

建筑与工程

——世博会前上海建筑业上市公司有望迎来投资性机会

投资评级 推荐

投资要点:

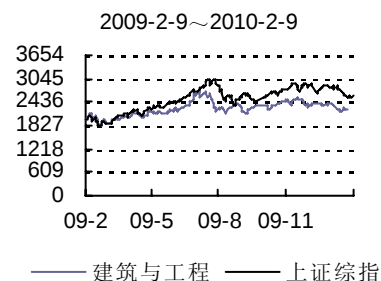
- 营业收入及净利润稳健增长：上海建工、隧道股份及浦东建设 3 家上海本地公司明显受益于上海市世博会带来的重大工程配套建设加速，其收入及净利润增速相对较高；腾达建设、宏润建设及龙元建设则积极拓展外地市场，在收入稳健增长的同时，其中龙元及腾达 2008 年因亏损导致净利润基数较低，2009 年净利润有望大幅度增长。
- 新签合同及未完工合同表现不一：6 家公司除龙元建设外，新签合同均小幅增长；不过龙元建设目前未完工订单充足，是其 2009 年预计营业收入的 4 倍以上；宏润建设外地业务构成目前超过 60%，未完工合同额约 100 亿元；而 3 家上海本地公司未完工合同/09 年营业收入均小于 1.5，且面临世博会后上海重大工程投资增速降低的压力。
- 毛利率及净利润率变化各异：上海建工两项指标均远低于其他 5 家公司，且均小幅度下降；宏润建设毛利率小幅下降，不过其净利率持平；其他 4 家公司两项指标均有所上升，其中隧道股份上升幅度较大，表明其施工效率率进一步改善；龙元建设、腾达建设因去年 4 季度亏损导致净利润率增速较大。
- 行业未来趋势分析：受世博会的刺激，前几年上海城市基础设施投资增速较快，而房地产投资增速则较慢；预计未来几年上海城市基础设施仍有望保持稳健增长，房地产投资在政府加大保障性住房刺激力度的作用下，增速有望进一步提升；而各家公司特别是 3 家浙江公司将利用自身优势积极拓展外地市场，以保障其未来收入的提升。
- 公司优劣势分析：上海建工在房建、市政、公装领域优势明显，隧道在轨道交通、越江隧道具有龙头优势，宏润以市政及地产齐头并进，龙元是民营房建龙头且目前积极进入地产一级开发；浦东建设积极介入浦东道路施工及机场北通道建设并有多项 BT 项目运作经验。3 家上海本地公司的大股东实力雄厚，其中上海建工已获大股东资产注入，在上海国资整合的刺激下，不排除另两家公司有资产注入可能。
- 风险提示：房地产调控风险、未来上海固定资产投资增速下降风险、工程进度及安全防范风险。
- 估值及投资建议：6 家公司 2010 年的市盈率除腾达建设外都在 20 倍之内，宏润建设仅 14 倍，PB 大都在 2-3 倍；给予 6 家公司“推荐”的投资评级。考虑到隧道股份纵向一体化优势及外地市场拓展卓有成效、龙元建设未完工合同充足且介入地产一级开发，给予重点推荐。

2010 年 2 月 9 日

主要数据

行业指数	2240.41
上证指数/深圳成指	2948.84/11970.44
公司家数	41
总市值(百万元)	732416.39
流通市值(百万元)	353696.75

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

研究员： 包社
 电话： 021-51097188-1923
 电邮： baoshe@gyzq.com.cn
 联系人： 赵喜娟
 电话： (86-21) 51097188-1952
 电邮： zhaoxijuan@gyzq.com.cn
 地址： 中国上海市浦东南路 379 号
 金穗大厦 15F (200120)

引言

本报告主要分析上海建筑业的 6 家上市公司（中国海诚除外），其中上海建工、隧道股份、浦东建设属于上海国资控股，且主要业务集中于上海；另外 3 家龙元建设、宏润建设及腾达建设，以浙江起家，目前都以上海为总部，并积极向全国各地拓展，从近两年新签订单构成上来看已取得较好成效。

由于受到上海世博会带动相关配套设施建设及我国基建投资快速增加的影响，预计 2009 年 6 家公司都取得较好的经营业绩；不过 2010 年因世博会召开导致部分重大工程可能施工暂缓，同时上海市近几年固定资产投资增速相对全国较低，导致 6 家 2009 年新签订单及营业收入的增长仍远低于以基建投资为主的几大建筑业央企；根据对 6 家公司定期公告及调研信息的了解，6 家公司目前都积极拓展外地业务及其他相关业务（如龙元建设积极拓展房地产业务、隧道股份加大拓展外地业务比重、上海建工注入集团优质资产），因此我们预计在 2010 年 6 家公司仍有望获得较好的增长。

6 家公司近期股价跟随大盘出现不同程度的下跌，目前风险已基本释放完毕；随着世博会的即将召开，以及上海市预计 2010 年重大工程投资项目仍不低于 2009 年水平，我们认为目前 6 家公司迎来投资性机会，给与“推荐”的投资评级。

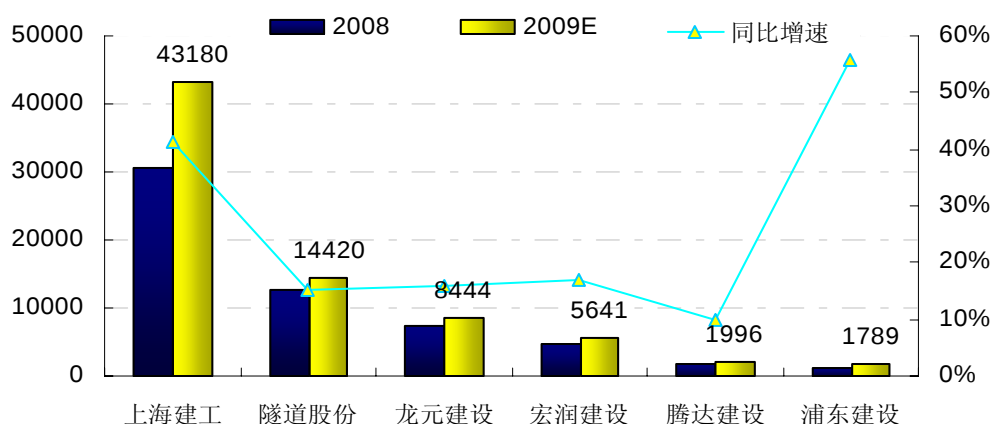
1 营业收入及净利润分析

6 家公司 2009 年的营业收入及归属于母公司所有者的净利润来自于 WIND 中研究员的一致预测，部分公司因被研究员关注较少，2009 年预测值与公司实际值可能有一定偏差。

可以看出上海建工的营业收入远大于其他 5 家公司，且在 2009 年保持超过 40% 的收入增长；浦东建设受益于公司投资的浦东国际机场北通道建设带来的巨大合同施工，其营业收入增速较大；其余 4 家公司的营业收入均保持约 20% 的稳健增速。

图1:营业收入及同比增速（2008，2009E）

单位：百万元



资料来源：WIND，国元证券研究中心

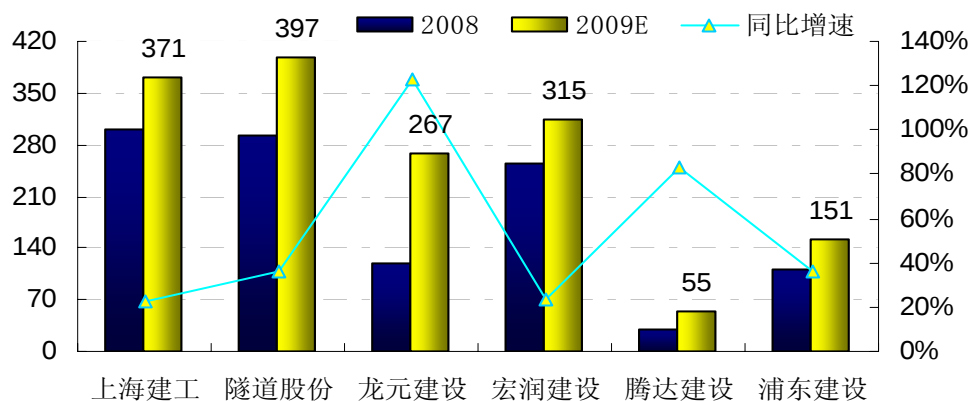
整体上 6 家公司 2009 年的预计营业收入增速明显低于几大建筑业央企的增速，甚至低于 2009 年我国固定资产投资总额的增速；主要因为 6 家公司特别是上海本地的 3 家公司（隧道股份、上海建工、浦东建设）的主要业务以上海为主，其他 3 家浙江公司（龙元建设、宏润建设、腾达建设）以江浙沪为主，此 3 个地区的固定资产投资增速均低于全国增速；同时 6 家公司的业务构成主要以房屋建筑、市政工程及相关业务为主；几乎未介入铁路建

设业务，公路建设业务占比也较少，而2009年我国铁路及公路建设投资增速较高，部分提升了我国固定资产投资的增速。

从2009年6家公司的净利润来看，最高的为隧道股份，其次为上海建工（这和其较低的施工毛利率有关），且前4家公司差距不大，只有腾达建设相对较低；从4家公司的净利润增速来看，上海建工增速最低，约20%；增速较高的为龙元建设及腾达建设，这一方面和两家公司在2008年4季度产生较大幅度的亏损有关，另一方面龙元建设在2009年因转让子公司土地可能获得相应的补偿。

图2:净利润及同比增速（2008, 2009E）

单位：百万元



资料来源：wind，国元证券研究中心

注：净利润为归属于母公司所有者的净利润。

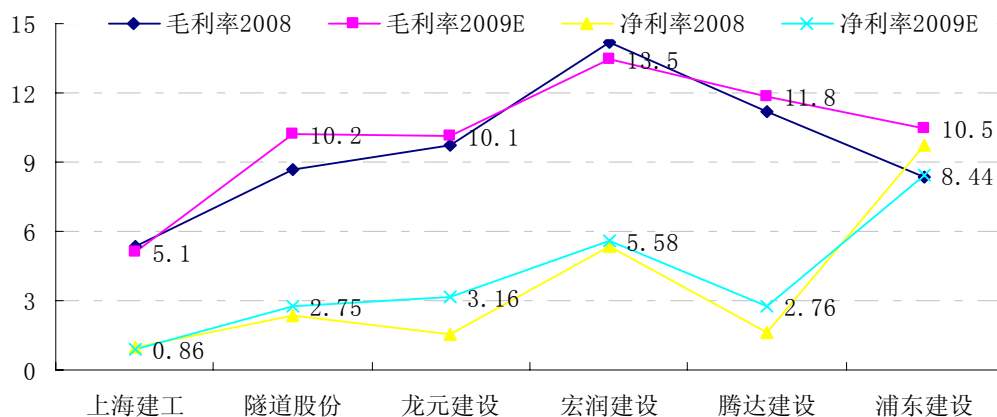
2 销售毛利率及销售净利率分析

从6家公司的销售毛利率来看，宏润建设最高，上海建工最低，其他4家公司大都维持在10%左右的水平；隧道股份及浦东建设2009年上升较大，宏润建设因高毛利率的地产业务占比降低而略有下降。

从销售净利率来看，浦东建设最高，其次为宏润建设；最低的为上海建工；浦东建设的销售净利率连续两年超过其毛利率，主要因为其净利润中来自于投资收益的比重较大，且2009年营业外收入大幅度增加。从变化趋势来看，除上海建工略有下降外，其他5家公司都出现不同幅度上升，龙元建设及腾达建设因08年4季度亏损，同比上升较大。

图3:毛利率及净利率同比变化（2008, 2009E）

单位：%



资料来源：WIND，国元证券研究中心

3 新签重大合同及未完工合同分析

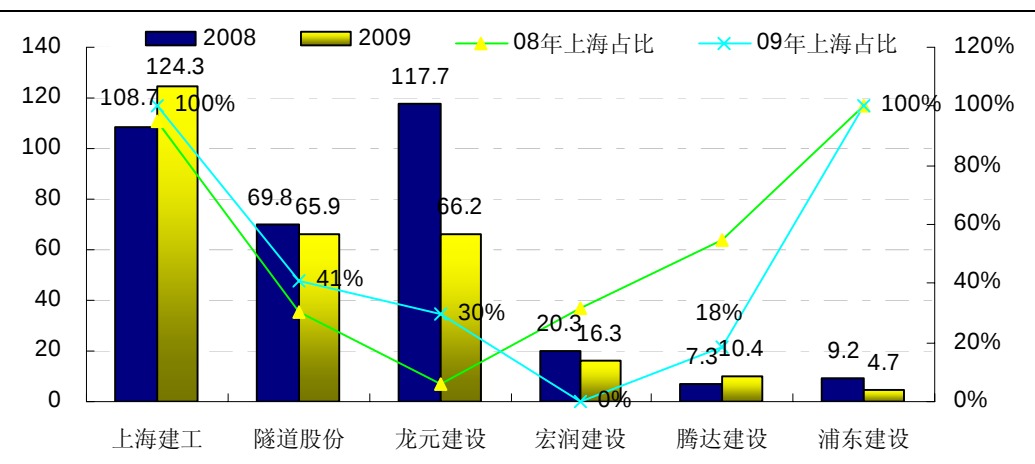
对6家公司2008-2009年公布的重大合同公告进行统计（公布的重大合同并不能代表公司的所有新签合同总额），不过从其总额及地区构成来看代表公司未来发展的一种趋势。

从下图来看，2009年各家公司新签重大合同相对于2008年来看，普遍增速较低，仅总额较小的腾达建设增速在40%左右，上海建工增速在15%左右，其他4家公司大都出现下降，龙元建设及浦东建设下降明显。其中龙元建设是2008年签定了沈阳龙之梦项目，其总金额高达100亿元，导致2008年基数相对较高；浦东建设是因其主要精力都投资于浦东国际机场北通道项目，其他项目承接较少。

从6家公司新签重大合同的地域构成来看，上海本地3家公司近2年新签重大合同仍主要以上海地区为主，上海建工本地占比超过90%，浦东建设为100%；而隧道股份在2009年明显加大了外地特别是新加坡地区的承接力度，并取得较好效果，2009年外地新签重大合同占比已达60%；而另3家浙江公司在上海地区的新签重大合同比例已远低于外地占比，连续两年降至30%以下，特别是宏润建设2009年上海地区新签重大合同额为0，表现了其在外地市场开拓中具有较好的竞争优势。

图4:2008-2009年新签重大合同情况

单位：亿元



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

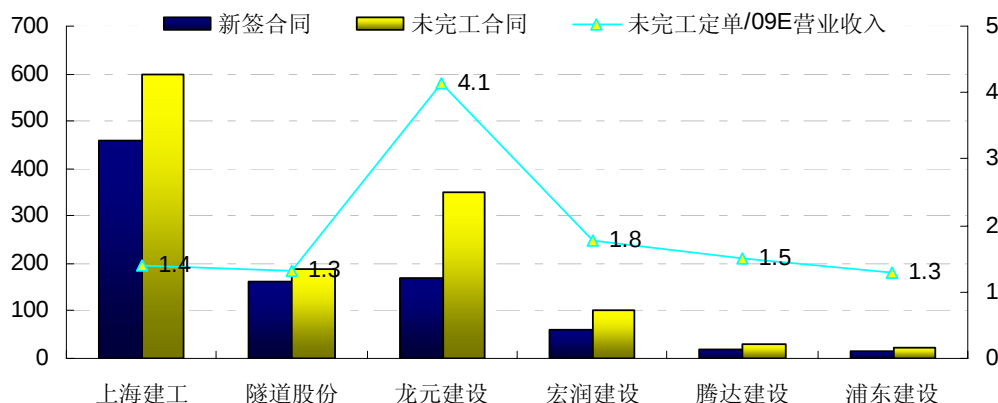
根据公司近几年每年新签合同总额并扣除当年营业收入，并结合从公司调研所获得的信息，匡算出公司2009年新签合同总额及截止到2009年底各公司的未完工合同总额。

从6家公司2009年的新签合同总额及未完工合同总额来看，上海建工依然保持绝对的优势，不过其新签合同增长乏力，预计2009年同比增长5%左右（不包括注入资产的未完工合同）；而隧道股份克服了上海地区定单下降的不利，积极拓展外地市场，2009年其新签合同总额依然增长25%左右；龙元建设因2008年基数较高，同比小幅下降，不过预计其2009年新签合同总额依然可达到170亿元，预计是其2009年营业收入的2倍左右。预计宏润建设及腾达建设新签合同总额保持20-30%的增长。

从各家公司的未完工合同总额/09年营业收入比来看，龙元建设保持绝对的优势，预计其2009年底未完工合同总额是其预计营业收入的4倍以上；这为其未来营业收入的快速增长提供了较好的保障；宏润建设次之，不过仅有1.8倍；腾达建设及3家上海本地公司明显较低，加之2010年上海固定资产投资增速较低，且三家上海本地公司的业务主要集中于上海本地，因此除非2010年三家公司加大外地合同的承接或其他新业务领域的拓展力度，否则有可能出现未来几年的营业收入增长乏力。

图5:2009年公司新签合同总额及未完工定单总额

单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

4 行业未来发展趋势分析

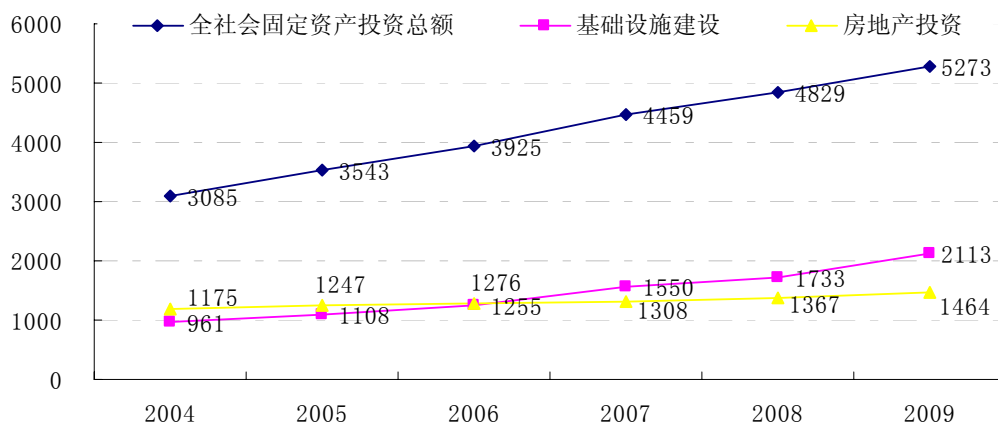
由于6家公司特别是上海本地的3家公司主要业务集中于上海本地,且主要以城市基础设施建设及房屋建设为主,其中隧道股份主要业务是市政工程业务,上海建工2009年营业收入中有一部分直接来自于世博场馆建设,浦东建设主要收入来自于世博配套区域及浦东国际机场北通道建设。以下仅对上海市的行业未来发展作分析。

2009年,上海市全社会固定资产投资5273.33亿元,同比增长9.2%;城市基础设施投资2113.45亿元,增长21.9%;房地产开发投资1464.18亿元,增长7.1%。以上三者增速均远低于全国的平均水平,不过城市基础设施保持较好的增长态势。

2004-2009年上海市全社会固定资产投资、基建投资及房地产投资总额保持稳步增长态势,2009年比2004年分别增长了71%、118%、25%;可以看出基建投资近5年来增速最大,基建投资总额从2004年低于房地产投资总额到2009年超过其近50%,而房地产投资增速则最少,年复合增长率仅为4%。这主要是近几年上海市加大基建投资的力度,特别是为世博会召开而建设了许多大型配套项目,大都在2009年前的两年完成;而房地产投资增速较低,主要是2003年以来上海市的房地产年度新开工面积几乎没有增加,甚至2009年还低于2004年的水平。

图6:2004-2009年上海市固定资产投资、基建投资及房地产投资总额

单位: 亿元



资料来源: 上海统计局, 国元证券研究中心

固定资产投资作为拉动经济增长的三架马车之一,对上海的经济增长起到极其重要的作

用，由于 2009 年上海 GDP 增速已远低于我国的平均水平，加上目前进出口依然低迷，因此 2010 年上海的固定资产投资总额仍有望保持稳健增长；根据上海市重大工程办公室的预计，2010 年上海市重大工程投资仍有望达到 1600 亿元的规模，略高于 2009 年同期 1550 亿的水平。而房地产投资在 2009 年房地产销售火爆的刺激下，2009 年下半年投资增速明显加快，加上各大房地产公司目前现金充沛，房价高企；以及上海逐步加大保障性住房建设比重等因素，预计 2010 年上海的房地产投资仍有望保持较好的增长态势；这对以房屋建设为主的上海建工、龙元建设在上海的业务构成较强支撑。

同时隧道股份、宏润建设、腾达建设主要从事市政类工程承包，主要业务集中于华东地区，受益于华东地区轨道交通大发展及城市道路新建及更新改造较多，华东地区各主要城市经济及财政实力雄厚，且 3 家民营企业以浙江起家，在浙江地区具有优势，因此未来仍有望从华东地区获得较好的合同。

5.6 家公司优劣势分析

6 家公司在各自细分工程建设领域均具有相应的竞争优势；其营业收入及新签合同的地域构成及细分行业明显不同。

表 1 6 家公司优劣势分析

公司名称	优势	劣势
上海建工	上海房建龙头，市场占有率约 20%，在高档办公楼、住宅具有较强竞争优势，同时介入市政、公共设备建筑领域；资产质量优良，现金充足	业务构成主要来自于上海，且以房建为主，行业竞争激烈导致毛利率较低，未来新签合同增长乏力
隧道股份	上海大型越江隧道的垄断者及轨道交通建设领域的领导者，目前海外及外地市场拓展卓有成效；施工-设计-运营-制造初步一体化，近几年投资上百亿元进行多个大型 BT、BOT 类投资项目	业务构成逐步从上海走向外地，面临适应外地市场的风险，目前在手未完工合同较少，投资项目收益能否达到预期
龙元建设	房屋建设的民营企业领导者，业务布局全国各主要城市，外地及大型项目拓展能力卓越，目前在手未完工合同充足；自 2009 年积极拓展房地产一级市场开发，在临安及宁波有重大项目进行投资；同时介入钢结构及水泥生产业务	投资的房地产一级开发项目面临时间长、市场不确定的影响；沈阳龙之梦等大型项目面临的管理及运营风险；相关领域多元化的风险
宏润建设	市政建设为主，轨道交通建设的领先者，外地市场拓展卓有成效；大股东注入优质土地储备，目前土地权益规划建筑面积约 200 万平方米，其中蒙古国约 60 万平方米	资产负债率相对较高，新拓展业务中轨道交通业务占比较高面临的运营风险
腾达建设	市政建设为主，多承接中小型项目，以华东区域为主，2009 年承接新订单增长较快；目前积极拓展地产业务，在江西及台州有部分土地储备	公司近几年增长较慢，规模较小；盈利能力相对较低
浦东建设	浦东道路工程施工的主导者，近几年业务主要来自于世博功能区配套建设及浦东机场北通道建设；在华东区域成功运作多个 BOT、BT 类投资项目；目前主要精力以运作机场北通道为主	机场北通道收益能否达到预期，公司业务主要集中于浦东地区且业务单一

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

6 家公司中来自于上海的 3 家本地公司与浙江 3 家公司具有不同的股东背景；3 家上海本地公司均具有强大的股东背景，在其发展中受到大股东的支持；同时在上海市加快国有

资产整合的背景下，具有一定的资产整合预期，其中上海建工作为 6 家国资整合的试点单位，大股东上海建工集团已率先启动资产注入方案，把集团大部分资产注入上市公司，进一步提升了上市公司的未来盈利能力，资产注入方案已获得证监会同意，预计 2010 年上半年将完成。

表 2 3 家上海本地公司大股东资产分析

公司名称	大股东资产或注入资产情况	备注
上海建工	大股东建工集团将旗下其他主要优质资产全部注入上市公司，上市公司以每股 14.52 元认购大股东 46.8 亿元资产，拟注入资产 2008 年实现营业收入 215 亿，净利润约 3.7 亿元；收购完成公司将成为房建、市政及地产等综合性工程承包商	增发完成后，大股东持股 69.9%，预计资产注入在 2010 年上半年完成，约提升上市公司收入 50%，2010 年上市公司每股盈利将达到 0.70 元
隧道股份	截至 2007 年底，大股东城建集团总资产为 160.6 亿元，净资产为 24.8 亿元；2007 年实现主营业务收入 110.2 亿元，净利润 3.2 亿元 城建集团 2008 年名列中国承包商 60 强第 13 位，列上海百强企业第 26 位。集各类工程投资、设计、施工、管理、设备和材料供应为一体	大股东持股比例 36.85%
浦东建设	大股东浦发集团截至 2008 年底总资产 586 亿元，净资产 320 亿元；2009 年实现营业收入 56.6 亿元，实现净利润 4.2 亿元；集团经营业务涉及土地开发和经营管理、城市基础设施项目投融资建设和经营管理、房地产开发、建筑施工	大股东持有公司股份 22.64%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

来自于浙江的 3 家公司，因为是民营企业，大股东旗下主要资产已进入上市公司，其中宏润建设于 2007 年采取定向增发向大股东购买房地产资产的方式完成大股东的增持，同时大股东承诺定向增发的股份有 3 年的锁定期，并承诺注入的房地产资产在 2008-2009 年将贡献不低于 1.27、1.38 亿元的净利润，表明大股东从实质上对上市公司的未来发展提供支持。

6 盈利预测及估值

根据 6 家公司前几年的经营情况及未完工合同情况，结合各公司的竞争优势及行业未来发展趋势，对各公司 2009-2010 年进行盈利预测，并给出投资建议（其中 2009 年营业收入及净利润数据来自于 WIND 研究员一致预期）。

表 3 6 家公司盈利及估值指标（2009/02/09）

单位：元	股价	2008 EPS	2009 EPS(E)	2010 EPS(E)	2008 PE	2009 PE(E)	2010 PE(E)	PB	投资 评级
上海建工	13.75	0.42	0.52	0.70	33	26	20	2.5	推荐
隧道股份	12.62	0.40	0.54	0.64	32	23	20	2.4	推荐+
龙元建设	13.17	0.31	0.56	0.73	42	24	18	2.9	推荐+
宏润建设	18.08	0.85	1.05	1.26	14	17	14	3.8	推荐
腾达建设	7.06	0.08	0.14	0.18	88	50	39	2.5	/
浦东建设	12.75	0.32	0.44	0.65	40	29	20	2.1	推荐-

单位: 百万 元	2008 收入	2009 收入(E)	2010 收入(E)	2008 净利润	2009 净利润(E)	2010 净利润(E)	总市值
上海建工	30574	43180	64770	302	371	731	9890
隧道股份	12502	14420	15862	292	397	468	9257
龙元建设	7287	8444	10977	120	267	347	6240
宏润建设	4817	5641	6769	256	315	378	5424
腾达建设	1814	1996	2295	30	55	66	2601
浦东建设	1149	1789	1968	111	151	227	4412

资料来源: WIND、国元证券研究中心

注: 2009 年各公司数据为 WIND 研究员预测值, 2010 年为国元研究员预测值。

净利润为归属于母公司所有者的净利润。

重点推荐公司

1 隧道股份

隧道建设纵向一体化龙头, 集施工-设计-运营-制造于一体, 外地市场拓展卓有成效; 并积极进入投资领域, 目前已成功运作多个投资项目, 同时积极承建包括钱江隧道、昆明绕城高速等投资总额高达上百亿元的投资项目。

2 龙元建设

业务布局全国各主要城市, 在手未完工合同充足, 是其 2009 年预计营业收入的 4 倍以上; 同时公司积极介入房地产一级市场开发, 在临安及宁波各有重大项目; 公司还介入水泥生产及钢结构工程业务。

附表 1 隧道股份财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8823	11288	12302	14325	营业收入	12501	14752	15932	18322
现金	3349	4772	5164	6123	营业成本	11419	13203	14227	16343
应收账款	1976	2003	2270	2611	营业税金及附加	369	428	462	531
其它应收款	280	266	287	330	营业费用	35	46	48	55
预付账款	605	700	754	866	管理费用	341	620	677	770
存货	2605	3543	3818	4386	财务费用	224	192	199	218
其他	8	4	8	9	资产减值损失	27	25	27	30
非流动资产	5994	6965	7021	7375	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	545	550	550	550	投资净收益	194	200	260	300
固定资产	1310	2331	2951	3337	营业利润	281	439	552	675
无形资产	1079	999	1009	1009	营业外收入	92	50	55	60
其他	3060	3085	2511	2479	营业外支出	6	7	8	9
资产总计	14817	18253	19322	21700	利润总额	367	482	599	726
流动负债	8703	10985	11323	12808	所得税	71	96	120	145
短期借款	1545	2400	2500	2800	净利润	296	385	479	581
应付账款	3478	4093	4268	4903	少数股东损益	4	5	6	7

其他	3680	4493	4555	5105	归属母公司净利润	292	381	473	573
非流动负债	2380	3221	3547	3933	EBITDA	974	1054	1399	1746
长期借款	1720	2320	2620	2920	EPS（元）	0.40	0.52	0.64	0.78
其他	660	901	927	1013					
负债合计	11083	14206	14870	16741	主要财务比率				
少数股东权益	94	99	105	112	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	734	734	734	734	成长能力				
资本公积	1819	1819	1819	1819	营业收入	45.8%	18.0%	8.0%	15.0%
留存收益	1088	1395	1795	2295	营业利润	24.4%	56.1%	25.7%	22.3%
归属母公司股东									
权益	3639	3947	4347	4847	归属于母公司净利润	53.5%	30.2%	24.3%	21.2%
负债和股东权益	14817	18253	19322	21700	获利能力				
现金流量表				单位:百万元	毛利率	8.7%	10.5%	10.7%	10.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	净利率	2.3%	2.6%	3.0%	3.1%
经营活动现金流	1687	889	1108	1552	ROE	8.0%	9.6%	10.9%	11.8%
净利润	296	385	479	581	ROIC	14.7%	17.4%	17.2%	19.9%
折旧摊销	469	423	648	853	偿债能力				
财务费用	224	192	199	218	资产负债率	74.8%	77.8%	77.0%	77.1%
投资损失	-194	-200	-260	-300	净负债比率	29.91%	34.63%	35.78%	35.36%
营运资金变动	840	441	-369	177	流动比率	1.01	1.03	1.09	1.12
其它	52	-353	412	23	速动比率	0.71	0.70	0.75	0.77
投资活动现金流	-530	-814	-843	-903	营运能力				
资本支出	870	1000	1000	1100	总资产周转率	0.96	0.89	0.85	0.89
长期投资	137	11	0	0	应收账款周转率	6	7	7	7
其他	477	197	157	197	应付账款周转率	3.80	3.49	3.40	3.56
筹资活动现金流	572	1347	127	309	每股指标（元）				
短期借款	-573	855	100	300	每股收益	0.40	0.52	0.64	0.78
长期借款	1216	600	300	300	每股经营现金流	2.30	1.21	1.51	2.12
普通股增加	142	0	0	0	每股净资产	4.96	5.38	5.93	6.61
资本公积增加	982	0	0	0	估值比率				
其他	-1196	-108	-273	-291	P/E	34.46	26.46	21.30	17.57
现金净增加额	1728	1422	393	959	P/B	2.77	2.55	2.32	2.08
					EV/EBITDA	10	9	7	5

资料来源：国元证券研究中心

附表 2 龙元建设财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8004	9076	11156	13386	营业收入	7287	8453	10989	13736
现金	1115	1293	1348	1387	营业成本	6579	7604	9879	12335
应收账款	2889	3052	3758	4567	营业税金及附加	218	241	313	391
其它应收款	760	913	1187	1484	营业费用	9	13	16	21
预付账款	118	152	198	247	管理费用	132	169	209	254
存货	3057	3650	4643	5674	财务费用	139	80	93	116
其他	65	17	22	27	资产减值损失	46	15	18	20

非流动资产	768	1266	1793	2332	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	22	25	25	25	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	384	651	968	1284	营业利润	162	332	460	599
无形资产	86	106	136	176	营业外收入	42	18	25	30
其他	276	485	665	847	营业外支出	16	5	10	12
资产总计	8772	10342	12950	15718	利润总额	189	345	475	617
流动负债	7169	7731	9825	11978	所得税	78	79	114	154
短期借款	1698	1500	1800	2000	净利润	112	265	361	462
应付账款	2185	2585	3458	4441	少数股东损益	-9	10	14	18
其他	3286	3646	4567	5537	归属母公司净利润	120	255	347	444
非流动负债	12	203	403	603	EBITDA	302	438	596	776
长期借款	1	201	401	601	EPS（元）	0.31	0.54	0.73	0.94
其他	11	2	2	2					
负债合计	7181	7934	10228	12581	主要财务比率				
少数股东权益	104	114	128	147	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	389	474	474	474	成长能力				
资本公积	145	650	650	650	营业收入	2.4%	16.0%	30.0%	25.0%
留存收益	955	1171	1471	1867	营业利润	-33.3%	104.0%	38.9%	30.0%
归属母公司股东									
权益	1487	2294	2594	2990	归属于母公司净利润	-37.3%	112.1%	36.1%	27.9%
负债和股东权益	8772	10342	12950	15718	获利能力				
					毛利率	9.7%	10.1%	10.1%	10.2%
现金流量表				单位:百万元	净利率	1.6%	3.0%	3.2%	3.2%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	8.1%	11.1%	13.4%	14.8%
经营活动现金流	72	171	216	352	ROIC	14.5%	14.9%	15.6%	16.5%
净利润	112	265	361	462	偿债能力				
折旧摊销	0	27	43	61	资产负债率	81.9%	76.7%	79.0%	80.0%
财务费用	139	80	93	116	净负债比率	24.49%	22.32%	22.40%	21.55%
投资损失	1	0	0	0	流动比率	1.12	1.17	1.14	1.12
营运资金变动	0	-228	-339	-354	速动比率	0.69	0.70	0.66	0.64
其它	-180	27	58	66	营运能力				
投资活动现金流	-90	-511	-550	-580	总资产周转率	1.55	0.88	0.94	0.96
资本支出	87	480	500	520	应收账款周转率	4	3	3	3
长期投资	-6	11	20	20	应付账款周转率	5.76	3.19	3.27	3.12
其他	-9	-20	-30	-40	每股指标（元）				
筹资活动现金流	201	518	390	266	每股收益	0.25	0.54	0.73	0.94
短期借款	1628	-198	300	200	每股经营现金流	0.15	0.36	0.46	0.74
长期借款	1	200	200	200	每股净资产	3.14	4.84	5.10	5.60
普通股增加	340	85	0	0	估值比率				
资本公积增加	118	505	0	0	P/E	42.60	24.48	17.98	14.06
其他	-1886	-74	-110	-134	P/B	3.44	2.72	2.41	2.09
现金净增加额	183	178	66	38	EV/EBITDA	23	16	11	9

资料来源：国元证券研究中心

附表 3:6 家公司 2008-2009 年新签重大合同统计

上海建工 2009 年	金额	上海建工 2008 年	金额
上海同盛南桥花园	3.84	上海市世纪大都会 2-3 地块地下工程	4.87
东大名路 81 号街坊	6.32	上海市浦东供电分公司生产调度楼工程	3.62
地块（浦江国际金融广场）工程			
徐汇区浦北路中星城	13.79	上海市嘉里静安综合发展项目（南区）工程	19.43
宝山顾村镇	6.6	上海临港新城皇冠假日酒店工程	6.2
浦江高科技园	4.49	上海市长宁区 115 街坊 2/1 地块工程	9.61
黄浦区老城厢露香园路旧改地块	5.15	上海船厂（浦东）区域地块工程	9.58
斜土街道 107 街坊商办楼工程	8.55	上海市海光大厦工程	4.4
世博居民文化区项目	4.82	上海 10 号线吴中路停车场二期工程	4.54
上海月星环球博览中心	21	上海太平金融大厦工程	8.54
中国人寿数据中心张江	7.24	上海招商银行信用卡中心总承包工程	5.44
陆家嘴塘东总部基地中块地下空间	3.83	无锡君来广场项目总承包工程	5.49
浦东医院征地新建工程	3.9	上海市第六人民医院工程	3.58
衡山路 12 号地块宾馆项目	6.37	上海莘庄龙之梦购物广场工程,	6
上海水上竞技中心工程	17.4	上海浦东嘉里中心工程	12.5
上海市日月光中心裙房	3.7	上海市金桥埃蒙顿假日广场总承包工程	4.9
宝山顾村镇配套商品住宅	7.28		
合计	124.3	合计	108.7

2009 年新签重大合同同比 2008 年增长 15%,两年内仅无锡签定一个 5.5 亿元的重大合同,其余皆位于上海地区;新签合同主要为办公楼、住宅及高端酒店项目,也有部分公共设施工程。

隧道股份 2009 年		隧道股份 2008 年	
虹桥综合交通枢纽迎宾三路隧道新建工程	9.6	上海崇明越江通道 T4 标工程	11.87
宁波市轨道交通 1 号线一期工程地下工程	6.11	新加坡地铁市区线一期 C902 标	11.5
郑州市轨道交通 1 号线一期工程土建施工	8	上海市竹园第一污水处理厂升级改造项目工程	8.86
新加坡地铁市区线二期	18	新加坡海滨金沙综合休闲度假区 8402 标	8.5
香港甲昂船洲污水处理厂连接隧道	2.2	武汉市二号线一期工程第十标段土建工程	1
长江西路越江隧道新建工程 T1 标工程	11.73	上海市五号沟泵站工程 QB2-C1 标工程	5.19
长江西路越江隧道新建工程 T2 标工程	5.8	上海市军工路越江隧道工程	13.49
无锡轨道交通一、二号线工程无锡火车站	4.49	上海 10 号线空港一路站等	2.96
		上海东西通道浦东段拓建工程 1 标工程	6.47
合计	65.93	合计	69.8

2009 年新签重大合同同比 2008 年略有下降,其中外地占比由 2008 年的 30%上升到 2009 年的 59%,主要是公司近几年在新加坡业务拓展迅猛;新签合同主要以越江隧道、轨道交通及市政基础设施为主。

浦东建设 2009 年		浦东建设 2008 年	
三林世博功能区域工程投资与回购协议	4.69	中环线浦东段黑色摊铺工程	2.67
		上海内环线浦东段快速化改建工程 1 标	3.2
		上海中环线浦东段申江路 2 标	1.34
		三林世博功能区域工程扩建与回购协议	1.99
合计	4.7	合计	9.2

2009 年公布的合同只有 1 个,为 4.7 亿元,仅为 2008 年 50%左右;新签合同主要在浦东,以道路工程施工为主,不太具有比较意义。

宏润建设 2009 年		宏润建设 2008 年	
杭州地铁 2 号线一期工程	2.68	上海 11 号线北段二期	1.7
宁波市东外环路工程 2 标段	2.02	苏州市李公堤二期土建总包工程	2.68
武汉市轨道交通四号线一期工程	3.4	武汉二号线一期工程第十八标段	3.11
杭州市紫金港路工程	2.42	宁波市东外环 B T 工程	5.63
大连市地铁一期工程 104 标段	3.4	上海青草沙水源地原水工程长兴岛域输水管 线	4.76
西安市地铁一号线	2.35	宁波市东外环路-通途路立交工程	2.43
合计	16.27	合计	20.31

2009 年新签重大合同同比 2008 年下降 20%，合同构成主要来自于轨道交通、城市道路及基础设施。2009 年轨道交通项目明显增加，且上海占比减少。

腾达建设 2009 年		腾达建设 2008 年	
上海市轨道交通 12 号线工程土建 5 标段	1.88	上海市“宝山路—东江湾路改建工程	1
宁波世纪北延一期工程 IV 标段项目	0.76	上海市青虹路（暂名）新建工程 1 标段	2.99
武汉市轨道交通四号线一期工程五标段	4.36	杭州市余杭塘路 02 标工程	0.85
宁波市福明路一期工程	1.66	台州滨海工业区块东二路椒江段	1.13
宁波春晓 1 标段工程	0.72	留石快速路二期工程 03 标	1.31
无锡市通江大道改造工程	0.97		
合计	10.35	合计	7.28

2009 年新签重大合同同比 2008 年增长 40%，新签合同中上海占比下降至不足 20%，且外地主要为浙江省；合同主要为轨道交通、城市道路施工。平均每个合同金额远小于其他 5 家公司。

龙元建设 2009 年		龙元建设 2008 年	
宁波阳光海湾滨海商务休闲区	30	上海市大华清水湾花园三期	2.88
黄浦区方斜路旧区地块住宅项目	4.35	《沈阳龙之梦亚太中心施工总承包合同	100
海南省五指山市“山水·绿世界”项目	2	天津市宝坻区的橄榄树住宅小区一期	3.08
徐家汇宛平南路 88 号地块工程	4.5	沈阳七好国际城	2.1
华丽家族·复兴天地中心项目工程	7.05	西门子上海中心(一期)建筑工程	3.8
无锡世界贸易中心二期工程	3.3	菲律宾 ABD 大厦项目工程	3
阜阳中南·红星美凯龙全球家具生活广场	4	山东省平邑秸秆发电厂工程项目	2.88
广东肇庆“上海城”项目工程	7.2		
上海金山滨海名邸二至五期商品房项目	3.79		
合计	66.19	合计	117.7

2009 年新签重大合同同比 2008 年下降 40%，主要是 2008 年有沈阳龙之梦的 100 亿元合同；且连续两年外地合同占比超过 70%；合同构成主要以住宅、商务楼为主，并以总承包身份介入大型复合型工程建设。

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn