



建筑工程业

2011.04.01

首配上海建工：迪斯尼大规模建设拉开序幕



韩其成

021-38676162

hanqicheng@gjtjas.com

S0880511010022

本报告导读：

迪斯尼开工仪式正在紧锣密鼓筹办中，这将成为迪斯尼建设大范围启动的标志。受益股上海建工、浦东建设、隧道股份，首推兼具保障房主题的低估值股票上海建工摘要：

- 迪斯尼是继上海世博会之后的又一重大建设项目，项目直接投资额245亿元，预计间接拉动投资规模为千亿级。据传，迪斯尼开工仪式正在紧锣密鼓准备，这将成为迪斯尼建设大范围启动的标志。
- **迪斯尼标志性时间点：**2009年11月上海市政府宣布迪斯尼项目启动；2010年1月动拆迁工程启动；2010年7月完成动拆迁；2010年8月中方申迪公司成立；2010年11月中美双方正式签署合作协议。2011年4月8日召开盛大开工仪式。10年11月8日我们撰写的《聚焦迪斯尼：基建开展，建筑受益》判断，迪斯尼的基建拉开序幕，那么现在，我们认为这就是迪斯尼大规模建设的标志。利好上海建筑公司：上海建工、浦东建设、隧道股份（停牌重组中）。
- **上海建工：迪斯尼园国内工程的有力竞争者。**1) 公司建筑实力强，完成多个区域性地标建筑，如上海金茂大厦、环球金融中心，广州电视塔，大连绿地广场等。2) 公司混凝土公司在上海的市场份额约50%，混凝土搅拌站、搅拌车数量大，可以保证工程的一切需要。3) 公司具有项目总指挥与总管理经验：浦东机场建设中，公司成立了总承包管理部为业务做了很多统筹管理；世博园建设成立的工程指挥中心大量人员来自上海建工；承建了世博会永久性建筑一轴四馆。公司于1月中标场地平整项目6.4亿元，显示公司对迪斯尼项目做了紧密跟踪且取得了良好成效，有望在后续接到更多项目。

另外：1) 上海建工更是保障房建设的确定受益标的。上海建工保障房净利率5%远高于1.3%的净利率，11年将开工新建3个保障房建设基地，面积约70~80万平米。2) 公司分业务竞争力强劲。园林公司全国排名第一，收入超过东方园林；地铁上海市场份额约40%，匹敌隧道股份；装饰公司全国排名第22名，完成国家大剧院等；市政院在建筑设计中全国排名第六，这两年公司逐步开展EPC项目。3) 估值低。保守估计公司11年EPS1.23元，目前PE14倍，远低于04年-10年平均21倍的PE。分板块PS估值理论市值800~900亿元，目前市值180亿，只要公司盈利能力改善，空间立即体现。11-12年EPS为1.23、1.54元，同增55%、25%。增持，目标价26元，PE21x。

- **浦东建设：**浦东路桥建设的主力军，是以BT业务为主业发展方向的建筑公司，公司10年9月以来已经中标2个迪斯尼配套项目，总金额为17.29亿元。公司09年收入规模为17.6亿。公司的BT业务优势：1) 利用资金进行杠杆化，利润水平高于施工业务。2) 受益于加息周期，带来投资收益增加。预计10~12年EPS为0.66、1.18、1.42，同增44%、78%、20%。谨慎增持，目标价26元、PE22x。

评级：

增持

上次评级：

增持

细分行业评级

土木工程建筑业	增持
装修装饰业	增持
其他建筑业	

相关报告

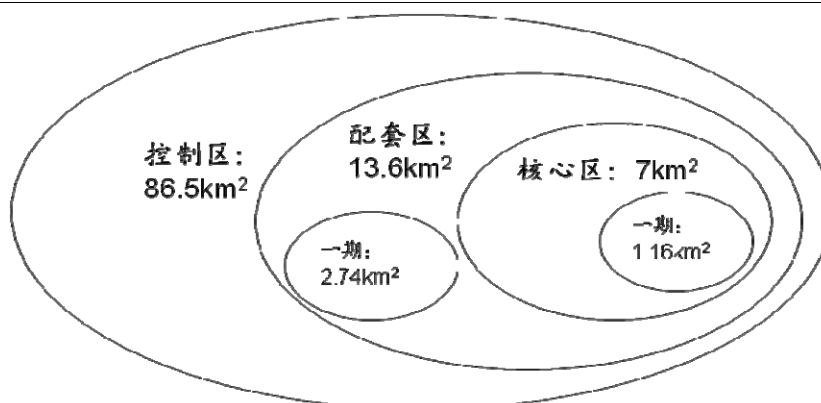
建筑工程业：《合同增速快，市场多元化》	2011.03.23
水利水电工程施工：《核电暂停审批，水电加速开发必行》	2011.03.16
钢结构：《钢结构抗震强，精工钢结构通过日本复审》	2011.03.14
水利水电工程施工：《水利主题持续，水电承接攀高》	2011.02.11
水利水电工程施工：《水利1号文后续看水电攀高，首推葛洲坝》	2011.01.30

图 1: 迪斯尼地图



数据来源：国泰君安证券研究

图 2: 迪斯尼占地区域情况



数据来源：国泰君安证券研究

表 1: 申迪集团股权结构

股东	持股比例
锦江集团	25%
上海广电集团	30%
陆家嘴集团	45%

数据来源：国泰君安证券研究

表 2: 申迪集团管理层

管理层	职务
范希平	上海市人民政府副秘书长，申迪集团党委书记、董事长，并担任“申迪集团”的法定代表人
马坚泓	上海仪电控股（集团）公司党委副书记、申迪集团党委副书记、纪委书记
邵晓云	申迪集团副总裁
明芳	申迪集团副总裁

胡劲军	上海文汇新民联合报业集团党委副书记、社长、上海世博局副局长、申迪集团总裁、党委副书记。
杨小明	陆家嘴集团董事长、上海申迪旅游度假开发有限公司法定代表人、申迪集团监事会主席。

数据来源：百度、国泰君安证券研究

表 3：香港迪斯尼建设进度

时间	进度
1999-12	香港政府与迪斯尼公司一期签约，成立合资香港国际主题公园公司
2000-06	竹篙湾填海工程动工，造地 126 公顷
2001-10	排污、园艺基建开工
2002-07	兴建竹篙湾铁路
2002-08	路面基建开工
2002-12	竹篙湾码头开工
2003-01	在大屿山正式开工
2005-09	香港迪斯尼建成开幕

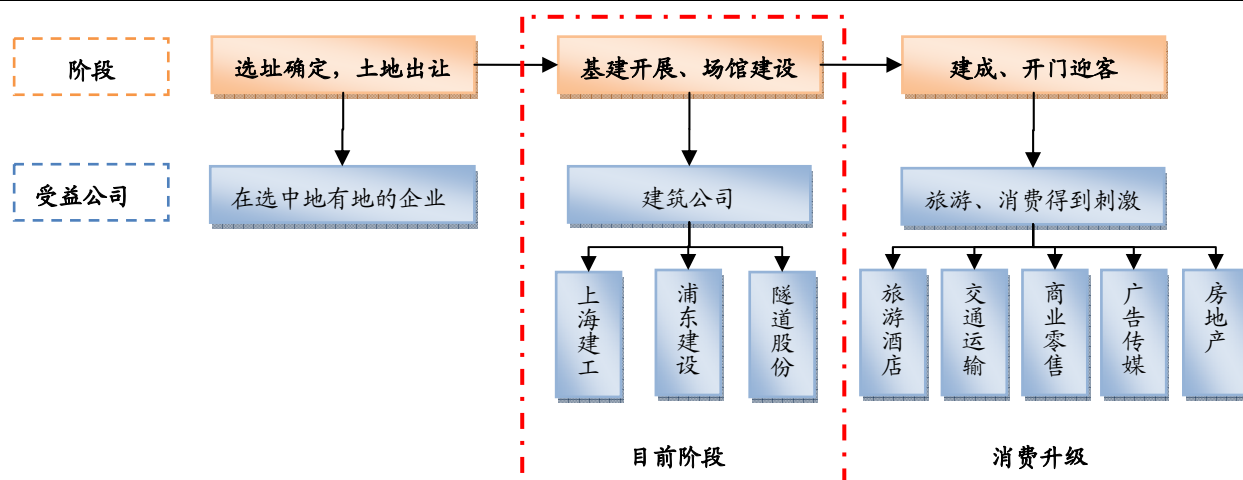
数据来源：国泰君安证券研究

表 4：上海迪斯尼乐园进展表

时间	进度
2002-07	迪士尼公司对外公布了将在上海建立一个主题公园的消息
2002-10	有关部门透露迪士尼已放弃该计划
2005-07	据称，迪士尼已选开设乐园地点
2006-02	迪士尼首次证实在沪建主题公园
2007-12	媒体报道，上海迪士尼项目已重启
2009-01	美国华特迪士尼正式宣布，计划在浦东兴建全球第 6 个迪士尼乐园
2009-10	经报请国务院同意，发改委正式批复核准上海迪士尼乐园项目
2009-11	上海市政府新闻办宣布迪士尼项目启动，该项目由中方公司和美方公司共同投资建设，建设地址位于上海市浦东新区川沙新镇
2010-01	动拆迁工程启动
2010-07	完成动拆迁
2010-08	上海申迪（集团）有限公司成立
2010-09	浦东建设中标浦东航城路、唐黄路，总计 10.36 亿元。
2010-11	上海申迪（集团）有限公司、华特迪士尼公司双方所属子公司在上海正式签署合作协议。
2011-1	上海建工签署迪斯尼

数据来源：国泰君安证券研究

图 3: 迪斯尼受益链分析



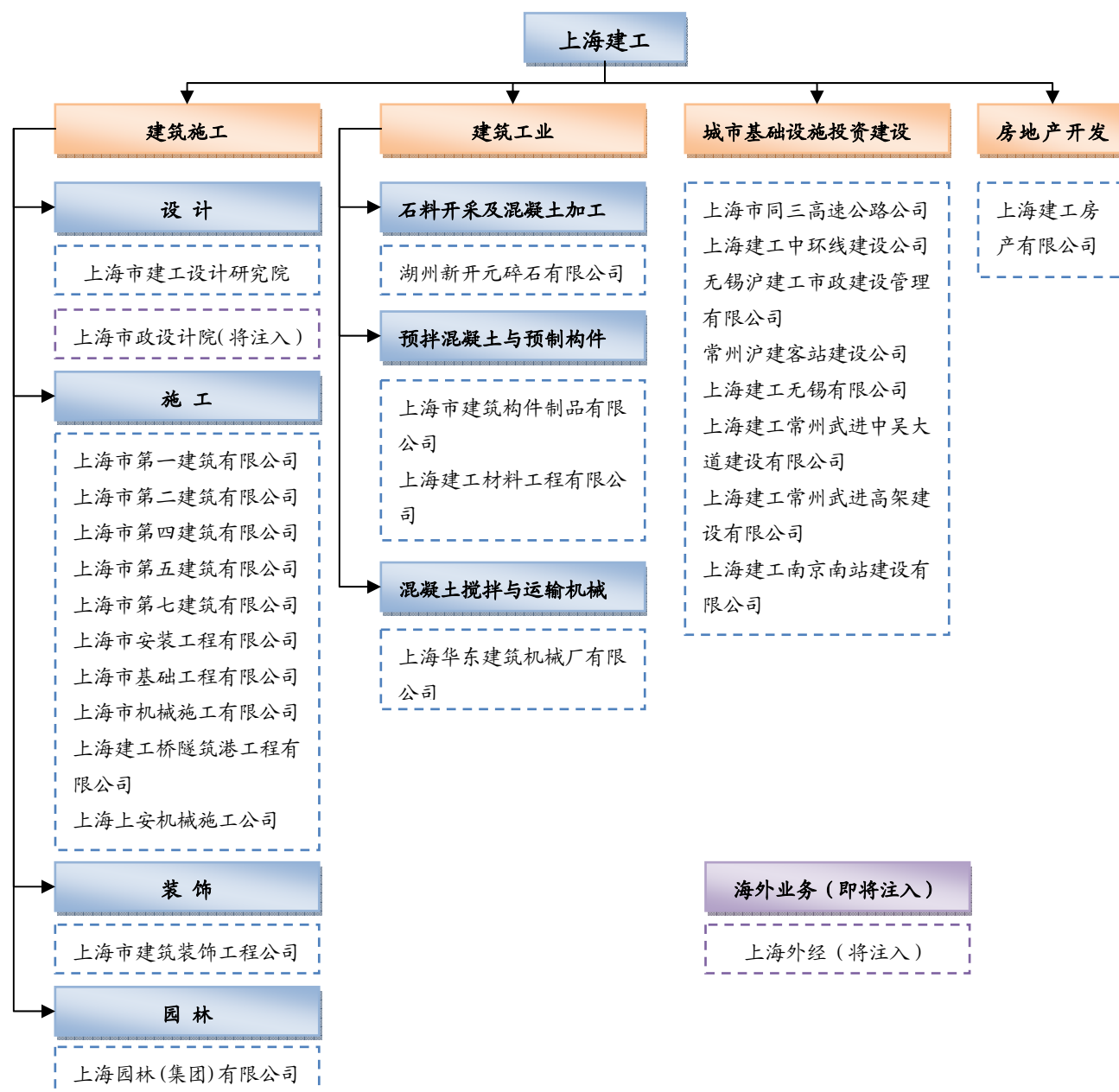
数据来源: 国泰君安证券研究

表 5: 迪斯尼建设关键事件

时间	事件
2010/8/8	申迪公司成立。
2010/9/30	浦东建设以 BT 模式中标航城路 (S2—南六公路)、唐黄路 (S1—周邓公路), 总金额为 10.36 亿元。
2010/11/5	海申迪 (集团) 有限公司、华特·迪士尼公司双方所属子公司在上海正式签署合作协议。
2011/1/19	上海建工中标承建上海申迪建设有限公司发包的包括约 1.68 平方公里的场地形成在内的 6.4 亿工程
2011/3/15	浦东建设中标迪斯尼配套: 上海杨高路-民生路立交工程、川沙 A-1 地块围场河工程五标、中环线浦东段新建 3 标, 总额 6.93 亿元。
2011/4/8	迪斯尼将举行开工仪式。
2012/4/30	园区内的工程开始建设。

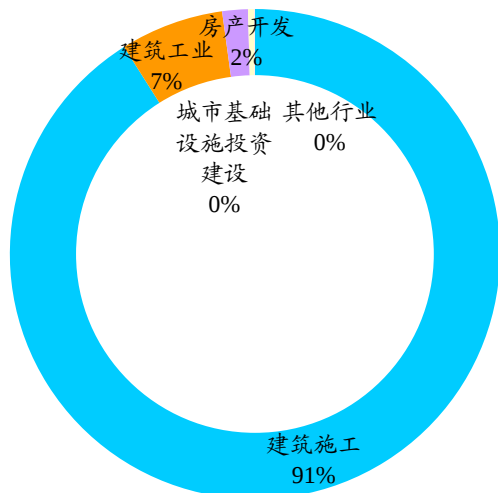
数据来源: 国泰君安证券研究

图 4：上海建工业务分块与子公司



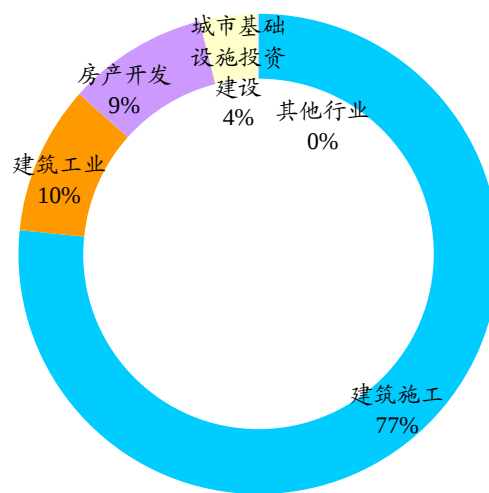
数据来源：上海建工、国泰君安证券研究

图 5：2010 年上海建工收入分业务占比



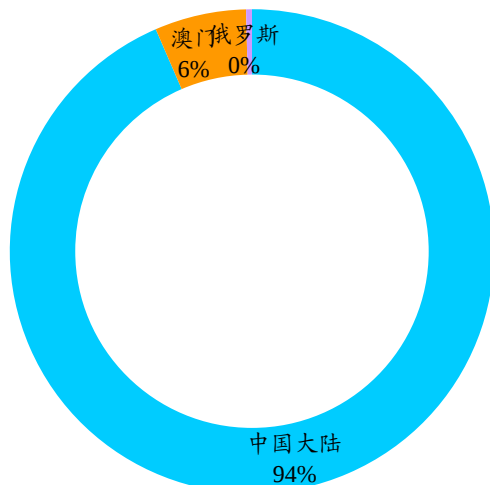
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 6：2010 年上海建工毛利分业务占比



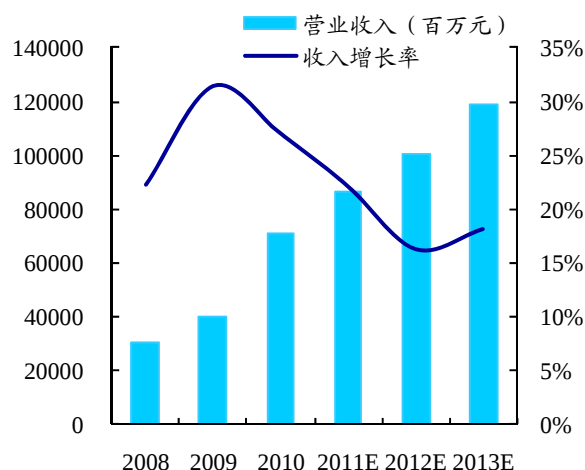
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 7：10 年上海建工收入地区分类占比



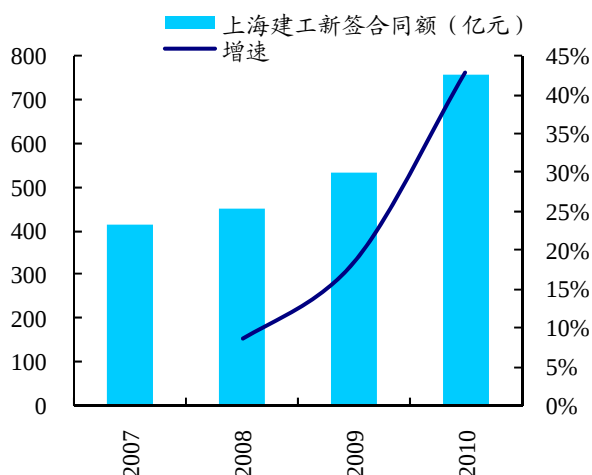
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 8：上海建工收入增长



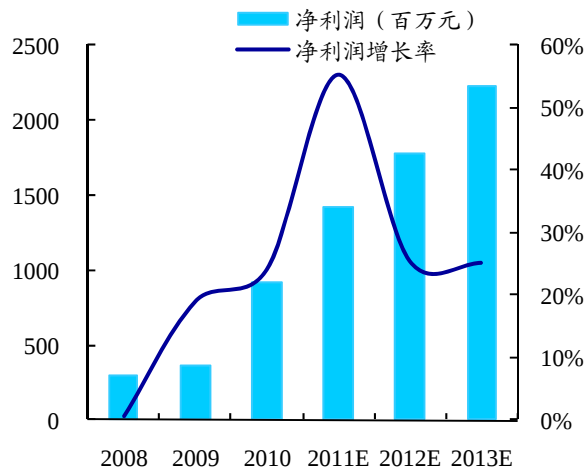
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 9：2010 年上海建工订单增速快



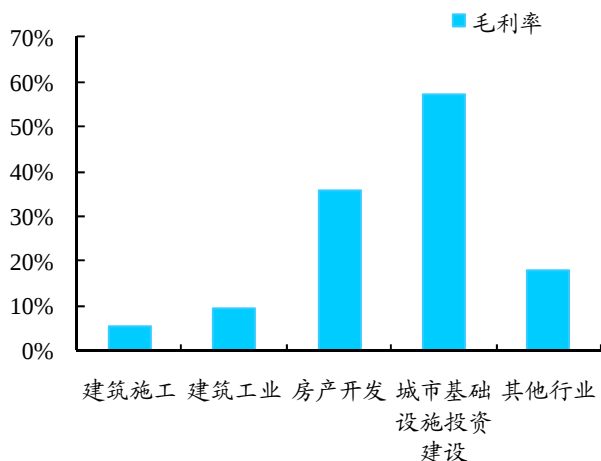
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

图 10：上海建工净利润增长情况



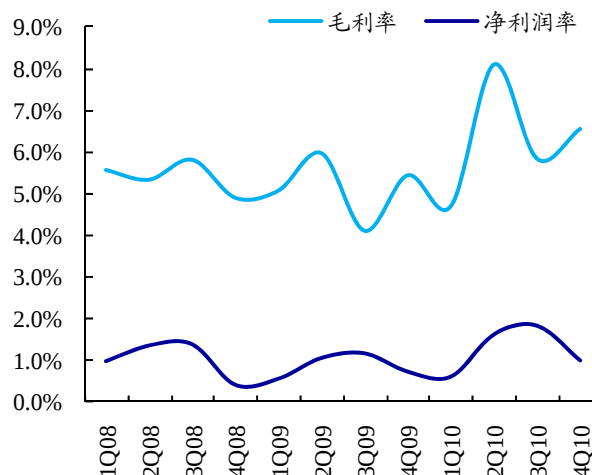
数据来源：WIND、国泰君安证券研究

图 11: 10 年上海建工分业务毛利水平



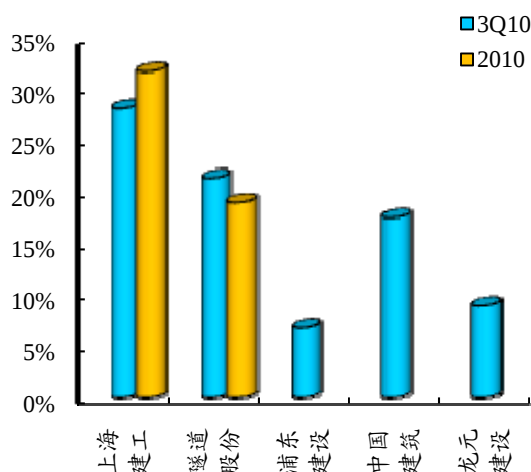
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 12: 分季度毛利率、净利率水平



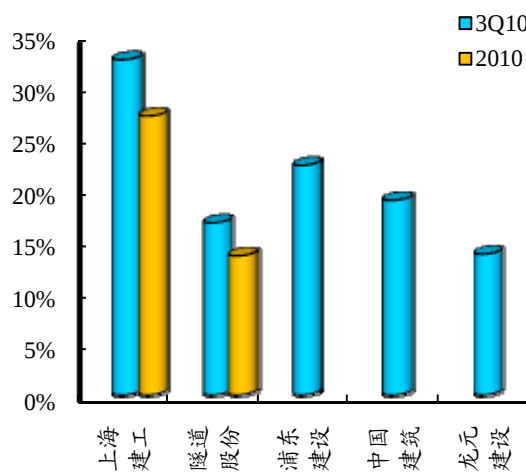
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 13: 2010、3Q10 货币资金占总资产比重



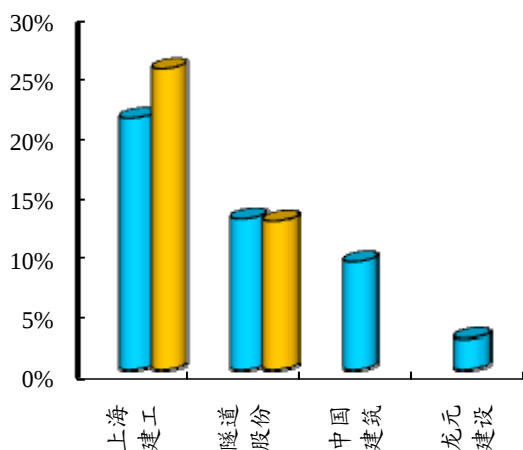
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 14: 2010、3Q10 预收款占营业收入比重



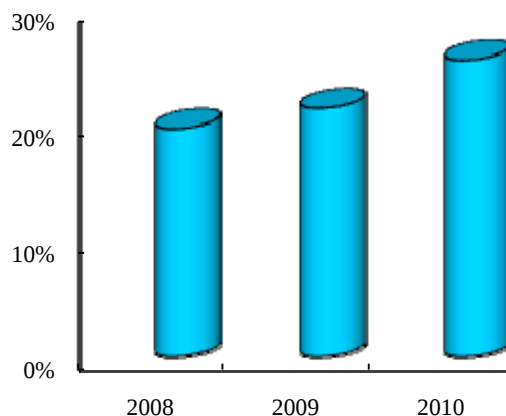
数据来源: WIND、国泰君安证券研究 (收入未年化)

图 15: 2010、2009 年预收款/新签合同额比重



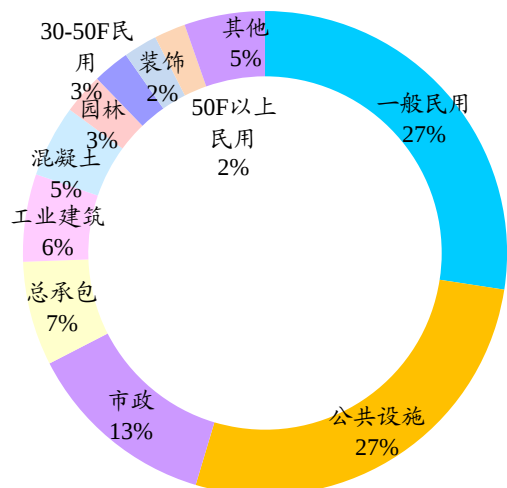
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 16: 上海建工预收款/新签合同额比重



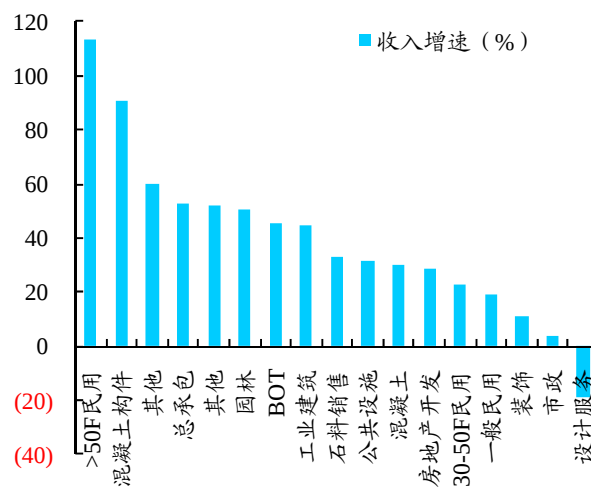
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 17: 2010 年公司分产品收入占比



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 18: 2010 年公司分产品收入增速



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

表 6: 2009 年园林绿化企业收入前十名排名

排名	参评单位 (收入前十强)	收入额 (百万元)	排名	参评单位 (收入前十强)	收入额 (百万元)
1	上海园林 (集团) 有限公司	1,383.31	6	广东棕榈园林股份有限公司	659.49
2	上海市园林工程有限公司	1,316.36	7	上海国安园林景观建设有限公司	463.63
3	中外园林建设有限公司	760.60	8	广州市普邦园林配套工程有限公司	462.54
4	上海园林绿化建设有限公司	739.52	9	天津市绿化工程公司	459.88
5	苏州园林发展股份有限公司	717.05	10	杭州萧山凌飞环境绿化有限公司	453.29

数据来源: 中国花卉报, 国泰君安证券研究

图 19: 延中绿地



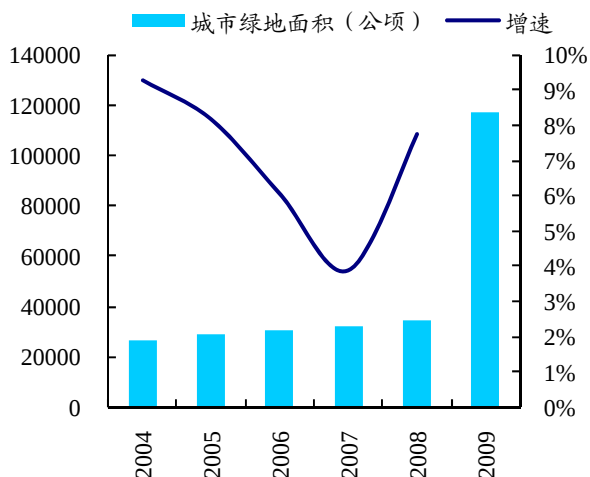
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 20: 世茂滨江绿化项目



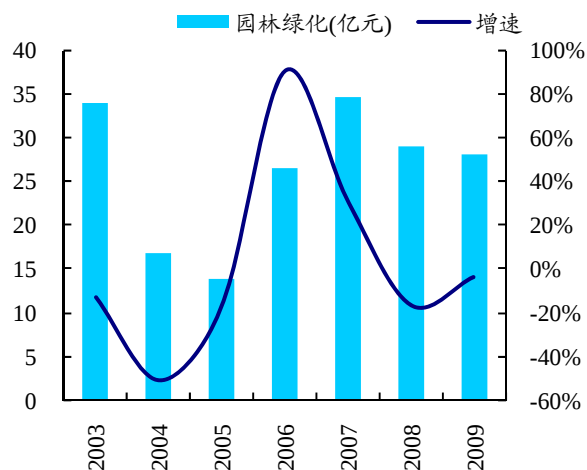
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 21: 上海城市绿地面积 (公顷)



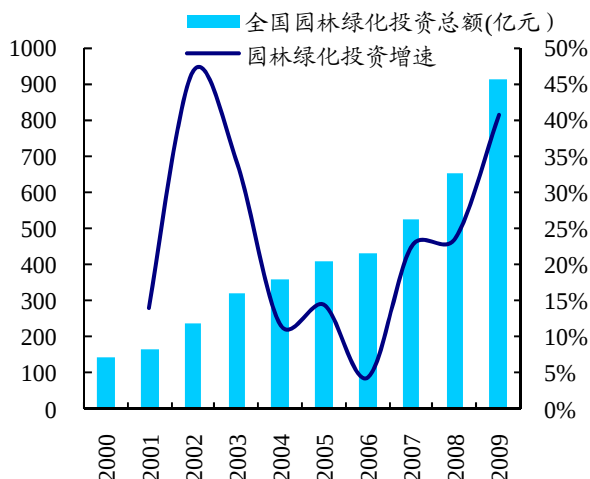
数据来源: 上海统计局、国泰君安证券研究
注: 2009 年对绿地分类进行了调整。

图 22: 上海市政园林绿化投资额 (亿元)



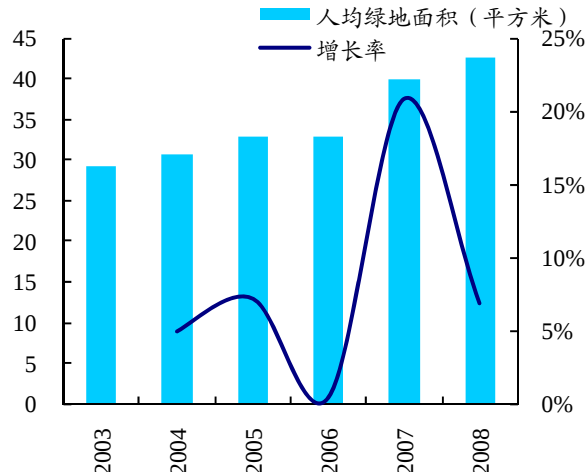
数据来源: 上海统计局、国泰君安证券研究

图 23: 全国园林绿化投资总额与增速 (亿元)



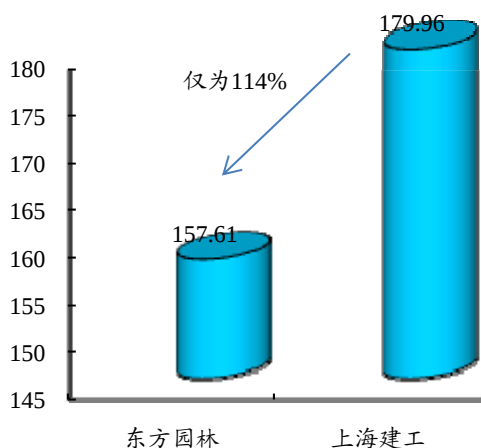
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 24: 全国人均园林绿地面积与增速



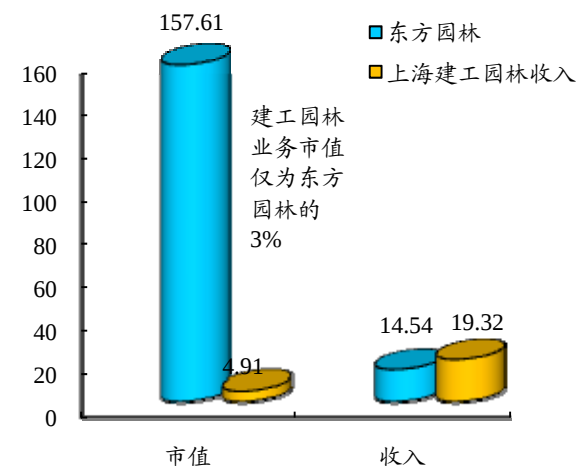
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 25: 上海建工与东方园林的总市值接近



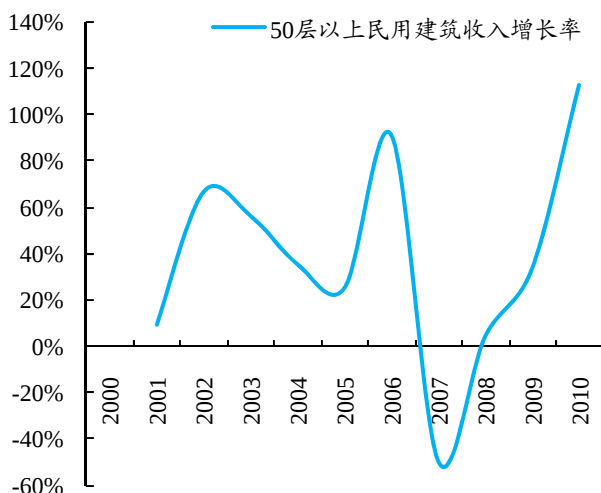
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 26: 上海建工园林收入高于东方园林



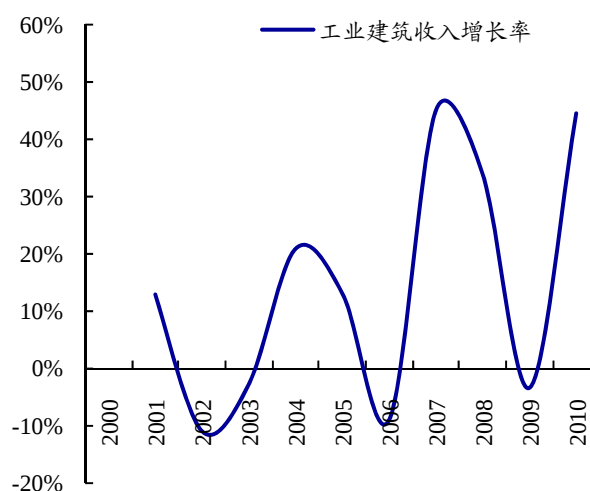
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 27: 50 层以上民用建筑收入增长率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 28: 工业建筑收入增长率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 29: 50 层以上民用建筑: 上海环球金融中心



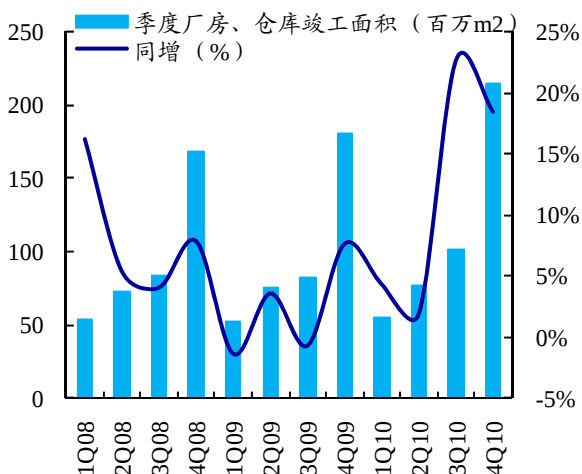
数据来源: 互联网、国泰君安证券研究

图 30: 公共设施建筑—广州电视塔



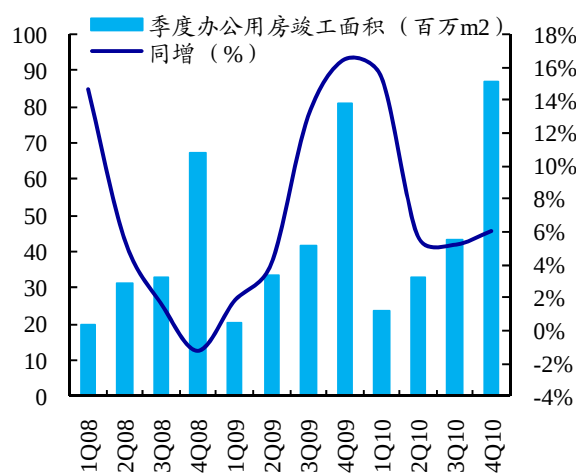
数据来源: 互联网、国泰君安证券研究

图 31: 季度厂房、仓库竣工面积 (百万 m²)



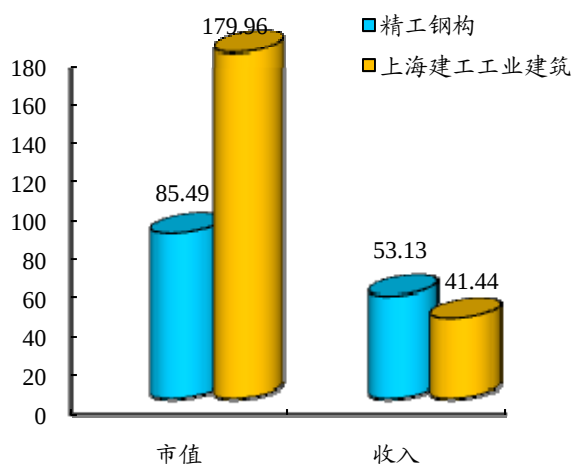
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 32: 季度办公用房竣工面积 (百万 m²)



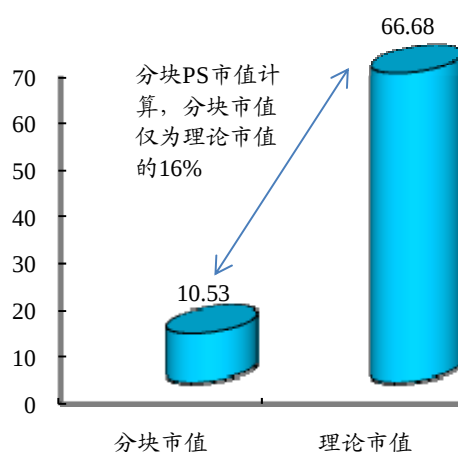
数据来源: CEIC、国泰君安证券研究

图 33: 精工钢构与上海建工收入市值比较



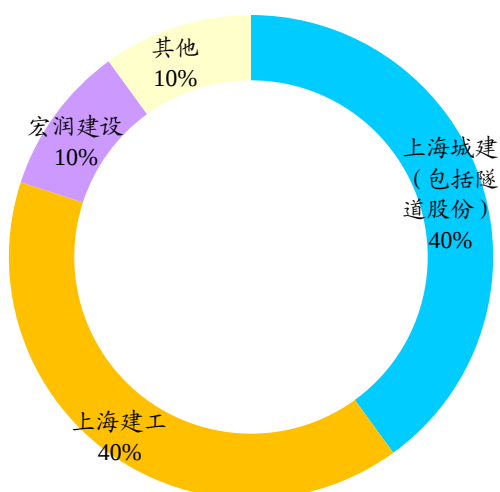
数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 34: 上海建工分块市值仅为理论分块市值 16%



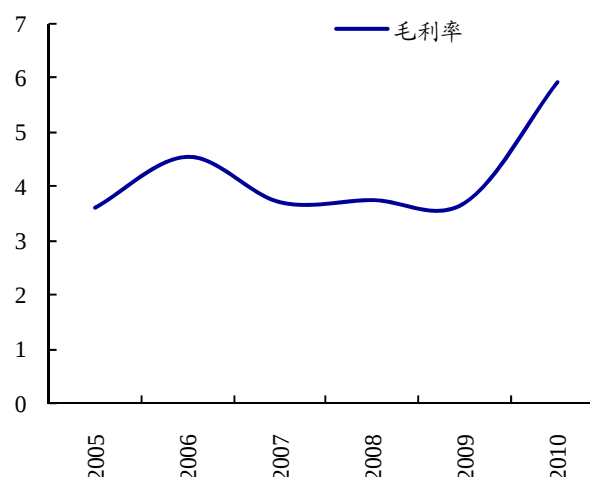
数据来源: 国泰君安证券研究

图 35: 上海地铁建设市场份额



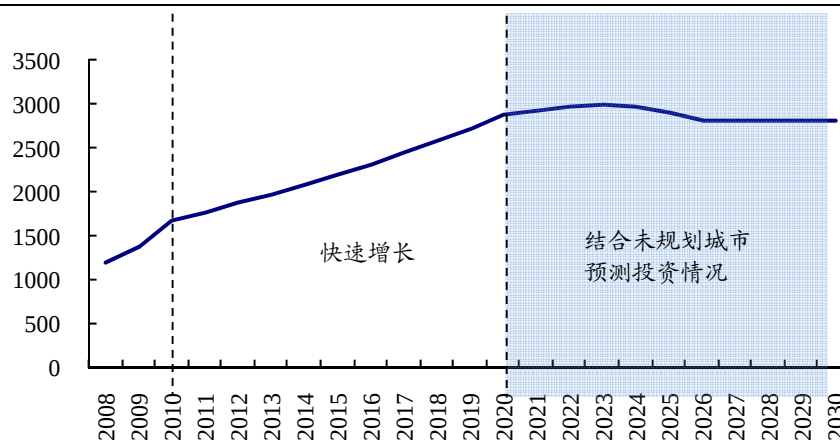
数据来源: 国泰君安证券研究

图 36: 市政建筑的毛利情况



数据来源: Wind、国泰君安证券研究

图 37: 地铁建设投资总额预测



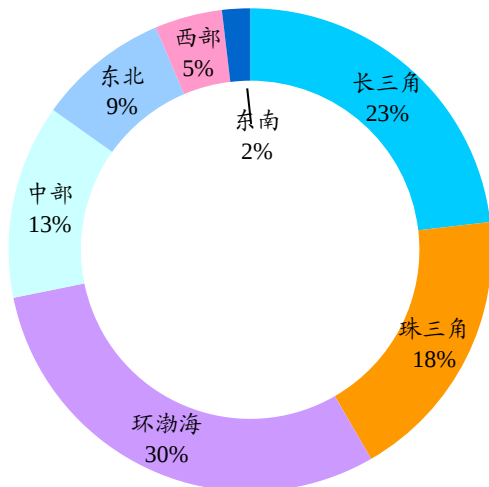
数据来源: 国泰君安证券研究

表 7: 分地区预测的地铁建设投资额 (亿元)

地区	2010 年	2011 ~ 2015 年	2016 ~ 2020 年	2021 ~ 2050 年
长三角	386.49	1,824.33	4,973.00	2,237.15
珠三角	308.56	2,120.17	1,749.94	2,623.36
环渤海	503.17	2,814.70	2,670.73	3,554.84
中部	217.25	2,374.52	1,806.31	5,776.26
东北	146.60	262.62	881.40	1,487.74
西部	75.42	1,059.94	1,684.02	1,927.31
东南	31.16	124.62	143.34	1,357.49

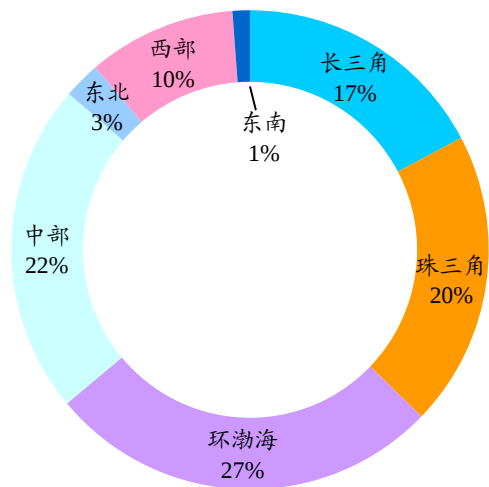
数据来源: 国泰君安证券研究

图 38: 2010 地铁投资额分地区占比



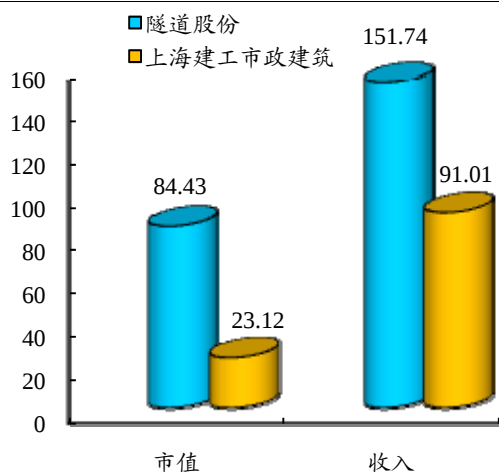
数据来源: 国泰君安证券研究

图 39: 2011 ~ 2015 年地铁投资额分地区占比



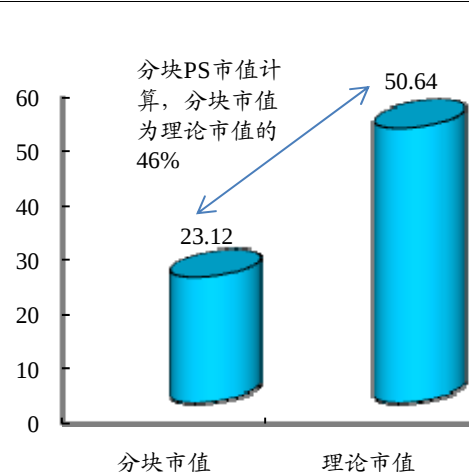
数据来源: 国泰君安证券研究

图 40: 隧道、建工市值与收入比较



数据来源: 国泰君安证券研究

图 41: 上海建工市政建筑分块市值仅为理论 46%



数据来源: 国泰君安证券研究

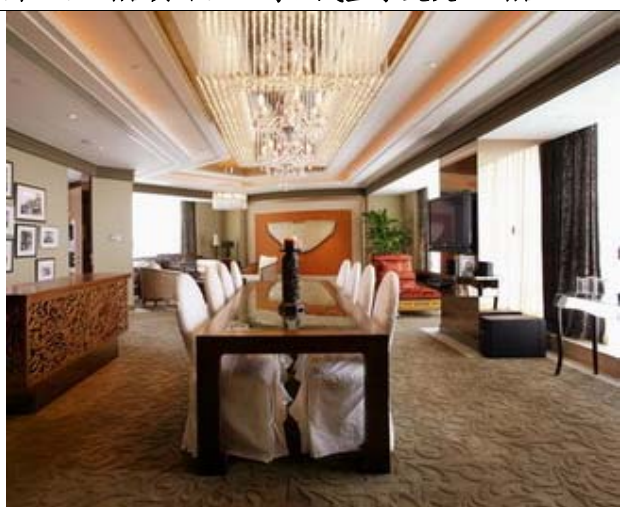
表 8: 2009 年度中国建筑装饰行业百强企业名单 (节选)

序号	企业名称	序号	企业名称
1	苏州金螳螂建筑装饰股份有限公司	12	深圳市维业装饰集团股份有限公司
2	浙江亚厦装饰股份有限公司	13	上海新丽装饰工程有限公司
3	深圳市洪涛装饰股份有限公司	13	深圳市美术装饰工程有限公司

4	深圳广田装饰集团股份有限公司	14	深圳市美芝装饰设计工程有限公司
4	中国建筑装饰工程有限公司	15	深圳市建艺装饰设计工程有限公司
5	深圳市深装总装饰工程工业有限公司	16	深圳市文业装饰设计工程有限公司
6	深圳市科源建设集团有限公司	17	深圳市南利装饰工程有限公司
7	北京港源建筑装饰工程有限公司	18	建峰建设集团股份有限公司
8	深圳市建筑装饰(集团)有限公司	19	深圳市中建南方装饰工程有限公司
9	深圳长城家俱装饰工程有限公司	19	神州长城装饰工程有限公司
9	深圳瑞和建筑装饰股份有限公司	20	中国装饰股份有限公司
10	深圳市晶宫设计装饰工程有限公司	21	中建三局装饰有限公司
11	浙江中南建设集团有限公司	22	上海市建筑装饰工程有限公司

数据来源：中国建筑装饰协会、国泰君安证券研究

图 42：酒店宾馆：上海世茂皇家艾美大酒店



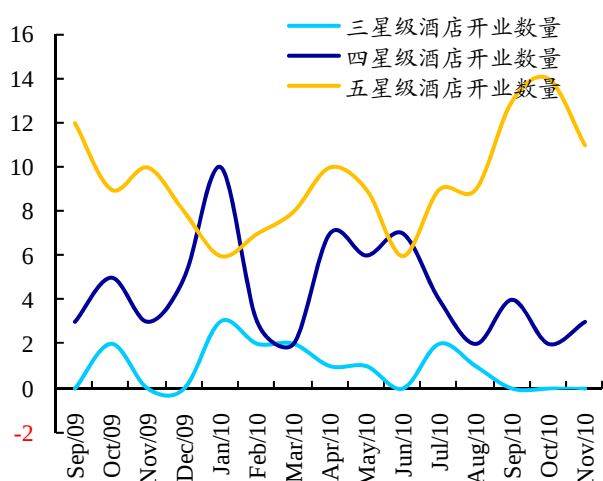
数据来源：上海建工、国泰君安证券研究

图 43：文体：国家大剧院



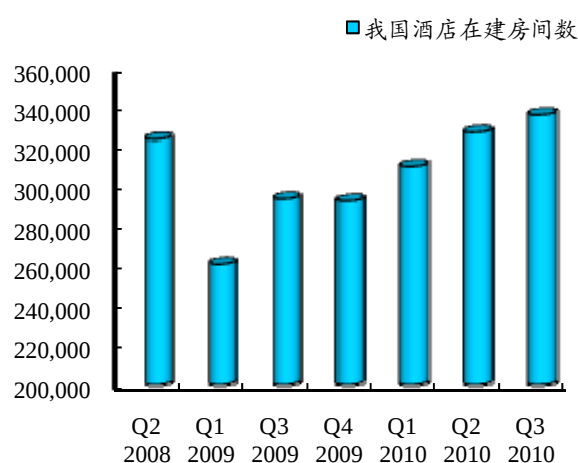
数据来源：上海建工、国泰君安证券研究

图 44：我国高星级酒店新开业数量（家）



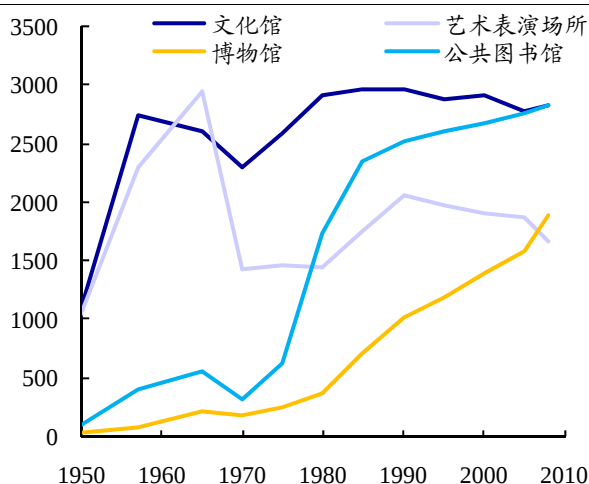
数据来源：LE、国泰君安证券研究

图 45：我国酒店在建数量（间）



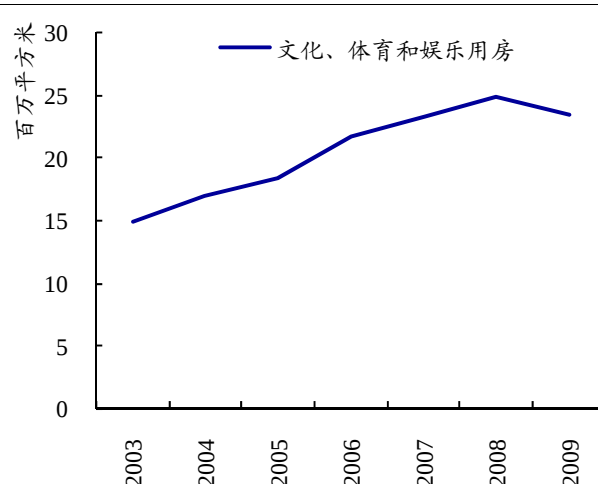
数据来源：MD、国泰君安证券研究

图 46: 文化中心的数量不断增长



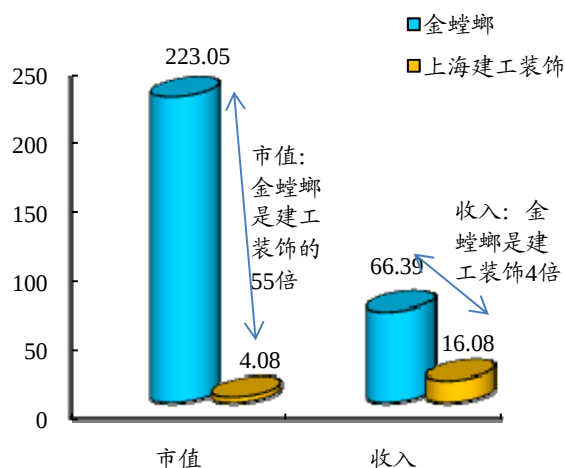
数据来源: 中国文化文物年鉴、国泰君安证券研究

图 47: 文体娱乐用房呈增长态势



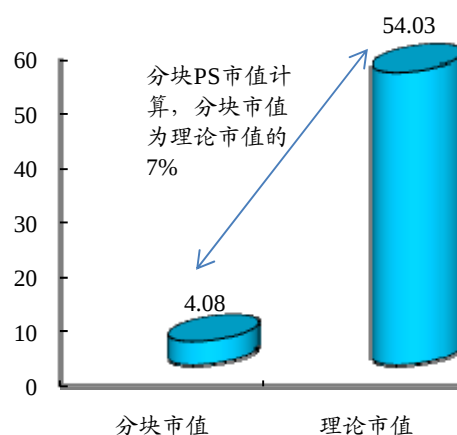
数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

图 48: 金螳螂、建工装饰市值与收入比较



数据来源: 国泰君安证券研究

图 49: 上海建工装饰分块市值仅为理论 46%



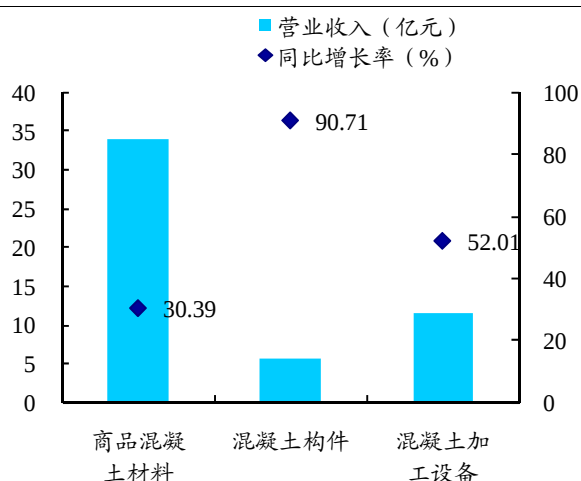
数据来源: 国泰君安证券研究

表 9: 2008 年我国预拌混凝土产量前 10 强

元/立方米	销量 (万立方米)	销售额 (亿元)	搅拌机数 (台)	泵车数量 (台)	搅拌车数量 (台)
上海建工材料	855.13	31.31	43	40	553
华润水泥	554.66	15.67	45	37	441
上海建工构件	500.78	13.97	22	20	276
上海城建	383.00	11.49	29	22	430
建国亚洲	283.00	8.34	15	39	175
国产实业	254.40	7.10	8	24	130
西部建设	250.45	7.82	16	27	154
江苏巨凝	240.00	7.05	11	20	120
北京建工商砼中心	205.00	5.80	11	7	180
厦门路桥翔通	203.88	5.68	6	25	120

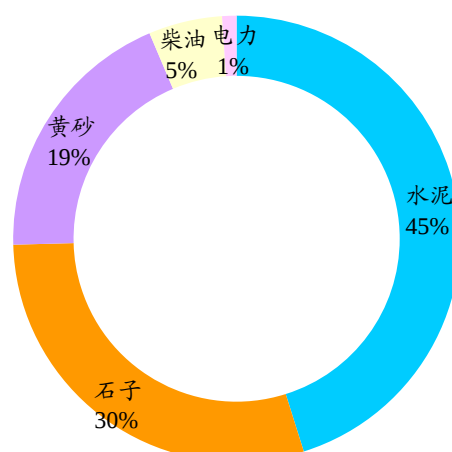
数据来源: 《混凝土》, 国泰君安证券研究

图 1: 10 年上海建工混凝土相关业务收入与增速



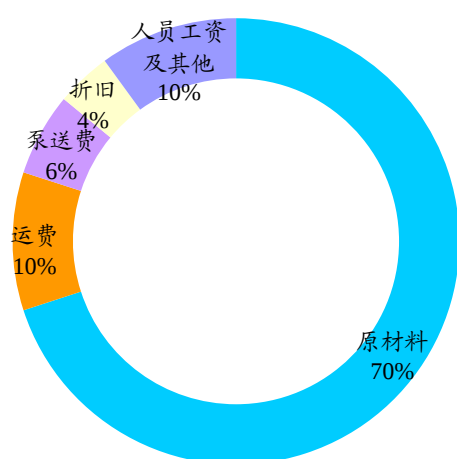
数据来源：上海建工、国泰君安证券研究

图 2: 上海建工材料公司 2009 年原材料消耗占比



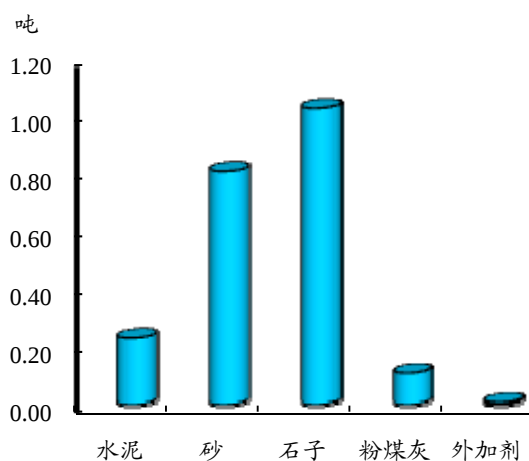
数据来源：上海建工、国泰君安证券研究

图 3: 预拌混凝土成本构成估计



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

图 4: 每立方混凝土消耗原材料量估计



数据来源：上市公司公开资料，国泰君安证券研究

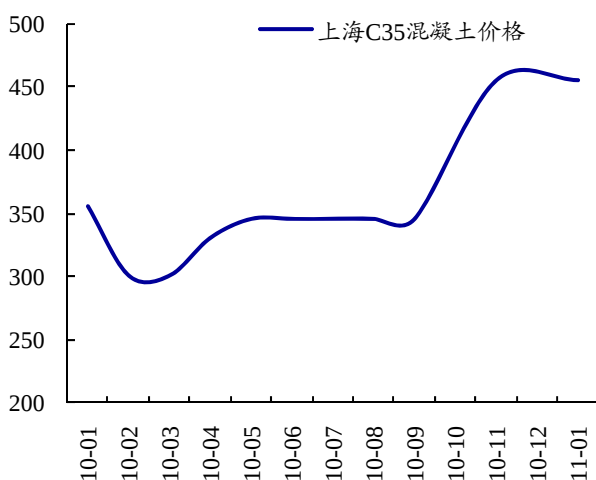
表 10: 2011 年 1 月我国各城市混凝土、水泥价格差

	2011 年 1 月 C35 混凝土价格	2011 年 1 月 42.5 强度水泥价格	价格差 (C35 混凝土价格—水泥价格*0.32)
长春	415	310	315.8
上海	455	500	295.0
济南	411	420	276.6
南京	435	500	275.0
西安	380	360	264.8
杭州	418	480	264.4
兰州	386	440	245.2
银川	365	390	240.2
呼和浩特	370	410	238.8
沈阳	335	320	232.6
北京	365	425	229.0
成都	345	380	223.4

郑州	350	400	222.0
重庆	328	340	219.2
合肥	370	490	213.2
海口	365	500	205.0
天津	345	440	204.2
福州	355	480	201.4
长沙	310	360	194.8
南宁	315	400	187.0
昆明	310	390	185.2
广州	305	455	159.4
南昌	295	490	138.2
石家庄	250	420	115.6

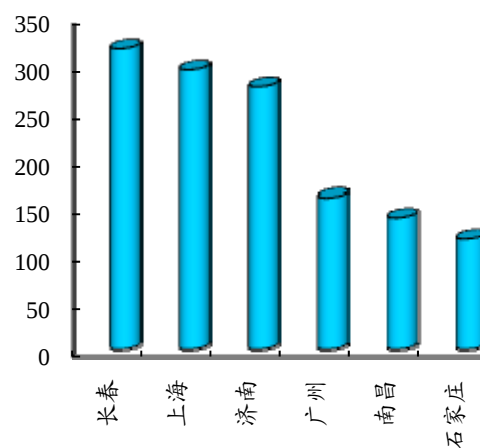
数据来源：DC、混凝土、国泰君安证券研究

图 5：上海地区 C35 混凝土价格走势向上



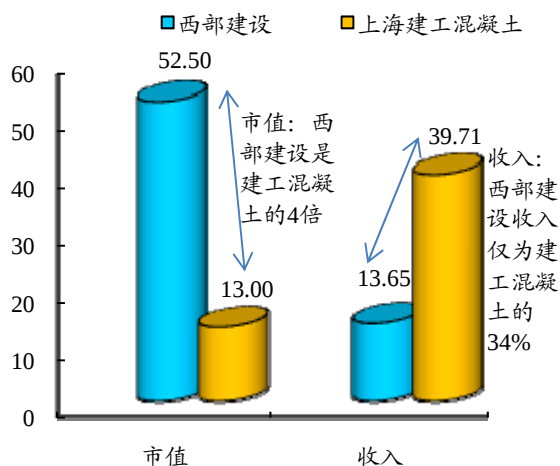
数据来源：商品混凝土、国泰君安证券研究

图 6：2011 年 1 月混凝土-水泥价格差



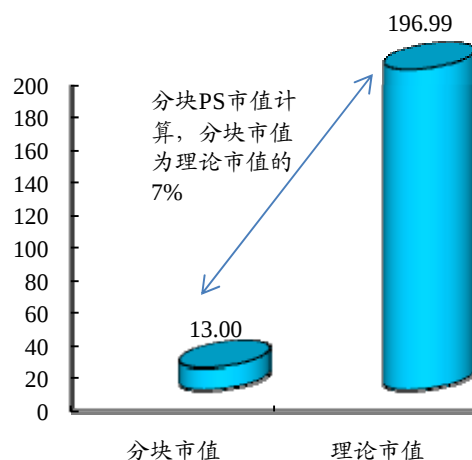
数据来源：上海建工、国泰君安证券研究

图 50：西部建设、建工混凝土市值与收入比较



数据来源：国泰君安证券研究

图 51：上海建工混凝土分块市值仅为理论



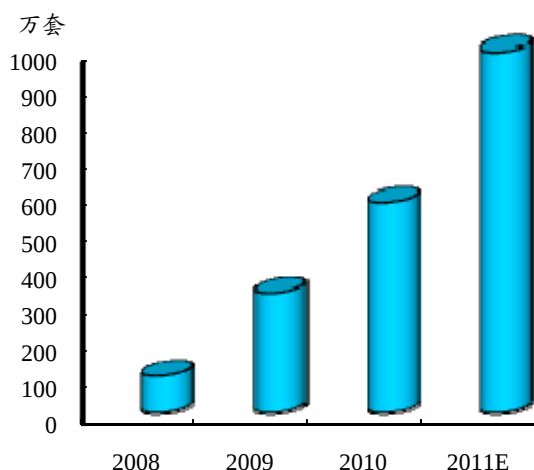
数据来源：国泰君安证券研究

表 11: 上海建工的 BT、BOT 项目

方式	项目名称	项目金额 (亿元)	项目进度	项目收益 (亿元)
BT	上海市中环线万荣路-铜川路高架	约 10 亿元	在建	
	无锡市吴越路工程(A 标段)	4.28	竣工	0.24
	无锡太湖新城道路工程	11.29	在建	0.25
	常州客运中心及地下空间工程	10.00	竣工	0.71
	常州市武进区龙江路高架南延工程	14.00	在建	
	常州市中吴大道等工	4.14	在建	
	南京综合交通枢纽站配套交通工程	23.81	在建	
	小计	77.51		
BOT	上海同三国道沪宁高速至新农段 25 年经营权	25.20	竣工	
合计		102.71		1.20

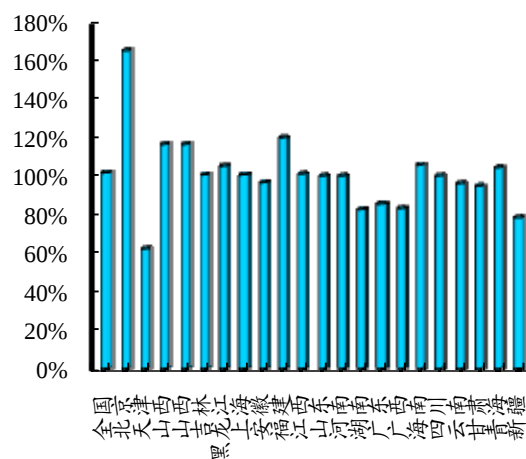
数据来源: 上海建工、国泰君安证券研究

图 52: 历年保障房建设计划



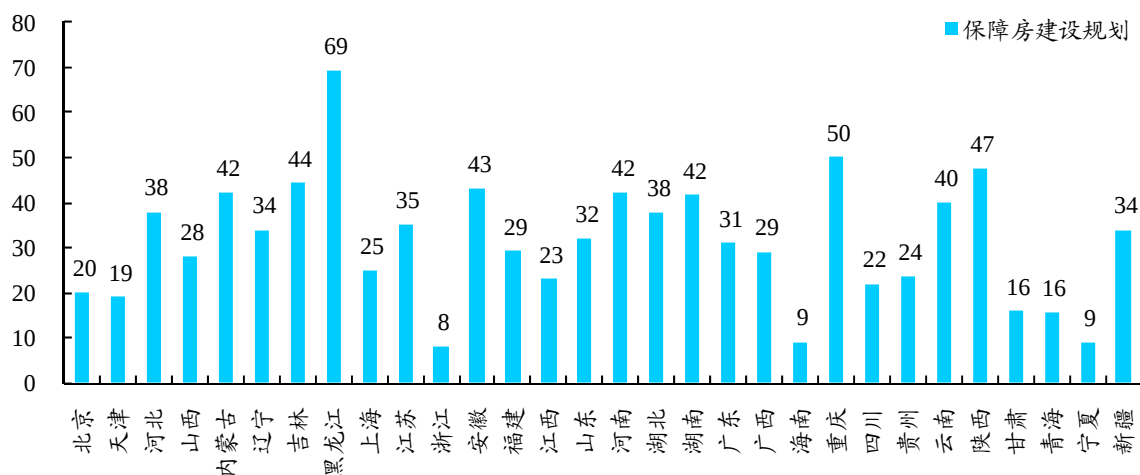
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 53: 2010 年保障房开工率基本达标



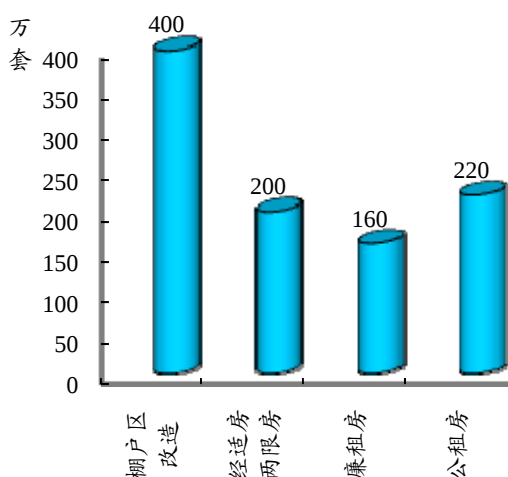
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 54: 2011 年各省市保障性住房建设目标责任



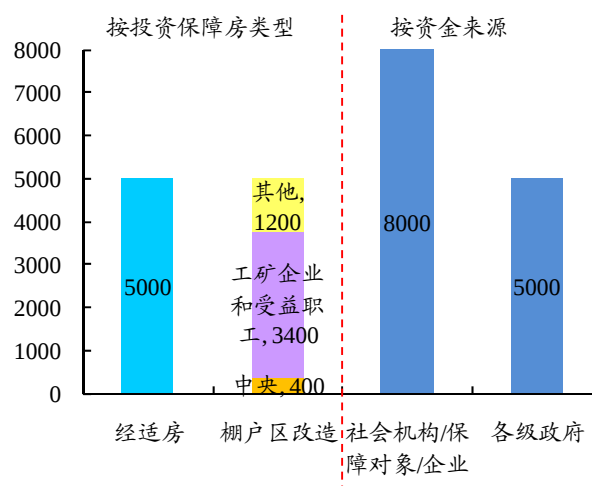
数据来源: 住建部等公开资料、国泰君安证券研究 注: 上海为 1500 万平米的估算套数; 西藏 3 年建设 3 万套。

图 55: 2011 年 1000 万套保障房分解



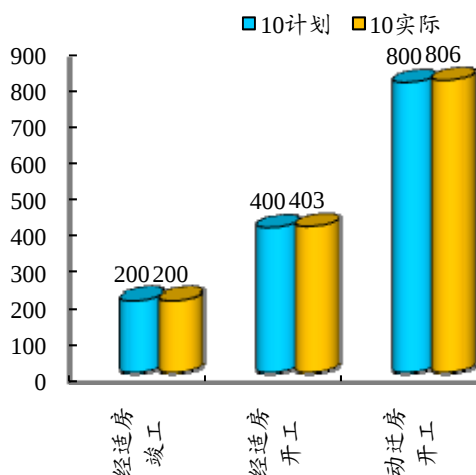
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 56: 2011 年保障房投资方向与来源



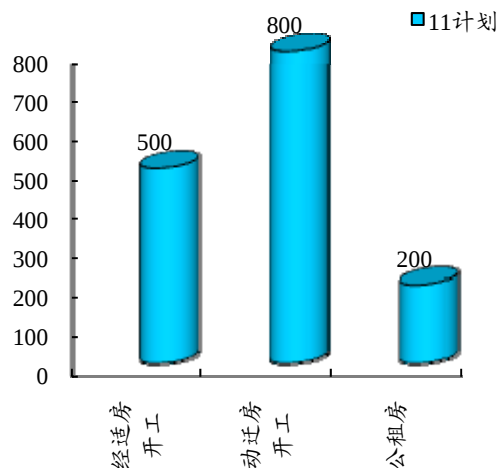
数据来源: 公开资料、国泰君安证券研究

图 57: 上海 2010 年保障房计划与完成情况



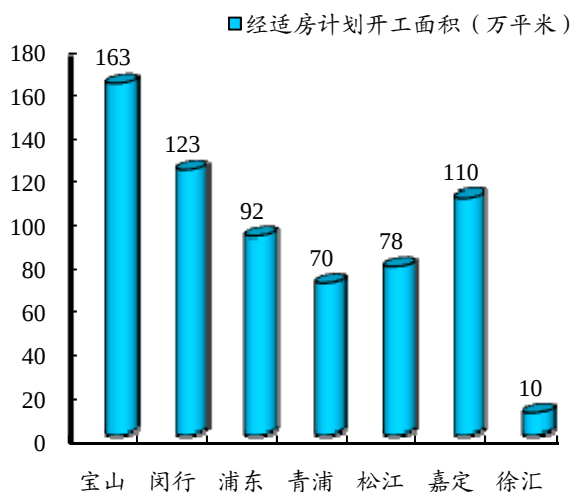
数据来源: 国泰君安证券研究

图 58: 上海 2011 年保障房建设情况



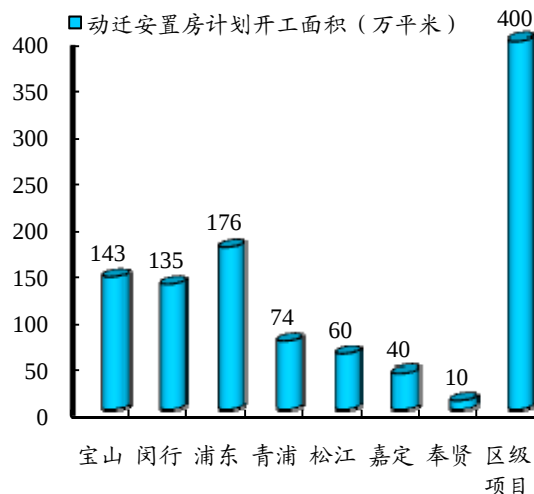
数据来源: 国泰君安证券研究

图 59: 11 年上海经济适用房开工计划



数据来源: 上海市住房保障和房屋管理局、国泰君安证券

图 60: 11 年上海动迁安置房开工计划



数据来源: 上海市住房保障和房屋管理局、国泰君安证券

表 12: 上海目前为主的保障房基地

保障房基地	负责公司	占地面积 (万 m ²)	建筑面积 (万 m ²)	开工时 间	首批交付时间	首批交付面积(万 m ²)
嘉定江桥	绿地集团	50.00	67.00	2009-06		
宝山顾村	上海地产	1,000.00	774.70	2009	2010-12	13
松江泗泾	上海城投	135.62	114.72	2009-08	2010 上半年	2.5
闵行浦江	上海城建	232.00	218.00	2009-08	2011 三季度	66.1
浦东曹路	上海地产	514.00	222.00	2009-08	2011 四季度	
南汇周康航	上海建工	236.00	150.00	2009-12	2012-06	31
嘉定城北站保障房	绿地集团	25.00	50.00	2010-09		
嘉定南翔	绿地集团	4.33	10.80	2010-04		
浦东三林	浦东发展集团		171.00	2008-10	2010-10	140
徐汇华泾	上海城建	13.79	39.00	2008-08	2010-12	33.50
青浦华新(5号地块)	上海城建	10.76	22.68	2010-07		
浦东东沟	上海建工	2.85	7.3	2010-12		

注: 青浦华新基地是作为徐汇华泾的延伸。

数据来源: 国泰君安证券研究

表 13: 上海建工参与保障房建设项目列表

项目名称	用途	开工时间	预计竣工 时间	占地 面积 (万 m ²)	建筑面 积 (万 m ²)	预计总 投资 (万元)	10 年底 账面 (元)	结算面积		
								11 年	12 年	13 年
海尚菊苑	动拆迁房		05 年 9 月		16.58		7,752	1.1		
海尚逸苑(一期)	动拆迁房		07 年 1 月		3.71		9,647	1.4		
海尚逸苑(二期)	动拆迁房		10 年 4 月		6.64		1,457	1		
海尚康庭	动拆迁房		08 年 11 月		15.80		808	0.8		
周康航大型居住社区	保障房	09 年 7 月	14 年 6 月	236	150.00	838,779	241,402		31	75
康桥 6 号地块-东块	配套商品房	08 年 12 月	10 年 8 月	5.02	11.47	47,458	6,825	5.7	2.3	
曹路二号地块	配套商品房	09 年 5 月	11 年 9 月	8.94	17.86	67,822	56,991	8.9		
康桥 6 号地块-西块	保障房	待定	待定			待定	13,448		3	5
东沟北地块	保障房	11 年 7 月	13 年 10 月	2.85	7.30	待定	297			7.3
新航基地 27-1 号地块	保障房	11 年 10 月	13 年 10 月		50.00	待定	55.65		5	10

数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

表 14: 上海建工保障房贡献 EPS 情景测算

假设		2011E	2012E	2013E
结算面积(万 m ²)		18.90	41.30	97.30
收入(亿元)	单价 6800	12.85	28.08	66.16
净利润(亿元)	净利率	4%	0.51	1.12
		5%	0.64	1.40
		6%	0.77	1.69
EPS(采用增发摊薄后股本)	净利率	4%	0.04	0.10
		5%	0.06	0.12
		6%	0.07	0.15

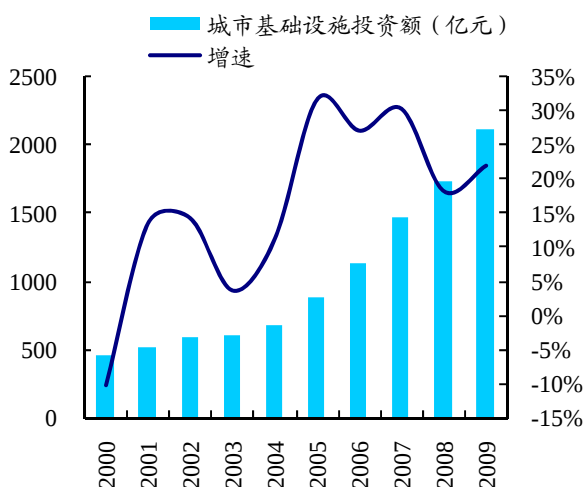
数据来源: 国泰君安证券研究

表 15: 保障房开工面积占 10 年全部住宅开工面积的比例

		假设保障房平均面积（平方米）					
	保障房（万套）	40	50	60	70	80	90
2010 年	580	2.32	2.9	3.48	4.06	4.64	5.22
2011 年	1000	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00
		占 10 年住宅开工面积的比例					
2010 年		18%	22%	27%	31%	36%	40%
2011 年		31%	39%	47%	54%	62%	70%

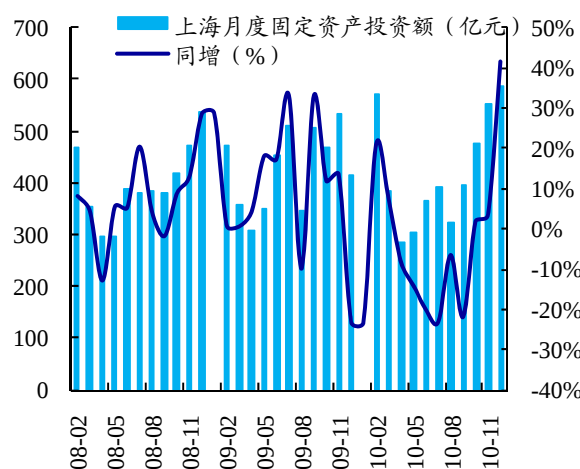
数据来源：国泰君安证券研究

图 61: 上海城市基础设施投资额及增速



数据来源：统计局、国泰君安证券研究

图 62: 上海月度固定资产投资额及增速



数据来源：统计局、国泰君安证券研究

表 16: 上海建工非公开增发吸收合并上海外经与市政院

项目	相关内容
目前股份数	10.42 亿股
发行股份数	1.14 亿股
发行后股本数	11.56 亿股
发行股份占总股份比例	11%
大股东持股比例	69.91%
非公开增发完成后大股东持股比例	72.88%
定价基准日	2011/2/19
定价	15.05 元（尚须经公司股东大会批准）
限售期	36 个月
目的	将上海外经 100% 股权与市政院 100% 股权注入上市公司
程序	尚需经过股东大会通过、国资委批准、证监会核准；证监会豁免要约收购义务。

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 17: 建工集团与市政设计院重组目的

整合目的
1 世博以后，上海本地的建筑需求会大幅减少，企业亟需加快走出去的步伐，在此情况下，有条件有必要，通过重组联合，组建一家具有较强工程总承包能力、能够参与国际竞争的大型企业集团。

- 2 市政院就可以进一步共享建工集团在国内外的客户资源，依托建工集团的施工管理能力，进一步扩大规模。
- 3 建工集团在施工组织和施工管理方面经验丰富，资金比较充裕，但是在设计能力方面较弱，通过重组，可以做到优势互补，可以充分发挥市政院在设计方面的优势，有利于整个集团在短时期内迅速提升总承包、总集成能力。
- 4 市政院和建工集团长期合作，源远流长，有重组整合的基础，重组后有利于更好的集成资源，实现优势互补，提高综合的竞争能力。

数据来源：国泰君安证券研究

表 18：市政设计院排名

排名	市政设计院	排名	市政设计院
1	中国的市政设计院北京院	5	中国的市政设计院西南院
2	中国的市政设计院上海院	6	中国的市政设计院中南院
3	中国的市政设计院华北院	7	中国的市政设计院东北院
4	中国的市政设计院西北院		

数据来源：国泰君安证券研究

表 19：2010 年建筑设计院百强企业（前 15 强）

序号	企业名称	序号	企业名称
1	中国建筑设计研究院	9	中国石化工程设计公司
2	同济大学建筑设计研究院	10	中冶华天工程技术有限公司
3	汉嘉设计集团股份有限公司	11	中国水电顾问集团中南勘测设计研究院
4	铁道第一勘察设计院	12	机械工业第四设计研究院
5	上海现代建筑设计（集团）有限公司	13	深圳市建筑设计研究总院
6	上海市政工程设计研究院	14	中交第二公路勘察设计研究院
7	中国石油集团工程设计有限责任公司	15	北京市市政工程设计研究院总院
8	北京市建筑设计研究院		

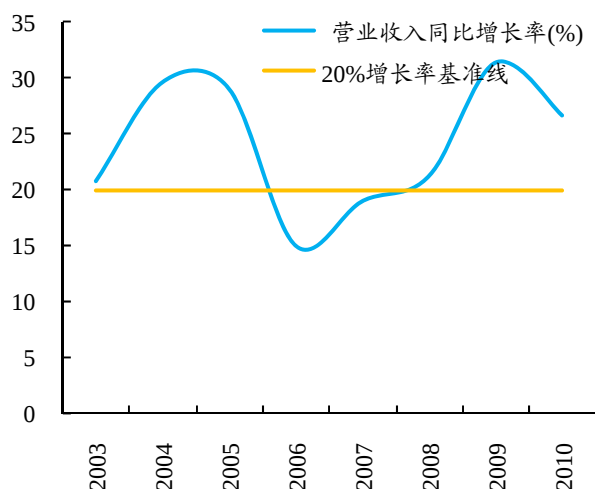
数据来源：中国建筑装饰行业联合会、国泰君安证券研究

表 20：采用 PS 方法分块估值上海建工

	园林			工业建筑			混凝土		
	东方园林	上海建工	标的/建工	精工钢构	上海建工	标的/建工	西部建设	上海建工	标的/建工
总市值（亿元）	157.61	179.96	88%	85.49	179.96	48%	52.50	179.96	29%
分块收入	14.54	19.32	75%	53.13	41.44	128%	13.65	51.20	27%
分块收入占比		3%			6%			7%	
分块市值		4.91			10.53			13.00	
上海建工理论市值		209.45			66.68			196.99	
	市政			装饰					
	隧道股份	上海建工	标的/建工	金螳螂	上海建工	标的/建工			
总市值（亿元）	84.43	179.96	47%	223.05	179.96	124%			
分块市值		23.12			4.08				
分块收入占比		13%			2%				
分块收入	151.74	91.01	167%	66.39	16.08	413%			
上海建工理论市值		50.64			54.03				

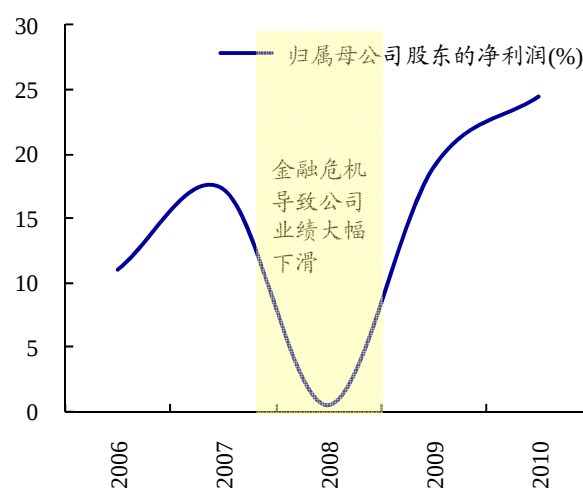
数据来源：国泰君安证券研究

图 63: 上海建工营运收入增长率



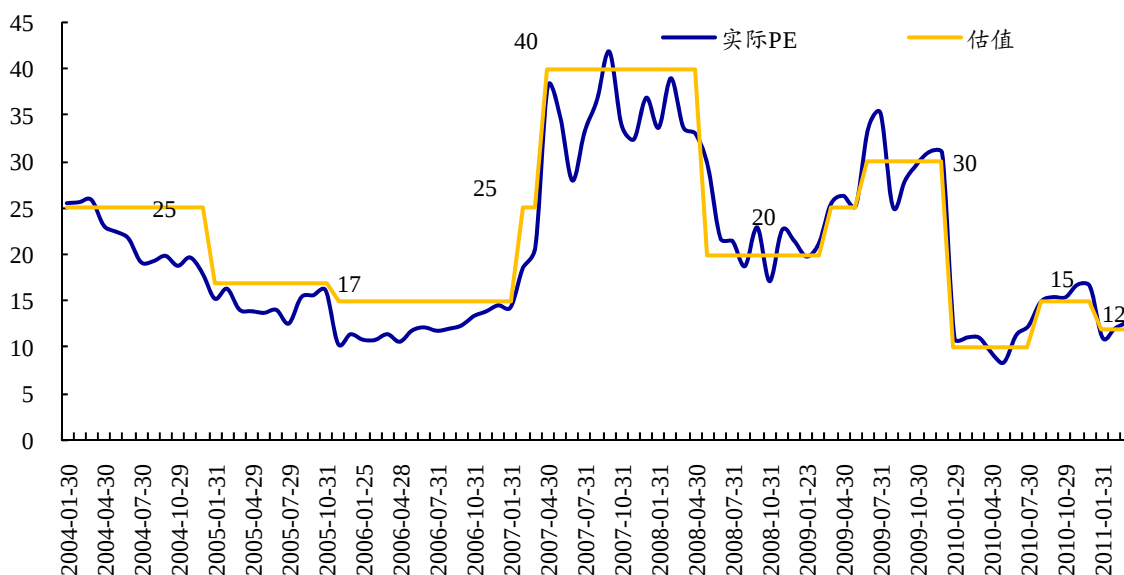
数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 64: 上海建工归属母公司净利润增长率



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

图 65: 上海建工历史 PE 走势目前处于低位



数据来源: WIND、国泰君安证券研究

表 21: 上海本地股盈利预测与估值

证券代码	证券简称	股价 2011-3-31	10 EPS	11 EPS	12 EPS	10PE	11PE	12PE	总市值 (亿元)	评级
600170.SH	上海建工	18.08	0.88	1.23	1.54	21	15	12	188.40	增持
600820.SH	隧道股份	11.51	0.75	0.83	1.05	15	14	11	84.43	谨慎增持
600284.SH	浦东建设	19.96	0.66	1.18	1.42	30	17	14	69.06	谨慎增持

数据来源: Wind、国泰君安证券研究

作者简介:**韩其成:**

S0880511010022

021-38676162

hanqicheng@gtjas.com

建材、建筑行业研究员。上海财经大学投资经济学硕士，山科大采矿工程学学士。2005 年进入国泰君安证券研究所。

2010、2009、2008 年新财富最佳分析师非金属建材第一名、第三名、第三名，2010、2009 年新财富最佳分析师建筑与工程行业第二名。2010、2009、2008 年水晶球奖最佳分析师非金属建材第二名、第三名、第三名。2010 年水晶球奖最佳分析师建筑与工程行业第二名。

白晓兰（贡献作者）:

S0880110030026

021-38674660

baixiaolan008216@gtjas.com

建材、建筑行业助理研究员，复旦大学经济学硕士，CPA。2007 年-2009 年就职于安永华明会计师事务所，高级审计师。2009 年加入国泰君安证券。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		