

Q4订单业绩亮眼，减值和少数股东损益拖累利润

——上海建工（600170）2018 年报点评

2019 年 04 月 04 日

推荐/首次

上海建工

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 1705.46 亿，同增 20.03%，实现归母净利润 27.8 亿，同增 7.56%，实现扣非 24.48 亿，同增 27.88%；
- **Q4 业绩增速边际改善带动全年，少数股东损益大幅增加拖累归母增速。持续高比例分红。**Q4 营收/归母/扣非增速分别为 30%/42%/30%，其中营收增速同增 37pp、环增 18pp，归母增速环比增加 60pp；全年营收/归母/扣非分别同增 20.03%/7.56%/27.88%，增速同比变化 14pp/-16pp/13pp。少数股东损益 6.5 亿同增 218%，占净利润比例达 19%，致归母增速显著低于营收；拟每 10 股派 1.35 元，分红率/股息率为 43%/3.7%位居板块前列；
- **2016-2018 连续 3 年新签合同增速上双（28%/20%/18%），Q4 逆势新签 959 亿创单季新高，同增 38%、环增 49%，带动全年首破 3 千亿，约为当期收入的 1.8 倍。**全年施工/设计/工业化/地产新签增速为 23%/33%/20%/-4%；
- **五大事业群增速稳健，地产尤其亮眼。**施工收入 1283.64 亿，同增 13.9%，毛利率 7.75%同增 0.5pp；房产开发收入 228.82 亿，同增 100.4%，毛利率 21.9%同增 1.9pp；以上两大主业合计占比 89%同增 2pp；其他业务中，建筑业/设计咨询/城市建设投资分别实现收入 50.25 亿/42.28 亿/8.59 亿，分别同比变化 4.9%/19.2%/-27.1%，毛利率为 11.44%/31.76%/98.6%；
- **毛利率/期间费率此长彼消，减值大幅增加致净利率仅微幅提升。现金流同比下滑，负债率略有降低。**毛利率 11.25%，同增 0.8pp，系高毛利的地产/设计业务高速增长所致；销售/管理/财务费率为 0.41%/6%/0.81%，分别同比变化 0pp/-0.3pp/-0.2pp，合计期间费率 7.09%同减 0.5pp；减值损失 8.73 亿，大幅同增 302%，占净利润比例达 25.4%，主要系坏账计提同增 3 亿、可供出售金融资产减值同增 3.6 亿；投资收益 1.69 亿同减 27%；税率 21.26%同减 3.1pp；净利率 2.01%微幅同增 0.05pp；经营现金流 23.96 亿同减 59%，系收到业主方 BT/PPP 项目建设资本金减少及业务扩张带来材料劳务等支出增加；负债率 83.65%同减 0.8pp，去杠杆稳步推进；
- **深耕长三角 66 载的建筑龙头，产业链完备、优势显著，将率先受益一体化战略。**公司承建了上海 50%以上重大工程，拥有建筑/市政施工总承包特级等顶级资质，位列 ENR 全球承包商第 9、地方国企第一，精英荟萃声誉卓著，业务完整覆盖施工/设计/建材/运营/地产等，有望持续高速增长；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 1922.34 亿元、2131.13 亿、2344.93 亿元；归母净利润分别为 32.33 亿元、37.03 亿元和 42.27 亿元；EPS 分别为 0.36 元、0.42 元和 0.47 元，对应 PE 分别为 11.4X、10X 和 8.7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、基建投资不及预期；2、市场竞争风险；3、材料价格风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	142,082.	170,545.	192,233.	213,113.	234,492.
增长率（%）	6.30%	20.03%	12.72%	10.86%	10.03%
净利润（百万元）	2,788.54	3,429.45	3,979.82	4,401.03	4,949.86
增长率（%）	29.42%	22.98%	16.05%	10.58%	12.47%
净资产收益率（%）	9.56%	8.95%	14.15%	17.22%	21.16%
每股收益（元）	0.28	0.29	0.36	0.42	0.47
PE	14.79	14.28	11.40	9.96	8.72
PB	1.36	1.19	1.61	1.71	1.85

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

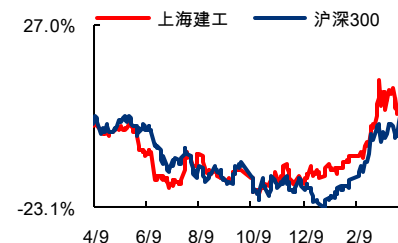
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	4.14-3.7
总市值（亿元）	368.64
流通市值（亿元）	351.36
总股本/流通 A 股（万股）	890440/848691
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.27

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《上海建工 2011 年年报点评：实力增强，增长仍可期待》2012-03-27

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	160156	173173	165325	179278	236115	营业收入	142083	170546	192234	213113	234493				
货币资金	54228	54590	31465	30177	72532	营业成本	127211	151364	171250	189569	207997				
应收账款	19013	25425	27913	30361	31801	营业税金及附	1181	2421	2729	3026	3329				
其他应收	5802	6478	7302	8095	8908	营业费用	553	695	783	868	955				
预付款项	1572	2757	3968	4604	5870	管理费用	8772	4828	12053	13533	13812				
存货	75149	75531	84452	93486	102574	财务费用	1422	1383	549	693	2253				
其他流动	1770	2631	3981	5690	6932	资产减值损失	217	873	496	496	447				
非流动资产	35530	42744	45904	48442	51676	公允价值变动	22.56	-17.53	-1.17	1.29	-5.80				
长期股权	868	2558	2686	2820	3102	投资净收益	233	169	169	169	152				
固定资产	7484	8095	8500	8925	9371	营业利润	3045	4038	4540	5099	5846				
无形资产	1952	2168	2384	2623	2754	营业外收入	657	336	538	510	462				
其他非流	949	580	580	580	580	营业外支出	17	20	24	20	21				
资产总计	195685	215918	211229	227719	287791	利润总额	3685	4355	5054	5589	6286				
流动负债	129277	144430	156539	168999	230376	所得税	896	926	1074	1188	1336				
短期借款	3302	4935	4935	4935	54774	净利润	2789	3429	3980	4401	4950				
应付账款	42429	55260	60993	67518	74081	少数股东损益	204	650	747	698	723				
预收款项	56238	56433	56238	61031	64637	归属于母公司净	2584	2780	3233	3703	4227				
一年内到	4894	5128	5128	4615	4154	EBITDA	6471	7685	5356	6069	8387				
非流动负	36053	36182	26868	31542	31045	EPS (元)	0.28	0.29	0.36	0.42	0.47				
长期借款	28976	29598	22199	26924	26240	主要财务比率									
应付债券	4103	4388	3511	3511	3511		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	165330	180611	183408	200541	261421	成长能力									
少数股东	3332	4229	4976	5675	6397	营业收入增长	6.30%	20.03%	12.72%	10.86%	10.03%				
实收资本	8904	8904	8904	8904	8904	营业利润增长	25.02%	32.61%	12.43%	12.31%	14.65%				
资本公积	2312	2201	2201	2201	2201	归属于母公司	23.33%	7.56%	16.29%	14.54%	14.16%				
未分配利	10368	11668	9204	6493	3271	获利能力									
归属母公	27023	31077	22845	21504	19973	毛利率(%)	9.92%	10.98%	10.92%	11.05%	11.30%				
负债和所	195685	215918	211229	227719	287791	净利率(%)	1.96%	2.01%	2.07%	2.07%	2.11%				
现金流	单位: 百万元					总资产净利润	7.81%	1.32%	1.29%	1.53%	1.63%				
						ROE(%)	9.56%	8.95%	14.15%	17.22%	21.16%				
经营活动	5840	2396	2540	3380	5250	偿债能力									
净利润	2789	3429	3980	4401	4950	资产负债率(%)	84%	84%	87%	88%	91%				
折旧摊销	2004	2263	2481	2852	3433	流动比率	1.24	1.20	1.06	1.06	1.02				
财务费用	1422	1383	549	693	2253	速动比率	0.66	0.68	0.52	0.51	0.58				
应收账款	-482	-6413	-2488	-2448	-1440	营运能力									
预收账款	6229	195	-195	4793	3605	总资产周转率	0.77	0.83	0.90	0.97	0.91				
投资活动	-1767	-4283	-2921	-2321	-3095	应收账款周转	7.57	7.68	7.21	7.31	7.54				
公允价值	23	-18	-1	1	-6	应付账款周转	3.64	3.49	3.31	3.32	3.31				
长期股权	0	0	-2676	-1917	-2705	每股指标 (元)									
投资收益	233	169	169	169	152	每股收益(最新)	0.28	0.29	0.36	0.42	0.47				
筹资活动	940	2150	-5697	-5324	42726	每股净现金流	0.56	0.03	-0.68	-0.48	5.04				
应付债券	0	0	-878	0	0	每股净资产(最)	3.03	3.49	2.57	2.41	2.24				
长期借款	0	0	1195	908	1052	估值比率									
普通股增	1773	0	0	0	0	P/E	14.79	14.28	11.40	9.96	8.72				
资本公积	-587	-111	0	0	0	P/B	1.36	1.19	1.61	1.71	1.85				
现金净增	5013	263	-6078	-4265	44881	EV/EBITDA	3.69	3.43	7.69	7.69	6.32				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。