

# 上海建工 (600170): 四季度毛利率意外下滑, 全年业绩低于预期 中性 (维持)

## 建筑业

当前股价: 12.47 元

报告日期: 2009 年 3 月 27 日

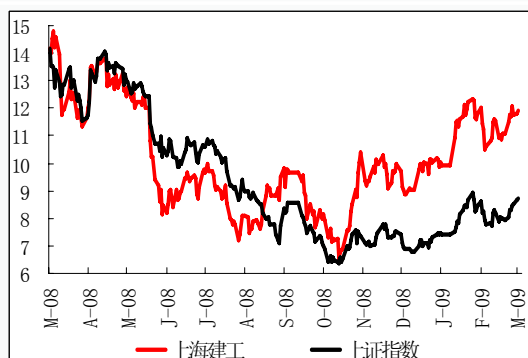
### 主要财务指标 (单位: 百万元)

|            | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E   |
|------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入       | 25,221 | 30,573 | 34,602 | 29,476  |
| (+/-)      | 19.98% | 21.22% | 13.18% | -14.81% |
| 营业利润       | 260    | 269    | 338    | 404     |
| (+/-)      | 4.09%  | 3.51%  | 25.87% | 19.47%  |
| 归属于母公司的净利润 | 301    | 302    | 328    | 351     |
| (+/-)      | 17.30% | 0.46%  | 8.68%  | 6.92%   |
| 每股收益 (元)   | 0.42   | 0.42   | 0.46   | 0.49    |
| 市盈率 (倍)    | 30     | 30     | 27     | 26      |

### 公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

|                 |               |
|-----------------|---------------|
| 总股本/非限售流通股 (万股) | 66,480/39,260 |
| 非限售流通股市值 (亿元)   | 48.96         |
| 每股净资产 (元)       | 5.25          |
| 资产负债率 (%)       | 77.95         |

### 股价表现 (最近一年)



联系人一天相建筑建材组

010-66045419 wangd@txsec.com

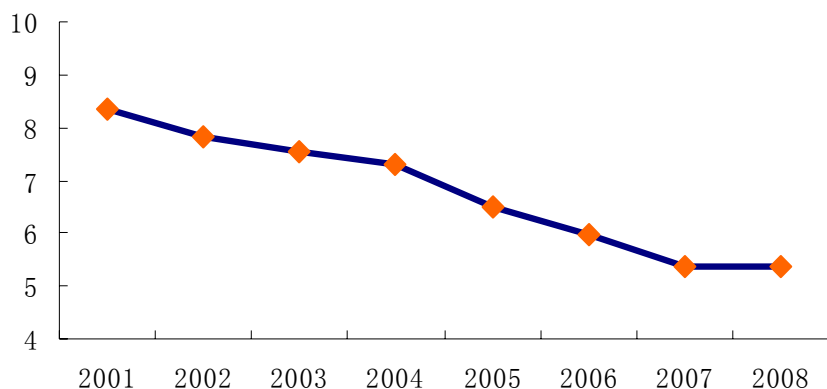
服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 年报显示, 公司2008年实现营业收入305.7亿元, 同比增长21.2%; 营业利润2.7亿元, 同比增长3.5%; 归属母公司净利润3.0亿元, 同比微增0.46%; EPS为0.42元, 低于我们0.45元的预期; 分配预案为10派1.25元 (含税)。其中第四季度实现营业收入97.9亿元, EPS0.06元。
- **四季度毛利率意外下滑:** 公司业绩低于我们预期的主要原因是第四季度盈利能力在钢材等原材料价格下降的情况下出现意外下滑, 单季度综合毛利率仅有4.9%, 拖累08年全年至5.35%, 与去年持平, 低于我们回升至5.50%的预期。公司综合毛利率2002~2007年连续6年下滑, 自7.8%下降至5.4%, 08年终于出现止跌。我们认为原材料价格09年以来再次出现大幅回落, 有利于公司的成本控制, 预计公司未来毛利率将有所回升, 但行业竞争激烈的格局短期内难有明显的改观, 因此回升空间将较为有限。
- **期间费用率处于行业较低水平:** 公司08年期间费用率为1.9%, 与去年持平。我们认为, 公司期间费用率处于建筑行业较低水平, 体现了良好费用控制能力。但较低的费率水平也决定了其继续下行空间较小, 未来公司业绩的增长将主要依靠收入规模和毛利率的提升。
- **新签合同额稳步增长, 沪外签约量仍有待提高:** 上海“四个中心”的建设、4万亿元拉动内需计划等政策的实施, 都为公司提供了难得的发展机遇。报告期内新签合同额为448.5亿元, 同比增长8.6%。虽然公司加大了无锡、广州、沈阳乃至海外业务的拓展力度, 但新签合同中78%集中在上海, 公司地域多元化战略的实施仍将是一个漫长的过程。2009年公司计划完成签约460亿元, 考虑到2010年5~10月召开的世博会将会对上海地区施工业务造成较大影响, 09年沪外地区签约量将成为公司业绩在世博会前后能否实现平稳过渡的关键指标。
- **盈利预测与评级:** 公司毛利率低于我们的预期, 同时考虑到当前房地产行业仍没有明确的复苏迹象, 房建领域市场需求短期内难有较大提升, 我们下调盈利预测, 预计上海建工2009、2010年EPS分别为0.46元和0.49元, 对应的动态PE为27倍、26倍, 估值水平偏高, 仍维持“中性”的评级。

- **风险提示:** (1) 房地产行业的低迷影响房建市场需求; (2) 世博会的召开影响公司2010年的收入; (3) 世博会后期上海建筑市场容量下降等。

图表 1: 上海建工 (600170) 历年综合毛利率走势图 (%)



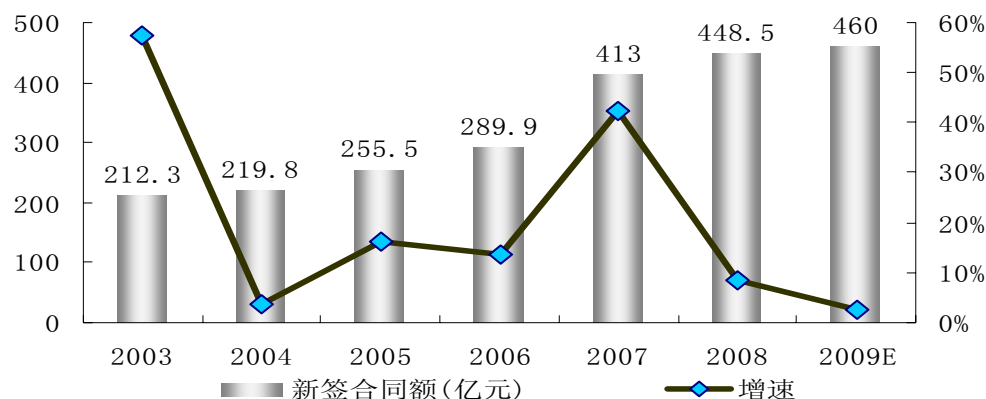
资料来源: 公司公告、天相投顾

图表 2: 上海建工 (600170) 08 年以来公告的重大项目中标情况

| 公告日期       | 项目名称                            | 金额<br>(万元) | 工期<br>(月) | 面积<br>(平米) |
|------------|---------------------------------|------------|-----------|------------|
| 2008.01.03 | 黄山新城A块综合商业配套项目(金桥埃蒙顿假日广场)总承包    | 49,000     | 17        | 179,683    |
| 2008.01.10 | 上海浦东嘉里中心(新国际博览中心A-04地块)工程       | 125,000    | 27        | 323,066    |
| 2008.01.22 | 上海莘庄龙之梦购物广场工程                   | 60,000     | 31        | 197,627    |
| 2008.04.24 | 上海市第六人民医院门诊医技干保综合楼和地下停车库工程      | 35,804     | 23        | 82,918     |
| 2008.04.29 | 无锡君来广场项目总承包工程                   | 54,855     | 24        | 113,000    |
| 2008.05.05 | 招商银行信用卡中心项目总承包工程(标段二)           | 54,351     | 23        | 92,100     |
| 2008.05.06 | 太平金融大厦工程                        | 85,399     | 29        | 110,577    |
| 2008.07.05 | 上海市轨道交通10号线吴中路停车场二期工程           | 45,431     | 10        | 109,000    |
| 2008.07.15 | 上海市海光大厦(华东电网调度中心大楼)工程           | 43,968     | 37        | 69,559     |
| 2008.08.08 | 上海船厂浦东区域2E2-1、2E2-5地块工程         | 59,795     | 27        | 120,091    |
| 2008.08.08 | 上海市长宁区115街坊2/1地块工程              | 96,101     | 42        | 262,476    |
| 2008.09.17 | 上海临港新城皇冠假日酒店工程                  | 62,004     | 17        | 69,196     |
| 2008.10.14 | 海市嘉里静安综合发展项目南区工程                | 194,281    | 40        | 250,074    |
| 2008.10.30 | 上海市浦东供电分公司生产调度楼工程               | 36,201     | 20        | 58,124     |
| 2008.11.04 | 上海市世纪大都会2-3地块地下工程(标高 0.00以下除围护) | 48,710     | 30        | 116,130    |
| 2009.01.17 | 上海市宝山顾村镇新选址1号基地B1-2地块市配套商品住宅项目  | 35,250     | 15        | 175,437    |
| 2009.01.17 | 上海市宝山顾村镇新选址1号基地B2-2地块市配套商品住宅项目  | 37,300     | 15        | 193,294    |
| 2009.03.05 | 上海市日月光中心裙房(地上一层至五层)工程           | 36,994     | 12        | 95,739     |

资料来源: 公司公告、天相投顾

图表 3: 上海建工 (600170) 历年新签合同额



资料来源: 公司公告、天相投顾

图表 4: 上海建工 (600170) 盈利预测表 (万元)

|                | 2006A     | 2007A     | 2008A     | 2009E     | 2010E     |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 一、营业收入         | 2,102,155 | 2,522,094 | 3,057,350 | 3,460,183 | 2,947,607 |
| 营业收入增长率        | 14.96%    | 19.98%    | 21.22%    | 13.18%    | -14.81%   |
| 减: 营业成本        | 1,975,429 | 2,387,077 | 2,893,678 | 3,268,748 | 2,776,879 |
| 毛利率            | 6.03%     | 5.35%     | 5.35%     | 5.53%     | 5.79%     |
| 营业税金及附加        | 65,779    | 72,068    | 87,486    | 98,269    | 82,533    |
| 资产减值损失         | 2,350     | -418      | -230      | -346      | -295      |
| 销售费用           | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 管理费用           | 38,013    | 47,240    | 57,751    | 64,013    | 53,646    |
| 财务费用           | 2,469     | 255       | -1,020    | -346      | -590      |
| 期间费用率          | 1.93%     | 1.88%     | 1.86%     | 1.84%     | 1.80%     |
| 投资净收益          | 6,840     | 10,105    | 7,204     | 4,000     | 5,000     |
| 加: 公允价值变动净收益   | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| 二、营业利润         | 24,956    | 25,977    | 26,888    | 33,844    | 40,433    |
| 营业利润率          | 1.19%     | 1.03%     | 0.88%     | 0.98%     | 1.37%     |
| 加: 营业外收入       | 6,933     | 8,257     | 10,423    | 7,266     | 3,832     |
| 减: 营业外支出       | 120       | 287       | 858       | 346       | 295       |
| 其中: 非流动资产处置净损失 | 109       | 89        | 361       | 0         | 0         |
| 三、利润总额         | 31,768    | 33,947    | 36,452    | 40,765    | 43,970    |
| 减: 所得税         | 4,285     | 3,810     | 7,594     | 8,520     | 9,454     |
| 实际所得税率         | 13.49%    | 11.22%    | 20.83%    | 20.90%    | 21.50%    |
| 四、净利润          | 27,483    | 30,136    | 28,858    | 32,245    | 34,516    |
| 净利润增长率         | 16.83%    | 9.65%     | -4.24%    | 11.74%    | 7.04%     |
| 归属母公司所有者的净利润   | 25,648    | 30,084    | 30,222    | 32,845    | 35,116    |
| 母公司净利润增长率      | 10.98%    | 17.30%    | 0.46%     | 8.68%     | 6.92%     |
| 净利率            | 1.22%     | 1.19%     | 0.99%     | 0.95%     | 1.19%     |
| 少数股东权益         | 1,836     | 53        | -1,364    | -600      | -600      |
| 每股收益 (元)       | 0.35      | 0.42      | 0.42      | 0.46      | 0.49      |

资料来源: 公司公告、天相投顾

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

|   | 投资建议 | 预期个股相对天相流通指数涨幅 |
|---|------|----------------|
| 1 | 买入   | >15%           |
| 2 | 增持   | 5---15%        |
| 3 | 中性   | (-)5%---(+)5%  |
| 4 | 减持   | (-)5%---(-)15% |
| 5 | 卖出   | <(-)15%        |

## 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

## 天相投资顾问有限公司

|       |                                                                               |
|-------|-------------------------------------------------------------------------------|
| 北京富凯  | 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140       |
| 北京新盛  | 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层<br>电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 北京德胜园 | 地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层<br>电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088           |
| 上海天相  | 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座<br>电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120           |
| 深圳天相  | 地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041     |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路28号舜华苑小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002           |