

2017年08月23日

安徽水利 (600502.SH)

再获省外优质 PPP，区域发展促提速

■事项：公司公告，成为福建省南平市延平区“水美城市”小流域综合治理工程 PPP 项目中标人，项目总投资 15.85 亿元。

■跨区域开拓顺利推进，打破区域发展瓶颈：作为安徽省内区域龙头，公司跨区域发展战略再获突破，此前公司省外业务在陕西、河南等地进展顺利，此次在福建南平斩获 PPP 项目，新的区域开拓为公司长足发展再添助力。公司 2016 年省内和省外业务比例已达到 6:4，2015、2016 年公司省外业务收入分别为 31.09 亿元、47.03 亿元，同比增速分别为 115.33%和 51.27%。从订单区域分别看，2016 年以来安徽水利累计公告订单额 120.12 亿元，省内省外占比为 53%和 47%，省外订单占比进一步提升；另外建工集团将新疆作为开拓“一带一路”市场重要纽带，公开信息显示建工集团与新疆克拉玛依乌尔禾区人民政府、皮山县等签署战略合作框架协议，在业务层面，建工集团官网显示，2017 年在新疆已获得近 55 亿元国防、路桥及管廊项目。

■区域发展红利释放，助推公司业务提速：安徽省区域水利、交通建设投资规模较大，基础建设良好环境为公司业务开展提供强力支撑。6 月 9 日，安徽先后公布了安徽省水路建设五年规划，来累计总投资额 711 亿元、中原城市群“皖版”方案和安徽省交通运输体系“十三五”发展规划也相继发布，其中交通规划总投资 6940 亿元，加之静态总投资额 913 亿元，安徽省内投资约 843 亿元的引江济淮工程即将全面开工，公司发展迎来区域多重政策红利，叠加国改带来的效率提升及业绩释放动力，PPP 龙头发展有望提速。

■PPP 订单入库率高，PPP 规范利于优质订单集中：公司此次中标南平市延平区“水美城市”小流域综合治理工程 PPP 项目已入财政部库，公司 2016 年以来累计签署 7 项 PPP 订单，累计投资额 80.54 亿元，其中 5 项订单在财政部库，占比高达 71.43%。我们持续认为地方国资平台在获取优质 PPP 订单优势突出，在当前 PPP 项目规范大环境下，优质订单将向类似安徽水利这样在手订单质量较高，PPP 项目规范操作能力强的优势公司集中。同时，订单质量高，为项目推进、业绩释放提供可靠保障。

■投资建议：我们预计公司 2017 年-2019 年的合并收入增速分别为 383.5%、17.3%、11.4%，净利润增速分别为 187.5%、25.9%、21.5% 维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 11.8 元，对应 2017 年约 19 倍动态 PE。

公司动态分析

证券研究报告

建筑施工

投资评级 买入-A

维持评级

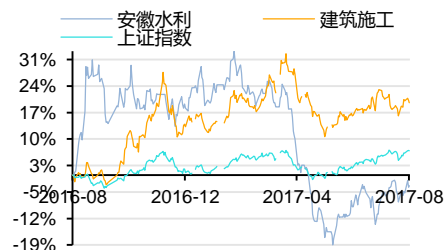
6 个月目标价：11.8 元

股价 (2017-08-23) 7.88 元

交易数据

总市值 (百万元)	11,302.29
流通市值 (百万元)	5,980.46
总股本 (百万股)	1,434.30
流通股本 (百万股)	758.94
12 个月价格区间	6.61/10.76 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%	1.34	9.5	-10.96
相对收益	2.87	16.4	-4.38
绝对收益			

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

安徽水利：地方国改标杆，中报业绩靓丽/金嘉欣	2017-07-21
安徽水利：整体上市完成在即，PPP 助力业绩释放/张龙	2017-03-26
安徽水利：基建、地产数据靓丽，公司业务直接受益/张龙	2017-03-15
安徽水利：年报符合预期，业绩进入上行通道/张龙	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/程龙戈	2016-09-07

■ 风险提示：PPP 进展缓慢、利率上行、投资下滑、房地产调控等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	9,150.1	11,477.4	55,495.4	65,107.8	72,509.0
净利润	255.9	305.6	878.8	1,106.4	1,344.3
每股收益(元)	0.18	0.21	0.61	0.77	0.94
每股净资产(元)	1.82	2.56	2.86	3.58	4.47
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	44.2	37.0	12.9	6.0	8.4
市净率(倍)	4.3	3.1	2.8	2.2	1.8
净利润率	2.8%	2.7%	1.6%	1.7%	1.9%
净资产收益率	9.8%	8.3%	21.4%	21.6%	21.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.7%	0.6%
ROIC	9.0%	7.9%	32.2%	6.8%	21.2%

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	55,495.4	65,107.8	72,509.0	成长性					
减:营业成本	8,088.1	10,302.2	49,786.6	58,391.3	65,018.8	营业收入增长率	8.8%	25.4%	383.5%	17.3%	11.4%
营业税费	343.4	265.3	1,109.9	1,302.2	1,450.2	营业利润增长率	-8.8%	31.7%	189.8%	21.5%	20.7%
销售费用	29.2	39.9	277.5	325.5	362.5	净利润增长率	11.0%	19.4%	187.5%	25.9%	21.5%
管理费用	245.4	265.4	1,966.2	2,293.1	2,537.8	EBITDA 增长率	-18.0%	19.6%	292.1%	18.7%	11.7%
财务费用	95.3	70.8	984.6	1,146.9	1,145.7	EBIT 增长率	-19.0%	19.3%	337.8%	19.4%	12.0%
资产减值损失	5.0	81.8	51.1	46.0	59.6	NOPLAT 增长率	-0.2%	5.2%	344.3%	23.8%	12.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	9.2%	486.8%	-63.9%	201.3%
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%	10.2%	22.3%	22.6%
营业利润	346.2	455.9	1,321.4	1,605.5	1,937.1	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%	10.3%	10.3%	10.3%
利润总额	345.2	470.0	1,326.9	1,611.7	1,945.6	营业利润率	3.8%	4.0%	2.4%	2.5%	2.7%
减:所得税	86.6	159.7	437.9	491.6	583.7	净利润率	2.8%	2.7%	1.6%	1.7%	1.9%
净利润	255.9	305.6	878.8	1,106.4	1,344.3	EBITDA/营业收入	5.6%	5.3%	4.3%	4.4%	4.4%
						EBIT/营业收入	4.8%	4.6%	4.2%	4.2%	4.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	47	48	10	8	7
货币资金	1,614.5	2,502.9	4,439.6	5,208.6	5,800.7	流动营业资本周转天数	90	79	92	93	90
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	413	396	336	346	343
应收账款	4,768.6	5,808.9	45,673.0	15,253.3	52,060.3	应收帐款周转天数	172	166	167	168	167
应收票据	27.5	18.0	283.9	68.2	289.8	存货周转天数	135	141	134	137	137
预付帐款	338.6	44.9	2,664.7	638.6	2,573.7	总资产周转天数	510	484	358	364	359
存货	3,730.1	5,269.7	35,978.7	13,665.8	41,649.7	投资资本周转天数	159	144	107	106	101
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%	21.4%	21.6%	21.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.9%	1.8%	1.0%	2.9%	1.3%
长期股权投资	2.7	-	-	-	-	ROIC	9.0%	7.9%	32.2%	6.8%	21.2%
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%	0.5%	0.5%	0.5%
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%	3.5%	3.5%	3.5%
无形资产	58.0	39.7	37.5	35.4	33.2	财务费用率	1.0%	0.6%	1.8%	1.8%	1.6%
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%	5.8%	5.8%	5.6%
资产总额	13,574.0	17,300.6	92,978.9	38,530.6	105,972.6	偿债能力					
短期债务	1,675.2	1,540.0	14,818.2	9,530.3	10,788.0	资产负债率	78.8%	75.5%	95.0%	85.1%	93.4%
应付帐款	4,413.2	5,926.5	42,752.3	15,307.0	49,185.4	负债权益比	371.1%	307.5%	1887.6%	573.3%	1409.9%
应付票据	76.5	99.7	1,311.2	48.7	1,440.9	流动比率	1.27	1.27	1.21	1.10	1.29
其他流动负债	2,728.3	3,406.0	15,542.7	7,237.7	18,260.0	速动比率	0.85	0.79	0.72	0.68	0.77
长期借款	1,140.5	1,337.0	13,229.3	-	18,587.3	利息保障倍数	4.63	7.44	2.34	2.40	2.69
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	88,300.8	32,807.8	98,954.1	DPS(元)	0.02	-	0.05	0.05	0.05
少数股东权益	266.3	568.2	577.9	591.4	608.6	分红比率	12.5%	0.0%	7.8%	6.8%	4.8%
股本	531.9	904.2	1,434.3	1,434.3	1,434.3	股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.7%	0.6%
留存收益	1,957.3	1,852.6	2,665.8	3,697.0	4,975.6						
股东权益	2,881.2	4,245.4	4,678.1	5,722.8	7,018.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.18	0.21	0.61	0.77	0.94
净利润	258.6	310.3	878.8	1,106.4	1,344.3	BVPS(元)	1.82	2.56	2.86	3.58	4.47
加:折旧和摊销	68.0	82.5	82.6	82.6	82.6	PE(X)	44.2	37.0	12.9	10.2	8.4
资产减值准备	5.0	81.8	-	-	-	PB(X)	4.3	3.1	2.8	2.2	1.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-12.6	-40.8	4.1	17.9	17.2
财务费用	87.9	65.2	984.6	1,146.9	1,145.7	P/S	1.2	1.0	0.2	0.2	0.2
投资损失	-2.4	-3.7	-2.0	-2.7	-2.8	EV/EBITDA	17.8	16.7	14.8	5.8	11.2
少数股东损益	2.7	4.7	10.2	13.8	17.6	CAGR(%)	63.0%	63.7%	56.3%	63.0%	63.7%
营运资金的变动	-160.4	-71.0	-23,337.6	17,954.9	-20,632.6	PEG	0.7	0.6	0.2	0.2	0.1
经营活动产生现金流量	620.4	331.9	-21,383.4	20,301.9	-18,045.1	ROIC/WACC	1.3	1.1	4.7	1.0	3.1
投资活动产生现金流量	113.9	-355.1	-464.5	165.3	49.9	REP	1.6	1.8	0.3	1.6	0.4
融资活动产生现金流量	-559.2	588.9	23,784.6	-19,698.2	18,587.3						

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

金嘉欣、苏多永声明, 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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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