

上海建工 (600170)

证券研究报告

2017年07月21日

员工持股绑定核心员工利益, PPP、省外业务势头良好

员工持股绑定核心员工利益, 未来混改有望更进一步

上海地区为国改排头兵, 公司走在国改前列。员工持股落地, 激励范围较大, 中层员工激励充分提升精细化管理水平。引入国盛集团持股, 国盛集团划转股权至城投集团。国盛集团作为上海国资流动平台, 在促进混合所有制经济方面有过多成功经验, 未来混改有望更进一步。近日全国金融工作会议中提出“积极稳妥推进去杠杆, 深化国企改革, 把降低国企杠杆率作为重中之重”, 有望加速建筑国企改革速度。

业务结构改善毛利率增加, 技术资质领先施工能力强

省内市场空间稳中有增, 装配式建筑成为亮点。省外市政工程、城市轨道交通市场空间较大, 下游房地产回暖明显。公司不断调整业务结构, 提高房地产开发、设计咨询等毛利较高业务占比。公司重视技术研发, 十二五期间年均投入近 30 亿, 在装配式建筑、BIM 技术应用等领域处于领先地位。与政府建立合作关系, 省外业务增长迅速, 2016 年省外新签建筑施工合同 693.84 亿元, 同比增长 51%, 占新签建筑施工合同 42%, 加快形成“1+5+X”国内重点区域市场布局。

PPP 项目承接运营能力强, PPP 项目质量量增并成功进军中西部

政府财政收支赤字明显, PPP 将成为基建重要渠道。PPP 项目增多落地率明显增加, 项目以基建为主。公司设立多个产业基金助力 PPP 发展, 融资能力强。全产业链战略转型全生命周期服务商, PPP 项目承接、施工、运营能力强。公司 PPP 项目质量较高收益稳健, 成功进军中西部市场。

一带一路海外开花, 低估值高分红吸引力足

形成了海外事业部、上海外经控股两大实施主体, 多家子集团共同参与的“大海外”发展格局, 初步树立国际品牌形象, 五大海外发展根据地布局顺利。在建筑央企与地方国企中 PE 估值中等偏低, PB 估值较低, 估值处于历史低位。现金分红比例在申万一级行业中排第 9 位。以最新收盘价计算, 公司股息率 3.32%, 在整个申万一级行业中位列第三、国企中第 1。业绩增长和较好现金流为高分红提供支撑。

投资建议

公司始终走在国改前列, 员工持股落地有望绑定员工利益, 提升业绩。公司逐渐调整业务结构, 毛利率升高。与各地政府签订合作协议, 省外订单增长迅速, 预计未来省外业务占比将不断升高。PPP 项目运营承接能力较强, 市场空间较大, 相关合同增长迅速。综上所述, 公司经营情况良好, 维持“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.26、0.29、0.32 元/股, 对应 PE 为 15、13、12 倍。

风险提示: 投资增速持续下滑, PPP 项目进展不及预期

投资评级

行业	建筑装饰/房屋建设
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	3.91 元
目标价格	5 元
上次目标价	5.95 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)	8,218.51
A 股总市值(百万元)	34,816.20
流通 A 股市值(百万元)	32,134.39
每股净资产(元)	3.06
资产负债率(%)	82.95
一年内最高/最低(元)	5.28/3.50

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《上海建工-首次覆盖报告:PPP 订单有望持续增长, 国改红利推进价值重估》
2017-03-28

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	125,430.71	133,656.54	142,568.62	152,382.18	162,353.11
增长率(%)	10.35	6.56	6.67	6.88	6.54
EBITDA(百万元)	4,077.49	4,593.69	4,820.25	5,524.21	6,230.73
净利润(百万元)	1,870.54	2,095.50	2,297.25	2,581.07	2,878.68
增长率(%)	5.57	12.03	9.63	12.35	11.53
EPS(元/股)	0.21	0.24	0.26	0.29	0.32
市盈率(P/E)	18.61	16.61	15.16	13.49	12.09
市净率(P/B)	1.58	1.51	1.48	1.33	1.20
市销率(P/S)	0.28	0.26	0.24	0.23	0.21
EV/EBITDA	3.41	1.09	3.35	3.88	3.88

资料来源: wind, 天风证券研究所

内容目录

1. 员工持股绑定核心员工利益，未来混改有望更进一步	4
1.1. 央企混改加速对地方国企具有示范作用，上海是地方国改排头兵	4
1.2. 股权划转至国盛集团，为未来国改深化创造条件	5
1.3. 员工持股绑定核心员工利益，未来业绩可期	6
2. 业务结构改善毛利率增加，技术资质领先施工能力强	7
2.1. 省内市场空间稳中有增，省外市场空间广阔	7
2.1.1. 省内基建投资占比增加，装配式建筑成为新的增长点	7
2.1.2. 省外市政工程市场空间较大，东南沿海基建投资增速较高下游回暖	8
2.1.3. 城市轨道交通空间可观，参与产业基金积极推进相关业务	9
2.2. 营收稳定利润增长较快，业务结构优化毛利率逐渐升高	9
2.3. 资质顶尖技术研发加速，三个一体化助力战略转型	11
2.4. 与政府建立合作关系，省外业务增长迅速	13
3. PPP 项目承接运营能力强，PPP 项目质高量增	14
3.1. 政府财政收支赤字明显，PPP 将成为基建重要渠道	14
3.2. 产业基金设立助力 PPP 业务发展，PPP 项目运营能力强	16
3.3. PPP 项目质量较高挑选严格收益稳健，已成功进军中西部 PPP 市场	18
4. 一带一路海外开花，低估值高分红吸引力足	20
4.1. 一体两翼树立品牌形象，五大海外根据地各有特色	20
4.2. 估值均处于低位，营收业绩稳定支撑分红比例居高	21
5. 投资建议	24
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：上海政策紧跟中央步伐	4
图 2：股权划转先后划转至国盛集团、城投集团（之后城投集团减持）	5
图 3：目前上海建工股权结构	6
图 4：重大工程投资增加	7
图 5：基础设施投资占比增加	7
图 6：长江三角洲、广东省市政设施投资增长稳定，处于高位	8
图 7：2017 年主要业务所在地政府固定投资目标增速较高	8
图 8：省外主要业务所在地房地产开发回暖明显	8
图 9：全国城市轨道交通通车里程（含港澳台）（2011-2016）	9
图 10：全国轨道交通固定资产投资额（2011-2015）	9
图 11：上海固定资产投资完成额同比与营收增速具有一定相关性	9
图 12：营收情况	10
图 13：净利润情况	10
图 14：公司各业务毛利占比情况：地产毛利占比有所提高	11
图 15：剔除营改增影响的毛利率变化情况	11

图 16: 房地产、设计咨询、城市建设投资毛利率较高.....	11
图 17: 研发费用增长迅速.....	12
图 18: 专利数量增加.....	12
图 19: BIM 技术应用.....	12
图 20: 省外新签合同增长明显.....	14
图 21: 温州瓯江口新区一期市政工程项目.....	14
图 22: 公共财政收支情况.....	15
图 23: 财政赤字率.....	15
图 24: PPP 项目数量与落地率.....	15
图 25: 落地项目类型.....	15
图 26: PPP 合同 2016 年签订额倍增, 17 年上半年占 16 年全年 72.4%.....	16
图 27: 传统融资方式与产业基金对比.....	16
图 28: 省外 PPP 项目个数较多.....	18
图 29: 浙江省建设用地情况.....	19
图 30: 温州瓯江口新区一期市政工程项目.....	19
图 31: 成都市都江堰市滨江新区基础设施建设 PPP 项目.....	19
图 32: 预计未来 PPP 业务可保持增长.....	19
图 33: 圭亚那乔治敦万豪酒店.....	20
图 34: PE 低于覆盖国企均值, 处于偏低位置.....	21
图 35: PB 估值远低于平均水平, 在所有覆盖的央企与地方国企处于较低位置.....	21
图 36: 上海建工历史 PE Band.....	22
图 37: 上海建工历史 PB Band.....	22
图 38: 股息率在所覆盖国企中最高.....	22
图 39: 2016 年年度现金分红比例在所覆盖的国企中位居第三.....	23
图 40: 分红较高.....	23
图 41: 业绩提升分红有保证.....	23
表 1: 近期央企混改事件.....	4
表 2: 国盛集团国改运作情况.....	5
表 3: 员工持股计划参加情况 (略多于实际参加情况).....	6
表 4: 上海积极推动装配式建筑.....	7
表 5: 业务概览.....	10
表 6: 公司战略清晰.....	13
表 7: 政府合作协议.....	14
表 8: 已披露产业基金设立情况.....	17
表 9: 产业基金投向.....	17
表 10: PPP 项目承接运营优势.....	17
表 11: 五大海外市场布局顺利.....	20
表 12: 分红情况及预测.....	23

1. 员工持股绑定核心员工利益，未来混改有望更进一步

1.1. 央企混改加速对地方国企具有示范作用，上海是地方国改排头兵

上海建工属于地方国企，地方国企的改革进展与中央政策推进密切相关。作为地方国企，一方面要以央企的改革为标杆，另一方面要按照中央的政策为依据，往往中央有所动作之后，地方才会继续跟进。自从 2013 年十三五提出混改后，地方国企混改从 2014 年到 2016 年中鲜有动作，主要是因为中央顶层设计还未完善，央企动作不多，地方国企依旧较为保守。

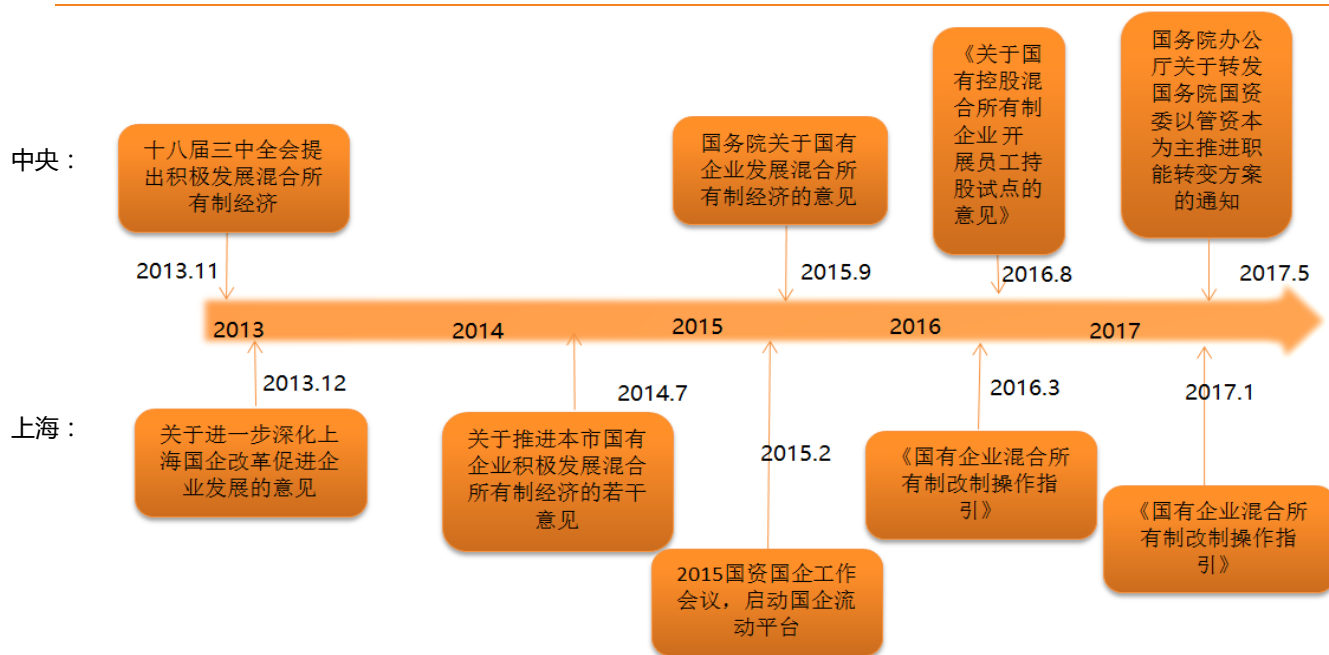
近期中央国改提速明显。2015 年印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，指导国企改革的纲领性文件。2016 年形成“1+N”文件体系及相关细则，是国企改革的设计图。19 家中央企业入选前两批混改试点名单后，第三批混改试点已扩围至地方国企。今年 3 月发改委副主任刘鹤在改革专题会议中提出要着力抓好混合所有制，争取十九大之前出台实施，届时国企改革作为关键性改革之一必将备受关注，预计大会窗口期将迎来更多改革成果政策。中央顶层设计的逐步完善，有利于地方国改政策的加速发布与地方国改的推进。

表 1：近期央企混改事件

公司	时间	内容
中国电建	2017/4/24	国家级基金中国国有企业结构调整基金参与认购定增 12 亿元，占比 1.01%
国机集团	2017/5/26	所属中国电器科学研究院有限公司混合所有制员工持股改革工作完成，方案为中国电气院引进战略投资者 3 家，约 30% 的骨干员工参与持股，引入增资资金 5.17 亿元
中粮集团	2017/4/19	子公司混改，中粮资本拟募集资金总额 80 亿元，拟向不超过十名投资方增资 60 亿。
南航集团	2017/3/27	引入战投，美国航空 15.53 亿港元认购公司新发行的 H 股 2.7 亿股占南航 H 股的 8.83%，占全部股本的 2.68%
宝钢集团	2017/5/31	旗下电商平台下属公司欧冶云商股份有限公司股权开放及员工持股，本轮股权开放及员工持股完成后，外部投资人合计持股 23%，员工持股 5%。
中石化	2017/4/27	销售子公司境外上市，控股子公司中国石化销售有限公司变更为中国石化销售股份有限公司后境外上市。
中国机械工业集团公司	2017/6/30	中国恒天集团有限公司整体并入中国机械工业集团公司，成为其全资子公司。

资料来源：WIND、天风证券研究所

图 1：上海政策紧跟中央步伐



资料来源：上海国资委，国资委，国务院，天风证券研究所

目前已经确定方案、进入实施阶段或者已完成的央企混改事件越来越多，从这些案例来看，

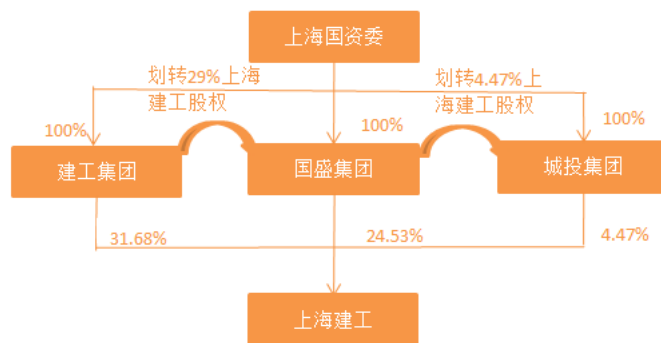
主要手段包括引入战投、资产注入、股权激励、员工持股等。今年 3 月以来央企混改方案落地的速度明显加快。央企混改案例的不断推出将为上海地区国企混改起到一定的示范作用，带动上海国改提速。

上海国企规模占地方国企比例较大，资产质量较好，盈利能力较强。据 2016 年上海国资国企工作会议，上海国资委系统企业资产总额、营业收入、利润总额继续保持全国第一，上海国改对于整个国企改革的推进具有重要意义。上海地区作为国改的排头兵，建筑国企改革也已有突破，隧道股份已将大股东城建集团 13%的股权划转至国盛集团，上海建科院启动国企混合所有制改革，拟引入 3-5 家战略投资者，募集不少于 5.5 亿元资金，对应持股比例 25%。

1.2. 股权划转至国盛集团，为未来国改深化创造条件

上海建工是上海基建行业的老牌国企，由于自身公司治理结构清晰，业绩稳定，一直处于国改的前列。公司于 2011 年完成重大资产重组，2015 年引入国有资产流动平台国盛集团，公司混改提速，国盛集团将部分持有股份划转至城投集团（现持股比例已降至 0.39%），城投集团作为城市基建与公共服务整体方案提供商（甲方），可以与主要业务为总包承建的上海建工（乙方）发挥互补性的作用，有助于促进双方业务协同和资源整合。2017 年已实施完员工持股计划。

图 2：股权划转先后划转至国盛集团、城投集团（之后城投集团减持）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

国盛集团是肩负上海国资优化与转型升级的重任的国资流动平台，发挥产业投资和资本运作两大功能。集团积极推进国有股权有序进退，促进混合所有制经济，在企业改制重组中整合、盘活各类资源、资产。目前在承接划转多家集团上市公司股权，股权进退流动，置换剥离经营性资产等方面均有所突破，集团正在积极探索有效路径让持有的可流通股真正动起来，通过市场化的方式，把盘活的资金用于战略性新兴产业、城市基础设施的建设以及社会保障的补充，成为国资优化布局的重要渠道。

表 2：国盛集团国改运作情况

集团功能	案例
投资战略性新兴产业，助推上海产业升级	作为上海市的出资主体参股中电科软件信息服务有限公司。 作为上海市的出资主体参与设立国家集成电路产业投资基金。
加快企业主辅分开和调整清理，提升资产质量和效益	建材集团共清理企业 262 户，分流安置职工 4200 余人，今后将向“制造+服务”型企业转型，打造节能环保新材料制造和服务商。 长江集团将主业集中到长江有限，重点发展智能交通、数字能源、智能楼宇。 蔬菜集团坚持上海食用农产品流通主渠道、主力军的功能定位，主业规模和经营效率快速提升，较好地发挥了“两保一稳”的积极作用。
推进资产资本化证券化，通过资本市场助力企业发展	2009 年，参与城建集团设立“上海基建”公司的投资，促进城建集团向基础设施综合服务商转型，随着“上海基建”装入隧道股份，国盛集团的投资也实现了证券化。 2010 年，国盛集团参与上海医药“三合一”重组，并配合上海医药成功发行 H 股，助力其国际化发展。

2012年，集团实施棱光向岩棉增资项目，推进了岩棉部分资产证券化，帮助棱光完成了产业结构调整，提高了盈利能力。
2014年，棱光实施重大资产重组，通过股份无偿划转、重大资产置换和发行股份购买资产相结合的方式，实现现代集团持有华东建筑设计研究院有限公司100%股权借壳上市。

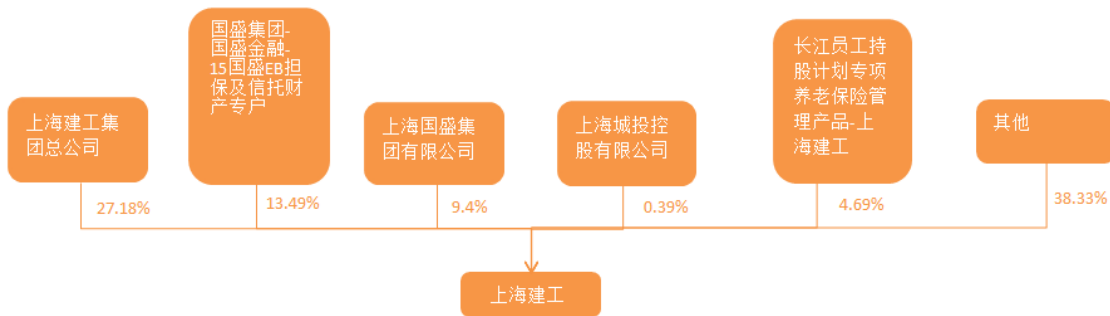
置换剥离经营性资产

长江计算机集团将其主板块——长江有限公司协议转让给中国电科软信，双方于2014年7月30日举行了股权转让交接仪式。
2014年9月底，国盛集团和地产集团举行建材集团交接仪式，建材集团划归地产集团管理。

资料来源：国盛集团官网、天风证券研究所

根据2017年上海国资国企年度工作，未来要组合运用协议转让、大宗交易、股权划转、发行可交换债等方式，盘活存量资产。围绕产业链、价值链、创新链，实施开放性市场化联合重组。作为国资流动平台，可以发挥国盛集团融资方面的优势，为上海建工提供融资等方面的支持。也可以通过划转股份、引入新股东的方式加强与其他国有集团的战略合作（如城投集团），目前国盛集团共持股22.89%，建工总公司持有的27.18%、员工持股计划4.69%，无其他能施加重大影响的股东，下一步有望在引入战略投资者等方面更进一步。

图3：目前上海建工股权结构



资料来源：WIND，天风证券研究所

近日，全国金融工作会议中提出“积极稳妥推进去杠杆，深化国企改革，把降低国企杠杆率作为重中之重”，有望加速建筑国企改革速度，尤其是混改和优质资产注入方面，提升建筑国企运行效率和经营活力。

1.3. 员工持股绑定核心员工利益，未来业绩可期

上海建工是上海地区第三家公布员工持股的国企，2017年已完成员工持股，其中认购本员工持股计划的董事、监事和高级管理人员12人，合计认购2000万份，其认购份额占本员工持股计划的总份额比例1.51%，通过增发的方式向符合条件的4826名核员工发行股份近13亿元，发行价3.59元/股，覆盖范围较广。

表3：员工持股计划参加情况（略多于实际参加情况）

员工类别	人数合计	认购金额合计（万元）
集团领导	12	2000
集团中层管理人员	312	26070
关键骨干员工	4502	104,306
合计	4826	132,376

资料来源：公司公告、天风证券研究所

员工持股对象与集团经营、管理和技术研发关系密切，关键骨干员工占比较大（包括国家一级注册执业资格人员，高级技师，高级正高级职称人员等）与公司整个建筑业务相关度较高，体现出公司对企业中层的重视。中层管理、技术人员与公司后续的生产经营、科研、管理各个环节密切相关，比如项目管理班子（包含了项目经理、项目工程师、商务经理、预算员等），给予他们激励充分，一方面有利于公司实施精细化管理，另一方面有助改善公司治理结构，激发效率，增强综合竞争力，助力业绩释放。

众所周知，在我国特殊体制之下，国有建筑企业的盈利能力普遍弱于民企，其中主要原因之一为建筑国企的管理者与控股股东、流通股股东的利益并未紧密绑在一起，因此对于业绩的诉求并没有民企那么强烈，存在一定程度的委托代理问题。由于承载着许多的政策性任务和负担，虽然具有品牌、政府资源、资质技术、融资能力等各方面的优势，管理层的业绩诉求较为缺乏，业绩释放的动力不足，企业的目标往往是以稳定为先。这使得一些企业但一旦有了相关的业绩诉求，原来的优势得以发挥，净利率有提升空间。

2. 业务结构改善毛利率增加，技术资质领先施工能力强

2.1. 省内市场空间稳中有增，省外市场空间广阔

2.1.1. 省内基建投资占比增加，装配式建筑成为新的增长点

上海市场方面，2016年上海市重大工程建设任务全面完成，全年完成投资1,280.1亿元；实现新开工项目42个。2017年，计划安排市重大工程正式项目120个，计划投资不低于去年水平，公司多年来保持上海城市建设主力军地位，参与了50%以上的市重大工程建设。近些年来，上海固定资产投资增速放缓，但基础设施投资占比略有上升，基建投资增长稳定。十二五期间，上海重大基础设施建设投资超过5860亿元，根据上海住建委十三五规划，重大基础设施投资项目较十二五有所增长，投资预计可达6000亿元。

结合上海市十三五规划与基建投资稳健增长的态势，假设2017-2020年以后重大工程投资额不变，公司所占份额为50%，预计每年可以为公司带来640亿元的收入保障。

图4：重大工程投资增加

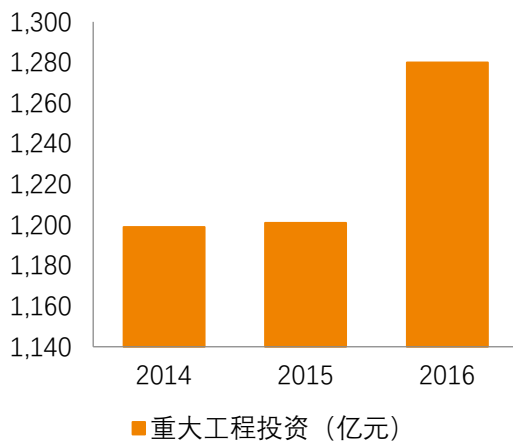
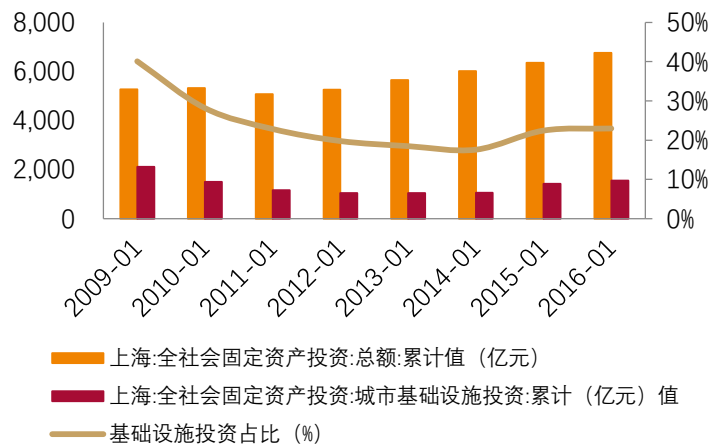


图5：基础设施投资占比增加



资料来源：公司年报、天风证券研究所

资料来源：WIND、天风证券研究所

上海市积极推动装配式建筑发展。市政府出台一系列政策，如《关于“十二五”期间本市加快推进住宅产业现代化发展节能省地型住宅指导意见》、《上海市装配式建筑2016-2020年发展规划》等，技术体系规范逐步确立，初步完成从设计、构件制作、施工安装等通用标准的建设，预制构件产能提升明显，2014年底仅180万平方米提升至2015年底近500万平方米，尚有500万平方米正在建设中，完整产业链已初步形成，为未来装配式建筑发展打下基础。

表4：上海积极推动装配式建筑

相关行动	内容
明确发展目标	发布了《关于推进上海装配式建筑发展的实施意见》等政策性文件，明确提出了装配式建筑面积和单体项目预制率“两个强制比率”的发展目标。2016年起，全市范围内符合条件的新建建筑项目原则上实施装配式建筑，预制率不低于40%或装配率不低于60%。
建立推进机制	由分管副市长召集市级相关管理部门，组建“上海市绿色建筑发展联席会议”，有效增强了装配式建筑政策制定和工作协调的力度。以土地源头控制为抓手，将装配式建筑建设要求写入土地出让合同，并纳入土地征询和建管信息系统监管。

政策扶持

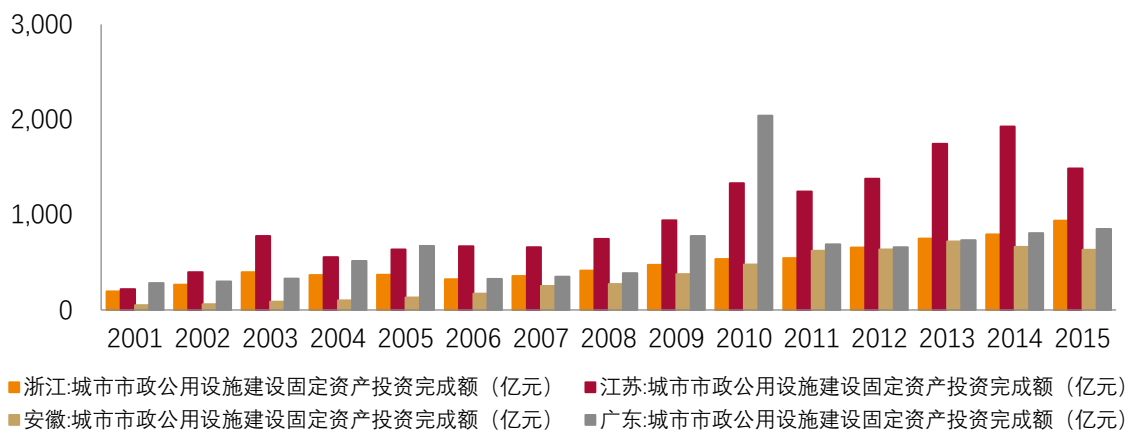
出台了针对装配式建筑项目的规划奖励、资金补贴、墙材专项基金减免政策。对自愿实施装配式建筑的项目给予不超过 3%的容积率奖励；装配式建筑外墙采用预制夹心保温墙体的给予不超过 3%的容积率奖励；对装配式建筑的混凝土墙体部分，不计入新型墙体材料专项基金征收计算范围，装配式保障房免收新型墙体材料专项基金。

资料来源：上海市住建委、天风证券研究所

2.1.2. 省外市政工程市场空间较大，东南沿海基建投资增速较高下游回暖

随着城市化进程高速发展，近五年来，全国市政工程投资额超过 16000 亿元，增速趋于平稳。根据国际化经验，上海、广州等一线城市周边会形成大都市圈与城市群，由于人口向都市圈的不断集中，周边小城市的基础设施较为薄弱难以匹配不断涌入的人口，对基础设施提出新的要求，同时由于大城市基础设施面临不断升级改造与使用年限过长的问題，仍需要一定基础设施投资。我国现在的城镇化率约为 57%，距离发达国家 70%到 80%的水平仍有一定差距，综上，市政基础设施投资仍将保持一定增长。

图 6：长江三角洲、广东省市政设施投资增长稳定，处于高位



资料来源：WIND，天风证券研究所

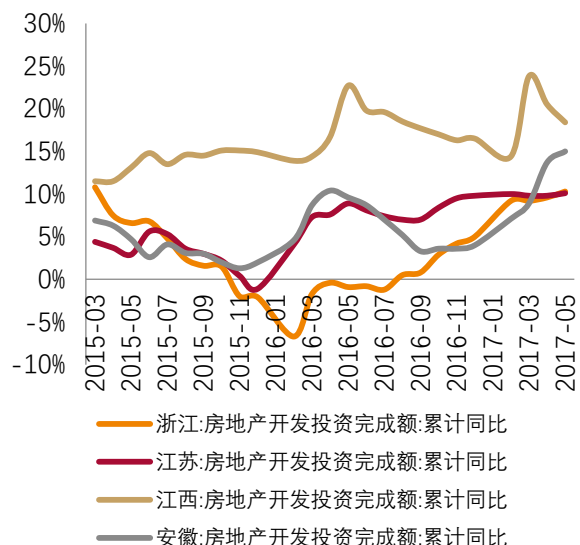
身为上海本地国企，随着省外业务扩展，在长江三角洲、珠江三角洲一带公司颇具影响力，近些年来，虽然上海固定投资增速有限，但业务所在其他省份固定投资、基建投资地方政府目标增速较高，除了江苏以外，其余各省市均在 10%以上，在全国属于较高水平，表明了一定程度该地区政府对基建投资高位增长的预期，另外公司下游房地产开发回暖明显，无疑将带动公司的房地产开发业务与建筑施工业务的增长。

图 7：2017 年主要业务所在地政府固定投资目标增速较高



资料来源：各省政府工作报告，天风证券研究所（上海为 2016 年数据代替）

图 8：省外主要业务所在地房地产开发回暖明显

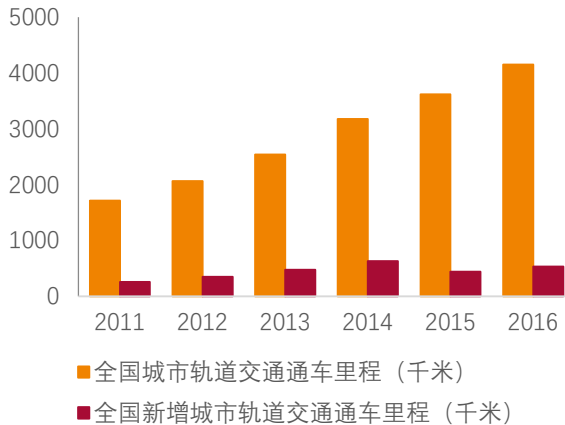


资料来源：WIND，天风证券研究所

2.1.3. 城轨交通空间可观，参与产业基金积极推进相关业务

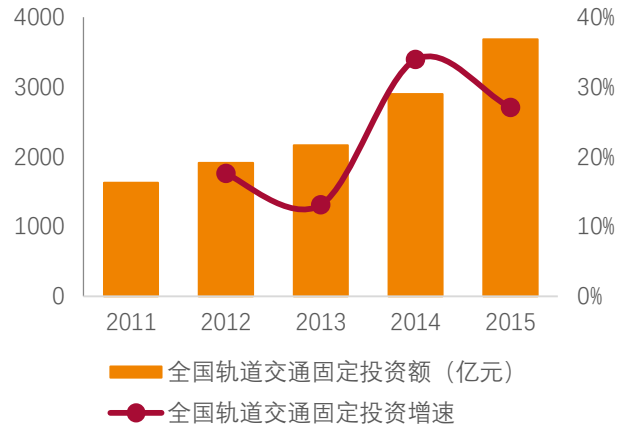
全国城市轨道交通建设和投资保持较快增长。过去五年，城市轨道交通经历了快速建设阶段，全国平均每年新增里程约 500 公里。截至 2016 年年底，全国城市轨道交通通车里程达到 4152.8 公里（含港澳台），已经拥有城市轨道交通的城市 28 个，共计 43 座城市获批城市轨道交通计划。过去四年，城市轨道交通固定资产投资额年均增长高达 22.6%。其中，2015 年全国轨道交通固定资产投资 3683 亿元，同增 27.04%。

图 9：全国城市轨道交通通车里程（含港澳台）（2011-2016）



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 10：全国轨道交通固定资产投资额（2011-2015）



资料来源：WIND，天风证券研究所

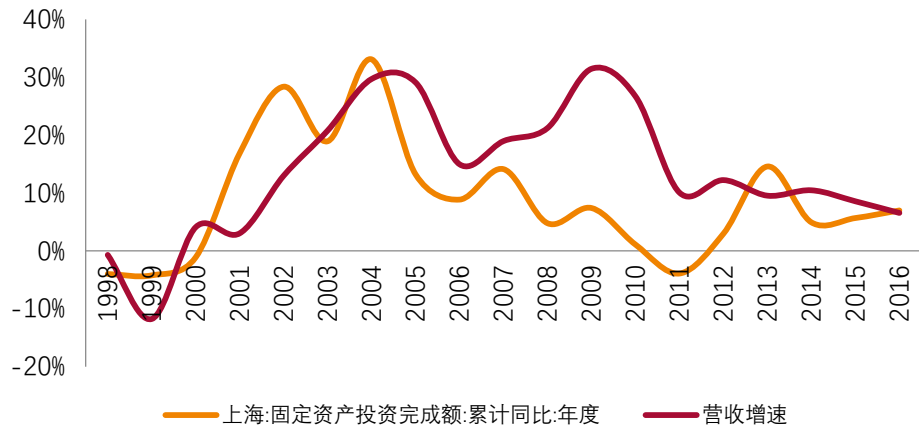
未来几年，城市轨道交通市场仍然巨大。根据《“十三五”规划纲要》，“十三五”期间新增城市轨道交通运营里程约 3000 公里。根据我们推算（详情请见我们发布的隧道股份深度）未来四年，城市轨道交通每年将有 5000 亿以上的市场空间。2016 年到 2020 年全国每年新增城市轨道交通通车里程年均增速将达到 20.05%，每年城市轨道交通投资有望超过 5000 亿元。预计 2020 年，全国轨道交通投资额将突破 9000 亿元，未来几年城市轨道交通的市场空间仍然巨大。2015 年公司出资 20 亿元认购中国城市轨道交通 PPP 产业基金，为国内首支千亿级轨道交通产业基金，与绿城集团、建信信托等各方合作，积极推进相关业务。

2.2. 营收稳定利润增长较快，业务结构优化毛利率逐渐升高

公司为整合产业链资源，2009-2011 年收购了上海建工（集团）总公司的专业施工、房地产、建筑相关工业板块的业务及资产，并将“市政设计院”和“外经控股集团”纳入上市公司，增强了设计咨询和海外经营能力。重大资产重组后，上海市的全社会固定资产投资增速放缓，受到宏观环境的影响，营收增长率逐渐下降。

从图中可看出，2008 年以前上海建工的营收变动趋势与上海全社会固定资产投资的变动趋势基本一致，2009 年之后由于重大资产重组二者发生偏离，12 年后增速又回到趋同的情况。目前固定投资增速处于低位，并逐年提升，有望继续保持 5% 以上的增长。在固定投资增速不会出现大幅度下滑的情况下，我们预计公司的市内营业收入增速也能维持在一定的水平。

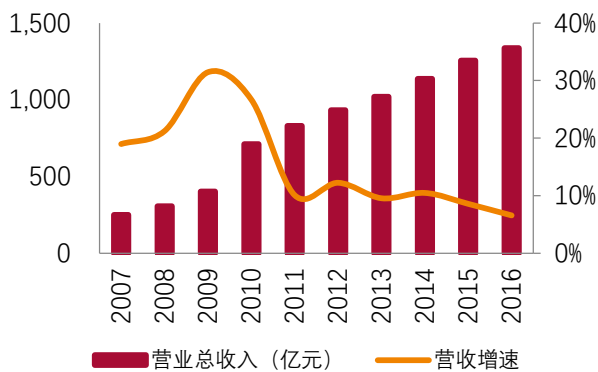
图 11：上海固定资产投资完成额同比与营收增速具有一定相关性



资料来源: WIND、天风证券研究所

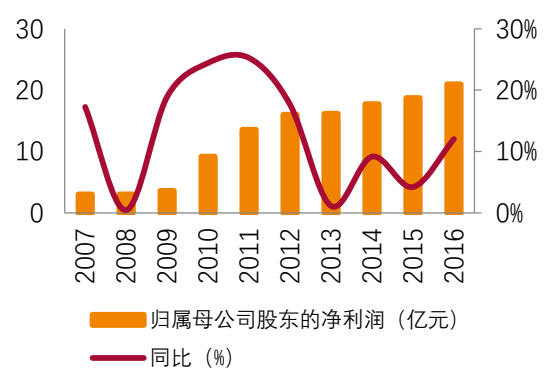
公司积极进行战略调整,在业务模式方面设立产业基金,加大城市基础设施投资业务,调整产业结构,增大房地产开发及设计施工业务比重;管理制度方面,2012年公司下属五家总承包企业完成了集团化改制,进一步激发了基层企业的经营活力、积极性。随着公司在这些方面的不断发展,在上海整体固定投资增速处于低位情况下,公司业绩增长稳定,12-16年虽然营收增速逐渐放缓,从12.23%下降至6.56%,净利润增速可观,净利润增速从13年的1.14%上升至2016年的12.03%。

图 12: 营收情况



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 13: 净利润情况



资料来源: WIND、天风证券研究所

公司建筑施工业务是主业,占比最大,其他业务较为多元化,占比较高的有房地产开发业务,设计咨询业务,城建投资,建材工业等。

表 5: 业务概览

业务	占16年营收比	业务特点
建筑施工业务	81.2%	包括建筑、高架立交道路、高速公路、地铁、隧道、桥梁、综合改造等施工项目及设计。在上海市场,公司多年来保持上海城市建设主力军地位,参与了50%以上的市重大工程建设。
设计咨询业务	2.3%	设计咨询是公司的核心业务之一,与建筑施工行业密切相关,对集团主营业务有着显著的市场先导作用,是集团全产业链协调发展的重要环节。
房产开发业务	5.15%	公司的房产开发业务包含房地产开发建设、销售、租赁以及物业管理等服务,多年来按照“住宅为主和多元并举”的方针,以开发中高档住宅和保障性住房为主,业务已覆盖区域涉足南京、苏州、南昌等地。
城市建设投资业务	1.05%	公司城市建设投资业务主要是以PPP(即政府与社会资本合作)方式投资、建设包括道路交通、旧区改造、交通枢纽等在内的市政基础设施项目,设立了多个产业基金用于城市建设投资项目融资。

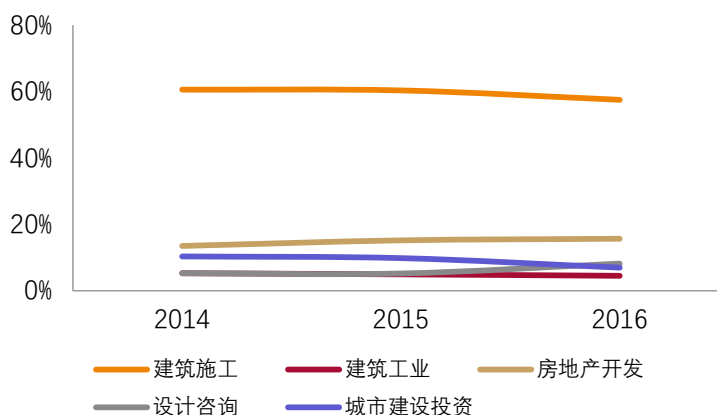
建材工业业务 3.62%

公司建材工业业务板块是工程承包业务的关联细分行业，可以为公司的建筑施工业务提供支持，有利于提升公司业务的协同效应，并增强公司与客户的粘合度，主要产品涉及商品混凝土及预制构件、钢结构、中央空调等。

资料来源：公司年报、天风证券研究所

从营收来看，建筑施工业务依旧占比较高，2016 年建筑施工板块营业收入 1095 亿元，占比 81.92%，毛利占比仅为 57.49%，主因在产业结构上，公司逐步提高工程设计咨询、房地产开发等高毛利业务的比重，其中建筑施工业务的年度毛利占比从 2011 年的 68% 下降到 2016 年的 57%，房地产开发业务的年度毛利占比从 2011 年的 4% 提高到 2016 年的 16%，提升明显，是毛利率上升的主要原因。目前房地产开发业务、设计咨询、城市建设占比仍较小，其中房地产开发 2016 年占营收比例仅为 6.54%。

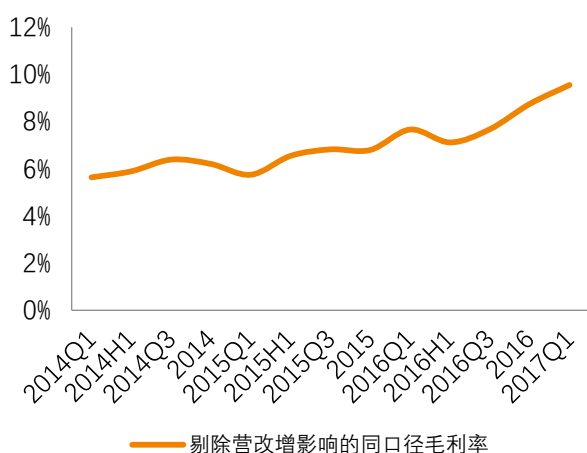
图 14：公司各业务毛利占比情况：地产毛利占比有所提高



资料来源：公司年报、天风证券研究所

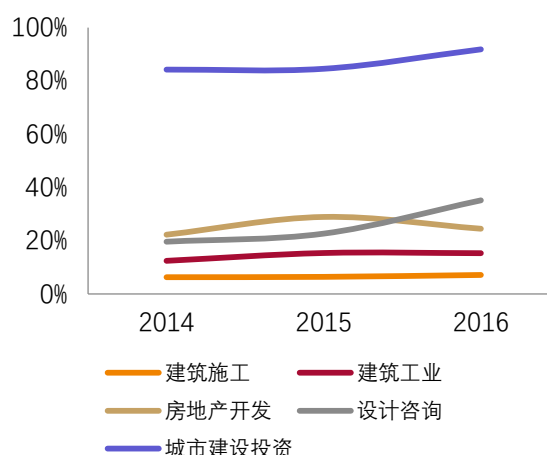
在城镇化大力推进的大背景下，公司房地产业务未来将继续平稳发展。旗下子公司上海建工房产有限公司具有国内最高的房地产开发企业资质（国家一级），是上海房地产行业最早通过 ISO9001 质量管理体系认证的企业之一；曾获得国家建设部授予的“销售‘放心房’表彰企业”称号。近年来，先后开发了徐汇·龙兆苑、佳龙花园、上海滩·新昌城、海尚佳园、大唐国际公寓、建工汇豪商务广场、上海建工嘉定工业园等一大批优质楼盘和商务楼项目，随着上海地区保障房政策的推进，未来房地产业务有望持续增长。

图 15：剔除营改增影响的毛利率变化情况



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 16：房地产、设计咨询、城市建设投资毛利率较高



资料来源：WIND、天风证券研究所

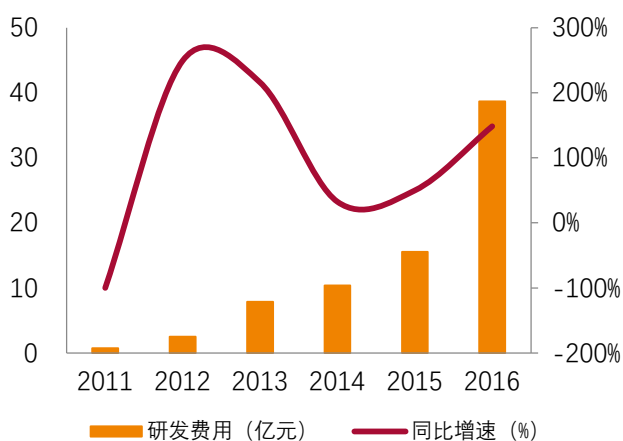
2.3. 资质顶尖技术研发加速，三个一体化助力战略转型

上海建工集团技术研发上的投入逐年增加，“十二五”期间年均超过了 29 亿元，研发投入

总额占营业收入比例近 3%。通过优化与变革科创体系，技术创新要素更加集聚，加快了核心技术的提升。主要体现在：上海建工集团围绕建筑施工技术“全国领先、世界前列”的总体目标，更加聚焦绿色建筑和智能建造，提高绿色建筑施工水平；聚焦世界施工技术前沿，努力培育新的核心技术。并积极参与城市更新包括城市地下空间的开发和闹市中心老建筑的改造等，使老建筑焕发新活力。

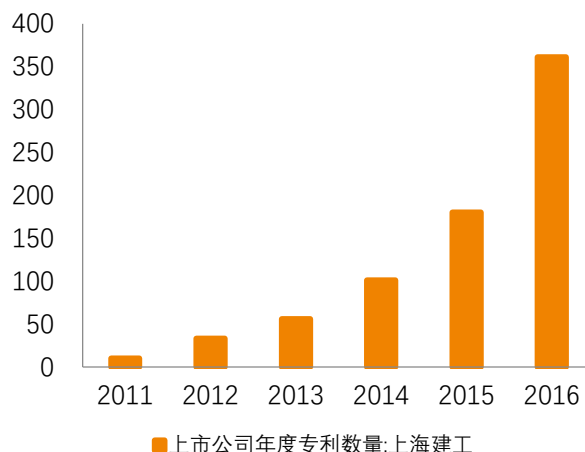
通过组建上海建工集团工程研究总院，加快推进集团两级研发机构与科创体系建设，已拥有 1 个国家级企业技术中心、15 个上海市级企业技术中心，7 个上海市工程技术研究中心，17 个国家高新技术企业等，并建立起上海建工集团建筑构件、工程装备、钢结构三大产业化基地，推动科技应用和创新成果的产业化。这些各有侧重、优势互补的研发平台与产业基地，把原先分散的技术要素集聚在一起，以市场为导向，形成了“产学研用”一体、“平台共建、研发共创、成果共享”机制。

图 17：研发费用增长迅速



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 18：专利数量增加

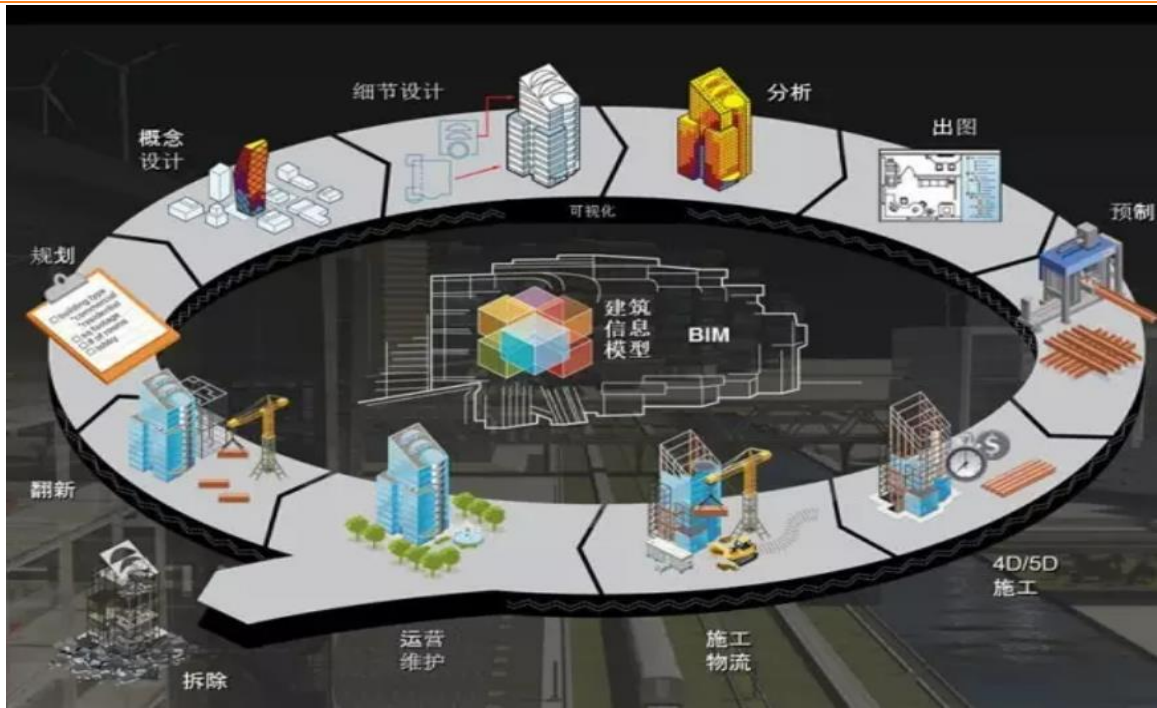


资料来源：公司公告、天风证券研究所

资质方面，公司拥有的建筑业主要资质包括房屋建筑工程施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包特级资质、市政行业工程设计甲级资质以及建筑行业（建筑工程）设计甲级资质等。

公司在绿色建筑、智能建造、BIM 和装配式建筑等新兴建筑技术及工艺、新材料上持续投入，推升公司在高端建筑领域的竞争力。上海建工集团在上海迪士尼奇幻童话城堡工程建设中广泛应用 BIM 成果，最近荣膺美国建筑师协会“建筑实践技术大奖”。上海建工集团发起建立了上海建工 BIM 发展联盟，现有 BIM 工作室(所)9 家，BIM 工作组(团队)7 家，专兼职从事 BIM 工作人员近 500 人，贯穿房产开发、设计咨询、施工建造、运营维护等整个产业链。

图 19：BIM 技术应用



资料来源：建筑时报、天风证券研究所

公司在全产业链推进预制装配住宅成套集成技术研发与应用方面，公司预制装配能力已从低层建筑拓展到高层建筑，从住宅扩大到公共建筑、基础设施等领域。先后完成了 20 多个预制装配住宅小区建设。钢结构智能化建造装备技术方面，创新研制出能为高难钢结构安装提供高精度焊接的“五自由度混联焊接机器人”及全位置智能焊接机器人；成功研发国产化外幕墙滑移支座系统，解决了复杂体型玻璃幕墙的设计施工难题。

上海建工集团战略发展定位清晰，创新转型的动力强劲，通过加快资源整合使产业链、价值链更加优化。加快研发与应用、设计与施工和投资与建设三个“一体化”进程助力加快建设成为“广受赞誉的建筑全生命周期服务商”。

表 6：公司战略清晰

公司战略	内容
研发与应用“一体化”	通过技术创新体系的打造和产业化基地建设，推动科技应用和创新成果产业化。如针对城市发展需要，在研发中注重对客户实际、升级换代、设备工艺改进等需求进行分类研发，完成了精于地下工程施工的超大矩形盾构、用于超高层建筑施工的整体提升液压钢平台等重大装备研发，并实现产业化推广。在成功建造上海第一高楼“上海中心”中，先后完成了 20 多项超高层建筑施工核心技术研发等。
设计与施工“一体化”	上海建工集团在特多相继中标总承包国家演艺中心、国家体育中心、儿童医院等多项标志性工程。这些工程是完全按照国际通行的“设计与施工一体化(EPC)”要求实行的国际招投标项目。上海建工集团在国内和上海也承担了一批设计与施工总承包工程，如上海国际舞蹈中心 EPC 工程和多项污水处理工程等。上海建工集团由原先的建筑“承包商”身份转型为建筑“服务商”，就是要推动建筑服务业发展，积极打造设计与施工一体化管理体系。
投资与建设“一体化”	从以往的 BT(建设-转让)模式到现在的 PPP(政府和社会资本合作)模式，集团积极适应，转变内部运作机制，成立了投资公司和“产业基金”，通过资本运作，探索产融结合，促进商业模式优化升级。迈开大步“走出去”，集团重视发挥投资引领作用，积极实施投资与建设“一体化”，提升产业功能和市场拓展能力。

资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.4. 与政府建立合作关系，省外业务增长迅速

上海建工充分发挥国企的优势，积极通过与省外地方政府建立合作互助等关系，增加双方的了解与沟通，如支援四川地区灾后重建（为政府带来首个中西部 PPP 订单），参与积极与省外地方政府签订框架合作关系等，有利于订单的进一步承接。同时也在本市与奉贤区、闵行区政府签署战略合作协议，进一步强化本土优势。

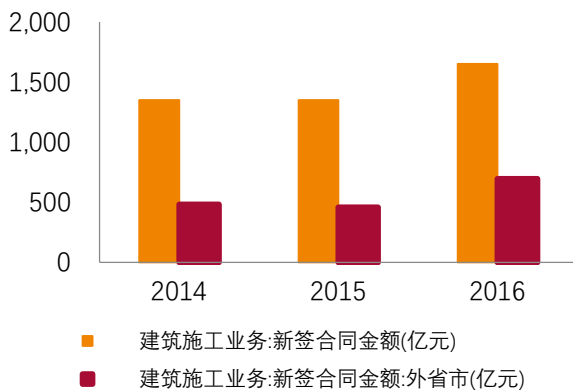
表 7: 政府合作协议

事件	时间
上海建工集团与南昌市人民政府签署战略合作框架协议	2013.4
上海建工与成都市政府签署战略合作框架协议	2015.6
集团与大连市政府签订合作协议	2015.8
温州政府与上海建工集团签署战略合作协议	2015.11
上海建工与昆明市政府签署战略合作框架协议	2016.6

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

公司推进地域结构调整, 加快形成“1+5+X”国内重点区域市场布局。“1”即以上海为中心的长三角区域实行同城化市场, “5”即以天津为中心的京津地区、以广州为中心的珠三角地区、以沈阳为中心的东北地区、以武汉和南昌为中心的中原地区、以成都和重庆为中心的西部地区 5 大重点区域实行深度开发策略, “X”即着力关注济南、青岛、郑州、长沙、福州、昆明、南宁等若干重点城市。目前该战略已取得一定成效, 2016 年省外新签建筑施工合同 693.84 亿元, 同比增长 51%, 占新签建筑施工合同 42%, 表现亮眼。随着公司三个全面战略的进一步深化, 公司利用品牌技术优势, 积极开发标志性重大工程, 打响品牌知名度。

图 20: 省外新签合同增长明显



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 21: 温州瓯江口新区一期市政工程项目



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

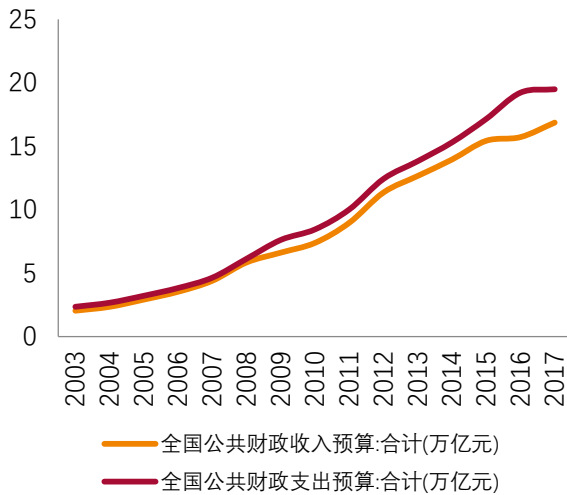
随着公司三全战略的提出, 全国化已经成为公司重要的战略之一。先后承接了成都龙之梦、杭州来福士、郑州绿地中央广场、南昌会展中心、天津陆家嘴广场等国内项目; 温州瓯江口新区一期市政工程项目位于瓯江口新区中部, 采用 PPP 建设模式, 面积约 271.3 万平方米, 共包括总长约 70440 米道路以及桥涵、管线、综合管廊、河道、景观和其他相关公共设施, 建成后将极大提升当地基础设施水平, 工程合同造价逾 85 亿元。

3. PPP 项目承接运营能力强, PPP 项目质高量增

3.1. 政府财政收支赤字明显, PPP 将成为基建重要渠道

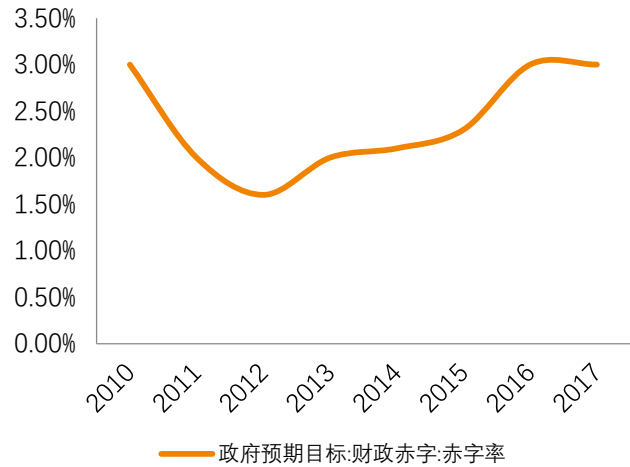
近年来经济形势增速趋缓, 基建投资增速下滑但仍处高位, 基建所带来的托底作用愈发明显, 随着政府的对基建的不断重视, 对 PPP 的推广政策与法律规定不断完善。财政赤字率近几年呈增长趋势, 单纯的靠政府投资来拉动基础设施建设的难度越来越大, 推行 PPP 引入社会资本, 由社会资本来负责设计、建设、运营、维护的大部分工作, 一方面减轻了财政压力, 另一方面能够撬动更多的资金, 提高社会资本参与基建的热情, 调动社会资源。

图 22：公共财政收支情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

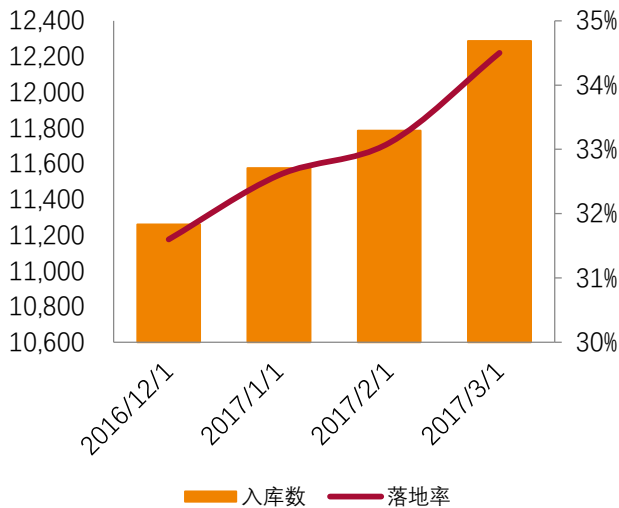
图 23：财政赤字率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

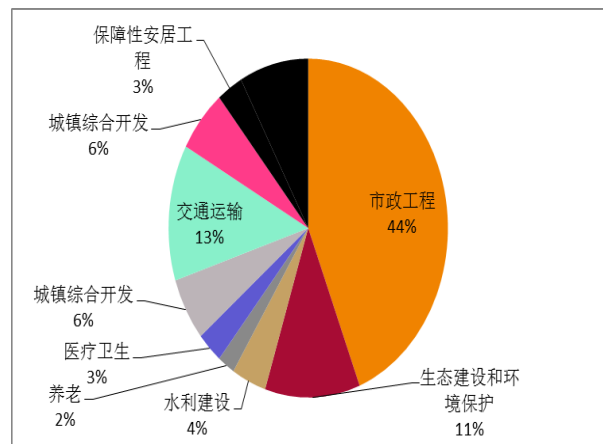
总的来说，今年财政收支出现了较为明显的财政赤字，随着减税降费政策效应进一步显现，全面推开营改增试点以后，增值税抵扣链条不断完善，企业对新税制的适应会逐步增强，收减税效应进一步强化，全年预计减少企业税负 3500 亿元，预计财政收入将进一步承压。从今年看，1 到 5 月全国一般公共预算收入 77224 亿元，同比增长 10%，预算支持 76467 亿元，同比增长 14.7%。总体而言，财政方面承压明显，为了完成各地政府的基建投资计划，PPP 已然成为必要的选择。

图 24：PPP 项目数量与落地率



资料来源：CPPPC、天风证券研究所

图 25：落地项目类型



资料来源：CPPPC、天风证券研究所

落地项目中，基建项目占比较大，并且在一些特殊项目上，如污水处理等公共领域服务，财政部硬性要求采用 PPP 模式，总体而言，PPP 项目以基建项目为主，随着 PPP 项目的进一步增多和规范化，PPP 有望撬动更多的社会资本，对基建投资形成推动。PPP 业务对于投资人的投融资能力要求较高。且随着竞争的加剧，项目投资方的融资渠道也不断拓展衍生，产业基金作为项目本金的融资渠道逐步兴起。同时，项目对应的建设工作同步考验着项目投资方的项目实施能力，特别是施工过程中的管理、标的设施建成后的运营维护。

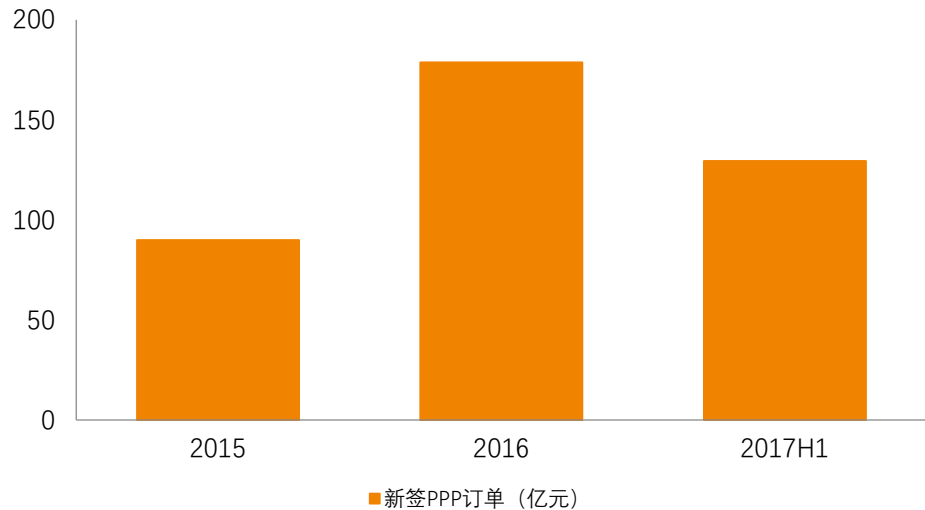
全国金融工作会议在北京召开，会议提出“严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”，有望约束和规范地方政府投资行为，保障建筑企业的订单质量和回款速率。在行政手段的基础上，辅以通过资产证券化等市场化行为来引导、公开、监督地方政府的投资行为和财

政状况，建筑企业可能将迎来承接政府工程项目的最佳制度环境，未来 PPP 项目的回款预计将有所改善、法规等将进一步完善。

3.2. 产业基金设立助力 PPP 业务发展，PPP 项目运营能力强

2015 年公司在建重大 PPP 项目金额 85 亿元，为温州市瓯江口新区一期市政工程 PPP 项目，2016 年新增在建重大 PPP 项目 176 亿元。2015 年基础设施投业务合同金额为 89.88 亿元，2016 年公司新签城市基础设施建设投资业务（主要以 PPP 的形式）合同 6 项，总投资金额 178.7 亿元，提升近一倍。2017 年上半年城市基础设施建设投资合同额 129.4 亿元，占 16 年新签合同额的 72.4%，增长明显。

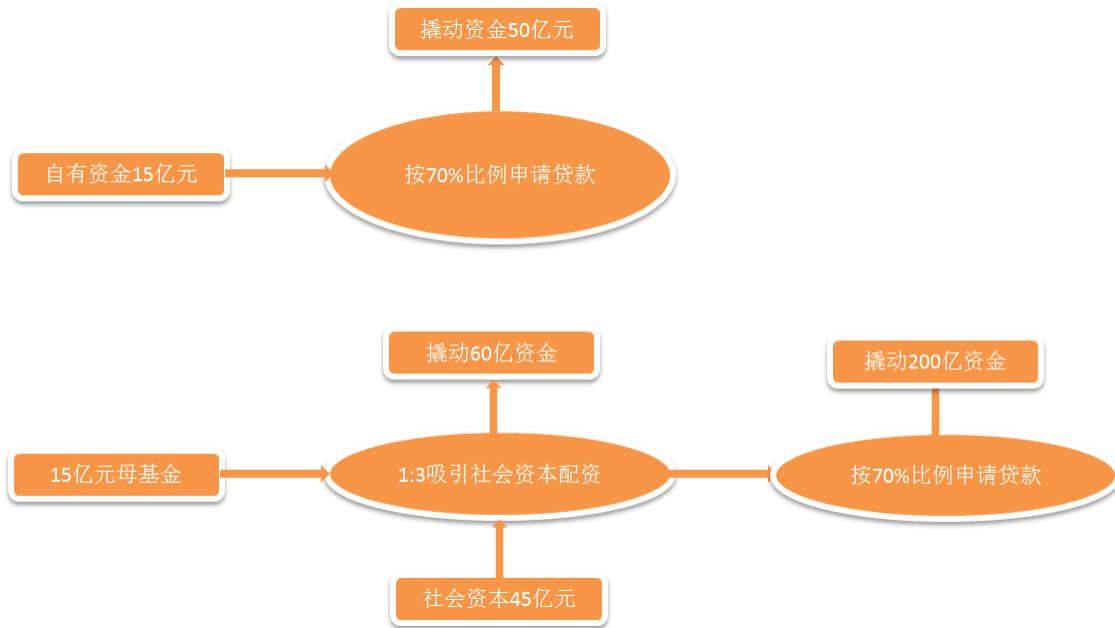
图 26：PPP 合同 2016 年签订额倍增，17 年上半年占 16 年全年 72.4%



资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司设立建工投资公司和基金管理公司，参与城市建设投资业务的，实现从“自有资金+银行贷款”向股权基金投融资模式的转型。通过产业基金的方式投入，一可以降低融资成本，二可以控制债务风险。比如，集团母基金规模是 15 亿元，可按照 1:3 吸引社会资本配资，资本金到位后，可向商业银行申请 70% 贷款，那么 15 亿元资金能撬动大约总额为 200 亿元的项目，撬动能力强，商业银行、中介投资机构参与热情较高。这些产业基金的设立有力的支持了基建业务的发展，增加了公司资金的流动性及一定的抗风险能力。

图 27：传统融资方式与产业基金对比



资料来源：建筑时报、天风证券研究所

表 8：已披露产业基金设立情况

公告时间	合伙企业名	总认缴金额（亿元）	已投资或拟投资项目
2016 年	上海建安盈投资管理中心（有限合伙）	50.1	徐汇国开滨江梦中心项目
2016 年	上海建工钛合企业管理中心（有限合伙）	50.01	安吉经济开发区新型城镇设政府与社会资本合作（PPP）项目
2016 年	上海建工合西企业管理中（有限合伙）	50.51	建工房产河西 38、39 地房地产开发项目
2016 年	上海建工建盈企业管理中心（有限合伙）	40.01	暂无
2016 年	上海建工仲颖企业管理中心（有限合伙）	100.01	都江堰市滨江新区基础设施 PPP 项目
2017.4.27	上海临港东方君和科创产业股权投资基金合伙企	5	未披露
2017.6.7	宁波梅山保税港区民钥投资管理合伙企业（有限合伙）	60.01(上海建工出资 12.01 亿，招商资管出资 4 亿)	未披露

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 9：产业基金投向

投向	占比
基础设施领域	70%
地产金融	20%
财务股权类投资	10%

资料来源：上海国资、天风证券研究所

公司强大的全产业链以及丰富的 EPC、BT 业务经验使得公司具备了丰富的项目管理运营交付、风险成本控制经验，未来承接 PPP 项目能力较强。2016 年公司拿下成都市都江堰市滨江新区基础设施建设 PPP 项目的订单，该项目采用“EPC+PPP”模式，既发挥上海建工设计、施工建设、投资一体化的优势，也是公司的“三全战略”即全国化、全产业链、全生命周期服务商的实施的的重要一步。

表 10：PPP 项目承接运营优势

环节	优势
项目识别	项目发起、项目筛选、物有所值评价、财政承受能力论证 项目承接集中在投资长三角及沿海领域等市场化较高的地方，提高 PPP 项目安全系数及回款能力，注重 PPP 项目带动企业内部相关产业链的发展的能力，实现协同效应。
项目准备	组织实施机构，项目内部调查，外部投资人调查，实施方案编制 公司与专业的基金投资公司合作，注重项目的经济指标与回款能力。
项目采购	项目预审、谈判与合同签署等。 公司具有丰富的合同谈判经验，各个施工单位有着丰富的工程承包经验，采购过程有助于带动公司其他业务发展。
项目执行	项目公司设立，项目融资管理，绩效监测与支付，中期评估 公司在资质技术方面优势明显，重大工程方面施工经验丰富，有着集约的项目管理体系，与金融机构等合作设立产业基金，融资便利
项目移交	移交准备，性能测试，资产交割，绩效评价 公司已经步入 PPP 的迅速承接阶段，大量的 BT、BOT 项目经验提供较大帮助

资料来源：公司官网、天风证券研究所

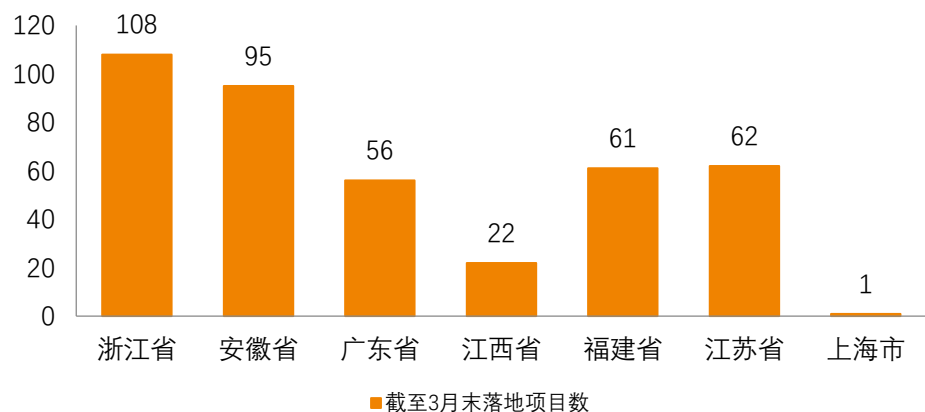
上海建工实行全产业链化战略，转型全生命周期服务商，在投资、融资、设计、建管、施工、开发和市场运营管理形成了一系列完整的产业链群。随着 PPP 项目的推进，有利于发挥各个产业之间的协同效应。同样，转型全生命周期服务商的公司战略，也有利于未来 PPP 项目的运营和承接，二者相互促进。

3.3. PPP 项目质量较高挑选严格收益稳健，已成功进军中西部 PPP 市场

公司对 PPP 项目的筛选较为严格，在数量稳定增长的同时注重项目质量。地区分布方面公司倾向于投资长三角及沿海领域等市场化较高的地方，对于内地市场较为谨慎。为了提高 PPP 项目安全系数及项目质量，在公司内部设立红线，针对投资项目设立了内部平均收益率指标，只有达到收益率指标以上的项目才有投资的可能性；产业联动性方面，集团要求每个项目的投资对集团相关产业的带动达到 70% 以上，用资本经营带动生产经营。

本土市场内上海市 PPP 项目较少，截止 3 月末，上海市仅有 1 个项目落地，公司相关 PPP 项目主要分布在省外。2015 年成功进军中西部 PPP 项目，体现了公司积极拓展省外业务，承接 PPP 项目的积极态度。随着与省外许多政府签订合作协议，省外业务推进较为顺利，未来 PPP 项目投资有望持续增长。

图 28：省外 PPP 项目个数较多

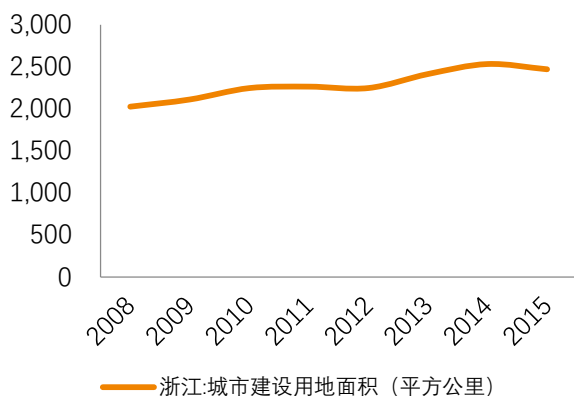


资料来源：CPPPC、天风证券研究所

目前承接的项目一级土地整理业务占比较高，包括动拆迁、市政基础设施建设等，即使区域范围内的土地达到“三通一平”“五通一平”或“七通一平”的建设条件，再对熟地进行有偿出让或转让。仅温州瓯江口新区 PPP 项目、都江堰市滨江新区基础设施 PPP 项目开发就达到约 155 亿元。由于土地出让收益是未来主要还款来源，公司对当地经济环境考察

较为严格，例如温州瓯江口新区开发，目前成本每亩地约为 30 万元，所在地区贸易条件便利、人口密度大、有往近海发展的趋势，同类土地工业土地出让收入稳定在 30 万元左右，随着浙江省建设用地紧张，基础设施逐步完善，未来出让金预计高于 30 万元，投资较为安全。

图 29：浙江省建设用地情况



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 30：温州瓯江口新区一期市政工程项目



资料来源：浙江在线、天风证券研究所

公司近年来开始布局中西部地区 PPP 业务，成功承建成都市都江堰市滨江新区基础设施建设 PPP 项目。该项目投资总额约为 72 亿元，涉及市政、交通、绿地景观等多个领域，共计 28 个子项目，预计于 2018 年 10 月全部完工。这是上海建工集团自 2015 年中标浙江温州市瓯江口新区一期市政工程之后的第三例 PPP 项目，也是进军中西部地区 PPP 项目的首单。

图 31：成都市都江堰市滨江新区基础设施建设 PPP 项目



资料来源：新华网、天风证券研究所

结合上述分析内容，从公司自身承接运营 PPP 业务与外部市场环境两方面判断，预计初步预计未来公司 PPP 业务将会稳步增长。

图 32：预计未来 PPP 业务可保持增长



资料来源：天风证券研究所

4. 一带一路海外开花，低估值高分红吸引力足

4.1. 一体两翼树立品牌形象，五大海外根据地各有特色

近年来公司国际业务发展形成了海外事业部、上海外经控股两大实施主体，多家子集团共同参与的“大海外”发展格局。上海建工旗下的设计咨询事业群、建筑施工事业群分别在设计咨询、建筑安装施工领域支撑两大实施主体，形成了上海建工全产业链参与国际竞争的良好局面。上海建工旗下的园林集团则以中国古典园林建筑为“名片”产品，在比利时、德国等发达国家树立了上海建工的海外品牌形象。

图 33：圭亚那乔治敦万豪酒店



资料来源：携程网、天风证券研究所

经过多年发展，上海建工初步建成了五大海外根据地市场。五大海外根据地的建设路径各不相同，布局顺利。

表 11：五大海外市场布局顺利

海外市场	发展情况
------	------

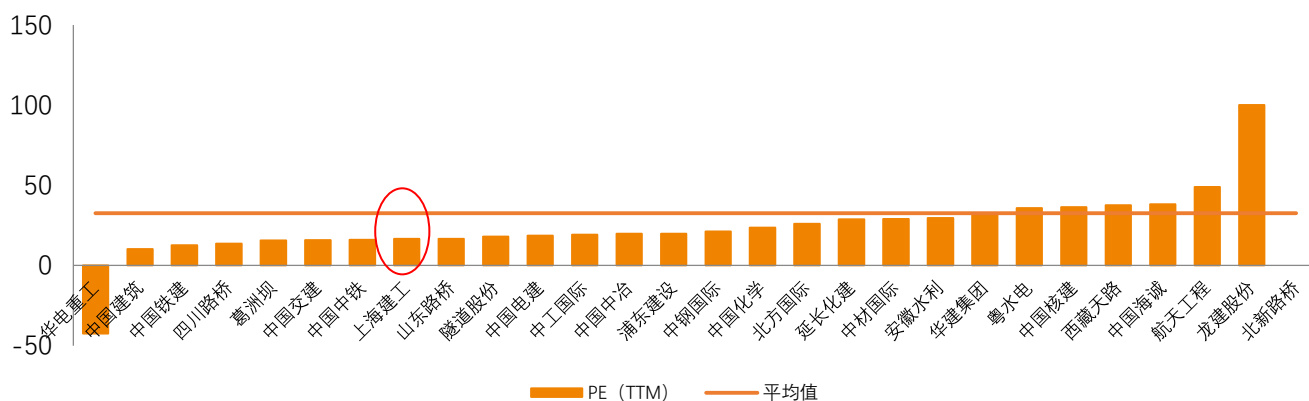
柬埔寨市场：	上海建工以承建中国政府援柬“两桥一路”项目为契机，开始了在柬埔寨的扎根发展。抓住中国政府“两优”贷款项目机遇，实现了在柬埔寨路桥市场的持续健康发展。在柬完成近 2000 公里道路、200 多座桥梁（其中 5 座特大桥），在柬埔寨路桥市场占有率达到 50%以上。
南太平洋市场：	从 1995 年进入该地区以来，上海建工在萨摩亚、瓦努阿图等南太平洋岛国先后建成萨摩亚政府办公楼、国家医疗中心等标志性工程。萨摩亚首都机场一期和瓦努阿图卢甘维尔码头是两国的标志性项目，在确保机场和码头不停航前提下有序开展施工作业，获得两国政府和元首一致好评，建成后将有力促进当地旅游业发展。
加勒比海地区市场：	2007 年，上海建工从国际承包方式完成特立尼达多巴哥社会发展大厦开始，逐步在加勒比地区立足。先后在特多、圭亚那和多米尼克等国家完成近 20 个工程项目，建成的圭亚那万豪酒店、特多国家艺术中心、儿童医院和体育中心、多米尼克国宾馆和大学城等项目成为加勒比地区的标志性建筑。
非洲市场：	通过投资带动主业发展是厄特根据地市场建设成功的鲜明特点。2012 年上海建工收购了当地科卡金矿 60% 的股权，以此为契机建成了厄特根据地市场，实现了机械设备供货、工程承包、黄金生产和销售等多元业务的持续发展。
北美市场：	上海建工以承建驻美使领馆为契机，在美国实现了长期持续发展，并辐射加拿大市场。业务以工程承包和投资开发房地产为主。开发完成了洛杉矶别墅项目、纽约法拉盛富顿广场项目、纽约 MIMA 公寓楼项目。正在开发建设的还有法拉盛建工广场以及若干酒店收购翻新及运营项目。

资料来源：公司官网、天风证券研究所

4.2. 估值均处于低位，营收业绩稳定支撑分红比例居高

目前公司的估值不论 PE 还是 PB 都处于较低水平，横向对比来看，以最新收盘价为准，公司 PE (TTM) 为 16 倍，在所覆盖的中央和地方建筑国企中，处于均值 32.63 以下，排名位于中间偏低水平。

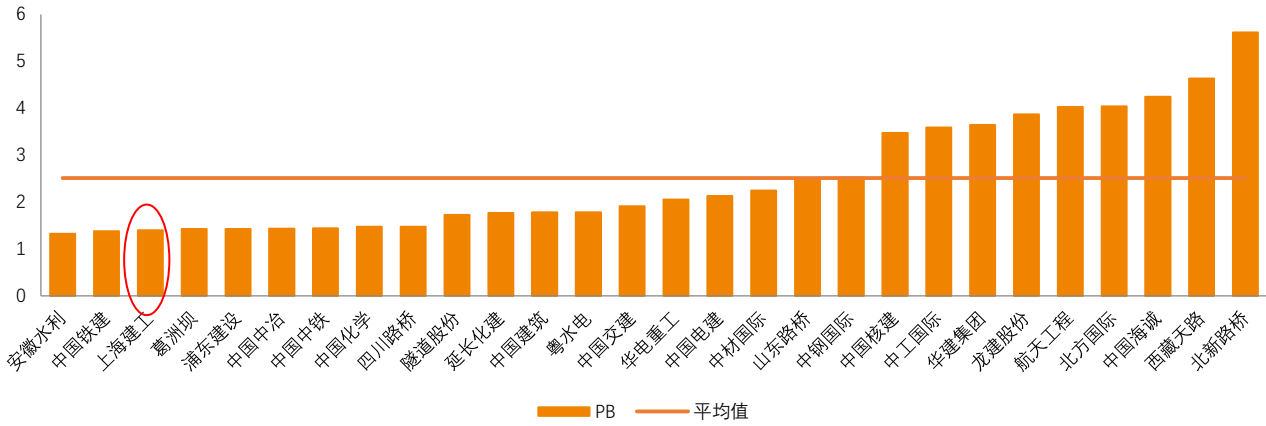
图 34：PE 低于覆盖国企均值，处于偏低位置



资料来源：WIND、天风证券研究所

PB 估值较低，最新 PB 为 1.4，远低于平均值 2.5，在所覆盖的建筑央企与地方国企从小到大排列中位于第三位，横向来看估值水平略低。

图 35：PB 估值远低于平均水平，在所有覆盖的央企与地方国企处于较低位置



资料来源: WIND、天风证券研究所

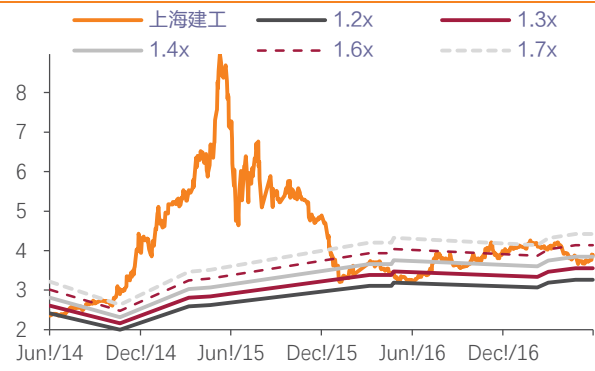
纵向来看, 对比公司历史上的估值水平变动而言, 目前已属于估值低位。综合而言, 无论与其他建筑央企、地方国企对比还是与公司自身历史对比, 目前估值均属于低位水平, 风险较低。

图 36: 上海建工历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

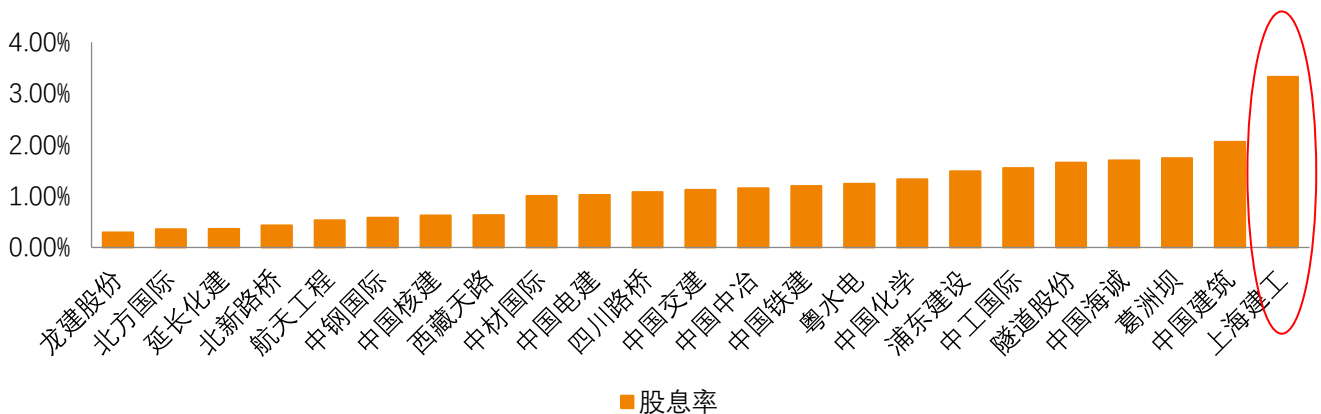
图 37: 上海建工历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 天风证券研究所

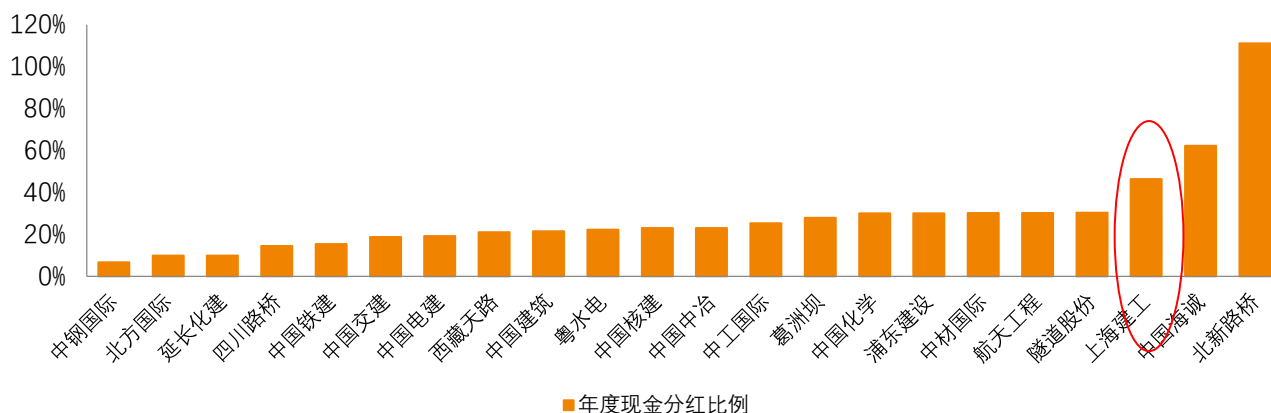
公司分红总额和分红比例保持稳健上升态势, 并处于行业内较高水平。2016 年年度分红比例为 46.42%, 在申万一级建筑装饰行业 115 家企业中排名第九。以最新收盘价计算, 公司股息率 3.32%, 在整个申万一级行业 115 家上市企业中位列第三 (前二方大 A、东易日盛波动较大不太具有参考意义)。在所覆盖的央企与地方国企中股息率位列第一, 现金分红比率位居第三, 均处于较高水平。

图 38: 股息率在所覆盖国企中最高



资料来源: wind、天风证券研究所

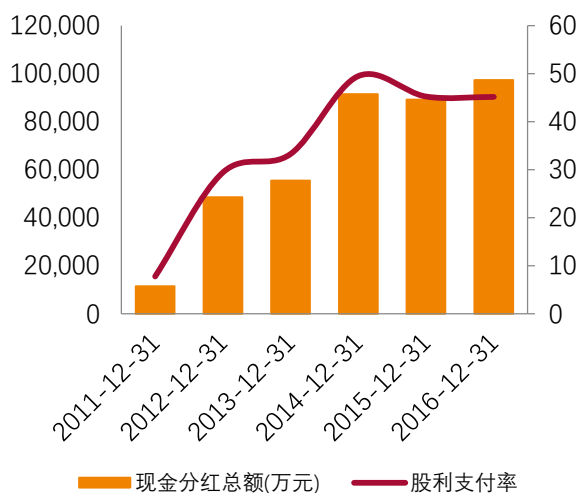
图 39: 2016 年年度现金分红比例在所覆盖的国企中位居第三



资料来源: wind、天风证券研究所

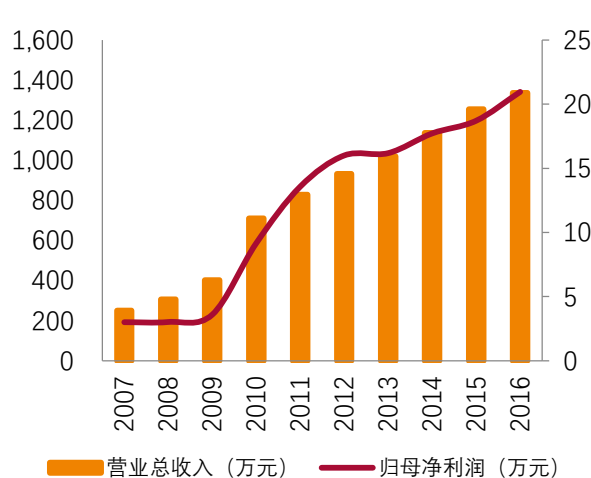
并且随着公司的业务向好, 业务结构不断的改善, 营业收入与净利润持续增长, 预计为未来分红提供支撑作用。

图 40: 分红较高



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

图 41: 业绩提升分红有保证



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

我们预计公司 2017 年将实现归母净利润 22.97 亿元, 假设 2017 年公司分红比例为分红比例为 46.42%, 当前市值至年末没有明显变化且股本总数没有变化, 以最新收盘价计算, 公司股息率为 3.07%, 每股股利为 0.13 元。

表 12: 分红情况及预测

除权除息日	2013/7/17	2014/6/17	2015/5/12	2016/5/16	2017/5/18	2018/x/x
每股股利(税前)(元)	0.05	0.06	0.10	0.11	0.12	0.13
年度现金分红比例	30.36%	34.3%	51.6%	47.66%	46.42%	46.42%

归母净利润(亿元)	15.99	16.18	17.71	18.7	20.96	22.97
-----------	-------	-------	-------	------	-------	-------

资料来源：wind、天风证券研究所

5. 投资建议

公司始终走在国改前列，员工持股落地有望绑定员工利益，提升业绩。公司逐渐调整业务结构，毛利率升高。与各地政府签订合作协议，省外订单增长迅速，预计未来省外业务占比将不断升高。PPP 项目运营承接能力较强，市场空间较大，相关合同增长迅速。综上所述，公司经营情况良好，维持“买入”评级。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.26、0.29、0.32 元/股，对应 PE 为 15、13、12 倍。

6. 风险提示

基建投资增速不及预期、国企改革进展不及预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	38,819.89	49,356.70	28,513.72	30,476.44	32,470.62
应收账款	18,401.23	22,836.88	25,111.18	30,370.17	33,251.34
预付账款	2,116.28	2,188.34	2,778.19	2,515.14	3,111.08
存货	48,862.82	65,266.10	65,418.54	88,989.05	83,166.45
其他	3,077.20	2,493.55	3,723.86	2,559.81	3,717.09
流动资产合计	111,277.43	142,141.57	125,545.49	154,910.61	155,716.58
长期股权投资	957.93	1,008.36	1,108.36	1,208.36	1,308.36
固定资产	6,672.43	7,319.12	7,262.35	7,063.63	6,739.73
在建工程	3,020.64	520.82	432.49	379.49	347.70
无形资产	3,489.08	2,220.70	2,103.01	1,984.76	1,865.93
其他	16,782.74	21,159.01	18,814.58	19,747.83	20,061.14
非流动资产合计	30,922.82	32,228.01	29,720.80	30,384.07	30,322.85
资产总计	142,200.25	174,369.58	155,266.29	185,294.68	186,039.43
短期借款	4,594.68	3,577.46	6,722.73	13,003.13	17,419.17
应付账款	39,966.23	51,128.80	44,785.46	55,927.65	49,511.65
其他	53,005.97	60,336.21	59,283.80	67,298.50	66,729.81
流动负债合计	97,566.88	115,042.47	110,791.99	136,229.28	133,660.63
长期借款	12,552.83	27,207.95	11,616.12	13,031.59	13,761.66
应付债券	6,079.59	4,259.26	4,512.95	4,950.60	4,574.27
其他	2,198.46	2,098.74	2,072.09	2,123.10	2,097.98
非流动负债合计	20,830.88	33,565.95	18,201.16	20,105.29	20,433.91
负债合计	118,397.77	148,608.42	128,993.15	156,334.57	154,094.54
少数股东权益	1,766.87	2,690.80	2,767.92	2,873.82	2,979.92
股本	5,943.21	7,131.86	8,904.40	8,904.40	8,904.40
资本公积	4,071.40	2,899.55	3,732.29	3,732.29	3,732.29
留存收益	12,872.51	12,825.88	14,600.82	17,181.89	20,060.57
其他	(851.51)	213.08	(3,732.29)	(3,732.29)	(3,732.29)
股东权益合计	23,802.48	25,761.16	26,273.14	28,960.11	31,944.88
负债和股东权益总计	142,200.25	174,369.58	155,266.29	185,294.68	186,039.43

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,971.06	2,154.61	2,297.25	2,581.07	2,878.68
折旧摊销	1,176.61	1,375.02	1,072.78	1,179.98	1,284.52
财务费用	601.92	780.39	889.81	1,103.49	1,297.42
投资损失	(133.63)	(105.11)	(119.37)	(112.24)	(115.80)
营运资金变动	4,557.24	(6,018.09)	(8,236.50)	(8,853.38)	(6,510.54)
其它	580.43	4,895.79	105.42	105.90	106.10
经营活动现金流	8,753.63	3,082.61	(3,990.61)	(3,995.18)	(1,059.62)
资本支出	4,601.58	(1,717.87)	836.65	759.00	835.12
长期投资	287.17	50.43	100.00	100.00	100.00
其他	(9,463.26)	(508.64)	(2,197.18)	(1,978.47)	(1,531.68)
投资活动现金流	(4,574.51)	(2,176.08)	(1,260.54)	(1,119.48)	(596.56)
债权融资	26,985.82	39,968.06	27,114.11	35,300.13	40,255.27
股权融资	2,255.89	(877.07)	(2,709.06)	(1,065.50)	(1,266.79)
其他	(26,617.94)	(29,577.00)	(39,996.89)	(27,157.26)	(35,338.12)
筹资活动现金流	2,623.77	9,513.99	(15,591.83)	7,077.36	3,650.36
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	6,802.88	10,420.52	(20,842.98)	1,962.71	1,994.19

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	125,430.71	133,656.54	142,568.62	152,382.18	162,353.11
营业成本	114,115.41	120,001.26	127,710.70	136,114.17	144,674.17
营业税金及附加	2,792.50	1,967.04	2,098.20	2,242.62	2,389.37
营业费用	305.31	527.50	562.67	601.41	640.76
管理费用	4,943.61	7,624.74	8,133.15	8,692.99	9,261.80
财务费用	839.86	797.34	889.81	1,103.49	1,297.42
资产减值损失	443.04	399.40	446.01	499.01	556.61
公允价值变动收益	(36.06)	(8.53)	10.21	0.00	0.00
投资净收益	133.63	105.11	119.37	112.24	115.80
其他	(195.13)	(193.15)	(259.15)	(224.48)	(231.61)
营业利润	2,088.55	2,435.82	2,857.66	3,240.73	3,648.79
营业外收入	533.21	621.32	530.90	561.81	571.34
营业外支出	34.91	36.00	33.89	34.93	34.94
利润总额	2,586.85	3,021.15	3,354.67	3,767.61	4,185.20
所得税	615.79	866.54	962.20	1,080.65	1,200.42
净利润	1,971.06	2,154.61	2,392.47	2,686.97	2,984.78
少数股东损益	100.53	59.11	95.22	105.90	106.10
归属于母公司净利润	1,870.54	2,095.50	2,297.25	2,581.07	2,878.68
每股收益(元)	0.21	0.24	0.26	0.29	0.32

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.35%	6.56%	6.67%	6.88%	6.54%
营业利润	5.37%	16.63%	17.32%	13.41%	12.59%
归属于母公司净利润	5.57%	12.03%	9.63%	12.35%	11.53%
获利能力					
毛利率	9.02%	10.22%	10.42%	10.68%	10.89%
净利率	1.49%	1.57%	1.61%	1.69%	1.77%
ROE	8.49%	9.08%	9.77%	9.89%	9.94%
ROIC	-94.54%	-37.61%	-47.36%	63.99%	27.78%
偿债能力					
资产负债率	83.26%	85.23%	83.08%	84.37%	82.83%
净负债率	177.67%	204.15%	225.64%	253.33%	283.48%
流动比率	1.14	1.24	1.13	1.14	1.17
速动比率	0.64	0.67	0.54	0.48	0.54
营运能力					
应收账款周转率	7.24	6.48	5.95	5.49	5.10
存货周转率	2.78	2.34	2.18	1.97	1.89
总资产周转率	0.97	0.84	0.87	0.89	0.87
每股指标(元)					
每股收益	0.21	0.24	0.26	0.29	0.32
每股经营现金流	0.98	0.35	-0.45	-0.45	-0.12
每股净资产	2.47	2.59	2.64	2.93	3.25
估值比率					
市盈率	18.61	16.61	15.16	13.49	12.09
市净率	1.58	1.51	1.48	1.33	1.20
EV/EBITDA	3.41	1.09	3.35	3.88	3.88
EV/EBIT	4.75	1.55	4.31	4.93	4.89

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com