

上海建工 (600170)

证券研究报告

2022年11月02日

经营基本面快速修复，盈利改善初步显现

主营业务恢复强劲，看好公司未来发展

10月28日公司发布22年三季报，22Q1-3公司实现收入1847.78亿元，同比-11.40%，归母净利润1.74亿元，同比-94.11%，实现扣非归母净利润6.54亿元，同比-69.37%。22Q3单季度实现收入855.89亿元，同比+16.69%，实现归母净利润11.37亿元，同比-28.27%，实现扣非归母净利润12.56亿元，同比+63.83%，主营业务恢复强劲。公司建筑施工、设计咨询业务新签合同规模正逐渐恢复，建材工业新签合同超上年同期。我们认为虽然公司二季度受华东地区疫情影响，但是三季度公司迅速恢复生产，并积极进行创新转型，发展韧性较强，未来发展可期，维持“买入”评级。

经营基本面快速修复，Q3订单改善保障后续增长

22Q1-3累计新签合同2552.20亿元，同比-17.44%，为后续发展奠定了基础；完成施工产值1933亿元，同比-12%。2022Q1-3公司建筑施工/设计咨询业务/房地产新签合同规模同比-14.0%/-14.1%/-27.9%，建材工业新签合同额较去年同期增长+20.3%。六大新兴业务前三季度累计新签合同582亿元，占到集团新签合同总量的23%，其中：在城市更新领域新签合同164亿元，恢复到去年同期水平；在水利水务领域新签合同107亿元，同比+20%；在新基建领域新签合同72亿元，同比+67.5%。2022Q3单季度新签订单规模同比-5.7%，受地产端不景气，房地产新签订单量同比-40.1%，建筑施工/设计咨询业务/建材工业新签合同规模同比-2.3%/-19.2%/+19.8%。

毛利率小幅回升，现金流压力较大

22Q1-3公司毛利率8.04%，同比-0.19pct。22Q1-3公司期间费用率6.8%，同比提升0.27pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别-0.06/+0.43/-0.14/+0.05pct，受疫情影响销售费用减少。22Q1-3公司计提资产（含信用）减值损失0.68亿元，占收入的比重同比下降0.07pct至0.04%，信用减值损失较22H1末减少2.08亿元，系收回应收款项转回坏账损失。综合影响下22Q1-3公司净利率0.3%，同比-1.18pct。22Q1-3公司CFO净额-225.6亿元，同比减少107.81亿元，22Q1-3公司收现比98.48%，同比-6.74pct，付现比107.40%，同比-2.79pct。22Q1-3应收账款及票据532.37亿元，环比22H1增加11.65亿元。

享区位与机制优势，维持“买入”评级

我们认为长三角一体化及上海自贸区扩容有望为公司提供良好增长环境和盈利质量，而公司较好的激励机制有望提升释放利润的意愿和能力，二季度华东地区受疫情影响业绩受挫，伴随疫情影响减弱，公司三季度经营基本面已基本修复，在手订单充足，22Q4公司业绩有望继续放量，预计22-24年业绩30.2/49.1/52.5（前值43.1/49.4/55.2）亿元。

风险提示：订单回暖不及预期，项目施工不及预期，疫情恢复不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	231,327.23	281,055.47	286,676.58	320,678.03	352,982.21
增长率(%)	12.57	21.50	2.00	11.86	10.07
EBITDA(百万元)	18,543.87	23,144.76	10,656.63	14,013.17	14,693.58
归属母公司净利润(百万元)	3,350.85	3,768.77	3,024.72	4,905.81	5,253.99
增长率(%)	(14.74)	12.47	(19.74)	62.19	7.10
EPS(元/股)	0.38	0.42	0.34	0.55	0.59
市盈率(P/E)	6.91	6.14	7.65	4.72	4.41
市净率(P/B)	0.63	0.57	0.56	0.51	0.47
市销率(P/S)	0.10	0.08	0.08	0.07	0.07
EV/EBITDA	(0.79)	(1.10)	(3.66)	(3.56)	(4.12)

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设 II
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	2.6元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	8,904.40
流通A股股本(百万股)	8,904.40
A股总市值(百万元)	23,151.43
流通A股市值(百万元)	23,151.43
每股净资产(元)	3.22
资产负债率(%)	85.07
一年内最高/最低(元)	3.86/2.50

作者

鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王雯 分析师
SAC执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

王涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

股价走势



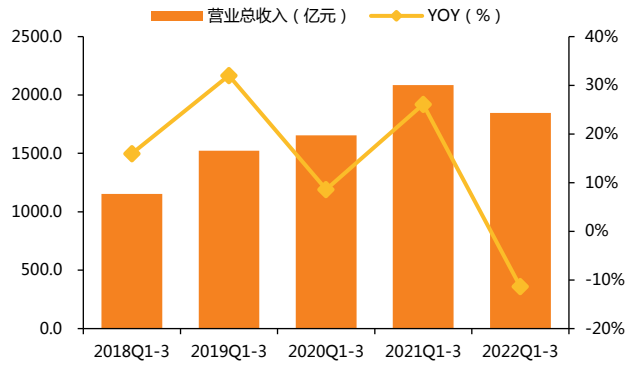
资料来源：聚源数据

相关报告

- 《上海建工-年报点评报告:收入稳步增长，期待盈利能力改善》2022-04-30
- 《上海建工-季报点评:收入维持高速增长，盈利能力有望持续改善》2021-10-31
- 《上海建工-半年报点评:21H1收入快速增长，减值损失拖累利润提升》2021-08-31

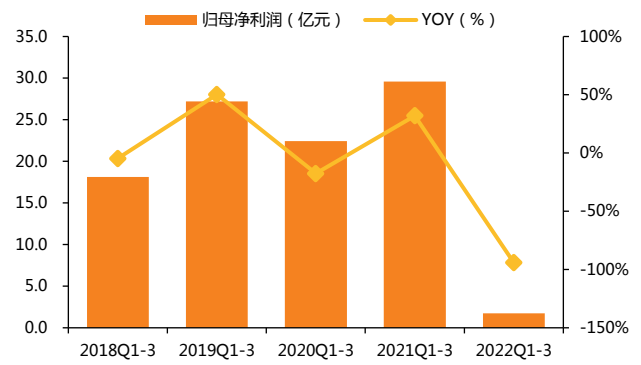
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2018Q1-3 至 2022Q1-3 收入及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2018Q1-3 至 2022Q1-3 收入及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PEG (21-23)
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
601668.SH	中国建筑	2012.85	4.80	1.23	1.36	1.52	1.68	3.92	3.53	3.17	2.86	0.32
601800.SH	中国交建	1125.13	6.96	1.11	1.27	1.42	1.58	6.25	5.49	4.90	4.40	0.44
600039.SH	四川路桥	540.58	11.23	1.16	1.58	1.93	2.27	9.68	7.10	5.81	4.95	0.28
000498.SZ	山东路桥	110.65	7.09	1.37	1.69	2.08	2.52	5.18	4.19	3.41	2.81	0.18
600820.SH	隧道股份	166.95	5.31	0.76	0.95	0.93	1.11	6.98	5.56	5.71	4.79	0.42
600502.SH	安徽建工	82.39	4.80	0.64	0.75	0.92	1.10	7.52	6.38	5.21	4.36	0.32
平均									5.38	4.70	4.03	0.35
600170.SH	上海建工	231.51	2.60	0.42	0.34	0.55	0.59	6.14	7.65	4.72	4.41	0.65

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 20221102 收盘，除上海建工 22-24 年为天风预测外，其余公司 22-24 年 EPS 为 Wind 一致预测。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	78,466.38	84,152.70	83,136.21	92,996.63	102,364.84
应收票据及应收账款	45,032.07	59,944.93	44,655.81	73,735.89	55,820.14
预付账款	2,547.95	2,974.99	3,108.11	3,693.47	3,745.75
存货	71,171.70	69,747.69	73,065.03	84,019.10	86,541.90
其他	19,730.50	15,004.00	52,464.82	70,313.39	61,379.17
流动资产合计	216,948.60	231,824.31	256,429.97	324,758.48	309,851.80
长期股权投资	5,668.77	5,912.37	6,296.37	6,788.37	7,073.37
固定资产	8,102.92	8,374.34	8,258.20	8,320.42	8,785.74
在建工程	718.45	1,276.37	1,367.68	1,659.84	2,075.42
无形资产	3,041.99	2,762.56	3,134.82	2,600.07	1,971.33
其他	47,968.07	59,830.16	45,247.49	44,320.43	48,818.37
非流动资产合计	65,500.21	78,155.80	64,304.56	63,689.14	68,724.23
资产总计	321,356.73	353,765.89	320,734.53	388,447.62	378,576.03
短期借款	9,686.61	8,603.59	6,996.34	6,712.34	8,522.83
应付票据及应付账款	136,296.10	157,361.45	153,037.61	199,996.83	189,095.46
其他	40,561.24	38,993.14	63,643.32	81,715.07	76,705.30
流动负债合计	186,543.95	204,958.19	223,677.27	288,424.23	274,323.59
长期借款	47,081.68	50,177.48	37,312.00	33,786.94	33,791.69
应付债券	6,385.01	5,802.55	4,094.85	5,427.47	5,108.29
其他	3,843.27	4,717.11	3,553.15	4,037.84	4,102.70
非流动负债合计	57,309.96	60,697.14	44,959.99	43,252.25	43,002.68
负债合计	277,458.24	302,198.84	268,637.26	331,676.48	317,326.27
少数股东权益	7,218.00	10,605.49	10,802.75	11,122.70	11,465.35
股本	8,904.40	8,904.40	8,904.40	8,904.40	8,904.40
资本公积	2,208.85	2,882.24	2,882.24	2,882.24	2,882.24
留存收益	17,093.70	18,853.91	21,122.45	24,801.81	28,742.30
其他	8,473.54	10,321.02	8,385.43	9,060.00	9,255.48
股东权益合计	43,898.49	51,567.06	52,097.27	56,771.14	61,249.77
负债和股东权益总计	321,356.73	353,765.89	320,734.53	388,447.62	378,576.03

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	3,222.31	4,048.09	3,024.72	4,905.81	5,253.99
折旧摊销	2,444.72	2,655.32	2,785.57	2,966.36	3,188.85
财务费用	1,628.24	2,295.17	2,126.23	2,127.48	2,243.56
投资损失	(358.63)	(1,668.04)	(1,500.00)	(1,200.00)	(1,000.00)
营运资金变动	(20,205.64)	(6,223.14)	18,478.96	6,589.17	2,250.08
其它	13,584.99	9,260.93	(0.80)	1,320.59	842.87
经营活动现金流	315.99	10,368.34	24,914.67	16,709.41	12,779.35
资本支出	3,706.12	2,415.65	4,296.96	2,301.31	3,376.14
长期投资	1,133.59	243.60	384.00	492.00	285.00
其他	(13,015.76)	(4,471.23)	(5,180.84)	(6,117.24)	(7,096.01)
投资活动现金流	(8,176.05)	(1,811.99)	(499.88)	(3,323.94)	(3,434.87)
债权融资	21,213.52	(4,567.14)	(22,673.75)	(2,866.52)	1,255.97
股权融资	832.19	1,232.40	(2,757.52)	(658.54)	(1,232.23)
其他	(7,764.84)	384.33	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	14,280.86	(2,950.40)	(25,431.28)	(3,525.06)	23.74
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	6,420.81	5,605.95	(1,016.49)	9,860.42	9,368.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	231,327.23	281,055.47	286,676.58	320,678.03	352,982.21
营业成本	208,950.71	254,556.98	262,309.07	291,496.33	319,801.88
营业税金及附加	810.15	1,132.38	917.37	1,346.85	1,517.82
销售费用	712.04	838.83	573.35	994.10	1,129.54
管理费用	5,947.55	7,049.78	8,600.30	7,664.20	8,789.26
研发费用	8,114.05	9,892.81	8,141.61	11,223.73	12,424.97
财务费用	1,879.59	2,489.40	2,126.23	2,127.48	2,243.56
资产/信用减值损失	(1,749.27)	(2,597.72)	(700.00)	(1,300.00)	(1,200.00)
公允价值变动收益	390.46	388.19	(263.82)	894.00	386.00
投资净收益	358.63	1,668.04	1,500.00	1,200.00	1,000.00
其他	1,820.87	838.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,092.46	4,798.42	4,544.83	6,619.34	7,261.17
营业外收入	377.91	568.31	300.00	415.41	289.00
营业外支出	56.64	83.51	80.00	73.38	85.00
利润总额	4,413.73	5,283.22	4,764.83	6,961.37	7,465.17
所得税	1,191.42	1,235.13	1,477.10	1,628.96	1,754.32
净利润	3,222.31	4,048.09	3,287.73	5,332.41	5,710.86
少数股东损益	(128.54)	279.32	263.02	426.59	456.87
归属于母公司净利润	3,350.85	3,768.77	3,024.72	4,905.81	5,253.99
每股收益(元)	0.38	0.42	0.34	0.55	0.59

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	12.57%	21.50%	2.00%	11.86%	10.07%
营业利润	-24.12%	17.25%	-5.28%	45.65%	9.70%
归属于母公司净利润	-14.74%	12.47%	-19.74%	62.19%	7.10%
获利能力					
毛利率	9.67%	9.43%	8.50%	9.10%	9.40%
净利率	1.45%	1.34%	1.06%	1.53%	1.49%
ROE	9.14%	9.20%	7.32%	10.75%	10.55%
ROIC	-61.51%	-115.86%	-27.80%	-32.04%	-26.55%
偿债能力					
资产负债率	86.34%	85.42%	83.76%	85.39%	83.82%
净负债率	6.21%	-9.77%	-47.16%	-61.95%	-67.00%
流动比率	1.16	1.14	1.15	1.13	1.13
速动比率	0.84	0.85	0.82	0.83	0.81
营运能力					
应收账款周转率	5.61	5.35	5.48	5.42	5.45
存货周转率	2.91	3.99	4.01	4.08	4.14
总资产周转率	0.80	0.83	0.85	0.90	0.92
每股指标(元)					
每股收益	0.38	0.42	0.34	0.55	0.59
每股经营现金流	0.04	1.16	2.80	1.88	1.44
每股净资产	4.12	4.60	4.64	5.13	5.59
估值比率					
市盈率	6.91	6.14	7.65	4.72	4.41
市净率	0.63	0.57	0.56	0.51	0.47
EV/EBITDA	-0.79	-1.10	-3.66	-3.56	-4.12
EV/EBIT	-0.91	-1.24	-4.96	-4.52	-5.27

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com