

增 持 维 持

上海建工 (600170)

2009 年 3 月 30 日

收入稳定增长, 所得税率、管理费用率影响利润增速

建筑工程行业首席分析师: 江孔亮

kljiang@htsec.com

021-23219422

建筑建材行业助理分析师: 蒲世林

pusl@htsec.com

021-23219054

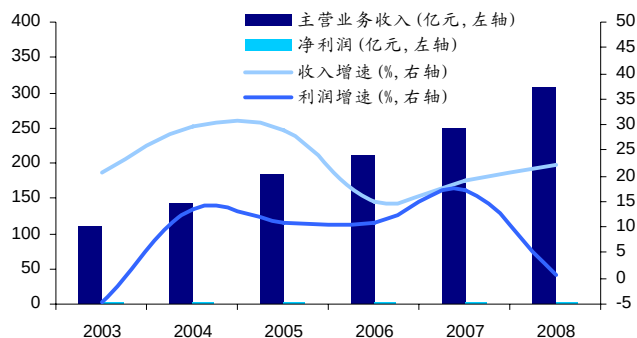
事件: 公司 3 月 27 日公布 2008 年度报告, 实现主营业务收入 305.73 亿元, 同比增长 22.24%, 实现归属于母公司股东的净利润 3.02 亿元, 同比增长 0.49%, 实现每股收益为 0.42 元。2008 年度利润分配预案为: 以公司年末总股本 71929.8 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.25 元 (含税), 预计分配利润 8991.2 万元。

简评: 公司营业收入保持了较快的增长, 但净利润增速大幅下降, 下降幅度略超出我们的预期。公司得益于上海世博会的即将召开工程建设进度加快, 主营业务收入保持了稳定快速的增长, 但净利润增速由于所得税率的上调、管理费用率的上升以及投资收益的减少等因素出现下滑。我们认为随着世博会项目即将进入尾声以及房地产持续低迷将给公司主营业务带来较大的压力, 但同时国家出台了 4 万亿的经济刺激方案必将带动市政工程和重点工程项目的增加, 公司凭借在大型工程和市政工程领域积累的经验和优势有望获得更多的机会。另外上海迪斯尼项目有望获得国务院批准, 将对公司业绩形成一定刺激作用。我们预测公司 2009、2010 年的每股收益分别为 0.50、0.55 元, 维持“增持”评级。

收入增速加快, 净利润增速大幅下滑。公司 2008 年主营业务收入增长 22.24%, 比去年 18.97% 的增速有所加快。从细分业务来看, 公共建筑和市政建筑领域增长较快, 而一般民用建筑领域出现了明显的萎缩, 这跟世博会对公共建筑和市政基础设施建设拉动、房地产投资下滑的基本面完全吻合。我们认为国家 4 万亿投资、上海“四个中心”建设以及迪斯尼项目可能获批等后继有利因素将可能使公司营业收入保持一定增长。

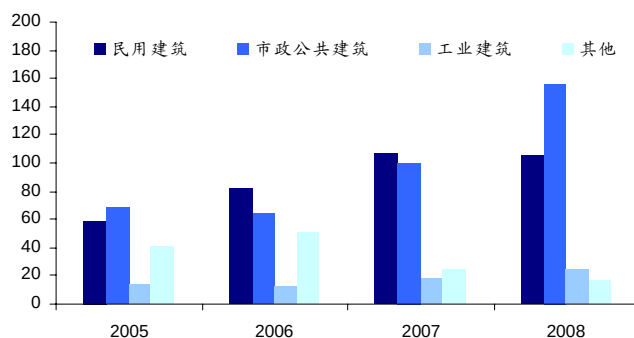
公司 2008 年净利润同比增长仅 0.49%, 较 2007 年的 17.26% 大幅下滑。主要原因有三点: 1) 有效所得税率同比大幅增加。2008 年公司有效所得税率为 20.83%, 而 2007 年为 11.08%。有效所得税率大幅增加的主要原因是根据新实行的企业所得税法, 本公司主要子公司均注册于上海市浦东新区, 适用的企业所得税率在 2008 年至 2012 年的 5 年期间内逐步过渡到 25%, 2007-2012 年所得税率分别为 15%、18%、20%、22%、24% 和 25%。2) 管理费用率有所上升。公司 2008 年管理费用率为 1.89%, 同比上升 0.04 个百分点。管理费用率的上升主要源于职工薪金的增长。3) 投资收益的减少。公司 2008 年投资收益同比减少 3000 万左右, 主要源于处置可供出售金融资产收益的减少以及延安路高架项目已在 2007 年结算完毕 (每年贡献 6400 多万的投资收益)、2008 年不再贡献收入。

图 1 2003-2008 年收入和净利润增长情况



资料来源: 海通证券研究所

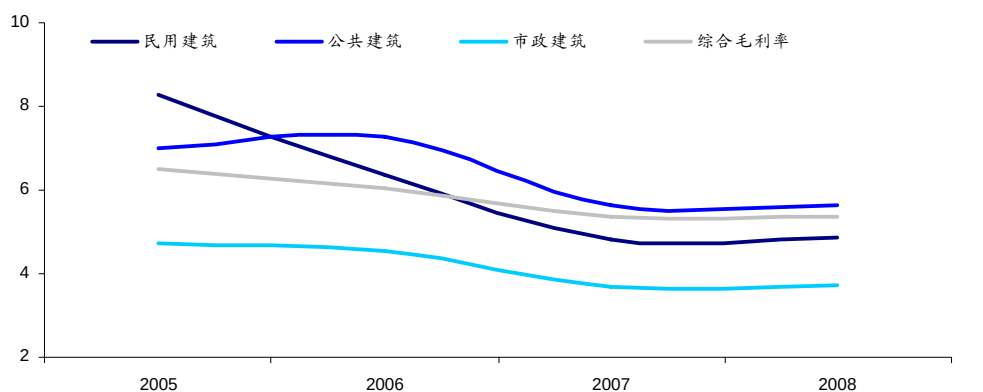
图 2 2005-2008 年分项收入情况 (亿元)



资料来源: 海通证券研究所

毛利率保持稳定，有上升的空间。公司 2008 年综合毛利率为 5.35%，仅比 2007 年下滑 0.01 个百分点。公司总成本中大约 60%是原材料成本，原材料价格的波动对公司闭口合同影响较大。2008 年原材料价格上涨幅度较大，且公司闭口合同占合同总额的 30%左右，对公司毛利率有较大影响。但是去年上海市政府出具了对于原材料价格波动条款及工程合同价款调整的指导文件，使得闭口合同原材料价格上涨的风险大大降低。另一方面，公司在公共建筑领域收入比重增加而在房地产领域收入比重减少，而公共建筑的毛利率高于平均水平，房地产的毛利率低于平均水平，有利于综合毛利率的上升。我们认为今明两年公共建筑业务比重增加、房地产业务比重下滑的趋势可能延续，公司综合毛利率有望有所回升。

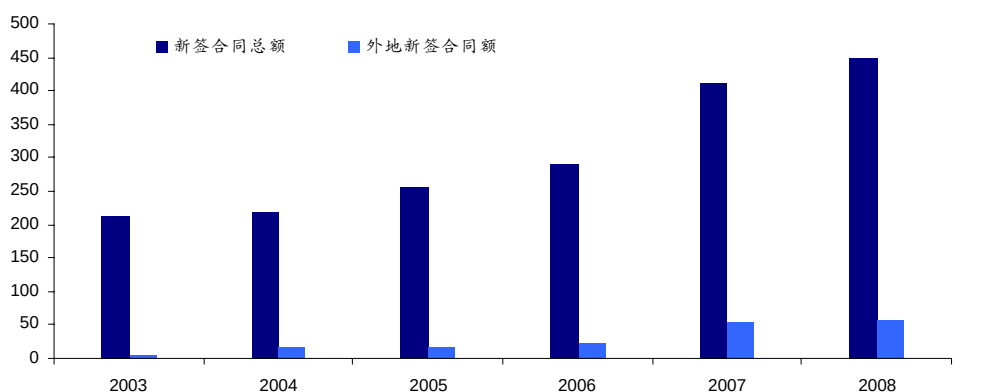
图 3 2006-2008 年主要分项业务单季收入和毛利率变化情况



资料来源：海通证券研究所

新签合同额增速有所放缓，外地业务增长快于上海本地。公司 2008 年新签合同额达 448.5 亿元，同比增长 9%。从新签合同地域分布来看，上海本地新签合同 378.8 亿，同比增长 5.2%，外地新签合同 58.2 亿，同比增长 11%，公司国际承包项目有了新突破，在俄罗斯和澳门等地新承接项目 5 个，新签合同总额 11.5 亿。我们认为公司在保持上海本地拥有较高的市场占有率基础上，未来业绩的增长主要依赖于外地市场和国际市场的开拓。

图 4 2003-2008 年新签合同情况（亿元）



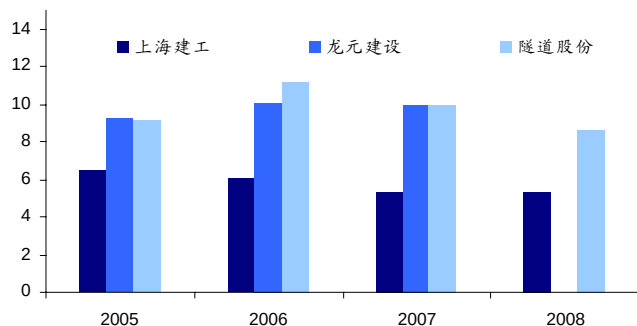
资料来源：海通证券研究所

财务略显保守，盈利能力有待于提高。公司的经营性现金流充沛，2008 年经营性现金流净额为 17.1 亿，较上年增长 4.8 亿元。销售商品和劳务收到的现金为 320.2 亿，占当年主营业务收入比重为 105%。公司良好的现金流得益于稳健的应收帐款政策。公司通过各种手段加强企业的应收帐款管理，主要措施有：1) 对项目经理下应收帐款考核指标，以资金回收作为考核的时点。2) 审慎确认收入。3) 加强应收帐款的催收，提高应收帐款周转率。通过应收帐款的管理，使得公司的收入、现金流和相应的工程进度能够相匹配。公司财务费用为负，显示了保守的财务政策，2008 年期末长期贷款和短期贷款的总和不超过 10 亿，仅占总资产的 5%左右，具有较大的财务杠杆利用潜力。

跟同地区的建筑企业比较，公司的盈利能力处于下风。龙元建设属于民营企业，在企业包袱和费用控制上具有相对优势，在净利率、ROE 指标上优于上海建工和隧道股份。但是与相对具有可比性的隧道股份，公司在毛利率、净利率指标上明

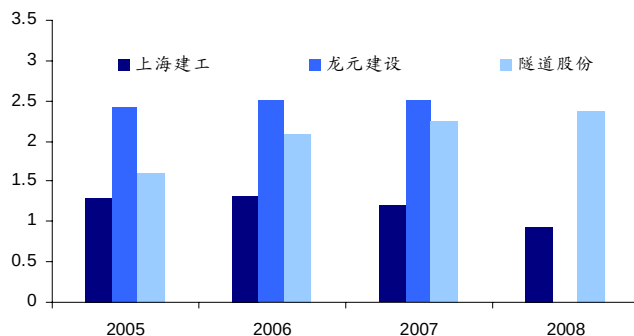
显劣于隧道股份，ROE 虽然与隧道股份比较接近，但是隧道股份的 ROE 水平呈上升的趋势，而上海建工 2008 年的 ROE 出现一定下滑。（龙元建设未出 2008 年年报，缺少部分可比数据。）

图 5 2005-2008 年毛利率比较（%）



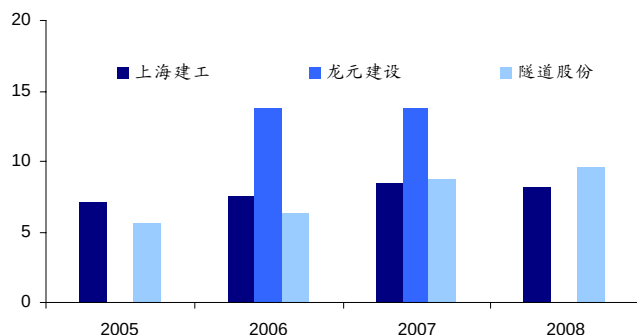
资料来源：海通证券研究所

图 6 2005-2008 年净利率比较（%）



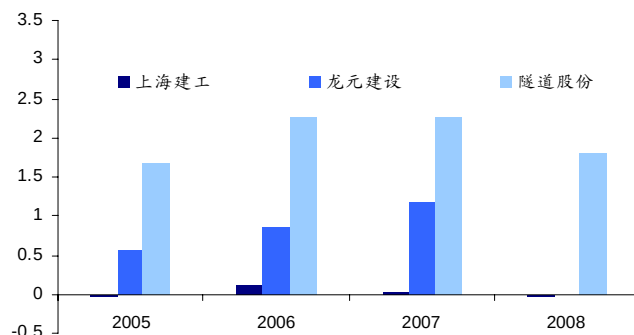
资料来源：海通证券研究所

图 7 2005-2008 年 ROE 比较



资料来源：海通证券研究所

图 8 2005-2008 年财务费用占总收入比重比较



资料来源：海通证券研究所

多元化战略有所突破，但实施步伐略显缓慢。报告期内公司投资了无锡市吴越路 BT 项目，公司以自有资金 42767.11 万元人民币，采用 BT（建设、移交）方式投资建设无锡市吴越路工程的 A 标段，工程竣工合格，保修期满一年后，投资本金由无锡市太湖新城建设投资管理有限公司分四年等额回购，该项目计划工期一年，预计于 2009 年 5 月 1 日前竣工并投入运营。该项目标志公司基础设施投资业务由上海地区拓展到外地地区。公司在积极跟踪其他投资项目，以求带动建筑施工业务，并进一步改善公司利润结构。但是公司目前基础设施投资业务步伐略显缓慢，未能充分利用自身的资金实力和较大的财务杠杆空间。近几年投资的项目有延安路高架（已回购完毕）、中环线建设，上海同三高速，上海地铁南站建设（股权已转让），无锡市吴越路 BT 项目。

盈利预测和投资评级。我们认为公司虽然不可避免受到房地产行业投资萎缩带来的不利影响，以及面临着世博会后市政公共建筑业务能否维持现有规模的担忧，但是国家 4 万亿投资带来的大量的公共建筑投资将给公司带来新的机遇，另外，上海迪斯尼项目有望获批将对公司业务形成刺激作用。按照公司新签订单情况来看，2008 年新签订单额增速有所放缓，会对 2010 年业务形成一定不利影响。2010 年由于世博会的召开，大量的施工活动必然会受到限制，故公司 2010 年收入会形成一个低点，但是我们预计 2010 后公司收入仍然能保持一定的增长速度。由于公司民用建筑领域收入比重减少、公共建筑领域比重增加，我们预计公司综合毛利率会有小幅的上升。我们预测公司 2009、2010 年的每股收益为 0.50、0.55 元，按照 3 月 27 日收盘价，2009、2010 年动态市盈率分别为 25.0 倍、22.7 倍，维持“增持”评级。

表 1 上海建工单季度财务数据

项目(万元)	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4
营业收入	473849.62	672152.91	536627.00	818399.25	582766.62	814063.61	681451.91	979067.54
yoy(%)	12.91	25.16	14.06	21.25	22.99	21.11	26.99	19.63
营业成本	444283.84	638486.66	505074.82	779165.32	550296.42	770584.51	641822.94	930974.51
毛利率(%)	6.24	5.01	5.88	4.79	5.57	5.34	5.82	4.91
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售费用率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	9837.97	9900.85	13094.42	13361.15	14214.68	11816.75	14540.98	17178.59
管理费用率(%)	2.08	1.47	2.44	1.63	2.44	1.45	2.13	1.75
财务费用	-1112.12	-1037.96	-1040.24	3445.20	-24.85	-536.32	-150.97	-307.74
财务费用率(%)	-0.23	-0.15	-0.19	0.42	-0.00	-0.07	-0.02	-0.03
三项费用率(%)	1.84	1.32	2.25	2.05	2.43	1.39	2.11	1.72
利润总额	5891.31	15669.62	7800.70	4494.55	6637.18	13458.02	11749.71	4607.44
所得税	958.67	2365.59	1208.90	-780.61	1300.06	2510.10	2360.55	1423.58
所得税率(%)	16.27	15.10	15.50	-17.37	19.59	18.65	20.09	30.90
净利润	4932.64	13304.03	6591.79	5275.17	5337.12	10947.92	9389.16	3183.87
少数股东损益	-65.54	83.78	52.99	-43.09	-378.13	-35.83	-12.22	-938.11
归属母公司股东利润	4998.18	13220.25	6538.81	5318.25	5715.25	10983.75	9401.38	4121.98
yoy(%)	19.32	6.78	0.30	107.83	14.35	-16.92	43.78	-22.49
每股收益	0.07	0.18	0.09	0.07	0.08	0.15	0.13	0.06

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

江孔亮：建筑工程行业首席分析师

蒲世林：建筑建材行业助理分析师

重点研究上市公司：中材国际、中色股份、龙元建设、上海建工、海油工程、冀东水泥、中海油服、隧道股份、中国中铁、中国铁建、冀东水泥。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内,个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内,行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,海通证券研究所力求准确可靠,但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证,据此投资,责任自负。本报告不构成个人投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所授权许可,任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。