

2017年03月26日

安徽水利 (600502.SH)

整体上市完成在即, PPP 助力业绩释放

■老牌地方国资企业, 三大业务良性发展: 安徽水利是省国资委旗下建筑施工板块的唯一上市平台, 通过安徽建工持有其 16.07%的股权。为了提高控股权, 省国资委启动安徽建工整体上市, 并推出员工持股计划, 重组后省国资委持股比例提升到 30.99%。公司主要从事建筑施工、房地产开发和水电运营等业务, 2016 年三大业务营收比例 85: 12: 1, 毛利比例 55: 37: 6。公司业务结构有望持续改善, 高毛利的 PPP、EPC 项目占比大幅增加, 房地产进入结转高峰期, 水电业务产能投放带来业务高弹性, 公司有望迎来业绩快速释放。

■国企改革标杆企业, 区域龙头腾飞在即: 公司安徽国企改革的标杆企业, 2013 年开始探索皖版国企改革之路, 2015 年启动安徽建工整体上市并推出员工持股计划, 预计 2017 年 2 季度安徽建工整体上市完成。安徽建工是中国企业 500 强、ENR 国际承包商 250 强企业, 拥有建筑、公路、市政工程等四项施工总承包特级资质等 140 多项资质, 主要从事建筑施工、投资及房地产和产业链金融等业务, 截至 2016 年 6 月安徽建工剔除剥离资产后的模拟总资产 384 亿元, 所有者权益 46 亿元。安徽建工即将完成整体上市, 轻装上阵+资本市场助力安徽建工快速发展, 区域建筑龙头腾飞在即。

■PPP 模式快速推广, 地方国企大有可为: PPP 已经成为基本国策, 国务院及各部委大力推广 PPP 模式。作为省属大型建筑国企, 安徽建工在 PPP 业务方面竞争优势显著: 地缘优势+400 亿元 PPP 产业基金+良好的政府关系+强大的综合能力。同时, 安徽建工 PPP 业务管理规范, 成立安建投资作为 PPP 业务的管控平台; 决策科学, 每个 PPP 项目均需科学论证、严谨分析和前景展望, 并通过召开 PPP 项目策划评审的方式进行 PPP 项目的投资决策。竞争优势+管理规范+决策科学决定了安徽建工在 PPP 市场大有可为, 有望成为 PPP 板块的新龙头。2016 年安徽建工取得 200 亿元 PPP 项目, 其中包括财政部示范项目, 区域 PPP 龙头正在快速成长。

■水利建设再掀高潮, 引江济淮盛宴开启: 2017 年我国力争再开工云南滇中引水等 15 项工程, 使在建重大水利工程投资总规模达到 9000 亿元以上, “十三五”期间水利投资有望达到 2.43 万亿元。2016 年 12 月“引江济淮”正式开工, 总投资 913 亿元, 工期 72 个月, 预计 2017 年“引江济淮”将完成投资 100 亿元, 预计 2017 年 2 季度引江济淮工程将启动集中招投标, 下半年进入施工阶段, 安徽省水利“盛宴”正式开启。凭借地缘优势、政府资源、项目优势和综合实力, 公司成功中标引江济淮首标工程, 公司能够在引江济淮工程中扮演重要角色, 成为引江济淮蛋糕的最大分享者。

■国企改革释放活力, 盈利能力有望提升: 国企改革助力安徽建工效率

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

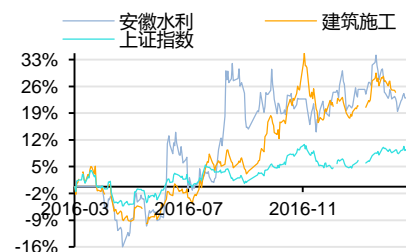
维持评级

6 个月目标价: **13.8 元**
股价 (2017-03-24) **10.14 元**

交易数据

总市值 (百万元)	9,169.07
流通市值 (百万元)	9,169.07
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	-2.05	1.17	15.44
绝对收益	-1.55	6.29	25.17

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: 基建、地产数据靓丽, 公司业务直接受益	2017-03-15
安徽水利: 年报符合预期, 业绩进入上行通道	2017-03-11
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

提升和活力释放：(1) 剥离 5818 名非生产经营人员；(2) 主材集中采购；(3) 启动“资金池”计划；(4) 高管增持+员工持股。预计 2017 年 2 季度安徽建工实现整体上市，整体上市后安徽建工的资产负债率有望下降，再加上推出的“资金池”计划，安徽建工的财务费用有望下降。同时，主材的集中采购也有助于成本的下降，再考虑到非生产经营人员的剥离和 PPP 业务的持续放量，安徽建工的净利率水平有望提高，最终将向行业平均净利率水平考虑，2017 年安徽建工（不含上市公司）净利率水平有望提升到 1.5%。

■**投资建议：**买入-A 投资评级，6 个月目标价 13.8 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 23.34%、19.15%和 19.21%。，净利润增速分别为 35.9%、30.2%、26.2%，成长性突出。作为省属建筑上市平台，安徽水利直接受益于国企改革、PPP、引江济淮、一带一路等政策红利。我们看好公司未来发展空间和国企改革带来的效率提升，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 13.8 元，相当于 2017 年 30 倍动态市盈率。

■**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风险。

(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	682.4
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)	35.8	30.0	22.1	17.0	13.4
市净率(倍)	3.5	2.5	2.9	2.5	2.1
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	0.3%	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

内容目录

1. 公司简介：老牌地方国资企业，三大主业良性发展	5
1.1. 发展历程：从“建筑商”向“建筑商+地产商+水电运营商”演变	5
1.2. 股东结构：国资持股比例相对较低，整体上市提升控股权	5
1.3. 业务结构：工程业务结构优化，地产水电快速发展	6
1.4. PPP 和 EPC 业务崛起，地产水电业绩加速	7
2. 国企改革标杆企业，区域龙头腾飞在即	8
2.1. 国企改革标杆企业，整体上市即将完成	8
2.2. 集团资产整体注入，综合施工能力大增	9
2.3. 地方国资+产业基金，区域 PPP 龙头强势崛起	10
2.4. 积极布局“一带一路”，海外市场有望提速	11
3. PPP 模式快速推广，地方国企大有可为	12
3.1. 多策并举力推 PPP，政策红利强势来袭	12
3.2. PPP 模式快速推广，落地执行情况良好	14
3.3. 安徽推出三批 PPP 项目，城市交通占比较大	15
3.4. 积极推介 PPP 项目，落地执行情况良好	15
3.5. 国资背景竞争力强，PPP 市场大有可为	16
4. 水利建设再掀高潮，引江济淮盛宴开启	18
4.1. 水利投资高速增长，水利建设再掀高潮	18
4.2. 引江济淮工程启动，水利蛋糕分享在即	19
4.3. 区域水利龙头企业，引江济淮受益匪浅	21
5. 国企改革释放活力，盈利能力有望提升	21
5.1. 剥离非生产经营人员，轻装上阵提升盈利能力	22
5.2. 主材集中采购+资金池计划，助力成本降低	22
5.3. 高管增持+员工持股，增强业绩释放动力	23
5.4. 净利率提升空间大，安徽建工前景广阔	23
6. 估值与投资建议	24
6.1. 盈利预测：三大业务良性发展，公司业绩高速增长	24
6.2. 公司估值：国企改革和成长性提升公司估值空间	25
6.3. 投资建议：低估值 PPP 区域龙头，被遗忘一带一路概念股	25
6.4. 风险提示	26

图表目录

图 1：公司成长为“建筑商+地产商+水电运营商”	5
图 2：公司重组前和重组后股权结构	6
图 3：2011-2016 年房地产营业收入及毛利率	7
图 4：2012-2017E 年房地产销售目标和实际销售	7
图 5：2011-2016 年房地产营业收入及毛利率	8
图 6：2012-2016 年水电业务收入及其毛利率	8
图 7：安徽建工整体上市重大事件一览	9
图 8：安徽建工旗下主要控股和参股公司	9
图 9：2014-2016.6 年合并营业收入（亿元）	10

图 10: 2014-2016.6 年合并净利润 (亿元)	10
图 11: 省属区域性建筑 PPP 龙头企业	11
图 12: 公司海外市场布局情况	12
图 13: 2012-2016.6 年安徽建工海外收入 (亿元)	12
图 14: 2012-2014 年安徽建工海外业务合同 (亿元)	12
图 15: 2014 年以来我国主要出台的 PPP 支持政策	13
图 16: 安徽省关于 PPP 出台的主要支持政策	14
图 17: 全国 PPP 综合信息平台项目数及投资额	14
图 18: 财政部示范项目数量及其投资额	14
图 19: 全国 PPP 项目的落地率	15
图 20: 财政部示范项目的落地率	15
图 21: 安徽推出三批 PPP 项目	15
图 22: 安徽城市交通投资金额较大	15
图 23: 财政部示范项目及落地项目的区域分布	16
图 24: 财政部示范项目落地执行的区域分布	16
图 25: 安徽建工在 PPP 方面的主要优势	17
图 26: 安徽建工 PPP 管控平台和决策机制	17
图 27: 2006-2016 年水利建设投资完成情况	19
图 28: 引江济淮工程示意图	20
图 29: 引江济淮工程重大节点事件	21
图 30: 公司将是引江济淮工程的主要受益者	21
图 31: 非生产人员剥离的安置费用一览	22
图 32: 主要建筑上市公司 2015 年资产负债率对比	23
图 33: 安徽水利的核心投资逻辑	26
表 1: 2016 年公司工程订单结构和业务构成	6
表 2: 公司旗下水电站情况一览表 (单位: 万 KW、亿 KW.H、元/KW.H、万元)	7
表 3: 公司工程业务中标情况及其在手订单 (单位: 个、亿元、%)	8
表 4: 安徽建工旗下主要公司简介 (单位: 亿元)	10
表 5: 安徽省 PPP 项目在发改委推介信息库和财政部示范项目的情况	16
表 6: 安徽建工和安徽水利主要的 PPP 项目	18
表 7: 2015.8-2016.8 月安徽水利高管增持情况汇总	23
表 8: 安徽水利员工持股计划人员认购情况	23
表 9: 主要建筑上市公司净利率水平比较 (单位: %)	24
表 10: 安徽建工盈利预测 (单位: 亿元)	24
表 11: 公司三大业务营收及增速预测	25
表 12: 公司与可比公司估值比较	25

1. 公司简介：老牌地方国资企业，三大主业良性发展

1.1. 发展历程：从“建筑商”向“建筑商+地产商+水电运营商”演变

安徽水利开发股份有限公司（以下简称“安徽水利”或公司）前身是成立于 1998 年的安徽水建设股份有限公司（以下简称“安徽水建”），2000 年 11 月安徽水建更名为安徽水利，并于 2003 年 4 月登陆资本市场。公司成立之初主要从事水利水电工程、小水电和城乡供水等业务，重点服务于水利水电工程、工业和民用建筑工程和公路交通工程，是当时国内重要的水利工程建筑商，目前已经成长为区域性建筑龙头企业，业务涉及民建工程、水利工程、市政工程和路桥工程等。2004 年以来，公司加大房地产开发业务，先后收购了合肥沃尔特置业发展有限公司、安徽水建房地产有限责任公司等地产公司股权，通过承担市政工程、水资源处理等基建工程，获取工程周边优质项目资源，实现建筑和地产业务协调发展，逐渐由“建筑商”向“建筑商+地产商”演变。同时，公司积极布局水电业务，2013 年 11 月公司以增资扩股方式取得贡山县恒远水电开发有限公司（以下简称“恒远水电”）控股权，公司装机容量增加至 24.61 万 KW，水电业务得到了快速发展。

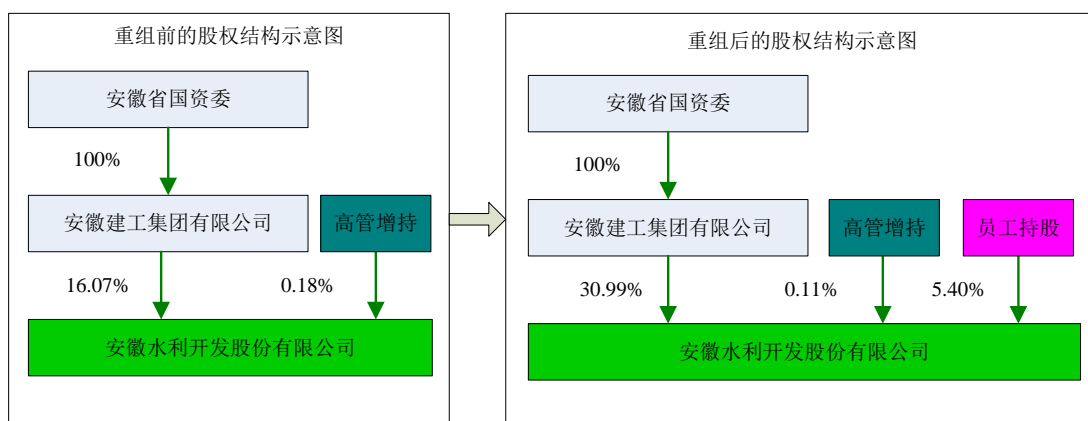
图 1：公司成长为“建筑商+地产商+水电运营商”



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 股东结构：国资持股比例相对较低，整体上市提升控股权

公司是安徽省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）旗下的上市平台，省国资委是公司实际控制人，通过旗下全资子公司——安徽建工集团有限公司（以下简称“安徽建工”）持有公司 16.07% 的股权，持股比例相对较低。为了提高控股权和解决同业竞争问题，省国资委启动了安徽水利吸收合并安徽建工并配套融资事宜，整体上市后省国资委持股比例有望达到 30.99%，控股权大幅提升。同时，公司股权结构还呈现出高管增持+员工持股的特征。2015 年“股灾”期间，公司响应证监会“救市”号召，推出了董监高增持计划，公司高管计划增持金额不低于 1000 万元，实际增持金额 2254 万元，是增持计划的 2.25 倍，涉及包括董事长在内的 13 名董监高。目前，公司高管持股数量约 166 万股，约占当前股本的 0.18%，约占重组后总股本的 0.11%。此外，公司推出了认购金额 5.285 亿元的员工持股计划，预计认购股数 8081 万股，约占重组后总股本的 5.40%。本次员工持股计划涉及公司及安徽建工及其下属公司管理层和业务骨干 2299 人，约占重组后公司总人数的 18.79%，员工持股覆盖面广，能够有效激励核心人员积极性，提升公司效率，助力公司业绩释放。

图 2：公司重组前和重组后股权结构


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 业务结构：工程业务结构优化，地产水电快速发展

公司以工程施工和房地产开发为主业，同时涉足水利水电、酒店经营等其它业务。公司业务结构日益优化，单一施工项目（工程总承包和专业承包项目等）占比下降，融资合同项目（BT 项目和 PPP 项目）和交钥匙工程项目（EPC 项目）占比日益提高。从业务构成来看，2016 年公司工程施工收入约 98 亿元，占公司营业收入的 85%；毛利 6.5 亿元，占公司毛利的 55%。其中，单一施工模式确认收入 88.4 亿元，占比 90.2%；毛利 3.9 亿元，占比 60%；毛利率 4.41%；融资合同模式确认收入 8.2 亿元，占比 8.4%；毛利 2.3 亿元，占比 35.4%；毛利率 28.05%。钥匙工程合同模式确认收入 1.5 亿元，占比 1.5%；毛利 0.34 亿元，占比 4.6%；毛利率 23.13%。从订单结构来看，2016 年公司新签订单 138 亿元，其中单一施工订单约 75 亿元，PPP 订单约 47 亿元，EPC 订单约 19 亿元，PPP 和 EPC 订单占比达到 48%，订单结构日益优化，预计 2017 年公司工程业务机构将持续优化，PPP 和 EPC 项目占比将不断提高。

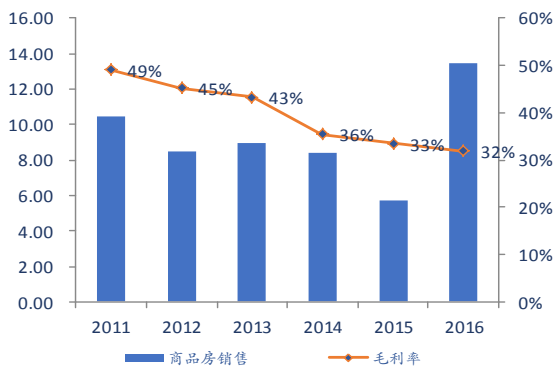
表 1：2016 年公司工程订单结构和业务构成

类型	新签订单 (亿元)		营业收入 (亿元)		毛利润 (亿元)		毛利率
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
单一施工	72	52.17%	88.4	90.20%	3.9	60%	4.41%
融资合同	47	34.06%	8.2	8.40%	2.3	35.40%	28.05%
交钥匙工程	19	13.77%	1.5	1.50%	0.34	4.60%	23.13%
合计	138	100.00%	98.1	100.10%	6.54	100.00%	6.67%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

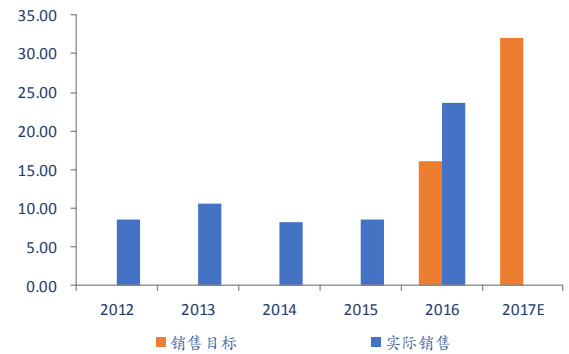
地产业务快速放量，业绩弹性大幅增加。地产业务是公司第二大业务，2016 年公司地产业务营业收入 13.46 亿元，占公司营业收入的 12%；实现毛利 4.29 亿元，占公司毛利的 37%。公司通过施工与地产联动方式取得低成本的房地产项目，通过工程锁定相关项目资源，成功进入了蚌埠、合肥、芜湖、马鞍山、六安、滁州等区域房地产市场，项目主要集中三四线城市，截至 2016 年末公司拥有土地储备 752.4 亩。2016 年以来，我国三四线城市房地产市场呈现出“量价齐升”的发展态势，公司房地产销售情况良好，全年销售计划 16 亿元，实际销售 23.7 亿元，同比增长 177%。2017 年至今公司共有 2 个项目推出新盘，滁州和顺·东方花园 9 号楼 192 套房源 2 小时售罄，蚌埠和顺沁园春 1#、2#、3# 楼等三栋房源 3 小时售罄，公司计划 2017 年销售目标 32 亿元，根据目前销售动态预计完成或者超额完成销售计划的概率较大，增强了公司业绩弹性。

图 3：2011-2016 年房地产营业收入及毛利率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：2012-2017E 年房地产销售目标和实际销售



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

水电业务产能投放，业绩有望高速增长。水电业务是公司第三大业务，2016 年公司水电业务实现营业收入 1.09 亿元，占公司营业收入的 1%；实现毛利 0.65 亿元，占公司毛利的 6%。公司旗下水电站主要有装机容量 5 万 KW 霍山白莲崖水电站、2.5 万 KW 金寨流波水电站、8 万 KW 丹珠河水电站、1.71 万 KW 丹珠河二级水电站、3.2 万 KW 丹珠河三级水电站、2.1 万 KW 东月各河一级水电站和 2.1 万 KW 东月各河二级水电站，总装机容量 24.61 万 KW，权益装机容量 18.81 万 KW，分别位于安徽省霍山县、金寨县和云南省怒江州贡山县。2016 年公司旗下水电站完成发电量 4.34 亿 KWH，同比增长 58.09%；上网和销售电量 4.27 亿 KWH，同比均增 58.70%。公司旗下丹珠河电站、丹珠河二级电站产能受当地输电能力影响无法充分发挥，难以满负荷运行；丹珠河三级电站和东月各河一、二级电站于 2016 年末才开始发电，当年未贡献收入。2016 年贡山地区输电线路基本完成，输电能力大幅提高，电站发电负荷大幅增加，预计 2017 年公司水电业务将保持高速增长。

表 2：公司旗下水电站情况一览表（单位：万 KW、亿 KW.H、元/KW.H、万元）

水电站	装机容量 (万 KW)	设计发电量 (亿 KW.H)	多年平均发电量 (亿 KW.H)	2016 年 发电量	2016 年 上网电量	上网电价	售电收入
金寨流波水电站	2.5	0.6	0.75	7375	7270	0.38	2778
霍山白莲崖水电站	5	1.2	1.04	12016	11776	0.39	4570
丹珠河水电站	8	1.92	3.93	20015	19715	0.19	3746
丹珠河二级水电站	1.71	0.41	0.87	3626	3572	0.19	679
丹珠河三级水电站	3.2	0.77	1.6	194	192	0.22	42
东月各河一级水电站	2.1	0.5	1.05	105	103	0.22	23
东月各河二级水电站	2.1	0.5	1.05	105	104	0.22	23
合计	24.61	5.91	10.29	43436	42732	0.26	11860

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.4. PPP 和 EPC 业务崛起，地产水电业绩加速

公司工民建业务快速增长，整体毛利率呈现下滑趋势。公司 PPP 和 EPC 业务崛起，盈利能力显著提升，地产和水电业务占比提升，增强公司整体盈利能力。公司营业收入从 2012 年的 64.9 亿元增加到 2016 年的 114.8 亿元，复合增长率 12.08%，其中主要是工民建工程业务快速增长所致，2012-2016 年工民建工程营业收入复合增长率 18.92%。由于工民建工程毛利率很低，造成公司毛利率整体呈现下降趋势，2012 年公司毛利率 17.90%，2016 年公司毛利率降至 10.24%。2016 年公司在业务承接上开始战略调整，大幅压缩房建工程业务承接，积极拓展水利、市政、路桥等基建业务，2016 年新签房建工程订单占比不足 30%，水利、市政和路桥等基建订单突破 70%。从业务模式来看，公司 PPP 和 EPC 业务崛起，2016 年 PPP 和 EPC 项目新签订单占比接近 50%，公司 PPP 和 EPC 项目毛利率在 20%-30%，2017 年公司仍将加大 PPP 和 EPC 项目拓展，预计 PPP 和 EPC 项目占比将持续提高。从未完工项目合同来看，2016 年公司未完工项目剩余合同金额约 180 亿元，其中单一施工

113.77 亿元，融资合同 48 亿元，交钥匙工程 17.74 亿元，剩余合同金额比重为 63: 27: 10，PPP 和 EPC 项目的提高将显著提高公司盈利能力。

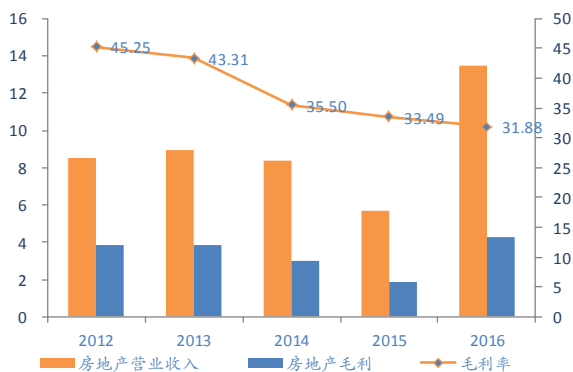
表 3：2016 年公司工程业务中标情况及其在手订单（单位：个、亿元、%）

分类	工程名称	中标数量	中标金额	数量同比	金额同比	未完工结转下年合同	2016 毛利率
业务模式	单一施工	134	72.22			113.77	4.39%
	融资合同	5	47			48	27.99%
	交钥匙工程	4	19			17.74	23.11%
	合计	143	138.22	-22.28	5.79	179.51	
细分行业	房建工程	32	41.04	-21.95	-36.06		2.79%
	水利工程	38	39.08	-26.92	42.11		6.87%
	市政工程	26	35.03	8.33	76.65		11.24%
	路桥工程	9	21.57	-35.71	46.34		
	其他工程	38	1.5	-28.3	-65.91		
	合计	143	138.22	-22.28	5.79		

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

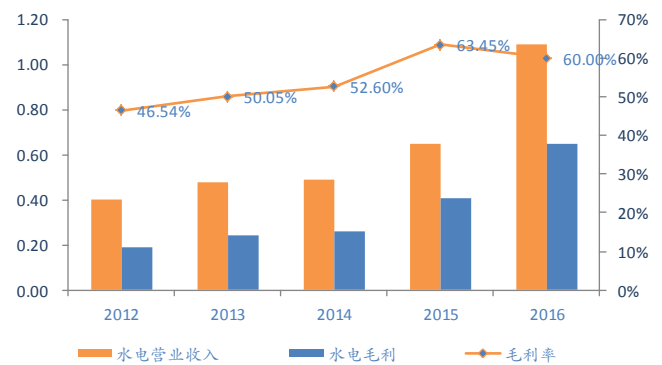
地产水电业绩提速，整体盈利能力提高。2016 年公司工程、地产、水电三大业务构成比例为 85: 12: 1，2017 年公司地产业务和水电业务占比有望再次提升。2016 年公司地产业务销售远超预期，2017 年销售目标 32 亿元，全年完成或者超额完成的概率较大。截至 2016 年末公司预收账款 23.44 亿元，其中 14.23 亿元为预收商品房款，如果 2017 年公司销售目标达到，可供结转的商品房预收款超过 46 亿元，预计将贡献毛利 14-15 亿元，助力地产业绩释放，提升公司盈利能力。公司水电业务因产能投放预计仍将保持较快增长，如果水电站全部满负荷运营，公司旗下水电站的发电量有望达到 10 亿 KW.H，如果按照 0.26 元/KW.H 的电价计算，公司水电业务营收规模有望达到 2.6 亿元，预计每年将贡献毛利 1.5 亿元左右。

图 5：2011-2016 年房地产营业收入及毛利率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：2012-2016 年水电业务收入及其毛利率



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

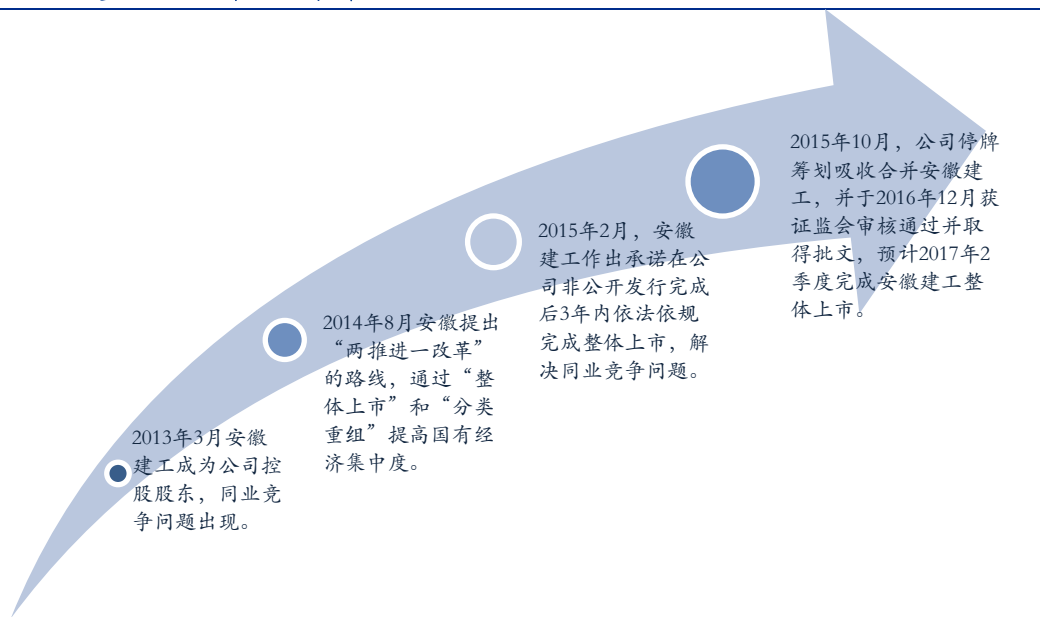
2. 国企改革标杆企业，区域龙头腾飞在即

2.1. 国企改革标杆企业，整体上市即将完成

公司是安徽国企改革的标杆企业，2013 年 3 月公司股权即被国资委划拨至安徽建工旗下，开启皖版国企改革的探索之路。安徽坚持“因企制宜、一企一策”的改革方向，并于 2014 年 8 月审议通过了《2014 年深化全省国资国企改革的安排意见》，提出“两推进一改革”的路线，通过“整体上市”和“分类重组”提高国有经济集中度。安徽建工与安徽水利业务结构重叠，同业竞争关系明显，通过资产注入和整体上市是解决同业竞争关系的主要途径。2014 年安徽国企改革明确提出通过“整体上市”提高国有经济集中度，安徽建工的整体上市进程有望提速。2015 年 2 月，安徽建工作出承诺在公司非公开发行完成后 3 年内依法依规完成整体上市。2015 年 10 月，公司停牌筹划安徽建工整体上市事项，2016 年 3 月公司发布吸收合并安徽建工并配套融资预案，2016 年 12 月公司吸收合并安徽建工并配套融资事宜获证

监会审核通过，预计2017年2季度公司完成吸收合并安徽建工，整体上市完成在即。

图7：安徽建工整体上市重大事件一览

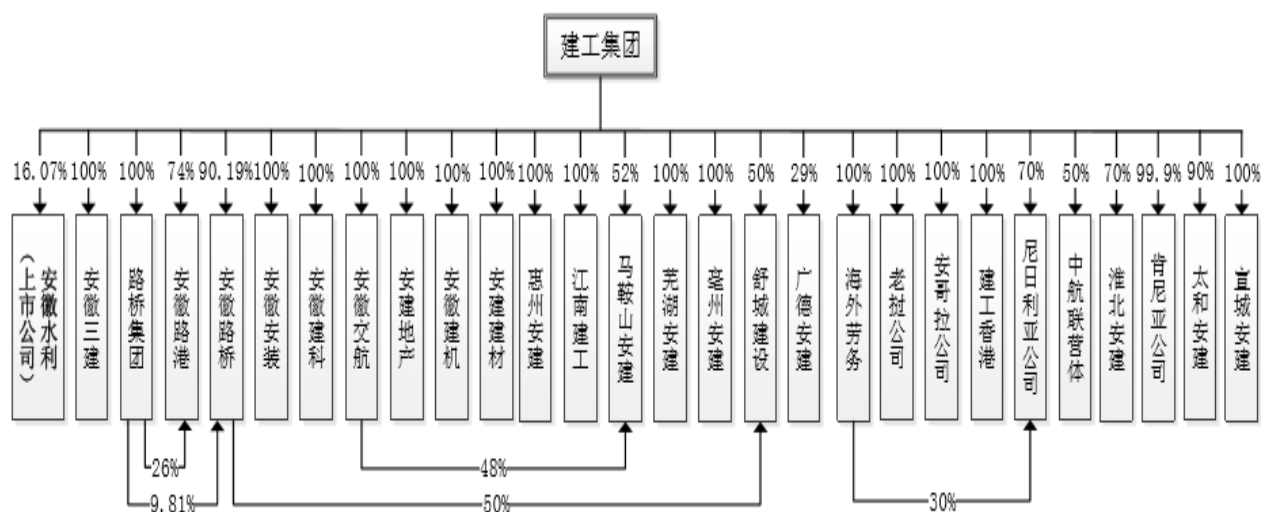


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.2. 集团资产整体注入，综合施工能力大增

安徽建工是中国企业500强、ENR国际承包商250强企业，拥有建筑、公路、市政工程等四项施工总承包特级资质以及境外承包工程、劳务经营权和对外援助成套项目施工任务实施企业资格。同时，安徽建工作具有各类总承包或专业承包资质140余项，其中一级资质74项。安徽建工旗下拥有安徽三建工程有限公司（以下简称“安徽三建”）、安徽省路桥工程集团有限责任公司（以下简称“路桥集团”）、安徽省路港工程有限公司（以下简称“安徽路港”）、安徽省公路桥梁工程有限公司（以下简称“安徽路桥”）和安徽省通航务工程有限公司（以下简称“安徽交航”）等20多家子公司。安徽建工主要从事建筑施工、投资及房地产和产业链金融等业务。

图8：安徽建工旗下主要控股和参股公司



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

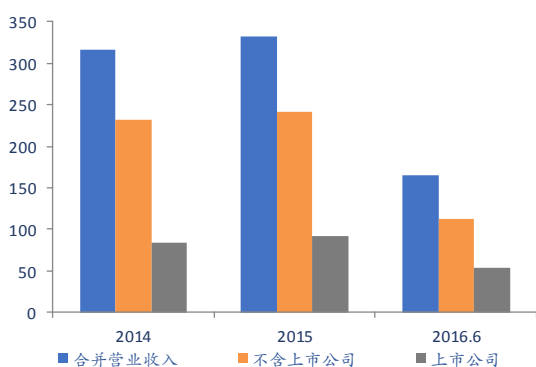
安徽三建拥有建筑工程施工总承包特级和工程设计建筑行业甲级资质，注册资本 5.1 亿元，以房建为核心，并积极拓展轨道交通、城市管廊、海绵城市以及 PPP 等新型业务，已经成为集投资、设计、施工、为一体的工程总承包大型企业，2016 年安徽三建产值和经营均超 120 亿元。安徽路桥拥有公路工程施工总承包特级资质和公路行业工程设计甲级资质，注册资本 10 亿元，年生产能力 100 亿元，主要从事公路、市政工程投资与施工，在大跨径桥梁、高速沥青路面、隧道施工等优势显著。路桥集团拥有工程施工总承包一级和隧道、路基、路面、桥梁工程专业承包一级资质，注册资本 6.053 亿元，年施工能力 60 亿元，主要从事公路、桥梁、隧道、港口、航道、交通工程施工及相关业务。安徽路港拥有港口与航道工程施工总承包壹级、公路工程施工总承包壹级、市政工程施工总承包壹级资质和桥梁、路基、路面三项专业壹级资质，注册资本 2.02 亿，年施工能力 50 亿元，主要从事港口与航道工程施工、公路工程施工、市政工程施工，及港航、公路、市政工程投资等业务。安徽交航拥有市政公用工程、港口与航道工程、水利水电工程、公路工程、建筑工程 5 项施工总承包资质，同时具有环保、隧道、路基路面、桥梁、钢结构、地质灾害处理、河湖整治、航道整治以及城市园林绿化等 10 项专业承包资质，注册资本 5.02 亿元，年产值 50 亿元。

表 4：安徽建工旗下主要公司简介（单位：亿元）

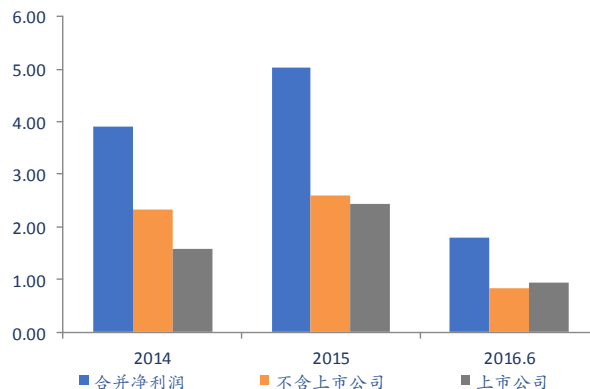
公司名称	注册资本	产值	主要资质	主营业务
安徽三建	5.1	120	总承包特级和工程设计建筑行业甲级资质	房建工程和轨道交通等
安徽路桥	10	100	工程施工总承包特级资质和公路行业工程设计甲级资质	公路、市政工程投资与施工
路桥集团	6.053	60	总承包一级和隧道等工程专业承包一级资质	公路、桥梁、隧道、港口工程施工及相关业务
安徽路港	2.02	50	港口与航道工程施工总承包施工总承包壹级	港口与航道工程
安徽交航	5.02	50	市政等 5 项施工总承包资质，环保等 10 项专业承包资质	市政和航道工程
合计	24.61	5.91		

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

本次重组将注入安徽建工旗下主要资产，截至 2016 年 6 月末，安徽建工剔除剥离资产后的模拟总资产 384 亿元，所有者权益 46 亿元，2015 年安徽建工剔除剥离资产后的模拟营业收入 332 亿元，净利润 5.03 亿元，净利率 1.52%。安徽建工整体上市后，公司综合施工能力大幅增加，业务范围将从房建、水利、市政、路桥向轨道交通、港口、航道等领域延伸，业务规模接近重庆建工业务规模。

图 9：2014-2016.6 年合并营业收入（亿元）


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 10：2014-2016.6 年合并净利润（亿元）


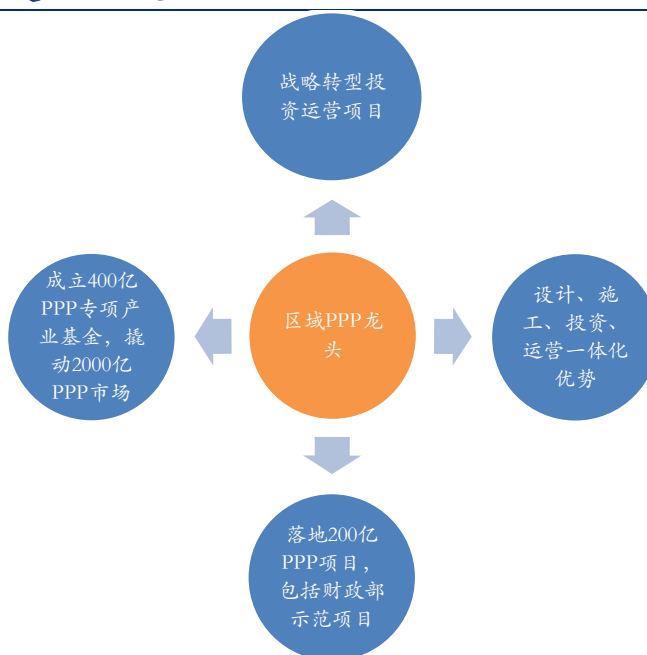
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2.3. 地方国资+产业基金，区域 PPP 龙头强势崛起

安徽建工以“改革、转型、发展”为主题，着力推进结构调整和业务转型，成功实现由传统

施工向投资运营转变，向高端业务倾斜、向产业链上游延伸的战略转型。“十二五”期间，安徽建工投资近 500 亿元实施一批涉及水利、能源、交通、环保及城镇基础设施等领域项目，投资地域涵盖安徽、陕西、广东、浙江、新疆、贵州、重庆、香港等省市自治区投资运营项目大幅增加。为了拓宽融资渠道，大力布局 PPP 业务，安徽建工联合兴业银行、浦发银行发起设立规模近 400 亿元的 PPP 专项产业基金，预计可撬动总投资达到 2000 亿元 PPP 项目。凭借设计-施工-运营的综合能力、400 亿元 PPP 产业专项基金和大型建筑国企的背景，安徽建工 PPP 业务高速增长，2016 年成功落地舒城县 G206 升级改造工程、淮北市中湖矿山地质环境治理工程和太和现代产业园等 11 个 PPP 项目，合同金额 200 亿元，其中淮北市中湖矿山地质环境综合治理 PPP 项目为财政部示范项目，区域 PPP 龙头快速崛起，有助于提升安徽建工盈利能力。

图 11：省属区域性建筑 PPP 龙头企业

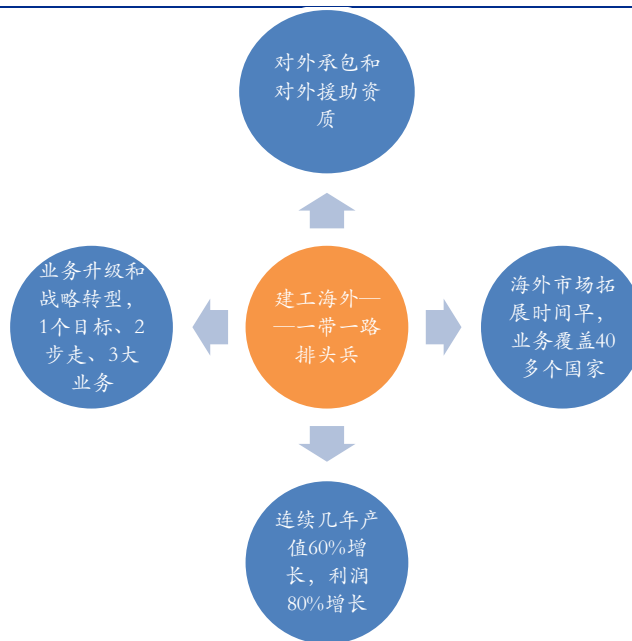


资料来源：安徽建工网站(<http://www.aceg.com.cn/>)、安信证券研究中心

2.4. 积极布局“一带一路”，海外市场有望提速

安徽建工旗下的安徽建工集团有限公司海外工程分公司（以下简称“建工海外”）专门从事和开展海外业务，包括对外建筑工程总承包、对外劳务输出和进出口贸易。1992 年建工海外首批获得国家建设部批准工程总承包企业一级资质和对外工程承包资质，2004 年通过对外援助成套项目施工任务实施企业资格认证。建工海外 1982 年开展海外业务，先后在 40 多个国家承建学校、医院、法院、领馆等工程，海外项目分布在巴基斯坦、斯里兰卡、阿尔及利亚、安哥拉、肯尼亚等亚洲和非洲国家。建工海外连续六年实现了产值年均 60% 的增长，利润 80% 的增长，2009 年起进入 ENR 国际承包商 225 强并连年上榜。“十二五”期间，建工海外积极进行业务升级和战略转型，实施“1 个目标、2 步走、3 大业务板块”的跨国发展战略，确立“锁定非洲、拓展亚洲、探索欧美”的市场定位，“十二五”期间实现营业总收入突破 100 亿元。

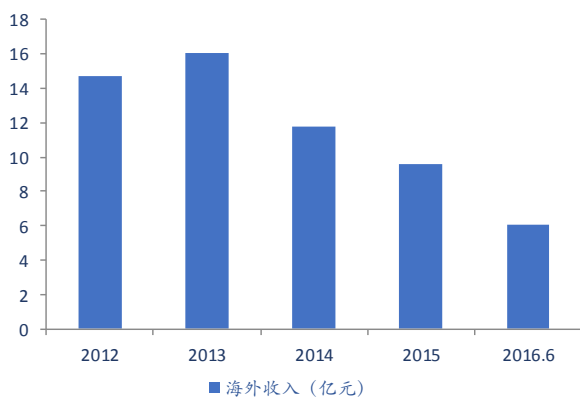
图 12: 公司海外市场布局情况



资料来源: 安徽建工网站(<http://www.aceg.com.cn/>)、安信证券研究中心

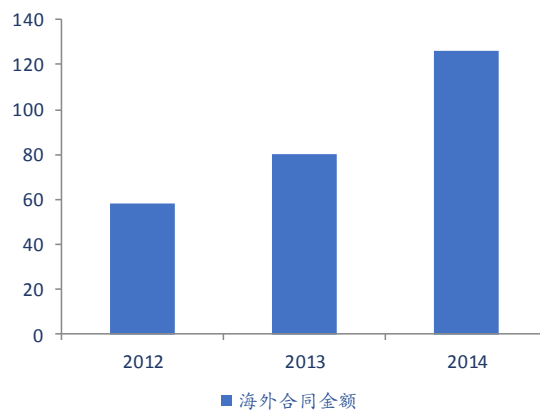
借道“一带一路”，海外市场有望提速。安徽建工的海外市场主要集中在非洲和亚洲，以民用建筑为主，业务规模相对稳定。2012-2014 年安徽建工海外业务年均产值约 20-25 亿元，年均收入约 12-16 亿元。2015 年初安徽建工工作会上，安徽建工董事长赵时运明确提出新的发展战略“向西、向西、再向西”，抓住“一带一路”发展机遇，加大“走出去”力度，从以房建为主的业态向房建、基础设施和投资贸易“三足鼎立”的业务格局，实施“从借船出海”到“造船出海”的两步走跨国路线和“依附性—自主型—主导型”战略转型，实现“主业突出、结构合理、治理良好、做优做强，具有国际竞争力，成为全国省级建工集团海外业务领军者”的发展目标。2016 年 1-6 月安徽建工海外收入 6.07 亿元，较 2015 年同期显著增加。同时，安徽建工海外订单快速释放，2014 年安徽建工海外施工业务合同金额 128 亿元，同比增长 57%，2015-2016 年海外施工订单仍保持较高增长，安徽建工借道“一带一路”助力海外市场提速。

图 13: 2012-2016.6 年安徽建工海外收入 (亿元)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 14: 2012-2014 年安徽建工海外业务合同 (亿元)



资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

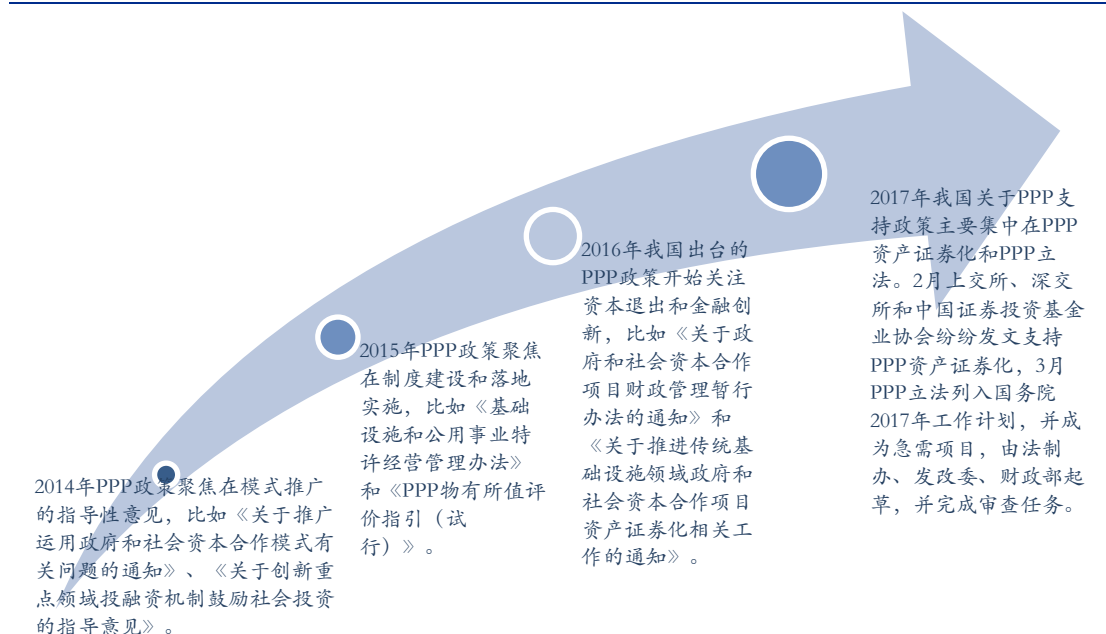
3. PPP 模式快速推广，地方国企大有可为

3.1. 多策并举力推 PPP，政策红利强势来袭

2013 年以来，国务院和各部委密集出台 PPP 相关政策，PPP 已经成为基本国策。2014 年我国主要出台 PPP 模式推广的指导性政策，比如 9 月财政部出台的《关于推广运用政府和

社会资本合作模式有关问题的通知》和 11 月国务院出台的《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》。2015 年我国从 PPP 制度建设和落地实施角度出台相关政策，比如 4 月发改委联合财政部、住建部、交通运输部、水利部和人行出台的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》和 12 月财政部出台的《PPP 物有所值评价指引（试行）》。2016 年我国出台的 PPP 政策开始关注资本退出和金融创新，比如 9 月财政部出台的《关于政府和社会资本合作项目财政管理暂行办法的通知》和 12 月发改委联合证监会出台《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作项目资产证券化相关工作的通知》。2017 年我国关于 PPP 支持政策主要集中在 PPP 资产证券化和 PPP 立法，2 月上交所、深交所和中国证券投资基金业协会纷纷发文支持 PPP 资产证券化和 3 月 PPP 立法列入国务院 2017 年工作计划，并成为急需项目。

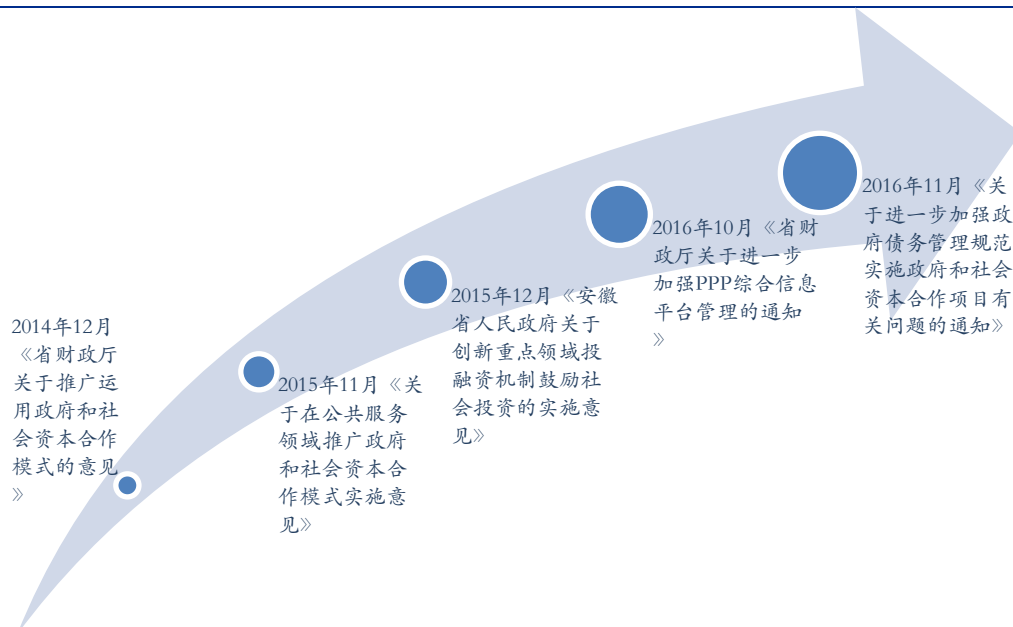
图 15：2014 年以来我国主要出台的 PPP 支持政策



资料来源：国务院、财政部、发改委等，安信证券研究中心

安徽积极响应中央号召，迅速出台 PPP 支持政策和配套政策，省政府、财政厅等政府部门陆续发布相关政策。2014 年 12 月省财政厅发布《省财政厅关于推广运用政府和社会资本合作模式的意见》，鼓励社会资本参与安徽 PPP 项目；2015 年 11 月省财政厅联合省发改委和合肥人行发布《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式实施意见》，将 PPP 模式纳入法制轨道保护各方利益；2015 年 12 月省政府发布《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的实施意见》，进一步健全 PPP 模式；2016 年 10 月安徽省财政厅发布《省财政厅关于进一步加强 PPP 综合信息平台管理的通知》，利用信息化平台推广 PPP 模式；2016 年 11 月省财政厅发布《关于进一步加强政府债务管理规范实施政府和社会资本合作项目有关问题的通知》，加强政府债务管理，规范 PPP 模式，防控 PPP 风险。

图 16: 安徽省关于 PPP 出台的主要支持政策

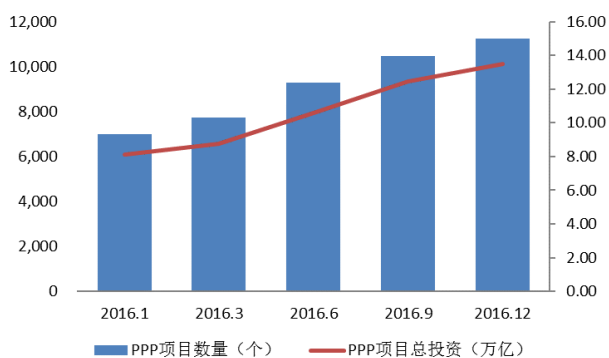


资料来源：安徽省财政厅等、安信证券研究中心

3.2. PPP 模式快速推广，落地执行情况良好

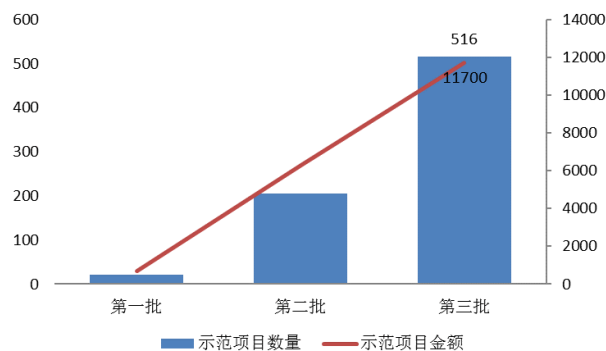
《全国 PPP 综合信息平台项目库第五期季报》显示，截至 2016 年末，全国入库项目 11260 个，投资额合计 13.5 万亿元，再创历史新高。从入库数量来看，贵州、山东、新疆、四川、内蒙古位居前五名，分别为 1788 个、1087 个、852 个、848 个、828 个，合计占入库项目总数的 48.0%。从入库投资额来看，贵州、山东、云南、河南、四川位居前五名，分别为 16034 亿元、12229 亿元、10302 亿元、9538 亿元、9180 亿元，合计占入库项目总投资的 42.4%。同时，财政部推出了三批示范项目，截至 2016 年末，财政部示范项目数量 743 个，投资额合计 18676 亿元。从财政部示范项目数量来看，河南、云南、山东、河北、安徽位居前五名，分别为 65 个、58 个、51 个、46 个、43 个，合计占财政部示范项目数量的 35.40%；从财政部示范项目行业分布来看，市政工程、交通运输、生态环保、城镇综合开发、医疗卫生位居前五名，分别为 324 个、83 个、60 个、37 个、35 个，合计占财政部示范项目数量的 72.54%。

图 17: 全国 PPP 综合信息平台项目数及投资额



资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

图 18: 财政部示范项目数量及其投资额



资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

从 PPP 落地执行情况来看，无论是入库项目还是示范项目，落地执行率均快速提升。从全国入库 PPP 项目落地情况来看，2016 年 1 月末全国入库 PPP 项目落地率为 19.6%，并呈现出逐月提升态势，2016 年 12 月末全国入库 PPP 项目落地率为 31.6%，提升 12 个百分点，这意味着有 4.3 万亿的 PPP 项目处于执行阶段。从财政部示范项目来看，由于财政部示范项目分批推出，目前共推出三批，2016 年 12 月末第一批财政部示范项目落地率 100%，第二

批财政部示范项目落地率 62%，第三批财政部示范项目落地率 43%，三批财政部示范项目整体落地率 50.2%。

图 19: 全国 PPP 项目的落地率

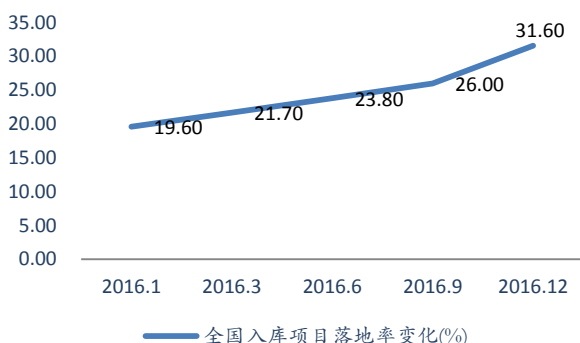
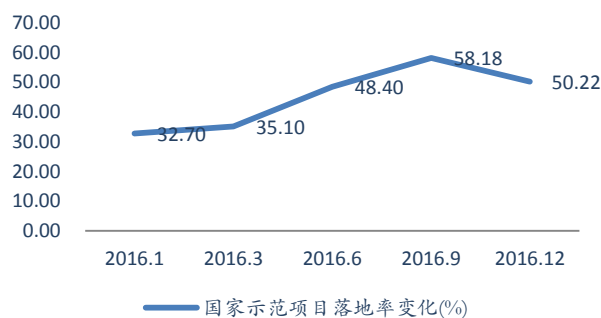


图 20: 财政部示范项目的落地率



资料来源: 全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

资料来源: 全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

3.3. 安徽推出三批 PPP 项目，城市交通占比较大

2014 年 9 月安徽省建设厅推出第一批城市基础设施 PPP 项目共 42 个项目，总投资 709.53 亿元，涉及城镇污水处理、城镇生活垃圾处理、城镇供水、城市交通、生态园林等。2015 年 11 月安徽省住建厅和财政厅联合发布了第二批城市基础设施 PPP 项目共 67 个项目，总投资 424.46 亿元，涉及城镇地下综合管廊、城镇供水、城镇交通、污水和垃圾处理、城镇生态园林和水环境等。2016 年 11 月安徽省发改委向社会推出第三批 PPP 项目共 234 个项目，总投资 2662 亿元，涵盖农业、水利、交通设施、公共服务、生态环境、市政设施等领域。从三批 PPP 项目来看，城市交通投资金额较大，第一批城市交通项目数量 12 个，总投资 540 亿元；第二批城市交通项目数量 19 个，总投资 171 亿元；第三批城市交通项目数量 49 个，总投资 816 亿元。

图 21: 安徽推出三批 PPP 项目

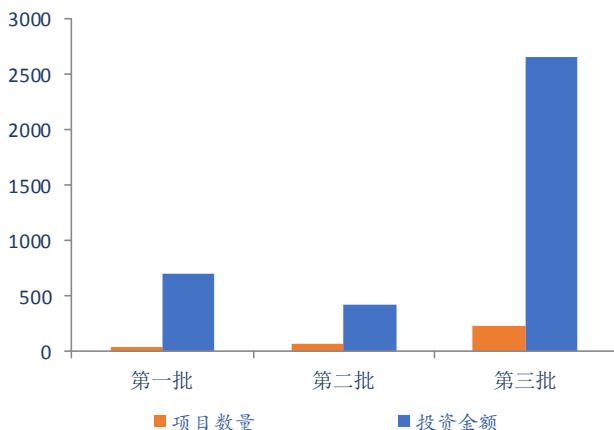
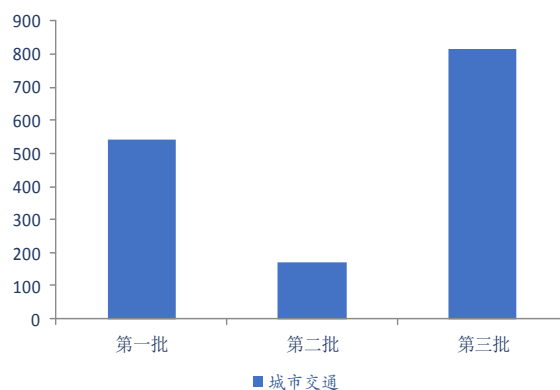


图 22: 安徽城市交通投资金额较大



资料来源: 安徽省财政厅等、安信证券研究中心

资料来源: 安徽省财政厅等、安信证券研究中心

3.4. 积极推介 PPP 项目，落地执行情况良好

安徽省借助发改委 PPP 综合信息平台推介 PPP 项目。2015 年 5 月，国家发改委公布第一批 PPP 推介项目，其中安徽省 PPP 项目合计 131 个，投资金额合计 2086 亿元；2015 年 12 月，国家发改委公布第二批 PPP 推介项目，其中安徽 PPP 项目合计 138 个，投资金额合计 675 亿元；2016 年 9 月，国家发改委公布第三批 PPP 推介项目，其中安徽 PPP 项目合计 237 个，投资金额合计 3903 亿元。目前，安徽省在国家发改委平台推介的 PPP 项目合计 506 个，投资金额合计 6664 亿元。同时，安徽省多个 PPP 项目进入财政部示范项目。2014 年 11 月财政部公布了第一批 PPP 示范项目，其中安徽项目共计 4 个，投资金额合计

约 239 亿元；2015 年 9 月财政部公布了第二批 PPP 示范项目，其中安徽项目共计 4 个，投资金额合计约 53 亿元；2016 年 10 月财政部公布了第三批 PPP 示范项目，其中安徽项目共计 32 个，投资金额合计约 774 亿元。目前，安徽省 PPP 项目进入财政部示范项目合计 40 个，投资总额合计 1059 亿元。

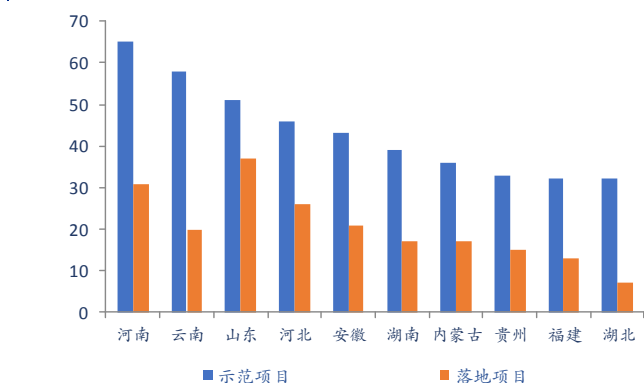
表 5：安徽省 PPP 项目在发改委推介信息库和财政部示范项目的情况

	发改委推介项目				财政部示范项目			
	第一批	第二批	第三批	合计	第一批	第二批	第三批	合计
发布时间	2015.5	2015.12	2016.9		2014.11	2015.9	2016.1	
项目数量	131	138	237	506	4	4	32	40
投资金额	2086	675	3903	6664	239	53	774	1059

资料来源：发改委、财政部、安信证券研究中心

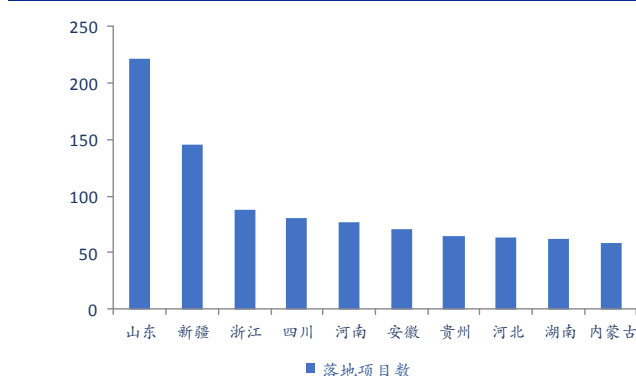
从安徽入库项目的落地情况来看，安徽入库 PPP 项目的落地执行情况良好。截至 2016 年末，安徽在库项目数量 180 个，排名第 18 位；安徽在库项目投资额 2118 亿元，排名第 20 位。安徽在库 PPP 项目无论是从数量和投资金额均不占优势，但安徽 PPP 项目的落地执行率高，截至 2016 年末，安徽在库 PPP 项目落地执行数 71 个，占安徽 PPP 入库项目数的 39%，排名第 6 位；安徽在库 PPP 项目落地执行金额 684 亿元，占安徽 PPP 入库项目的 32%，排名第 13 位。从财政部示范项目来看，截至 2016 年末安徽财政部示范项目落地执行数量为 21 个，排名第 5 位。

图 23：财政部示范项目及落地项目的区域分布



资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

图 24：财政部示范项目落地执行的区域分布

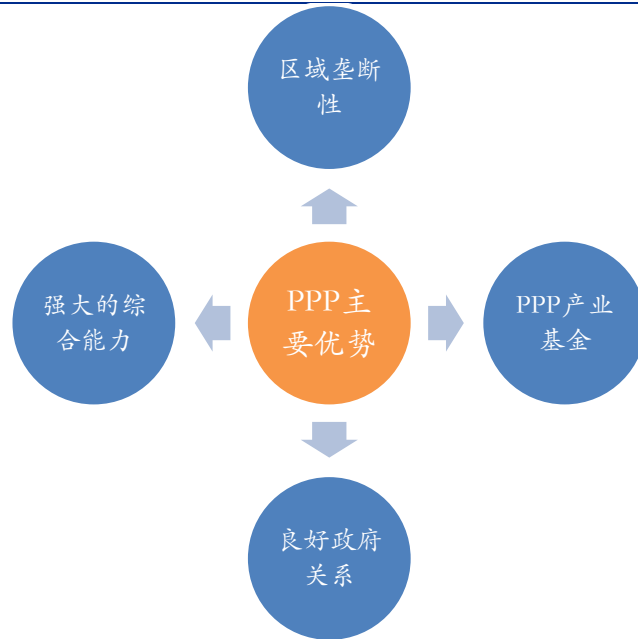


资料来源：全国 PPP 项目综合信息平台、安信证券研究中心

3.5. 国资背景竞争力强，PPP 市场大有可为

作为省属大型建筑国企，安徽建工在 PPP 业务方面竞争优势显著：（1）区域垄断性，安徽建工是安徽省级 PPP 项目指定的 21 家试点企业之一，是省交通厅指定的两家省级道路 PPP 项目的实施单位之一，2015 年 2 月安徽建工签署了省内首个 PPP 项目——总投资超过 15 亿元的普通国省干线 PPP 项目。（2）省内首支 PPP 产业基金：2015 年 8 月安徽建工联合兴业银行和浦发银行发起成立了近 400 亿元 PPP 专项产业基金，通过银企合作推动 PPP 项目的投资与运营，预计能够撬动 2000 亿元资金规模的 PPP 项目。（3）良好的政府关系：安徽建工是厅级单位，与地方政府关系很好，有助于安徽建工获取优质的 PPP 项目，安徽建工取得的具有代表性项目分别有淮北中湖 PPP 项目、广德 S215PPP 项目、太和现代产业园 PPP 项目和舒城 G206PPP 项目。（4）强大的综合能力。安徽建工拥有很强的设计、施工、主材采购、融资、养护等一体化综合能力，具有丰富的 PPP 项目投资与建设经验，能够满足 PPP 项目招投标的各项条件。

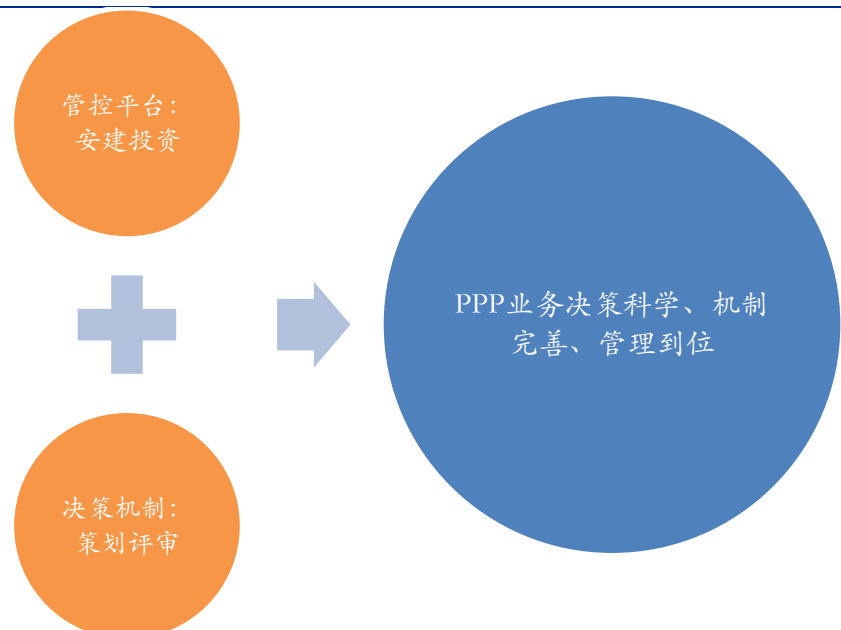
图 25: 安徽建工在 PPP 方面的主要优势



资料来源: 安徽建工网站(<http://www.aceg.com.cn/>)、安信证券研究中心

为推动 PPP 业务开展, 安徽建工成立了 PPP 业务的投资管控平台——安徽建工集团投资管理公司(以下简称“安建投资”)。安建投资成立于 2016 年 7 月 8 日, 主要负责 PPP 项目公司的运营管控和资源管理。目前, 安建投资旗下 PPP 项目公司主要有淮北安建投资有限公司、太和安建投资有限公司、舒城安建投资有限公司和广德新凤公路投资有限公司, 各项目公司具有独立法人资格, 独立经营并自负盈亏。同时, 安徽建工形成了完善的 PPP 项目决策机制, 每个 PPP 项目均需科学论证、严谨分析和前景展望, 并通过召开 PPP 项目策划评审的方式进行 PPP 项目的投资决策。安徽建工的 PPP 项目策划评审一般由安徽建工工程管理部牵头, 安徽建工投资运营部和安建投资配合组织, 开会之前形成 PPP 项目策划纲要, 然后根据项目情况召集财经类、管理类和技术类等专业背景的专家组成 PPP 项目评审专家组, 通过多方论证汇总专家评审意见最终形成《PPP 项目策划评审建议书》, 最终决定是否参与该 PPP 项目, 安徽建工 PPP 决策机制科学严谨。

图 26: 安徽建工 PPP 管控平台和决策机制



资料来源: 安徽建工网站(<http://www.aceg.com.cn/>)、安信证券研究中心

从安徽建工官方网站可以看出，2016年安徽建工PPP订单达到200亿元，主要的PPP项目有总投资约10.4亿元的舒城G206PPP项目、总投资约22亿元的淮北中湖PPP项目、总投资约14亿元的广德S215PPP项目和太和现代产业园PPP框架项目，涉及公路、环保和片区开发等领域，其中淮北中湖PPP项目为财政部示范项目。从安徽水利公告来看，2016年公司中标的PPP项目主要有铜城G206PPP项目、耒阳G107PPP项目、郎溪S214PPP项目、彬县红沿PPP项目、宿州S404PPP项目、漯河沙澧河PPP项目等6个重大PPP项目，投资金额合计为63亿元。公司在PPP项目承接上要求较严，主要选择市政、水利、高速公路和绿化等领域的PPP项目，同时必须入库（省级库或则发改委库）。目前，无论是上市公司还是安徽建工均对PPP业务高度重视，安徽省内第一个落地的PPP由安徽建工承揽，并且取得财政部示范项目，先发优势叠加PPP基金、垄断优势、政府资源、综合实力决定安徽建工在PPP方面大有可为，安徽建工整体上市后有望成为PPP新龙头。

表 6：安徽建工和安徽水利主要的 PPP 项目

公司	项目名称	金额	业主
安徽建工	舒城县 G206 升级改建工程 PPP 项目	10	舒城县交通运输局
	淮北市中湖矿山地质环境治理 PPP 项目	22	淮北市国土资源局
	S21 宜徽公路皖苏省界至广德凤桥段 PPP 项目	13	广德县交通投资有限公司
	合计	45	
安徽水利	G206 小关至桐城段公路改（扩）建工程	12	桐城市交通运输局
	漯河市沙澧河二期综合整治项目	6	漯河市城市建设投资有限公司
	宿州市 S404 宿城至皖苏界改建工程	14	宿州交通投资集团有限公司
	G107 耒阳市绕城公路、竹市至哲桥公路建设项目	10	耒阳市国省干线公路建设开发有限公司
	陕西省彬县红沿河水库 PPP 项目	11	彬县水利局
	S214 郎溪段改建工程 PPP 项目	11	郎溪县公共资源交易中心
合计	63		

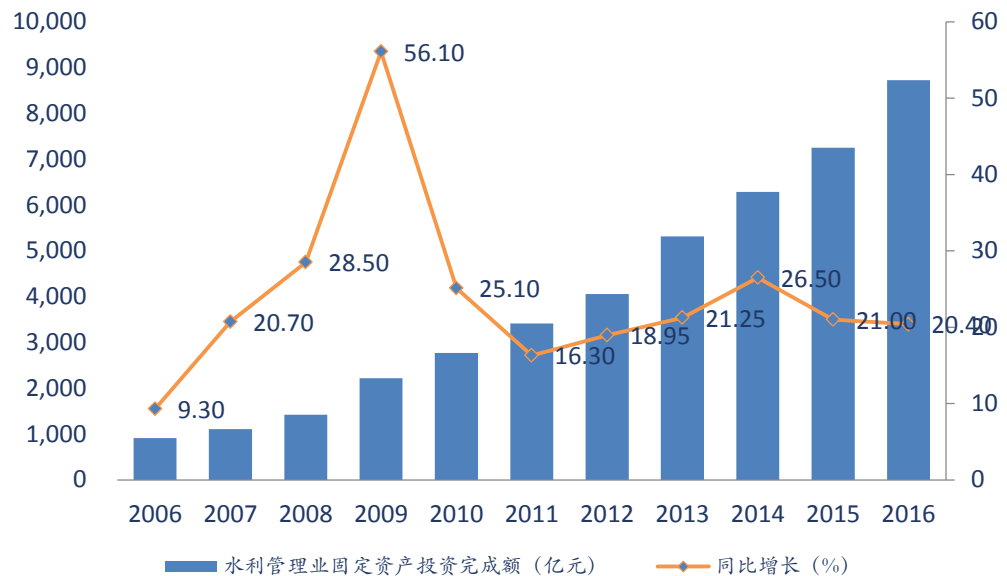
资料来源：WIND 资讯、安信证券研究中心

4. 水利建设再掀高潮，引江济淮盛宴开启

4.1. 水利投资高速增长，水利建设再掀高潮

2011年中央一号文件提出全面加快水利基础设施建设，建立水利投入稳定增长机制，加大公共财政对水利投入，加强对水利建设金融支持力度，广泛吸取社会资本投资水利，至2020年要实现4万亿元的水利投资。据水利部数据，“十二五”期间我国水利建设完成投资2.03万亿元，比规划投资目标高出12.5%。“十三五”我国水利建设将继续保持快速增长态势，预计投资规模2.43万亿元，2016年我国先后开工21项重大水利工程，已开工重大水利工程105项，在建规模超过8000亿元。2017年3月23日国家发改委印发《农业供给侧结构性改革实施意见》称，我国力争再开工云南滇中引水等15项工程，使在建重大水利工程投资总规模达到9000亿元以上。“十三五”期间水利投资将保持较快的增长，成为稳增长、保民生的重要抓手。

图 27：2006-2016 年水利建设投资完成情况



资料来源：WIND、安信证券研究中心

4.2. 引江济淮工程启动，水利蛋糕分享在即

“引江济淮”重大工程被誉为安徽省的南水北调工程，是一项以工业和城市供水为主，兼有农业灌溉补水、生态环境改善和发展江淮航运等综合效益的大型跨流域调水工程，自南向北分为引江济巢、江淮运河、淮水北调三段，是安徽省水资源配置战略工程 and 经济社会发展与水环境改善的重大基础设施。2015年4月20日国务院正式批复引江济淮工程项目建议书，2015年4月22日安徽省人民政府批复组建安徽省引江济淮工程有限责任公司，2015年9月引江济淮工程跨河建筑物航道条件与通航安全影响评价获交通运输部正式批复，2016年12月13日国家发改委批复引江济淮工程可研报告。引江济淮工程包括了引江济巢、江淮沟通、江水北送三段，输水线路总长723公里，其中新开河渠88.7公里、利用现有河湖311.6公里、疏浚扩挖215.6公里、压力管道107.1公里。引江济淮工程估算总投资912.71亿元，其中安徽省内投资842.04亿元，占比92.26%，2016年12月29日引江济淮工程正式开工，引江济淮项目工期72个月。

图 28：引江济淮工程示意图



资料来源：百度百科、安信证券研究中心

2016年12月“引江济淮”正式开工，安徽省水利“盛宴”正式开启。2017年3月，全国“两会”期间，安徽省发改委主任张韶春表示2017年将加快推进引江济淮工程建设，全年完成投资100亿元。2017年3月下旬，国家发改委和水利部下达安徽省2017年重大水利工程和中小河流治理工程投资计划，总投资171亿元，包括重大水利工程投资159亿元、中小河流治理工程投资12亿元。其中，重大水利工程中央预算内投资59.8亿元，重点支持安徽省6个重大水利工程项目建设，其中引江济淮工程中央预算内投资42亿元，2017年安徽省中央预算内水利投资的70%，占2017年引江济淮工程投资计划的42%。我们预计2017年2季度引江济淮工程将启动集中招投标，下半年进入施工阶段，水利蛋糕分享在即。

图 29：引江济淮工程重大节点事件

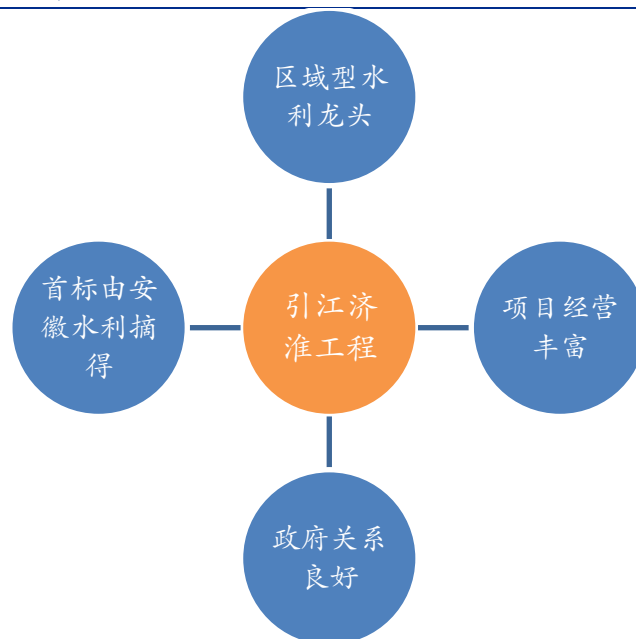


资料来源：相关新闻报道、安信证券研究中心

4.3. 区域水利龙头企业，引江济淮受益匪浅

公司是安徽省国有水利龙头企业，拥有水利水电施工总承包一级资质，是区域型水利龙头企业，在全国水利建设市场也具有较大影响力。公司具有代表性的水利项目主要有：临淮岗洪水控制工程、蚌埠闸扩建工程、南水北调蔺家坝泵站工程、荆山湖退洪闸工程等重大水利工程、王家坝闸、连江渠化枢纽加固工程等。凭借地缘优势、政府资源、项目优势和综合实力，公司能够在引江济淮工程中扮演重要角色，是引江济淮蛋糕的最大分享者。2016年12月，公司成功中标引江济淮工程（安徽段）派河口泵站枢纽施工准备导流导航工程，引江济淮首标由公司摘得，不仅击败了央企中国电建，也击败了省内另一家水利公司——安徽水安建设集团股份有限公司，凸显出公司获取引江济淮工程的强大优势。引江济淮工程即将进入全面招投标阶段，作为安徽省唯一建筑上市国有企业，安徽水利有望得到地方政府支持取得更多的引江济淮工程。

图 30：公司将是引江济淮工程的主要受益者



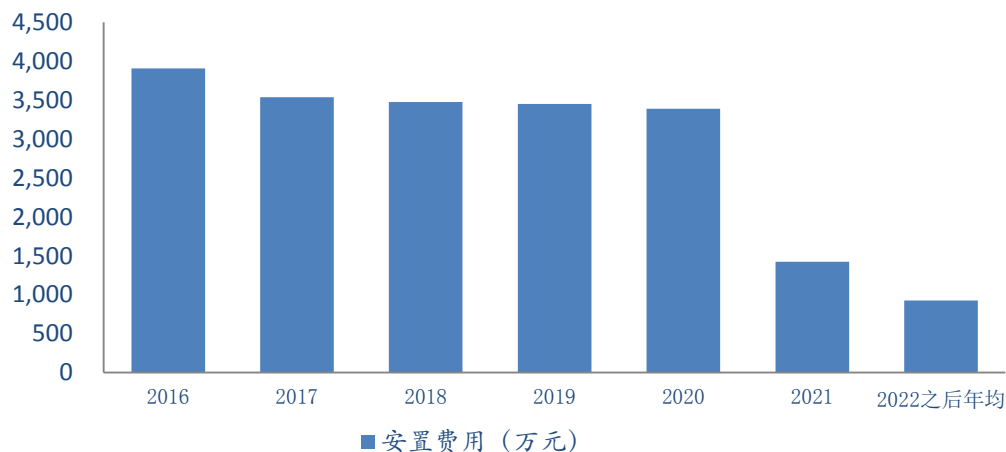
资料来源：公司网站 (<http://www.cahsl.com/>)、安信证券研究中心

5. 国企改革释放活力，盈利能力有望提升

5.1. 剥离非生产经营人员，轻装上阵提升盈利能力

安徽建工是成立于 1952 年的地方国企，经历过计划经济时代，历史包袱较重，拥有较大的冗余人员。根据吸收合并整体上市方案，整体上市后的安徽建工将剥离 5818 名非生产人员，主要是历史遗留的内退人员、工伤人员和离退休人员。剥离非生产人员虽然会产生安置费用，预计 2016 年将产生安置费用 3906 万元，但将大幅减少人工成本，如果按照人均 3 万元/年的人工成本计算，每年将节省人工成本 17454 万元，即使扣除安置费用，人工成本的节约也达到 13548 万元。安徽建工的 overall 上市将实现非经营性资产的剥离和非生产人员的剥离，轻装上阵提升盈利能力。

图 31：非生产人员剥离的安置费用一览

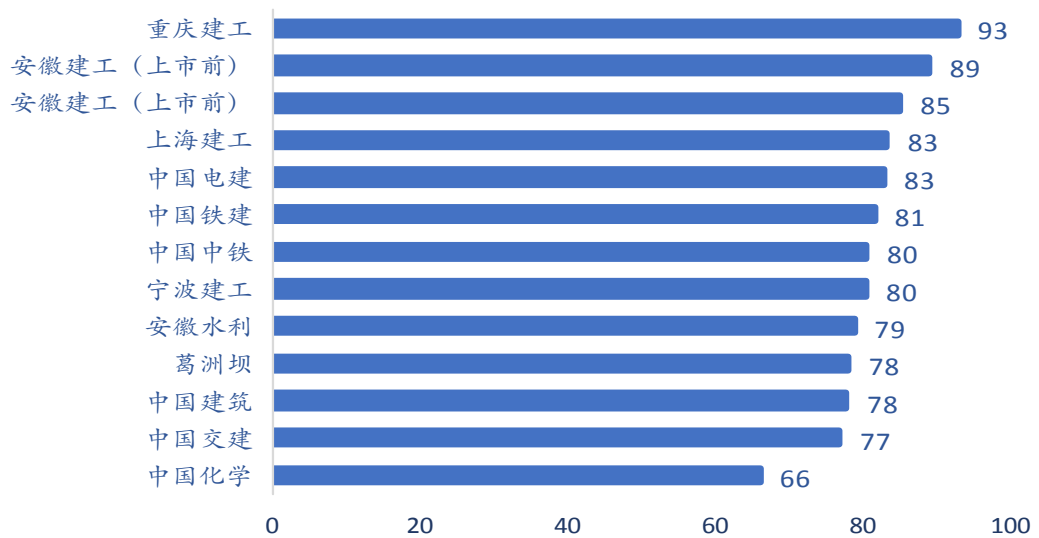


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5.2. 主材集中采购+资金池计划，助力成本降低

2015 年安徽建工成立了“集采”平台，集团范围内的主材必须通过“集采“平台统一采购，不仅增强了采购话语权，降低采购价格，而且有助于规避业务人员的“徇私舞弊“，降低主材的采购成本。根据一年多的运营，“集采“平台对于安徽建工采购成本下降具有积极意义，预计能够降低一定幅度的采购成本。同时，安徽建工推出了类似于财务公司的“资金池“计划，通过盘活集团范围内的资金，提升集团及其旗下公司的资金使用效率，有助于降低安徽建工的财务费用。此外，安徽建工整体上市后，资产负债率将明显下降。截至 2015 年末，安徽建工（合并口径）资产负债率 88.97%，显著高于行业其他上市公司。整体上市后，安徽建工将获得 17.88 亿元的权益资金，考虑到配套融资后 2015 年安徽建工的资产负债率下降至 84.96%，有助于降低安徽建工的财务费用。

图 32：主要建筑上市公司 2015 年资产负债率对比



资料来源：WIND、安信证券研究中心

5.3. 高管增持+员工持股，增强业绩释放动力

高管增持+员工持股增强公司业绩释放动力。2015 年“股灾”期间，公司响应证监会“救市”号召，推出了董监高增持计划，公司高管计划增持金额不低于 1000 万元。2015 年 7 月开始，公司高管开始增持公司股票。截止 2016 年 6 月末，公司共有 13 名高管增持公司股票，增持主要集中在 2015 年 7 月、2015 年 9 月和 2016 年 6 月，合计增持 187.32 万股，增持金额约 2254 万元，是增持计划的 2.25 倍，彰显出公司高管对公司价值认可。

表 7：2015.8-2016.8 月安徽水利高管增持情况汇总

时间段	人数	股数 (万股)	市值 (万元)
2015 年 7 月	9	34.27	485.26
2015 年 9 月	13	93.52	1284.06
2016 年 6 月	10	60.53	484.71
总计	13	187.32	2254.04

资料来源：WIND 资讯、安信证券研究中心

公司推出了认购金额 5.285 亿元的员工持股计划，通过参与公司吸收合并安徽建工并配套融资方案实现员工持股。本次员工持股计划认购金额占配套融资的 29.56%，涉及公司及安徽建工及其下属公司管理层和业务骨干 2299 人，占重组后公司总人数的 18.79%。公司员工持股计划认购份额大，员工覆盖面广，能够有效激励核心人员积极性，助力公司业绩释放。

表 8：安徽水利员工持股计划人员认购情况

层级范围	人数	认购总额 (亿元)
建工集团董监高	5	0.082
上市公司董监高	17	0.15
其他管理层	115	0.693
业务骨干	2162	4.36
合计	2299	5.285

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5.4. 净利率提升空间大，安徽建工前景广阔

2015 年安徽建工实现产值 502 亿元，新签合同额 534 亿元，拟注入上市公司的资产（不含上市公司）2015 年实现营业收入 241 亿元，归属母公司股东净利润 2.44 亿元，但净

利率仅 1.02%，显著低于行业平均盈利水平。2015 年中国建筑、中国中铁、中国化学、中国铁建等 10 家建筑企业平均销售净利率 2.85%，其中中国化学最高，达到 4.67%。安徽建工（不含安徽水利）与 10 家可比建筑上市公司销售净利率相比，两者之间的 2015 年销售净利率相差 1.78 个百分点，安徽建工（不含安徽水利）净利率（相对行业均值）提升空间高达 1.64 倍。如果看合并报表，安徽建工（含安徽水利）与 10 家可比建筑上市公司销售净利率相比，两者之间的 2015 年销售净利率相差 1.34 个百分点，安徽建工（含安徽水利）净利率也有高达 89% 的提升空间。

表 9：主要建筑上市公司净利率水平比较（单位：%）

证券代码	证券简称	2015 年	2014 年	2013 年
601668.SH	中国建筑	4.08	4.15	4.31
601390.SH	中国中铁	1.9	1.75	1.8
601186.SH	中国铁建	2.23	1.95	1.78
601800.SH	中国交建	3.9	3.75	3.57
601669.SH	中国电建	2.75	3.16	3.59
601117.SH	中国化学	4.67	4.7	5.63
600170.SH	上海建工	1.57	1.63	1.63
600068.SH	葛洲坝	4.17	4.13	3.28
601789.SH	宁波建工	1.49	1.44	1.75
600939.SH	重庆建工	1.76	0.19	0.76
10 家可比公司均值		2.85	2.68	2.81
600502.SH	安徽水利	2.83	2.77	3
安徽建工（不含安徽水利）		1.08	1	
安徽建工（不含安徽水利）-均值		-1.78	-1.68	
安徽建工（含安徽水利）		1.51	1.24	
安徽建工（含安徽水利）-均值		-1.34	-1.45	

资料来源：WIND，安信证券研究中心

2017 年 2 季度安徽建工有望实现整体上市，整体上市后安徽建工的资产负债率有望下降，再加上推出的“资金池”计划，安徽建工的财务费用有望下降。同时，主材的集中采购也有助于成本的下降，再考虑到非生产经营人员的剥离和 PPP 业务的持续放量（2016 年 200 亿 PPP 订单在手），安徽建工的净利率水平有望提高，最终将向行业平均净利率水平考虑。假设 2016 年安徽建工（不含安徽水利）净利率为 1.15%，较 2015 年提高 0.07 个百分点；2017 年净利率水平提高至 1.3%，较 2016 年提高 0.15 个百分点；2018 年公司净利率水平提高至 1.5%，较 2017 年提高 0.2 个百分点。再假设 2016-2018 年安徽建工（不含安徽水利）的营业收入增速分别为 25%、20% 和 15%，则 2016-2018 年安徽建工（不含安徽水利）的净利润分别为 3.46 亿元、4.70 亿元和 6.23 亿元。如果净利率水平提升超预期，则将大幅增强安徽建工的业绩弹性，安徽建工发展前景广阔。

表 10：安徽建工盈利预测（单位：亿元）

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
新签订单（不含上市公司）	388	430	508	584	642
营业收入	232	241	301	361	416
净利率	1.00%	1.08%	1.15%	1.30%	1.50%
净利润（不含上市公司）	1.59	2.46	3.46	4.7	6.23

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

6. 估值与投资建议

6.1. 盈利预测：三大业务良性发展，公司业绩高速增长

公司工程施工业务将呈现出营收较快增长和毛利率显著提升的态势，PPP、EPC 等项目占比提高将助力公司盈利能力。预计 2017-2019 年工程业务营业收入增速分别为 22%、

18.5%、19.35%，营业收入分别为 120 亿元、142 亿元、169 亿元。公司房地产业务进入结转高峰，营业收入有望保持较快增长，预计 2017-2019 年增速分别为 35%、25%和 20%，营业收入分别为 18.17 亿元、22.71 亿元和 27.26 亿元。公司水电业务因产能释放有望保持较快增长，预计 2017-2019 年增速 45%、20%、10%，营业收入分别 1.58 亿元、1.89 亿元、2.09 亿元。公司还有酒店经营、建材销售等其他业务，预计 2016-2018 年保持相对稳定，增速分别为 0%、5%、10%，营业收入分别为 2.12 亿元、2.23 亿元、2.4486 亿元。预计 2017-2019 年公司实现营业收入 141 亿元、168 亿元、201 亿元，同比增长 23.34%、19.15%和 19.21%。

表 11：公司三大业务营收及增速预测

	2016	2017E	2018E	2019E
工程业务 (百万)	9802.00	11958.44	14170.75	16912.79
同比增长	18.17%	22.00%	18.50%	19.35%
房地产业务 (百万)	1346	1817.1	2271.375	2725.65
同比增长	136.98%	35.00%	25.00%	20.00%
水电业务 (百万)	109	158.05	189.66	208.626
同比增长	68.65%	45.00%	20.00%	10.00%
三大业务合计 (百万)	11257.00	13933.59	16631.79	19847.07
同比增长	26.09%	23.78%	19.36%	19.33%
酒店经营等其他业务 (百万)	212.00	212.00	222.60	244.86
同比增长	-2.38%	0.00%	5.00%	10.00%
营业收入合计 (百万)	11469.00	14145.59	16854.39	20091.93
同比增长	25.41%	23.34%	19.15%	19.21%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

6.2. 公司估值：国企改革和成长性提升公司估值空间

预计 2017-2019 年安徽水利的每股收益为 0.46 元、0.60 元和 0.75 元，对应 2017 年 3 月 24 日收盘价的动态 PE 分别为 22.1 倍、17.0 倍和 13.4 倍，PB 分别为 2.9 倍、2.5 倍和 2.1 倍。A 股市场中，与公司业务比较相似的公司主要有大央企中国电建和葛洲坝，地方国企粤水电，民企围海股份。根据 wind 一致预期，2017 年预测 PE 葛洲坝最低，围海股份最高，四家可比公司 2017 年预测 PE 的算术平均值为 26.72 倍，显著高于我们对公司 22.1 倍的 PE 预测。未来几年，公司成长性良好，净利润的增速有望达到 30%以上，高成长性提升公司估值空间。同时，安徽建工整体上市完成在即，预计 2017 年整体上市后公司净利润有望达到 8.5 亿元-10 亿元之间，对应整体上市后总市值的动态 PE 为 15 倍-18 倍，较行业平均估值水平有较大的折价。

表 12：公司与可比公司估值比较

证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	2017 年 3 月 24 日收盘价	最新总市值 (亿元)	16PE	17PE	18PE
601669.SH	中国电建	137.55	7.98	1097.62	18.30	16.09	13.78
600068.SH	葛洲坝	46.05	12.17	560.40	16.54	13.07	10.61
002060.SZ	粤水电	6.01	8.00	48.09	39.10	36.99	30.83
002586.SZ	围海股份	10.42	9.63	100.34	95.06	40.96	29.92
四家可比公司均值		50.01	9.45	451.61	42.25	26.78	21.28
600502.SH	安徽水利	9.04	10.14	91.69	29.29	22.1	17
安徽水利/均值		0.18	1.07	0.20	0.69	0.73	0.72

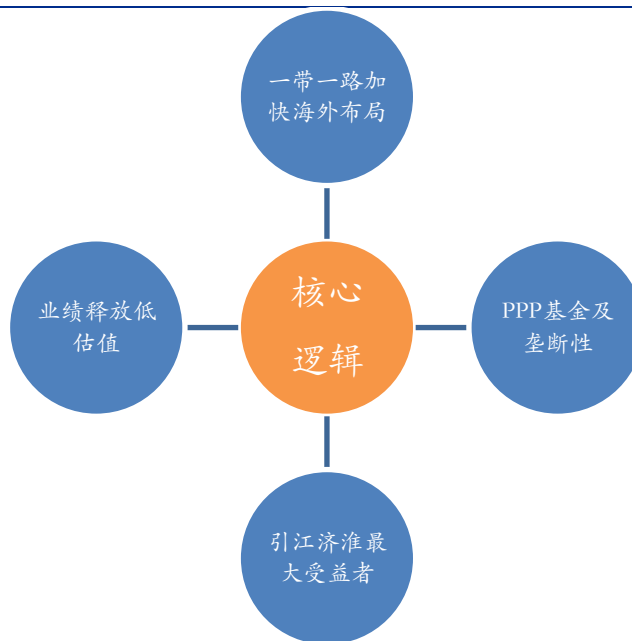
资料来源：WIND、安信证券研究中心

6.3. 投资建议：低估值 PPP 区域龙头，被遗忘一带一路概念股

作为省属建筑上市平台，安徽水利直接受益于国企改革、PPP、引江济淮、一带一路等政策红利：(1) 国企改革：安徽国企改革的标杆企业，率先推出了“整体上市+员工持股”

的国企改革方案，再加上公司高管的集中增持，公司国企改革亮点较多，可能成为区域性国企改革的“领头羊”。(2) PPP：区域性 PPP 龙头企业，借助 400 亿元的 PPP 和区域垄断性，公司在 PPP 业务方面大有可为，2016 年 3 季度以来，PPP 对公司业绩的影响越来越显著，2016-2017 年可能成为公司业绩释放的主要着力点。(3) 引江济淮：2016 年 12 月引江济淮工程正式启动，900 多亿元的水利蛋糕待分享，作为地方国企区域水利龙头，公司有望在引江济淮工程中扮演重要角色，引江济淮的首标即由公司摘得，突显出公司在取得引江济淮工程方面的竞争优势。(4) 一带一路：安徽建工拥有国家商务部批准的境外承包工程、劳务经营权和对外援助成套设备项目施工任务实施企业资格，在香港、老挝、安哥拉、肯尼亚等国家或地区设有分支机构，海外业务网络日益健全，有助于借道一带一路加快海外市场开拓。我们看好公司未来发展空间和国企改革带来的效率提升，维持公司“-A”评级，目标价 13.8 元，对应 2017 年 30 倍的 PE。

图 33：安徽水利的核心投资逻辑



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

6.4. 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风险。

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	199.0	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	987.6	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	682.4	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%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	47	48	38	30	24
						流动营业资本周转天数	90	79	85	88	86
						流动资产周转天数	413	396	369	356	349
						应收帐款周转天数	172	166	167	168	167
						存货周转天数	135	141	133	136	136
						总资产周转天数	510	484	453	423	404
						投资资本周转天数	159	144	146	138	127
						投资回报率					
						ROE	9.8%	8.3%	13.2%	14.8%	15.9%
						ROA	1.9%	1.8%	2.3%	2.6%	2.9%
						ROIC	9.0%	7.9%	10.6%	10.4%	13.0%
						费用率					
						销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
						管理费用率	2.7%	2.3%	2.8%	2.6%	2.6%
						财务费用率	1.0%	0.6%	1.0%	1.2%	1.0%
						三费/营业收入	4.0%	3.3%	4.1%	4.1%	3.9%
						偿债能力					
						资产负债率	78.8%	75.5%	79.6%	80.2%	79.4%
						负债权益比	371.1%	307.5%	389.8%	405.7%	386.1%
						流动比率	1.27	1.27	1.21	1.14	1.23
						速动比率	0.85	0.79	0.79	0.67	0.78
						利息保障倍数	4.63	7.44	5.48	4.82	5.92
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	-	0.04	0.04	0.04
						分红比率	12.5%	0.0%	7.8%	6.8%	4.8%
						股息收益率	0.3%	0.0%	0.4%	0.4%	0.4%
						现金流量表					
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.28	0.34	0.46	0.60	0.75
						BVPS(元)	2.89	4.07	3.48	4.03	4.75
						PE(X)	35.8	30.0	22.1	17.0	13.4
						PB(X)	3.5	2.5	2.9	2.5	2.1
						P/FCF	-10.2	-33.1	-116.7	183.7	30.3
						P/S	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
						EV/EBITDA	17.8	16.7	15.0	11.1	10.1
						CAGR(%)	28.4%	30.6%	21.8%	28.4%	30.6%
						PEG	1.3	1.0	1.0	0.6	0.4
						ROIC/WACC	1.0	0.9	1.2	1.2	1.5
						REP	2.0	2.3	1.6	1.6	1.1

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