

2017年03月11日

安徽水利 (600502.SH)

年报符合预期，业绩进入上行通道

■事件：安徽水利发布2016年报，2016年实现营业收入114.77亿元，同比增长25.43%，归属于上市公司股东的净利润3.06亿元，同比增长19.45%，基本每股收益0.34元。

■公司三大板块业务良性发展，净利润首次突破3亿元，年度业绩符合预期：公司2016年全年实现营业收入114.77亿元，净利润3.06亿元，每股收益0.34元，同比分别增长25.43%、19.45%和21.43%，公司业绩稳健增长，业绩表现符合预期。从细分业务板块看，2016年公司工程业务、地产开发和水电业务收入分别为98.03亿元、13.46亿元和1.09亿元，同比增速为18.17%、137.01%和68.63%；三个板块业务毛利率水平分别为6.63%、31.88%和60%，公司工程业务毛利率同比下滑3.03%，主要是“营改增”因素影响，实际经营利润未受影响，综合来看公司整体业绩表现良好。

■“降房建提市政”方针有力推进，订单结构优化提高公司业绩弹性：2016年初公司调整经营策略，在工程业务方面“降房建提市政”获得高效执行，公司2016年新签订单138.22亿元，水利工程、市政工程和路桥工程新签订单同比增速分别为42.11%、76.65%和46.34%，三项业务订单合计95.68亿元，占新签订单比重69.22%；房建工程41.04亿元，同比下降36.06%，占新签订单比例大幅下降至29.69%。2016年新签订单将于2017年起陆续释放业绩，高毛利业务占比大幅提升将有效增强公司整体业绩弹性。

■在手订单充足，PPP订单快速增长保障未来增量：截至2016年末，公司工程业务合同储备总额达180亿元，是公司2016年工程业务收入的1.84倍，在手订单充足；2016年下半年以来加大对PPP、EPC订单跟踪力度，共新签5个PPP项目和4个EPC项目，项目承接额近67亿元，占公司2016年新签订单比重为49%；公司年报显示，2017年经营计划新签订单150亿元，较2016年同比增长8.7%，增速较上年略有提升。我们预计公司将进一步加大PPP、EPC等投资施工类业务，PPP订单总额有望保持快速增长。

■水利工程投资持续加大，“引江济淮”重大工程顺利开工，公司均是受益主体：“十三五”时期，水利建设投资初步估算规模为2.43万亿元，较“十二五”投资规划同比增长35%，较实际投资增长20%，同时2017年水利建设计划新开工15项重大水利工程，在建投资规模超过9000亿元，我国水利建设投资呈持续加大态势，水利建设公司首先

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 买入-A

维持评级

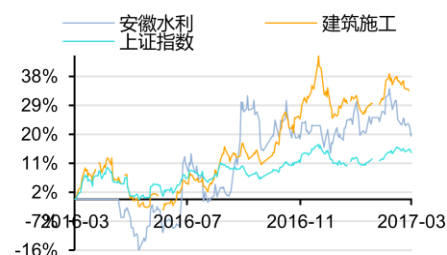
6个月目标价：13.8元

股价(2017-03-10) 9.64元

交易数据

总市值(百万元)	8,716.94
流通市值(百万元)	8,716.94
总股本(百万股)	904.25
流通股本(百万股)	904.25
12个月价格区间	7.18/13.67元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.14	-0.4	7.44
绝对收益	-5.21	-1.03	19.67

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-35082939

相关报告

安徽水利：集团整体上市

享国改红利，区域PPP龙头蓄势待发 2016-09-07

头蓄势待发

受益；同时，国家重大水利工程“江济淮”已于2016年12月29日初步开工，项目估算总投资约913亿元，建设工期预计60个月，其中安徽省内总投资约843亿元；公司顺利取得“引江济淮”1号工程派河口泵站枢纽项目，项目合同金额9138万元，虽然项目金额不大，但具有标志性意义，后续公司将分担“引江济淮”工程更多建设任务，该工程是公司未来工程业务的重要支撑。

■整体上市完成在即，员工与公司利益紧密捆绑，业绩释放动力增强：

公司吸收合并建工集团及配套融资已于2016年12月29日获得证监会批文，目前正在积极推进，在建工集团国企改革过程中涉及非生产性经营人员的剥离，预计整体上市后建工集团盈利能力将逐步回归至行业平均水平，进一步打开集团公司整体业绩增长空间；同时，公司通过高管增持和员工持股计划将核心人员与公司紧密捆绑，公司后续业绩释放动力大幅增强。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价13.8元。暂不考虑建工集团并表因素，我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为22.9%、18.4%、18.1%，净利润增速分别为36.4%、36.3%、24.4%，受益于公司新签订单快速增长，订单业务结构优化及区域内重大工程保障，公司未来三年业绩进入快速上行通道，我们同时看好整体上市后，集团整体的实力和盈利改善空间，维持公司买入-A的投资评级，6个月目标价为13.8元，对应2017年30倍PE。

■风险提示：宏观经济表现不及预期，PPP推进缓慢，引江济淮工程中标不及预期，房地产市场调控风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	9,150.1	11,477.4	14,108.8	16,850.5	20,099.6
净利润	255.9	305.6	415.4	540.7	682.3
每股收益(元)	0.28	0.34	0.46	0.60	0.75
每股净资产(元)	2.89	4.07	3.48	4.03	4.75
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	33.9	28.3	20.9	16.0	12.7
市净率(倍)	3.3	2.4	2.8	2.4	2.0
净利润率	2.8%	2.7%	2.9%	3.2%	3.4%
净资产收益率	9.8%	8.3%	13.2%	14.8%	15.9%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
ROIC	9.0%	7.9%	10.6%	10.4%	13.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,150.1	11,477.4	14,108.8	16,850.5	20,099.6	成长性					
减:营业成本	8,088.1	10,302.2	12,579.9	14,995.6	17,882.7	营业收入增长率	8.8%	25.4%	22.9%	19.4%	19.3%
营业税费	343.4	265.3	282.2	337.0	402.0	营业利润增长率	-8.8%	31.7%	36.4%	25.7%	25.3%
销售费用	29.2	39.9	41.9	50.6	63.3	净利润增长率	11.0%	19.4%	35.9%	30.2%	26.2%
管理费用	245.4	265.4	395.0	438.1	516.7	EBITDA 增长率	-18.0%	19.6%	38.4%	26.7%	18.0%
财务费用	95.3	70.8	138.9	204.4	199.1	EBIT 增长率	-19.0%	19.3%	44.4%	29.6%	19.5%
资产减值损失	5.0	81.8	51.1	46.0	59.6	NOPLAT 增长率	-0.2%	5.2%	46.5%	34.5%	20.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	9.2%	37.6%	-4.2%	23.5%
投资和汇兑收益	2.4	3.7	2.0	2.7	2.8	净资产增长率	42.2%	47.3%	-12.5%	13.7%	15.6%
营业利润	346.2	455.9	621.7	781.5	979.0	利润率					
加:营业外净收支	-1.0	14.1	5.4	6.2	8.6	毛利率	11.6%	10.2%	10.8%	11.0%	11.0%
利润总额	345.2	470.0	627.2	787.7	987.5	营业利润率	3.8%	4.0%	4.4%	4.6%	4.9%
减:所得税	86.6	159.7	207.0	240.3	296.3	净利润率	2.8%	2.7%	2.9%	3.2%	3.4%
净利润	255.9	305.6	415.4	540.7	682.3	EBITDA/营业收入	5.6%	5.3%	6.0%	6.3%	6.3%
						EBIT/营业收入	4.8%	4.6%	5.4%	5.9%	5.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	47	48	38	30	24
货币资金	1,614.5	2,502.9	1,128.7	1,348.0	1,608.0	流动营业资本周转天数	90	79	85	88	86
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	413	396	369	356	349
应收账款	4,768.6	5,808.9	7,279.5	8,488.7	10,170.7	应收账款周转天数	172	166	167	168	167
应收票据	27.5	18.0	58.8	32.4	66.9	存货周转天数	135	141	133	136	136
预付账款	338.6	44.9	639.7	208.6	674.9	总资产周转天数	510	484	453	423	404
存货	3,730.1	5,269.7	5,152.8	7,596.5	7,617.5	投资资本周转天数	159	144	146	138	127
其他流动资产	853.4	263.3	741.9	619.5	541.6	投资回报率					
可供出售金融资产	19.6	15.4	18.2	17.7	17.1	ROE	9.8%	8.3%	13.2%	14.8%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.9%	1.8%	2.3%	2.6%	2.9%
长期股权投资	2.7	-	-	-	-	ROIC	9.0%	7.9%	10.6%	10.4%	13.0%
投资性房地产	114.6	108.4	108.4	108.4	108.4	费用率					
固定资产	1,557.4	1,532.4	1,451.9	1,371.4	1,290.9	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	223.6	1,087.5	1,087.5	1,087.5	1,087.5	管理费用率	2.7%	2.3%	2.8%	2.6%	2.6%
无形资产	58.0	39.7	37.5	35.4	33.2	财务费用率	1.0%	0.6%	1.0%	1.2%	1.0%
其他非流动资产	265.4	609.5	493.4	456.1	519.7	三费/营业收入	4.0%	3.3%	4.1%	4.1%	3.9%
资产总额	13,574.0	17,300.6	18,198.4	21,370.3	23,736.4	偿债能力					
短期债务	1,675.2	1,540.0	2,683.1	2,883.2	3,162.1	资产负债率	78.8%	75.5%	79.6%	80.2%	79.4%
应付账款	4,413.2	5,926.5	6,373.4	8,536.9	9,201.1	负债权益比	371.1%	307.5%	389.8%	405.7%	386.1%
应付票据	76.5	99.7	256.8	92.5	317.2	流动比率	1.27	1.27	1.21	1.14	1.23
其他流动负债	2,728.3	3,406.0	3,076.4	4,508.2	4,165.3	速动比率	0.85	0.79	0.79	0.67	0.78
长期借款	1,140.5	1,337.0	1,446.1	439.6	1,315.1	利息保障倍数	4.63	7.44	5.48	4.82	5.92
其他非流动负债	659.0	745.9	647.1	684.0	692.4	分红指标					
负债总额	10,692.8	13,055.2	14,482.9	17,144.4	18,853.2	DPS(元)	0.04	-	0.04	0.04	0.04
少数股东权益	266.3	568.2	572.8	579.4	588.2	分红比率	12.5%	0.0%	7.8%	6.8%	4.8%
股本	531.9	904.2	904.2	904.2	904.2	股息收益率	0.4%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
留存收益	1,957.3	1,852.6	2,238.4	2,742.2	3,390.9						
股东权益	2,881.2	4,245.4	3,715.5	4,225.9	4,883.3						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	258.6	310.3	415.4	540.7	682.3	EPS(元)	0.28	0.34	0.46	0.60	0.75
加:折旧和摊销	68.0	82.5	82.6	82.6	82.6	BVPS(元)	2.89	4.07	3.48	4.03	4.75
资产减值准备	5.0	81.8	-	-	-	PE(X)	33.9	28.3	20.9	16.0	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	2.4	2.8	2.4	2.0
财务费用	87.9	65.2	138.9	204.4	199.1	P/FCF	-9.6	-31.3	-110.2	174.1	28.7
投资损失	-2.4	-3.7	-2.0	-2.7	-2.8	P/S	0.9	0.8	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	2.7	4.7	4.8	6.7	8.9	EV/EBITDA	17.8	16.7	14.4	10.6	9.7
营运资金的变动	-160.4	-71.0	-1,767.7	228.7	-1,635.6	CAGR(%)	28.4%	30.6%	21.8%	28.4%	30.6%
经营活动产生现金流量	620.4	331.9	-1,128.0	1,060.5	-665.4	PEG	1.2	0.9	1.0	0.6	0.4
投资活动产生现金流量	113.9	-355.1	-464.5	165.3	49.9	ROIC/WACC	1.0	0.9	1.2	1.2	1.5
融资活动产生现金流量	-559.2	588.9	218.3	-1,006.5	875.5	REP	2.0	2.3	1.5	1.5	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张龙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034