

安徽水利(600502)/基础建设

重组资产交割取得明显进展提升信心

评级：买入(维持)

市场价格：7.47

目标价格：11.00

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：焦俊

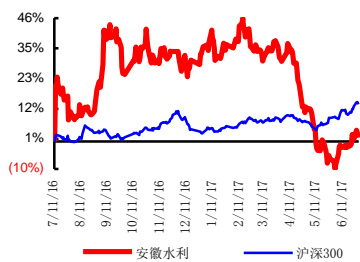
执业证书编号：S0740517050001

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)	7.47
市值(百万元)	6,755
流通市值(百万元)	6,755

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 订单向基建大幅倾斜，静待整合完成
- 2 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	45,060.00	48,060.00	51,000.00
增长率 yoy%	8.81%	25.3%	292.60%	6.66%	6.12%
净利润	255.88	305.64	827.46	1,164.35	1,506.50
增长率 yoy%	10.95%	19.45%	170.73%	40.71%	29.39%
每股收益(元)	0.48	0.34	0.55	0.78	1.01
每股现金流量	1.17	0.37	0.47	0.52	0.77
净资产收益率	9.79%	10.62%	10.94%	13.34%	14.72%
P/E	28.42	29.53	14.27	10.14	7.83
P/B	2.78	3.14	1.47	1.27	1.09

备注：

投资要点

- 重组资产交割取得明显进展提升信心。**公司近期公告重组标的资产交割情况：1、所有建工集团下属一级子公司股权及相关专利已过户完毕。2、暂未过户的资产估值约1.8亿，占本次交易价格的比例为5.99%。3、对于尚未过户资产交易对手方“水建总公司”承诺于6个月内办理完毕过户事宜，如无法过户而产生的相关损失，“水建总公司”将全额现金赔偿。前期股价调整主要由于市场对合并进度的担忧所致，目前合并事项逐步明朗，负面因素逐步消除。
- 订单结构向基建倾斜，合同储备额充足。**根据公司2017年一季度报数据，公司2017年一季度新中标金额26.01亿元，其中基建类订单17.17亿（占比66%），房建类订单8.84亿。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%。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）。我们预计在合并完成后17年全年新接订单有望达200亿元以上（其中基建类订单占比70%以上）。
- 重组增发如能顺利完成，作为省级建工国企未来成长潜力巨大。**1、公司为安徽省内唯一上市建工平台，合并后基建施工能力大增（合并后的安徽水利拥有三项特级资质，151项各类总承包或专业承包资质），省内基建工程拿单能力极强。2、合并后净利率有望持续改善（安徽建工合并前归母利润率仅为1.49%，可比公司净利率中位数为2.97%），提升空间巨大。3、引入6.08亿元员工持股计划（占配套融资34%），完成利益绑定、激励充足，经营效率有望再上台阶（营收有望持续增长，期间费用率有望压缩）。
- 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、重组进度不达预期风险、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8.27/11.64/15.07亿元（考虑并表），EPS为0.55/0.78/1.01元（考虑摊薄），目前股价对应PE分别为14/10/8倍（考虑吸收合并建工集团及配套融资），综合考虑基建业务的快速发展，我们给予目标价11.00元，对应17年20倍PE，买入评级。

图表：订单列表

公告日期	项目名称	金额 (亿)
2016/1/23	界首市出口企业培育基地工程施工总承包	4.09
2016/3/5	阜南县水系及绿化景观 EPC 及管养一体化项目	20
2016/3/5	太和县苗原河综合治理勘察设计 & 施工一体化工程	3
2016/4/27	红岩河水库 PPP 项目	10.92
201 /5/6	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)	10
2016/8/4	S214 省道郎溪段改建工程 PPP 项目	11
2016/9/1	马鞍山博望区新博山河防洪备水项目 EPC 总承包招标	5
2016/9/6	合肥至南京高速公路安徽省周庄至陇西立交段改扩建工程 HN-01 标	4.64
2016/10/18	宿州市 S404 宿城至皖苏界改建工程 PPP 项目	1.36
2016/11/8	涝河漾陂湖水系生态修复工程	7.62
2016/11/30	漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	5.93
2016/12/21	桐城市 G206 小关至桐城段公路改 (扩) 建工程 PPP 项目	12
2016/12/24	湖南省龙山县太平山森林公园果利河谷绿道及旅游开发项目设计施工总承包 (EPC)	3.09
2017/1/20	“远成·中国 (重庆) 物流城项目”二期一标段总包施工	4
2017/4/26	与蚌埠国家高新技术产业开发区管委会签订《投资建设合作协议》	10

来源：中泰证券研究所

图表：公司三表
损益表 (人民币亿元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销货净收入	84	92	115	451	481	510
增长率	23.45%	8.8%	25.4%	292.6%	6.7%	6.1%
销货成本	-71	-80	-102	-395	-419	-445
% 收入	85.0%	87.7%	89.0%	87.6%	87.3%	87.2%
毛利	13	11	13	56	61	65
% 收入	15.0%	12.3%	11.0%	12.4%	12.7%	12.8%
销售及行政费用	-6	-6	-6	-22	-24	-25
% 收入	6.9%	6.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBITDA	7	5	7	34	37	40
% 收入	8.2%	5.6%	6.0%	7.5%	7.8%	7.8%
折旧与摊销	-1	-1	-1	-1	-1	-1
% 收入	0.9%	0.7%	0.7%	0.2%	0.2%	0.1%
EBIT	6	4	6	33	37	39
% 收入	7.3%	4.9%	5.3%	7.3%	7.6%	7.6%
利息费用	-2	-1	-1	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
税前经营收益	4	4	5	33	36	39
% 收入	5.3%	3.8%	4.7%	7.3%	7.6%	7.6%
其他非经营收益	-1	0	-1	-20	-18	-15
税前利润	4	3	5	13	18	23
% 收入	4.6%	3.8%	4.1%	2.8%	3.8%	4.6%
所得税	-1	-1	-2	-4	-6	-8
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	8	12	15
净利率	2.7%	2.8%	2.7%	1.8%	2.4%	3.0%

现金流量表 (人民币亿元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2	3	3	8	12	15
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	1	1	2	21	19	16
非经营收益	1	1	0	0	0	0
营运资金变动	-15	2	-2	-73	-24	-21
经营活动现金净流	-9	6	3	-43	8	12
资本开支	4	0	6	8	8	8
投资	2	-2	2	0	0	0
其他	1	3	1	0	0	0
投资活动现金净流	-2	1	-4	-8	-8	-8
股权募资	0	6	9	39	0	0
债权募资	14	-2	1	-4	6	-1
其他	-2	-10	-4	-1	-1	-1
筹资活动现金净流	12	-6	6	34	6	-2
现金净流量	1	2	6	-17	6	2

资产负债表 (人民币亿元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	11	16	25	8	13	15
应收款项	40	48	58	208	222	236
存货	31	37	53	173	184	195
其他流动资产	14	12	3	4	4	5
流动资产合计	96	113	139	393	424	450
% 总资产	78.2%	83.5%	80.4%	90.5%	89.7%	88.9%
长期投资	6	2	5	5	5	5
固定资产	19	18	26	34	41	49
无形资产	1	1	0	0	0	0
非流动资产合计	27	22	34	41	49	56
% 总资产	21.8%	16.5%	19.6%	9.5%	10.3%	11.1%
资产总计	123	136	173	435	472	507
短期借款	27	23	30	26	32	31
应付款项	49	61	84	295	314	333
其他流动负债	6	4	4	12	12	13
流动负债	81	89	118	333	368	377
长期贷款	17	11	13	13	13	13
其他长期负债	5	6	7	7	7	7
负债	103	107	139	354	379	398
普通股股东权益	18	26	29	76	87	102
少数股东权益	3	3	6	6	6	6
负债股东权益合计	123	136	173	435	473	507

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.459	0.481	0.338	0.553	0.779	1.008
每股净资产(元)	3.512	4.916	3.182	5.060	5.839	6.846
每股经营现金净流(元)	-1.879	1.166	0.367	-2.874	0.518	0.769
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.08%	9.79%	10.62%	10.94%	13.34%	14.72%
总资产收益率	1.87%	1.89%	1.85%	1.94%	2.51%	3.02%
投入资本收益率	7.64%	6.45%	9.15%	20.94%	20.76%	19.95%
增长率						
主营业务收入增长率	23.45%	8.81%	25.43%	292.60%	6.66%	6.12%
EBIT增长率	12.07%	-27.38%	36.20%	443.75%	11.32%	6.46%
净利润增长率	13.69%	10.95%	19.45%	170.73%	40.71%	29.39%
总资产增长率	31.11%	10.02%	21.68%	151.31%	8.63%	7.29%
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	12.0	10.5	9.1
偿债能力						
净负债/股东权益	170.31%	86.85%	41.62%	33.48%	30.07%	23.18%
EBIT利息保障倍数	4.2	5.4	9.7	70.0	72.1	65.1

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。