

魏博

021-50588666-8033

weibo@ccnew.com

2009年3月27日

毛利未见改善、业务拓展见成效

——上海建工（600170）点评报告

公司点评

增持（维持）

市场数据（2009年03月26日）

收盘价（元）	12.47
一年内最高/最低（元）	15.15/6.46
沪深300指数	2479.79
市净率（倍）	2.38
流通市值（亿元）	39.11

基础数据（2008年12月31日）

每股净资产（元）	5.25
每股经营现金流（元）	2.38
毛利率（%）	5.35
净资产收益率（%）	8.00
资产负债率（%）	77.95
总股本/流通股（百万股）	719.30/313.56

个股相对沪深300指数走势



相关研究

上海建工（600170）：营业收入稳健增长，投资收益拖累业绩……08年8月26日
上海建工（600170）：世博建设、海外拓展是亮点，量增利薄可以接受……08年2月20日
上海建工（600170）调研报告：建筑行业龙头，世博、金融多重利好……07年9月14日

联系人：马钦琦

电话：021-50588666-8038

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

报告关键要素：

投资亮点：国家加大基建投资、各地市政建设增加、业务范围拓展。

投资隐忧：毛利率低位徘徊，没有外力推动预计未来难有大的改善。

投资要点：

- 公司业绩低于我们预期 14%。2008 年，公司实现营业收入 305.73 亿元，较上年增长 21.22%；实现归属上市公司股东的净利润 3.02 亿元，较上年增长 0.46%；全面摊薄净资产收益率为 8.00%；基本每股收益为 0.42 元。
- 业绩低于预期的主要原因是公司毛利率未见改善。2009 年，公司毛利率有望企稳。
- 2008 年，公司业务在上海本地市场、外地市场、国际市场均取得进展。2009 年，公司业务在三个市场都将保持快速增长。
- 2009 年投资收益将缩水。公司的投资收益主要由主营业务之一的 BT/BOT 项目移交和参股企业分红构成。
- 调低公司 2009 年业绩预测，预计公司 2009 年的每股收益为 0.50 元；2010 年世博会召开期间施工限制预计将对公司的上海本地市场业务造成影响，外地市场和国际市场对公司业绩的贡献尤为重要，预计公司 2010 年每股收益为 0.53 元。
- 维持公司“增持”的投资评级。以 3 月 26 日收盘价计算，2009 年、2010 年的动态市盈率分别为 24.94 倍、23.53 倍。公司估值在建筑行业仍具有优势，但不属明显低估。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入（亿元）	252.21	30,573.50	397.46	484.90
增长比率（%）	19.98	21.22	30.31	22.00
净利润（亿元）	30.08	3,022.24	3.58	3.78
增长比率（%）	17.30	0.46	18.58	5.47
每股收益（元）	0.42	0.42	0.50	0.53
市盈率（倍）	29.83	29.69	24.94	23.53

1. 业绩略低于预期

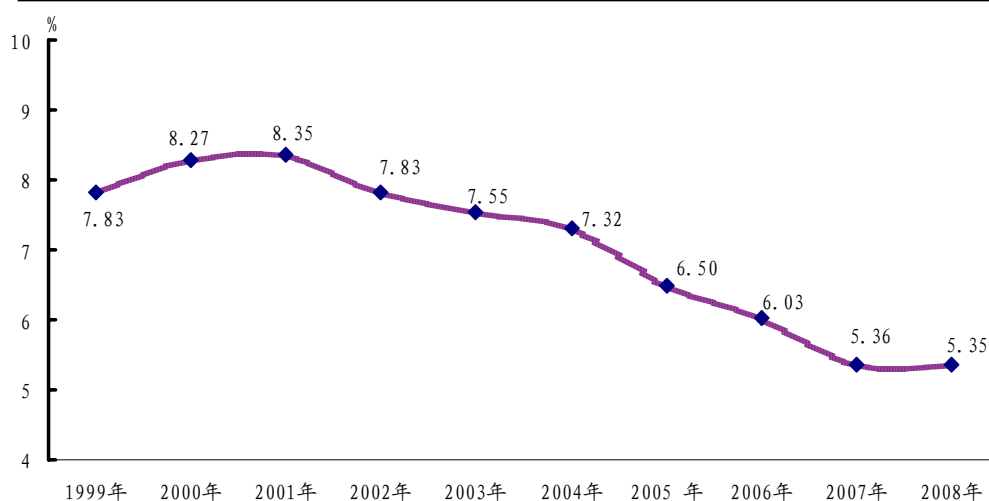
公司业绩低于我们预期14%。2008年，公司实现营业收入305.73亿元，较上年增长21.22%；实现归属上市公司股东的净利润3.02亿元，较上年增长0.46%；全面摊薄净资产收益率为8.00%；基本每股收益为0.42元。我们此前一直维持对公司全年EPS0.49元的预测。

业绩低于预期的主要原因是公司毛利率未见改善。2008年建材价格剧烈波动、普通建筑领域竞争加剧都是造成公司毛利率下降的原因。

2. 毛利率未见改善，2009年企稳

2008年公司毛利率未见改善。毛利率多年连续下降削弱了公司的投资价值。2008年，建材价格波动、固定资产投资转冷带来建筑领域竞争加剧，以及考核机制导致公司改善毛利率的意愿不强都是毛利率下降的原因。

图1：公司销售毛利率走势



资料来源：公司公告

2009年，公司毛利率有望企稳。公司毛利率将企稳的判断来源于两个根据。一是导致毛利率下滑的因素在2009年有所改善，如建材价格、固定资产投资等；二是公司毛利率已经处于很低的水平，相比来说下降空间实在有限。

3. 2009年主营业务将保持增长

三个市场共同保障主营增长。2008年，公司业务在上海本地市场、外地市场、国际市场均取得进展。早在2007年我们就指出外地市场和国际市场是公司未来业绩的增长点。2008年，公司全年新签合同总额448.5亿元，较上年增长9%。

上海本地市场：新签合同金额378.8亿元，同比增长5.2%。项目种类包括市政建设、“世博”及配套项目、房地产项目以及京沪高铁车站等。

外地市场：覆盖区域扩大，业务量保持增长。全年新签合同总额58.2亿，同比增长11%；覆盖城市包括南京、苏州、无锡、常州、天津、广州、沈阳等。

国际市场：从无到有，国际承包项目有新突破。2007年10月，公司与控股股东上海建工（集团）总公司在澳门、莫斯科、圣彼得堡共同投资成立四家合资公司。上海建工（集团）总公司在海外施工业务方面具有丰富经验，在一年的时间里，公司国际业务即产生收益。2008年，公司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。

2009年，公司业务在三个市场都将保持快速增长。除了我们多次指出的世博工程外，以“四万亿”为代表的国家经济刺激计划的出台以及上海“两个中心”的建设，市政工程业务量将大幅增加。预计2009年公司主营收入增速将达到30%。

4. 2009年投资收益将缩水

2009年投资收益将缩水。公司的投资收益主要由主营业务之一的BT/BOT项目移交和参股企业分红构成。公司2008年公司实现投资收益7204万元，与我们预期的8000万元相差不大。2007年的投资收益主要是虹桥机场收费口，此项目已经在2007年全部收回；2008年的投资收益主要来自于转让上海地铁南站项目和参股东方证券获得红利；2009年公司投资收益将主要来自于参与建设的无锡市BT项目，参股公司分红将大幅减少，预计全年各项业务的投资收益约为4000万元。

5. 投资建议

投资亮点：国家加大基建投资、各地市政建设增加、业务范围拓展。

投资隐忧：毛利率低位徘徊，在没有外力推动的作用下，预计未来难有大的改善。

综合考虑行业与公司状况,预计公司业绩将保持小幅度增长。调低公司2009年业绩预测,预计公司2009年的每股收益为0.50元;2010年世博会召开期间施工限制预计将对公司的上海本地市场业务造成影响,外地市场和国际市场对公司业绩的贡献尤为重要,预计公司2010年每股收益为0.53元。以3月26日收盘价计算,2009年、2010年的动态市盈率分别为24.94倍、23.53倍。公司估值在建筑行业内仍具有优势,但不属明显低估。维持公司“增持”的投资评级。

行业投资评级

强于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上;
同步大市: 未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间;
弱于大市: 未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入: 未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上;
增持: 未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%;
观望: 未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%;
卖出: 未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写,本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。