

安徽水利(600502)/基础建设

吸收合并集团完成, 订单业绩进入高速增长通道

评级: 买入(维持)

市场价格: 8.01

目标价格: 11.60

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qzq.com.cn

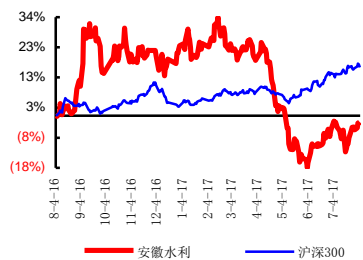
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	9150.12	11477.43	45060.38	48061.4	51002.7
增长率 yoy%	8.81%	25.43%	292.60%	6.66%	6.12%
净利润	255.88	305.64	828.55	1163.07	1506.26
增长率 yoy%	10.95%	19.45%	171.09%	40.37%	29.51%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.58	0.81	1.05
每股现金流量	1.17	0.37	0.06	0.32	1.02
净资产收益率	9.79%	8.31%	12.64%	15.22%	16.60%
P/E	44.90	37.59	13.87	9.88	7.63
PEG	0.68	0.54	0.26	0.15	0.11
P/B	4.39	3.12	1.75	1.50	1.27

备注:

基本状况

总股本(百万股)	1,434
流通股本(百万股)	759
市价(元)	8.01
市值(百万元)	11,489
流通市值(百万元)	6,079

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 PPP 基建及地产增长强劲, 集团业务协同效应可期
- 2 【中泰建筑】安徽水利: 重组资产交割取得明显进展提升信心
- 3 订单向基建大幅倾斜, 静待整合完成

投资要点

- **吸收合并集团完成, 整体业绩增长强劲, 经营质量大幅提高。**公司公告 2017 上半年集团整体实现营业收入 138.93 亿元, 房建/基建/房地产/其他业务收入占比分别为 44.82%/44.73%/4.23%/6.21%。集团收入总额同比下降 16.16%, 房建/基建/房地产/其他业务收入分别同比-19.87%/-20.36%/+14.66%/+79.06%。集团实现归母净利润 2.87 亿元, 同比增长 62.24%。收入下降主要系部分新接投资项目还未开工及“营改增”因素影响所致, 而收入下降同时利润规模同比大幅增长, 表明经营质量显著提高。我们预计下半年随着集团前期新接投资项目陆续进入施工, 收入将加速向业绩转化, 集团业绩增长有望进一步提速。
- **毛利率有所上升, 经营性现金流由于集团地产业务积极拿地大幅流出。**上半年集团整体综合毛利率 9.22%, 较上年同期上升 0.53 个 pct; 其中房建/基建/房地产业务毛利率分别为 5.77%/9.58%/35.30%, 同比 +0.06/+0.12/+10.36 个 pct, 综合毛利率上升系集团经营效率提升, 房地产业务销售量价齐升带动所致。集团整体三项费用率 5.27%, 同比上升 1.85 个 pct, 其中销售/管理/财务费用率分别 +0.10/+0.91/+0.83 个 pct, 销售及管理费用率上升系房地产开发项目增加, 导致职工薪酬及广告宣传费增加所致。财务费用率上升系融资规模增加导致利息支出增加, 而收到 BT 项目投资回报减少导致利息收入减少所致。上半年集团整体经营活动产生现金流量净额为 -39.29 亿元, 较去年同期多流出 28.16 亿元, 主要系集团房地产土地储备增加, 支付土地出让金增加所致。
- **调整订单结构发力基建业务, 积极拓展新疆及一带一路市场。**1-6 月, 集团中标工程合同总额 268.62 亿元, 其中基建工程 159.33 亿元, 占比 59.31%, 未来随着基建业务占比逐渐提升, 公司综合利润率有望显著抬升。同时集团设立驻新疆办事处, 大力开拓新疆市场, 未来有望受益新疆基建投资快速增长。集团着重开拓“一带一路”沿线节点市场, 上半年新签海外项目合同 10 项, 合同额 17.2 亿元, 较上年同期大幅提升。
- **作为省级建工企业未来成长潜力大, 有望充分受益引江济淮项目。**引江济淮工程作为我国重大水利项目, 总投资达 912.7 亿元, 由安徽省国资委设立引江济淮集团有限公司负责招投标, 根据官网目前大部分项目还未招标。集团为安徽省级建工平台, 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, 未来有望充分受益引江济淮项目推进。
- **房地产业务发展强劲, 有望为集团 PPP 业务现金流提供有力支持。**2017 年 1-6 月由于三四线城市地产销售火爆带动, 安徽各地市(不含铜陵、黄山、合肥、巢湖、亳州)住宅销售套数同比增长 30%, 住宅销售面积同比增长 36%, 住宅销售均价同比增长 22.6%, 运行态势较好。截止 6 月底, 集团土地储备面积 2132 亩, 充足土地储备为房地产业务可持续发展提供坚实基础。在安徽房地产良好市场环境中, 集团地产销售额有望再次攀升, 房地产业务充足现金流有望为基建业务扩张提供有力支持, 保障 PPP 项目资本金需求。
- **安徽装配式建筑龙头, 受益建筑工业化浪潮。**半年报披露, 集团在合肥拥有 192 亩建筑工业化基地, 并计划投资扩建, 新项目投产后共可实现年产各类 PC 构件 50 万立方米生产规模, 年产值可达 13 亿元, 保障集团未来可承接装配式建筑业务空间。2016 年集团承接了安徽首个总面积为 10 万平方米的装配式住宅项目, 并中标了合同额为 5.8 亿元的安徽年度最大的建筑工业化住宅项目, 省内优势明显。1-6 月, 集团成功中标康利园解困房

工程等 3 个项目，合同额 8.65 亿元，目前在手订单 5 个项目，总合同额 16.39 亿元，装配式建筑产业已具有相当规模，未来市占率有望不断提升。

- **投资建议:**我们预测 2017/2018/2019 年公司归母净利为 8.29/11.63/15.06 亿元，EPS 为 0.58/0.81/1.05 元，目前股价对应 PE 分别为 13.9/9.9/7.6 倍，综合考虑基建业务的快速发展，我们给予目标价 11.6 元，对应 17 年 20 倍 PE，买入评级。
- **风险提示:**重组效果不达预期风险、PPP 项目进度不及预期风险。

图表 1: 公司财务报表预测 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,150.1	11,477.4	45,060.4	48,061.4	51,002.8	成长性					
减: 营业成本	8,088.1	10,302.2	40,761.6	43,351.4	45,815.8	营业收入增长率	8.8%	25.4%	292.6%	6.7%	6.1%
营业税费	343.4	265.3	1,556.6	1,603.8	1,639.2	营业利润增长率	-8.8%	31.7%	179.4%	37.9%	26.7%
销售费用	29.2	39.9	133.9	154.3	164.2	净利润增长率	11.0%	19.4%	171.1%	40.4%	29.5%
管理费用	245.4	265.4	1,313.7	1,287.3	1,350.0	EBITDA增长率	-18.0%	19.6%	115.9%	28.9%	22.0%
财务费用	95.3	70.8	-41.2	-143.3	-240.0	EBIT增长率	-19.0%	19.3%	134.1%	30.8%	23.1%
资产减值损失	5.0	81.8	63.7	54.3	51.2	NOPLAT增长率	-0.2%	5.2%	132.2%	33.4%	25.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	9.2%	17.2%	10.9%	-4.0%
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%	68.0%	15.4%	17.6%
营业利润	346.2	455.9	1,274.0	1,756.3	2,225.2	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%	9.5%	9.8%	10.2%
利润总额	345.2	470.0	1,279.4	1,762.4	2,233.8	营业利润率	3.8%	4.0%	2.8%	3.7%	4.4%
减: 所得税	86.6	159.7	441.3	584.9	707.8	净利润率	2.8%	2.7%	1.8%	2.4%	3.0%
净利润	255.88	305.64	828.55	1,163.07	1,506.26	EBITDA/营业收入	5.6%	5.3%	2.9%	3.5%	4.1%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	4.8%	4.6%	2.7%	3.4%	3.9%
货币资金	1,614.5	2,502.9	3,604.8	3,844.9	4,172.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	47	48	12	11	9
应收帐款	4,768.6	5,808.9	23,032.3	6,477.4	25,291.6	流动营业资本周转天数	90	79	23	27	27
应收票据	27.5	18.0	227.2	32.8	219.0	流动资产周转天数	413	396	272	286	284
预付帐款	338.6	44.9	2,173.5	279.0	1,984.6	应收帐款周转天数	172	166	115	111	112
存货	3,730.1	5,269.7	24,395.7	11,006.2	25,921.1	存货周转天数	135	141	119	133	130
其他流动资产	853.4	263.3	741.9	619.5	541.6	总资产周转天数	510	484	298	310	305
可供出售金融资产	19.6	15.4	18.2	17.7	17.1	投资资本周转天数	159	144	42	44	43
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.7	-	-	-	-	ROE	9.8%	8.3%	12.6%	15.2%	16.6%
投资性房地产	114.6	108.4	108.4	108.4	108.4	ROA	1.9%	1.8%	1.5%	4.6%	2.5%
固定资产	1,557.4	1,532.4	1,451.9	1,371.4	1,290.9	ROIC	9.0%	7.9%	16.8%	19.1%	21.7%
在建工程	223.6	1,087.5	1,087.5	1,087.5	1,087.5	费用率					
无形资产	58.0	39.7	37.5	35.4	33.2	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	265.4	609.5	493.4	456.1	519.7	管理费用率	2.7%	2.3%	2.9%	2.7%	2.6%
资产总额	13,574.0	17,300.6	57,372.4	25,336.4	61,187.1	财务费用率	1.0%	0.6%	-0.1%	-0.3%	-0.5%
短期债务	1,675.2	1,540.0	133.2	27.9	-	三费/营业收入	4.0%	3.3%	3.1%	2.7%	2.5%
应付帐款	4,413.2	5,926.5	33,928.1	9,176.8	36,268.1	偿债能力					
应付票据	76.5	99.7	1,055.4	504.8	544.8	资产负债率	78.8%	75.5%	87.6%	67.5%	84.2%
其他流动负债	2,728.3	3,406.0	12,399.5	5,013.2	13,580.8	负债权益比	371.1%	307.5%	704.3%	207.8%	531.9%
长期借款	1,140.5	1,337.0	2,075.9	1,698.4	417.8	流动比率	1.27	1.27	1.14	1.51	1.15
其他非流动负债	659.0	745.9	647.1	684.0	692.4	速动比率	0.85	0.79	0.63	0.76	0.64
负债总额	10,692.8	13,055.2	50,239.3	17,105.1	51,503.9	利息保障倍数	4.63	7.44	-29.95	-11.26	-8.27
少数股东权益	266.3	568.2	577.4	591.6	610.9	分红指标					
股本	531.9	904.2	1,434.3	1,434.3	1,434.3	DPS(元)	0.02	-	0.04	0.05	0.05
留存收益	1,957.3	1,852.6	5,121.4	6,205.5	7,638.1	分红比率	12.5%	0.0%	7.8%	6.8%	4.8%
股东权益	2,881.2	4,245.4	7,133.0	8,231.3	9,683.3	股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.7%	0.6%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	258.6	310.3	828.6	1,163.1	1,506.3	EPS(元)	0.18	0.21	0.58	0.81	1.05
加: 折旧和摊销	68.0	82.5	82.6	82.6	82.6	BVPS(元)	1.82	2.56	4.57	5.33	6.33
资产减值准备	5.0	81.8	-	-	-	PE(X)	44.9	37.6	13.9	9.9	7.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.4	3.1	1.8	1.5	1.3
财务费用	87.9	65.2	-41.2	-143.3	-240.0	P/FCF	-12.8	-41.5	-18.9	109.5	28.8
投资收益	-2.4	-3.7	-2.0	-2.7	-2.8	P/S	1.3	1.0	0.3	0.2	0.2
少数股东损益	2.7	4.7	9.6	14.5	19.7	EV/EBITDA	17.8	16.7	8.0	6.0	4.1
营运资金的变动	-160.4	-71.0	-789.1	-661.9	100.2	CAGR(%)	65.8%	70.1%	53.3%	65.8%	70.1%
经营活动产生现金流	620.4	331.9	88.5	452.3	1,466.1	PEG	0.7	0.5	0.3	0.2	0.1
投资活动产生现金流	113.9	-355.1	-464.5	165.3	49.9	ROIC/WACC	1.0	0.8	1.8	2.0	2.3
融资活动产生现金流	-559.2	588.9	1,477.9	-377.6	-1,188.5	REP	2.1	2.5	1.0	0.8	0.6

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。