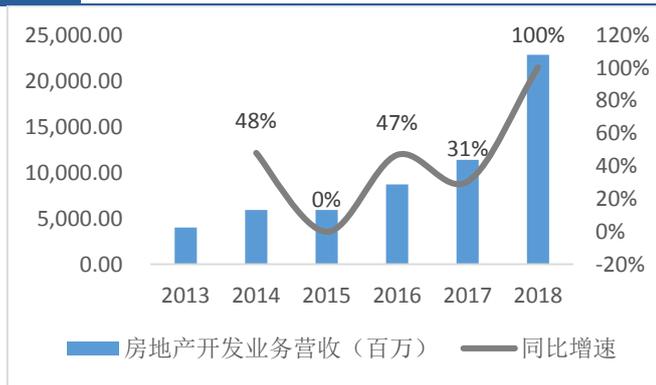
资料来源：长城证券研究所

## 2.2.2 房地产业务：受益于长三角中心城市辐射及人口集聚

### ■ 公司房地产业务现状

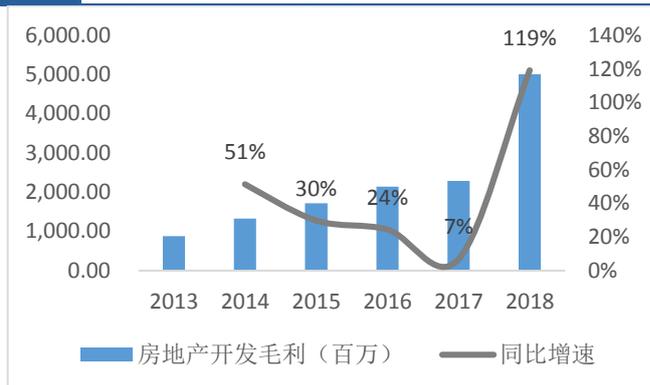
上海建工房地产业务 2018 营收及毛利同比大幅增长，该业务板块成为公司业绩主要驱动力。2018 年公司房地产开发业务实现营收 228.82 亿元，同比增长 100%，且 2018 毛利同比增长 119%。房地产业务作为一个高毛利板块 2015 年以来在营收中占比不断扩大，从 2014 年的占比 5.15% 逐年上升至 2018 年的 13.42%，大幅拉动公司盈利。

图 36: 房地产业务营收及增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

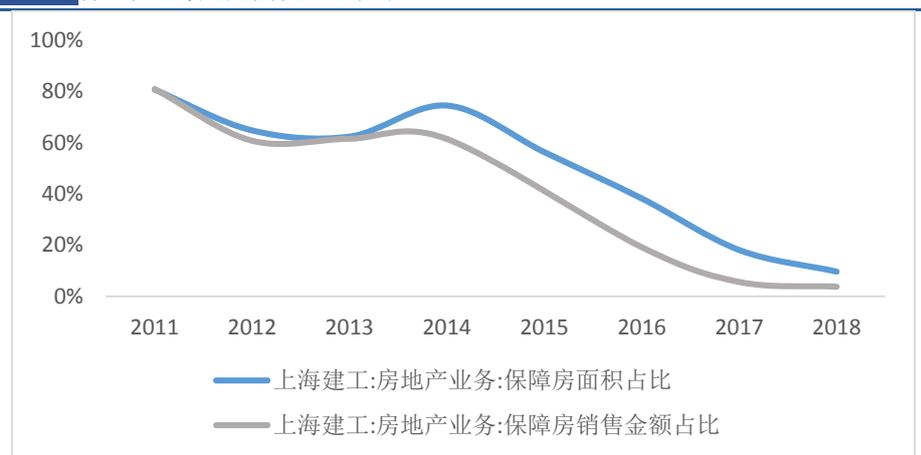
图 37: 房地产业务毛利及增速



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

保障房占比下降，推动毛利率上升。上海建工房地产开发业务主要包括中高端商品房及保障房。2011-2014 年间公司保障房面积占总房产面积的 80.61%、64.72%、62.3%、74.41%。2015 年以后，保障房面积占比快速下降，从 2015 年的 56.24 降至 2018 年的 9.66%。除保障房面积外，在保障房销售金额上也呈现同样趋势，前期保障房销售金额占比均大于 60%，2016 年后快速下降，2018 年占比只为 3.76%，保障房比例的下降是导致房地产业务毛利率上升的重大因素。

图 38: 房地产业务保障房占比下降

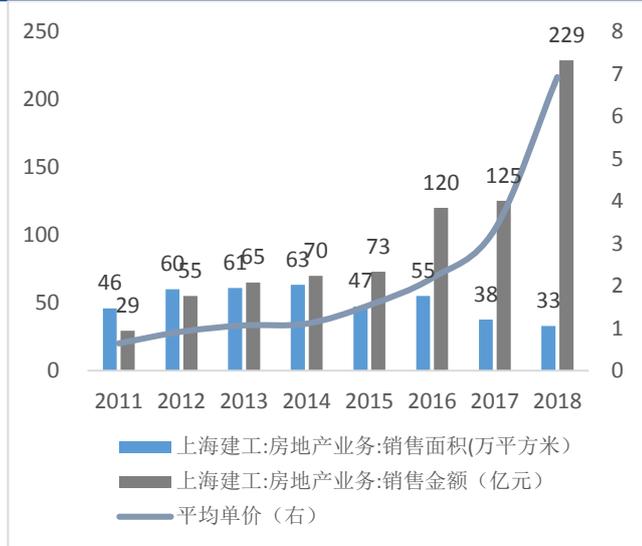


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

销售面积震荡下降，销售金额大幅上升，源于长三角地区每平方米售价提高。公司 2011-2018 的房产销售面积呈现震荡下降的趋势，2012-2014 均在 60 万平方米附近徘徊，2015 年下降至 47 万平方米，2016 年小幅上涨至 55 万平方米，随后 2017-2018 年连续下跌至 33 万平方米。然而公司的房产销售金额持续大幅提升，2011-2017 期间 CAGR 为

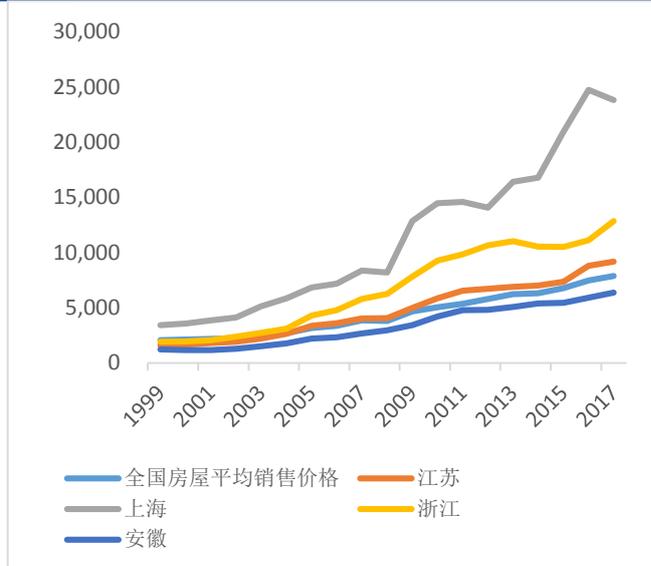
27.3%。销售面积与销售金额的反向走势主要有两方面原因。首先，历年来长三角地区商品房价格持续上涨。2018年房价排名前50的城市中，苏州占了8个，浙江占了6个，安徽1个，加上上海，长三角地区共占了16个，在排名前50的城市中占到近三分之一。历年长三角区域除安徽平均房价略低于全国平均外，其他地区尤其是上海房价显著高于全国均价。第二，价格较低的保障房占比大幅下降导致每平方米销售单价上升。未来保障房占比有望进一步下降，且随着长三角地区一体化后经济、基建等的不断发展，长三角地区房价将持续在高位，即使在销售面积震荡下降的情况下，公司销售金额及毛利润仍有望在2019年上升。

图 39: 房地产业务销售面积、金额及平均单价



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 40: 长三角地区房屋均价高于全国平均水平 (元/平米)

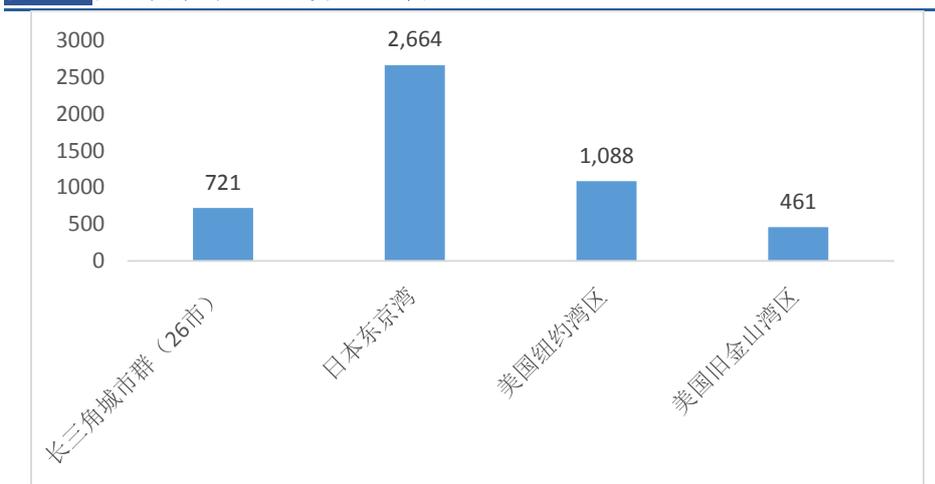


资料来源: 公开资料, 长城证券研究所整理

### ■ 长三角一体化集聚人口助力边界区域房产开发

对比国际城市群，长三角人口仍有进一步流入的空间。长三角26市总人口为15270万人，人口密度为721人/平方公里，高于美国旧金山湾区的461人/平方公里，但远远低于日本东京湾及美国纽约湾区的2664人/平方公里和1088人/平方公里，而长三角中心城市上海作为经济中心，与东京和纽约更有可比性，作为经济中心的人口密度远没有达到东京湾及美国纽约湾区的水平。人口向成熟城市群集中是一大长期趋势，我们将长三角人口密度721人/平方公里对标日本东京湾、美国纽约湾区及美国旧金山湾区的均值1404.33人/平方公里，可得长三角未来人口流入空间大约为 $(1404.33 - 721) \times \text{长三角城市群面积}$  211700平方公里=1.45亿人口，根据《2018年全国购房者调查报告》，2018年人均居住面积为27.8平米，则长三角未来住房面积需求为40.22亿平，根据中国社科院大数据项目最新数据显示，长三角26市2018年房价中位数的均值为14905.31元/平米，则未来房产市场空间预计为59.94万亿，故而长三角一体化之后人口进一步向长三角集聚将为长三角建筑龙头创造客观的市场发展空间。

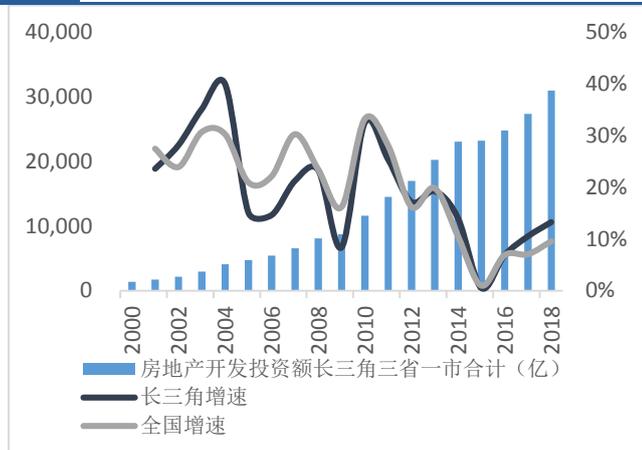
图 41: 国际城市群人口密度 (人/平方公里)



资料来源: 长城证券研究所整理

人口的集聚将降低人均基建成本刺激基建发展, 并带动房建及房地产需求。未来人口向长三角地区集聚使基建尤其是交通设施的成本可由更多人分摊, 从而降低人均基建成本, 促进基建发展。此外人口的集聚将带来更高的房建和房地产需求。从房地产开发投资方面分析, 长三角地区近两年房地产开发投资额增速快于全国增速, 2018 年长三角房地产投资额为 30934.56 亿元, 增速为 13.21%, 高于全国 3.68 个百分点。长三角地区房地产开发投资额占全国比例 2004 年最高达到 31.09%, 随后占比开始下降, 2012 年开始至今占比回升, 未来随着长三角一体化集聚更多人口, 房建及房地产需求将有望提升。

图 42: 房地产开发投资



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 43: 房地产开发投资额长三角三省一市全国占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

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, 而受中心城市辐射的边界地区将成为未来房地产业务提供较大发展空间。上海建工深耕长三角, 主场优势显著, 近年来接连中标三省一市边界区域地块, 例如朱家角 B1B2 及 A3 地块以及赵巷地块等。长三角一体化将致力于打破边界限制, 势必将加大对三省一市交界处边界地区的资源投入。目前边界地区交通、经济等还无法与长三角中心地带如上海主城区相比, 导致房价仍相对较低, 居住人口密度不大, 未来将成为房产开发的主要地带。此外, 在三省一市交界处的长三角一体化示范区即将被设立, 虽然具体区域尚未敲定, 上海、苏州和浙江三地接壤处青浦、吴江、嘉善及昆山于 2018 年 8 月青昆吴善四地签署《环淀山湖战略协同区青昆吴善一体化对接事项清单 (2018-2020) 》, 被公认为最可能设立示范区的地

区，未来国内众多知名企业将迁入示范区，带动人口增长，激发房产需求。例如 2019 年初，华为计划将在青浦建立面积约 4000 亩的基地，同时配套占地 500 亩的人才公寓，而人才的聚集激发房地产市场的潜力，同时长三角一体化提供更多就业机会和更好的经济发展，从而提高土地收入和税收，而税收的增加将可用于提升基础设施与公共资源，进而进一步吸引人才，形成良性循环。

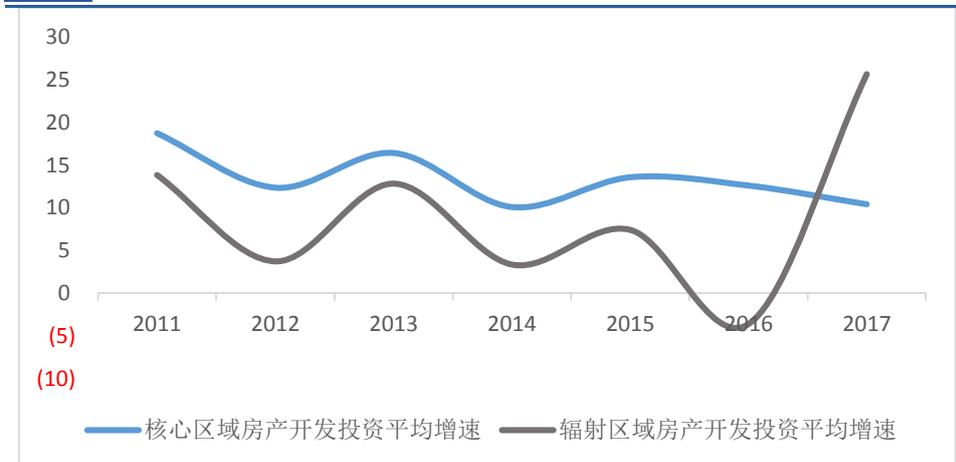
图 44: 长三角三省接壤边界地区



资料来源：长城证券研究所整理

我们选取长三角**四个核心城市**：江苏的南京、浙江的杭州、安徽的合肥、以及上海的核心区域（黄浦区、徐汇区、长宁区、静安区、普陀区、杨浦区、浦东新区、闵行区），对比长三角**四个辐射边界**：青浦、昆山、嘉兴、吴江。**从房价上分析**，四个核心城市 2018 房价均值为 29970.5 元/平米，同比上涨 1.04%，四个辐射边界城市 2018 房价均值为 17491 元/平米，同比上涨 7.2%，房价增速大幅高于长三角核心城市。**从房地产开发投资力度上分析**，**边界区域房产开发投资始发力，未来前景可期**。2011-2016 年长三角边界区域房产开发投资平均增速持续低于核心区域，但在 2017 年实现大幅反超，边界区域实现 25.65% 的投资增速，而核心区域增速仅为 10.4%，辐射边界区增速超过核心区域约 15.25 个百分点，意味着核心区域可开发土地资源日趋有限，而例如青浦等边界区域城镇化正在崛起，未来青浦、嘉兴等长三角接壤边界区域将为上海建工房地产业提供广大的空间。

图 45: 长三角核心区域与辐射区域房地产开发投资完成额同比增速



资料来源：Wind, 长城证券研究所整理

此外，上海建工也将受益于长三角地区房地产领先于全国的回暖时间及高于全国的回暖幅度。回暖幅度上，2009年、2012年、2015年回暖过程中，长三角地区销售面积增速分别为63.2%、10.36%及14%，分别领先全国19.57个百分点、10.36个百分点及14个百分点，长三角地区反弹力度大于全国水平。在回暖时间上，2012年长三角地区领先回暖。鉴于未来长三角一体化的发展将引入更多人口且长三角地区经济发展上长期领先于全国平均水平，未来长三角地区房地产有望领先回暖，并在反弹幅度上有望高于全国平均水平。而长三角地区房地产业的领先回暖和高房价将对上海建工的营收增长形成有利的环境。

图 46: 长三角地区销售面积同比增速反弹幅度高于全国



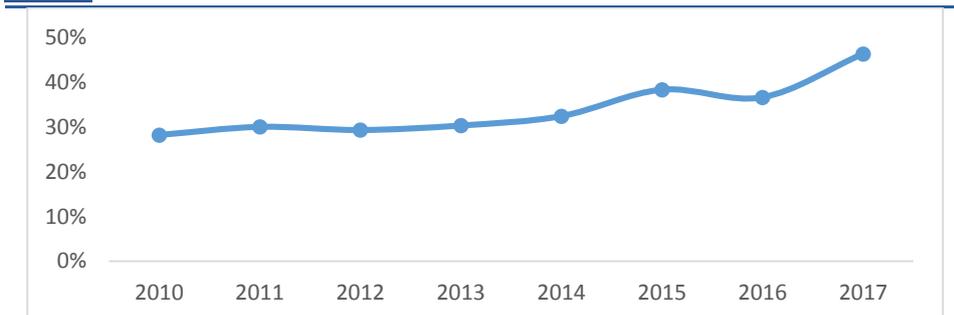
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

### 2.2.3 建筑工业业务: 间接受益于长三角一体化及其他主营的带动

**公司建筑工业技术创新、工艺精湛、市占率高。**公司的建筑工业业务为公司其他业务板块提供了支持，帮助公司降低成本，增强与客户间的粘合力。该业务板块目前的主要产品涉及商品混凝土及预制构件、钢结构、中央空调等。2018 年报披露，上海建工全资子公司上海建工材料工程有限公司是上海地区最大的商品混凝土生产企业，2018 年占据上海市场超过 40% 市场份额，其市占率历年来有逐年上升的趋势。公司在预制构件生产及预拌商品混凝土上拥有最高资质，年商品混凝土生产能力达 2000 万立方米以上。通过不断的技术创新，公司多次更新生产工艺，并获得多项科技奖项。

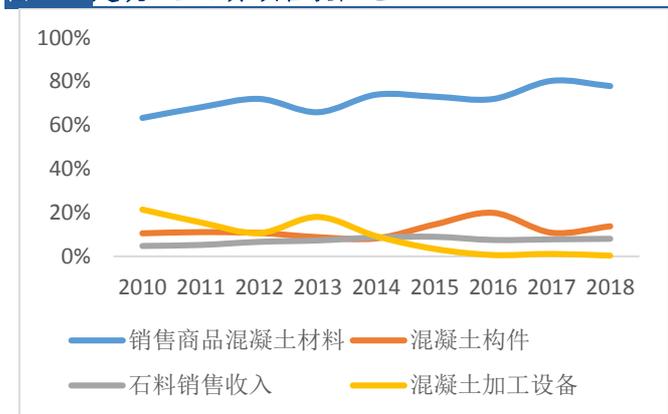
建筑工业业务板块 2018 营收占比 2.95%，毛利占比 3.25%。将该板块细分分析，其中 2018 年销售商品混凝土材料毛利率 11.15%，其收入占整个建筑工业收入的 77.98%，混凝土构件毛利率 2.07%，收入占比为 13.77%，毛利率高达 31.35% 的石料销售的收入占 8%，混凝土加工设备的毛利率为 16.66%，收入占比为 0.25%。

图 47: 上海建工混凝土上海地区历年市占率



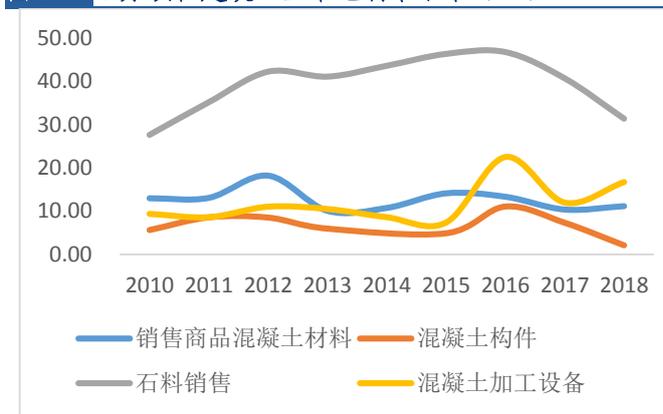
资料来源: 公开资料, 长城证券研究所整理

图 48: 建筑工业细分项营收占比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 49: 细分项在建筑工业中毛利率水平 (%)



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

作为其他主营业务的支持业务, 建筑工业订单有望随着因长三角一体化而不断增大体量的其他主营业务而增长。2017 年公司建筑工业业务新签对外销售合同金额 115.87 亿元, 同比增长 49.05%。2018 年实现新签合同 138.77 亿元, 同比上涨 19.76%, 但增长率相对于 2017 年有所降低, 2019Q1-Q3 分别新签合同金额 57.61 亿, 43.31 亿及 66.25 亿元, 分别同比变动 138.75%, -17.16% 及 37.73%。建筑工业业务作为公司工程承包的关联细分行业, 随着长三角一体化带动整个建筑产业链的整体发展, 该业务板块为了支撑体量不断扩大的其他主营业务, 2019 年新签合同有望增长。

图 50: 建筑工业新签对外销售合同金额及增速



资料来源: Wind, 公开资料整理

## 3. 资产质量稳健, 财务指标优异

### 3.1 2019 轻装上阵, 助力发展加速

归母净利润十年 CAGR 达 22.7%, 扣非后归母净利润十年 CAGR 为 25.51%。2018 年上海建工实现归母净利润为 27.8 亿元, 同比上涨 7.56%, 十年 CAGR 为 22.7%。相比于 2016、2017 年归母净利润高达 12.03% 及 23.34% 的同比增长率, 2018 年归母净利润同比增速大幅下降。而公司扣非后归母净利润走势呈现反向趋势。公司 2018 年扣非后归母净利润为 24.48 亿元, 同比增长率高达 27.88%, 远高于归母净利润的同比增长率 7.56%。扣非后归母净利润 2009-2018 期间增长近 10 倍, 十年 CAGR 为 25.51%。

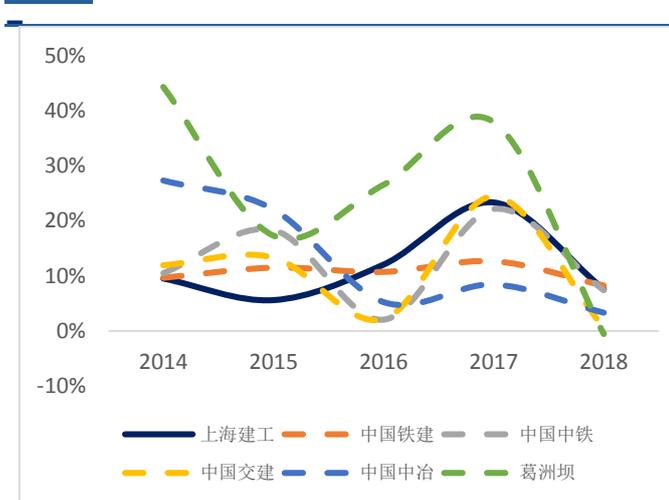
与同业相比，对各可比公司归母及扣非后归母净利润调整减去其当年优先股及其他权益工具股利以及永续债利息后可见，上海建工 2016-2018 年归母净利润增长率在可比公司中排位上升，2016 年排位第二，仅次于中国中冶，2017 年排位第三，2018 年增长率为 7.56%，排位第二，仅次于中国铁建 8.25% 的增长率。在扣非后归母净利润增长率上，上海建工 2018 年增长率为 27.88%，领先可比公司均值 14.93 个百分点，位居可比公司第一位，高出第二位中国交建 2.01 个百分点。

图 51: 归母及扣非后归母净利润及增速



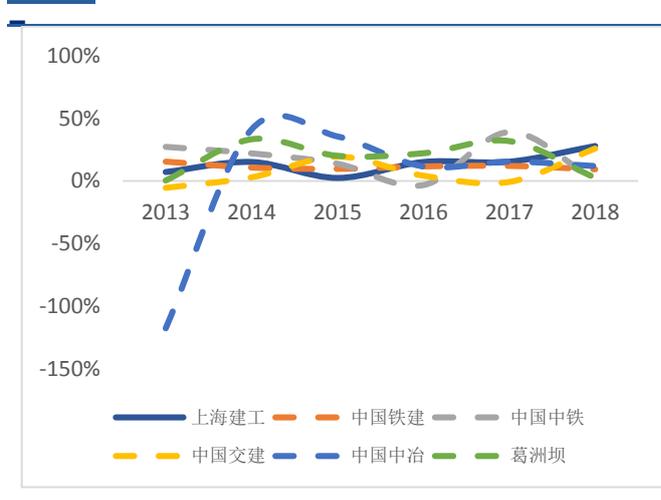
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 52: 归母净利润同比增长率同业对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

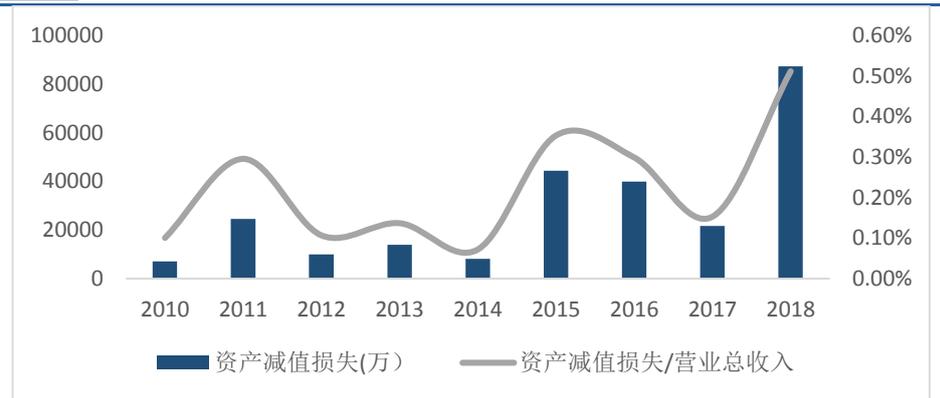
图 53: 扣非归母净利润同比增长率同业对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

2018 年归母净利润增速远低于营业利润增速的原因在于高达 8.725 亿的大额减值计提。2018 年资产减值损失占营收占比达到 0.51%，为历年来最高，同比增长 301.93%。其中包含坏账损失计提 4.43 亿，存货跌价 299.02 万，商誉减值损失 6622.41 万，及子公司持有的部分可供出售金融资产由于公允价值下跌而计提的减值准备 3.60 亿元。2018 年公司大额资产减值计提拉低净利润增长率，预计 2019 年资产减值的影响将大幅下降，有望轻装上阵。

图 54: 历年资产减值损失及占营收比例



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

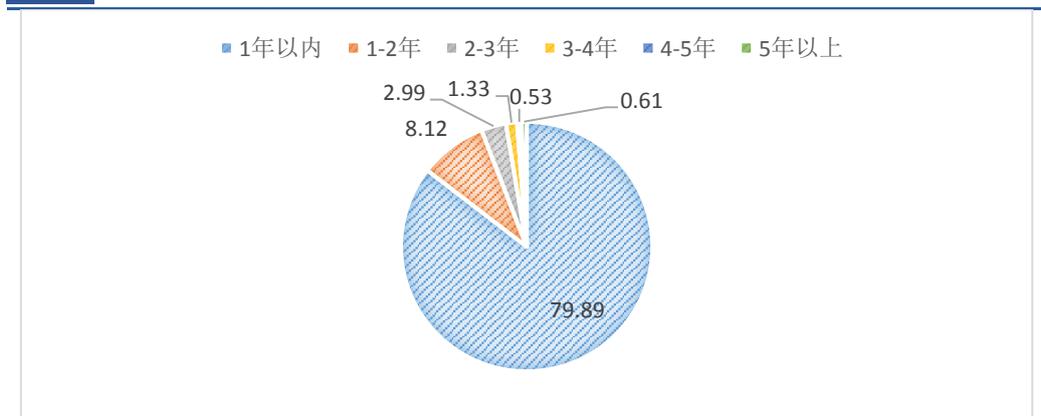
表 11: 2018 资产减值损失细分

	金额(亿)
2018 资产减值损失总额	8.73
坏账损失	4.43
存货跌价	0.03
商誉减值损失	0.66
可供出售金融资产减值损失	3.60

资料来源: 公司年报, 长城证券研究所整理

按资产减值细分项分析, 公司应收账款风险仍较为可控。在 8.73 亿高额资产减值损失中 41.29% 来自于相对不可控的可供出售金融资产的价格波动, 坏账损失占比 50.78%。坏账准备计提的增加主要源于公司主营业务经营规模扩大后应收账款余额增加。根据上海建工 2018 年报, 公司一年以内账龄应收账款占比 79.89%, 三年以内应收账款占比 91%, 且公司对应收账款充分计提坏账准备, 风险相对较小。

图 55: 应收账款账龄结构



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

### 3.2 现金充足, 负债及运营指标良好

公司现金充沛, 保障稳健发展。公司目前持有充沛的现金, 2018 年持有现金 538.51 亿元, 占当期总资产的 24.94%。与同业相比, 从持有现金绝对值上分析, 2014-2018 期间上海建

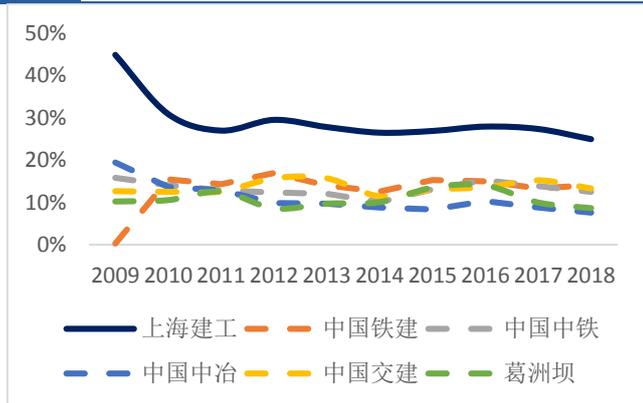
工持有现金水平处于行业中等水平，2018 年位于中国中冶和葛洲坝之上；从现金占总资产比例上分析，上海建工现金占比高于可比公司均值 17.39 个百分点，连续多年位于可比公司第一位，资产质量较高。从现金占短期债务比例分析，公司历年来显著高于可比公司平均水平，2018 上海建工现金占短期负债比例为 41.18%，可比公司均值为 26.84%，目前公司现金充足，保障公司稳健发展。

图 56: 可比公司持有现金 (十亿)



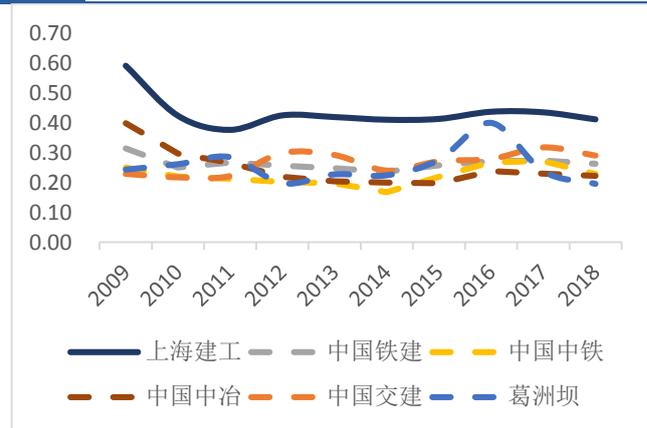
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 57: 可比公司现金占总资产比例



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

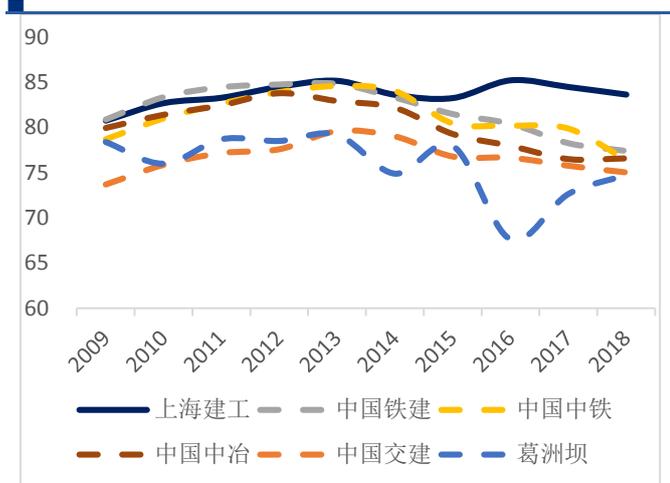
图 58: 可比公司现金占短期债务比例



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

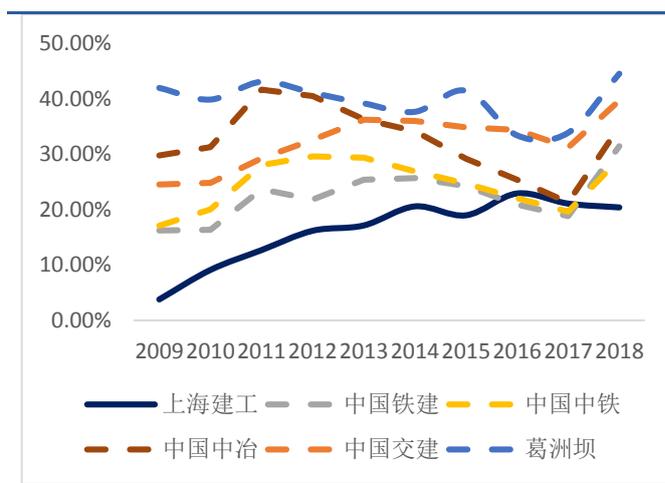
公司资产负债率较高，但有息资产负债率低于可比公司平均水平。公司资产负债率历年来显著高于可比公司平均水平，2015-2018 年连续多年资产负债率居可比公司首位，2018 年公司资产负债率为 83.65%，高于可比公司均值 6.33 个百分点。其有息资产负债率历年来不断上升，但仍低于可比公司均值，2018 公司有息资产负债率仅 20.40%，大幅低于公司资产负债率，同时低于可比公司有息资产负债率均值 13 个百分点，位于可比公司末位。

图 59: 可比公司资产负债率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

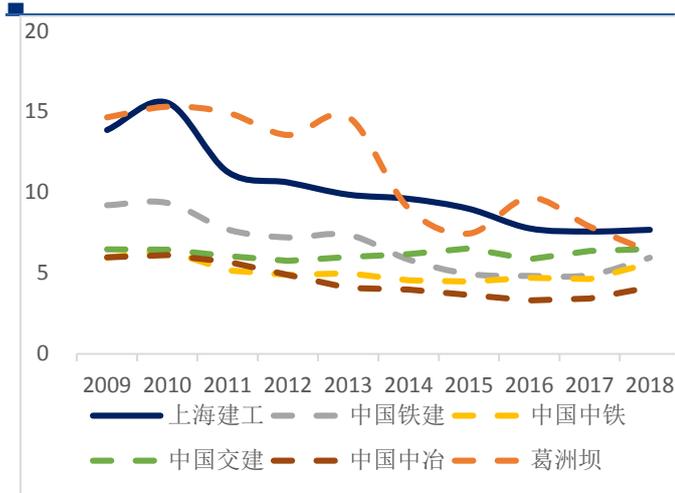
图 60: 可比公司有息资产负债率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

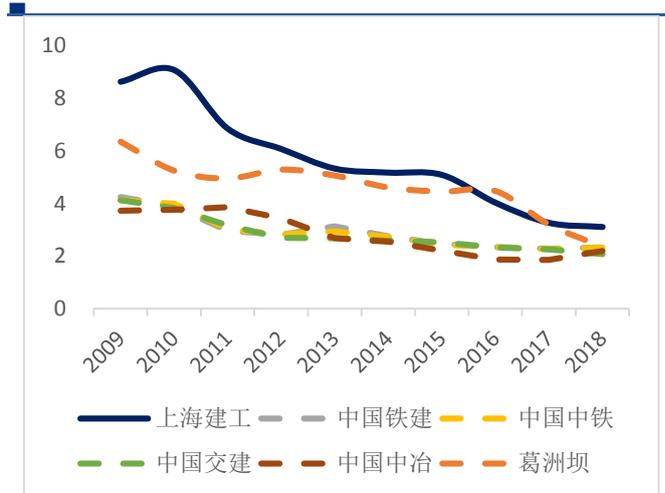
公司在应收账款周转率及总资产周转率方面运营效率良好,在应付账款周转率上未来议价能力有望加强。公司应收账款周转率历年来位于可比公司前列,2018 上海建工应收账款周转率为 7.68,可比公司均值为 6.02,位列可比公司第一位。应付账款周转率方面,2009-2018 期间,除 2016 年外,其余年份公司应付账款周转率均居可比公司第一位,2018 年公司应付账款周转率为 3.10,而可比公司均值为 2.40,其应付账款账期较短、议价能力有待加强。但近年来上海建工在其收入体量不大增大过程中,公司与上游供应商之间的议价能力有望加强,加之长三角一体化后公司在长三角区域市场迅速扩大发展,其区域龙头建筑企业的地位得以巩固,未来议价能力进一步增强,其应付账款周转率有望下降。总资产周转率方面,2009-2018 公司总资产周转率持续位列可比公司前三位,2018 公司总资产周转率为 0.83,高于可比公司 0.13 个百分点,位列可比公司第三,公司运营效率高。

图 61: 可比公司应收账款周转率



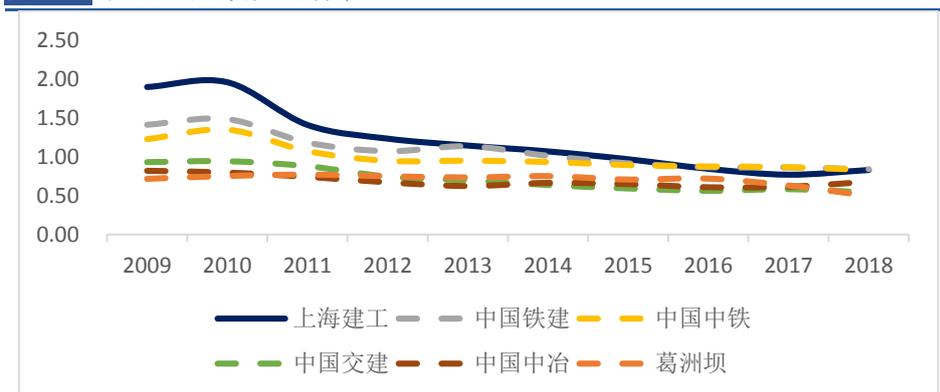
资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 62: 可比公司应付账款周转率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 63: 可比公司总资产周转率

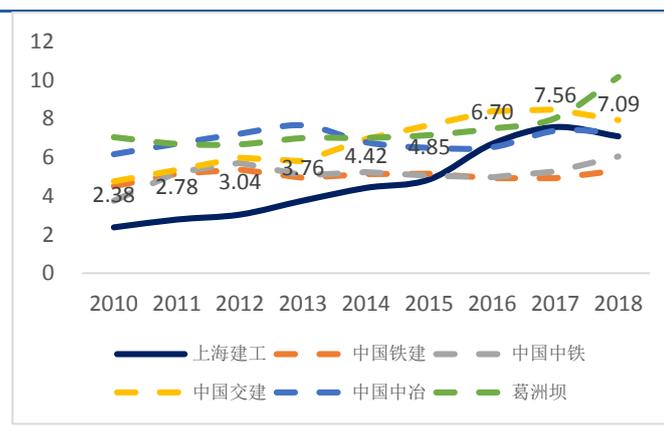


资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

### 3.3 高费用源于高额研发费，未来发展潜力大

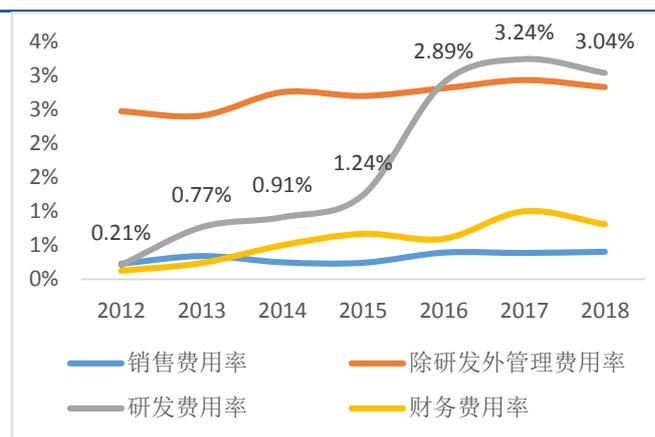
研发费用率推动期间费用率上升。上海建工期间费用率历年来持续上升，从 2010 年的 2.4% 上升至 2017 年的 7.56%，2018 费用率为 7.09%。2018 上海建工销售费用率、研发费用率、除研发外管理费用率及财务费用率分别为 0.41%、3.04%、2.83% 及 0.81%，较 2017 年分别变动 +0.02%、-0.2%、-0.1%、及 -0.19%。销售费用率较为平稳，财务费用率和除研发外管理费用率呈上升趋势。与同业相比，公司费用率在 2010 年处于可比公司底端，可比公司 2010 年费用率均值为 5.24%，比上海建工费用率高 2.86 个百分点，而 2018 上海建工费用率仅比可比公司均值低 0.26 个百分点。历年来费用率的不断提升主要由研发费用的快速上升造成。2012 年公司研发费用率仅 0.21%，与当年销售费用率及财务费用率水平相近，此后研发费用率大幅增长，2018 研发费用率为 3.04%，成为期间费用中最大占比费用类型。

图 64: 期间费用率同业对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 65: 历年费用率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

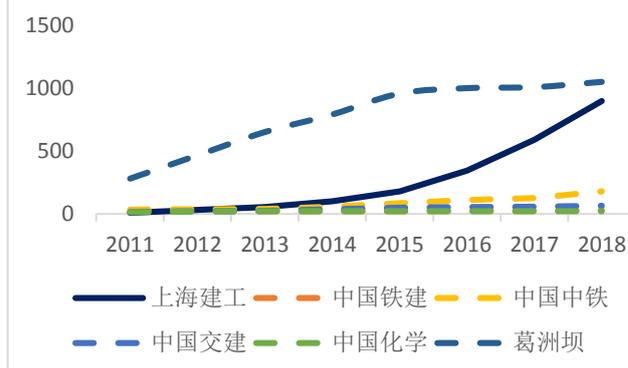
上海建工重视研发投入，未来发展潜力可期。公司重视研发投入，2018 年研发费用为 517892 万，2012-2018 期间 CAGR 高达 72.58%。几年来专利数迅速增长，从 2011 年的 10 件上升为 2018 的 898 件，较上年增长 51.69%，2018 年可比公司平均专利数量仅为 374.17 件，上海建工专利数量远超行业平均水平。公司的研发人员数量也从 2015 年的 5300 人上升至 2017 年的 6719 人，研发人员占比从 2015 年的 17% 上升至 2017 年的 19.2%，其研发人员占比在可比公司中处于行业领先地位，奠定未来较大发展潜力。

图 66: 研发费用及历年增长率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

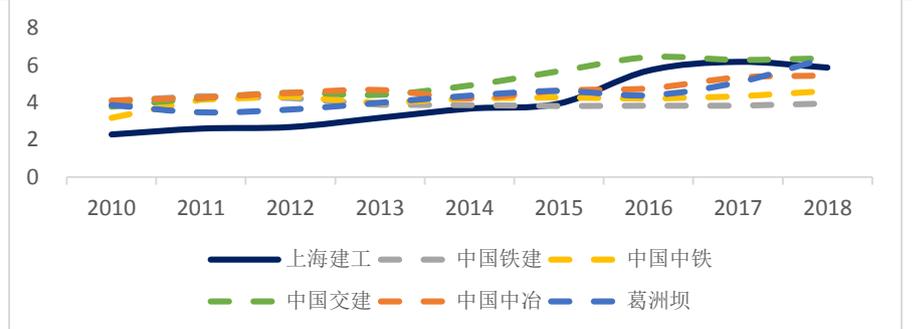
图 67: 上海建工年度专利数量与同业对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

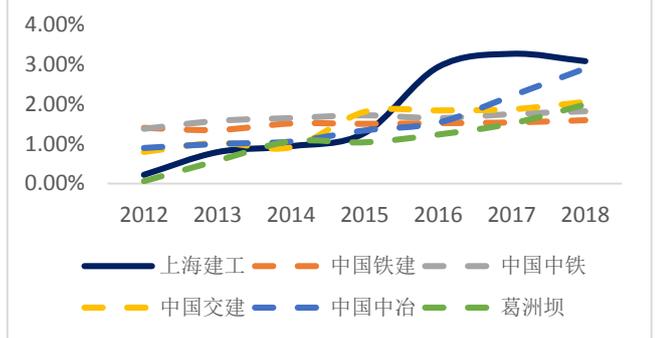
与同业对比，管理费用率方面，公司管理费用率 2015 年之前处于可比公司底部，而 2016 年之后则显著高于同业平均水平，2018 管理费用率为 5.87%，高于可比公司均值 0.52 个百分点，近年来高管理费用率主要由公司快速增长的研发费用导致，将管理费用分拆为研发费和除研发外管理费，与同业对比后可见研发费用率自 2016 年起显著上升，与管理费用率上升的趋势一致，将研发费用剥离后剩下的管理费率长期处于可比公司中下游水平，2018 上海建工除研发外管理费用率为 2.83%，可比公司均值为 3.37%，公司控费较有成效。其次由于上海建工地处人员薪酬水平较高的上海导致薪酬费用较高，2018 年上海建工人均薪酬为 26.93 万元，可比公司均值仅为 22.12 万元，上海建工薪酬费用显著高于行业平均水平。随着长三角一体化后公司省外业务占比不断提升及管理效率的不断加强，未来公司管理费用率有望与全国性建筑公司趋同。

图 68: 管理费率同业对比



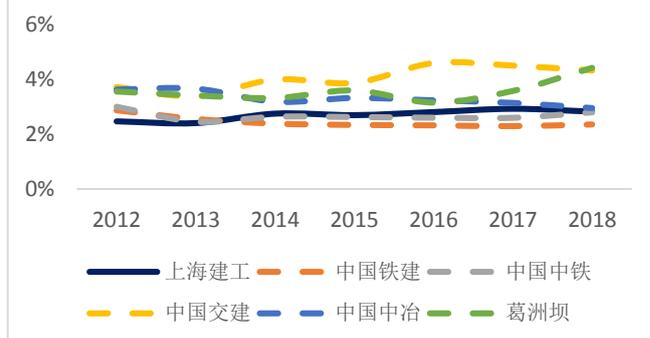
资料来源: 长城证券研究所整理

图 69: 研发费用率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

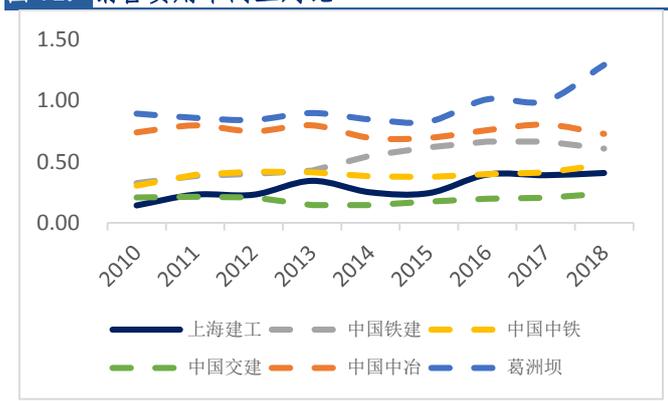
图 70: 除研发外管理费率



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

销售费用率方面，公司 2018 年销售费用率为 0.41%，仅高于中国交建，可比公司均值为 0.67%，公司控费成效高，历年来显著低于可比公司平均水平。财务费用率方面，2010-2013 期间处于可比公司底部，此后公司财务费用率逐渐上升，但控费仍较有力，2018 年财务费用率为 0.81%，横向对比，仅高于中国铁建，低于可比公司均值 0.51 个百分点；纵向对比，较上年财务费用率下降 0.19 个百分点。2018 年公司投资业务新签订单金额同比下降 44.39%，未来公司投资业务的建设投入有望下降，预计公司财务费用率有望保持低位。

图 71: 销售费用率同业对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 72: 财务费用率同业对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

## 4. 国企改革有望深化, 高分红优势显著

### 4.1 国企改革有望深化, 充分激励运营效率

上海建工深化国企改革，成为上海地区国改先锋。在所有制层面，公司于 2010 年 5 月和 2011 年 7 月先后两次增发，先后以 14.52 和 14.90 元/股的价格非公开发行股份 322,761,557 股和 114,301,930 股为对价收购母公司资产实施资产重组，于 2011 年基本完成整体上市，是上海地区国改先行者。2012 年，公司实施激励基金计划，在 2012-2015 四年期间，若公司在净资产收益率、净利润及营业收入等方面都达到提取激励基金的约束条件要求，公司中层及以上领导干部将可以每年提取一定金额的激励基金。2015 年，上海建工（集团）总公司将其持有的上海建工 29% 的股份无偿划转予国盛集团，成为国资流动管理平台的成分股之一。

推行员工持股，一致化股东员工利益。随后公司国企改革向纵深发展，为了提升公司治理水平、完善员工与股东的利益共享和风险共担机制，2017 年 3 月公司实施员工持股，以此来一致化股东与员工的利益，充分调动员工积极性，提升运营效率。此次员工持股计划总参加人数为 4826 人，其中集团领导 12 人认购 1.51%，集团中层管理人员 312 人认购 19.69%，以及关键骨干员工 4502 人认购 78.8%。

员工持股计划激励动能充足，提升运营效率。此次员工持股计划存续期为 48 个月，其中前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期。将于 2020 年 3 月 2 日解禁，发行价为 3.59 元/股。2017 年 5 月 17 日公司每股派发现金红利 0.13 元，并以资本公积向全体股东每股转增 0.19 股，则员工持股计划除权除息后价格为 2.91 元/股；此后 2018 年 6 月 12 日，公司每股派发现金红利 0.135 元，则员工持股当前成本为 2.78 元/股。上海建工当前股价为

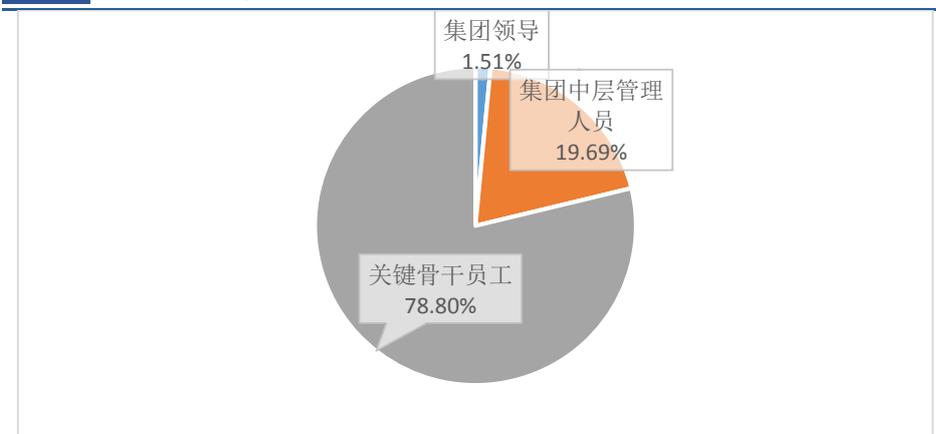
3.44 元/股，三年年均复合收益率为 7.36%，锁定期即将结束，目前员工持股计划将在 2019 充分激励运营效率。

**表 12: 员工持股参加对象**

员工类别	详细定义
集团领导	上海建工党政领导班子成员
集团中层管理人员	集团总部部门级负责人、集团所属单位党政领导班子成员
关键骨干员工	1) 集团所属单位中层管理人员，包括单位部门级负责人、同职级的三层次单位负责人；集团总部部门正副科级管理人员
	2) 具有与集团业务相关的国家一级注册执业资格的人员和不分级的注册执业资格的人员
	3) 具有与集团业务相关的高级、教授级（正高级）职称以及高级技师（一级）职业资格的人员
	4) 其他有重大贡献的人员：包括中国工程院院士、及获得全国劳模、全国五一劳动奖章、省部级劳模、集团十佳员工、集团突出贡献奖的人员。

资料来源：《上海建工核心员工持股计划》，长城证券研究所整理

**图 73: 员工持股计划认购比例**



资料来源：Wind, 长城证券研究所整理

## 4.2 高分红优势显著

公司具有较高分红率、高股息率优势。从 2012 年起公司的分红率显著高于可比公司水平，2014-2017 年期间持续位列可比公司第一，2017 年现金分红率为 46.51%，远远高于可比公司均值 21.86%，2018 年分红率继续保持在 43.24% 的高位。股息率方面，公司股息率自 2014 年起位列可比公司前 3，2015 年位列第三，2016 年位列第一，2017 年股息率为 3.63%，位列可比公司中第一位，当期可比公司股息率均值为 1.74，上海建工股息率排位逐年上升，2018 年股息率进一步上涨至 4.46%。

**表 13: 可比公司历年分红率**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
上海建工	17.06	8.52	30.36	34.30	51.61	47.66	46.42	46.51
中国建筑	20.14	17.73	20.02	21.03	22.86	23.02	21.59	19.57
中国铁建	29.06	15.71	15.73	15.50	16.31	16.11	15.52	15.22
中国中铁	15.64	15.28	15.06	15.00	16.04	16.03	16.07	16.07
中国电建	--	10.08	30.01	30.13	20.06	20.23	19.30	19.22
中国交建	--	25.01	25.00	25.00	20.00	19.62	18.78	19.01
中国化学	8.92	10.38	10.40	14.69	16.36	15.10	30.09	30.09
中国中冶	16.88	--	--	39.11	24.10	21.89	23.13	23.25
葛洲坝	25.33	22.50	30.13	30.22	30.20	30.03	27.94	26.35
山东路桥	--	--	--	--	--	--	--	11.67
隧道股份	26.52	--	30.46	31.71	33.84	31.85	30.43	31.27
四川路桥	--	19.86	23.25	14.72	16.90	14.73	14.45	16.96
浦东建设	19.40	20.26	30.10	30.05	30.46	30.16	30.11	33.59
上海建工分红 可比公司排名	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

**表 14: 可比公司历年股息率**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
上海建工	1.03	1.13	2.69	3.21	2.38	2.12	2.75	3.63
中国中冶	1.20	--	--	3.49	0.99	0.91	1.29	1.40
中国中铁	1.27	1.90	1.71	2.46	0.84	0.79	0.99	1.35
中国铁建	1.47	2.64	1.87	2.77	0.98	1.11	1.34	1.62
中国建筑	1.81	2.75	2.69	4.55	2.36	3.15	2.43	2.38
中国交建	--	--	3.48	4.64	1.24	1.42	1.28	1.89
中国化学	0.52	0.88	0.79	1.25	1.11	1.26	1.60	1.41
中国电建	--	0.93	3.35	4.66	1.19	0.96	1.18	1.28
隧道股份	1.82	0.00	2.97	3.31	1.82	1.41	1.45	2.15
四川路桥	--	1.63	2.32	0.83	0.92	0.98	1.05	1.23
山东路桥	--	--	--	--	--	--	--	0.90
浦东建设	0.65	1.32	1.78	2.02	1.33	1.21	1.18	1.94
葛洲坝	0.86	1.30	2.46	2.63	1.61	2.22	2.24	3.27
上海建工股息 可比公司排名	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

## 5. 盈利预测、估值及投资建议

**盈利预测假设:** 根据我们模型预测, 上海建工 2019-2021 年收入分别为 2059 亿、2387.57 亿及 2734.20 亿元, 增长分别为 20.7%、16.0% 及 14.5%, 其中建筑施工、建筑业及设计咨询业务在手订单充沛预计未来保持稳增长, 城市建设投资业务在长三角一体化带动下后续将发力, 房地产业务在长三角一体化带来的人口集聚影响下今后几年将小幅加速。鉴于公司近年来控费较有成效, 2019-2021 年综合毛利率预计为 11.3%、11.6% 及 11.8%, 保持稳定小幅上升。2018 年公司大幅资产减值对业绩造成一定影响, 根据 2019 年 4 月及 7 月公告, 可供出售金融资产公允价值已于 2019 年度回升, 我们预计未来在长三角一体化带动下公司业绩有望释放, 预计 2019-2021 年净利润分别为 35.30 亿、41.78 亿及 48.10 亿元, EPS 分别为 0.40、0.47 及 0.54 元/股。

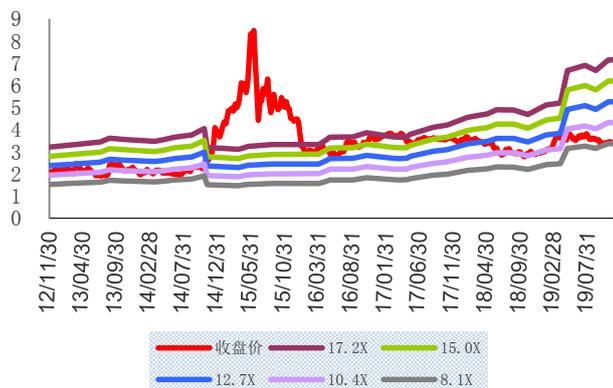
**表 15: 收入拆分预测 (亿)**

建筑施工业务	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总收入	1336.57	1420.83	1705.46	2059.00	2387.57	2734.20
YOY	6.56%	6.30%	20.03%	20.73%	15.96%	14.52%
建筑施工	1,094.94	1,126.53	1283.63	1569.99	1808.44	2020.10
YOY	3.62%	2.88%	13.95%	22.31%	15.19%	11.70%
设计咨询	31.90	35.46	42.28	50.56	61.08	73.27
YOY	21.92%	11.15%	19.23%	19.59%	20.81%	19.95%
建筑业	40.45	47.89	50.25	64.85	77.22	92.39
YOY	10.64%	18.39%	4.93%	29.05%	19.08%	19.64%
城市建设投资	10.41	11.79	8.59	16.36	18.73	22.64
YOY	-21.19%	13.31%	-27.15%	90.51%	14.45%	20.87%
房产开发	87.38	114.1623	228.8204	245.12	297.34	378.31
YOY	46.93%	30.65%	100.43%	7.13%	21.30%	27.23%
其他业务	71.48	85.00	91.89	112.12	124.76	147.50
YOY	14.82%	18.90%	8.11%	22.01%	11.28%	18.22%

资料来源: 长城证券研究所

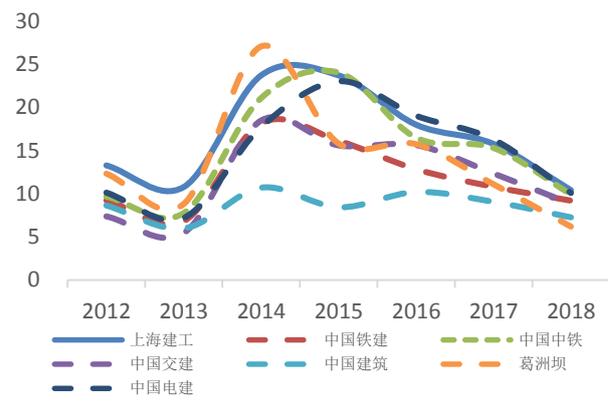
上海建工 2012 年至今估值最高为 45.17 倍, 最低为 8.13 倍, 中枢为 12.68 倍, 2019 年 11 月 25 日公司 PE 为 8.3 倍, 远低于中枢水平。历年来上海建工 PE 位于可比公司 PE 前列, 2018 年底上海建工 PE 为 10.44 倍, 可比公司均值为 8.59 倍, 预计未来公司 PE 仍将位列可比公司前列。鉴于长三角一体化加快房建、基建发展, 及人口集聚效应提升房地产需求, 长三角一体化将带动公司全产业链协同发展, 上海建工作为长三角地区龙头建筑企业, 未来省内外订单及收入有望高速增长, 未来估值将继续优于同比公司, 有望逐步走高甚至高于历史中枢水平, 预计 2019-2021 年 PE 分别为 8.68 倍、7.33 倍及 6.37 倍, 我们给予“强烈推荐”评级。

图 74: 上海建工历史估值中枢为 12.68 倍



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

图 75: 上海建工历史 PE 同业对比



资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

表 16: 可比公司估值

	收盘价		EPS		PE		PB	
	2019.11.25	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	
中国中冶	2.73	0.35	0.39	7.80	7.02	0.63	0.58	
中国中铁	5.83	0.80	0.90	7.30	6.51	0.69	0.64	
中国铁建	9.72	1.51	1.68	6.42	5.77	0.71	0.64	
中国建筑	5.25	1.00	1.11	5.22	4.72	0.81	0.72	
中国交建	9.26	1.34	1.48	6.90	6.27	0.75	0.69	
中国化学	6.30	0.54	0.67	11.69	9.42	0.90	0.83	
中国电建	4.22	0.55	0.60	7.73	7.05	0.69	0.64	
隧道股份	5.86	0.69	0.76	8.53	7.72	0.84	0.78	
四川路桥	3.26	0.39	0.44	8.44	7.39	0.77	0.70	
山东路桥	4.61	0.67	0.78	6.83	5.88	0.92	0.81	
浦东建设	6.20	0.54	0.63	11.46	9.80	0.97	0.90	
葛洲坝	6.24	1.12	1.24	5.57	5.04	0.73	0.65	
平均值	5.79	0.79	0.89	7.82	6.88	0.78	0.72	
上海建工	3.44	0.40	0.47	8.68	7.33	1.14	1.03	

资料来源: Wind, 长城证券研究所整理

## 6. 风险提示

- 1) **宏观政策效果不及预期风险:** 国家货币、财政、及税收政策对公司所在的建筑行业影响较大, 公司的建筑施工等业务对宏观政策变动较敏感。
- 2) **房地产政策风险:** 本文预计长三角三省一市接壤边界城市将是未来房产重要开发区域, 未来这些地域房产政策的变动可能影响公司房地产业务的发展。
- 3) **长三角一体化规划不及预期风险:** 长三角具体相关项目落地速度可能不及预期, 具体规划尚未完全出台, 将为公司未来开拓市场带来不确定性。
- 4) **基建材料大幅波动的风险:** 公司基建和房建使用大量的原材料, 近几年受环保政策和供给侧改革等影响, 部分原材料价格大幅波动, 可能面临一些成本大幅波动的风险等。

## 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	205899.99	238757.33	273420.03	成长性					
营业成本	127211.22	151364.08	182590.82	211023.00	241103.01	营业收入增长	6.3%	20.0%	20.7%	16.0%	14.5%
销售费用	553.16	694.91	738.60	925.29	1054.75	营业成本增长	6.0%	19.0%	20.6%	15.6%	14.3%
管理费用	8772.46	4827.73	5826.97	6742.51	7710.44	营业利润增长	25.0%	32.6%	31.1%	22.1%	17.1%
研发费用	0.00	5178.92	6267.60	7258.22	9077.55	利润总额增长	22.0%	18.2%	31.8%	18.8%	15.3%
财务费用	1422.49	1383.07	1475.54	1713.00	1971.83	净利润增长	23.3%	7.6%	27.0%	18.3%	15.1%
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%	11.6%	11.8%
营业利润	3045.33	4038.43	5293.96	6463.07	7568.17	销售净利率 (%)	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	2.2%
营业外收支	639.51	316.86	447.70	358.28	299.08	ROE (%)	9.2%	9.7%	11.3%	12.2%	12.6%
利润总额	3684.84	4355.29	5741.66	6821.35	7867.24	ROIC (%)	75.8%	42.3%	62.6%	68.0%	74.4%
所得税	896.30	925.84	1386.62	1667.40	1933.11	营运效率					
少数股东损益	204.08	649.58	824.90	976.22	1124.00	销售费用/营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
净利润	2584.47	2779.87	3530.13	4177.72	4810.13	管理费用/营业收入	6.2%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
资产负债表						研发费用/营业收入	0.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.3%
流动资产	160155.70	173173.20	196400.39	216680.67	257323.48	财务费用/营业收入	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
货币资金	54228.26	54589.60	57505.57	59700.35	68367.63	投资收益/营业利润	7.7%	4.2%	2.8%	2.5%	2.3%
应收票据及应收账款	20926.15	30199.62	35688.38	39510.78	49406.30	所得税/利润总额	24.3%	21.3%	24.2%	24.4%	24.6%
其他应收款	5989.12	6581.26	8594.97	9003.07	11149.85	应收账款周转率	7.05	6.67	6.25	6.35	6.15
存货	75149.03	75530.93	89709.63	102129.47	122152.41	存货周转率	1.81	2.01	2.21	2.20	2.15
非流动资产	35529.51	42744.47	41284.63	43772.01	45394.43	流动资产周转率	0.94	1.02	1.11	1.16	1.15
固定资产	7484.68	8095.45	8973.40	9556.84	9980.73	总资产周转率	0.77	0.83	0.91	0.96	0.97
资产总计	195685.21	215917.66	237685.02	260452.68	302717.91	偿债能力					
流动负债	129277.25	144429.70	166171.02	188955.78	231327.05	资产负债率 (%)	84.5%	83.6%	83.8%	83.7%	84.4%
短期借款	3302.26	4935.49	3938.40	8005.62	18102.15	流动比率	1.24	1.20	1.18	1.15	1.11
应付款项	46879.53	63086.23	74718.16	85147.75	96816.78	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	0.40	0.47	0.54
负债合计	165330.10	180611.43	199225.84	218063.91	255591.54	每股净资产	2.70	2.76	3.02	3.35	3.76
股东权益	30355.11	35306.24	38459.18	42388.77	47126.37	每股经营现金流	0.78	0.69	0.73	0.92	1.03
股本	8904.40	8904.40	8904.40	8904.40	8904.40	每股经营现金/EPS	2.70	2.21	1.84	1.96	1.90
留存收益	11459.18	12910.36	15310.96	18194.07	21489.35	估值	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	3332.19	4229.42	5054.32	6030.54	7154.54	PE	11.85	11.02	8.68	7.33	6.37
负债和权益总计	195685.21	215917.66	237685.02	260452.68	302717.91	PEG	0.81	0.54	0.33	0.32	0.32
现金流量表						PB	1.28	1.25	1.14	1.03	0.92
经营活动现金流	5840.31	2395.96	6493.42	8170.06	9129.65	EV/EBITDA	3.59	3.66	3.02	2.52	2.03
其中营运资本减少	1411.46	616.76	-71.55	-270.96	-664.93	EV/SALES	0.15	0.15	0.11	0.09	0.07
投资活动现金流	-1767.50	-4282.86	722.08	-4063.38	-3508.63	EV/IC	0.31	0.34	0.28	0.27	0.22
资本支出	1512.93	2032.80	1021.67	642.67	346.18	ROIC/WACC	11.45	6.40	9.46	10.12	11.25
筹资活动现金流	939.95	2149.99	-4299.53	-5858.80	-6798.12	REP	0.03	0.05	0.03	0.03	0.02
净现金总变化	4833.43	323.75	2915.97	-1752.12	-1177.10						

**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，若给您造成不便，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：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编：518034 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>