

上海建工 (600170)

三大资产重估提升公司价值，员工持股计划再次推行彰显管理层信心

资产重估一：市场情绪较为乐观，金融资产公允价值持续上升

2020年上半年净利润为13.70亿元，同比减少40.11%，主要是因为2020年上半年公允价值变动损益较去年同期下降141.79%，亏损2.96亿。其中，所持有的交易性金融资产价格大幅下降，较年初公允价值下降3.62亿元。如果按照10月9日收盘价对于持有的金融性资产重估，则持有金融资产公允价值为29.96亿，较上半年期末上升4.08亿元，从年初至今公允价值变动收益0.45亿元。

资产重估二：建材科技分拆上市，装配式业务价值有望凸显

上海建工建材科技有限公司目前预制构件年产能超75万立方米。其中，市政类大型构建年产能约为30万方，从而可以推测出公司装配式构件年产能约为45万立方米。目前公司整体市值2021年一致预期为6.11倍，2021年装配式业务净利润预计为2.11亿而装配式业务估值较高且公司目前正积极全国化布局装配式业务，业务规模有望持续扩大，从而对于装配式业务有望重估。以远大住工2021年PE一致预期15.21倍来算估值重估带来的市值增加约20亿元。

资产重估三：金矿资源储量增加促使公司权益资产提升43亿

近日上海建工披露扎拉矿业的金矿资源情况。公司下属子公司于2012年收购了厄立特里亚国扎拉矿业60%的股权。此次子公司资产重估增值42.72亿元，公司资本公积的重估储备对应增加42.72亿元并入合并报表。同时，增值资产当期预计产生59.21亿元累计税后净收益，公司将按60%股权分配得到35.53亿元净利润。

员工持股计划再次推行彰显管理层对公司业绩信心

公司2020年再次推出员工持股计划，本员工持股计划拟在2020年至2022年分期实施，首年度参与对象总人数不超过100人，认购的本员工持股计划总额不超过1500万元，从而充分显示管理人员对于公司未来业绩良好发展的信心。

投资建议

虽然公允价值变动受市场波动下降使公司上半年净利润下滑较多，但目前公司所持金融资产公允价值已经得到恢复。同时建材科技分拆上市，有望推动装配式业务资产重估，从而提升公司整体估值。此外，金矿储量增加将带来公司资产价值的提升。员工持股计划再次推行彰显管理层信心。我们维持“买入”评级，由于公司的资产重估，我们更新2020-2022年EPS为0.50、0.58和0.63元/股（原先为0.48、0.53、0.58元/股），对应PE为6.2、5.4和5.0倍。目标价4.1元。

风险提示：黄金价格存在不确定性，公允价值变动损益较大，装配式政策推行不达预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	170,545.78	205,496.71	219,618.98	246,165.65	270,910.09
增长率(%)	20.03	20.49	6.87	12.09	10.05
EBITDA(百万元)	12,248.91	16,232.26	8,242.45	9,325.77	10,054.49
净利润(百万元)	2,779.87	3,930.21	4,469.32	5,147.64	5,613.39
增长率(%)	7.56	41.38	13.72	15.18	9.05
EPS(元/股)	0.31	0.44	0.50	0.58	0.63
市盈率(P/E)	9.96	7.05	6.20	5.38	4.93
市净率(P/B)	0.89	0.84	0.78	0.68	0.60
市销率(P/S)	0.16	0.13	0.13	0.11	0.10
EV/EBITDA	(0.78)	(0.53)	(2.50)	(2.38)	(3.69)

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2020年10月13日

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 3.14元

目标价格 4.1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)	8,904.40
A股总市值(百万元)	27,692.68
流通A股市值(百万元)	27,692.68
每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	85.88
一年内最高/最低(元)	3.71/2.91

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

贾宏坤 联系人
jiahongkun@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:订单、收入逐步恢复，地产业务毛利率有所下降》
2020-08-30
- 《上海建工-年报点评报告:营收稳健、利润高增，员工持股有望助力高效经营》
2020-04-25
- 《上海建工-季报点评:归母净利润持续快速增长，员工持股计划彰显信心》
2019-10-30

内容目录

1. 公司上半年基本面向好，资产重估有望提升公司价值	3
2. 资产重估一：市场情绪较为乐观，金融资产公允价值持续上升.....	4
3. 资产重估二：建材科技分拆上市，装配式业务价值有望凸显.....	5
4. 资产重估三：金矿资源储量增加促使公司权益资产提升 43 亿	8
5. 员工持股计划再次推行彰显管理层对公司业绩信心	9
6. 盈利预测.....	9
7. 投资建议.....	12
8. 风险提示.....	12

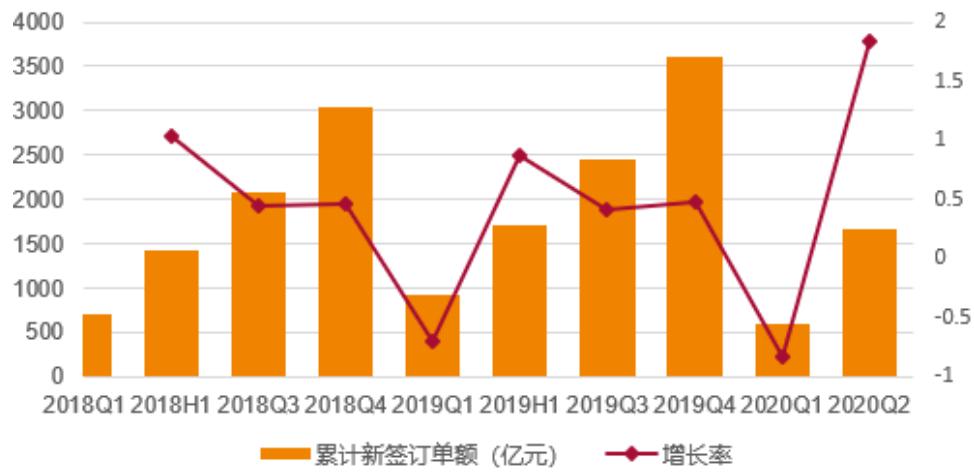
图表目录

图 1：新签订单额	3
图 2：营业收入	3
图 3：毛利率	3
图 4:净利润、毛利、收入增长	4
图 5：期间费用率	4
图 6：公司近几年公允价值损益（亿元）	4
图 7：公司公允价值变动来源	4
图 8：周康航大型居住社区项目	6
图 9：上海建工建筑构件产业化基地	6
图 10：2020 年上海外墙板价格（元）	7
图 11：2020 年上海叠合板价格（元）	7
 表 1：上半年公司持有金融资产公允价值损益（亿元）	4
表 2：10 月 9 日公司持有金融资产公允价值损益（亿元）	5
表 3：公司装配式 PC 构件历史发展	5
表 4：公司全国预制构件工厂布局	6
表 5：预计未来收益（亿美元）	8
表 6：符合资格公司员工持股计划预计认购情况	9
表 7：分项业务预测（单位：百万元）	9
表 8：费用率预测明细表	10
表 9：盈利预测明细（单位：亿元）	11
表 10：截至 2020 年 10 月 11 日可比公司 PE	11

1.公司上半年基本面向好，资产重估有望提升公司价值

2020 上半年，公司新签订单 1672.51 亿，同比减少 2.77%。其中建筑施工业务合同为 1352.74 亿，同减 2.38%；设计咨询业务新签订单为 103.53 亿，同增 0.87%；建材工业新签订单 102.19 亿，同比增长 1.26%。二季度公司积极复工复产，把握长三角一体化、海南自贸港建设带来的商机，建筑施工、建材工业、房产销售单季新签合同金额，分别同增 41%、15%、85%。随着公司不断开拓国内外市场，未来新签订单或能稳定增加。

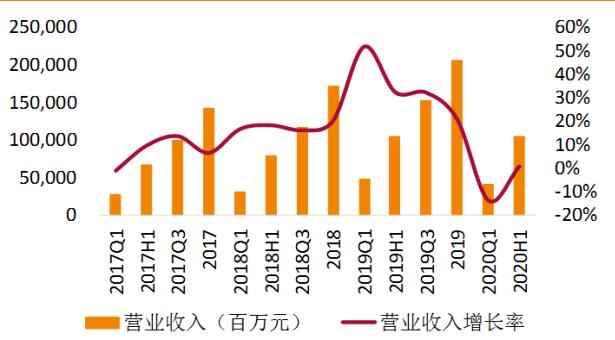
图 1：新签订单额



资料来源：公司公告、天风证券研究所

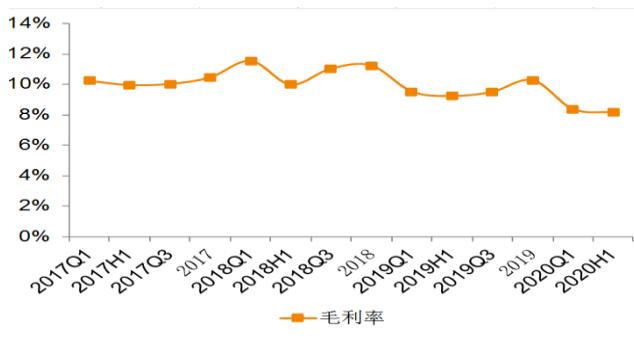
2020 年上半年公司营业收入 1041.45 亿，同增 0.62%，其中二季度营业收入达 635.91 亿元，较去年同期上涨 12.75%。报告期内，建筑施工营收 876.33 亿，同增 4.5%；建材工业 59.30 亿，同增 16.5%，得益于公司二季度加速推进上述两项主营业务复工复产。公司毛利率 8.17%，同比下降 1.07 个百分点，主要受房地产开发业务毛利率下降所致，报告期内房地产业务毛利率同比下降 2.62 个百分点至 27.16%。但公司在建项目，储备面积充裕，未来毛利率或将回升。

图 2：营业收入



资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：毛利率



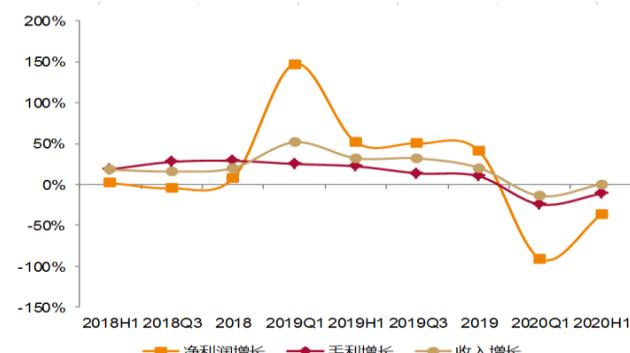
资料来源：wind、天风证券研究所

公司 2020 年上半年期间费用率 6.14%，同比下降 0.14 个百分点。其中销售费用率 0.25%，同减 0.05 个百分点；管理费用率 2.65%，同减 0.13 个百分点，主因疫情期间差旅交通费、车辆使用费减少所致；财务费用率 0.81%，同增 0.04 个百分点；研发费用率 2.43%，同减 0.01%。2020 年上半年，公司共发生资产减值损失 0.38 亿元，公允价值变动损失达 -2.96 亿元，较 2019 年同期 7.05 亿元减少，主要受 2020 年所持有的交易性金融资产价格大幅下降的影响。

公司上半年主营业务增速达到 0.62%，二季度单季较去年同期上涨 12.75%，但是公司净利润增速表现不如人意，上半年净利润同比下滑 40.11%，主要因为公允价值变动损益。扣除公允价值变动损益后净利润同比增长 5.24%。二季度单季实现净利润 11.97 亿元，同增 77.14%，单季增速大幅回升。

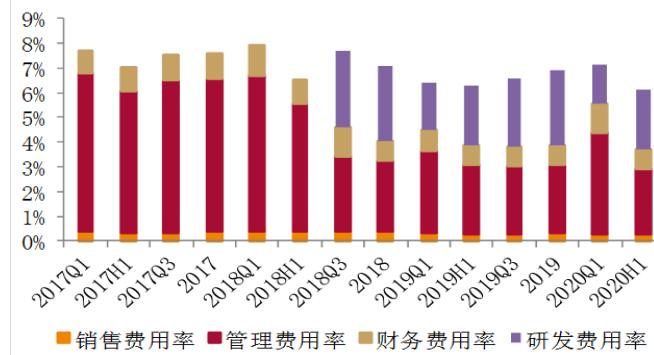
目前由公允价值变动损益引起的损失因素已消除（下文会进行测算），另外，公司建工材料分拆上市、金矿储量重估增加等资产重估因素都有望增加公司市场价值。

图 4:净利润、毛利、收入增长



资料来源：wind、天风证券研究所

图 5: 期间费用率

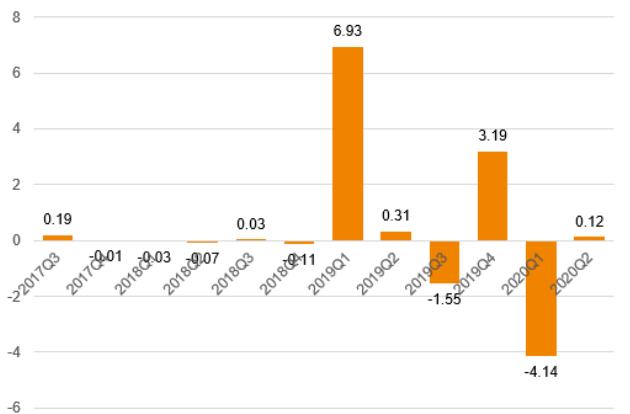


资料来源：wind、天风证券研究所

2. 资产重估一：市场情绪较为乐观，金融资产公允价值持续上升

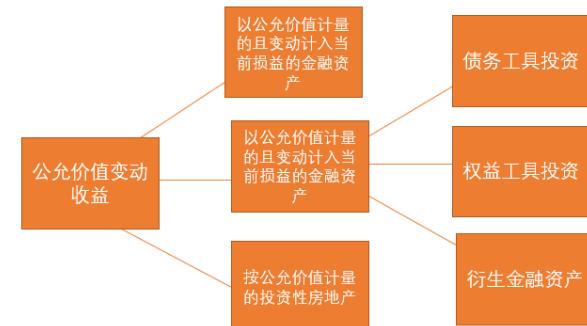
2020年上半年净利润为13.70亿元，同比减少40.11%，主要是因为2020年上半年公允价值变动损益较去年同期下降141.79%，亏损2.96亿。其中，所持有的交易性金融资产价格大幅下降，较年初公允价值下降3.62亿元。

图 6: 公司近几年公允价值损益 (亿元)



资料来源：wind、天风证券研究所

图 7: 公司公允价值变动来源



资料来源：wind、天风证券研究所

公司自2017年至2019年底，单季公允价值变动最多损失1.55亿元，其他季度均小于1亿元，但在今年一季度，公司公允价值变动损失达到4.14亿元。公司公允价值的变动主要来源于以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产和金融负债，以及按公允价值计量的投资性房地产。据公司每年年报显示，上海建工公允价值变动收益主要来自于金融资产价值的变动。而金融资产主要由债务工具投资，权益工具投资以及衍生金融资产组成。因为配合国资委的要求，公司投资参股部分上海国资企业，从而公司金融资产大部分为权益工具投资，因此在同一市场行情下相较于其他两类金融资产价值波动更为强烈。因为在疫情期间市场情绪较为低落，公司所持有的金融资产的价值大幅下滑。其中，占公司金融资产公允价值较大的东方证券较去年同期公允价值下降1.7亿元。

表 1: 上半年公司持有金融资产公允价值损益 (亿元)

证券简称	行业	上半年期末公允价值	上半年期初公允价值	变化
东方证券	非银金融	12.67	14.37	-1.70
国投资本	非银金融	5.09	6.06	-0.97
中国电建	建筑装饰	1.78	2.23	-0.45

新和成	医药生物	1.23	1.66	-0.43
格林美	有色金属	0.27	0.45	-0.18
浦发银行	银行	0.94	1.10	-0.16
浦江国际		0.35	0.43	-0.08
张家界	休闲服务	0.56	0.62	-0.06
交通银行	银行	0.31	0.34	-0.03
东方明珠	传媒	0.00	0.00	0.00
城投控股	房地产	0.08	0.08	0.00
康尼机电	制造业	0.45	0.38	0.07
太极集团	医药生物	0.92	0.74	0.18
金茂酒店-SS		1.23	1.04	0.19
合计		25.88	29.51	-3.88

资料来源：公司公告，天风证券研究所

疫情中的“赢家”主要集中在医药、互联网传媒等行业，而公司金融资产主要集中于银行，非银和制造业等，这些行业受疫情冲击严重，上半年行业景气度较低，但从 Q2 开始已经出现确定性的业绩改善。如果按照 10 月 9 日的收盘价，上半年期末公允价值下滑较大的公司目前公允价值已经得到提升，特别是东方证券，目前股价已较 6 月 30 日上涨了 2.40 亿并且在 9 月底出现涨停。如果按照 10 月 9 日收盘价对于持有的金融性资产重估，则持有金融资产公允价值为 29.96 亿，较上半年期末上升 4.08 亿元，从年初至今公允价值变动盈利 0.45 亿元。

表 2：10 月 9 日公司持有金融资产公允价值损益（亿元）

证券简称	申万行业	上半年期末公允价值	最新公允价值	较上半年期末变化差额
浦发银行	银行	0.94	0.84	-0.10
交通银行	银行	0.31	0.28	-0.03
浦江国际		0.27	0.34	-0.01
城投控股	房地产	0.35	0.08	0.00
格林美	有色金属	0.08	0.26	0.00
东方明珠	传媒	0.00	0.00	0.00
康尼机电	制造业	0.45	0.47	0.02
新和成	医药生物	1.23	1.31	0.08
张家界	休闲服务	0.56	0.64	0.08
金茂酒店-SS		0.92	1.38	0.16
太极集团	医药生物	1.23	1.08	0.16
中国电建	建筑装饰	1.78	1.98	0.20
国投资本	非银金融	5.09	6.21	1.12
东方证券	非银金融	12.67	15.08	2.40
合计		25.88	29.96	4.08

资料来源：公司公告，天风证券研究所，最新公允价值按照 10 月 9 日收盘价

3. 资产重估二：建材科技分拆上市，装配式业务价值有望凸显

3.1 公司装配式业务发展历史悠久，拥有完整的全产业链建造体系

从 60 年代开始，公司前身建工局普遍在施工现场或加工厂预制混凝土立柱、屋架、行车梁等大型构件，形成跨内吊、跨外吊、整装吊装方案。90 年代，公司主要预制 PC 外墙挂件，其对精度、色差和表面光洁程度要求极高。2016 年 1 月 20 日，上海建工材料工程有限公司装配式构件生产揭开新的篇章，正式揭牌成立“上海建工集团建筑构件产业化基地”；2017 年，公司开始正式涉足装配式建筑，2019 年在建装配式建筑配饰面积在数字化工业化建造领域超过 1000 万立方米且顺利推进首个钢结构装配式住宅项目，2020 年全资子公司建材科技拟分拆上市，实现跨越式发展。

表 3：公司装配式 PC 构件历史发展

时间	发展
60年代	建工局普遍在施工场地或加工厂预制混凝土立柱、屋架、行车梁等大型构件，形成跨内吊、跨外吊、整装吊的整套吊装方案。
70年代	建工局在民用住宅、工业厂房上普及应用混凝土预应力预制构件，屋架、大型屋面板、薄腹梁、吊车梁、檩条、挂瓦板和各种梁类构件等，均采用预应力构件。
80年代	预制装配逐步成熟，不断推广，建工局先后承建中山北路高层、长风新村高层、彭浦新村高层等装配式住宅，中国钟厂9层结构、上海绢花厂8层结构、上海链条厂11层结构、上海针织四厂9层结构等装配式厂房。
90年代	公司主要生产预制PC外墙挂板，采用高精度钢模和反打成型工艺，其精度、色差和表面光洁程度要求极高
2003年	公司参与日本的PC阳台板的制作，从高精度模具的设计与加工到预埋件和预埋孔的精确定位、构件线条的处理都由自己完成并有所创新，该项目研究成果达到国际先进水平。
	建工集团在上海周康航大型居住社区建设中，形成投资开发、建筑设计、构件预制、现场施工为一体的装配式住宅产业链。公司参与制作预制构件。建成装配式住宅结构设计达到国家规定抗震设防烈度，施工实现“无脚手架施工”。
2010年	住宅产业链。公司参与制作预制构件。建成装配式住宅结构设计达到国家规定抗震设防烈度，施工实现“无脚手架施工”。
2014年	公司生产清水混凝土构件为主，如虹桥机场清水挂板。
2016年	上海建工集团响应“绿色建筑发展”，在上海建工材料公司正式揭牌成立“上海建工集团建筑构件产业化基地”，此举也标志着上海建工材料工程有限公司装配式预制构件生产揭开了新篇章。
2019年	在数字化工业化建造领域，在建装配式建筑配饰面积超过1000万立方米且顺利推进首个钢结构装配式住宅项目
2020年	拟分拆全资子公司建材科技上市，集团建筑材料打造独立上市平台，实现跨越式发展。

资料来源：建工材料新天地，公司公告，天风证券研究所

公司涉足装配式建筑至今，已形成完整的装配式建筑全产业链建造体系，使得房产开发、设计咨询、科技研发、施工安装、构件生产、运营维护于一体，提高了施工效率，降低施工成本。此外，公司项目遍布上海、北京、天津等30余个城市，至2020年，公司共投资开发、设计、施工超过500万平方米装配式建筑，其中包括超百米、75%预制率建筑。而且公司积极将科技和装配式建筑相融合，公司建设的周康航大型居住社区是全国最大规模预制装配式示范项目且被住建部认定为“PC建筑科技示范工程”。此项目集投资、开发、设计、预制构件生产与建造为一体，采用自主研发的PCTF（单面叠合剪力墙结构体系）装配式体系，建筑物公共区域、电梯厅和卫生间等区域采用预制叠合形式。-

图8：周康航大型居住社区项目



资料来源：建工材料新天地，天风证券研究所

图9：上海建工建筑构件产业化基地



资料来源：建工材料新天地，天风证券研究所

3.2 首家沪外PC构件厂2019年成立，十四五有望扩大装配式规模

上海建工建材科技有限公司目前预制构件年产能超75万立方米，而公司的构件业务主要分为市政大型构件和住宅装配式业务。其中，市政类大型构件年产能约为30万方，从而可以推测出公司PC装配式构件年产能约为45万立方米。上海建材科技有限公司主要覆盖江苏、江西、上海地区。在全国主要有9家预制构件工厂，主要是上海地区的工厂生产装配式预制构件，其中上海第一构件制造厂年产量达8-10万方。2019年4月25日，公司为实现“十三五”发展目标，成立首家沪外PC构件生产基地，迈出材料公司装配式PC构件全国化的第一步。而随着“十四五”的到来，预计公司未来会继续加快全国化步伐，增加全国工厂的数量，装配式规模将持续扩大。

表4：公司全国预制构件工厂布局

全国布局	预制构件工厂	规模
江苏	无锡建安建筑构件制品有限公司	公司设计生产能力 700 环/月,年生产管片约 8000 环,公司拥有 12 套法国 CBE 集团生产的管片气制动模具,1 座混凝土搅拌站,1 条管片生产流水线,12 台桥式起重设备,相关钢筋成型设备,试验检测设备等.
江苏	上海建工常州建亚建筑构件制品有限公司	管片生产流水线拥有 16 套模具, 设计生产能力为 900 环/月, 年生产管片约 10000 环
江苏	苏州建嘉建筑构件制品有限公司	拥有管片生产线 3 条, 共有模具 25 套, 管片生产年常量达 70000 方左右
江苏	南通上建建筑构件制品有限公司	南通上建建筑构件制品有限公司厂区占地约 112 亩, 具有一条自动化流水线, 三条固定模台生产线, 总模台数量 150 个, 年产能 5 万方, 有效辐射江苏、上海区域
江西	南昌市盛恒建筑构件制品有限公司	各项配套设施齐全, 拥有管片模具 13 套, 年产量可达 1 万环
上海	机模具制造厂	--
上海	第一构件厂	拥有 4 条装配式建筑预制构件生产线, 年产量达 8-10 万方
上海	第三构件厂	年生产能力为: 砼构件 12 万 m ³ 、成型钢筋 2 万吨。专业生产各类装配式构件、市政工程大型构件、各种预应力和非预应力钢筋。
上海	第七构件厂	年生产能力, 管片 10 万方, 市政构件 6 万方

资料来源：公司官网，中国混凝土与水泥制品协会,天风证券研究所

3.3 装配式 PC 全国布局，公司装配式净利润有望持续提升

上半年公司宣布拟分拆子公司建材科技（旗下有预拌混凝土和装配式业务）上市来深化国企改革。目前装配式建筑加速推广，预制构件需求量有望提升，而建材科技是上海地区最大的预制构件生产商，因此此次分拆有利于子公司聚焦于装配式业务发展，继续加强其规模供应和集采优势，推动装配式业务利润的增加。我们认为在目前市场以及政策向好的环境下，公司装配式业务有望获得重估因此对装配式业务营收和净利润做了如下预测：

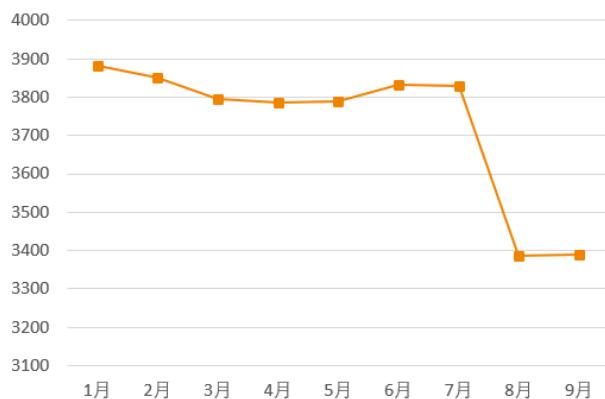
因为上海建工建材科技有限公司目前生产装配式构件的工厂集中在上海地区，因此选用上海预制 PC 构件价格作为参考价格。9 月上海市场叠合板最新价格为 3516 元/立方，我们预估为 3520 元/立方。在《筑友制造南京工厂为例了解 PC 生产经营全貌》中了解到筑友制造南京工厂产能利用率为两班倒的情况下能达到 80%-90%，净利率为 15% 左右。因为南京市场需求目前比较旺盛，政府对于供给方面有所抑制和管控，强调良性发展，因此南京市场一直处于供不应求的状态。

而上海地区 2019 年新开工装配式面积渗透率已经达到 86.4%，上海地区房建类装配式构件企业 2019 年有 81 家，年化增长率达 44.44%，市场竞争激烈，因此上海地区可能有产能过剩的问题。工厂的毛利率和产能利用率将可能低于南京工厂的毛利率和产能利用率。我们预估上海建工建材科技有限公司产能利用率为 80%，假设两家工厂费用管控能力相近，那么公司净利率大约在 12% 左右。因为 2019 年公司装配式构件年产能为 45 万立方米，预计今年年产能会略微提升至 50 万立方米，产能利用率为 80%，净利润约为 1.68 亿元（ $3520 \times 12\% \times 80\% \times 50$ ）。

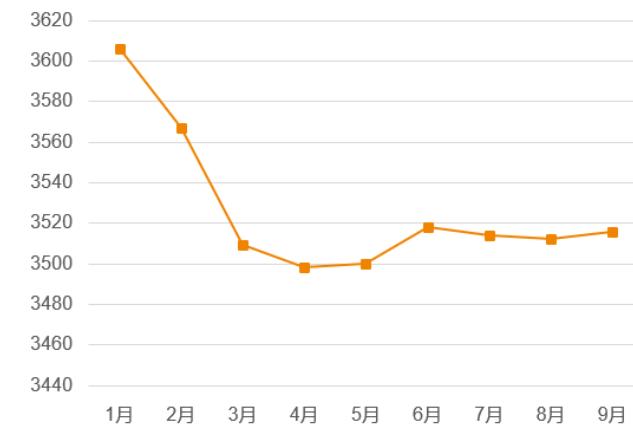
建材科技 2019 年净利润增速为 19.55%，因为今年上半年净利润受疫情影响严重下滑，虽二季度开始恢复，净利润增速预计只有 10%。而 2021 年公司或已完成分拆上市，业务布局发展壮大，净利润增速加快，预计将恢复或高于 2019 年净利润增速水平为 25%。假设装配式业务净利润增速和公司净利润增速保持一致，则 2021 年装配式构件净利润可达 2.11 亿元。

图 10：2020 年上海外墙板价格（元）

图 11：2020 年上海叠合板价格（元）



资料来源：筑傲网、天风证券研究所



资料来源：筑傲网、天风证券研究所

此外，公司也在积极进行装配式 PC 全国化布局。2019 年 4 月 25 日公司在江苏省成立首家沪外 PC 构件生产基地。因为江苏省目前装配式建筑面积渗透率只有 20%，市场发展空间大。从国家层面来看，因为环保趋严和劳动力紧缺，政府从政策上逐步加大装配式建筑推广力度。《“十三五”装配式建筑行动方案》要求，到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上。因此公司装配式全国化发展将受益于国家政策，装配式业务利润有望进一步提升。

目前公司整体市值 2021 年一致预期为 6.11 倍，2021 年装配式业务净利润预计为 2.11 亿而装配式业务估值较高且公司目前正积极全国化布局装配式业务，业务规模有望持续扩大，从而对于装配式业务有望重估。以远大住工 2021 年 PE 一致预期 15.21 倍来算估值重估带来的市值增加约 20 亿元 ($2.11^* (15.21-6.11)$)。

4. 资产重估三：金矿资源储量增加促使公司权益资产提升 43 亿

近日上海建工披露扎拉矿业的金矿资源情况。公司下属子公司于 2012 年收购了厄立特里亚国扎拉矿业 60% 的股权。经扎拉矿业及长沙有色院找矿勘察研究，扎拉矿业拥有的科卡金矿采矿许可证范围内金矿资源储量较原采信储量发生较大增加。资源储量较此前增加了 33.89 万盎司，资源价值为 6.03 亿美元，约合人名币 42.72 亿元（为公司 2019 年末净资产的 13%）。

科卡金矿 2020 年 6 月采矿权金矿储量 74.60 万盎司，依据当前露采部分金矿年生产能力计算，科卡金矿采矿权内储量露采服务年限为 2.75 年；依据地采初步设计方案，储量地采总服务年限为 10 年，其中基建期 1.5 年，投产 0.5 年、达产 7 年，减产 1 年。以上述储量为基础，按 10% 折现率，根据扎拉矿业公司运营数据以及 10 月 9 日 LME 黄金收盘价，可算出公司未来享有的净收益为 5.30 亿美元，约合人名币 35.53 亿元（按照 10 月 9 日汇率）。

因为公司由厄立特里亚国扎拉矿业 60% 的股权，从而子公司需要以公允价值进入合并报表。此次子公司资产重估增值 42.72 亿元（预计公司 2019 年末净资产的 13%），公司资本公积的重估储备对应增加 42.72 亿元并入合并报表。同时，增值资产当期预计产生 59.21 亿元累计税后净收益（按照 10 月 9 日黄金收盘价和汇率），公司将按 60% 股权分配得到 35.53 亿元净利润。

表 5：预计未来收益（亿美元）

LME 黄金收盘价	累计税后净收益	公司享有的净收益
1200	5.51	3.31
1500	6.89	4.14
1800	8.27	4.96
1920	8.82	5.30
2100	9.65	5.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所（以 10 月 9 日当天金价估算出来的净收益按插值法计算）

上海建工上半年资产负债率为 85.88%，资产负债率较高。而这次金矿储量的增加将使得公司资产和权益同时增加 42.42 亿元，资产负债率将下降 1.43 个百分点，至 84.45%。国资委近年来一直重视国有资产的风险防范工作，在 2018 年发布《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》，提出要在 2020 年以前打赢防范化解重大风险攻坚战，即全国国有企业平均资产负债率在 2020 年末要较 2017 年末下降 2 个百分点左右。上海建工 2017 年期末资产负债率为 84.49%，考虑到金矿资产重估后今年资产负债率将有所下降。

5. 员工持股计划再次推行彰显管理层对公司业绩信心

公司 2020 年上半年继 2016 年后再次推出员工持股计划，本员工持股计划拟在 2020 年至 2022 年分期实施，首年度参与对象总人数不超过 100 人，认购的本员工持股计划总额不超过 1500 万元。预计 9 名董监高人员合计认购 550 万份，其认购份额占本员工持股计划的总份额比例预计为 38%，从而充分显示管理人员对于公司未来业绩良好发展的信心。截至 2020 年 9 月 10 日，公司员工持股计划证券账户依照方案完成了本年度股票购买，在上海证券交易所二级市场交易系统累计买入本公司股票 332 万股，约占公司总股本的 0.037%，成交金额约为人民币 1064 万元（不含手续费），成交均价约为人民币 3.20 元/股。

表 6：符合资格公司员工持股计划预计认购情况

员工类别	人数合计	认购金额合计（万元）
集团职业经理人	9	550
集团所属单位主要经营者	40	880
合计	49	1430

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 2016 年发布的员工持股计划于上半年顺利结束。当年员工持股计划全部采取向特定对象非公开发行的方式，锁定期为 36 个月，初始认购价为 3.59 元/股，至今年 2 月底三年年均复合收益率达到 5.03%。本次公布的短周期特定员工持股激励计划于 2016 年计划收益预计保持一致（或略微上浮），以激发员工积极性，一致化员工及股东利益，提升企业运行效率，降低管理成本，促进利润上升。

6. 盈利预测

6.1 主要假设和盈利预测

由于我们对公司的资产进行了价值重估，因此我们更新了部分盈利预测。

假设一：收入方面，公司的主营业务包括建筑施工业务、房地产业务、城市建设投资业务、设计咨询业务和建材工业业务五大板块，本次分拆的主体建工材料属于材料公司工业业务板块，和其他业务板块保持高度的独立，不会对于其他板块业务产生影响。因此对于其他业务收入增速和我们之前预测的维持一致，而对于建筑装饰工程业务，收入增速从原来的 7.42%、11.61% 和 11.74% 调增至 10.42%、13.61% 和 14.54%。

假设二：毛利率保持稳定，维持不变。

假设三：费用方面，期间费用率保持稳定，维持不变。

假设四：因为扎拉矿业的金矿储备增加，预计资本公积将增加约 43 亿元。

假设五：交易性金融资产因为上半年受到市场情绪的影响，公允价值大幅下滑，虽目前公允价值变动收益较上半年期末增加 4.08 亿元，我们预计疫情会对全年公司公允价值变动收益造成一定影响，预计公允价值变动收益将比之前预测减少一半。

表 7：分项业务预测（单位：百万元）

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
一般民用建筑						
收入（百万）	36,472.61	39,663.88	60,124.60	63,044.37	69,180.51	74,854.46
增长率	-2.63%	8.75%	51.59%	4.86%	9.73%	8.20%
毛利率	6.49%	7.56%	6.96%	6.96%	6.96%	6.96%

公共设备建筑						
收入	29,659.62	34,429.94	39,411.34	43,728.69	50,140.13	54,950.90
增长率	3.17%	16.08%	14.47%	10.95%	14.66%	9.59%
毛利率	6.96%	7.68%	7.17%	7.17%	7.50%	7.50%
总承包工程						
收入	17,681.83	18,347.12	30,140.55	32,232.57	35,313.59	38,488.47
增长率	5.58%	3.76%	64.28%	6.94%	9.56%	8.99%
毛利率	6.87%	7.41%	6.37%	6.50%	6.50%	6.50%
市政建筑						
收入	12,857.82	17,797.27	14,504.64	15,899.12	18,413.58	21,231.39
增长率	26.75%	38.42%	-18.50%	9.61%	15.82%	15.30%
毛利率	7.14%	7.75%	6.58%	7.00%	7.00%	7.00%
房地产开发						
收入	11,416.23	22,882.04	10,062.12	10,473.40	11,350.37	12,012.67
增长率	30.65%	100.43%	-56.03%	4.09%	8.37%	5.83%
毛利率	20.03%	21.90%	37.10%	37.10%	37.10%	37.10%
销售商品混凝土材料						
收入	3,667.03	3,840.37	10,030.70	10,867.31	12,526.24	14,412.51
增长率	34.71%	4.73%	161.19%	8.34%	15.27%	15.06%
毛利率	10.37%	11.15%	5.28%	5.28%	5.28%	5.28%
园林绿化						
收入	4826.77	5609.46	7855.41	8,345.66	9,630.46	11,087.78
增长率	-3.40%	16.22%	40.04%	6.24%	15.39%	15.13%
毛利率	11.50%	8.85%	11.23%	11.23%	11.23%	11.23%
工业建筑						
收入	5,150.10	6,015.09	6,110.50	6,394.04	7,049.94	7,487.49
增长率	3.97%	16.80%	1.59%	4.64%	10.26%	6.21%
毛利率	6.88%	7.51%	6.56%	10.00%	10.00%	10.00%
建筑装饰工程						
收入	3,856.88	4,269.66	5,087.04	5,617.11	6,381.53	7,309.60
增长率	-2.82%	10.70%	19.14%	10.42%	13.61%	14.54%
毛利率	13.69%	10.31%	13.32%	13.32%	13.32%	13.32%
设计、咨询服务						
收入		4,227.55	4,337.28	4,678.83	5,402.54	6,072.25
增长率	—	—	2.60%	7.87%	15.47%	12.40%
毛利率	0.00%	31.76%	28.75%	28.75%	28.75%	28.75%
成套设备及其他商品						
进出口						
收入			6,554.41	7,024.76	8,068.20	9,009.83
增长率	—	—	—	7.18%	14.85%	11.67%
毛利率	0.00%	0.00%	2.36%	3.00%	3.00%	3.00%
其他业务						
收入	16,493.75	13,463.41	11,278.12	11,313.11	12,708.55	13,916.16
增长率	8.63%	-18.37%	-16.23%	0.31%	12.33%	9.50%
毛利率	25.50%	19.56%	32.01%	32.01%	32.01%	32.01%
总收入增长率	6.30%	20.03%	20.49%	6.87%	12.09%	10.02%
平均毛利率	10.47%	11.25%	10.28%	10.33%	10.37%	10.33%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 8：费用率预测明细表

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	6.2%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%

研发费用率	0.0%	3.0%	3.0%	2.8%	2.8%	2.8%
财务费用率	1.0%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.6%
三费/营业收入	7.6%	7.1%	6.9%	6.7%	6.7%	6.6%

资料来源: Wind, 天风证券研究

表 9: 盈利预测明细 (单位: 亿元)

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1420.83	1705.46	2054.97	2,196.19	2,461.66	2,708.34
营业成本	1272.11	1513.64	1843.58	1,969.27	2,206.34	2,428.59
营业税金及附加	11.81	24.21	18.53	19.81	22.20	24.43
销售费用	5.53	6.95	6.79	7.26	8.13	8.95
管理费用	87.73	48.28	56.10	58.20	65.23	71.77
研发费用	0.00	51.79	62.20	61.49	68.93	75.83
财务费用	14.23	13.83	17.00	16.00	16.27	16.17
资产减值损失	2.17	8.73	-0.02	8.00	8.96	8.96
公允价值变动收益	0.23	-0.18	8.69	1.58	1.66	-
投资收益	2.33	1.69	2.48	2.73	3.06	3.36
汇兑收益	-	-	-	-	-	-
营业利润	30.45	40.38	53.94	60.48	70.30	77.00
营业外收入	6.57	3.36	3.18	4.37	4.37	4.37
营业外支出	0.17	0.20	0.28	0.22	0.23	0.24
利润总额	36.85	43.55	56.84	64.63	74.44	81.12
所得税	8.96	9.26	13.71	15.59	17.96	19.57
税后利润	27.89	34.29	43.12	49.04	56.48	61.55
少数股东损益	2.04	6.50	3.82	4.34	5.00	5.45
净利润	25.85	27.80	39.30	44.69	51.48	56.10
基本 EPS (元)	0.29	0.31	0.44	0.50	0.58	0.63

资料来源: Wind, 天风证券研究所

综上, 我们预测公司 2020 至 2022 年营业收入分别为 21.76、24.38、26.81 亿元, 2020 年净利润从原先的 41.70 亿元, 上升至 44.69 亿, 主因装配式业务的发展将带动建筑工程收入增速的提高, 2021 和 2022 年净利润更新为 51.48 和 56.10 亿元(原为 47.60 和 51.70 亿元); 2020-2022 年 EPS 更新为 0.50、0.58 和 0.63 元/股 (原先为 0.48、0.53、0.58 元/股), 对应 PE 为 6.2、5.4 和 5.0 倍。

6.2 相对估值法

我们选取中国建筑等 6 家公司作为可比公司, 取 2020 年 9 月 29 日 Wind 一致预期作为这些公司 2020、2021 年 PE 值, 运用相对估值法对公司进行估值。上述 6 家可比公司 2020 年对应 PE 中位数为 8.16, 结合盈利预测结果, 我们给予公司 2020 年 8.2 倍目标 PE, 对应目标价为 4.1 元。

表 10: 截至 2020 年 10 月 11 日可比公司 PE

公司名称	2019A	2020E	2021E
中国建筑	5.63	4.69	4.22
四川路桥	7.13	8.33	7.13
山东路桥	8.46	6.93	6.04
隧道股份	8.89	7.99	7.23
宏润建设	11.03	12.93	11.68
安徽建工	11.72	8.35	7.16
中位数	8.68	8.16	7.18

资料来源: Wind, 天风证券研究所

7. 投资建议

虽然公允价值变动受市场波动下降使公司上半年净利润下滑较多，但目前公司所持金融资产公允价值已经得到恢复。同时建材科技分拆上市，有望推动装配式业务资产重估，从而提升公司整体估值。此外，金矿储量增加将带来公司资产价值的提升。员工持股计划再次推行彰显管理层信心。我们维持“买入”评级，由于公司的资产重估，我们更新 2020-2022 年 EPS 为 0.50、0.58 和 0.63 元/股（原先为 0.48、0.53、0.58 元/股），对应 PE 为 6.2、5.4 和 5.0 倍。目标价 4.1 元。

8. 风险提示

黄金价格存在不确定性，在项目后续周期内，黄金实际销售价格、人民币汇率、原辅料价格与劳动力成本变化情况难以准确预测，因此，上述估值、预计收益为公司当前的静态测算，存在不确定性。

公允价值变动损益波动大，公司持有的金融资产价值除了受到疫情影响外，还受到其他因素影响，比如行业政策，公司经营情况，因此影响因素众多，未来金融资产公允价值不一定能够持续上升，存在不确定性。

装配式政策推行不达预期，从政策推行到市场推动需要一定的时间，政策不一定能够真正落地发挥作用。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	54,589.60	66,093.79	68,180.34	70,366.85	86,175.73	营业收入	170,545.78	205,496.71	219,618.98	246,165.65	270,910.09
应收票据及应收账款	30,199.62	37,375.35	34,610.87	46,076.76	42,721.55	营业成本	151,364.08	184,357.93	196,926.50	220,634.00	242,925.27
预付账款	2,757.06	2,609.99	3,119.09	3,265.12	3,791.07	营业税金及附加	2,421.24	1,853.29	1,980.65	2,220.06	2,443.22
存货	75,530.93	88,042.90	90,284.99	109,511.36	110,470.97	营业费用	694.91	678.94	725.60	813.30	895.06
其他	9,319.15	16,043.72	21,415.34	18,182.31	22,542.62	管理费用	4,827.73	5,609.79	5,819.90	6,523.39	7,179.12
流动资产合计	172,396.36	210,165.75	217,610.63	247,402.40	265,701.95	研发费用	5,178.92	6,219.72	6,149.33	6,892.64	7,585.48
长期股权投资	2,558.17	4,535.18	4,535.18	4,535.18	4,535.18	财务费用	1,383.07	1,699.52	1,599.80	1,627.26	1,617.29
固定资产	8,095.45	7,734.04	7,977.15	8,602.29	9,036.41	资产减值损失	872.52	(1.92)	800.00	896.00	896.00
在建工程	527.89	484.84	326.90	244.14	176.49	公允价值变动收益	(17.53)	869.05	157.62	165.51	0.00
无形资产	2,167.52	2,132.31	2,104.14	2,183.08	2,212.76	投资净收益	169.34	248.04	272.85	305.59	336.15
其他	29,395.45	31,159.19	32,942.65	33,521.60	34,042.50	其他	(386.94)	(1,431.27)	(860.95)	(942.19)	(672.30)
非流动资产合计	42,744.47	46,045.57	47,886.02	49,086.30	50,003.35	营业利润	4,038.43	5,393.62	6,047.67	7,030.08	7,704.81
资产总计	215,917.66	257,280.90	266,630.41	297,758.51	317,102.08	营业外收入	336.42	318.14	437.07	437.07	437.07
短期借款	4,935.49	5,821.80	5,000.00	5,000.00	5,000.00	营业外支出	19.55	28.30	21.66	23.17	24.38
应付票据及应付账款	63,086.23	87,672.89	56,739.88	105,058.39	73,086.81	利润总额	4,355.29	5,683.46	6,463.07	7,443.98	8,117.50
其他	76,407.98	81,227.74	123,553.46	100,448.03	145,354.94	所得税	925.84	1,371.21	1,559.31	1,795.96	1,958.46
流动负债合计	144,429.70	174,722.43	185,293.34	210,506.41	223,441.75	净利润	3,429.45	4,312.25	4,903.77	5,648.02	6,159.04
长期借款	29,598.01	44,189.37	40,000.00	40,000.00	40,000.00	少数股东损益	649.58	382.04	434.45	500.38	545.65
应付债券	4,388.46	96.98	96.98	96.98	96.98	归属于母公司净利润	2,779.87	3,930.21	4,469.32	5,147.64	5,613.39
其他	2,195.25	2,099.07	2,225.01	2,492.01	2,741.21	每股收益(元)	0.31	0.44	0.50	0.58	0.63
非流动负债合计	36,181.73	46,385.42	42,321.99	42,589.00	42,838.20						
负债合计	180,611.43	221,107.85	227,615.33	253,095.41	266,279.95						
少数股东权益	4,229.42	3,118.91	3,553.35	4,053.73	4,599.39						
股本	8,904.40	8,904.40	8,904.40	8,904.40	8,904.40						
资本公积	2,200.87	2,200.01	6,500.01	6,500.01	6,500.01						
留存收益	15,111.23	17,788.01	26,557.33	31,704.96	37,318.35						
其他	4,860.32	4,161.73	(6,500.01)	(6,500.01)	(6,500.01)						
股东权益合计	35,306.24	36,173.04	39,015.08	44,663.10	50,822.14						
负债和股东权益总计	215,917.66	257,280.90	266,630.41	297,758.51	317,102.08						
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,429.45	4,312.25	4,469.32	5,147.64	5,613.39	成长能力					
折旧摊销	1,774.95	2,167.16	594.98	668.42	732.40	营业收入	20.03%	20.49%	6.87%	12.09%	10.05%
财务费用	1,189.08	1,489.62	1,599.80	1,627.26	1,617.29	营业利润	32.61%	33.56%	12.13%	16.24%	9.60%
投资损失	(169.34)	(248.04)	(272.85)	(305.59)	(336.15)	归属于母公司净利润	7.56%	41.38%	13.72%	15.18%	9.05%
营运资金变动	(8,220.22)	(13,462.94)	4,353.16	(2,923.05)	9,814.17	毛利率	11.25%	10.29%	10.33%	10.37%	10.33%
其它	4,392.03	10,291.16	592.07	665.89	545.65	净利率	1.63%	1.91%	2.04%	2.09%	2.07%
经营活动现金流	2,395.96	4,549.21	11,336.49	4,880.58	17,986.74	ROE	8.95%	11.89%	12.60%	12.68%	12.14%
资本支出	4,907.68	3,748.14	526.04	1,022.75	879.34	ROIC	-56.36%	-99.72%	-81.86%	-51.04%	-76.28%
长期投资	1,690.33	1,977.01	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
其他	(10,880.88)	(8,733.46)	(1,582.76)	(3,106.08)	(2,388.67)	资产负债率	83.65%	85.94%	85.37%	85.00%	83.97%
投资活动现金流	(4,282.86)	(3,008.31)	(1,056.72)	(2,083.33)	(1,509.33)	净负债率	-29.85%	-22.10%	-37.45%	-35.34%	-60.29%
债权融资	44,050.04	58,099.70	53,568.02	54,584.54	55,533.30	流动比率	1.20	1.21	1.18	1.18	1.20
股权融资	1,230.39	(2,389.10)	(3,650.79)	(1,616.53)	(1,606.55)	速动比率	0.68	0.71	0.69	0.66	0.70
其他	(43,130.44)	(45,991.12)	(58,110.44)	(53,578.76)	(54,595.28)	营运能力					
筹资活动现金流	2,149.99	9,719.48	(8,193.22)	(610.74)	(668.53)	应收账款周转率	6.67	6.08	6.10	6.10	6.10
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	2.26	2.51	2.46	2.46	2.46
现金净增加额	263.08	11,260.39	2,086.55	2,186.51	15,808.88	总资产周转率	0.83	0.87	0.84	0.87	0.88
						每股指标(元)					
						每股收益	0.31	0.44	0.50	0.58	0.63
						每股经营现金流	0.27	0.51	1.27	0.55	2.02
						每股净资产	3.49	3.71	3.98	4.56	5.19
						估值比率					
						市盈率	9.96	7.05	6.20	5.38	4.93
						市净率	0.89	0.84	0.78	0.68	0.60
						EV/EBITDA	-0.78	-0.53	-2.50	-2.38	-3.69
						EV/EBIT	-0.90	-0.61	-2.70	-2.56	-3.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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