

## 安徽省内建筑龙头呼之欲出， 转型基建开拓 PPP 未来发展动力充足

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年度报告, 全年实现营收 114.77 亿元, 同比增长 25.4%, 实现归母净利润 3.06 亿元, 同比增长 19.5%。2016 年四季度实现营收 36.61 亿元, 同比增长 54.02%; 实现归母净利润 1.30 亿元, 同比增长 99.22%, 四季度对业绩贡献显著高于往年同期, 也带动公司全年业绩超预期增长。
- **收入端三大主业齐头并进, 利润端地产、水电贡献突出。** 公司建筑工程施工、房地产开发和水力发电业务三大主业, 占营业收入的比重分别为 85.4%、11.7%、0.9%, 毛利率分别为 6.5%、32%和 60%。工程施工方面虽营收增长 18%, 但受营改增影响毛利率下降 3%。地产销售方面, 在 16 年上半年楼市回暖带动下公司实现销售面积 48 万平方, 营收增长 137%, 年末剩余土地储备 50 万平方。水电业务收入增长 68%, 毛利率在电价下调影响下下降 3%, 但 17 年考虑煤价上涨因素, 火电价格有上调预期, 水电价格可能也将随之上调。全年公司销售、管理、财务费用占比分别为 0.4%、2.6%、0.7%, 基本保持稳定。
- **施工业务向高利润率基建方向侧重, 积极开拓 PPP/EPC 项目。** 报告期内公司新签基建合同总金额 95.68 亿元, 基建业务同比增长 54.15%, 占新承接业务近七成; PPP、EPC 项目承接 67 亿元, 占公司 2016 年全年新中标合同总金额的一半。目前安徽省已累计公开推介 PPP 项目 499 个, 总投资 5400 亿元, 公司施工业务重心向基建方向的转移、在 PPP 领域的拓展将为公司开启巨大市场。
- **与安建工重组有序推进, 提升资质水平, 打造安徽省内施工企业航母。** 安徽建工集团借安徽水利实现整体上市事宜有序推进中, 公司通过此次重组获得了设计、港航等领域的资质, 确立了安徽省内建筑新航母的地位。目前公司在安徽省内的业务收入占比在一半以上, 而安徽的基建投资仍处于稳定增长阶段, 2017 年全省力争开工建设亿元以上重点项目 1600 个以上、竣工投产 600 个以上。全省交通建设年投资计划为 740 亿元, 其中公司新增资质的航道、港口建设领域计划预计完成投资 55 亿元。全省十三五期间水利投资总额约 2114 亿元, “引江济淮”等一批重点水利工程陆续开工, 公司未来业务发展有坚实保障。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 0.47 元、0.56 元、0.63 元, 对应 PE 为 21 倍、17 倍、15 倍, 未来三年净利润将保持 22.7% 的复合增长率, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 两公司合并后业务、职权分配不清晰的风险, PPP 项目回款风险, 安徽省基建、房地产投资下行的风险。

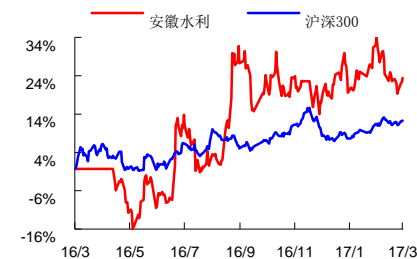
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	11477.43	13155.52	14969.25	16285.92
增长率	25.43%	14.62%	13.79%	8.80%
归属母公司净利润 (百万元)	305.64	420.59	503.23	565.80
增长率	19.45%	37.61%	19.65%	12.43%
每股收益 EPS (元)	0.34	0.47	0.56	0.63
净资产收益率 ROE	7.31%	11.09%	11.86%	11.92%
PE	28	21	17	15
PB	2.04	2.26	2.02	1.80

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王立洲  
执业证号: S1250514080001  
电话: 023-67914902  
邮箱: wanglz@swsc.com.cn  
联系人: 高远  
电话: 021-68415965  
邮箱: gyuan@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.04
流通 A 股(亿股)	9.04
52 周内股价区间(元)	7.18-13.67
总市值(亿元)	88.89
总资产(亿元)	173.01
每股净资产(元)	4.07

### 相关研究

1. 安徽水利 (600502): 区域国改标杆, 被忽略的 PPP 主题股 (2016-09-08)

**关键假设：**

假设 1：考虑到安建工集团注入公司相关资产的财务数据未经审计，实际并表时间尚未确定，本预测暂不考虑与安建工并表的影响，但提示投资者注意，与安建工并表将极大改变公司业务结构；

假设 2：与安建工集团合并后，安徽省内建筑资源进一步集中，公司工民建业务毛利率有回升至 3% 以上；

假设 3：2017 年在 PPP 项目的带动下，公司市政工程业务增速快于 2016 年，出现 20% 以上的增长。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分项业务收入预测表**

单位/百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	11,477.43	13,155.52	14,969.25	16,285.92
	增速	25.43%	14.62%	13.79%	8.80%
	成本	10,198.20	11,800.01	13,430.06	14,594.42
	毛利率	11.15%	10.30%	10.28%	10.39%
工民建施工	收入	4,183.16	4,601.29	4,831.37	4,831.37
	增速	19.9%	10.00%	5.00%	0.00%
	成本	4066	4,463.26	4,686.42	4,686.42
	毛利率	2.80%	3.00%	3.00%	3.00%
市政工程	收入	3,367.28	4,208.75	5,050.50	5,808.08
	增速	20.1%	25.00%	20.00%	15.00%
	成本	2889	3,619.53	4,343.43	4,994.94
	毛利率	14.20%	14.00%	14.00%	14.00%
水利工程	收入	2252.28	2,927.60	3,659.50	4,208.43
	增速	12.5%	30.00%	25.00%	15.00%
	成本	2097	2,722.67	3,403.34	3,913.84
	毛利率	6.89%	7.00%	7.00%	7.00%
房地产业务	收入	1346.98	1,076.80	1,076.80	1,076.80
	增速	137.2%	-20.00%	0.00%	0.00%
	成本	917.00	753.76	753.76	753.76
	毛利率	31.92%	30.00%	30.00%	30.00%
水电业务	收入	108.98	130.80	143.88	158.27
	增速	68.6%	20.00%	10.00%	10.00%
	成本	43.60	52.32	57.55	63.31
	毛利率	59.99%	60.00%	60.00%	60.00%
酒店业	收入	48.09	48.00	48.00	48.00
	增速	10.8%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	43.50	44.16	44.16	44.64

单位/百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
	毛利率	9.54%	8.00%	8.00%	7.00%
建材销售	收入	27.77	31.97	35.17	36.93
	增速	21.5%	15.00%	10.00%	5.00%
	成本	21.80	27.17	29.89	31.39
	毛利率	21.50%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	收入	142.89	122.76	116.62	110.79
	增速	-5.4%	-10.00%	-5.00%	-5.00%
	成本	120.30	110.48	104.96	99.71
	毛利率	15.81%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11477.43	13155.52	14969.25	16285.92	净利润	310.31	425.62	509.44	572.94
营业成本	10302.18	11800.01	13430.06	14594.42	折旧与摊销	82.49	88.66	104.16	111.91
营业税金及附加	265.26	304.04	345.96	376.39	财务费用	70.77	39.47	23.49	28.48
销售费用	39.87	41.77	49.05	53.35	资产减值损失	81.81	82.00	82.00	82.00
管理费用	265.35	331.17	370.67	401.05	经营营运资本变动	127.88	-95.33	-353.72	-301.61
财务费用	70.77	39.47	23.49	28.48	其他	-341.36	-87.00	-87.00	-87.00
资产减值损失	81.81	82.00	82.00	82.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>331.89</b>	<b>453.41</b>	<b>278.37</b>	<b>406.72</b>
投资收益	3.72	5.00	5.00	5.00	资本支出	-838.05	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	482.96	-435.30	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-355.09</b>	<b>-435.30</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>455.91</b>	<b>562.07</b>	<b>673.03</b>	<b>755.24</b>	短期借款	-135.20	460.00	300.00	300.00
其他非经营损益	14.06	5.43	6.17	8.55	长期借款	196.50	500.00	300.00	300.00
<b>利润总额</b>	<b>469.97</b>	<b>567.51</b>	<b>679.20</b>	<b>763.79</b>	股权融资	106.38	0.00	0.00	0.00
所得税	159.66	141.88	169.80	190.95	支付股利	-37.99	-36.97	-51.23	-62.23
净利润	310.31	425.63	509.40	572.84	其他	459.21	-993.83	-23.49	-28.48
少数股东损益	4.67	5.02	6.21	7.14	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>588.91</b>	<b>-70.80</b>	<b>525.28</b>	<b>509.29</b>
归属母公司股东净利润	305.64	420.60	503.19	565.70	<b>现金流量净额</b>	<b>565.65</b>	<b>-52.69</b>	<b>808.66</b>	<b>921.01</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2502.86	2450.18	3258.83	4179.85	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5871.77	6877.31	7808.51	8495.24	销售收入增长率	25.43%	14.64%	13.80%	8.80%
存货	5269.66	5497.75	6307.86	6911.87	营业利润增长率	31.71%	23.28%	19.75%	12.22%
其他流动资产	263.28	720.93	739.68	753.29	净利润增长率	20.01%	37.16%	19.70%	12.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	19.58%	13.30%	16.02%	11.87%
投资性房地产	108.42	108.42	108.42	108.42	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2619.93	2533.78	2432.13	2322.74	毛利率	10.24%	10.30%	10.28%	10.39%
无形资产和开发支出	39.66	37.15	34.64	32.12	三费率	3.28%	3.13%	2.96%	2.96%
其他非流动资产	624.98	624.98	624.98	624.98	净利率	2.70%	3.23%	3.40%	3.52%
<b>资产总计</b>	<b>17300.55</b>	<b>18850.49</b>	<b>21315.05</b>	<b>23428.51</b>	ROE	7.31%	11.09%	11.86%	11.92%
短期借款	1540.00	2000.00	2300.00	2600.00	ROA	1.79%	2.26%	2.39%	2.45%
应付和预收款项	7626.83	8537.65	9776.49	10638.18	ROIC	6.18%	7.47%	8.24%	8.75%
长期借款	1337.00	1837.00	2137.00	2437.00	EBITDA/销售收入	5.31%	5.25%	5.35%	5.50%
其他负债	2551.37	2637.10	2804.60	2945.66	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>13055.20</b>	<b>15011.75</b>	<b>17018.09</b>	<b>18620.84</b>	总资产周转率	0.74	0.73	0.75	0.73
股本	904.25	904.25	904.25	904.25	固定资产周转率	7.43	7.47	7.22	7.49
资本公积	323.36	323.36	323.36	323.36	应收账款周转率	2.52	2.45	2.45	2.39
留存收益	1529.25	1912.87	2364.87	2868.44	存货周转率	2.29	2.19	2.28	2.21
归属母公司股东权益	3677.11	3265.47	3717.47	4221.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.74%	—	—	—
少数股东权益	568.25	573.27	579.49	586.63	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>4245.36</b>	<b>3838.74</b>	<b>4296.96</b>	<b>4807.67</b>	资产负债率	75.46%	79.64%	79.84%	79.48%
负债和股东权益合计	17300.55	18850.49	21315.05	23428.51	带息债务/总负债	25.45%	27.19%	27.51%	28.37%
					流动比率	1.27	1.23	1.26	1.30
					速动比率	0.79	0.80	0.82	0.86
					股利支付率	12.43%	8.79%	10.18%	11.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.34	0.47	0.56	0.63
					每股净资产	4.69	4.25	4.75	5.32
					每股经营现金	0.37	0.50	0.31	0.45
					每股股利	0.04	0.04	0.06	0.07
业绩和估值指标									
EBITDA	609.17	690.19	800.74	895.75					
PE	28.34	20.60	17.21	15.31					
PB	2.04	2.26	2.02	1.80					
PS	0.75	0.66	0.58	0.53					
EV/EBITDA	15.01	14.49	12.23	10.57					
股息率	0.44%	0.43%	0.59%	0.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn