

安徽水利(600502)/基础建设
订单向基建大幅倾斜, 静待整合完成
评级: 买入(维持)

市场价格: 9.58 元

目标价格: 15.5 元

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师: 杨涛

电话: 021-20315167

Email: yangtao@r.qlzq.com.cn

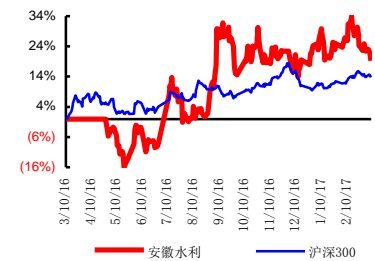
联系人: 焦俊

电话: 0755-23819310

Email: jiaojun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	904
流通股本(百万股)	904
市价(元)	9.58
市值(百万元)	8,663
流通市值(百万元)	8,663

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 安徽水利-定增获批, 转型 PPP 地方基建龙头加速

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9,150.12	11,477.43	44,448.00	51,464.00	57,000.00
增长率 yoy%	8.81%	25.43%	287.26%	15.78%	10.76%
净利润	255.88	305.64	930.50	1,334.19	1,756.86
增长率 yoy%	10.95%	19.45%	204.44%	43.38%	31.68%
每股收益(元)	0.48	0.34	0.62	0.89	1.17
每股现金流量	1.17	0.37	-2.74	0.16	0.64
净资产收益率	9.79%	10.62%	12.13%	14.82%	16.33%
P/E	28.42	29.53	15.39	10.74	8.15
P/B	2.78	3.14	1.87	1.59	1.33

备注:

投资要点

事件: 公司发布 16 年年报。16 年全年实现收入 114.77 亿元, 同比增长 25.43%; 归母净利润 3.06 亿元, 同比增长 19.45%。

■ 营收稳步增长 25.43%, 主要由于工程施工业务稳健增长以及房地产业务快速发展。公司 16 年毛利率 10.24% 同比下滑 1.37%, 期间费用率 3.28% 同比微降 0.76%, 归母净利率 2.7% 微降 0.13%。分业务来看, 建筑工程施工(包括房建与基建)、房地产、酒店电力、其他业务分别实现营收 98.03/13.46/0.48/1.09/1.64 亿元, 分别同比增长 18.17%/137.01%/11.22%/68.63%/-5.59%; 分业务毛利率水平受营改增影响均有所下降, 工程施工、房地产、酒店电力、其他业务毛利率分别为 6.63%/31.88%/9.58%/60.00%/13.47%, 分别同比变化 -3.03%/-1.60%/3.50%/-3.45%/-0.77%。综合毛利率下滑主因为“营改增”影响, 对实际项目利润影响较小, 仅是会计处理项目发生变化(毛利率下降的同时税率也会下降, 两者比例相近)。期间费用率下滑主要受由于管理费用率下降影响。

■ 订单结构向基建倾斜, PPP 与 EPC 投资类订单逐步增多。未来随着 PPP 基建业务占比的提升, 公司综合毛利率有望持续提升。16 年公司已公告新签订单 136.72 亿, 其中基建类订单 95.68 亿(占比 70%), 房建类订单 41.04 亿。按投资类与施工类订单分类, 全年投资类订单达 67 亿元(其中 PPP 订单 47 亿, EPC 订单 30 亿), 占 16 年新签订单 49%。按细分行业划分订单: 公司中标水利工程 39.08 亿元(同比增长 42.11%); 市政工程 35.03 亿元(同比增长 76.65%); 路桥工程 21.57 亿元(同比增长 46.34%); 房建 41.04 亿元(同比下滑 36.06%); 其他类工程 1.50 亿元(同比下滑 65.61%)。截止 2016 年年末, 工程业务合同储备总额 180 亿元(包括未公告小额订单)。

■ 房地产业务增速较快, 新增 307 亩土地储备(同比增长 42.16%), 17 年有望持续超预期。房地产业务销售同比增长 137.01%, 贡献毛利 4.29 亿元。房地产业务快速增长主要由于 16 年安徽房地产市场整体性回暖, 安徽省全年商品房销售金额 5035.5 亿元, 同比增长 49.4%。报告期内, 公司房地产签约销售面积 48.02 万平方米, 签约销售收入 23.70 亿元, 同比分别增长 178.54% 和 176.87%; 房地产业务新开工面积 38.60 万平方米, 新开盘面积 39.82 万平方米, 交付面积 42.80 万平方米。实现营业收入 13.46 亿元, 营业成本 9.17 亿元, 毛利 4.29 亿元, 毛利率 31.88%。公司新增位于安徽省合肥市、蚌埠市、滁州市、南陵县的 307.07 亩土地(同比上升 42.16%), 期末土地储备面积约 752.40 亩(同比下滑 12.15%)。

■ 吸收合并“安徽建工”及“17.88 亿配套融资计划”即将落地。推行员工持股计划, 完成利益绑定, 解决代理人问题。建工集团作价 30.32 亿并入安徽水利, 同时配套融资 17.88 亿元。重组后, 股权结构大幅优化, 引入员工持股计划(6.08 亿, 占配套融资 34%), 实际控制人安徽省国资委持股比例为 30.99%。

- **安徽省 17 年基建投资维持高增速，“引江济淮”工程总额达 912.72 亿，合并后的安徽水利有望深度受益。**“十三五”期间安徽省公路与水利投资稳健增长，公路投资年均有望达 700 亿（年均增速 5.5%），水利投资年均 480 亿（年均增速 24%）。总造价 912.72 亿的“引江济淮”工程进入实质招标期，建设工期预计 60 个月，安徽水利有望深度受益。公司已经取得了“引江济淮”工程的派河口泵站枢纽工程，项目合同金额 9,138 万元，未来有望取得更多订单。
- **风险提示：基建业务不达预期、实际毛利率低于预测的风险、宏观经济变化的风险、政策风险。**
- **盈利预测、估值及投资建议：买入评级。**我们预测 2017/2018/2019 年公司归母净利润为 9.31/13.34/17.57 亿元（考虑并表），EPS 为 0.62/0.89/1.17 元（考虑摊薄），目前股价对应 PE 分别为 15.39/10.74/8.15 倍，综合考虑基建业务的快速发展，我们给予目标价 15.5 元，对应 17 年 25 倍 PE，买入评级。

图表 1: 公司三表

损益表 (人民币亿元)							资产负债表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	84	92	115	444	515	570	货币资金	11	16	25	10	10	10
增长率	23.45%	8.8%	25.4%	287.3%	15.8%	10.8%	应收账款	40	48	58	206	238	264
销货成本	-71	-80	-102	-387	-446	-494	存货	31	37	53	170	195	216
% 收入	85.0%	87.7%	89.0%	87.2%	86.7%	86.7%	其他流动资产	14	12	3	4	5	5
毛利	13	11	13	57	69	76	流动资产合计	96	113	139	389	448	495
% 收入	15.0%	12.3%	11.0%	12.8%	13.3%	13.3%	% 总资产	78.2%	83.5%	80.4%	90.4%	90.2%	89.8%
销售及行政费用	-6	-6	-6	-22	-26	-28	长期投资	6	2	5	5	5	5
% 收入	6.9%	6.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	固定资产	19	18	26	34	41	49
EBITDA	7	5	7	35	43	47	无形资产	1	1	0	0	0	0
% 收入	8.2%	5.6%	6.0%	7.9%	8.3%	8.3%	非流动资产合计	27	22	34	41	49	56
折旧与摊销	-1	-1	-1	-1	-1	-1	% 总资产	21.8%	16.5%	19.6%	9.6%	9.8%	10.2%
% 收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.2%	0.1%	0.1%	资产总计	123	136	173	431	497	551
EBIT	6	4	6	34	42	47	短期借款	27	23	30	26	32	31
% 收入	7.3%	4.9%	5.3%	7.7%	8.2%	8.2%	应付款项	49	61	84	290	335	371
利息费用	-2	-1	-1	0	0	0	其他流动负债	6	4	4	12	13	14
投资收益	0	0	0	0	0	0	流动负债	81	89	118	328	380	416
税前经营收益	4	4	5	34	42	46	长期贷款	17	11	13	13	13	13
% 收入	5.3%	3.8%	4.7%	7.7%	8.2%	8.1%	其他长期负债	5	6	7	7	7	7
其他非经营收益	-1	0	-1	-20	-21	-19	负债	103	107	139	349	401	437
税前利润	4	3	5	14	21	27	普通股股东权益	18	26	29	77	90	108
% 收入	4.6%	3.8%	4.1%	3.2%	4.0%	4.8%	少数股东权益	3	3	6	6	6	7
所得税	-1	-1	-2	-5	-7	-9	负债股东权益合计	123	136	173	431	497	551
所得税率	39.2%	25.1%	34.0%	34.0%	34.0%	34.0%							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
归属于普通股股东净利润	2	3	3	9	13	18							
净利率	2.7%	2.8%	2.7%	2.1%	2.6%	3.1%							
现金流量表 (人民币亿元)							比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2	3	3	10	14	18	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.459	0.481	0.338	0.622	0.892	1.175
非现金支出	1	1	2	21	22	20	每股净资产 (元)	3.512	4.916	3.182	5.129	6.021	7.196
非经营收益	1	1	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	-1.879	1.166	0.367	-2.741	0.164	0.641
营运资金变动	-15	2	-2	-72	-34	-29	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	-9	6	3	-41	3	10	回报率						
资本开支	4	0	6	8	8	8	净资产收益率	13.08%	9.79%	10.62%	12.13%	14.82%	16.33%
投资	2	-2	2	0	0	0	总资产收益率	1.87%	1.89%	1.85%	2.20%	2.73%	3.24%
其他	1	3	1	0	0	0	投入资本收益率	7.64%	6.45%	9.15%	21.97%	22.74%	22.03%
投资活动现金净流	-2	1	-4	-8	-8	-8	增长率						
股权募资	0	6	9	39	0	0	主营业务收入增长率	23.45%	8.81%	25.43%	287.26%	15.78%	10.76%
债权募资	14	-2	1	-4	6	-1	EBIT增长率	12.07%	-27.38%	36.20%	465.34%	23.37%	10.34%
其他	-2	-10	-4	-1	-1	-1	净利润增长率	13.69%	10.95%	19.45%	204.44%	43.38%	31.68%
筹资活动现金净流	12	-6	6	34	6	-2	总资产增长率	31.11%	10.02%	21.68%	149.00%	15.27%	10.98%
现金净流里	1	2	6	-15	0	0	资产管理能力						
							应收账款周转天数	134.1	143.4	145.0	145.0	145.0	145.0
							存货周转天数	139.3	154.9	159.4	159.4	159.4	159.4
							应付账款周转天数	133.6	140.8	148.7	148.7	148.7	148.7
							固定资产周转天数	36.6	47.8	49.1	12.2	9.8	8.2
							偿债能力						
							净负债/股东权益	170.31%	86.85%	41.62%	30.66%	32.63%	26.67%
							EBIT利息保障倍数	4.2	5.4	9.7	72.7	82.9	77.5

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。