

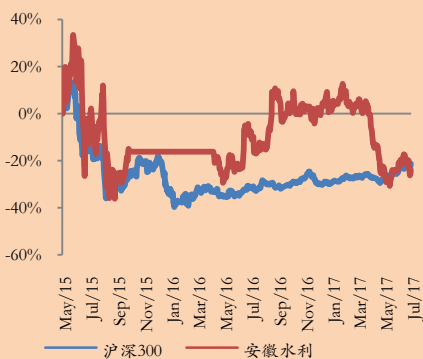


安徽水利 (600502)

投资评级: 增持

报告日期: 2017-07-20

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161837
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161592
neilyds@163.com

PPP 进入收获期, 业绩稳健增长

主要观点:

区域建筑龙头成型, 上市公司有望参与国改试点

公司目前已完成母公司的整体上市, 坐稳区域建筑龙头地位, 而随着安徽省国改的推进, 上市公司有望成为试点单位。公司 17 年 6 月发布公告, 完成对母公司安徽建工集团的吸收合并, 整体上市正式完成, 建工集团后 7 个月将与上市公司进行业绩并表。整体上市后, 公司营收跃升至 400 亿级别, 在建筑行业上市公司中排在 10-11 位左右, 与重庆建工、中国核建相当, 区域龙头地位凸显。而安徽省国企改革稳步推进, 目前正募集国资委旗下集团下属二级单位作为试点, 进行股权激励、高层薪酬限额解禁等一系列改革, 上市公司有申报参与此次国改的可能。

二季度 PPP 项目大规模开工, 中报业绩可期

公司业绩稳健成长, 二季度 PPP 项目迎来集中开工, 中报业绩表现值得期待。公司一季度业绩略有下滑 (同比降 17.81%), 除了营改增影响外, 主要是公司目前转型 PPP, 传统工程项目有所缩减, 而 PPP 项目一季度仅西北一项开工, 营收确认减少。而二季度以来, 公司 S214、S404 道路改建工程等 PPP 项目迎来集中开工, 较一季度营收及利润迎来显著提升, 公司中期业绩增长具备较高确定性。

整体上市带来净利率小幅下滑, PPP 引领全年业绩稳健增长

由于建工集团其他资产净利率相对于上市公司较低, 因此 17 年并表后上市公司净利率将受到一定拖累, 但考虑到集团及上市公司均已积极转型 PPP, 在业绩增长的同时, 整体净利率也将迎来改善。建工集团方面, 2016 年全年落地 PPP 项目 11 个, 合同额 200 亿元, 近期有望落地一个大型 PPP 项目, 在 PPP 业绩的推动下, 预计 17 年集团整体净利率将抬升至 2% 左右; 而上市公司方面, 2016 年新签 PPP+EPC 订单 67 亿, 占新签合同总额五成, 目前也有数个市政工程项目在积极推进中, 公司计划 17 年全年新签订单 180 亿 (其中 PPP 项目超 100 亿), 较年初上调近 30 亿。随着 PPP 项目的大规模开工, 公司业绩逐步进入收获期, 我们预计 17 年集团业绩将保持稳健增长, 而并表后上市公司净利率下滑幅度不大, 整体或维持在 2.2% 左右。

取得“引江济淮”项目水利工程类首单, 地缘承接有优势

公司完成正式上市后, 作为安徽省国资委水建总公司旗下唯一的上市平台, 集团战略地位凸显, 区域影响力十足。16 年底引江济淮项目正式获批, 工程类项目总投资约为 600 亿, 公司目前已取得总投资 9,138 万元的派河口泵站枢纽工程。预计 17 年 9 月份开始, 引江济淮项目工程大单将陆续释放, 项目所有招投标工作也有望在 18 年年初完成。建工集团目前已组建引江济淮项目小组, 上市公司作为地缘龙头的项目承接优势或持续兑现。

房地产业务发展良好, 全年销售有望高速增长

房地产业务作为公司第二主业, 17 年上半年延续 16 年的高增长态势, 全

年销售收入有望高速增长。2016 年公司房地产业务发展迅猛, 实现营收 13.46 亿, 同比增长 137.01%; 实现销售收入 23.70 亿元, 同比增长 176.87%。而受益 17 年上半年三四线城市房地产的火热, 公司目前销售情况良好, 预计全年销售收入将超过年初计划的 32 亿。但由于地产收入多于年底进行结算, 上半年销售费用增加的情况下确认的收入较少, 预计将为中期业绩带来一定负贡献。

□ 盈利预测与估值

公司整体上市后坐稳区域龙头地位, 随着建筑业务转型加速, PPP 项目进入收获期, 17 年公司营收有望维持稳健增长, 整体利润水平也将持续改善; 房地产业务方面, 受益于上半年三四线市场的火热, 公司销售情况良好, 全年有望实现大幅增长。同时, 随着引江济淮工程的开工, 公司作为地缘龙头的项目承接优势或持续兑现, 未来业绩弹性十足。我们预测, 公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.41 元/股、0.53 元/股、0.65 元/股, 对应的 PE 为 21 倍、18 倍、15 倍, 若考虑公司整体上市, 2017-2019 年 EPS 则分别为 0.58 元/股、0.68 元/股、0.77 元/股, 维持“增持”评级。

盈利预测:

单位: 百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11477	13601	15716	17342
收入同比(%)	25%	19%	16%	10%
归属母公司净利润	306	377	486	592
净利润同比(%)	19%	23%	29%	22%
毛利率(%)	10.2%	10.5%	10.8%	11.1%
ROE(%)	7.3%	10.4%	11.8%	12.6%
每股收益(元)	0.34	0.41	0.53	0.65
P/E	28.34	23.09	17.94	14.71
P/B	2.36	2.78	2.41	2.07
EV/EBITDA	17	21	18	15

资料来源: wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	13,908	15,690	18,508	20,992	营业收入	11,477	13,601	15,716	17,342
现金	2,503	2,720	3,143	4,173	营业成本	10,302	12,177	14,023	15,421
应收账款	5,809	6,812	8,005	8,766	营业税金及附加	265	470	524	557
其他应收款	728	1,106	1,176	1,269	销售费用	40	46	48	57
预付账款	45	87	(4)	(166)	管理费用	265	370	445	515
存货	5,270	5,709	6,738	7,509	财务费用	71	102	109	101
其他流动资产	(447)	(745)	(551)	(558)	资产减值损失	82	0	0	0
非流动资产	3,393	2,797	2,291	2,043	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	15	6	7	投资净收益	4	2	3	3
固定资产	1,532	1,435	1,338	1,241	营业利润	456	439	568	694
无形资产	38	35	33	31	营业外收入	15	11	9	10
其他非流动	1,823	1,311	913	764	营业外支出	1	4	3	3
资产总计	17,301	18,487	20,798	23,036	利润总额	470	446	574	701
流动负债	10,972	12,833	14,834	16,549	所得税	160	64	83	101
短期借款	1,540	2,008	2,127	2,122	净利润	310	382	492	600
应付账款	4,931	5,242	6,252	6,965	少数股东损益	5	4	6	8
其他流动负	4,501	5,583	6,455	7,461	归属母公司净利润	306	377	486	592
非流动负债	2,083	1,968	1,792	1,723	EBITDA	609	640	777	894
长期借款	1,337	1,337	1,337	1,337	EPS (元)	0.34	0.41	0.53	0.65
其他非流动	746	631	455	386					
负债合计	13,055	14,801	16,626	18,271					
少数股东权益	568	573	579	586					
股本	904	909	909	909					
资本公积	323	308	308	308					
留存收益	1,529	1,896	2,376	2,961					
归属母公司股东	3,677	3,113	3,594	4,178					
负债和股东权	17,301	18,487	20,798	23,036					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	332	582	369	1,186
净利润	310	377	486	592
折旧摊销	82	100	99	99
财务费用	65	102	109	101
投资损失	(4)	(2)	(3)	(3)
营运资金变动	96	1	(328)	389
其他经营现	(218)	4	6	8
投资活动现金	(355)	147	12	2
资本支出	0	0	0	0
长期投资	3	(15)	9	(1)
其他投资现	(358)	162	3	3
筹资活动现金	589	405	45	(160)
短期借款	(135)	468	119	(5)
长期借款	197	0	0	0
普通股增加	372	5	0	0
资本公积增	(266)	(15)	0	0
其他筹资现	421	(53)	(74)	(155)
现金净增加额	566	1,134	426	1,028

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	25.43%	18.50%	15.55%	10.35%
营业利润	31.71%	-3.79%	29.59%	22.12%
归属于母公司净利	19.45%	23.44%	28.70%	21.93%
获利能力				
毛利率(%)	10.24%	10.47%	10.77%	11.08%
净利率(%)	2.66%	2.77%	3.09%	
ROE(%)	7.31%	10.36%	11.78%	12.59%
ROIC(%)	8.39%	9.45%	7.26%	7.53%
偿债能力				
资产负债率(%)	75.46%	80.06%	79.94%	79.32%
净负债比率(%)	95.94%	173.60%	172.39	164.32
流动比率	1.27	1.22	1.25	1.27
速动比率	0.79	0.78	0.79	0.81
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.76	0.80	0.79
应收账款周转率	2.52	2.52	2.51	2.42
应付账款周转率	2.73	2.67	2.73	2.62
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.41	0.53	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.64	0.41	1.31
每股净资产(最新摊薄)	4.07	3.44	3.97	4.62
估值比率				
P/E	28.3	23.1	17.9	14.7
P/B	2.4	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	16.92	21.35	18.32	15.25

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。