

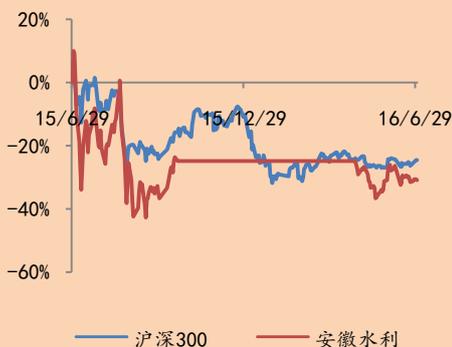


安徽水利 (600502)

投资评级: 增持 (首次覆盖)

报告日期: 2016-07-04

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161837
gaoxy_pro@126.com

联系人: 蒋园园
0551-65161836
jiangyy_1987@163.com

集团整体上市, 站稳主营寻求突破

主要观点:

□ 公司目前主营架构清晰, 发展稳定

公司 2015 年实现营收 91.50 亿元, 同比增长 8.81%, 归母净利润 2.56 亿元, 同比增长 10.95%。2016 年 Q1 实现营收 25.86 亿元, 同比增长 25.25%, 归母净利润 4609.85 万元, 同比增长 7.65%。2015 年, 公司录得毛利率 11.61%, 是近五年来最低值, 究其原因主要是我国固定资产投资增速放缓, 房地产投资增长接近停滞, 直接影响了建筑行业新承接工程合同的规模, 建筑类公司竞争越发激烈, 行业整体毛利率下滑。在行业整体低迷的大背景下, 公司仍实现了营收和利润的稳步增长, 市场竞争力较强。

□ 国企改革推进实现集团整体上市, 公司集团战略地位凸显

2016 年 5 月公司发布公告将吸收合并水建总公司下属的建工集团, 而建工集团为公司当前控股股东, 此次交易后, 建工集团的资产与负债将全部纳入上市公司, 实现整体上市, 实际控制人仍为安徽省国资委。这是安徽省推进国企改革深入的又一成果, 交易后安徽水利将成为水建总公司旗下唯一的上市公司, 在集团中的战略地位显著。

□ 建筑业盈利水平有望企稳, 公司加码 PPP 促进项目拓展

随着基建、房地产等建筑业下游产业逐步企稳, 建筑业的毛利率有望随之企稳, 实现整体上市将对安徽水利业绩增长有明显提振作用。2016 年 4 月, 公司与郎溪县政府签署了 PPP 投资建设框架协议, 公司中标价为 10.999 亿元。2016 年 5 月, 公司中标来阳市公路建设 PPP 项目, 中标价为 6.41 亿元。随着政府相关政策的不断出台, PPP 合作项目迎来了较好的发展窗口期, 安徽水利在此时间节点积极丰富 PPP 项目储备, 有望提升企业回款速度, 增加企业利润率。

□ 盈利预测与估值

基建随着城镇化的深入稳步增长, 建筑业有望企稳。安徽水利吸收合并建工集团, 实现整体上市, 对公司竞争力和影响力都有明显提振, 也为其他有国企改革预期的上市公司提供了思路。同时, 公司加码 PPP 项目发展, 业绩有望在未来两年实现较大增长。我们预测 2016-2018 年公司 EPS 为 0.47 元/股、0.52 元/股、0.61 元/股, 对应的 PE 为 15.68 倍、14.17 倍、12.13 倍, 给予“增持”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	9150	36600	42091	47141
收入同比(%)	9%	300%	15%	12%
归属母公司净利润	256	575	636	743
净利润同比(%)	11%	125%	11%	17%
毛利率(%)	11.6%	10.5%	11.2%	11.5%
ROE(%)	9.0%	14.7%	14.2%	14.4%
每股收益(元)	0.48	0.47	0.52	0.61
P/E	15.32	15.68	14.17	12.13
P/B	2.55	1.81	1.57	1.36
EV/EBITDA	18	26	24	22

资料来源: wind、华安证券研究所

目 录

1 国企改革推进实现集团整体上市	3
1.1 公司目前主营架构清晰，发展稳定	3
1.2 吸收合并实现整体上市	5
1.3 建工集团主营及近年业绩水平	6
1.4 水建总公司全新布局	7
2 城镇化持续推进，建筑业有望企稳	7
2.1 城镇化规划明确，政策利好建筑业	7
2.2 基建房地产市场回暖，建筑业盈利水平望企稳	9
3 “整体上市+加码 PPP”提升项目承接能力	10
4 盈利预测与估值	11
附录：财务报表预测	12

图表目录

图表 1 吸收建工集团前公司的股权结构	3
图表 2 吸收建工集团后公司的股权结构	3
图表 3 2015 年公司主营业务营收占比情况	4
图表 4 2015 年公司在安徽省内外营收占比	4
图表 5 公司近 5 年营收水平及增速	4
图表 6 公司近 5 年毛利率水平变化	4
图表 7 非公开发行配套募集资金投放项目（单位：万元）	5
图表 8 建工集团 2015 年主营业务营收占比	6
图表 9 建工集团与同行业上市公司 2015 年业绩对比	6
图表 10 我国关于城镇化建设的相关指导文件	8
图表 11 近三年安徽和全国固定资产投资增速对比	9
图表 12 近三年安徽和全国房地产开发投资完成额增速对比	9
图表 13 2015 年 1 月至今固定资产投资完成额情况	9
图表 14 2015 年 1 月至今房地产开发投资完成额情况	9
图表 15 近三年我国建筑业新签合同额累计值变化	10
图表 16 近三年我国建筑业利润总额累计值变化	10

1 国企改革推进实现集团整体上市

安徽水利（以下简称“安徽水利”或“公司”）主要从事建筑工程施工、房地产开发和水力发电等业务，其中建筑工程施工 2015 年营收占比达 90.66%，是公司传统主营业务和最主要的收入来源。公司从事各类建筑工程的施工总承包和专业承包，拥有多项承包一级资质和二级资质，涉及领域包括水利水电、房屋建筑、公路工程、市政工程、园林绿化、港口与航道施工、金属结构等，建筑工程业务分布于全国 30 个省区市，主要分布于安徽省内。

2015 年 11 月 30 日，安徽省水利建筑工程总公司（以下简称“水建总公司”）与安徽建工集团有限公司（以下简称“建工集团”）签署了《国有股权无偿划转协议》，水建总公司将其所持有的安徽水利的全部国有股权无偿划转给安徽建工。2016 年 5 月 6 日，国务院国资委通过了此次股权划转，建工集团持公司股权比例达 16.07%，公司控股股东由水建总公司变更为建工集团，实际控制人仍为安徽省国资委。2016 年 6 月，安徽省国资委将持有的建工集团 100% 股权无偿划转至水建总公司名下。

图表 1 吸收建工集团前公司的股权结构



图表 2 吸收建工集团后公司的股权结构



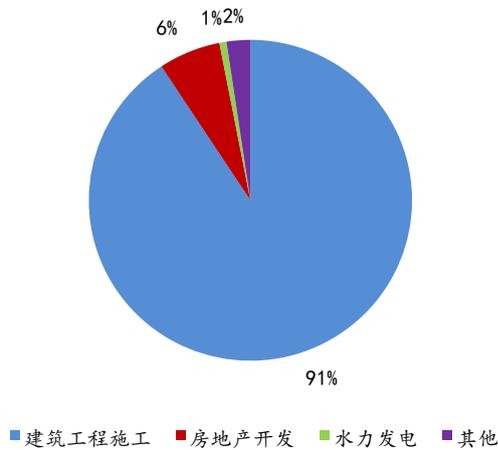
资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

1.1 公司目前主营架构清晰，发展稳定

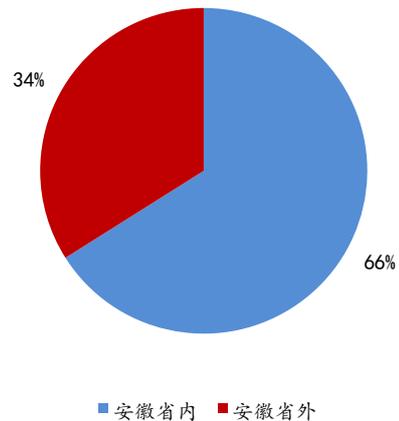
公司 2015 年实现营收 91.50 亿元，同比增长 8.81%，归母净利润 2.56 亿元，同比增长 10.95%，基本每股收益 0.50 元/股，同比增长 8.7%，总资产达到 135.74 亿元，同比增长 10%。2016 年 Q1 实现营收 25.86 亿元，同比增长 25.25%，归母净利润 4609.85 万元，同比增长 7.65%，基本每股收益 0.09 元/股，同比持平。

图表 3 2015 年公司主营业务营收占比情况



资料来源: wind、华安证券研究所

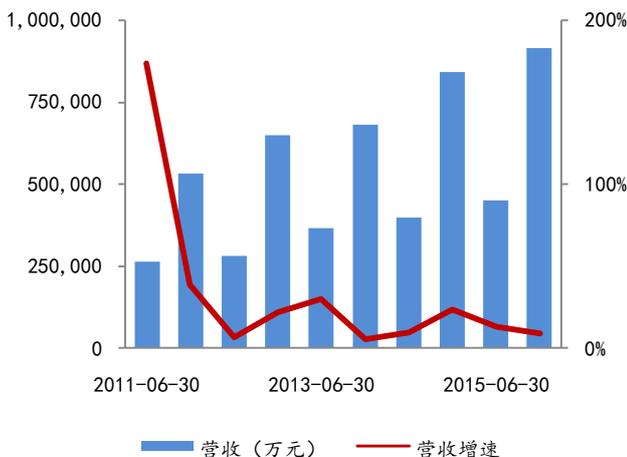
图表 4 2015 年公司在安徽省内外营收占比



资料来源: wind、华安证券研究所

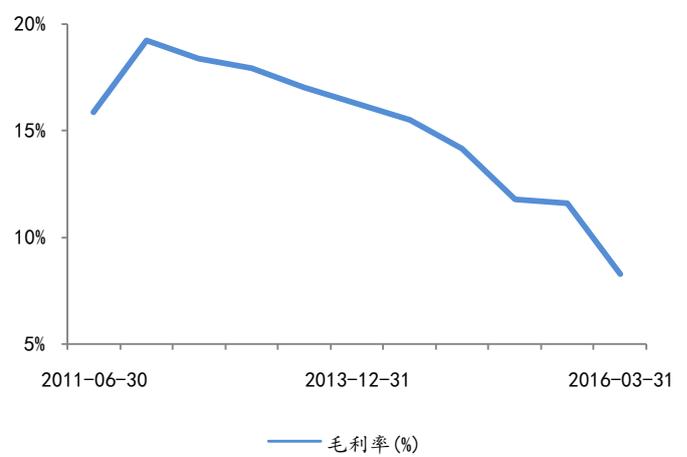
2015 年,公司录得毛利率 11.61%,较 2014 年下滑明显,是近五年来最低值,究其原因主要是我国固定资产投资增速自 2011 年之后下滑明显,2015 年全年名义增长 10%,房地产投资增长接近停滞,直接影响了建筑行业新承接工程合同的规模,建筑类公司竞争越发激烈,行业整体毛利率下滑。

图表 5 公司近 5 年营收水平及增速



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 6 公司近 5 年毛利率水平变化



资料来源: wind、华安证券研究所

目前我国经济正处于转型期,很可能会经历一个 L 型的增长阶段,固定资产投资增速趋缓,房地产去库存压力大,公司受宏观经济影响营收增速放缓,毛利率水平走低,而公司控股集团公司整合预期越发强烈,以减少同业竞争,降低成本,提升公司盈利能力。

1.2 吸收合并实现整体上市

2016年6月15日，安徽水利公告了吸收合并安徽建工并募集配套资金暨关联交易报告书：安徽水利拟向建工集团的股东水建总公司发行股份吸收合并建工集团，安徽水利为吸收合并方和吸收合并完成后的存续方，建工集团为被吸收合并方。吸收合并完成后，建工集团将全部资产、负债并入安徽水利并予以注销，原持有的安徽水利股份也相应注销。建工集团母公司评估值为30.59亿元，评估增值率为232.26%，扣除安建保理费2750万元，标的资产交易价格最终确定为30.32亿元。

同时，公司向募集配套资金发行股份的认购方非公开发行股份募集配套资金，资金总额上限为17.88亿元，不超过拟购买资产交易金额的100%，其中有34%的募集资金交易对象为公司的员工持股计划。此次募集资金拟用于施工机械设备购置项目、PC构件生产基地（二期）项目、工程实验室建设项目、信息化系统建设项目和补充营运资金等方面。

图表 7 非公开发行配套募集资金投放项目（单位：万元）

募投项目名称	总投资额	投资占比
施工机械设备购置项目	93363.78	73.33%
PC构件生产基地（二期）项目	23600.00	18.54%
工程实验室建设项目	6805.00	5.34%
信息化系统建设项目	3550.00	2.79%
合计	127318.78	100%

资料来源：wind、华安证券研究所

公司目前设备装备水平不高，且基础设施建设施工设备的占比较低，募集配套资金到位后，73%以上的资金将用于设备升级，对公司未来在基础设施建设与投资业务方面发展提供了重要补充，有望提高工程质量和施工效率，迎合供给侧改革的前进步伐，对公司盈利能力产生积极影响。另外，18.54%的资金将投资于公司建筑产业化项目，适应目前我国大规模的城镇化建设进程。其他募投项目资金占比不高，主要用于提高公司创新能力及内部运营管理能力，以维持公司的可持续发展。

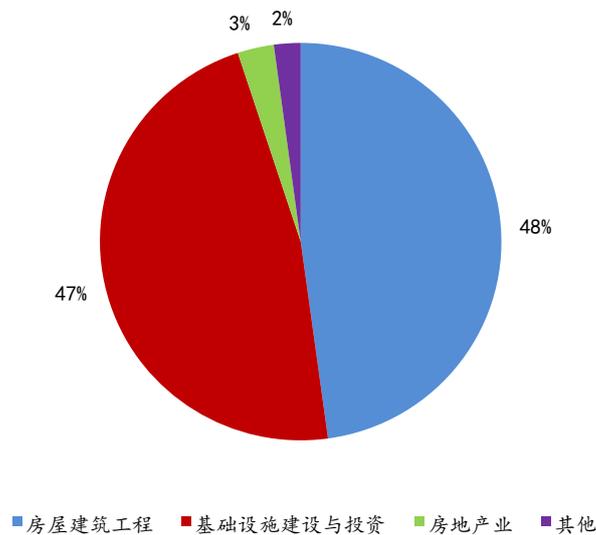
目前公司总股本为904,247,168股，按照发行价格6.54元/股计算，本次交易发行股份数量为463,554,300股，建工集团持有的16.07%的股份将被注销，最终将新增股份318,248,800股，公司总股本变为1,222,495,968股。届时，水建总公司成为安徽水利第一控股股东，若不考虑募集配套资金，水建总公司持股比例37.92%，若考虑募集配套资金，水建总公司持股比例为30.99%，公司实际控制人仍为安徽省国资委。

1.3 建工集团主营及近年业绩水平

建工集团前身是安徽省建筑工程总公司，1996年5月更名安徽建工集团有限公司，企业仍为国有独资的有限责任公司，注册资本为5.2亿元。建工集团是以工程总承包为主，集建筑科研、咨询、监理、设计、房地产开发、公路、桥梁、隧道、港口航道、市政环保、工业设备安装、装饰、建机建材、人才培养、劳务输出等为一体的跨行业、跨国经营的大型企业集团，也是安徽省唯一拥有建设部批准的房屋建筑施工总承包特级资质的大型建筑施工企业。

2015年，建工集团实现营收332.43亿元，同比增长5.1%，其中房屋建筑工程占比47.82%，基础设施建设与投资占比47.10%，房地产业占比2.93%；净利润5.03亿元，同比增长28.25%，归属于母公司所有者的净利润1.01亿元，同比增长56.83%，其中非经常性损益金额占比29.45%，与2014年基本持平；资产总值达3811031.77万元，占安徽水利资产总值比例达280.76%。

图表 8 建工集团 2015 年主营业务营收占比



资料来源：wind、华安证券研究所

建工集团是安徽省国资委直属企业，也是安徽省唯一拥有建设部批准的房屋建筑施工总承包特级资质的大型建筑施工企业，与同行业的上市公司相比较，2015年建工集团的营收水平仅次于上海建工和葛洲坝，但营收增速仅为5.10%，毛利率仅为9.41%，均低于行业平均水平。交易前，建工集团虽然控股安徽水利，但双方主营存在同业竞争的现象，交易完成后，建工集团资产及负债将纳入安徽水利麾下，集团实现整体上市，集团内部同业竞争将减少，同时集团内公司有望取长补短，提升主营业务毛利率水平。

图表 9 建工集团与同行业上市公司 2015 年业绩对比

同行业上市公司	营收	营收增幅	净利润	毛利率
葛洲坝	8227493.24	14.90%	343127.92	14.01%
上海建工	12543070.74	10.35%	197106.5	9.02%

山东路桥	741869.01	8.42%	37769.61	16.21%
成都路桥	144497.63	-3.54%	1874.44	12.07%
宏润建设	850798.43	6.70%	21283.96	12.23%
建工集团	3324283.77	5.10%	50255.4	9.41%

资料来源：wind、华安证券研究所

建工集团参股及控股子公司 26 家，其中全资子公司 16 家，超过 50% 的公司 在安徽地区。子公司中的主营业务范围广泛，包括建筑工程施工（如安徽三建、 路桥集团、安徽交航等）、房地产开发（如安建地产等）、项目投资（如惠州安建、 马鞍山安建、江南建工等）、建筑材料（如安建建材等）、海外工程施工（如老挝 公司、肯尼亚公司等）。

1.4 水建总公司全新布局

水建总公司原名安徽省水利建筑工程公司，主要经营范围包括建设项目投资、 技术信息中介咨询等。除建工集团外，水建总公司参股或持股的公司共 10 家，其 中全资子公司 5 家，子公司主营业务包括建筑工程施工（安徽一建、安徽二建）、 项目投资（三建集团）、房屋租赁（服务中心）、职业教育（技师学院）等。

2015 年，水建总公司录得营收 130.42 亿元，同比增长 6.96%，净利润 2.84 亿元，同比增长 18.07%，归属净利润 6725.65 万元，同比增长 43.94%。在宏观 经济下行压力背景下，公司业绩仍实现稳步上升，实力可见一斑。

交易完成后，安徽水利将成为水建总公司旗下唯一的上市公司，在集团中的 战略地位显著。与交易前相比，公司 2015 年营收将增至 332.43 亿元，增幅 263.30%，归属于母公司所有者净利润增至 4.95 亿元，增幅 93.38%。整体上市 后，公司主营中的建筑工程施工业务和房地产业务将得以强化，建工集团有望形 成更具竞争力的产业集团，公司规模将大幅上升，结合自身优势有望在行业内占 据一席之地。

2 城镇化持续推进，建筑业有望企稳

2.1 城镇化规划明确，政策利好建筑业

城镇化作为现代化的必由之路，是衡量国家发达程度的指标。从发达国家的 历史经验来看，一般城镇化率的发展具有典型的 S 曲线特征，城市化率在 30%-50% 内会呈现加速增长的特征，在 50%-70% 的区间内将较之前的加速增长特征适度放 缓，达到 70% 以后，城市化率开始进入稳定期。目前，世界上城镇化率最高的国家 是日本，超过 90%，其他欧美发达国家大多处于 70%-85% 的区间范围内，我 国的城镇化率约 54%，正处于城镇化率加速增长向放缓增速过度的阶段，但相比 发达国家，我国城镇化率的提升还有相当大的空间。

城镇化建设一直是我国政府努力实现经济发展的重要动力，蕴藏了巨大的内 需潜力，相关的鼓励政策也不断推进城镇化建设的进程。

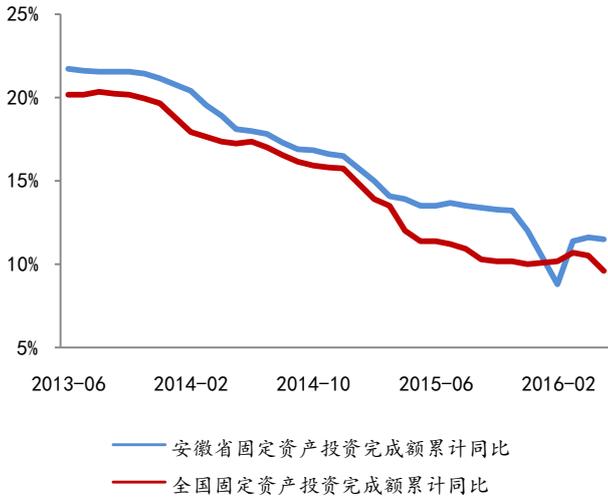
图表 10 我国关于城镇化建设的相关指导文件

时间	文件/会议	内容
2005 年	政府工作报告	坚持走中国特色的城镇化道路，按照循序渐进、节约土地、集约发展、合理布局的原则，努力形成资源节约、环境友好、经济高效、社会和谐的城镇发展新格局。
2008 年	《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》	允许农民以转包、出租、互换、转让、股份合作等形式流转土地承包经营权，发展多种形式的适度规模经营。
2010 年	中央经济工作会议	强调未来大中小城市和小城镇、城市群要科学布局，与产业布局与环境资源相协调，而且“要把握有序推进农业转移人口市民化作为重要工作抓实抓好”。
2012 年	中央经济工作会议	城镇化是我国现代化建设的历史任务，也是扩大内需的最大潜力所在，要围绕提高城镇化质量，因势利导、趋利避害，积极引导城镇化健康发展。城镇化是我国经济增长的巨大引擎，是本届政府的工作重点，新型城镇化是以人为核心的城镇化，并特别强调要防止城市病，不能一边是高楼林立，一边是棚户连片。解决城市内部的二元结构，也是降低城镇化的门槛。
2013 年	政府工作报告	有序推进农业转移人口市民化，提高城市可持续发展能力，推动城乡发展一体化，改革完善城镇化发展体制机制。
2014 年	《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》	要坚持走中国特色新型城镇化道路，以人的城镇化为核心，以提高质量是关键，以体制机制改革为动力，紧紧围绕新型城镇化目标任务，加快推进户籍制度改革，提升城市综合承载能力，制定完善土地、财政、投融资等配套政策。
2016 年	《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	

资料来源：国家企业政策网、华安证券研究所

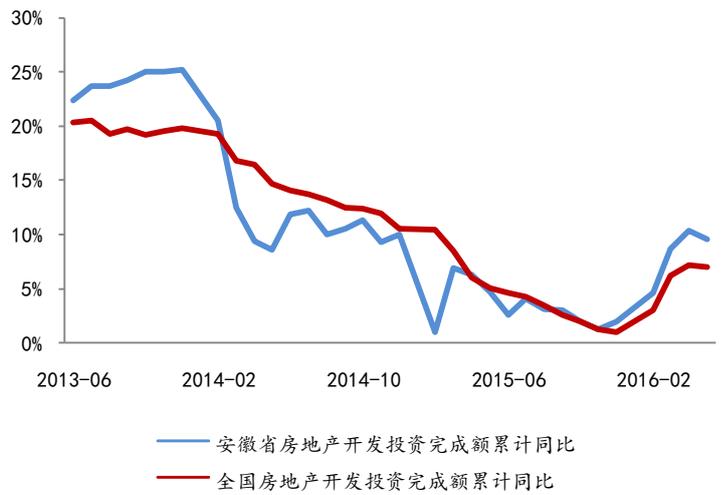
相关政策的鼓励为城镇化建设铺平了道路，而市政工程、道路建设等基建项目是城镇化发展的主要途径，在未来 30 年内将成为城镇化的重要支撑。安徽省的城镇化率低于全国的平均水平，以合肥为例，2014 年城镇化率仅为 38.07%，发展空间大。另外，安徽省基建和房地产增速快于全国平均水平，尤其在 2016 年全国出现基建和房地产行情回暖时，安徽省反弹力度也领先于全国平均水平，发展潜能大。安徽水利主营业务以省内业务为主，未来在基建和房地产领域将有较大发展空间。

图表 11 近三年安徽和全国固定资产投资增速对比



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 12 近三年安徽和全国房地产开发投资完成额增速对比



资料来源: wind、华安证券研究所

2.2 基建房地产市场回暖，建筑业盈利水平望企稳

2015 年，我国经济步入“稳增长”阶段，宏观经济增速放缓，基建和地产的增速均降至近年来的低点，全年累计增速分别为 10% 和 1%。进入 2016 年，供给侧改革逐步推进去产能进程，需求侧在房地产积极政策和宽松的货币政策的刺激下，房地产开始企稳回暖，并形成一定支撑，基建在城镇化的推进下增速趋于稳定。截至 2016 年 5 月，全国固定资产投资完成额累计值为 18.77 万亿元，同比增长 9.6%，房地产开发投资完成额累计值为 3.46 万亿元，同比增长 7%。

图表 13 2015 年 1 月至今固定资产投资完成额情况



资料来源: wind、华安证券研究所

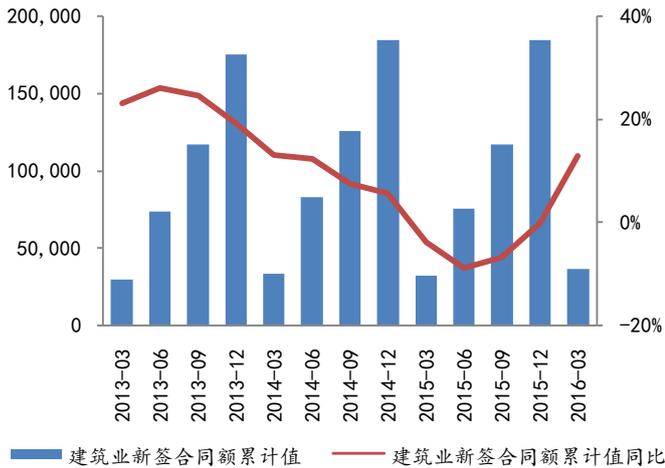
图表 14 2015 年 1 月至今房地产开发投资完成额情况



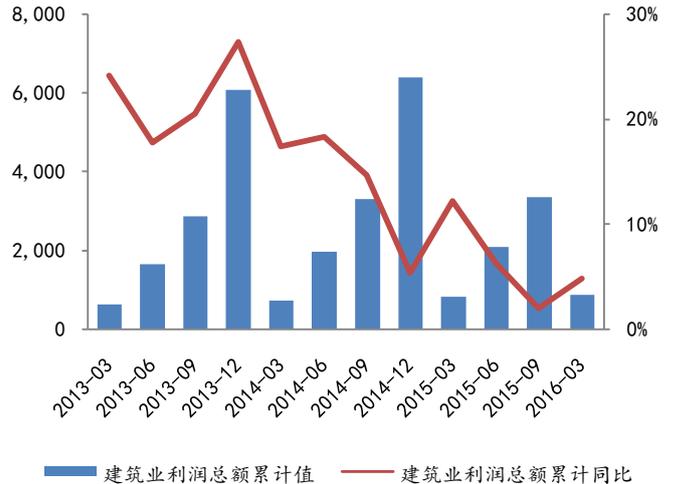
资料来源: wind、华安证券研究所

从新签订单的角度来看，建筑业新签合同额增速与行业利润总额增速近年来持续下行，2016年Q1呈现企稳：建筑业新签合同额2015年Q4与2016年Q1增速分别为-0.12%和12.91%，行业利润总额2015年Q3与2016年Q1增速分别为1.93%和4.81%。同时，在货币政策持续宽松、专项建设基金加码、大规模地方债置换和发行以及PPP项目落地加快等因素的影响下，基建与房地产相关订单呈现全面回暖的迹象，建筑业订单量与利润总额2016年Q2&H2有望维持企稳回升态势。

图表 15 近三年我国建筑业新签合同额累计值变化



图表 16 近三年我国建筑业利润总额累计值变化



资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

随着基建、房地产等建筑业下游产业逐步企稳，建筑业的毛利率有望随之企稳，对安徽水利来说，承接项目的能力和盈利水平都有上升趋势，在此节点发力实现整体上市，对增强公司市场竞争力，实现公司业绩增长有明显提振作用。

3 “整体上市+加码 PPP” 提升项目承接能力

公司实现整体上市后，主营业务范围有所扩充，建工集团旗下的房地产开发等优势项目将提高公司的竞争力，上市公司的关联交易和同业竞争将减少，上市公司独立性和承接项目能力均有望提高。

目前我国去产能之路正在稳步前行，国家推进城镇化建设的政策力度也随之加大，基建有望成为建筑工程行业需求端的稳定支撑，同时供给侧改革也为相关企业提供了思路，不能延续之前的门槛清理模式，而是更讲求市场效率，降低社会成本。PPP项目作为政府与社会资本方合作形成的一种项目，在公共服务和基础建设领域有较为广泛的应用，许多建筑建材类的上市公司借助自身平台优势，以工程建造方的身份进入PPP项目，为业绩带来稳定增长。

截至2016年5月31日，我国拟实施的PPP合作项目数量为8644个（2月29日首次公开披露7110个），项目金额达9.89万亿元，落地率超过20%，较去年大幅增长。其中财政部示范项目235个，升级示范项目506个，分类中市政工

程项目 2998 个，包括垃圾处理、污水处理、轨道交通、供热供水、官网、公园等。从地域分布来看，我国 PPP 项目实施多在中部和南部。

2016 年 4 月，安徽水利公告了与郎溪县政府签署了《S214 工程 PPP 项目投资建设合作框架协议》，合作项目工程投资总金额达 11.762 亿元，公司中标价的总投资最终确认为 10.999 亿元，合理利润率为 6.80%。2016 年 5 月，公司被确定为“G107 耒阳市绕城公路、耒阳市竹市至哲桥公路建设项目（PPP 模式）”的中标人，中标价为 6.41 亿元（为项目工程施工部分的中标价），项目总投资约 10 亿元。

随着政府相关政策的不断出台，PPP 合作项目迎来了较好的发展窗口期，安徽水利在此时间节点积极丰富 PPP 项目储备，以降低资金方面的风险，提升企业回款速度，增加企业利润率。另外，中标 PPP 项目也成为上市公司资质优秀的一种例证，有助于提升公司在市场上的影响力。

4 盈利预测与估值

建筑业正处于复苏回暖的关键节点，基建有望随着城镇化的深入稳步增长。安徽水利吸收合并建工集团，实现整体上市，对公司竞争力和影响力都有明显提振，也为其他有国企改革预期的上市公司提供了思路。行业需求端和供给端同时发力，公司加码 PPP 项目发展，业绩有望在未来两年实现较大增长。我们预测 2016-2018 年公司 EPS 为 0.47 元/股、0.52 元/股、0.61 元/股，对应的 PE 为 15.68 倍、14.17 倍、12.13 倍，给予“增持”评级。

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	11,333	44,530	51,917	59,442	营业收入	9,150	36,600	42,091	47,141
现金	1,615	7,320	8,418	9,428	营业成本	8,088	32,757	37,376	41,720
应收账款	4,769	18,604	21,113	24,059	营业税金及附加	343	1,464	1,684	1,886
其他应收款	730	3,222	3,768	4,045	销售费用	29	110	126	141
预付账款	339	686	1,301	1,756	管理费用	245	1,098	1,473	1,650
存货	3,730	14,328	16,600	18,673	财务费用	95	600	800	1,000
其他流动资产	151	370	716	1,482	资产减值损失	5	2	(2)	0
非流动资产	2,241	10,824	9,822	9,136	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	38	28	23	投资净收益	2	2	3	2
固定资产	1,557	1,459	1,360	1,261	营业利润	346	571	636	746
无形资产	57	53	49	46	营业外收入	4	13	10	8
其他非流动资产	624	9,275	8,385	7,805	营业外支出	5	4	4	4
资产总计	13,57	55,355	61,739	68,578	利润总额	345	580	642	750
流动负债	8,893	53,256	59,668	66,922	所得税	87	0	0	0
短期借款	1,675	30,412	33,380	36,448	净利润	259	580	642	750
应付账款	3,466	13,678	15,329	17,470	少数股东损益	3	5	6	7
其他流动负债	3,752	9,166	10,958	13,004	归属母公司净利润	256	575	636	743
非流动负债	1,800	(1,847)	(2,455)	(3,546)	EBITDA	509	1,273	1,538	1,848
长期借款	1,141	1,141	1,141	1,141	EPS (元)	0.48	0.47	0.52	0.61
其他非流动负债	659	(2,988)	(3,595)	(4,686)					
负债合计	10,69	51,409	57,213	63,376					
少数股东权益	266	272	278	285					
股本	532	1,222	1,222	1,222					
资本公积	589	570	570	570					
留存收益	1,368	1,882	2,456	3,124					
归属母公司股东权益	2,615	3,674	4,248	4,917					
负债和股东权益	13,57	55,355	61,739	68,578					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	620	(22,974)	(1,225)	(1,004)
净利润	259	575	636	743
折旧摊销	68	102	102	102
财务费用	88	600	800	1,000
投资损失	(2)	(2)	(3)	(2)
营运资金变动	(131)	(24,256)	(2,764)	(2,854)
其他经营现金	340	8	5	7
投资活动现金流	114	572	14	7
资本支出	0	0	0	0
长期投资	39	(35)	11	5
其他投资现金	75	607	3	2
筹资活动现金流	(559)	28,290	2,310	2,010
短期借款	(180)	28,737	2,968	3,068
长期借款	(538)	0	0	0
普通股增加	30	690	0	0
资本公积增加	562	(20)	0	0
其他筹资现金	(434)	(1,117)	(658)	(1,058)
现金净增加额	175	5,888	1,099	1,013

主要财务比率				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	8.81%	300.00%	15.00%	12.00%
营业利润	-8.78%	64.92%	11.40%	17.29%
归属于母公司净利润	10.95%	124.53%	10.66%	16.85%
获利能力				
毛利率(%)	11.61%	10.50%	11.20%	11.50%
净利率(%)	2.80%	1.57%	1.51%	1.51%
ROE(%)	8.97%	14.70%	14.18%	14.42%
ROIC(%)	9.38%	25.99%	5.25%	5.45%
偿债能力				
资产负债率(%)	78.77%	92.87%	92.67%	92.41%
净负债比率(%)	144.63	-18.86%	234.07	234.84
流动比率	1.27	0.84	0.87	0.89
速动比率	0.85	0.57	0.59	0.61
营运能力				
总资产周转率	0.71	1.06	0.72	0.72
应收账款周转率	2.55	3.77	2.57	2.52
应付账款周转率	2.93	4.27	2.90	2.87
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.48	0.47	0.52	0.61
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	(25.41)	(1.35)	(1.11)
每股净资产(最新摊薄)	2.89	4.06	4.70	5.44
估值比率				
P/E	15.3	15.7	14.2	12.1
P/B	2.5	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	18.05	25.77	23.98	21.95

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。