

上海建工 (600170.SH)

上海建设主力军，深耕城市更新、布局水利核电高景气赛道

核心观点：

- **上海龙头工程国企，扩展多赛道业务布局。**公司是上海老牌建筑国企，实控人为上海市国资委，产业链覆盖齐全，2023 年，排名《财富》世界 500 强第 351 位，ENR 排名第 8 位。公司经营企稳，24Q1-3，公司实现营收 2140 亿元，同比-4.0%；归母净利润 13.5 亿元，同比+4.3%。
- **稳固大上海、决胜长三角，聚焦万亿 GDP 城市。**长三角一体化发展加速推进且目标清晰，上海地区发力空间新格局。2024 年，上海市安排重大工程 191 项，计划投资 2300 亿元，24M1-11，上海市城市基础设施投资 1434 亿元，同比+0.1%，未来将加快形成“中心辐射、两翼齐飞、新城发力、南北转型”的空间新格局，24H1，公司长三角区域业务比重达到 84%，上海地区新签订单占比达 76%，业务基本盘有保障。
- **锚定高景气赛道，开拓水利、核电工程、新能源运营、矿业业务版图。**水利：重点布局环保疏浚、水坝水库、农田水利等水利工程。24H1 中标 35.9 亿元。核电：与上海应物所共同开展钍基熔盐实验堆安装技术研发，24M7，中标 2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆配合调试和运维技术服务项目。新能源运营：截至 2023 年末，已投资运营分布式光伏装机容量 18MW。矿业：2012 年，全资子公司上海外经收购扎拉矿业 60% 股权，拥有科卡金矿的采矿权和探矿权。24H1，公司黄金销售毛利润 1.42 亿元/占比 1.3%；上海外经净利润 1.01 亿元/占比 11.3%。
- **化债额度落地，资产质量及现金流有望持续改善。**区域看：2024 年 2 万亿化债额度主要下放至长三角、川渝等地区，且长三角地区财政压力较小，具有投资扩张提速的潜力。公司看：应收账款与合同资产中约 70% 为政府类项目，化债背景下资产负债表修复潜力大。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.1/16.7/17.9 亿元，基于化债背景估值修复逻辑，给予 25 年合理估值 0.9xPB，对应每股合理价值 3.28 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：基建投资不及预期、投资回款风险、订单执行不及预期。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	286037	304628	289081	302018	316094
增长率（%）	1.8%	6.5%	-5.1%	4.5%	4.7%
EBITDA（百万元）	8149	9518	8095	8593	9160
归母净利润（百万元）	1356	1558	1610	1673	1793
增长率（%）	-64.0%	14.9%	3.3%	3.9%	7.1%
EPS（元/股）	0.10	0.12	0.18	0.19	0.20
市盈率（P/E）	26.00	19.50	15.01	14.44	13.48
ROE（%）	3.4%	3.8%	3.5%	3.6%	3.7%
EV/EBITDA	2.62	0.84	1.58	0.97	0.39

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

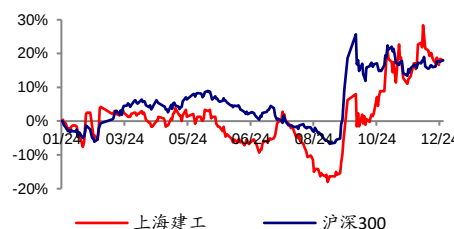
买入

当前价格	2.72 元
合理价值	3.28 元
报告日期	2024-12-30

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	8885.9/8885.9
总市值/流通市值（百万元）	24170/24170
一年内最高/最低（元）	2.96/1.89
30 日日均成交量/成交额（百万）	207.3/580.9
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	11.02/25.35

相对市场表现



分析师：

耿鹏智



SAC 执证号：S0260524010001



021-38003620



gengpengzhi@gf.com.cn

分析师：

乔钢



SAC 执证号：S0260524100001



021-38003769



qiaogang@gf.com.cn

分析师：

谢璐



SAC 执证号：S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意，耿鹏智、乔钢并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

联系人：张子峻 13717799089

zhangzijun@gf.com.cn

目录索引

一、上海龙头工程国企，扩展多赛道业务布局.....	6
（一）实控人为上海市国资委，地方综合建筑龙头企业.....	6
（二）经营规模稳步扩张，短期业绩受地产行业影响承压.....	7
（三）公司费用管控良好，现金流有望进一步改善.....	9
二、稳固大上海、决胜长三角，聚焦万亿 GDP 城市.....	12
（一）需求端：长三角一体化提速叠加上海发力城市更新，公司基本盘稳固.....	12
（二）设计、施工、建材全产业链覆盖，专长超高难度项目.....	18
（三）地产：亏损有望逐步企稳，拿地聚焦头部市场.....	22
三、业务拓展：锚定高景气赛道，开拓水利、电力、矿业业务版图.....	26
（一）水利：拓展水利水务业务，有望受益投资加速+区域规划.....	26
（二）电力：布局能源新领域，开拓核电工程、光伏投建营业务.....	28
（三）矿业：持股海外矿企，黄金销售贡献利润.....	32
四、化债额度落地，资产质量及现金流有望持续改善.....	33
（一）区域看：长三角经济基础良好，化债有望带动投资扩张.....	33
（二）公司看：上海区域新签占比 79%，投资压降有望改善现金流.....	34
五、盈利预测和投资建议.....	37
（一）盈利预测.....	37
（二）投资建议.....	39
六、风险提示.....	40
（一）长三角地区基建投资不及预期.....	40
（二）基建投资业务回款风险.....	40
（三）订单执行进度不及预期.....	40

图表索引

图 1: 公司前身为 1953 设立上海市建筑工程局材料处、于 1998 年上市	6
图 2: 截至 24Q3, 公司实际控制人为上海市国资委	6
图 3: 2016-2023, 公司营收 CAGR+12.5%	7
图 4: 24Q1-3, 公司归母净利润同比+4.3%	7
图 5: 24H1, 公司建筑施工业务营收占比 91.4%	8
图 6: 24H1, 公司建筑施工业务毛利占比 77.5%	8
图 7: 2023 年, 公司期间费用率 7.15%, 同比-0.1pct	9
图 8: 24Q1-3, 公司减值损失率 0.27%, 同比-0.21pct	9
图 9: 24Q1-3, 公司经营性/投资性/筹资性净现金流分别流出 214.9/41.9/0.3 亿元	10
图 10: 2023 年, 公司收现比/付现比/净现比分别为 106.5%/98.4%/1346.7%	10
图 11: 2023 年, 公司应收票据及应收账款周转天数/存货周转天数分别为 81.1 天 /76.3 天	10
图 12: 2016-2023 年, 应收类资产合计 CAGR 为+9.6%	10
图 13: 截至 24Q3, 公司货币类资产 820.8 亿元, 占比 22.7%	11
图 14: 国家与长三角地区城市出台多个政策持续推进长三角一体化发展	12
图 15: 2023 年, 总投资额 9093 亿元, 同比+13.4%	13
图 16: 2023 年, 上海地产投资占比 65.4%	13
图 17: 2023 年, 上海常住人口 2487 万人, 同比+0.5%	14
图 18: 2023 年, 上海城镇化率 89.46%, 同比+0.13pct	14
图 19: 近年来, 国家层面出台多个政策助力城市更新建设	16
图 20: 2021-2023 年, 中国城市更新项目数量从 2.3 万个逐年增至 6.6 万个	16
图 21: 截至 2024 年 7 月, 全国城市更新累计完成投资 2.6 万亿元	16
图 22: 上海市政总院前身为上海市政工程设计院, 2010 年与上海建工联合重组	18
图 23: 24H1, 上海市政总院实现营收 54.51 亿元, 同比+3.8%	18
图 24: 24H1, 上海市政总院实现净利率 7.0%, 同比+0.71pct	18
图 25: 上海电科聚焦智能交通, 2018 年上海建工间接持股 30%	20
图 26: 上海科电积极参与智慧道路、智慧高速等领域建设	20
图 27: 24H1, 六大新兴业务新签合同额 530 亿元, 同比+15.47%, 占新签合同总额 26%, 同比+4%	21
图 28: 24H1, 工业化建造新签合同额 306 亿元, 占新兴业务新签合同额 57.7%	21
图 29: 24H1, 建材科技集团实现营收 111.02 亿元, 同比-10.79%	21
图 30: 24H1, 建材科技集团实现净利润 3.42 亿元, 同比+17.53%	21
图 31: 24Q1-3, 公司建材工业新签订单 220.0 亿元, 同比+2.69%	22
图 32: 公司预拌混凝土和预制构件产业国内布局	22
图 33: 公司预拌混凝土和预制构件产业上海分布	22
图 34: 上海建工房产有限公司产品与服务包括住宅地产、商业地产、责任地产、高端酒店、物业服务和城市更新	23

图 35: 2023 年, 公司房产开发收入 83.32 亿元, 同比-37.3%.....	23
图 36: 24Q1-3, 公司房产开发业务新签订单 52.94 亿元, 同比-54.33%	23
图 37: 24H1, 仅临港新片区金港西九置业有限公司盈利 1.76 亿元 (单位: 亿元)	24
图 38: 截至 24H1, 公司预售售房款 99.76 亿元, 同比 2023 年底+21.34%.....	24
图 39: 上海二手房成交数量总体上升并趋于稳定	24
图 40: 2017-2024 年, 公司购置土地金额合计 357.5 亿元	24
图 41: 2023 年, 水利投资完成额同比+10.1%	26
图 42: 2023 年, 水务固定资产投资额同比+4.3%.....	26
图 43: 上海建工水利水务重点拓展水利工程、智慧水务和污水收集与处理等领域	27
图 44: TMSR 系统示意图	30
图 45: 2024M1-11, 全国光伏累计新增装机量 206.3GW, 同比+25.88%.....	31
图 46: 24H1, 上海光伏累计新增装机量 0.47GW, 同比+27.03%.....	31
图 47: 公司在光伏领域建设龙南佳苑分布式光伏和上海三菱电梯 5.9MW 分布式光伏项目等项目	31
图 48: 厄立特里亚科卡金矿项目	32
图 49: 24H1, 黄金销售 23786 盎司, 同比-24.9%.....	32
图 50: 24H1, 黄金销售业务实现毛利润 1.42 亿元, 同比-25.8%; 毛利率 38.3%, 同比-7.0pct.....	32
图 51: 2023 年, 长三角区域省市一般预算收入占一般预算支出比例较高, 财政压力较小	34
图 52: 2016-2023 年, 公司应收类资产总资产占比下降 5.03pct	35
图 53: 2021-24Q3, 公司长期应收款保持 200 亿元左右	35
图 54: 24H1, 公司 1 年以内应收款占比 62.33%.....	35
图 55: 24H1, 披露 PPP 项目浙江省占比 40.03%	36
图 56: 24H1, 披露 PPP 项目中已竣工占比 60.73%	36
图 57: 2020-2023 年, BT 及 PPP 项目投资额持续下降	36
图 58: 2023 年, 企业自由现金流为 154.48 亿元, 同比+196.70%.....	36

表 1: 2016-2023 年, 建筑施工与建材工业营业收入 CAGR 分别为+12.99%/+22.51%	7
表 2: 到 2025 年, 长三角地区在基础建设多个方面设立发展目标	12
表 3: 2024 年, 上海市在基建、房建、工业等领域共安排 191 项重大工程正式项目	13
表 4: 上海市将加快形成“中心辐射、两翼齐飞、新城发力、南北转型”的空间新格局	15
表 5: 上海市城市更新六大行动目标	16
表 6: 上海市综合交通发展“十四五”指标发展目标	17
表 7: 2023 年, 建筑施工业务, 上海建工麾下 6 个以建筑施工为主营业务的公司实现净利润 17.54 亿元	19
表 8: 公司旗下主要房地产开发业务平台 2023 年仅临港新片区金港西九置业有限公司盈利	23
表 9: 2022 年以来, 上海建工累计竞得 6 块土地所有权, 全部位于上海核心区	25

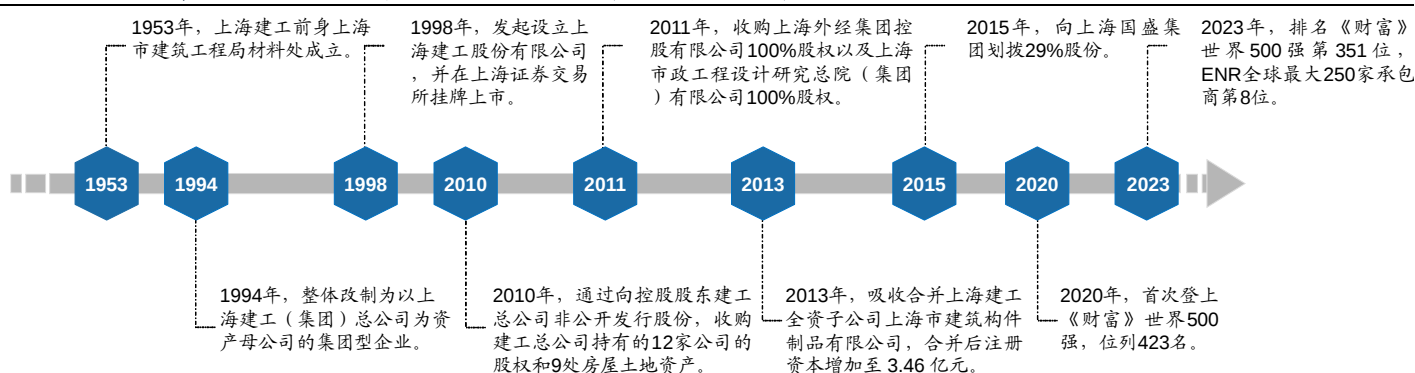
表 10: 上海市水系统治理“十四五”规划	26
表 11: 2024 上半年, 公司水利水务中标总金额 35.9 亿元	27
表 12: 2024 年, 上海市出台多项政策推动核电、光伏领域发展	28
表 13: 第四代核电站主要堆型情况	29
表 14: 2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆项目中标情况 (标红为公司中标项目)	30
表 15: 各省份再融资专项债披露规模一览	33
表 16: 公司建筑施工、设计咨询等五大传统核心业务立足上海, 聚焦长江三角洲, 覆盖全国多个城市地区	34
表 17: 分业务新签订单预测	37
表 18: 分业务收入及毛利率预测表	38
表 19: 期间费用预测表	39
表 20: 盈利预测表	39
表 21: 可比公司估值表 (截止收盘价 12 月 30 日)	40

一、上海龙头工程国企，扩展多赛道业务布局

（一）实控人为上海市国资委，地方综合建筑龙头企业

沪上建筑龙头“老店”，布局建筑全产业链。公司前身为创立于1953年的上海市人民政府建筑工程局，1994年整体改制为集团型企业，1998年发起设立上海建工股份有限公司，并在上海证券交易所挂牌上市，2010年和2011年，经过两轮资产重组，完成整体上市。公司施工承包、设计咨询、建材工业、城市建设投资、房产开发五大事业群稳健发展，综合实力逐年增强，根据公司年报，2020年公司首次登上《财富》世界500强，2023年，排名《财富》世界500强第351位，ENR全球最大250家承包商第8位。

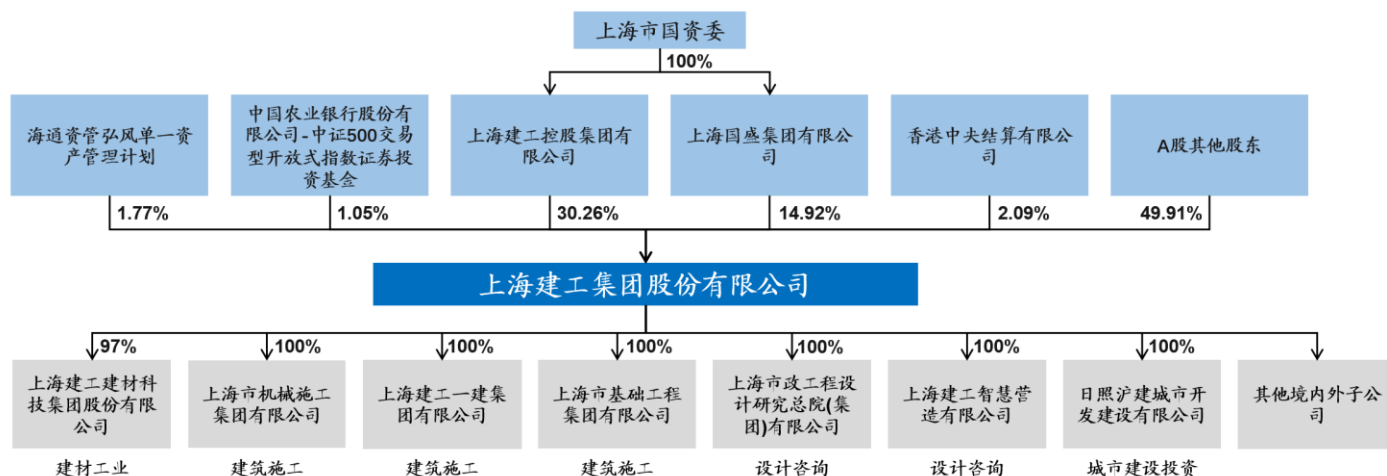
图1：公司前身为1953设立上海市建筑工程局材料处、于1998年上市



数据来源：公司官网、iFinD、广发证券发展研究中心

公司实控人为上海市国资委，上海建工控股集团为控股股东。截至24Q3，上海建工控股集团、上海国盛集团分别直接持有公司30.3%、14.9%股权，合计达45.2%，公司实控人为上海市国资委。截至24H1，公司旗下65家子公司，包括上海建工建材科技集团股份有限公司、上海市政工程设计研究总院（集团）有限公司、上海建工一建集团有限公司等，涉及建筑施工、设计咨询、房产开发、城市建设投资、建材工业等业务，形成完整产业链。

图2：截至24Q3，公司实际控制人为上海市国资委

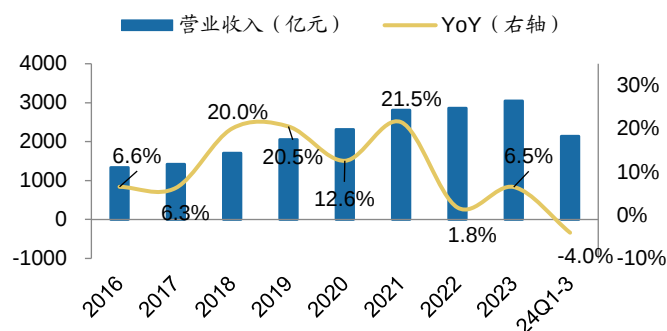


数据来源：iFinD、公司财报、广发证券发展研究中心

（二）经营规模稳步扩张，短期业绩受地产行业影响承压

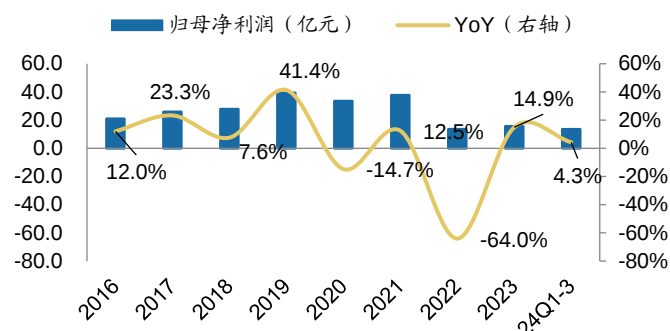
公司收入规模稳步扩张，受地产行业影响业绩受损。营收端，受益于地产行业快速发展，根据iFinD，2016-2023年，公司营收由1337亿元增至3046亿元，CAGR+12.5%。24Q1-3，公司实现营收2140亿元，同比-4.0%，系宏观经营环境影响，项目施工及收入确认节奏不及预期；利润端，根据iFinD，2016-2021年，公司归母净利润由21.0亿元升至37.7亿元，后由于不可抗因素影响和房地产行业景气度低迷及调控政策影响，归母净利润大幅下降。24Q1-3，公司实现归母净利润13.5亿元，同比+4.3%，业绩同比改善。

图3：2016-2023，公司营收CAGR+12.5%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图4：24Q1-3，公司归母净利润同比+4.3%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

建筑施工和建材工业板块规模持续扩张，毛利率水平总体稳定。分业务看，根据iFinD，2023年，公司建筑施工、建材工业、房产开发、城市建设投资、设计咨询收入分别占比87.0%/5.5%/2.7%/0.6%/1.9%，其中，建筑施工及建材工业板块占比提升较快，2016-2023年，板块收入CAGR分别达+13.0%/+22.5%，营收占比分别上升2.7/2.5pct。毛利端，根据iFinD，2023年，建筑施工、建材工业、房产开发、城市建设投资、设计咨询毛利润占比为74.4%/8.5%/0.3%/5.7%/5.1%；毛利率分别为7.5%/13.7%/1%/90%/23.5%，房产开发毛利率下降显著系地产行业需求紧缩，其他板块业务毛利率水平总体稳定。

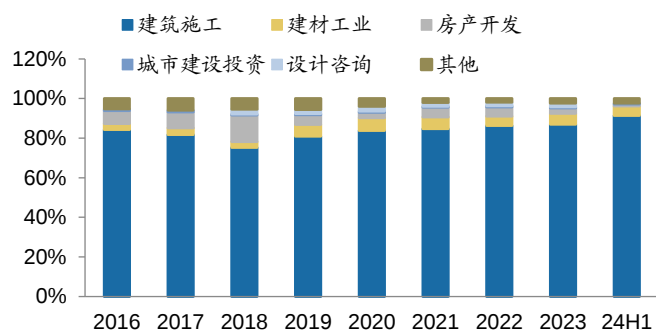
表1：2016-2023年，建筑施工与建材工业营业收入CAGR分别为+12.99%/+22.51%

单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
总营业收入	1337	1421	1705	2055	2313	2811	2860	3046	1460
YOY	6.56%	6.30%	20.03%	20.49%	12.57%	21.50%	1.77%	6.50%	1.11%
综合毛利率	10.22%	10.47%	11.25%	10.29%	9.67%	9.43%	9.04%	8.87%	7.62%
分业务营收									
建筑施工	1127	1162	1284	1663	1939	2382	2470	2650	1334
YOY	4.1%	3.1%	10.5%	29.6%	16.6%	22.8%	3.7%	7.3%	4.4%
收入占比	84.3%	81.8%	75.3%	80.9%	83.8%	84.7%	86.3%	87.0%	91.4%
毛利率	8.0%	7.9%	7.7%	7.3%	7.5%	8.2%	7.5%	7.5%	6.5%
建材工业	40.5	47.9	50.3	121.9	148.8	166.6	134.9	167.6	70.0
YOY	10.6%	18.4%	4.9%	142.5%	22.1%	12.0%	-19.0%	24.2%	-8.0%

收入占比	3.0%	3.4%	2.9%	5.9%	6.4%	5.9%	4.7%	5.5%	4.8%
毛利率	15.3%	12.3%	11.5%	8.3%	11.5%	9.3%	13.0%	13.7%	12.8%
房产开发	87.4	114.2	228.8	100.6	63.1	138.5	132.9	83.3	13.5
YOY	46.9%	30.7%	100.4%	-56.0%	-37.3%	119.5%	-4.1%	-37.3%	-62.0%
收入占比	6.5%	8.0%	13.4%	4.9%	2.7%	4.9%	4.6%	2.7%	0.9%
毛利率	24.5%	20.0%	21.9%	37.1%	20.9%	7.3%	5.6%	1.0%	10.0%
城市建设投资	10.4	11.8	8.6	12.0	14.3	12.9	17.1	17.2	6.5
YOY	-21.2%	13.3%	-27.2%	39.2%	19.7%	-9.6%	31.9%	0.9%	-5.7%
收入占比	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%
毛利率	91.8%	99.1%	98.6%	96.5%	95.2%	95.5%	85.0%	90.0%	88.2%
设计咨询	-	-	42.3	43.4	54.1	52.4	53.1	58.6	-
YOY	-	-	-	2.6%	24.6%	-3.0%	1.3%	10.3%	-
收入占比	-	-	2.5%	2.1%	2.3%	1.9%	1.9%	1.9%	-
毛利率	-	-	31.8%	28.7%	31.2%	31.8%	32.3%	23.5%	-
其他	71.5	85.0	91.9	113.7	93.7	58.4	52.5	69.9	35.3
YOY	14.8%	18.9%	8.1%	23.8%	-17.6%	-37.7%	-10.1%	33.2%	-49.6%
收入占比	5.3%	6.0%	5.4%	5.5%	4.1%	2.1%	1.8%	2.3%	2.4%
毛利率	13.5%	19.0%	30.5%	27.5%	-3.6%	48.7%	59.8%	40.9%	25.5%

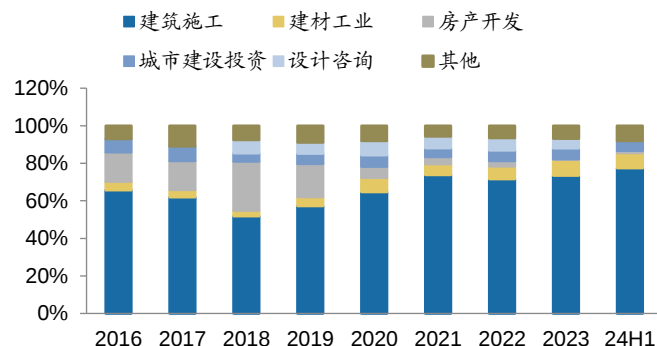
数据来源：公司财报、iFinD、广发证券发展研究中心

图5：24H1，公司建筑施工业务营收占比91.4%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

图6：24H1，公司建筑施工业务毛利占比77.5%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

订单端：2016-2023年，除城市建设投资外，各业务均总体增长。根据公司经营公告，2016-2023年，公司新签订单合计从2149亿元上升至4318亿元，CAGR达+10.5%，其中建筑施工/建材工业/设计咨询均实现较快增长，2016-2023年CAGR分别为+11.3%/20.3%/17.3%，新签订单增长维持一定强度。24Q1-3，宏观经营压力较大，业主资金端承压，公司新签订单增长受到压制，期间公司新签订单合计2778亿元，同比-9.2%。

表2: 2016-2023年, 公司新签订单CAGR达+10.5%

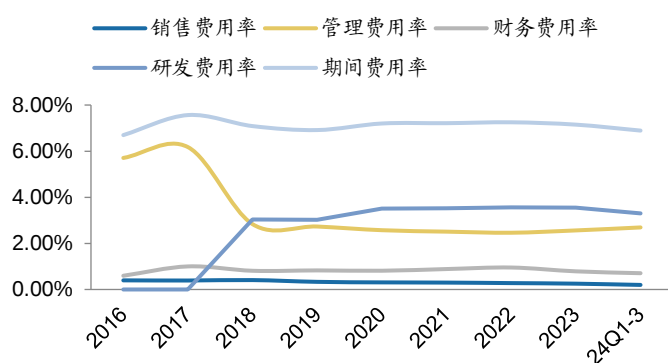
单位: 亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3
建筑施工	1652	2001	2468	3026	3129	3528	3682	3494	2313
YoY		21.1%	23.3%	22.6%	3.4%	12.8%	4.4%	-5.1%	-5.5%
设计咨询	74.7	121.7	161.5	187.7	209.7	235.4	229.8	228.7	141.7
YoY		62.9%	32.7%	16.2%	11.7%	12.3%	-2.4%	-0.5%	-8.1%
建材工业	77.7	115.9	138.8	175.4	206.0	242.2	273.8	282.8	220.0
YoY		49.2%	19.8%	26.4%	17.5%	17.6%	13.1%	3.3%	2.7%
房产开发	120.0	125.2	120.1	59.8	92.4	161.4	160.4	169.4	52.9
YoY		4.3%	-4.1%	-50.2%	54.5%	74.7%	-0.6%	5.6%	-54.4%
城市建设投资	178.7	156.5	87	66.0	85.3	148.5	0.4	0.7	0.1
YoY		-12.4%	-44.4%	-24.1%	29.2%	74.1%	-99.7%	75%	-83.3%
其他	46.7	60.3	61.6	93.8	145.3	109.9	170.3	142.4	49.5
YoY		29.1%	2.2%	52.3%	54.9%	-24.4%	55%	-16.4%	-61.2%

数据来源: 公司新签合同情况公告、广发证券发展研究中心

(三) 公司费用管控良好, 现金流有望进一步改善

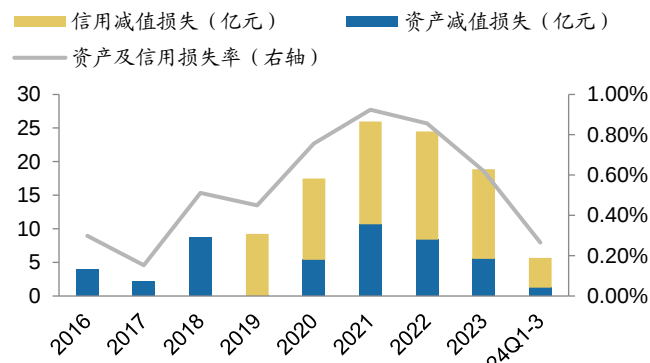
期间费用管控良好, 减值损失同比改善。费用端, 公司费用管控逐渐优化, 研发费用率提升幅度较大, 根据iFinD, 2023年, 公司期间费用率7.15%, 其中, 管理、研发、销售、财务费用率分别同比2018年-0.27/+0.51/-0.16/-0.02pct。24Q1-3, 公司期间费用率6.89%, 同比+0.08pct。减值端, 根据iFinD, 公司2021年计提减值损失达到顶峰合计25.97亿元, 减值损失率0.92%, 同比+0.17pct, 主要系存货跌价损失增加3.7亿元, 合同资产减值增加1.3亿元; 信用减值损失率0.54%, 同比+0.02pct。此后公司计提减值损失规模逐年下降, 2022-2023减值损失率分别同比-0.07/-0.24pct。24Q1-3, 公司资产及信用减值损失合计5.7亿元, 减值损失率0.27%, 同比-0.21pct。

图7: 2023年, 公司期间费用率7.15%, 同比-0.1pct



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

图8: 24Q1-3, 公司减值损失率 0.27%, 同比-0.21pct

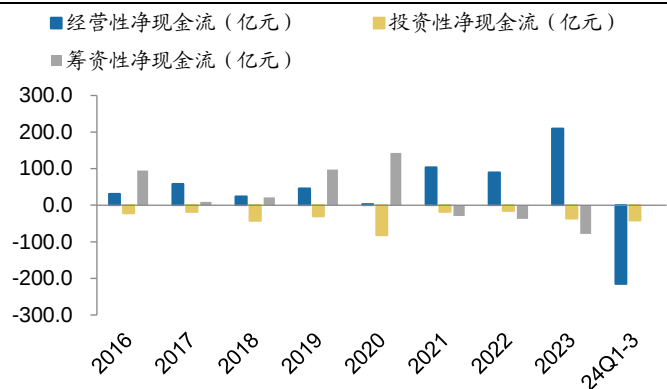


数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

经营性现金流承改善趋势, 短期略有承压。根据iFinD, 2016-2023年, 经营性净现金流均实现净流入, 2016-2023年公司合计经营性净现金流对归母净利润覆盖比例为263.7%。2023年公司经营性现金流净流入209.8亿元, 同比多流入120.2亿元, 系公司加强项目结算, 收取工程款及预收房产销售款大幅增加; 收现比106.5%, 同比

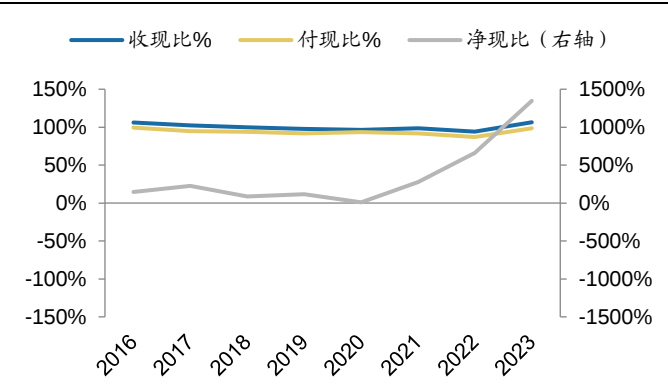
12.3pct；付现比98.4%，同比11.4pct；经营性现金流对归母净利润覆盖比例1346.7%，2021-2023年提升幅度较大主要系公司2020年经营性现金流仅净流入3.16亿元，后逐渐恢复且分母端有所受损。根据iFinD，24Q1-3，公司经营性现金流净流出214.9亿元，同比多流出159.0亿元；收现比109.2%，同比6.6pct；付现比117.9%，同比11.7pct。

图9：24Q1-3，公司经营性/投资性/筹资性净现金流分别流出214.9/41.9/0.3亿元



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

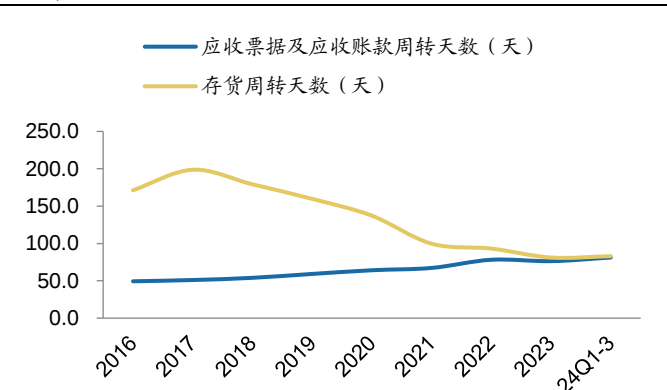
图10：2023年，公司收现比/付现比/净现比分别为106.5%/98.4%/1346.7%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

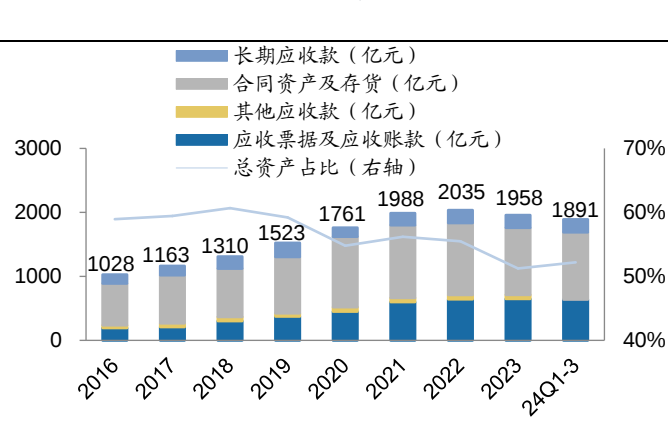
存货周转速度稳步提升，应收类资产规模得到控制。周转端，近年来，公司存货周转速度快速提升，根据iFinD，2023年，公司存货周转天数81.1天，同比2017年大幅下降117.6天；应收账款及票据周转速度变缓，短期略有改善，2023年，公司应收账款及票据周转天数76.3天，同比2017年提高25.3天，同比2022年下降1.9天。应收端，根据iFinD，2016-2023年，应收类资产从1028亿元上升至1958亿元，截至24Q3，公司应收类资产合计1891亿元，自2021年以来，公司应收类资产规模维持在2000亿元规模上下，保持相对稳定。

图11：2023年，公司应收票据及应收账款周转天数/存货周转天数分别为81.1天/76.3天



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

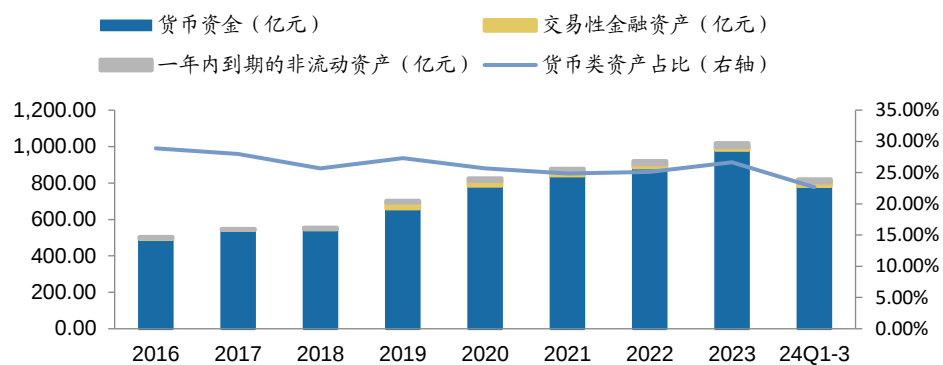
图12：2016-2023年，应收类资产合计CAGR为+9.6%



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

在手货币类资产充裕，未来经营有保障。根据iFinD，2016-2023年，公司货币类资产从503.7亿元上升至1018.9亿元，CAGR+10.6%。2024年Q1-3，公司货币类资产为820.8亿元，同比+2.9pct，货币类资产占总资产比例22.7%，同比+3.3pct，在手货币类资产相对充足，未来发展有保障。

图13: 截至24Q3, 公司货币类资产820.8亿元, 占比22.7%



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

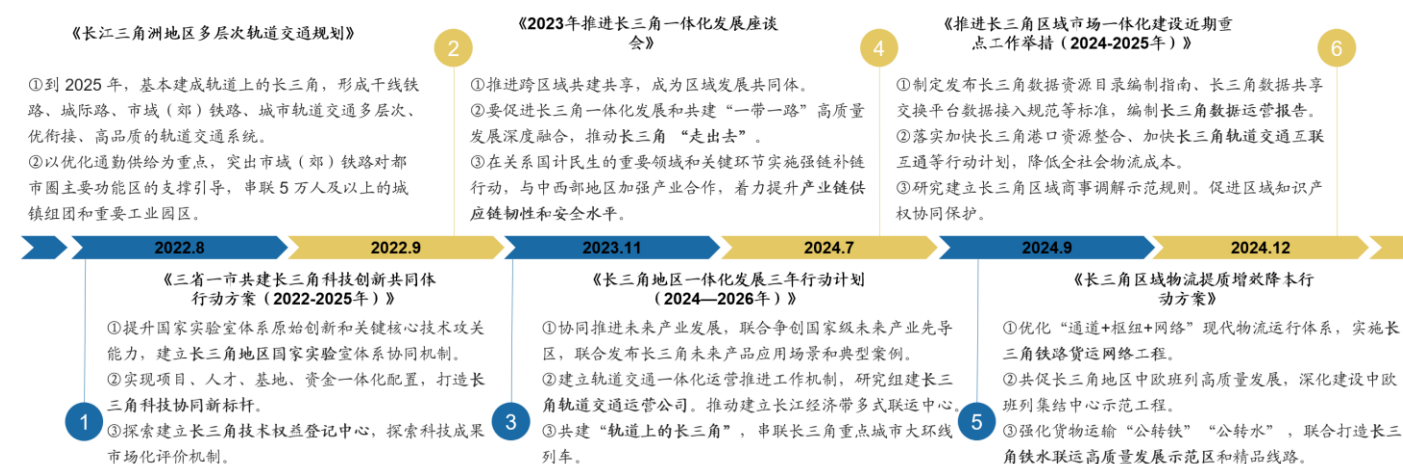
二、稳固大上海、决胜长三角，聚焦万亿 GDP 城市

(一) 需求端：长三角一体化提速叠加上海发力城市更新，公司基本盘稳固

1. 长三角一体化稳步推行，公司深度布局

政策端：国家与长三角地区城市出台多个政策持续推进长三角一体化发展。根据《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》和《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》到2025年，长三角地区预计建成铁路网密度和高速公路密度507/500公里/万平方公里、轨道交通总里程和干线铁路营业里程2.2/1.7万公里、城际铁路营业里程和市域（郊）铁路营业里程和城市轨道交通营业里程1500/1000/3000公里、常住人口城镇化率达到70%。上海建工紧密围绕长三角一体化的国家战略进行布局，24H1，公司长三角区域业务比重达到84%，上海地区新签订单占比达76%。

图14：国家与长三角地区城市出台多个政策持续推进长三角一体化发展



数据来源：上海市政府、中国政府网、上海市发改委、上海发布、广发证券发展研究中心

表2：到2025年，长三角地区在基础建设多个方面设立发展目标

长三角地区发展目标	单位	2025年	当前建设情况（2023年）
铁路网密度	公里/万平方公里	507	484*
高速公路密度	公里/万平方公里	500	407*
常住人口城镇化率	%	70	73*
轨道交通总里程	万公里	2.2	-
干线铁路营业里程	万公里	1.7	1.5（2024M11）
城际铁路营业里程	公里	1500	-
市域（郊）铁路营业里程	公里	1000	-
城市轨道交通营业里程	公里	3000	3161

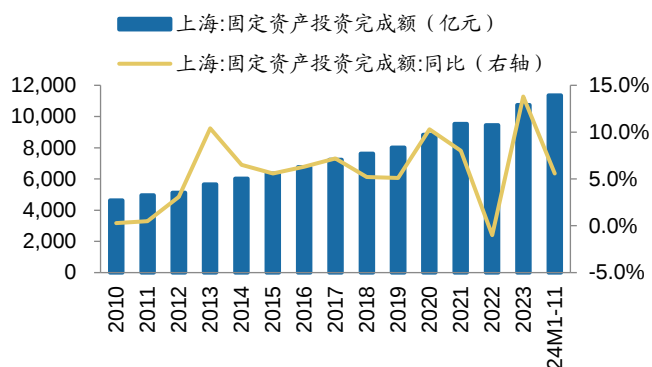
数据来源：Wind、《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》、《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》、国家统计局、广发证券发展研究中心

注：标注“*”的数据为计算所得，铁路网密度=铁路里程数/面积、高速公路密度=高速公路里程/面积、常住人口城镇化率=城市常住人口/总人口

2. 上海地区发力空间新格局，城市更新贡献增量

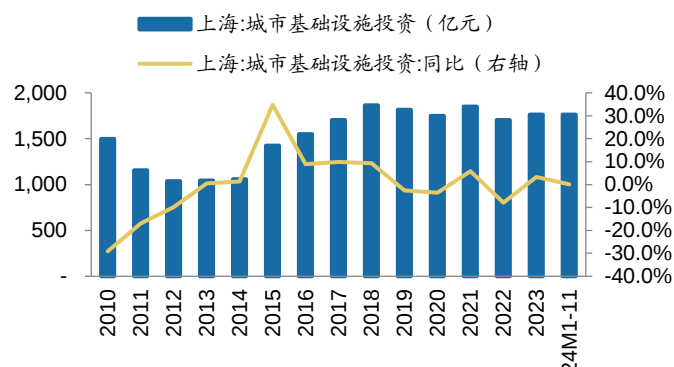
回顾看：上海固定资产总投资额稳步增长，重大工程项目投资持续推进。根据Wind，2024M1-11，上海市固定资产总投资额9882亿元，同比+5.6%。近年来上海城市基础设施投资强度稳定在1700亿元以上，2024M1-11，上海市城市基础设施投资1434亿元，同比+0.1%。**2024年，上海市安排重大工程191项，计划投资2300亿元，对未来实物工作量形成支撑。**根据上海建工2024年半年报，2024年，上海市安排市重大工程正式项目191项，年度计划投资2300亿元，计划新开工项目10个、基本建成项目25个。其中包含基建类项目55项，房建类项目24项，工业类项目30项，能源类项目10项，水利水务类项目15项，基建、房建、工业相关投资维持较高强度。

图15: 2023年，总投资额9093亿元，同比+13.4%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图16: 2023年，上海地产投资占比65.4%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表3: 2024年，上海市在基建、房建、工业等领域共安排191项重大工程正式项目

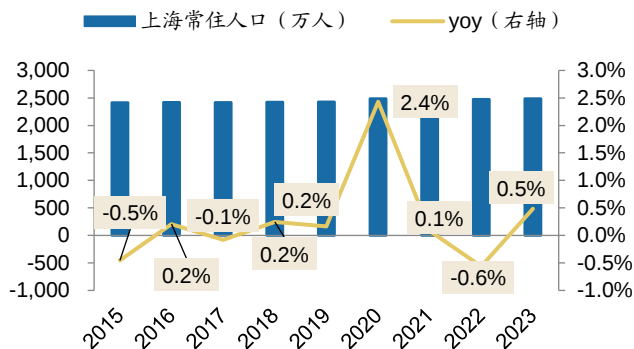
分类	建设状态	代表性项目	数量(个)
基建	新开工	周邓公路快速化工程	2
		北青公路（外青松公路-华徐公路）改扩建工程	
		北横通道新建工程	
	建成	银都路越江隧道	6
		虹桥商务区东片区综合改造市政配套二期和轨道交通17号线西延伸（东方绿舟站-西岑站）	
		漕宝路快速路新建工程	
	在建	浦东国际机场四期扩建	47
		外环西段交通功能提升工程	
房建	新开工	上海体育学院杨浦校区长海路399号改扩建	2
		上海电力大学临港校区三期	
		上海市疾病预防控制中心	
	建成	瑞金医院消化道肿瘤临床诊疗中心	3
		上海市医疗器械检验研究院整体迁建	
		立信会计金融学院浦东新校区	
	在建	上海出版印刷高等专科学校奉贤校区一期	19
		上海市公共卫生临床中心应急医学中心	
工业	新开工	中国船舶集团总部上海科研基地	2
		普洛斯桃浦智慧冷链产业园	
	建成	鼎泰半导体12英寸自动化晶圆制造中心项目	5

	在建	中微临港产业化基地	23
		盛美半导体设备研发与制造中心	
		中航商用航空发动机公司产业基地建设项目	
		积塔半导体特色工艺生产线项目	
		上海江丰临港基地电子专用材料产业化项目	
能源	新开工	外高桥一厂扩容量替代	2
		金山海上风电场一期	
	在建	磁-惯性约束聚变能源系统关键物理技术项目	8
		漕泾综合能源中心二期工程	
		宁德时代未来能源技术研发及产业化基地项目	
水利水务	建成	泰和污水处理厂扩建工程	2
		郊区污水处理污泥处置工程（西岑）	
	在建	横沙浅滩固沙保滩稳定河势（横沙大道外延）工程先行段	13
		合流污水一期干线复线工程	
		浦东新区“一横一纵”骨干河道建设工程（北横河、外环运河）	

数据来源：上海市政府、广发证券发展研究中心

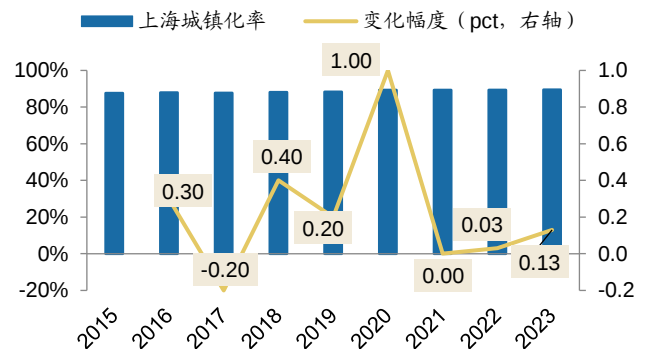
展望看：上海城镇化已经处在较高水平，未来在城市空间格局优化上仍存建设空间。根据中国统计年鉴，2023年，上海常住人口2487万人，同比+0.5%；上海城镇化率89.46%，已经处在较高水平。**目标看：上海市推进城市布局优化，塑造城市空间新格局。**根据上海十四五纲要规划，上海市将加快形成“中心辐射、两翼齐飞、新城发力、南北转型”的空间新格局，中心城区聚焦提升城市活力和品质，“两翼齐飞”目标将临港打造成为对标国际的自由贸易区、张江从“园区”向“城区”转变，未来上海持续建设空间仍在。

图 17：2023 年，上海常住人口 2487 万人，同比+0.5%



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

图 18：2023 年，上海城镇化率 89.46%，同比+0.13pct



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

表4: 上海市将加快形成“中心辐射、两翼齐飞、新城发力、南北转型”的空间新格局

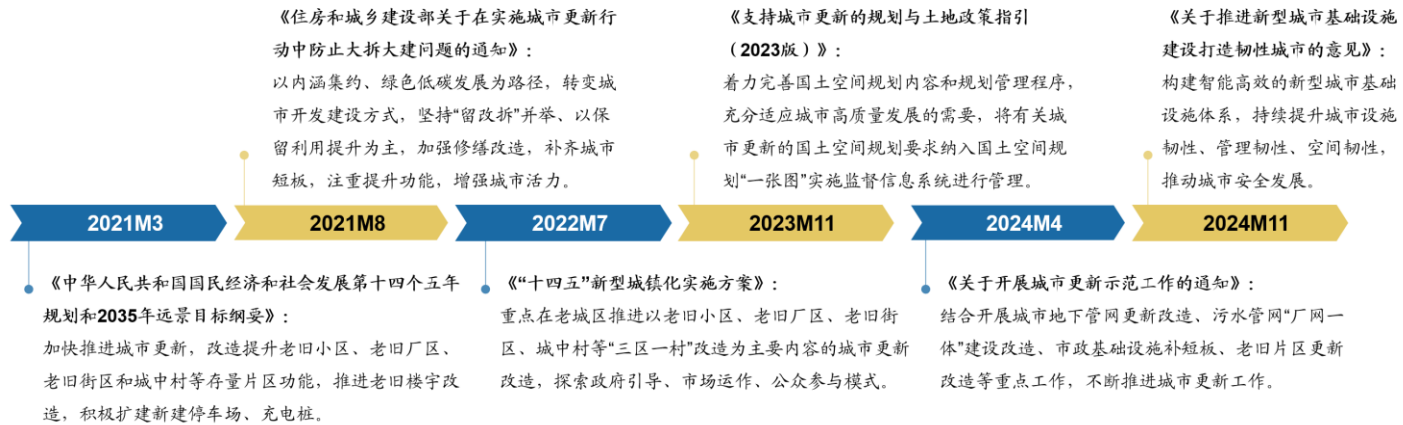
空间新格局	建设目标
中心辐射	聚焦提升城市活力和品质，突出中央活动区核心功能，提升城市副中心和主城片区的综合服务与特色功能，不断增强集聚配置和服务辐射国内外高端资源要素的能力。对标世界级滨水区，提升“一江一河”沿岸地区功能。提升城市副中心服务功能，完善真如、江湾-五角场、张江、金桥等副中心的商业、休闲、文体等公共服务设施布局。
两翼齐飞	临港新片区：对标国际竞争力最强的自由贸易区，更好发挥开放政策和制度的吸引力，助力形成一批千亿级产业集群，打造一批更高开放度的功能型平台，初步构建世界一流滨海城市的框架形态和功能。 张江科学城：加快推动张江“园区”向“城区”转变，实施科学城扩围和空间布局优化，加快科学城北区重大科学基础设施集群建设，加快南区高端产业功能培育。 虹桥商务区：积极服务长三角一体化发展和中国国际进口博览会，努力成为长三角区域畅通循环的枢纽节点。 长三角一体化示范区：聚焦先行启动区，加强一体化制度先行先试，重点在规划体制协调一致、生态环境共保共治、产业发展合作共赢、交通基础设施互联互通等方面形成一体化发展示范。
新城发力	嘉定新城：成为具有创新活力、人文魅力、综合实力的科技教化之城和沪苏合作桥头堡，深化世界级汽车产业中心承载区建设，集聚发展新能源和智能网联汽车、智能传感器、健康医疗等产业。 青浦新城：成为承载长三角一体化发展和进博会战略功能，引领绿色创新发展和江南文化传承的生态宜居之城，依托环城水系公园建设，统筹推进岸线开发、产业集聚及存量资源更新。 松江新城：依托长三角 G60 科创走廊建设高铁时代产城融合的科创人文生态之城，做大做强电子信息、集成电路、人工智能、生物医药等战略性新兴产业集群，推进大学城与新府城融合发展。 奉贤新城：成为上海南部滨江沿海发展走廊上具有鲜明产业特色和独特生态禀赋的节点城市。 南汇新城：全面建设与临港新片区功能相契合的高能级、智慧型、现代化未来之城，聚焦前沿产业以及新型国际贸易、跨境金融、现代航运、信息服务、专业服务现代服务业，建设国际人才服务港、顶尖科学家社区等载体平台。
南北转型	金山地区：全面落实“两区一堡”战略定位，坚持化工产业向精细化绿色化升级，推动金山第二工业区深度转型，发展新型显示、碳纤维等先进材料、生命健康及无人航空器等产业集群，使金山成为“上海制造”重要承载区和科创成果转化区。 宝山地区：以科技创新引领区域转型再塑，依托南大、吴淞科创功能集聚区，加速推动科技成果转化和产业化，全面推进产城融合创新发展、新兴产业创新发展，使宝山成为全市科技创新中心建设的主阵地之一。

数据来源：上海十四五规划纲要、广发证券发展研究中心

细分方向看：上海城市更新或进一步支撑房建市场需求，交通建设投资或受益“十四五”规划维持一定强度。

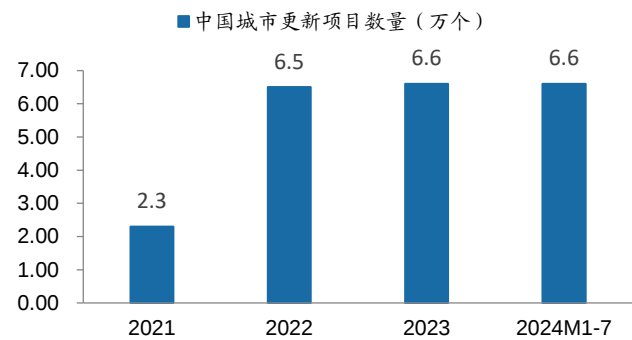
①城市更新政策支持力度大，项目数量快速提升。2021年3月，城市更新首次被写入政府工作报告和“十四五”规划以来，2021-2023年，中国城市更新项目数量从2.3万个逐年增至6.6万个，投资强度在2022年达峰值5.8亿元。截至2024年7月，2024年全国已实施城市更新项目超过6.6万个，累计完成投资2.6万亿元，城市更新项目数量和投资额均已达到去年水平。2024M11，相关部门出台《关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见》，提出推动城市基础设施数字化改造，构建智能高效的新型城市基础设施体系，持续提升城市设施韧性、管理韧性、空间韧性等一系列措施引领城市更新进程推进，投资力度或迎加强。

图19：近年来，国家层面出台多个政策助力城市更新建设



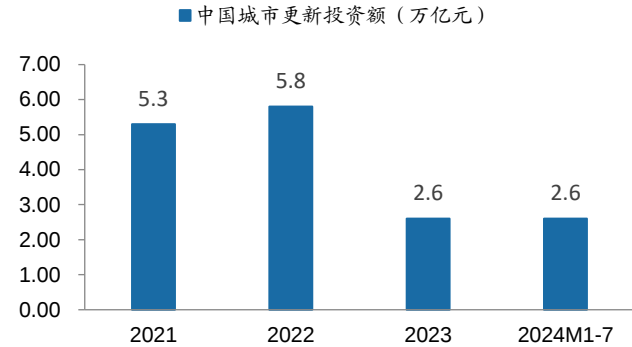
数据来源：住房和城乡建设部、新华社、财政部、发展改革委、自然资源部、广发证券发展研究中心

图20：2021-2023年，中国城市更新项目数量从2.3万个逐年增至6.6万个



数据来源：人民日报、中国城市规划网、新华社、广发证券发展研究中心

图21：截至2024年7月，全国城市更新累计完成投资2.6万亿元



数据来源：人民日报、中国城市规划网、新华社、广发证券发展研究中心

上海积极响应推进城市更新建设，相关目标规划清晰。根据《上海市城市更新行动方案（2023—2025年）》，政府计划以区域更新为重点，分层、分类、分区域、系统化推进城市更新，在坚持规划引领、健全管理体制机制、加大政策供给和支持力度、加强重点项目储备和组织实施、搭建城市更新信息化平台和建立评估考核机制的基础上重点开展城市更新六大行动，计划重点开展10个以上综合性区域更新项目、加快推进“两旧一村”改造工作、完成3个以上历史风貌保护项目，推进3个以上重点产业集聚区提质增效，盘活产业用地3万亩，相关目标规划清晰。

表5：上海市城市更新六大行动目标

六大行动	2025 年目标任务
综合区域整体焕新行动	重点开展 10 个以上综合性区域更新项目，重点推进“一江一河”沿岸地区、外滩“第二立面”、衡复历史风貌区、北外滩、吴淞创新城、虹桥国际中央商务区等区域更新。
人居环境品质提升行动	加快推进“两旧一村”改造工作，全面完成中心城区零星二级旧里以下房屋改造，基本完成小梁薄板房屋改造。中心城区周边“城中村”改造项目全面启动。
公共空间设施优化行动	加快补齐公共服务短板，盘活存量用地、用房用于各类公共设施建设。其中包括：“15 分钟社区生活圈”、“高品质”校园、“美丽街区”、“公园城市示范点”、燃气老化管道改造、配电网升级改造、慢行交通示范区、海绵城市、应急避难场所。

历史风貌魅力重塑行动	完成 3 个以上历史风貌保护区、风貌保护街坊、风貌保护道路项目，推进 3 个以上历史古镇保护修缮和更新利用示范项目，打造 15 个以上历史建筑保护修缮和活化利用示范项目。推进山阴路风貌保护区城市更新等项目。
产业园区提质增效行动	到 2025 年，推进 3 个以上重点产业集聚区提质增效，盘活产业用地 3 万亩。
商业商务活力再造行动	推动 3 个以上市、区级传统商圈改造升级，打造 6 个国家级“一刻钟便民生活圈”和 100 个市级“一刻钟便民生活圈”，完成 5 个以上商务楼宇改造升级或转化利用项目。

数据来源：上海市政府办公厅、广发证券发展研究中心

②交通建设目标清晰，投资或维持一定强度。根据《上海市综合交通发展“十四五”规划》，“十四五”期间，上海要巩固提升国际海空枢纽能级，逐步释放洋山深水港区四期自动化码头产能，推进浦东机场四期扩建，打造世界一流的航空枢纽设施，加快建设机场联络线、21号线、两港快线等多层次轨道交通，打造高效便捷的机场集疏运体系，预期2025年，国际海空港集装箱年吞吐量达4700万标准箱以上，航空旅客年吞吐量达1.3亿人次以上、货邮年吞吐量达410万吨以上；完善多层次轨道交通建设，包括铁路通道、公路通道以及水运网络，提高长三角交通互联互通水平。

表6：上海市综合交通发展“十四五”指标发展目标

指标	单位	基准值 -2020	目标值 -2025	当前建设情况 -2023
集装箱年吞吐量	万标准箱	4350	> 4700	4900
集装箱水水中转比例	%	51.6	> 52	58
航空旅客年吞吐量	亿人次	1.22（2019 年）	> 1.3	0.97
航空货邮年吞吐量	万吨	406（2019 年）	> 410	379.2
上海中心城到毗邻城市时间	分钟	部分城市 >60	60	-
上海主要枢纽到长三角 主要城市时间	分钟 分钟	部分城市 >60	60	-
全市工作日日均公共交通客运量	万乘次	1780 （2019 年）	>1900	-
中心城轨道交通站点 600 米半径 范围内常住人口覆盖比例	%	49	> 55	-
轨道交通市区线 and 市域（郊）铁路运营总里程公里预期性	公里	785	960	896（2024M12）
中心城绿色交通出行比例	%	73（2019 年）	≥ 75	-
新能源和清洁能源公交车比例	%	67	96	88.50

数据来源：上海市政府、上海交通公众号、上海地铁、广发证券发展研究中心

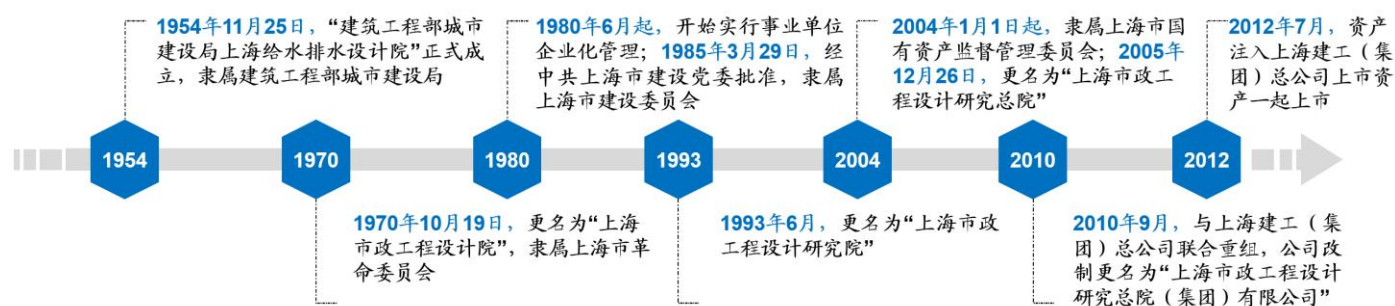
（二）设计、施工、建材全产业链覆盖，专长超高难度项目

公司建筑施工、设计咨询和建材工业核心地位显著，竞争优势突出。作为公司核心业务，在建筑施工以及设计咨询板块，公司已取得多项甲级资质，覆盖领域广，已承接项目多；在建材工业板块，公司下设全资子公司上海建工建材科技集团股份有限公司，产业链齐全，业务辐射广。在设计咨询板块，公司下设全资子公司上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司（以下简称“上海市政总院”）。

1. 规划、设计牵引接力总承包，公司旗下市政总院竞争实力强

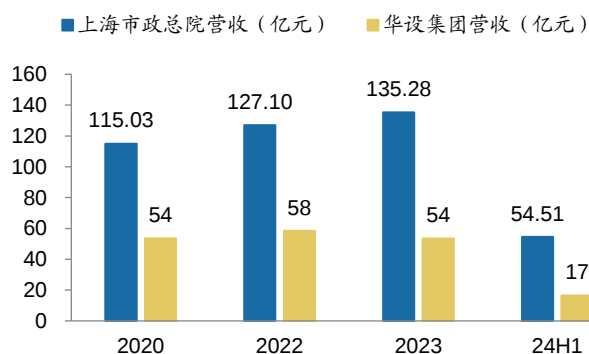
设计咨询业务底蕴深厚，充分发挥联动先动作用。公司设计咨询业务起步早，目前内设3家具有甲级设计资质大型勘测设计企业。上海市政总院拥有工程设计综合资质甲级、工程咨询单位甲级资质和工程勘察综合类甲级资质。上海市政总院市场竞争实力较强，盈利能力加速提升。营收端：根据iFinD，2023年，上海市政总院实现营收135.28亿元，同比+6.43%；净利润6.74亿元，同比+11.59%；净利润率4.98%，同比+0.23pct，公司年收入规模已超过百亿，且盈利能力持续提升，具备一定市场竞争力。

图22：上海市政总院前身为上海市政工程设计院，2010年与上海建工联合重组



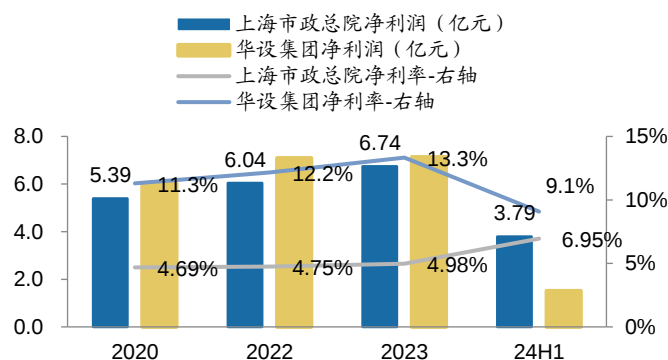
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图23：24H1，上海市政总院实现营收54.51亿元，同比+3.8%



数据来源：iFinD、公司中期票据募集说明书、公司债券募集说明书、广发证券发展研究中心

图24：24H1，上海市政总院实现净利率7.0%，同比+0.71pct



数据来源：iFinD、公司中期票据募集说明书、公司债券募集说明书、广发证券发展研究中心

2. 数字赋能工程业务，聚焦新型业务发力高质量转型

公司建筑施工业务经营扎实，超高难度建筑物建造能力强。公司建筑施工业务涵盖房屋工程、建设工程、专业工程、建筑装饰等领域。旗下子公司进行专业化分工，使得公司在该领域具有传统优势。公司旗下一建集团擅长机电设备安装、建筑装修装饰、建筑设计；二建集团拥有“逆作法”、超大超深基坑、“盖挖法”、超高层建筑、预制装配式建筑、既有建筑功能再开发等一批核心技术优势；四建集团以房建、基础设施、机电安装、高级装饰为主要业务；机械施工集团拥有钢结构、大市政和地下工程三大专业版块，承担超高层、大型场馆、公共建筑、轨道交通、城市道路等系列产品；基础集团业务亿基建、房建工程为主。2023年，公司旗下一、二、四建收入规模均超过300亿元，旗下主要建筑施工平台收入规模合计1391亿元。

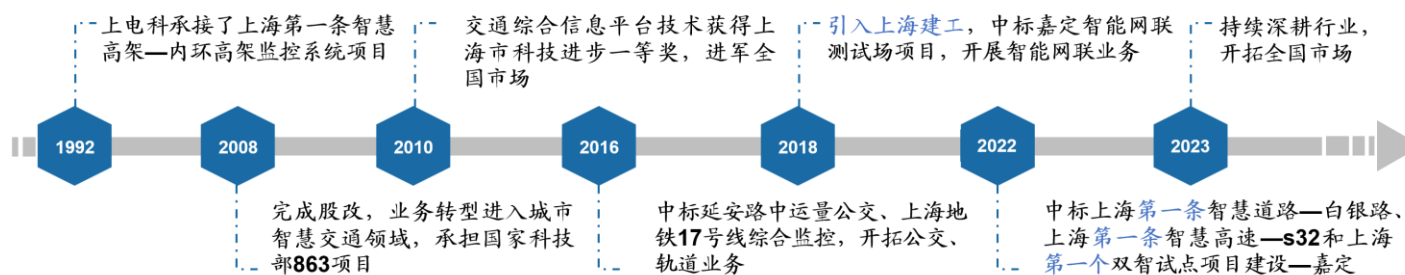
表7：2023年，建筑施工业务，上海建工麾下6个以建筑施工为主营业务的公司实现净利润17.54亿元

子公司名称	主营业务	优势领域	2023 年营业收入（亿元）	2023 年净利润（亿元）	持股比例
上海建工一建集团有限公司	建筑施工	具有房屋建筑施工总承包特级资质和建筑行业（建筑工程）甲级设计资质	387.45	2.72	100%
上海建工二建集团有限公司	建筑施工	房屋建筑工程施工总承包特级、建筑工程设计甲级资质	300.67	3.19	100%
上海建工四建集团有限公司	建筑施工	建筑工程施工总承包特级资质	329.21	3.56	100%
上海市机械施工集团有限公司	建筑施工	轻型钢结构工程设计专项甲级，建筑幕墙工程设计专项乙级资质	119.29	3.35	100%
上海园林(集团)有限公司	建筑施工	市政一级、建筑一级、水利水电一级、装饰一级、环保一级、古建一级、文保等资质	144.10	1.82	100%
上海市基础工程集团有限公司	建筑施工	工程勘察专业类（岩土工程（设计））甲级资质和工程勘察专业类（工程测量）乙级资质	112.58	2.91	100%
合计			1391.31	17.54	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

深耕智能交通，赋能交通基建。根据2018年12月12日大众公用《出让股权暨关联交易公告》，2018年，上海建工子公司上海建工集团投资有限公司注资上海电科智能系统有限公司持股30%，发力智慧交通与基建领域。上海电科技术处于行业领先地位，拥有6个国家级质量监控检验中心，获得过国家科技进步二等奖和国家优质工程奖等国家级奖项。项目经验方面，公司完成国内TOCC功能最全的上海交委指挥中心、上海首条全路域车路协同的开放道路嘉定新城白银路已经上海第一条中运量公交系统延安路中运量公交（71路）等代表性项目。

图25：上海电科聚焦智能交通，2018年上海建工间接持股30%



数据来源：上海建工与电科智能“车路云一体化”建设解决方案、广发证券发展研究中心

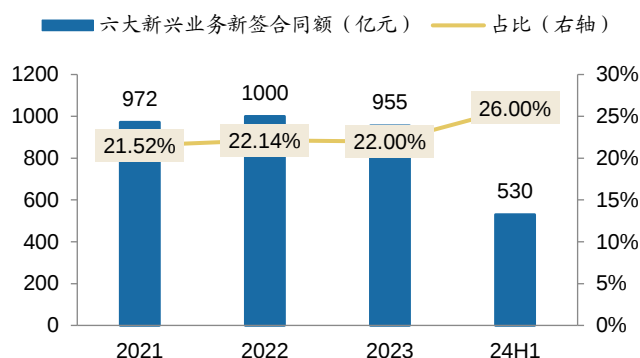
图26：上海电科积极参与智慧道路、智慧高速等领域建设



数据来源：上海建工与电科智能“车路云一体化”建设解决方案、广发证券发展研究中心

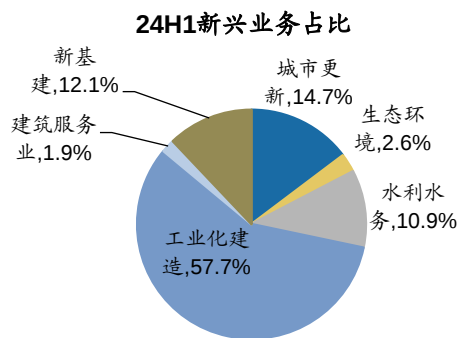
聚焦新兴业务发展，助力高质量转型发展。近年来公司积极拓展城市更新、水利水务、生态环境、工业化建造、建筑服务业、新基建领域等六大新兴市场。根据公司半年报，24H1，六大新兴业务情况好转，新签合同额530亿元，同比+15.47%，占比26%，同比+4%，主要系工业化建造、水利水务新签合同增加。**结构看**，工业化建造在新兴业务占比最大，24H1为58%。高质量转型有望推动项目回款速度提高，现金流情况改善。

图27: 24H1, 六大新兴业务新签合同额530亿元, 同比+15.47%, 占新签合同总额26%, 同比+4%



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 28: 24H1, 工业化建造新签合同额 306 亿元, 占新兴业务新签合同额 57.7%

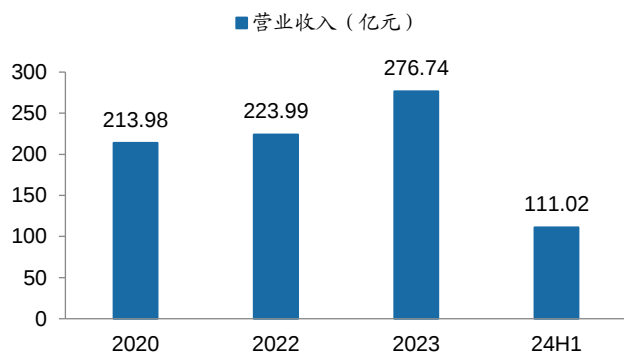


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

3. 布局建材行业，打通全产业链

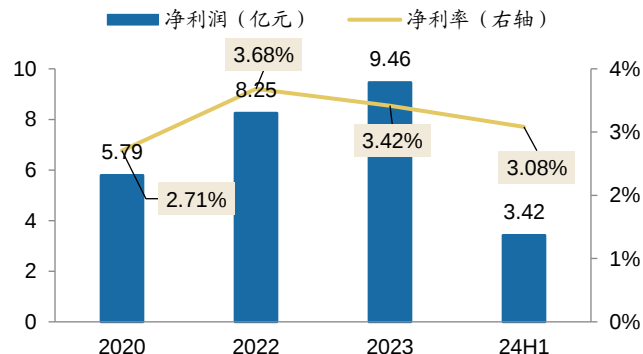
旗下全资子公司建材科技集团为建材工业龙头企业。建材科技具有超高泵送混凝土等各类高性能功能化混凝土的研发和生产能力。根据公司2023年年报，2023年，建材科技生产混凝土5500万立方米（位居上海第一、全国第三、世界第五），同比+34%；砼构件78万立方米，同比+8%；钢构件27.7万吨，同比+3.7%。**营收端**，根据iFinD，2023年，建材科技实现营收276.74亿元，同比+23.55%；24H1，实现营收111.02亿元，同比-10.79%。**利润端**，根据iFinD，2023年实现净利润9.46亿元，同比+14.67%，净利率3.42%，同比-0.26pct；24H1，实现净利润3.42亿元，同比+17.53%，净利率3.08%，同比+0.74pct。新签端，根据公司经营公告，24Q1-3，公司建材工业实现新签订单220.0亿元，同比+2.69%。

图29: 24H1, 建材科技集团实现营收111.02亿元, 同比-10.79%



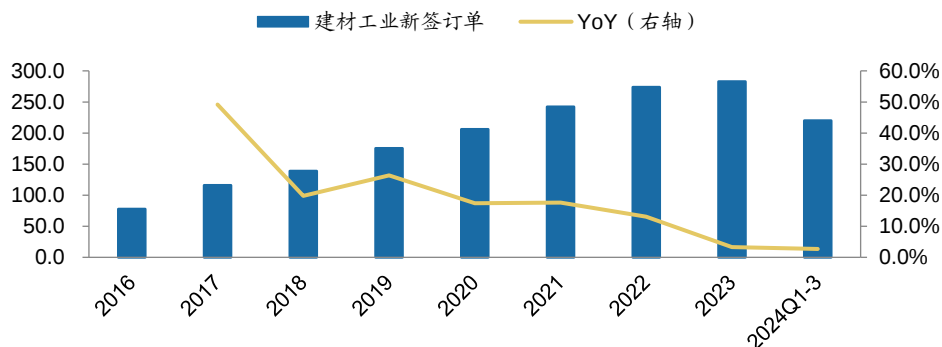
数据来源: iFinD、公司中期票据募集说明书、广发证券发展研究中心 注: 2021 年相关数据未披露完全

图 30: 24H1, 建材科技集团实现净利润 3.42 亿元, 同比+17.53%



数据来源: iFinD、公司中期票据募集说明书、广发证券发展研究中心 注: 2021 年相关数据未披露完全

图31: 24Q1-3, 公司建材工业新签订单220.0亿元, 同比+2.69%



数据来源: 公司经营公告、广发证券发展研究中心

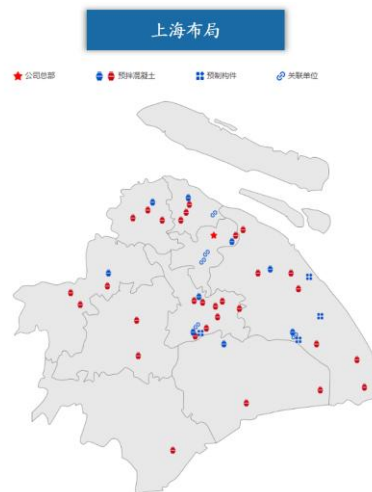
建材科技集团产业布局集中。国内看, 公司预拌混凝土和预制构件产业集中分布在上海、江苏、浙江等东部沿海省份; 此外, 预拌混凝土产业分布在江西、安徽等地, 预制构件分布在海南等地。**上海区域看,** 预拌混凝土和预制构件产业以公司总部为中心向西北、东南、西南方向布局, 整体仍集中在上海市中、东部地区。

图32: 公司预拌混凝土和预制构件产业国内布局



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

图33: 公司预拌混凝土和预制构件产业上海分布



数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

（三）地产：亏损有望逐步企稳，拿地聚焦头部市场

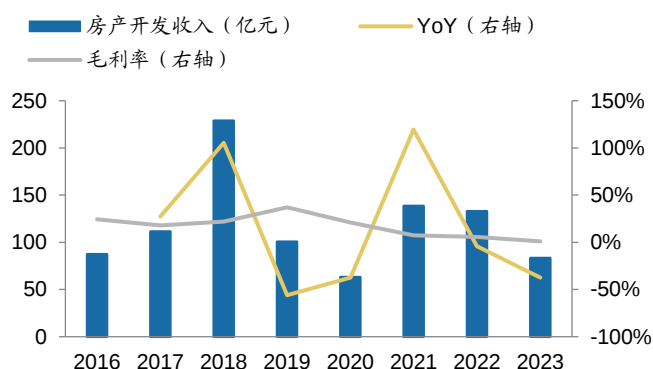
公司房产开发业务包含房地产开发建设、销售、租赁以及物业管理等服务，短期经营承压。地产相关业务主要由全资子公司建工房产负责。建工房产多年来按照“住宅为主和多元并举”的方针，主要以开发中高档住宅和保障性住房为主，辅以商业写字楼、标准厂房。收入端：受宏观经济及地产行业影响，公司房产开发业务经营承压，2023年，公司房地产业务实现营业收入83.32亿元，同比-37.3%；毛利率1.03%，同比-4.57pct。新签端：24Q1-3, 公司房产开发业务新签订单52.94亿元，同比-54.33%。

图 34：上海建工房产有限公司产品与服务包括住宅地产、商业地产、责任地产、高端酒店、物业服务和城市更新



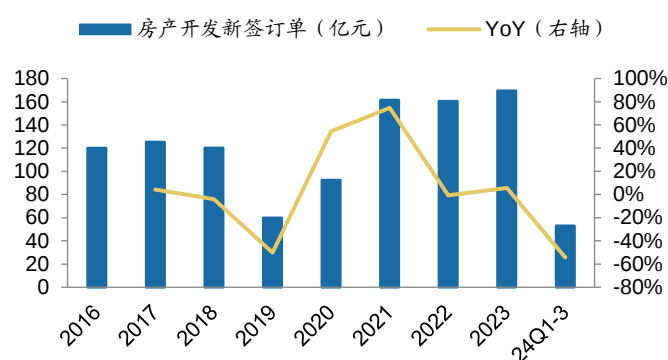
数据来源：建工房产官网、广发证券发展研究中心

图 35：2023 年，公司房产开发收入 83.32 亿元，同比-37.3%



数据来源：广发证券发展研究中心

图 36：24Q1-3，公司房产开发业务新签订单 52.94 亿元，同比-54.33%



数据来源：广发证券发展研究中心

房产开发板块当前仍处在亏损状态，从销售情况看业务或已筑底。子公司经营情况看，公司旗下建工房产、天住集团以及临港新片区金港西九置业有限公司 2023 年合计实现收入 128.74 亿元，受行业景气下行影响，净利润合计亏损 16.93 亿元，仅临港新片区金港西九置业有限公司盈利 1.76 亿元。公司房开业务销售情况改善，2023 年及 24H1，公司预收售房款逐步回升，24H1，公司预售售房款 99.76 亿元，同比 2023 年底 +21.34%。考虑预售售房款到确认收入仍需 1-2 年传导过程，公司房产开发业务或迎改善。

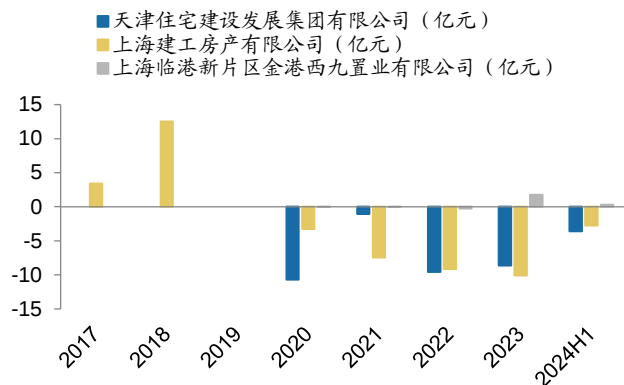
表 8：公司旗下主要房地产开发业务平台 2023 年仅临港新片区金港西九置业有限公司盈利

子公司名称	主营业务	优势领域	2023 年营业收入 (亿元)	2023 年净利润 (亿元)	持股比例
上海建工房产有限公司	房地产开发	产品涵盖住宅、商业、办公、酒店等；经营模式由单一开发销售转为开发销售和置业经营多元化模式转型。	69.80	-10.09	100%
天津住宅建设发展集团有限公司	房地产开发	拥有集土地整理、科研、设计、房地产开发、构配件生产、新型建材与住宅部品制造、建筑施工、装饰装修、节能与环境检测、房屋销售、物业运营管理于一体的完整产业链和一条绿色建筑的流水生产线	42.16	-8.61	51%

上海临港新片区		房地产开发经营、建设工程施工设计、房屋租赁、物业管理、商业综合体管理服务	11.78	1.76	49%
金港西九置业有	房地产开发				
限公司					
总计			123.74	-16.93	

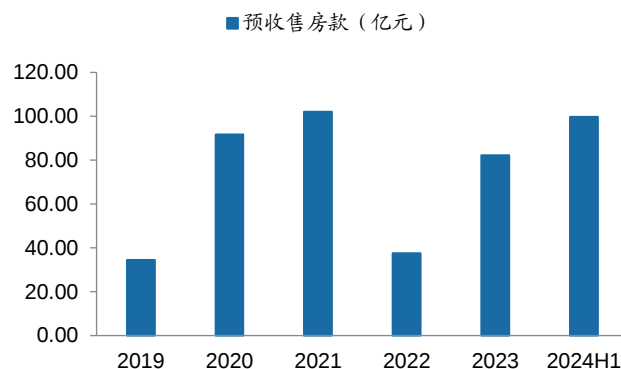
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图37：24H1，仅临港新片区金港西九置业有限公司盈利1.76亿元（单位：亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

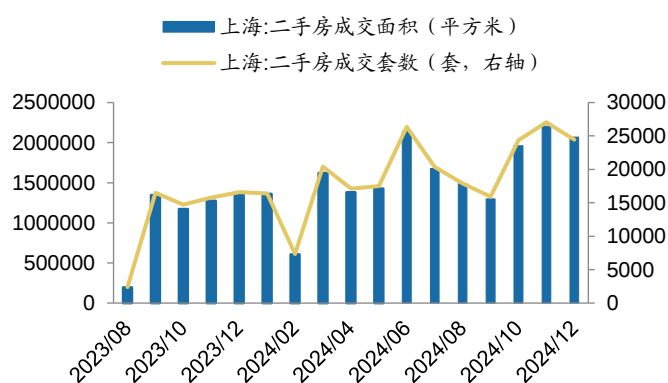
图38：截至24H1，公司预售售房款99.76亿元，同比2023年底+21.34%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

上海二手房楼市回暖，公司拿地强度有所提升。根据iFinD，受益于需求端政策持续出台，现阶段上海二手房成交套数总体呈现上升趋势，未来或推动置换链条运转带动房市好转。公司拿地情况看，2016-2023年，公司年度拿地投资额从123.91亿元降至9.07亿元，近期有所回暖，2024年，根据公司关于竞得土地使用权的公告，公司竞得三块土地所有权，分别花费28.71/3.92/4.32亿元，分别用作住宅与征收安置房以及商服用地，已超过2022-2023年全年购置土地金额。

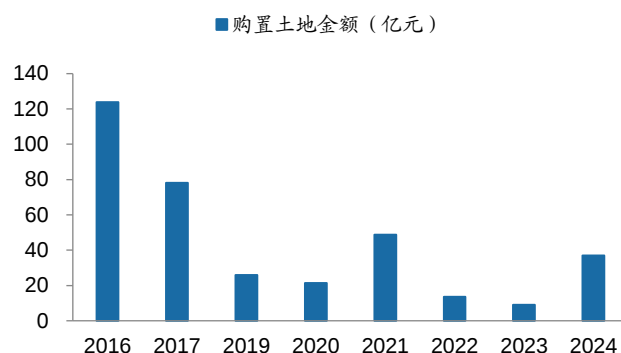
图39：上海二手房成交数量总体上升并趋于稳定



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心

注：2024M12数据截止至12.26日

图40：2017-2024年，公司购置土地金额合计357.5亿元



数据来源：公司关于竞得土地使用权的公告、广发证券发展研究中心

注：数据由公司关于竞得土地使用权的公告梳理得到，2018年公司相关数据未公布，截至日期2024/12/28

表9：2022年以来，上海建工累计竞得6块土地所有权，全部位于上海核心区

序号	项目位置	时间	用途	土地总面积 (平方米)	投资金额 (亿元)	投资比例
1	位于上海市杨浦区大桥街道 113 街坊，东至眉州路，南至居民小区，西至 S-06 地块，北至规划昆明路。	2022/7/27	住宅	22478.3	27.64	49%
2	位于上海市嘉定区菊园新区，东至柳菊路，南至沪宜公路，西至基地边界，北至竹筴路	2023/3/13	租赁住房	21224.3	2.65	100%
3	位于上海市闵行区莘庄镇 215 街坊 P1，P2，东至秀涟路，南至战斗河，西至 13A-08A 地块，北至黎康路	2023/4/21	住宅	12957.8	13.09	49%
4	位于上海市杨浦区东外滩，东至临青路，南至杭州路，西至规划三星路，北至规划润玉路	2024/11/28	住宅	19462.7	28.71	100%
5	位于上海市浦东新区新场镇，东至 02-02 公共绿地，南至 02-02 公共绿地，西至新环西路，北至雪霁路	2024/12/2	征收安置房	29213.0	3.91	100%
6	位于上海市浦东新区惠南镇东城区	2024/12/28	商服用地	291995.2	10.07	42.85%

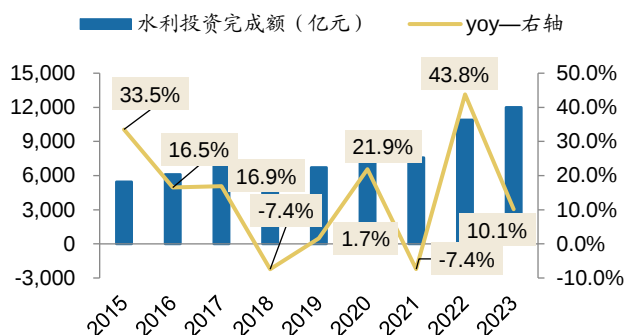
数据来源：公司关于竞得土地使用权的公告、广发证券发展研究中心

三、业务拓展：锚定高景气赛道，开拓水利、电力、矿业业务版图

（一）水利：拓展水利水务业务，有望受益投资加速+区域规划

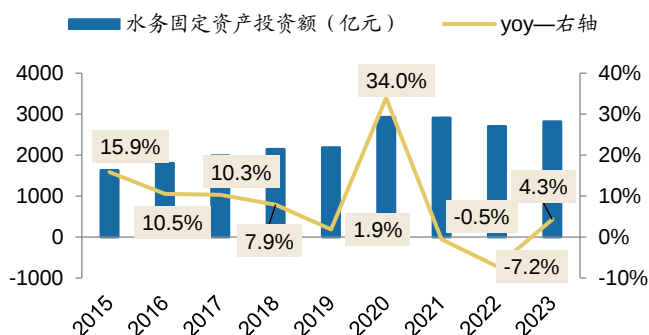
投资端：聚焦安全民生，特别国债提供资金支持。根据Wind，2023年，水利投资完成额11996亿元，同比+10.1%，2015-2023年，水利投资完成额从5452亿元增长到11996亿元，CAGR+10.4%；根据Wind和城乡统计年鉴，2023年，水务固定资产投资额为2817亿元，同比增长4.3%，2015-2023年，水务固定资产投资额由1630亿元增长到2817亿元，CAGR+7.1%。**资金端：**根据2024年3月1日国新办发布会，水利领域全口径安排国债资金额度，涉及水库、河道、堤防、蓄滞洪区等各方面建设。

图41：2023年，水利投资完成额同比+10.1%



数据来源：Wind、2023年全国水利发展统计公报、广发证券发展研究中心

图42：2023年，水务固定资产投资额同比+4.3%



数据来源：Wind、城乡建设统计年鉴、广发证券发展研究中心
注：水务固定资产投资额由每年供水、排水、污水处理与水利利用与节水固定资产投资额的总和测算。

政策端：上海针对安全、环境、资源、管理等多方面提出水治理目标。根据《上海市水系统治理“十四五”规划》，水安全方面，中心城区排水一遇面积占比35%左右，新增河湖面积达到1500公顷，防洪堤防达标率达到90%，水利片外围除涝泵站实施率达到65%；水环境方面，城镇污水处理率达到99%，农村污水处理率达到90%，地表水达到或好于Ⅲ类水体比例达到60%以上，大陆自然岸线保有率达到12%；水资源方面，年用水总量不高于131.4亿立方米，万元GDP用水量较“十三五”末下降16%，降至16立方米，供水水质综合合格率按国标达到99%，水厂深度处理率达到90%，公共供水管网漏损率降至9%；水管理方面，重要河湖水域岸线监管率达到90%。

表10：上海市水系统治理“十四五”规划

类别	指标	2025 目标值
水安全	中心城区城镇雨水排水能力达3-5年一遇面积占比	35%左右
	新增河湖面积	≥1500公顷
	防洪堤防达标率	≥90%
	水利片外围除涝泵站实施率	≥65%
水环境	地表水达到或好于Ⅲ类水体比例	>60%
	城镇污水处理率	≥99%

水资源	农村生活污水处理率	≥ 90%
	大陆自然岸线保有率	≥ 12%
	用水总量	≤ 131.4 亿立方米
	万元 GDP 用水量下降	较“十三五”末下降 16% (降至 16 立方米)
	供水水质综合合格率 (国标)	≥ 99%
	水厂深度处理率	≥ 90%
	公共供水管网漏损率	≤ 9%
	重要河湖水域岸线监管率	≥ 90%
水管理		

数据来源：上海市政府办公厅、广发证券发展研究中心

确定为六大新兴目标市场之一，积极拓展水利水务业务。公司重点布局水利工程（环保疏浚、驳岸与堤防、水工泵闸、水坝水库、农田水利等）、海绵城市与内涝防控、原水与供水系统、污水排放系统、污水收集与处理、污泥处理、中水回用、智慧水务、市政管网综合修复改造等。拥有水利水电工程施工总承包、市政公用工程施工总承包“双壹级”资质，防达标改造工程荣获2021-2022年度中国水利工程优质（大禹）奖。

图43：上海建工水利水务重点拓展水利工程、智慧水务和污水收集与处理等领域



数据来源：上海建工公众号、广发证券发展研究中心

24H1，公司水利水务项目中标金额35.9亿元。根据公司官方公众号，上海建工上半年中标上海浦东·张家浜初期雨水调蓄池建设工程、上海青浦·上达河工业园区段整治工程、上海金山·浦南东片南排通道骨干河道整治工程5标、6标和上海普陀·丽娃河及丽娃支河整治工程等17个大型项目，中标总金额35.9亿元，占全部新签1.7%。

表11：2024上半年，公司水利水务中标总金额35.9亿元

项目名称	主要内容	中标金额 (亿元)
上海金山·浦南东片南排通道骨干河道整治工程 5 标、6 标	改造、疏拓，加强河道护岸的安全改建	2.9
江苏盐城·淮河入海水道二期工程盐城市境内 2023 年度河道工程施工 4 标	节水供水、治理淮河	2.75
浙江宁波·宁波东方理工大学(暂名)校园建设项目永久校区 1、2 号地块(河道及桥梁)总承包工程(I 标段)	河道整治、清淤、老河道填埋、新河道开挖等	1.72
上海浦东·张家浜初期雨水调蓄池建设工程	调蓄池主体工程，设备及安装工程进水管、放空管等排管工程	1.6

上海宝山·原水西环线北段工程 XHB1.5 标	新建泰和西原水泵站及 B23 井、B24 井及附属工程土建及安装总承包施工	1.4
上海青浦·上达河工业园区段整治工程	整治河道长度、挖泥船疏浚、机械开挖土方等	0.83
上海奉贤·2023 年河道护岸应急工程	整治河道、新建与翻建护岸等	0.27
上海普陀·丽娃河及丽娃支河整治工程	截流控污、活水保质、打造沉水植物生态带、设置滨水文景等	0.13
吴淞江工程（上海段）（新川沙河-练祁河）河道工程施工 2 标	土方工程、护岸工程、支河桥梁工程等	4.54
吴淞江工程（上海段）（新川沙河-练祁河）桥梁工程施工 3 标	拆除宝钱公路蒲华塘桥、新建宝钱公路桥及配套地面桥等	2.89
老港生态环保基地排水除涝设施新建工程（一期）	开挖疏拓沟渠长度约 11.98 公里，新改建护岸约 19.92 公里，拆除坝基 5 处，新建箱涵 7 座，新改建泵闸 4 座	2.07
青草沙水库增设排水闸及功能提升工程 SZ1.1 标	增设排水闸 1 座，闸孔总净宽 48 米，同步进行配套的金结、机电工程以及临时工程，新建设施设备用房总建筑面积 190 平方米	3.13
长三角生态绿色一体化发展示范区水乡客厅蓝环工程吴江段（太浦河以北段）项目 EPC 总承包工程	景观提升工程、水生态修复工程、河道整治工程等	5.38
闵行区六磊塘东泵闸工程	新建泵闸 1 座；改造内、外河护岸近 500 米；新建泵闸配套管理房等	2.39
青浦区蓝色珠链水环境综合治理工程（二期）	河道整治、土方疏浚、土方开挖、土方回填等。	1.78
嘉鱼县余码大闸除险加固工程 EPC 总承包	水工建筑物加固改造、电气系统更新改造、金属结构设备加固改造等	1.03
东莞滨海湾新区生态海堤（苗涌至滨海湾大桥段）项目设计施工总承包	修复岸线 2.5 公里，新建海堤 2.12 公里、景观连接桥 3 座、排水箱涵 1 座以及生态基础设施及配套工程	1.09
总计		35.9

数据来源：公司公众号、广发证券发展研究中心

（二）电力：布局能源新领域，开拓核电工程、光伏投建营业务

2024年，上海市出台多项政策推动核电、光伏领域发展。核电领域：根据《上海核电产业高质量发展行动方案（2024-2027年）》，强调打响“上海核电”品牌，规划到2027年，上海核电产业规模达600亿元。光伏领域：根据《上海市2024年碳达峰碳中和及节能减排重点工作安排》，上海推进市内新能源建设，近年力争新增光伏装机60万千瓦以上。根据《上海市加快推进绿色低碳转型行动方案(2024—2027年)》，到2027年，市内光伏装机容量达到450万千瓦。

表12：2024年，上海市出台多项政策推动核电、光伏领域发展

政策文件名称	发布时间	主要内容
《上海核电产业高质量发展行动方案（2024-2027 年）》	2024/3/1	到 2027 年，上海核电产业规模达 600 亿元，核电产业基础高级化和产业链现代化水平显著提升，科技创新有力支撑产业高质量发展，基本建成世界级核电产业中心，打响“上海核电”品牌。
《上海市 2024 年碳达峰碳中和及节能减排重点工作安排》	2024/3/29	推动蒙电入沪前期工作，加快引入市外绿电资源，年内新购市外非化石能源电力 40 亿千瓦时。推进市内新能源建设，力争新增光伏装机 60 万千瓦以上，组织开展新一轮海上风电竞争配置，加快金山一期等近海风电建设。
《关于做好 2024 年上海市可再生能源开发建设有关事项的通知》	2024/9/13	加快陆上风电、光伏电站项目建设。本年度各区拟实施的陆上风电规模 24.841 万千瓦、光伏电站规模 48.896 万千瓦，经上海市电力公司评估可全额保障性消纳，全部纳入 2024 年度陆上风电、光伏电站开发建设方案。

《上海市加快推进绿色低碳转型行动方案（2024—2027 年）》	2024/11/13	全面实施“光伏+”工程，到 2027 年，市内光伏装机容量达到 450 万千瓦。加快推动杭州湾等区域近海风电项目建成并网投运，推动首批深远海风电开发建设。
《关于做好上海市分布式光伏项目管理有关事项的通知》	2024/12/16	该办法旨在推动上海可再生能源和新能源持续健康发展，推进节能减排和能源结构优化。支持范围包括海上风电、常规光伏项目、光伏建筑一体化项目等，并明确了不同项目的支持方式和奖励标准。

数据来源：上海市人民政府、广发证券发展研究中心

1. 抢占四代核电发展先机，承接钍基熔盐堆安装及运维技术研发

第四代核能系统上马，预计2030年全球熔盐反应堆市场规模达41亿美元。1999年6月，美国能源部首次提出了第四代核电站的倡议。2000年1月，美国、英国等共10个有意发展核能的国家，组成了“第四代国际核能论坛”（GIF）。2002年，GIF经过讨论，一致同意开发气冷快堆、铅合金液态金属冷却快堆、熔盐反应堆、液态钠冷却快堆、超高温气冷堆、超临界水冷堆六大系统。截至2023年，我国钠冷快堆和高温气冷堆示范工程已开工，其余堆型仍处于关键技术研发和可行性研究阶段。根据MMR，2030 年全球熔盐反应堆市场规模预计达到 41.55 亿美元，2024-2030 年，CAGR+12.95%。

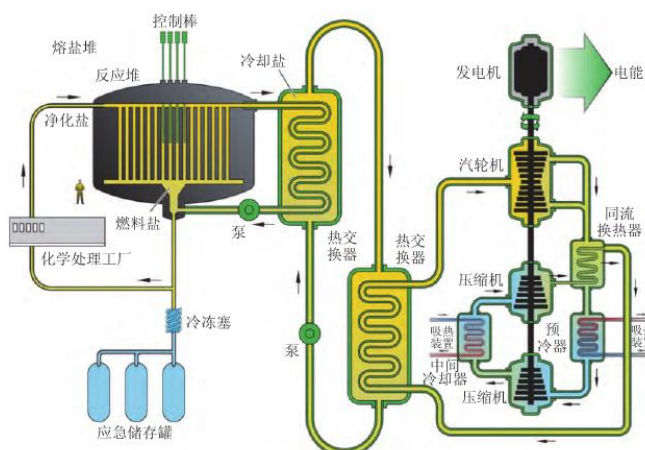
表13: 第四代核电站主要堆型情况

堆型名称	主要优势	技术发展阶段
熔盐反应堆（MSR）	钍资源利用	关键技术和可行性研究
铅合金液态金属冷却快堆（LFR）	小型化多用途	关键工艺技术研究
气冷快堆（GFR）	闭式燃料循环	出现关键技术难以克服的情况
液态钠冷却快堆（SFR）	闭式燃料循环	俄罗斯 BN800 示范快堆建成；我国钠冷快堆示范工程开工
超高温气冷堆（VHTR）	核能的高温利用	我国高温气冷堆示范工程开工
超临界水冷堆（SCWR）	在现有压水堆基础上提高经济性和安全性	关键技术和可行性研究

数据来源：国家原子能机构、广发证券发展研究中心

熔盐反应堆研发提速，中国有望在明年开建全球首钍基熔盐堆（TMSR），TMSR或成为未来能源结构转型的关键。钍基熔盐堆主要由堆本体、回路系统、换热器、燃料盐后处理及发电系统等组成。该堆型采用熔融态混合盐作为冷却剂，高温下可获更高热效率，并保持低蒸汽压。核燃料可溶于冷却剂，简化反应堆结构，使燃耗均匀化，易于后处理。

图44: TMSR系统示意图



数据来源：中国科学院上海应用物理研究所、广发证券发展研究中心

公司进军先进核电领域，签约安装及运维技术服务。2020年9月，公司与上海应物所签署合作协议，共同开展钍基熔盐堆核能系统的实验堆安装技术研发。公司主要负责钍基熔盐堆的安装、调试、运维服务，根据中国政府采购网，2020年12月，中标2MWt液态燃料钍基熔盐实验堆安装服务，金额6655万元；2024年7月，中标2MWt液态燃料钍基熔盐实验堆配合调试和运维技术服务项目。

表14: 2MWt液态燃料钍基熔盐实验堆项目中标情况（标红为公司中标项目）

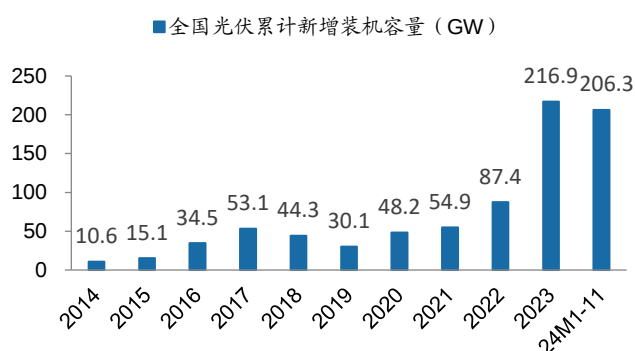
项目名称	类型	中标人	中标时间	中标金额 (万元)
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆滞留盘管设备采购	设备采购	山东核电设备制造有限公司	2019 年 9 月	238
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆安全容器及附件项目	设备采购	苏州海陆重工股份有限公司	2019 年 9 月	350
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆中子源	设备采购	天津市博安科工贸有限公司	2019 年 9 月	166
实验堆辐射监测系统设备（场所辐射监测、控制区出入监测）项目	设备采购	上海新漫传感技术研究发展有限公司	2019 年 10 月	190.4
实验堆辐射监测系统设备（控制区出入监测、环境辐射监测）项目	设备采购	上海新漫传感技术研究发展有限公司	2019 年 10 月	205
实验堆辐射监测系统设备（气载放射性监测、事故后监测）项目	设备采购	西安中核核仪器有限公司	2019 年 10 月	422.88
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆主体装置厂房辐射屏蔽门项目	设备采购	江苏金秋竹集团有限公司	2019 年 11 月	139.5
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆（TMSR-LF1）临堆热室氩气气氛控制系统	系统采购	威格气体纯化科技（苏州）股份有限公司	2020 年 1 月	169.48
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆屏蔽层钢板设备采购	建材采购	上海电气核电设备有限公司	2020 年 1 月	242.5
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆中间板与屏蔽钢板采购	建材采购	苏州海陆重工股份有限公司	2020 年 1 月	299
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆临堆热室设备采购	设备采购	秦皇岛核风设备有限公司	2020 年 5 月	968
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆非能动余热排出系统管道支吊架采购	建材采购	江苏电力装备有限公司	2020 年 8 月	182.8
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆安装服务	安装服务	上海建工集团股份有限公司	2020 年 12 月	6655
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆役前检查无损检验采购	检验服务	中核武汉核电运行技术股份有限公司	2021 年 3 月	241.31
2MWt 液态燃料钍基熔盐实验堆配合调试和运维技术服务项目	调试、运维服务	上海建工集团股份有限公司	2024 年 7 月	738

数据来源：中国政府采购网、广发证券发展研究中心

2. 紧跟上海新能源建设需求，聚焦光伏储能投建营

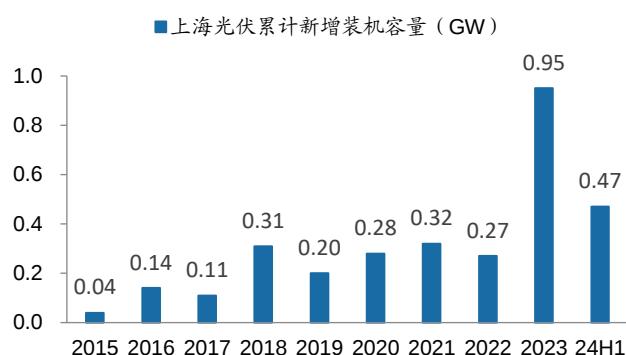
光伏行业需求侧稳健增长。叠加消纳红线放开、产业链价格仍处低位，光伏需求持续增加。全国看，根据国家能源局，2024M1-11，光伏新增装机量206.3GW，同比+25.88%；24M11，光伏新增装机量25GW，同比+17.26%。根据北极星太阳能光伏网，预计2025年装机水平达到273GW。上海市内看，根据国家能源局，2023年，上海市新增装机量0.95GW，同比+251.85%；24H1，新增装机量0.47GW，同比+27.03%，截至24M5，上海光伏累计装机量约3GW。根据《上海市加快推进绿色低碳转型行动方案（2024—2027年）》，到2027年，市内光伏累计装机容量需达到4.5GW，市内需求仍有较大增长空间。

图 45：2024M1-11，全国光伏累计新增装机量 206.3GW，同比+25.88%



数据来源：北极星太阳能光伏网、国家能源局、广发证券发展研究中心

图 46：24H1，上海光伏累计新增装机量 0.47GW，同比+27.03%



数据来源：国家能源局、国际电子商情、广发证券发展研究中心

积极进行绿色低碳探索，拓展光伏新兴业务。公司重点聚焦分布式、集中式光伏、光储一体化、储能等领域投资建设项目，建设龙南佳苑分布式光伏和上海三菱电梯5.9MW分布式光伏等项目。根据公司财报与2023年ESG报告，截止2023年末，公司已投资运营分布式光伏投资运营项目9个，装机容量合计约18MW，为39个光伏项目提供融资租赁服务，装机容量合计约80MW；公司在营光伏电站总发电量突破10861MWh，节约3067吨标准燃煤，减排4562吨二氧化碳。

图47：公司在光伏领域建设龙南佳苑分布式光伏和上海三菱电梯5.9MW分布式光伏项目等项目



龙南佳苑分布式光伏



中威新能源光伏单晶硅片智能工厂



上海三菱电梯5.9MW分布式光伏项目



上海太阳能工程中心光伏建筑一体化

数据来源：公司公众号、广发证券发展研究中心

（三）矿业：持股海外矿企，黄金销售贡献利润

持股海外矿企，业务延伸至黄金销售。2012年9月，通过全资子公司上海外经，公司成功收购扎拉矿业60%股权，拥有科卡金矿的采矿权和探矿权。根据公司《关于扎拉矿业股份公司金矿资源的公告》，截至2020年6月末，科卡金矿采矿权内露天开采范围保有控制资源量1705千吨，金品位3.94克/吨。地下开采范围保有控制资源量4010千吨，金品位4.56克/吨，推断资源量4.77千吨，金品位1.39克/吨。科卡金矿采矿权内保有可信储量5739千吨，平均品位4.04克/吨，金属量23202公斤（约合74.60万盎司）。截至2020年8月，科卡金矿勘探查明金矿近100万盎司，未来仍有较大潜力。

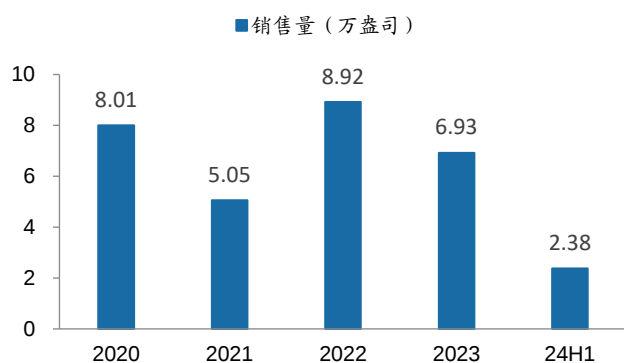
图48：厄立特里亚科卡金矿项目



数据来源：中铝国际工程股份有限公司官网、广发证券发展研究中心

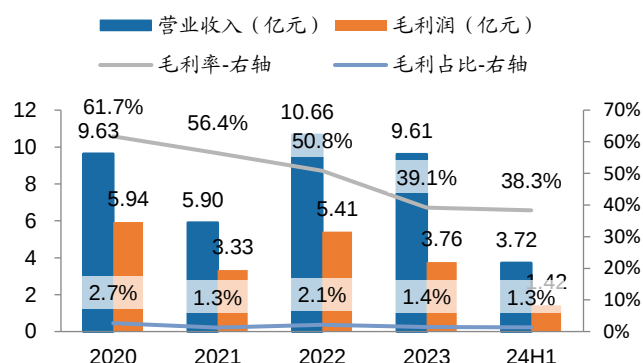
黄金销售业务销售、业绩阶段性承压。销量看，根据公司财报，2023年，黄金销售69253盎司，同比-22.4%；24H1，黄金销售23786盎司，同比-24.9%，产销量下滑主要系金矿品位波动。业绩看，2023年，公司黄金销售业务实现营收9.61亿元/同比-9.8%，实现毛利润1.42亿元/同比-22.4%，占比1.4%；24H1，公司黄金销售业务实现营收3.72亿元，同比-12.2%；实现毛利润1.42亿元，同比-25.8%。24H1，全资子公司上海外经净利润1.01亿元，占公司归母净利润11.3%。

图49：24H1，黄金销售23786盎司，同比-24.9%



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 50：24H1，黄金销售业务实现毛利润 1.42 亿元，同比-25.8%；毛利率 38.3%，同比-7.0pct



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

四、化债额度落地，资产质量及现金流有望持续改善

（一）区域看：长三角经济基础良好，化债有望带动投资扩张

今年2万亿元化债额度已经全部披露，化债发行任务在12月18日完成。根据中国债券信息网，今年2万亿元化债额度已分配至除了广东和上海之外的29个省份。从额度看，化债资金主要下放至长三角、川渝等地区；其中江苏以2511亿元位居首位，占今年2万亿元总额比重约13%。湖南、山东（含青岛）、河南、贵州、四川获得化债额度均超1000亿元，湖北、安徽超900亿元，云南、浙江（含宁波）超800亿元。

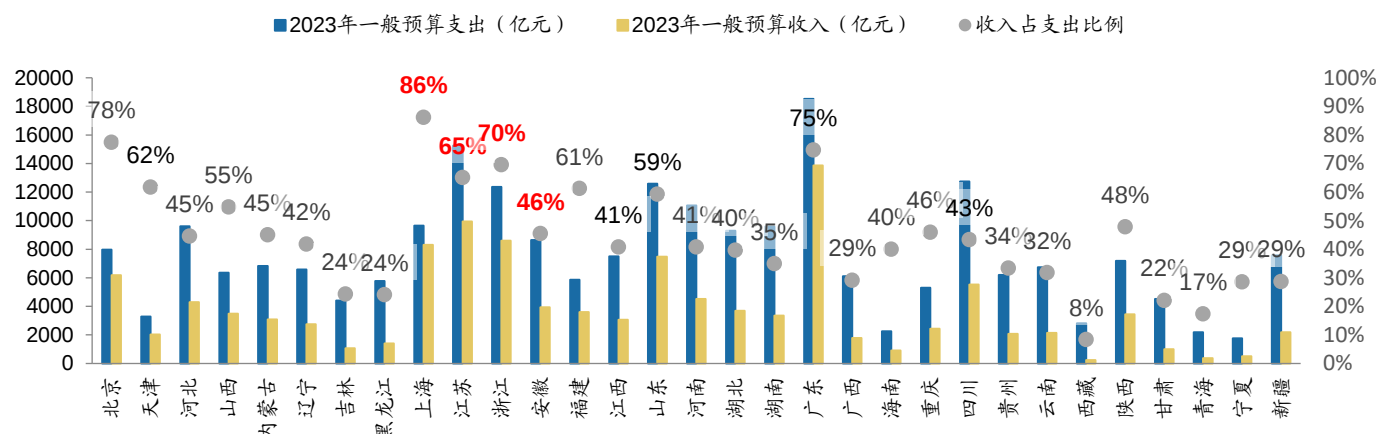
表15：各省份再融资专项债披露规模一览

省份	置换隐性债务的再融资专项债披露规模（亿元）	占比
江苏	2511	12.6%
湖南	1288	6.4%
山东（含青岛）	1255	6.3%
河南	1227	6.1%
贵州	1176	5.9%
四川	1148	5.7%
湖北	982	4.9%
安徽	980	4.9%
云南	878	4.4%
浙江（含宁波）	814	4.1%
辽宁（含大连）	771	3.9%
天津	771	3.9%
重庆	754	3.8%
内蒙古	572	2.9%
陕西	564	2.8%
江西	551	2.8%
广西	515	2.6%
福建（含厦门）	502	2.5%
黑龙江	484	2.4%
甘肃	446.7	2.2%
山西	385	1.9%
吉林	385	1.9%
河北	281	1.4%
新疆	216	1.1%
海南	152	0.8%
宁夏	140	0.7%
西藏	137	0.7%
青海	73	0.4%
北京	47	0.2%
合计	20005.7	100.0%

数据来源：中国债券信息网、广发证券发展研究中心

化债政策落地背景下，经济大省及区域战略所涉省市有望迎投资扩张。2024年12月12日中央经济工作会议提出：支持经济大省挑大梁，鼓励其他地区因地制宜、各展所长。发挥区域协调发展战略、区域重大战略、主体功能区战略的叠加效应。化债大背景下，未来投资领域主要聚焦水利水运、城市更新等“有效投资”，投资区域主要聚焦长三角一体化、西部大开发区域。2023年，长三角区域省市上海/江苏/浙江/安徽一般公共预算收入占一般公共预算支出比例达86%/65%/70%/46%，在31省市中财政压力偏低。投资方面看，24M1-11，长三角省市均录得固定资产投资正增长，上海/安徽/江苏/浙江固投增速分别为5.6%/4.4%/1.5%/0.4%。我们判断，化债资金下达叠加自身财政压力较小背景下，长三角地区具有投资扩张提速的潜力。

图51：2023年，长三角区域省市一般公共预算收入占一般公共预算支出比例较高，财政压力较小



数据来源：iFinD、广发证券发展研究中心 注：标红为长三角区域省市

（二）公司看：上海区域新签占比 79%，投资压降有望改善现金流

公司业务立足中国中部及东南部，主要涉及长三角、珠三角及川渝地区，24H1上海区域新签占比达78.9%。根据公司半年报，建筑施工、设计咨询等五大传统核心业务皆立足于上海，聚焦长三角，覆盖全国多个城市地区。24H1，公司在上海/境内外地/境外区域新签合同额为1368/335/10亿元，占比78.9%/20.5%/0.6%，同比+17.1%/-26.6%/+34.1%。

表16：公司建筑施工、设计咨询等五大传统核心业务立足上海，聚焦长江三角洲，覆盖全国多个城市地区

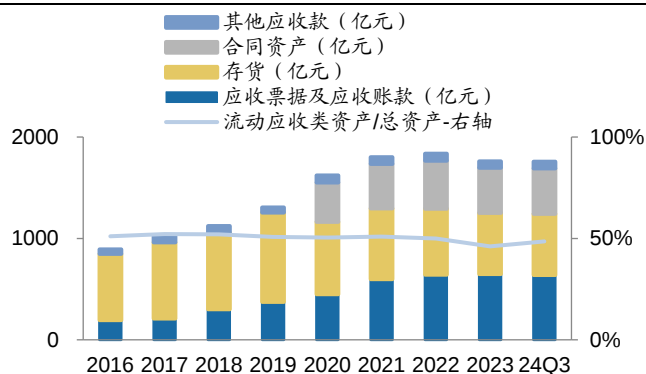
公司业务	业务布局省份
建筑施工	上海、湖北、浙江、江西、云南、广东、四川、湖南、天津等
设计咨询	上海、新疆、福建、山东、四川、浙江、宁夏、西藏、重庆、江苏、广东、陕西、河南、内蒙古等
建材工业	上海、江苏、浙江、安徽、江西等
房产开发	上海、天津、海南、江西、江苏等
城市建设投资	上海、江苏、江西、浙江、广东、山东等

数据来源：公司半年报、广发证券发展研究中心

应收类资产压降成效显著、增长放缓。2016-2021年，公司流动应收类资产（应收票据及应收账款+存货+合同资产+其他应收款）随业务开展迅速提升，2016-2021年

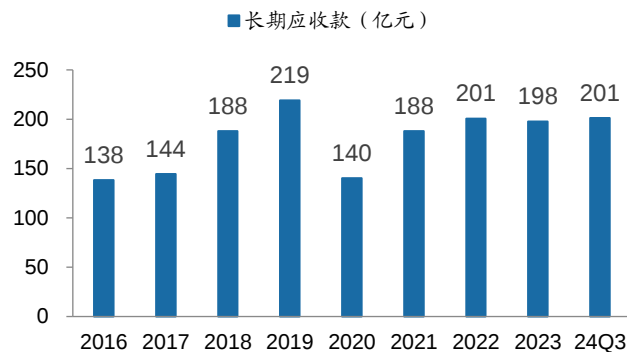
CAGR达+15.1%。2022年起流动应收类资产总量增速放缓，并于2023年开始下降。24Q3末，流动应收类资产总量共1757亿元，总资产48.5%。2021-24Q3，公司长期应收款保持200亿元左右，较为稳定。

图52: 2016-2023年，公司应收类资产总资产占比下降5.03pct



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

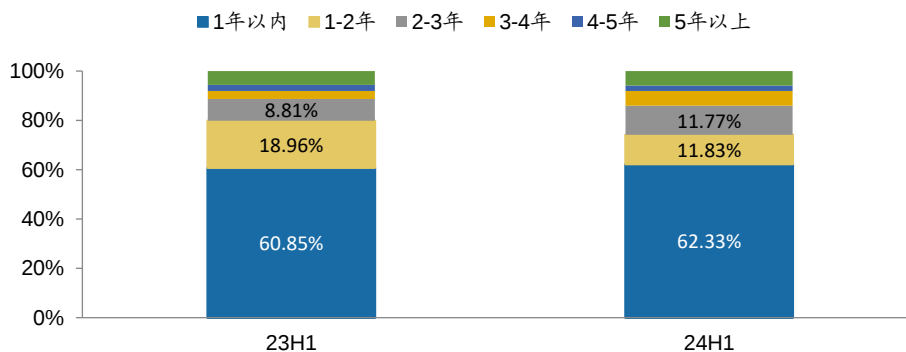
图 53: 2021-24Q3，公司长期应收款保持 200 亿元左右



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

来自政府业主的应收账款占比较大，化债背景下资产负债表仍有修复空间。从业主结构看，根据2024年12月5日投资者交流公告，公司合作的主要客户方为政府投资类平台公司和国资背景企业，政府类项目业务量占比已超过集团整体业务的80%，应收账款中约有50%的业主是政府投资类企业。将应收账款与合同资产合并统计，大概有70%是政府类项目。账龄结构看，24H1，公司1年以内应收款占比62.33%，同比+1.47pct；三年以上应收款占比14.07%，同比+2.70pct。

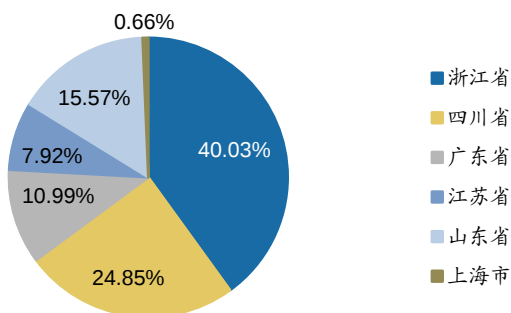
图54: 24H1，公司1年以内应收款占比62.33%



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

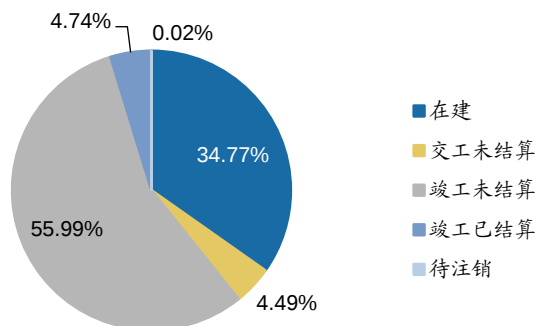
存量PPP项目集中东部沿海地区，竣工未结算项目占比过半。根据公司财报，24H1，长期应收款中PPP项目合同款为203亿元，同比+0.98%，占长期应收款总额89.62%，同比+0.45pct。区域看，披露的PPP项目主要集中浙江、山东、广东等东部沿海地区，合计占比75.15%，其中浙江省占比最高，为40.03%。完工情况看，大部分项目处于竣工状态，占比达60.73%。根据2024年12月5日投资者交流，公司PPP项目在手合同约800亿元，已投项目过半。

图55: 24H1, 披露PPP项目浙江省占比40.03%



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

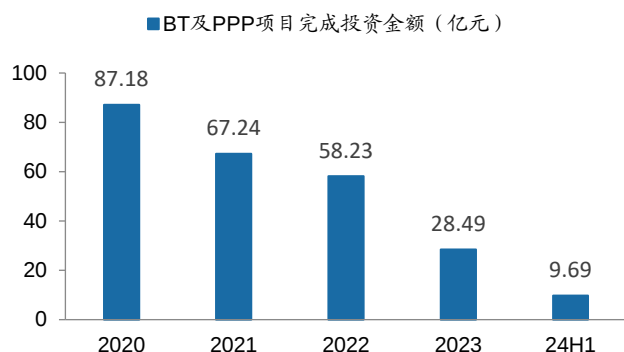
图 56: 24H1, 披露 PPP 项目中已竣工占比 60.73%



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

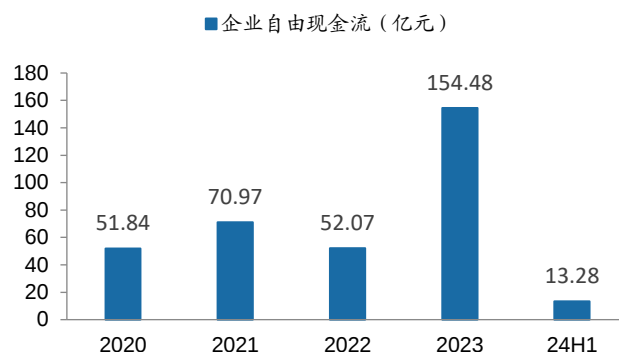
公司持续压降BT及PPP项目投资, 现金流情况有望好转。根据公司债券信用评级报告, 2023年, 公司BT及PPP项目投资额为28.49亿元, 同比-51.07%; 24H1, BT及PP项目投资额为9.69亿元。根据iFinD, 2023年, 企业自由现金流为154.48亿元, 同比+196.70%。随着BT及PPP项目投资减少, 未来企业自由现金流有望持续改善。

图57: 2020-2023年, BT及PPP项目投资额持续下降



数据来源: 公司债券信用评级报告、广发证券发展研究中心

图 58: 2023 年, 企业自由现金流为 154.48 亿元, 同比+196.70%



数据来源: iFinD、广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

订单端：在化债背景下，公司业主资金端逐渐好转，叠加当前长三角一体化提速叠加上海发力城市更新，上海建工紧密围绕长三角一体化国家战略进行布局，24H1，公司长三角区域业务比重达到84%，上海地区新签订单占比达76%，或充分受益。2023年，在手订单总额4920亿元，同比+8.2%；新签订单总额4318亿元，同比-4.4%。预计2024-2026年，公司实现新签4147/4323.4513亿元，分别同比-4.0%/4.2%/4.4%。

表17：分业务新签订单预测

单位：亿元	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
建筑施工							
新签订单	3129.0	3528.0	3682.0	3494.0	3319.3	3485.3	3659.5
YoY	3.4%	12.8%	4.4%	-5.1%	-5.0%	5.0%	5.0%
设计咨询							
新签订单	209.7	235.4	229.8	228.7	217.3	206.4	196.1
YoY	11.7%	12.3%	-2.4%	-0.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
建材工业							
新签订单	206.0	242.2	273.8	282.8	296.9	311.8	327.4
YoY	17.4%	17.6%	13.0%	3.3%	5.0%	5.0%	5.0%
房产开发							
新签订单	92.4	161.4	160.4	169.4	177.9	190.3	207.4
YoY	54.5%	74.7%	-0.6%	5.6%	5.0%	7.0%	9.0%
城市建设投资							
新签订单	85.3	148.5	0.4	0.7	0.6	0.6	0.6
YoY	29.2%	74.1%	-99.7%	62.5%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
其他							
新签订单	145.3	109.9	170.3	142.4	135.3	128.5	122.1
YoY	54.9%	-24.4%	55.0%	-16.4%	-5.0%	-5.0%	-5.0%
合计	3867.7	4425.4	4516.7	4318.0	4147.3	4322.9	4513.1
YoY	7.2%	14.4%	2.1%	-4.4%	-4.0%	4.2%	4.4%

数据来源：公司经营公告、广发证券发展研究中心

营收端：基于上述市场环境、公司在长三角区域的竞争实力，我们预计：

（1）建筑施工：当前公司在手订单相对充足，在长三角一体化进程加快以及在上海市内城市格局优化、城市更新进程中，公司建筑工程业务或持续实现增长。预计24-26年营收分别为2546/2674/2808亿元。公司在长三角地区竞争实力强，未来毛利率或随宏观环境改善而修复，预计24-26年毛利率为7.50%/7.53%/7.55%。

（2）设计咨询：公司设计咨询业务起步早，目前内设3家具有甲级设计资质大型勘测设计企业。设计作为建筑产业链前端产业，业主相关投资增加则设计行业需求率先改善，预计24-26年营收分别为53/55/58亿元。预计毛利率向往年水平修复，2024-2026年毛利率为24.0%/24.5%/24.8%。

（3）建材工业：当前建材工业新签订单增长总体平稳，预计24-26年营收分别为

174/181/188亿元。建材工业周期性较强，未来毛利率或持续处在波动状态，预计2024-2026年毛利率为13.7%/13.5%/13.2%。

(4) 房产开发：当前地产行业承压，经营相对艰难，预计未来降幅会有所收窄，预计2024-2026年营收分别为33、27、25亿元，预计24-26年毛利率均为1.0%。

(5) 城市建设投资：业务规模较小，预计2024-2026年营收分别为17/15/14亿元，预计2024-2026年毛利率为85.0%/80.0%/80.0%。

(6) 黄金销售业务：预计2024-2026年营收每年约7.2亿元，毛利率维持在39%。

(7) 其他：预计2024-2026年营收均为60亿元，预计2024-2026年毛利率为24.6%。

根据上述情况，我们预计年公司总营收分别为2891、3020和3161亿元，综合毛利率为9.00%/8.93%/8.87%。

表18：分业务收入及毛利率预测表

单位：亿元		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入		2811	2860	3046	2891	3020	3161
	YoY	21.5%	1.8%	6.5%	-5.1%	4.5%	4.7%
毛利率		9.43%	9.04%	8.87%	9.00%	8.93%	8.87%
建筑施工							
营业收入		2382	2470	2650	2546	2674	2808
	YoY	22.8%	3.7%	7.3%	-3.9%	5.0%	5.0%
毛利率		8.21%	7.50%	7.49%	7.50%	7.53%	7.55%
设计咨询							
营业收入		52	53	59	53	55	58
	YoY	-3.0%	1.3%	10.3%	-10.0%	5.0%	5.0%
毛利率		31.8%	32.3%	23.5%	24.0%	24.5%	24.8%
建材工业							
营业收入		167	135	168	174	181	188
	YoY	12.0%	-19.0%	24.2%	4.0%	4.0%	4.0%
毛利率		9.26%	13.02%	13.69%	13.70%	13.50%	13.20%
房产开发							
营业收入		139	133	83	33	27	25
	YoY	119.5%	-4.1%	-37.3%	-60.0%	-20.0%	-5.0%
毛利率		7.27%	5.60%	1.03%	1.03%	1.03%	1.03%
城市建设投资							
营业收入		13	17	17	17	15	14
	YoY	-9.6%	31.9%	0.9%	0.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率		95.5%	85.0%	90.0%	85.0%	80.0%	80.0%
黄金销售业务							
营业收入		6	11	10	7	7	7
	YoY	-38.8%	80.6%	-9.8%	-25.0%	0.0%	0.0%
毛利率		56.4%	50.8%	39.1%	39.0%	39.0%	39.0%
其他							
营业收入		53	42	60	60	60	60
	YoY	-37.6%	-20.3%	44.1%	0.0%	0.0%	0.0%

毛利率	22.0%	27.1%	24.6%	24.6%	24.6%	24.6%
-----	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

费用端：（1）销售费用率：基于各业务条线经营人员稳定发展和公司业务经营拓展保持稳增需求，公司销售费用预计随营收增长，结合营收预测情况结合营收预测情况，我们假设公司2024-2026年销售费用率为0.25%/0.24%/0.23%；**（2）管理费用率：**随业务发展及营收规模扩张，公司提高管理水平、实现降本增效，基于前三季度实际发生费用以及公司未来经营情况判断，我们假设公司2024-2026年管理费用率为2.66%/2.61%/2.56%；**（3）研发费用率：**基于公司围绕核心业务、重点业态开展科技攻关、保持研发投入并可能会持续增大研发投入强度，考虑到营收预测情况，我们假设公司2024-2026年研发费用率分别为3.55%/3.60%/3.65%。

表19：期间费用预测表

单位：亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2811	2860	3046	2891	3020	3161
销售费用	8.39	7.92	7.67	7.28	7.31	7.33
销售费用率	0.30%	0.28%	0.25%	0.25%	0.24%	0.23%
管理费用	70.50	70.40	78.02	76.92	78.86	80.95
管理费用率	2.51%	2.46%	2.56%	2.66%	2.61%	2.56%
研发费用	98.93	101.85	108.15	102.63	108.73	115.38
研发费用率	3.52%	3.56%	3.55%	3.55%	3.60%	3.65%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

利润端：基于上述假设，我们预计2024-2026年公司营收分别为2891、3020、3161亿元，同比-5.1%、+4.5%、+4.7%；实现归母净利润16.1、16.7、17.9亿元，同比+3.3%、+3.9%、+7.1%。

表20：盈利预测表

单位：亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2811	2860	3046	2891	3020	3161
YoY		1.8%	6.5%	-5.1%	4.5%	4.7%
营业成本	2546	2602	2776	2631	2751	2881
YoY		2.2%	6.7%	-5.2%	4.6%	4.7%
毛利率	9.43%	9.04%	8.87%	9.00%	8.93%	8.87%
归母净利润	37.7	13.6	15.6	16.1	16.7	17.9
YoY		-64.0%	14.9%	3.3%	3.9%	7.1%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）投资建议

从相对估值角度看：上海建工作为上海地区龙头建筑国企，在省内房建、基建等领域发挥着至关重要的作用，并且具备较强竞争优势，我们选取业务类型相同、商业模式相似、并且同为优质地方国企的安徽建工、浦东建设以及四川路桥作为参照，由于近年来公司地产业务受到宏观经济环境拖累，业绩端压力较大，PE估值相对可比公司较高。从PB角度看，受限建筑行业商业模式，建筑企业通常会积压大

量应收类资产，未来存在计提风险，所以公司估值角度或有相应折扣，在化债背景下，企业未来资产或得到进一步压实，预期建筑业优质地方国企PB或率先向1修复，给予公司25年合理估值0.9倍PB，对应每股合理价值3.28元（注：BPS=（归属母公司股东的权益-其他权益工具）/最新总股本），首次覆盖给予“买入”评级。

表21：可比公司估值表（截止收盘价12月30日）

股票代码	公司简称	股价（元）	PE（倍）			PE(TTM) （倍）	PB（倍）
			2024E	2025E	2026E		
600502.SH	安徽建工	4.90	5.4	5.0	4.5	5.79	0.84
600284.SH	浦东建设	6.40	10.0	9.0	8.3	11.53	0.83
600039.SH	四川路桥	7.34	8.4	8.0	7.6	10.62	1.42

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：盈利预测数据均来自 Wind 一致预期

六、风险提示

（一）长三角地区基建投资不及预期

公司核心业务基础设施建设与投资与宏观经济形势相关性强，若未来长三角地区未来减少省内基础设施建设投资，新签订单或不及预期。

（二）基建投资业务回款风险

基础建设工程业务具有资金投入高、建设周期长和资金回收慢的特点，若业主账款结算不及时或违约，公司资金流动性可能受到一定影响。

（三）订单执行进度不及预期

基础建设工程业务涉及诸多合同，若施工过程中出现不可控风险或意外情况，导致项目无法如期完成，收入确认或不及预期。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	282,197	286,975	281,827	292,167	303,847
货币资金	88,645	98,205	102,571	107,503	113,238
应收及预付	66,559	69,477	65,532	67,399	69,450
存货	64,849	60,297	56,930	58,632	60,504
其他流动资产	62,144	58,997	56,794	58,633	60,654
非流动资产	84,607	95,102	94,563	94,700	94,814
长期股权投资	8,476	9,824	10,824	11,824	12,824
固定资产	8,676	10,035	9,492	8,859	8,215
在建工程	1,073	1,186	1,115	1,061	1,021
无形资产	3,967	4,137	4,228	4,294	4,336
其他长期资产	62,415	69,920	68,904	68,661	68,419
资产总计	366,804	382,078	376,390	386,867	398,661
流动负债	248,452	265,105	253,085	261,451	271,055
短期借款	9,988	9,657	11,657	13,157	14,157
应付及预收	170,308	178,032	164,821	170,720	177,116
其他流动负债	68,155	77,415	76,607	77,574	79,782
非流动负债	67,272	65,764	66,969	67,969	68,969
长期借款	56,613	52,195	52,695	53,195	53,695
应付债券	6,161	9,552	9,752	9,952	10,152
其他非流动负债	4,498	4,017	4,522	4,822	5,122
负债合计	315,724	330,868	320,054	329,420	340,024
股本	8,904	8,886	8,886	8,886	8,886
资本公积	2,791	2,746	2,746	2,746	2,746
留存收益	18,432	18,986	19,933	20,937	22,013
归属母公司股东权益	40,455	41,049	46,073	47,077	48,153
少数股东权益	10,625	10,160	10,263	10,370	10,484
负债和股东权益	366,804	382,078	376,390	386,867	398,661

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	286037	304628	289081	302018	316094
营业成本	260168	277611	263074	275050	288063
营业税金及附加	1197	918	871	910	952
销售费用	792	767	728	731	733
管理费用	7040	7802	7692	7886	8095
研发费用	10185	10815	10263	10873	11538
财务费用	2725	2395	2230	2346	2427
资产减值损失	-838	-554	-805	-855	-905
公允价值变动收益	-877	-256	-384	-384	-384
投资净收益	1030	186	145	151	158
营业利润	1831	3081	2246	2332	2465
营业外收支	440	-127	-50	-50	-20
利润总额	2271	2954	2196	2282	2445
所得税	591	1296	483	502	538
净利润	1680	1658	1713	1780	1907
少数股东损益	324	100	103	107	114
归属母公司净利润	1356	1558	1610	1673	1793
EBITDA	8149	9518	8095	8593	9160
EPS (元)	0.10	0.12	0.18	0.19	0.20

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	8,958	20,981	1,118	12,722	13,457
净利润	1,680	1,658	1,713	1,780	1,907
折旧摊销	3,357	3,720	3,669	3,965	4,288
营运资金变动	-410	11,081	-9,921	1,173	1,404
其它	4,331	4,523	5,658	5,804	5,858
投资活动现金流	-1,522	-3,638	-3,092	-4,454	-4,717
资本支出	-2,104	-2,965	-3,120	-3,320	-3,590
投资变动	-933	280	-885	-1,185	-1,185
其他	1,516	-953	913	51	58
筹资活动现金流	-3,739	-7,868	6,358	-3,336	-3,004
银行借款	7,820	-4,749	2,500	2,000	1,500
股权融资	106	56	0	0	0
其他	-11,665	-3,175	3,858	-5,336	-4,504
现金净增加额	3,789	9,515	4,366	4,932	5,736
期初现金余额	77,095	80,885	90,400	94,766	99,697
期末现金余额	80,885	90,400	94,766	99,697	105,433

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	1.8%	6.5%	-5.1%	4.5%	4.7%
营业利润	-61.8%	68.2%	-27.1%	3.9%	5.7%
归母净利润	-64.0%	14.9%	3.3%	3.9%	7.1%
获利能力					
毛利率	9.0%	8.9%	9.0%	8.9%	8.9%
净利率	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
ROE	3.4%	3.8%	3.5%	3.6%	3.7%
ROIC	2.6%	2.4%	2.3%	2.4%	2.5%
偿债能力					
资产负债率	86.1%	86.6%	85.0%	85.2%	85.3%
净负债比率	618.1%	646.1%	568.1%	573.4%	579.9%
流动比率	1.14	1.08	1.11	1.12	1.12
速动比率	0.65	0.65	0.68	0.68	0.68
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.81	0.76	0.79	0.80
应收账款周转率	4.86	4.82	4.68	5.01	5.10
存货周转率	3.87	4.44	4.49	4.76	4.84
每股指标 (元)					
每股收益	0.10	0.12	0.18	0.19	0.20
每股经营现金流	1.01	2.36	0.13	1.43	1.51
每股净资产	4.54	4.62	5.18	5.30	5.42
估值比率					
P/E	26.00	19.50	15.01	14.44	13.48
P/B	0.57	0.51	0.52	0.51	0.50
EV/EBITDA	2.62	0.84	1.58	0.97	0.39

广发建筑行业研究小组

耿 鹏 智：首席分析师，东南大学工学硕士，一级建造师、注册咨询工程师（投资），2024 年加入广发证券发展研究中心。

尉 凯 旋：资深分析师，复旦大学金融硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

乔 钢：高级分析师，华威大学金融与经济学硕士，武汉大学经济学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

张 子 峻：研究员，香港中文大学（深圳）会计学硕士，北京理工大学会计学学士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。