

## 业绩超预期，高股息率有吸引力

### ——上海建工(600170.SH) 19年业绩快报点评

公司简报

◆事件：公司发布19年业绩快报，19年全年收入合计2,047.7亿，YoY +20.1%；营业利润53.2亿，YoY +31.6%；归母净利37.7亿，YoY +35.6%；扣非归母净利28.8亿，YoY +17.7%。单四季度，收入52.4亿，YoY -4.9%，归母净利10.5亿，YoY +8.3%。全年净利超市场和我们预期。

◆收入、新签均延续较快增长：19年全年收入YoY +20.1%，增速同比+0.1pct，维持较高水平，4Q19收入确认节奏略有放缓。分业务看，19年全年建筑施工业务收入1,600亿，YoY +24.6%，同比提升+10.7pcts，占总收入比例达78.1%，同比变动+2.8pcts；建筑相关工业业务收入125亿，YoY +147.4%；预计地产业务收入增速较低，对整体业绩形成拖累。19年全年新签订单合计3,609亿，YoY +18.8%，其中建筑施工/设计咨询/建筑相关工业/地产销售新签合同额增速分别为22.6%/16.2%/26.4%/-50.2%，主业建筑施工业务新签订单维持较高水平，且4Q19提速，其占总新签合同额比例为83.9%，同比提升2.6pcts。19年全年新签合同额/同期收入为1.8，在手订单饱满，后续业绩有支撑。

◆19年全年真实利润率有下降，4Q19改善，后续有修复空间：19年全年营业利润率、归母净利率2.6%、1.8%，均同比提升0.2pct。19年初开始执行新金融准则，致金融资产公允价值变动收益有明显提升至7.3亿(vs 18年-0.2亿)，占收入比例约0.4%。剔除公允价值变动收益，测算19年营业利润率/归母净利率分别为2.2%、1.6%，分别同比下降0.2、0.1pct，真实利润率下降总体源于两方面：1) 原材料涨价、2) 收入结构变化（建筑施工占比提升，地产收入占比明显下降），二者影响已边际减弱（4Q19营业利润率同比+0.9pct至2.7%），判断后续仍有修复空间。

◆业绩有支撑、高股息率有吸引力、子公司拟分拆提振估值，维持“买入”：公司为长三角区域建设龙头，受益区域投资高景气，订单饱满，业绩有支撑，14-18年分红率均超40%，按19年分红率40%计算，现价对应股息率5.4%，有吸引力。公司近期公告拟分拆子公司建工材料至上交所主板上市，子公司发展有望提速，同时有助于提振上海建工估值。19年业绩超预期，收入、新签增长均快于此前预期，19年盈利预测参考业绩快报，小幅上调20-21年归母净利预测至41.5/47.0亿（前值41.4/45.4亿），YoY分别为10.0%/13.3%，现价对应20年PE仅7x，维持“买入”评级。

◆风险提示：地产销售、区域投资景气度、子公司分拆低于预期

#### 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	204,766	231,294	255,445
营业收入增长率	6.30%	20.03%	20.07%	12.96%	10.44%
净利润(百万元)	2,584	2,780	3,770	4,146	4,695
净利润增长率	23.33%	7.56%	35.63%	9.96%	13.25%
EPS(元)	0.29	0.31	0.42	0.47	0.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.56%	8.95%	11.21%	11.41%	11.91%
P/E	11	10	7	7	6
P/B	1.0	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年02月14日

## 买入(维持)

当前价：3.13元

### 分析师

孙伟凤 (执业证书编号：S0930516110003)

021-52523822

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

### 联系人

武慧东

010-58452024

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

### 市场数据

总股本(亿股)：89.04

总市值(亿元)：278.71

一年最低/最高(元)：2.91/4.03

近3月换手率：15.99%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.25	-9.20	-17.55
绝对	-13.05	-7.66	-0.98

资料来源：Wind

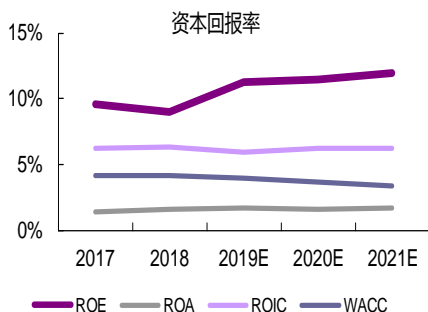
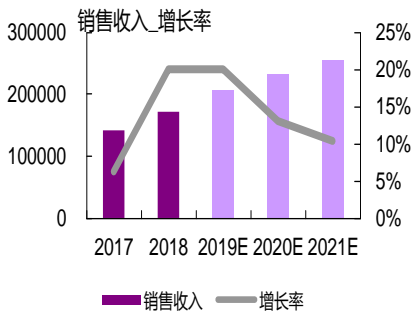
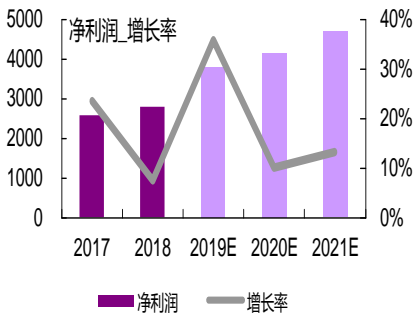
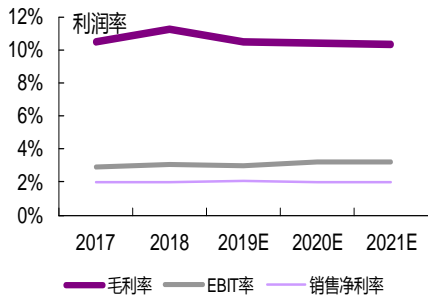
### 相关研报

分拆上市为双赢之举，推动资产价值重估——上海建工(600170.SH)建工材料分拆上市预案点评

.....2020-01-10  
区域高景气，回购显信心——上海建工(600170.SH)2019年三季度报点评

.....2019-10-29  
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



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>204,766</b>	<b>231,294</b>	<b>255,445</b>
营业成本	127,211	151,364	183,294	207,267	229,087
折旧和摊销	1,508	1,775	1,499	1,599	1,701
营业税费	1,181	2,421	2,907	3,469	4,087
销售费用	553	695	614	694	766
管理费用	8,772	10,007	11,160	12,027	12,772
财务费用	1,422	1,383	1,717	1,871	2,016
公允价值变动损益	23	-18	725	40	20
投资收益	233	169	250	270	290
<b>营业利润</b>	<b>3,045</b>	<b>4,038</b>	<b>5,294</b>	<b>5,799</b>	<b>6,539</b>
<b>利润总额</b>	<b>3,685</b>	<b>4,355</b>	<b>5,610</b>	<b>6,116</b>	<b>6,855</b>
少数股东损益	204	650	397	397	397
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,584</b>	<b>2,780</b>	<b>3,770</b>	<b>4,146</b>	<b>4,695</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>252,936</b>	<b>284,048</b>	<b>312,233</b>
流动资产	160,156	173,173	204,466	231,128	255,328
货币资金	54,228	54,590	61,430	69,388	76,634
交易型金融资产	120	107	107	147	167
应收帐款	19,013	25,425	30,075	33,788	37,114
应收票据	1,913	4,774	5,732	6,475	7,151
其他应收款	5,802	6,478	7,778	8,786	9,703
存货	75,149	75,531	91,467	103,433	114,324
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>214,664</b>	<b>242,695</b>	<b>267,380</b>
无息负债	124,055	136,561	165,429	184,299	201,385
有息负债	41,275	44,050	49,235	58,396	65,994
<b>股东权益</b>	<b>30,355</b>	<b>35,306</b>	<b>38,272</b>	<b>41,354</b>	<b>44,853</b>
股本	8,904	8,904	8,904	8,904	8,904
公积金	3,404	3,443	3,821	4,235	4,705
未分配利润	10,368	11,668	13,859	16,130	18,763
少数股东权益	3,332	4,229	4,626	5,023	5,420

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>5,599</b>	<b>3,859</b>	<b>4,965</b>
净利润	2,584	2,780	3,770	4,146	4,695
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	5,852	7,752	7,093
其他	632	-10,081	-5,523	-9,637	-8,525
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,767</b>	<b>-4,283</b>	<b>-1,025</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	975	270	290
<b>融资活动现金流</b>	<b>940</b>	<b>2,150</b>	<b>2,267</b>	<b>5,829</b>	<b>3,991</b>
股本变化	1,773	0	0	0	0
债务净变化	1,307	2,775	5,185	9,160	7,599
无息负债变化	15,415	12,506	28,867	18,870	17,087
<b>净现金流</b>	<b>4,833</b>	<b>324</b>	<b>6,840</b>	<b>7,958</b>	<b>7,245</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%	20.07%	12.96%	10.44%
净利润增长率	23.33%	7.56%	35.63%	9.96%	13.25%
EBITDA 增长率	25.35%	23.09%	8.24%	18.91%	11.01%
EBIT 增长率	32.23%	25.05%	16.37%	21.95%	12.02%
<b>估值指标</b>					
PE	11	10	7	7	6
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	9	10	9	9
EV/EBIT	13	13	12	11	11
EV/NOPLAT	17	16	17	15	15
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%	10.49%	10.39%	10.32%
EBITDA 率	3.98%	4.08%	3.68%	3.87%	3.89%
EBIT 率	2.92%	3.04%	2.95%	3.18%	3.23%
税前净利润率	2.59%	2.55%	2.74%	2.64%	2.68%
税后净利润率 (归属母公司)	1.82%	1.63%	1.84%	1.79%	1.84%
ROA	1.43%	1.59%	1.65%	1.60%	1.63%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.56%	8.95%	11.21%	11.41%	11.91%
经营性 ROIC	6.19%	6.36%	5.92%	6.21%	6.18%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.24	1.20	1.16	1.14	1.12
速动比率	0.66	0.68	0.64	0.63	0.62
归属母公司权益/有息债务	0.65	0.71	0.68	0.62	0.60
有形资产/有息债务	4.67	4.83	5.08	4.81	4.69
<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	0.42	0.47	0.53
每股红利	0.14	0.14	0.16	0.18	0.20
每股经营现金流	0.66	0.27	0.63	0.43	0.56
每股自由现金流(FCFF)	0.26	-0.36	-0.13	-0.25	-0.09
每股净资产	3.03	3.49	3.78	4.08	4.43
每股销售收入	15.96	19.15	23.00	25.98	28.69

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见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版权所有。保留一切权利。

## 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 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