

吴剑雄

021-50588666-8033

wujx@ccnew.com

2009 年 10 月 14 日

“建筑+地产”双轮驱动新模式诞生

——上海建工（600170）资产购买方案点评

公司点评

增持（首次）

报告关键要素：

上海建工此次定向增发收购建工房产等资产之后，将形成“建筑+地产”双轮驱动的盈利模式。建工房产拥有2500亩土地储备，实力雄厚，注入后将成为上海建工以后业绩增长的亮点。我们给予公司“增持”投资评级。

事件：

上海建工公布资产购买草案。公司董事会通过了向大股东定向增发注入建工房产等资产的方案。根据重组草案，本次向大股东非公开发行股数为3.22亿股，发行价格为14.52元。

点评：

- **备考盈利预测有些保守。**根据公布的方案，公司完成资产注入后，09 年的每股收益为 0.66 元，基本符合我们的预期，但备考方案中，2010 年公司营业收入减少 1.10%，每股收益仅为 0.70 元，预测较为保守。截止上半年，公司新签合同项目数达到 510 个，总计新签合同金额 276.30 亿人民币，比去年同期增长 33.72%，公司建筑业务正处于上升通道，以 08 年收入估算，公司目前手持订单足够未来 2 年发展需要。根据公司备考 2010 年营业收入预测，我们估计建工房产的收入贡献只有 1 亿元左右，而实际上，建工房产上半年已完成净利润 0.70 亿元。当前保守的盈利预测可能考虑到了世博会过后市场回落的影响，但这也给未来公司业绩超预期带来可能性。

表 1：备考盈利预测（单位：万元）

	2008 年度		2009 年度		2010 年度
	合计	1 至 6 月	7 至 12 月	合计	合计
	已审实现数	已审实现数	预测数	预测数	预测数
一、营业收入	4921429	2755464	2755504	5510968	5450188
二、营业成本					
其中：营业成本	4561588	2560054	2560469	5120523	5045361
营业税金及附加	163782	88876	82640	171516	172443
销售费用	7414	3723	4035	7758	7688
管理费用	113506	63307	65796	129103	136757
财务费用-净额	7737	183	785	968	725
资产减值损失	8279	294	3034	3328	3736
加：公允价值变动收益/(损失)	138	60	-	60	-
投资收益	13428	1499	2879	4378	3730
三、营业利润	72413	40586	41624	82210	88658
加：营业外收入	16334	4641	11429	16070	16866
减：营业外支出	1415	651	61	712	-
四、利润总额	87332	44576	52992	97568	105524
减：所得税费用	16904	9320	11568	20888	23896
五、净利润	70428	35256	41424	76680	81628

归属母公司股东的净利润	66029	32212	36412	68624	73410
少数股东损益	4399	3044	5012	8056	8218
EPS				0.66	0.70

资料来源：公司资料、中原证券研究所

- **建工房产实力雄厚，拥有2500亩土地储备，注入后将有望成为上海建工业绩增长新的驱动力。**建工房产是上海市房地产开发十大著名企业之一。公司主要立足于上海房地产市场，以开发中高档商品住宅和保障性住房为主，辅以商业写字楼和标准厂房。先后建成了东淮海公寓、佳龙花园、海尚佳园、上海滩·新昌城、大唐盛世等一批住宅新区。同时开发了海尚康庭、海尚逸苑、海尚菊苑等一批保障性住房，以及海尚杰座商业写字楼和嘉定工业区等。公司目前拥有可销售和在建的商品房建筑面积约60万平方米，土地储备2500亩。

表 2：建工房产土地储备情况

序号	地块名称	地理位置	房地产权证编号	土地面积 (平方米)	土地性质	土地用途	法律手续办理情况
1	吴中路 51 号地块 (虹桥商务楼)	上海	沪房地徐字(2006) 第 016269 号	22,398	出让	商业办公	已取得土地证
2	新都小区(新都明珠苑)	安徽宿州	/	23,900	出让	商住	已签订土地转让协议书，取得建设用地规划许可证
3	海尚佳园(二期)	上海	/	3,633	协议出让	住宅	已签订土地使用权出让合同，尚未取得土地证
4	枫丹白露四期	上海	/	310,663	划拨+出让	商住	已取得沪房管财[2009]169 号批复文件，尚未取得土地证
5	浦东田度路 58-60 号地块	上海	/	67,538	划拨+出让	住宅	已取得沪房管综[2008]30 号批复文件，尚未取得土地证
6	周康航大型居住社区	上海	/	1,215,600	划拨+出让	商住	已取得周康航(拓展)基地建设意向书，尚未取得土地证
7	大唐盛世花园 (四期)	上海	沪房地浦字(2007) 第 014177 号	27,300	转让	商住办	已取得土地证

资料来源：中原证券研究所、公司资料

注：土地性质为“划拨+出让”的，出让部分属于商品房建设用地，划拨部分属于经历适用房建设用地。

- **资产注入后，公司将形成“建筑+地产”双轮驱动的盈利模式。**此次公司收购了建工房产有限公司及其他基建、机械制造类资产，收购完成后，上市公司将变成集土建施工、专业施工和房地产开发为一体的综合性工程承包商，实现“建筑+地产”盈利模式，建筑和地产业务相关性强，该模式可以有效控制房地产开发成本。
- **给予公司“增持”的投资评级。**我们预测公司2009年、2010年和2011年每股收益为0.66元、0.70元和0.85元。目前公司股价对应于2009年和2010年的动态市盈率分别为22.80倍和21.50倍，由于公司资产注入后将成为“建筑+地产”双轮驱动盈利模式，房地产开发将成公司新的亮点，我们给予公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**

(1) 上海房地产市场波动风险。建工房产是公司未来业绩的重要驱动力，上海地区房地产市场如果出现大幅下滑，将导致公司业绩达不到预期。

(2) 世博效应消退风险。上海世博会之后，上海基础建设可能大幅减少的风险。

(3) 原材料价格波动风险。我国建筑企业数量众多，行业集中度地，行业内部竞争激烈，行业整体价格偏低，特别是原材料和人工成本的上涨对公司盈利有很大压力。

盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入 (亿元)	305.73	492.14	551.10	545.02
增长比率 (%)	22.24	60.97	11.98	-1.10
净利润 (亿元)	3.01	3.02	6.86	7.34
增长比率 (%)	9.45	0.33	127.23	6.97
每股收益 (元)	0.42	0.42	0.66	0.70
市盈率 (倍)	35.83	35.83	22.80	21.50

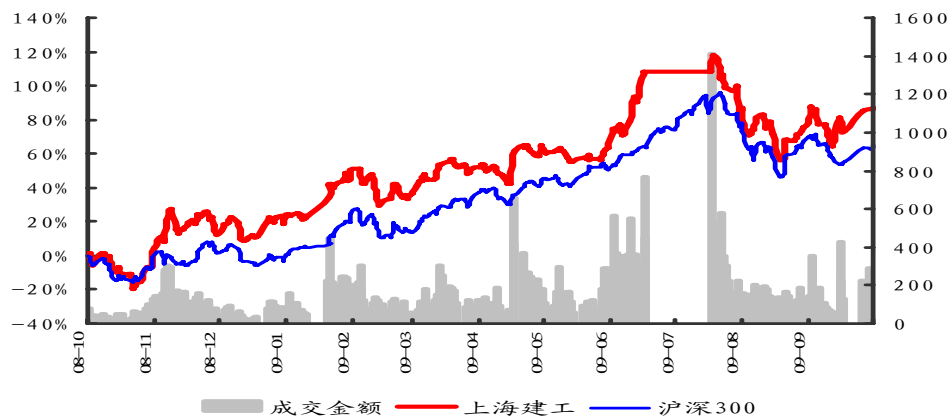
市场数据 (2009年10月12日)

收盘价 (元)	15.05
一年内最高/最低 (元)	18.48/6.34
沪深300指数	3151.63
市净率 (倍)	2.82
流通市值 (亿元)	52.98

基础数据 (2009年6月30日)

每股净资产 (元)	5.34
每股经营现金流 (元)	1.23
销售毛利率 (%)	5.54
净资产收益率 (%)	3.98
资产负债率 (%)	78.47
总股本/流通A股 (亿股)	7.19/3.52
B股 (亿股)	/

上海建工相对沪深300指数走势图



相关研究

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。

免责条款

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。