

2017年09月25日

安徽水利 (600502.SH)

公司深度分析

证券研究报告

建筑施工

## 区域龙头整装待发, PPP 龙头强势崛起

■安徽建工整体上市完成, 区域龙头登陆资本市场: 公司是安徽国企改革的标杆企业, 2017年7月完成对安徽建工吸收合并, 8月完成配套融资, 通过此次国企改革实现了安徽建工的整体上市和覆盖面近20%的员工持股计划, 理顺了体制机制, 增强了业绩释放动力, 区域龙头借助资本市场有望强势崛起。整体上市后, 公司拥有建筑、市政、公路等5项总承包特级资质, 综合竞争力增强, 形成了以工程施工、投资及房地产、产业链金融联动发展的业务结构。

■业务结构持续优化, PPP业务强势崛起: 2016年以来, 公司积极调整业务结构, 控制低毛利的房建业务, 加码高毛利的市政、路桥、水利等基建项目。2016年公司订单结构发生显著变化, PPP+EPC新签订单占比47%, 单一施工新签订单占比53%。2017年公司继续加码PPP业务, 凭借先发优势、PPP基金、国资背景、综合实力, 公司PPP业务强势崛起, 仅8-9月公司累计公告的PPP项目6个, 合同金额合计111亿元, 预计全年PPP项目新签订单将保持高速增长。

■盈利能力持续提升, 区域龙头整装待发: 公司业务结构持续优化, 高毛利项目占比提升将增强公司盈利能力。2016年公司PPP业务和EPC业务毛利率分别为28.05%和23.13%, 单一施工业务毛利率仅4.41%。2016年公司PPP+EPC业务占比仅10%, 未来提升空间较大, 业务结构变化将显著提升公司盈利能力。同时, 公司通过国企改革实现了非生产性人员的剥离, 降低了人工成本; 推出了集采平台, 降低了材料采购成本; 资金池计划和配套融资完成有助于降低财务费用, 区域龙头整装待发。

■区域发展迎多重利好, 省属国企将全面受益: 近期安徽省出台了多个区域性发展政策, 包括《安徽省水运“十三五”发展规划》、《中原城市群发展规划安徽省实施方案》、《安徽省“十三五”综合交通运输体系发展规划》和《安徽省支持政府和社会资本合作(PPP)若干政策》, 区域发展迎来多重利好。作为省属建筑上市国企, 公司拥有综合实力雄厚、政府关系良好、先发优势和产业基金等竞争优势, 将全面受益引江济淮、水运建设、中原城市群、交通基础设施建设和PPP模式推广, 公司有望在多个领域实现订单和业绩共振。

■投资建议: 买入-A投资评级, 6个月目标价13.8元。考虑安徽建工并表因素, 我们预计公司2017年-2019年的收入增速分别为383.5%、17.3%、11.4%, 净利润增速分别为187.5%、25.9%、21.5%, 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22.6倍动态市盈率。

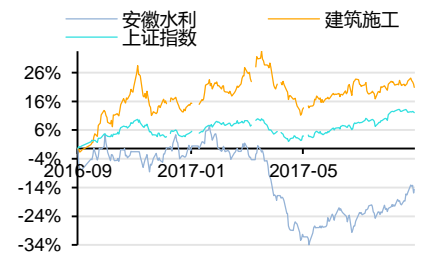
投资评级 买入-A  
维持评级

6个月目标价: 13.8元  
股价(2017-09-22) 8.54元

### 交易数据

总市值(百万元)	12,248.92
流通市值(百万元)	6,481.36
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

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.4	8.78	-26.03
绝对收益	8.38	14.94	-15.53

张龙 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450511020030  
zhanglong@essence.com.cn  
021-35082939

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

金嘉欣 分析师  
SAC 执业证书编号: S1450517030004  
jinjx@essence.com.cn

### 相关报告

安徽水利: 中标旅游全域项目, PPP业务持续加码/张龙	2017-09-10
安徽水利: 安徽水利公司动态分析/张龙	2017-08-30
安徽水利: 再获省外优质PPP, 区域发展促提速/金嘉欣	2017-08-24
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	2017-09-20

■ **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
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
市盈率(倍)	47.9	40.1	13.9	11.1	9.1
市净率(倍)	4.7	3.3	3.0	2.4	1.9
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%	0.6%	0.5%
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

## 内容目录

<b>1. 公司简介：安徽建工整体上市完成，区域龙头登陆资本市场</b> .....	<b>5</b>
1.1. 整体上市+员工持股+高管增持，“皖版”国改标杆企业.....	5
1.2. 股东结构：国资持股比例提升，员工持股成为亮点.....	6
1.3. 业务发展：大型建筑国有企业，PPP 业务快速发展.....	6
<b>2. 业务结构逐步优化，PPP 业务强势崛起</b> .....	<b>7</b>
2.1. 工程地产联动发展，三大产业良性互动.....	7
2.2. 工程业务结构优化，基建业务持续加码.....	8
2.3. PPP 业务强势崛起，地产迎来巅峰时刻.....	9
<b>3. 盈利能力持续提升，区域龙头整装待发</b> .....	<b>10</b>
3.1. 国企改革提质增效，三大举措助力业绩.....	10
3.2. 业务结构持续优化，盈利能力有望提升.....	11
3.3. 盈利能力提升在即，区域龙头整装待发.....	11
<b>4. 区域发展迎多重利好，省属国企将全面受益</b> .....	<b>12</b>
4.1. 引江济淮工程启动，水利蛋糕分享在即.....	12
4.2. 水运十三五规划出台，港航投资加速增长.....	13
4.3. 中原城市群皖北方案出路，区域市场基建投资有望高速增长.....	13
4.4. 安徽交通运输规划出台，交通基础设施建设来袭.....	14
4.5. PPP 模式再获政策推动，安徽 PPP 市场前景广阔.....	15
4.6. 国资背景竞争力强，全面受益区域发展.....	15
<b>5. 估值与投资建议：</b> .....	<b>16</b>
5.1. 盈利预测：PPP 业务放量增长，地产迎来量价齐升.....	16
5.2. 公司估值：国企改革和成长性提升公司估值空间.....	16
5.3. 投资建议：省属国企强势崛起，PPP 龙头值得拥有.....	17
5.4. 风险提示.....	17

## 图表目录

图 1：安徽建工整体上市重大事件一览.....	5
图 2：安徽水利国企改革的三大看点：整体上市+员工持股+高管增持.....	6
图 3：公司重组前和重组后股权结构.....	6
图 4：2016 年公司营业收入构成.....	8
图 5：2016 年公司毛利润构成.....	8
图 6：2016 年公司营业收入构成.....	8
图 7：2016 年公司毛利润构成.....	8
图 8：2017 年 1-6 月公司工程业务营业收入构成.....	9
图 9：2017 年 1-6 月公司工程业务毛利润构成.....	9
图 10：公司主要在售项目年初以来的价格涨幅.....	10
图 11：2017 年 1-6 月公司地产销售面积、金额及均价.....	10
图 12：公司重组前和重组后股权结构.....	10
图 13：引江济淮工程重大节点事件.....	13
图 14：安徽水运规范重点项目的投资匡算（亿元）.....	13
图 15：2016 年皖北五城固定资产投资及其增速（亿元）.....	14

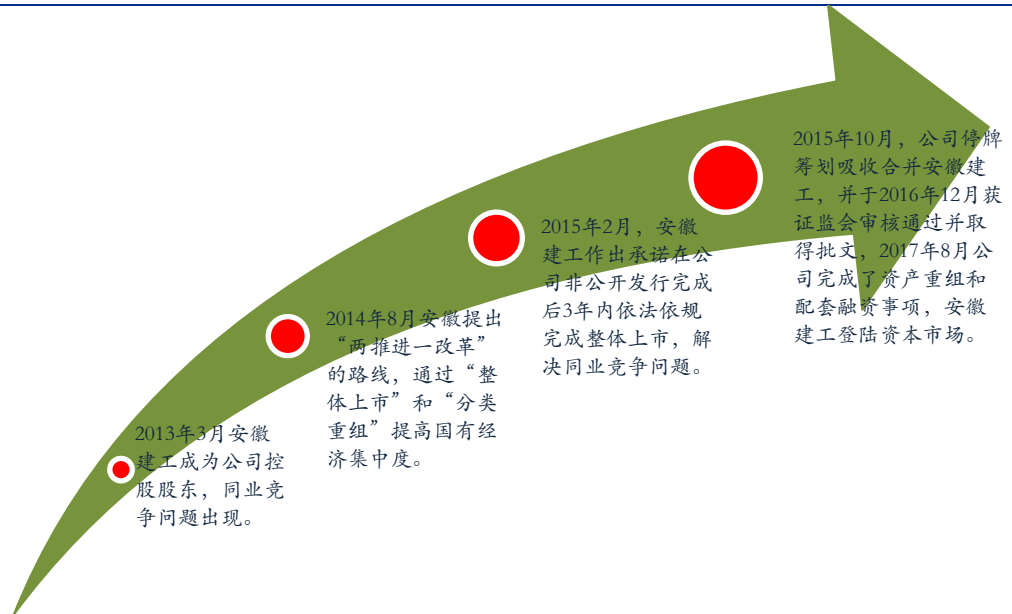
图 16: 2016 年皖北五城固定资产投资及其增速 (亿元) .....	15
图 17: 安徽建工在 PPP 方面的主要优势 .....	16
图 18: 安徽水利的核心投资逻辑 .....	17
表 1: 2017 年 1-6 月公司工程业务结构: 新签订单、营业收入、毛利润和毛利率 .....	7
表 2: 2016 年以来公司公告重大的 PPP 订单情况汇总 .....	7
表 3: 主要建筑上市公司净利率水平比较 (单位: %) .....	11
表 4: 2014-2018 年安徽建工 (不含安徽水利) 新签订单、营收、净利润及净利率预测 .....	12
表 5: 安徽省 PPP 项目在发改委推介信息库和财政部示范项目的情况 .....	15
表 6: 公司三大业务营收及增速预测 .....	16
表 7: 公司与可比公司估值比较 .....	17

## 1. 公司简介：安徽建工整体上市完成，区域龙头登陆资本市场

### 1.1. 整体上市+员工持股+高管增持，“皖版”国改标杆企业

安徽水利开发股份有限公司（以下简称“安徽水利”或公司）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集团有限公司（以下简称“安徽建工”或集团）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。2015年2月，安徽建工作出承诺在安徽水利非公开发行完成后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，并于同月取得证监会核准批文；2017年7月公司完成了吸收合并安徽建工和新增股份发行上市，安徽建工整体上市完成，并于8月完成配套融资。

图1：安徽建工整体上市重大事件一览

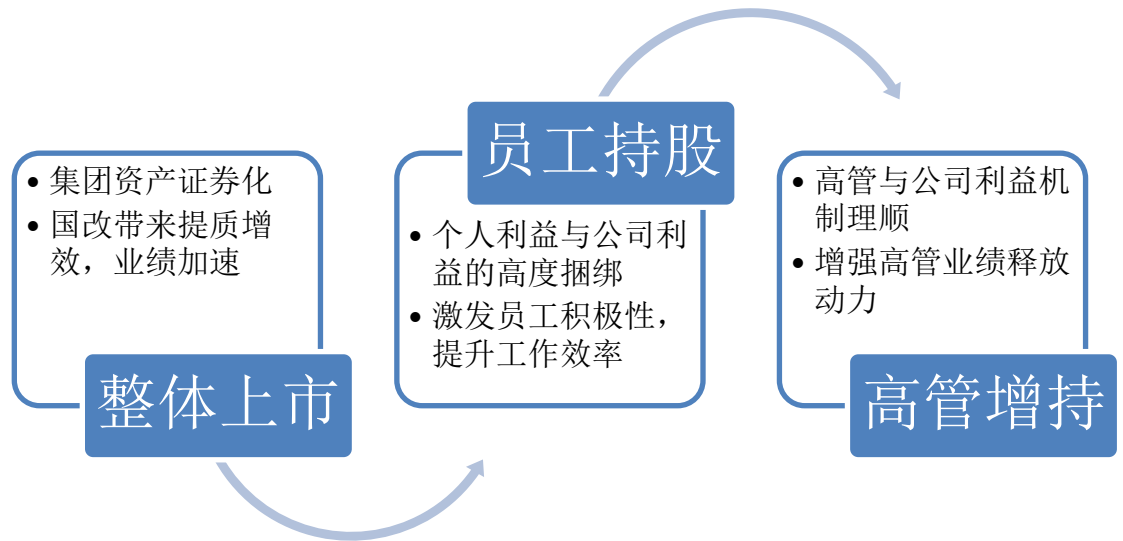


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司国企改革的主要亮点在于：整体上市+员工持股+高管增持。(1) 整体上市。公司通过吸收合并安徽建工，实现了安徽建工主要资产的注入上市公司，包括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”）和安徽省交通航务工程有限公司（以下简称“安徽交航”）等20多家子公司，2017年6月安徽建工整体上市完成，公司总资产增至535亿元。(2) 员工持股。公司通过参与本次资产重组的配套融资实现了员工持股，员工持股参与2190人，员工覆盖面约17.88%；员工持股取得成本6.54元/股，锁定期3年，预计2020年8月3日解禁；持股数量合计7724.77万股，持股比例5.39%。(3) 高管增持。2015年8月公司高管响应证监会“救市”号召，开展增持计划，计划未来6个月内增持金额不低于1000万元。受公司资产重组停牌影响，公司高管增持于2016年7月结束，累计增持276.78万股，增持均价约7.93元/股，预计目前高管持增持余额约254.74万股，占公司总股本的0.1776%。整体上市实现了集团资产的证券化，理顺了体制机制，剥离了非生产经营人员，推出了集采平台和资金池计划，有助于提升集团整体盈利能力。员工持股和高管增持实现了公司利益与个人利益的捆绑，有助于最大限度地提升员工积极性，增强管理层释放业绩的动力。



图 2：安徽水利国企改革的三大看点：整体上市+员工持股+高管增持

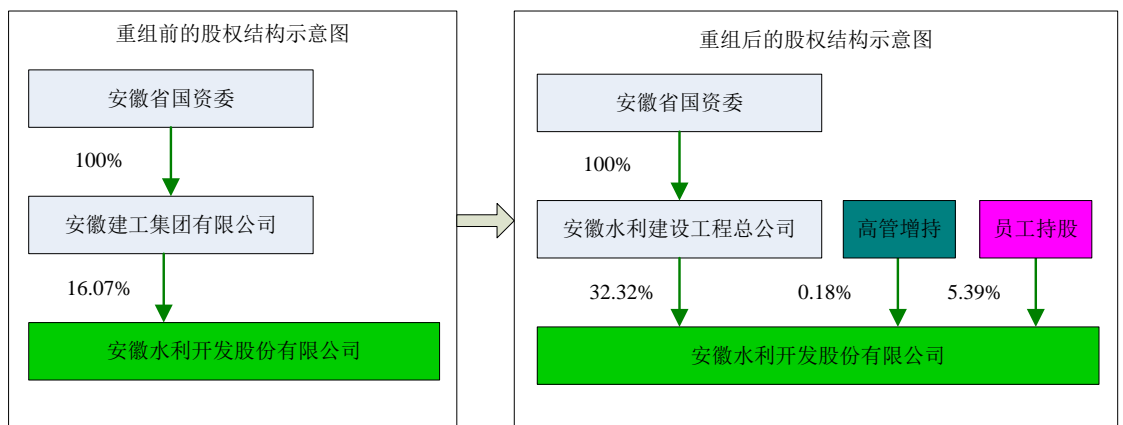


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 1.2. 股东结构：国资持股比例提升，员工持股成为亮点

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，此前通过安徽建工持有公司持有公司 16.07% 的股份。2017 年 6 月公司完成了对安徽建工的吸收合并，省国资委持股比例大幅提升至 32.32%，通过旗下全资子公司——安徽省水利建设工程总公司（以下简称“安水总公司”）持股。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，累计增持公司股份约 277 万股（除权后），当前净增持约 255 万股，净增持比例约 0.18%。此外，公司通过参与配套融资实现了员工持股计划，目前员工持股总量 7724.77 万股，持股比例为 5.39%，为公司第二大股东。

图 3：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. 业务发展：大型建筑国有企业，PPP 业务快速发展

安徽建工是中国企业 500 强、ENR 国际承包商 250 强企业，拥有建筑工程施工总承包、公路工程施工总承包、市政公用工程施工总承包等 5 项特级资质，工程设计建筑行业、公路行业工程设计、市政行业甲级设计等 4 项甲级资质。同时，公司具有各类总承包或专业承包资质 140 余项，其中一级资质 74 项同时；拥有境外承包工程、劳务经营权和对外援助成套项

目施工任务实施企业资格。安徽建工旗下拥有安徽三建、安徽路桥、路桥集团、安徽交航、安徽路港、安建地产等 20 多个子公司，主营业务为建筑施工、投资及房地产和产业链金融。2017 年 6 月安徽建工完成整体上市，除安徽一建、安徽二建和安建资本外，其他资产均装入上市公司。目前，公司主营业务为建筑工程和房地产开发与经营等两大业务板块，同时还涉足工程技术、水利发电、酒店经营、建材建机和海外业务等。

**表 1：2017 年 1-6 月公司工程业务结构：新签订单、营业收入、毛利润和毛利率**

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	
房屋建筑及安装	104.55	39.62%	62.27	50.05%	3.59	37.63%	5.77%
基础设施建设与投资	159.33	60.38%	62.15	49.95%	5.95	62.37%	9.58%
<b>合计</b>	<b>263.88</b>	<b>100.00%</b>	<b>124.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>9.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>7.67%</b>

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司 PPP 项目快速落地，大型建筑国企强势崛起。安徽建工整体上市后，公司综合竞争能力大大增强，拥有工程施工总承包特级资质 5 项；发起成立了近 400 亿元的 PPP 产业基金，能够撬动千亿规模的 PPP 项目；作为地方国企，公司与政府关系融洽，信用等级高，银行授信多，且利率较低；PPP 先发优势，有望成长为建管一体化的 PPP 龙头，公司在 PPP 领域大有可为。2017 年 8-9 月公司 PPP 项目快速落地，连续中标福建南平、湖南泸溪、安徽蒙城、新疆博尔塔拉等 5 个 PPP 项目，中标金额合计 106.87 亿元，同时预中标总投资 23.33 亿元的南平港延平新城港区 PPP 项目，公司公告的重大 PPP 项目合计达到 130 亿元，大型建筑国企强势崛起，预计未来仍将有重大 PPP 项目落地。

**表 2：2016 年以来公司公告重大的 PPP 订单情况汇总**

日期	项目名称	中标金额	建设期+运营期
2016/12/21	G206 小关至桐城段公路改(扩)建工程	12	2+10
2016/11/28	漯河市沙澧河二期综合整治 PPP 项目	6	5+20
2016/10/19	宿州市 S404 宿城至皖苏界改建工程	13.572	2+10
2016/4/24	G107 耒阳市绕城公路、竹市至哲桥公路建设项目	10	2+10
2016/4/7	陕西省彬县红沿河水库 PPP 项目	11	2+15
2016/8/3	S214 郎溪段改建工程 PPP 项目	11	3+9
2017/8/23	“水美城市”小流域综合治理工程	25.37	2+18
2017/9/19	蚌埠市城市排水防涝工程 PPP 项目	4.55	2.5+12
2017/9/8	泸溪县浦市古镇保护及旅游开发 PPP 项目	20.15	2+15/3+20
2017/9/12	新疆博尔塔拉蒙古自治州 G219 阿拉山口市—温泉县—G30 公路建设项目	16.76	3+15
2017/9/12	蒙城县市政设施和标准化厂房及周转房建设 PPP 项目	25.45	2+13
2017/9/14	蒙城县文教及客运枢纽站建设项目 PPP 项目	19.14	2+13
2017/9/14	南平港延平新城港区 PPP 项目	23.33	3+27
	<b>合计</b>	<b>198.322</b>	

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

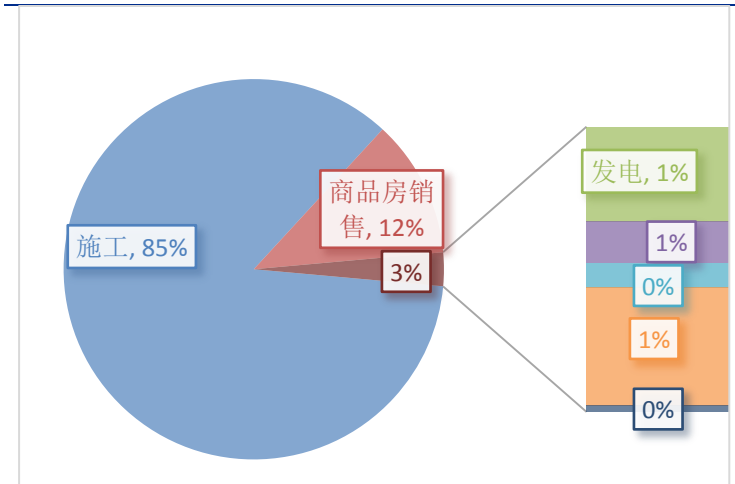
## 2. 业务结构逐步优化，PPP 业务强势崛起

### 2.1. 工程地产联动发展，三大产业良性互动

安徽建工整体上市前，公司主营业务是工程施工、房地产开发、水利发电。2016 年公司工程施工业务、房地产业务、水电业务营业收入占比分别是 85%、12%、1%，毛利润占比分别是 55%、37%、8%。安徽建工整体上市后，2017 年 1-6 月公司工程业务、地产业务和其他主营业务(含水电、酒店、建材销售等)营业收入占比 90%、4%、6%，毛利润占比 73%、16%、11%。从业务构成来看，公司主营业务是工程业务和地产业务；从利润贡献来看，公司主营业务是工程业务、地产业务和水电业务。整体上市后，公司将大力发展 PPP 等投资业务，同时加码产业链金融(保理、小贷、产业基金等)，安徽建工将逐步形成工程施工、投资及房地产、产业链金融(备注：尚未注入上市公司)等三大业务板块，工程业务是公司

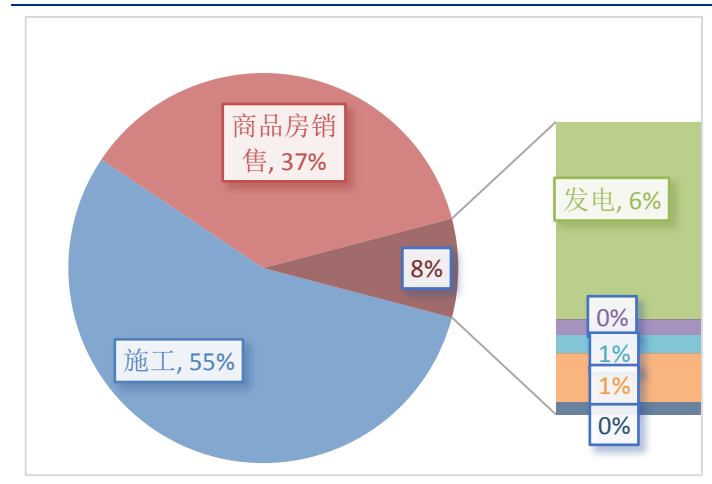
最大营收和利润来源，公司通过工程与地产联动是协同发展，PPP 等投资业务发展迅速，并能带动工程施工和房地产业务发展。工程施工和投资及房地产业务规模的扩大带来了巨大的金融需求，公司产业链金融业务逐渐成型并高速增长，为工程业务、投资业务和房地产业务发展提供了金融支撑，三大产业形成了良性互动。

图 4：2016 年公司各项业务收入占总营收的比例 (%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：2016 年公司各项业务毛利润占总毛利润的比例 (%)

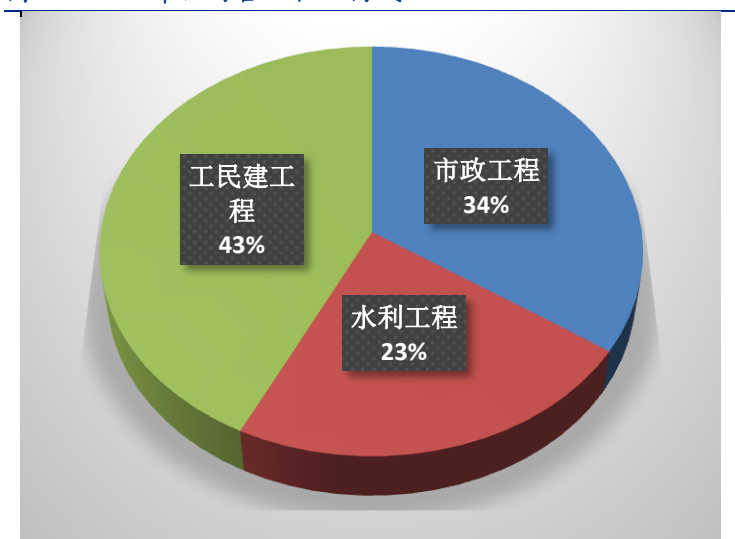


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

## 2.2. 工程业务结构优化，基建业务持续加码

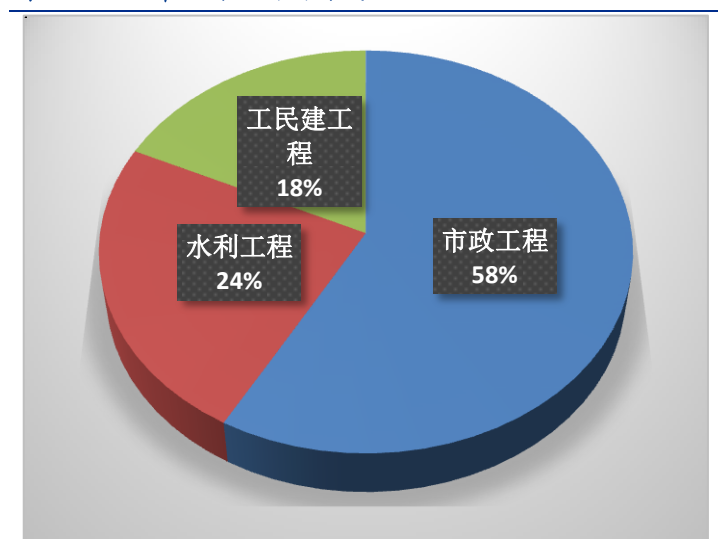
2016 年以来，公司积极调整业务结构，控制低毛利的房建业务，加码高毛利的市政、路桥、水利等基建项目。2016 年公司（不含安徽建工）房建工程业务实现营业收入 41.82 亿元，占建筑工程业务比重 43%，实现毛利 1.17 亿元，占工程业务毛利比重 18%；水利、市政等基建工程业务分别实现营业收入 22.52 亿元和 33.67 亿元，占建筑工程业务比重分别为 23% 和 34%，分别实现毛利 1.55 亿元和 3.78 亿元，分别占比 24% 和 58%。从新签订单来看，2016 年公司房建工程新签合同额 41 亿元，同比下降 36.06%，占比下降至 29.69%；水利工程、市工程、路桥工程等基建工程新签合同额分别为 39 亿元、35 亿元和 22 亿元，分别同比增长 42.11%、76.65% 和 46.34%，分别占比 28.27%、25.34% 和 15.61%。公司订单结构的优化将带来业务结构逐步优化，高毛利工程项目占比显著提高。

图 6：2016 年公司营业收入构成



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 7：2016 年公司毛利润构成



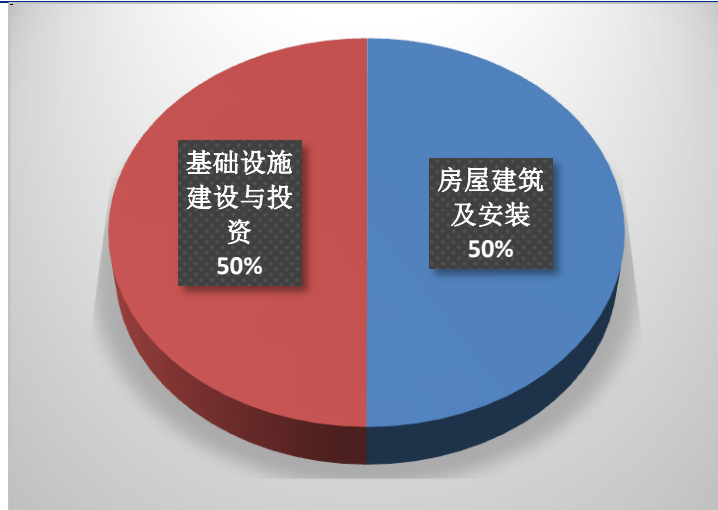
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2017 年 1-6 月公司（含安徽建工）房屋建筑及安装业务实现营业收入 62.27 亿元，占工程施工业务的 50%，实现毛利 3.59 亿元，占施工业务毛利的 38%；基础设施建设及其投资业务实现营业收入 62.15 亿元，占工程施工业务的 50%，实现毛利 5.95 亿元，占比 62%。从新



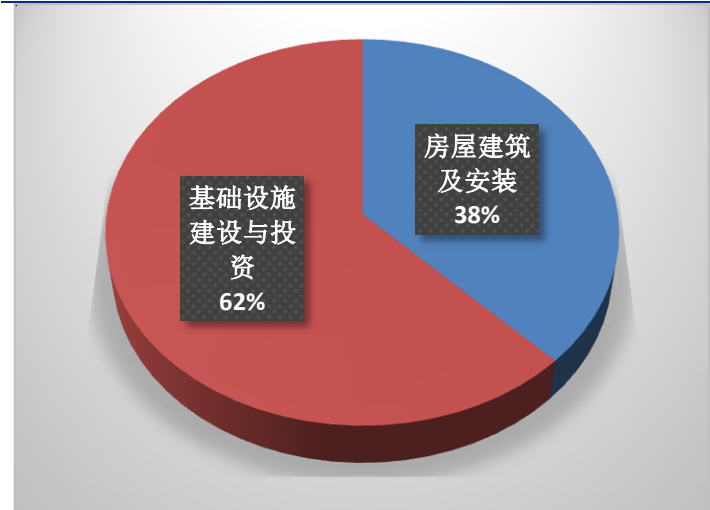
签订单来看，公司房屋建筑及安装工程新签订单 104.5 亿元，占比降至 38.92%；基础设施建设及其投资工程新签订单 159.33 亿元，占比 59.31%。2017 年 3 季度公司公告了 6 个 PPP 项目，合同金额合计达到 111 亿元，预计三季度公司基础设施建设及其投资工程新签订单占比将大幅提高，基建业务持续加码。

图 8：2017 年 1-6 月公司工程业务营业收入构成



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 9：2017 年 1-6 月公司工程业务毛利润构成



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 2.3. PPP 业务强势崛起，地产迎来巅峰时刻

2016 年公司开始大力布局 PPP 等投资业务，PPP 业务强势崛起。2016 年公司（不含安徽建工）累计中标 PPP 项目 5 个，总投资约 47 亿元，新签订单占比 34%。从集团合并口径来看，2016 年安徽建工落地 PPP 项目合计近 200 亿元（安徽建工官方网站信息）。2017 年公司（含安徽建工）PPP 订单继续保持高速增长，1-9 月公司累计公告 PPP 项目 8 个，合同金额合计 134 亿元，预计全年 PPP 项目新签订单将保持高速增长。从收入和利润来看，2016 年公司（不含安徽建工）PPP 业务实现营业收入 8.2 亿元，PPP 业务占工程业务比重 8.4%；实现毛利 2.3 亿元，占工程业务毛利比重 35.4%；毛利率 28.05%，是公司工程综合毛利率的 4.2 倍。2017 年 1-6 月公司未公布 PPP 业务发展的具体数据，将其纳入基础设施建设与投资中统计，预计 PPP 业务占比整体在提升。

表 3：2016 年公司工程施工业务单一施工、PPP、EPC 业务构成及其毛利率

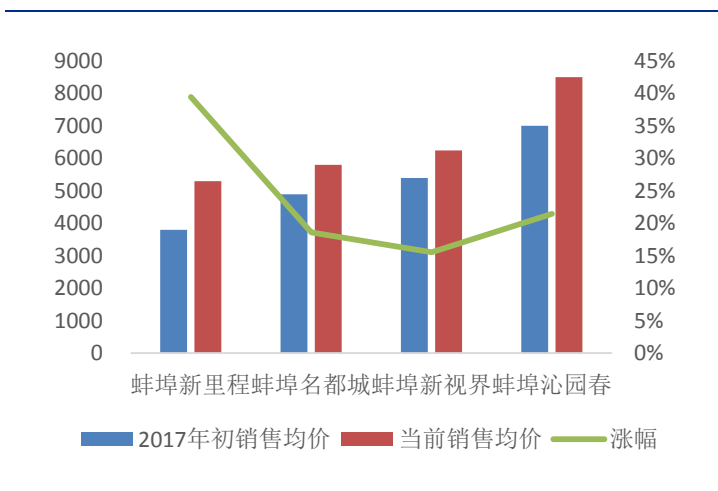
业务类型	中标数量	新签订单	新签订单占比	未完工结转下年合同	在手订单占比	营业收入	营收占比	毛利	毛利占比	毛利率
单一施工	134	72	52.17%	114	63.38%	88.4	90.20%	3.9	60%	4.41%
PPP	5	47	34.06%	48	26.74%	8.2	8.40%	2.3	35.40%	28.05%
EPC	4	19	13.77%	18	9.88%	1.5	1.50%	0.34	4.60%	23.13%
合计	143	138	100.00%	180	100.00%	98.1	100.10%	6.54	100.00%	6.67%

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司房地产业务再迎“春天”，“量价齐升”带来业绩弹性。2016 年以来，安徽房地产市场呈现出“回暖-放量-火爆”的发展特点，2016 年的合肥房地产市场、2017 年的蚌埠、滁州、六安等省内三四线城市均呈现出“量价齐升”的发展态势，公司房地产业务全面受益。2016 年公司（不含安徽建工）房地产实现合同销售额 23 亿元，超过年度销售计划的 44%；2017 年公司（不含安徽建工）房地产业务计划销售目标 32 亿元，2017 年 1-6 月公司（含安徽建工）实现了 31.33 亿元的销售合同，同比增长 195%。2017 年以来，公司主要房地产项目销售价格出现大幅上涨，2017 年以来，蚌埠新里程项目涨价幅度达到 39%，蚌埠沁园春、蚌埠名都城和蚌埠新视野涨幅分别为 21%、19%和 16%。2017 年 1-6 月公司实现签约销售面积 58.46 万平方米，同比增长 158%；销售均价 5359 元/平方米，同比增长 31%，房地产

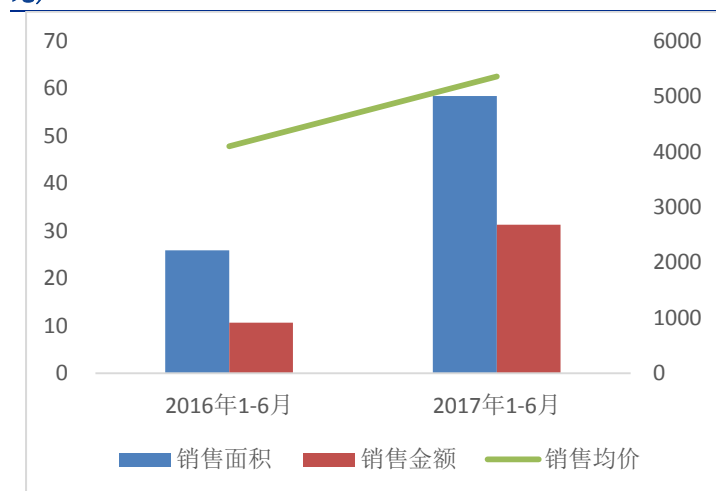
销售的“量价齐升”带来了公司业绩弹性。

图 10：公司主要在售项目年初以来的价格涨幅(元、%)



资料来源：蚌埠网上房地产、安信证券研究中心

图 11：2017 年 1-6 月公司地产销售面积、金额及均价（万平方米、元）



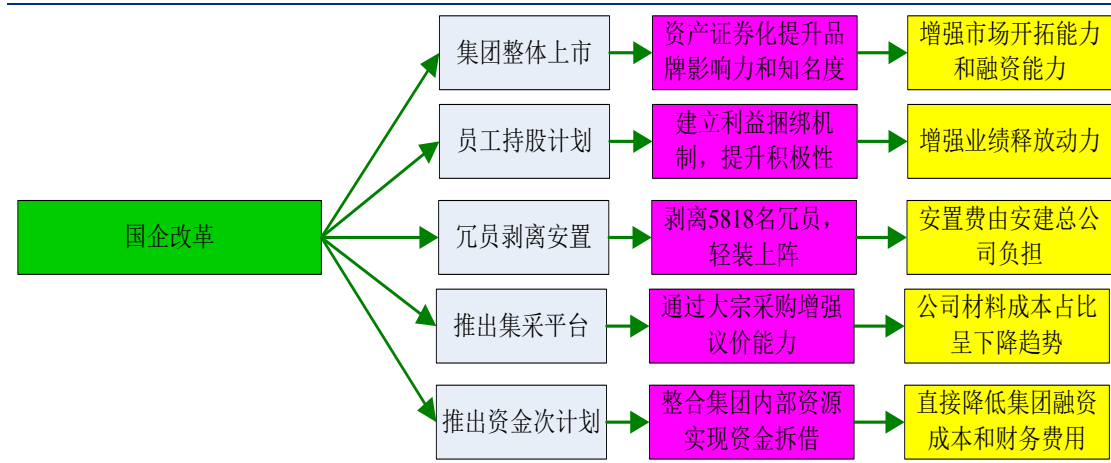
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

### 3. 盈利能力持续提升，区域龙头整装待发

#### 3.1. 国企改革提质增效，三大举措助力业绩

公司国企改革除了整体上市+员工持股外，还有非生产经营人员的剥离、集采平台的搭建和资金池计划等。公司吸收合并安徽建工并通过配套融资实现员工持股计划，一方面安徽建工资产实现了证券化，上市将进一步提升公司知名度和品牌影响力，有助于公司开拓新市场和增强融资能力；另一方面通过员工持股实现了员工利益与公司利益的捆绑，理顺了体制机制，有助于提升员工的积极性和归属感，增强公司业绩释放的动力。同时，公司通过国企改革实现了非生产性人员的剥离、搭建了集采平台和资金池计划。公司通过本次国企改革实现了历史遗留的非生产性人员 5818 人的剥离，按照人均 3 万元成本（包含工资、奖金、津贴、公积金、社保等）计算，每年预计将节省人工成本 1.75 亿元，由于安置费用由水建总公司承担，因此非生产性人员的剥离将有效降低公司人工成本。2016 年安徽建工推出了集采平台，集团范围内的主材实行集中采购，2016 公司房建业务直接材料费 25.55 亿元，占比 23.17%，较 2015 年下降 0.35 个百分点；基建业务直接材料费 29.66 亿元，占比 26.9%，较 2015 年下降 0.81 个百分点。公司通过材料的集中采购实现了材料成本的节约，有助于提升公司盈利能力。2016 年公司推出了集团范围内的资金池计划，通过集团内部的资金搭配及拆借，有助于降低集团内部的财务费用。经过 1 年多的实践，公司已经从“资金池”计划上升到产业链金融，涉及小贷、保理、典当等业务，公司产业链金融业务发展迅速。

图 12：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

### 3.2. 业务结构持续优化，盈利能力有望提升

2016年以来，公司业务结构显著发生变化，工程业务中的高毛利的PPP(16年毛利率28.05%)+EPC(16年毛利率23.13%)业务占比快速提升，单一施工业务(4.41%)占比下滑；高毛利的基建业务(17年中期毛利率9.58%)占比快速提升，低毛利的房建业务(17年中期毛利率5.77%)占比下滑；由于公司业务转型始于2016年，新签订单已经出现实质性变化(16年PPP+EPC新签订单占比47%，17年中期基建新签订单占比59%)，但业务结构高毛利的工程业务尚未占据绝对地位(16年PPP+EPC的营收占比9.9%，17年中期基建业务占比50%)，预计未来几年工程业务结构的变化将提升公司的盈利能力。同时，公司房地产业务呈现“量价齐升”的发展态势，房地产业务毛利率预计未来1-3年内将逐步提高，2016年公司房地产业务毛利率31.88%，2017年中期房地产业务毛利率达到35.3%，随着房地产业务结转高峰的到来，房地产业务业绩释放对公司盈利能力提高具有积极的作用。此外，公司水电业务因产能的扩大有望快速增长，2016年水电业务实现营业收入1.09亿元，毛利率60%。2017年中期公司水电业务上网电量同比增长了18.27%，预计全年对公司业绩贡献将显著增加，有助于提升公司整体盈利能力。

表4：2016-2017年6月公司业务板块的营业收入及其毛利率变化情况

指标	2016				2017.6		
	房建业务	基建业务	房地产业务	水电业务	房建业务	基建业务	房地产业务
营业收入(亿元)	77.71	78.04	13.46	1.09	62.27	62.15	5.88
毛利率(%)	5.70	9.45	31.88	60.00	5.77	9.58	35.30

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.3. 盈利能力提升在即，区域龙头整装待发

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2.72%，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1.64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1.21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5：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		2.72	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		-1.64	-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	-1.21	-1.45

资料来源: WIND, 安信证券研究中心

2016 年安徽建工未公开披露财务报表, 2016 年的财务状况无法进行比较。2017 年 6 月安徽建工实现并表, 2017 年 8 月公司吸收合并安徽建工及配套融资工作全部完成, 公司披露了第一份合并报表。2017 年 1-6 月公司 (合并口径) 实现营业收入 138.93 亿元, 归母净利润 2.87 亿元, 净利率 2.07%, 净利率大幅提高 1 个百分点, 主要得益于公司业务结构变化、非生产性人员剥离、材料集中采购和供应链金融支持。我们预计下半年公司净利率仍有望再次提高, 主要原因在于业务结构的持续优化、地产业务交付结转和配套融资完成后财务费用的下降。未来随着公司高毛利的 PPP+EPC 业务占比持续提高, 地产业务集中交付贡献业绩, 公司毛利率和净利率均有望持续提升, 尤其是公司净利率有望回归、甚至超过行业平均净利率水平。预计 2017-2018 年安徽建工 (不含安徽水利) 的净利率有望达到 1.65% 和 1.84%, 营业收入预计 295 亿元和 339 亿元, 则对应的净利润分别为 4.85 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, 区域龙头轻装上阵强势启航。

表 6: 2014-2018 年安徽建工 (不含安徽水利) 新签订单、营收、净利润及净利率预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
新签订单 (亿元)	388	430	508	584	642
营业收入 (亿元)	232	241	268	295	339
净利率	1.00%	1.08%	1.27%	1.65%	1.84%
净利润 (亿元)	1.59	2.46	3.40	4.85	6.23

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

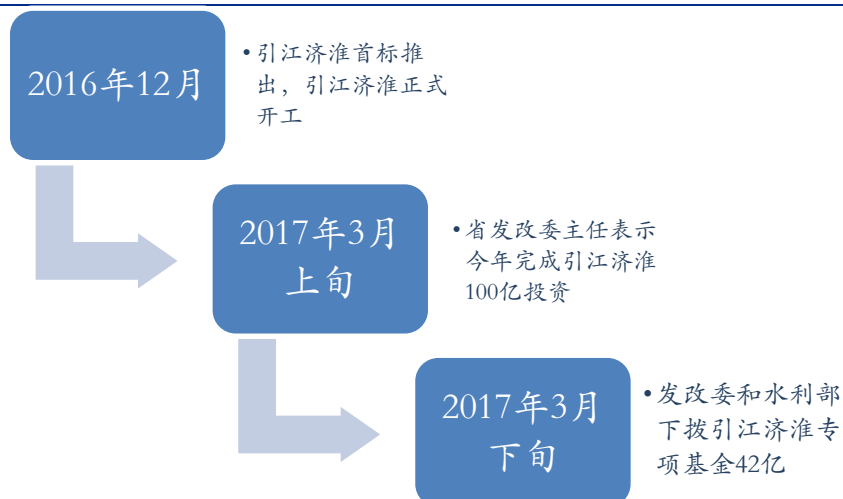
## 4. 区域发展迎多重利好, 省属国企将全面受益

### 4.1. 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, 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, 是安徽省水资源配置战略工程和社会经济发展与水环境改善的重大基础设施。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%, 工期 72 个月, 2016 年 12 月 29 日引江济淮工程正式开工。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%。预计 2017 年 4 季度引江济淮将启动集中招投标, 2018 年进入全面施工阶段, 水利蛋糕分享在即。



图 13: 引江济淮工程重大节点事件

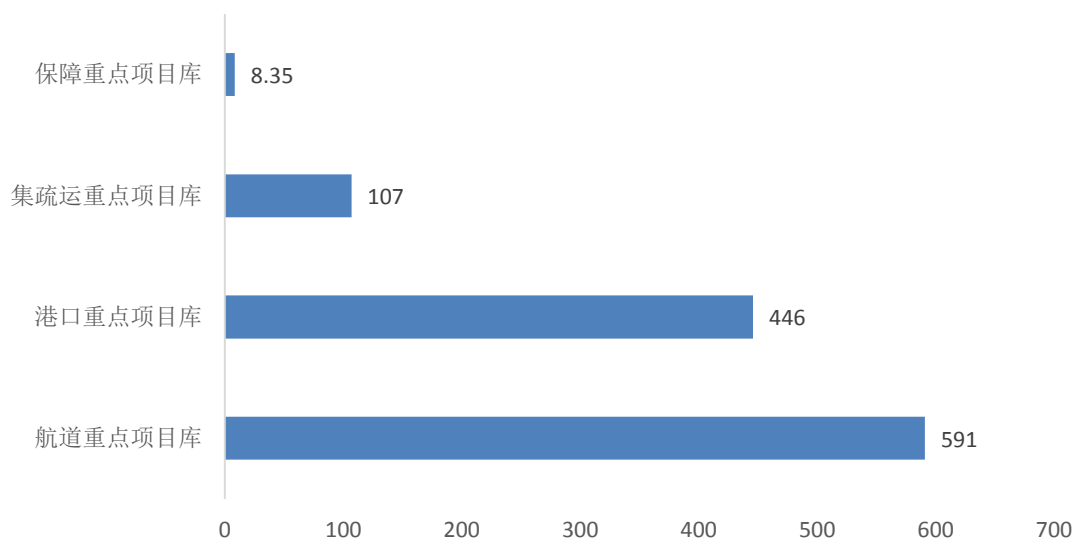


资料来源：相关新闻报道、安信证券研究中心

#### 4.2. 水运十三五规划出台，港航投资加速增长

2017年8月安徽省交通运输厅发布了《安徽省水运“十三五”发展规划》，“十二五”期间安徽省内河水运累计完成固定资产投资236.7亿元，港口、航道等基础设施水平不断提升，内河高等级航道里程达到1429公里。“十三五”期间，安徽省将构建以“一纵两横”为骨架，涡河、浍河等高等级航道为支撑的全省高等级航道网，基本实现“干支初步贯通、瓶颈基本消除、等级明显提升、江淮水系沟通”的目标，计划实现航道投资250亿元（含江淮运河100亿）；基本形成全省集装箱、能源物资、矿石、滚装汽车、液体化工品、散装水泥等专业化港口运输系统，计划五年累计投资150亿元。安徽省航道和港口建设将迎来机遇，预计十三五期间港口和航运投资将达到400亿元，推出的航道和港口重点项目投资匡算预计将超过1000亿元（其中航道重点项目投资匡算591亿元，港口重点项目投资匡算446亿元。安徽水利和安徽交航在航道和港口建设领域具有较强竞争力，安徽航道和港口建设有助于公司业务快速发展。

图 14: 安徽水运规范重点项目的投资匡算（亿元）



资料来源：国务院、财政部、发改委等，安信证券研究中心

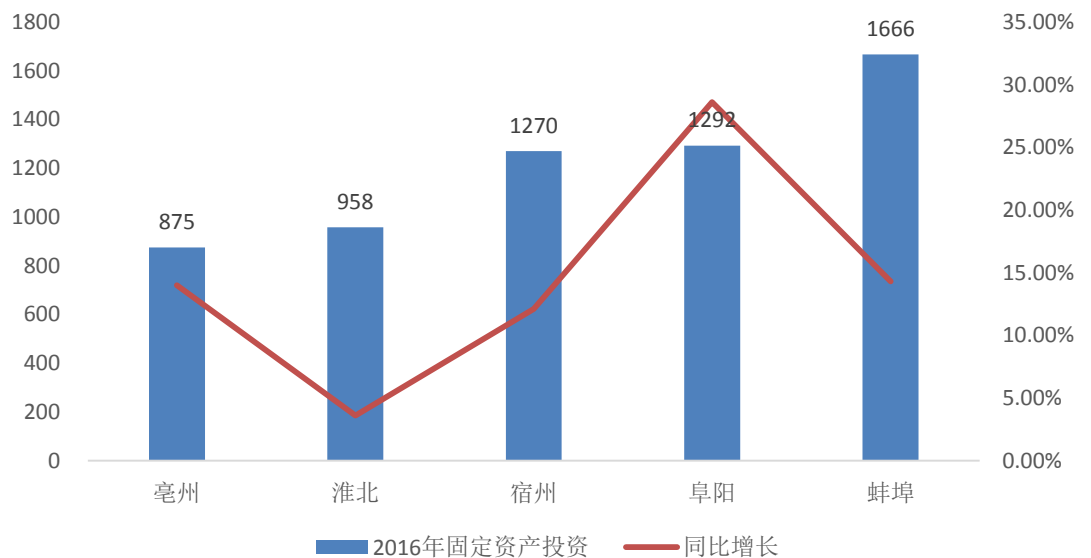
#### 4.3. 中原城市群皖北方案出路，区域市场基建投资有望高速增长

2017年8月安徽省发改委印发《中原城市群发展规划安徽省实施方案》(以下简称《方案》)，将纳入规划的蚌埠、淮北、阜阳、宿州和亳州五市打造成中原城市群的重要支撑轴带、新发



展理念的先行示范区，推动皖北地区经济社会持续健康发展。根据方案，安徽省将支持蚌淮(南)、宿淮(北)城市组群建设，强化阜阳、亳州都市区建设，推进合蚌淮城镇带、沿淮城镇带、淮阜亳城镇带建设，引导促进各城市之间统筹协调发展，形成皖北城市群。加快建设现代综合交通运输体系，统筹铁路、公路、航空、航运等建设，构建多层次、大容量的贯通中原城市交通大通道，实现“市市通高铁”，建设宿州、蚌埠、阜阳等城市轨道交通主干线路，加快实施高速公路网化扩容工程、国省干线公路提级工程、农村公路畅通安全工程，新建蚌埠、亳州、宿州民航机场，推进蚌埠全国性、阜阳区域性综合交通枢纽建设，建设淮北、亳州、宿州地区性综合交通枢纽。《方案》未对未来几年皖北五城的基建投资做出详细说明，但可以预计基建投资的增速将保持在较高的水平。公司总部在蚌埠，在皖北五城都有较多业务布局，预计《方案》出台为公司发展营造了良好的区域环境。

**图 15：2016 年皖北五城固定资产投资及其增速（亿元）**

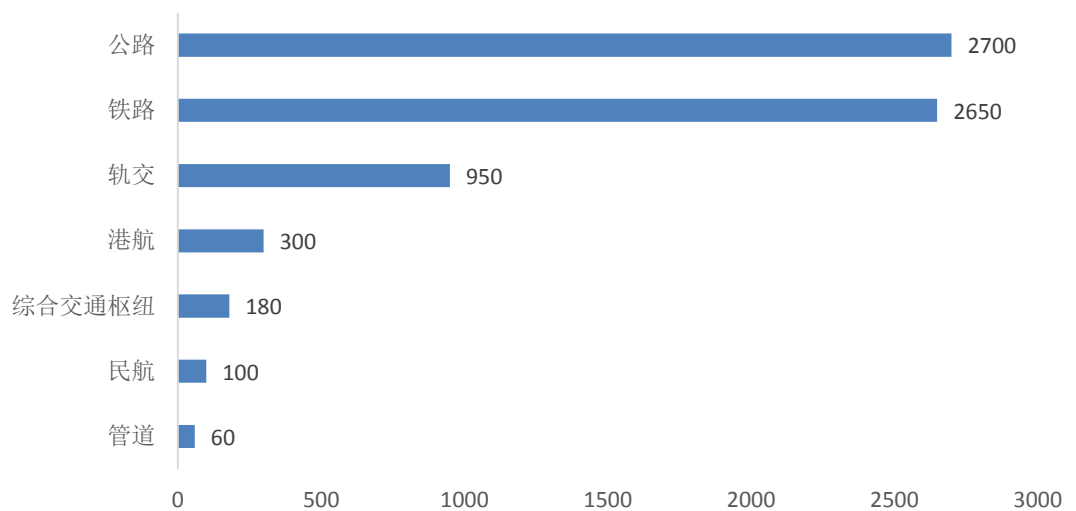


资料来源：国务院、财政部、发改委等，安信证券研究中心

#### 4.4. 安徽交通运输规划出台，交通基础设施建设来袭

2017年7月安徽省人民政府办公厅印发《安徽省“十三五”综合交通运输体系发展规划》(以下简称《交通规划》)，到2020年，安徽省将形成以“三纵、五横、四联”综合运输通道为骨架，以“1+5+10”综合交通枢纽体系为依托，多层次铁路网融通、高等级公路网互通、水运交通网贯通、民航运输网联通、县乡村公路网畅通、城市公共交通覆盖建成区、天然气石油管道覆盖所有市县、邮政和快递服务覆盖所有乡村的“五通三覆盖”现代综合交通运输网络。“十二五”期间安徽省交通基础设施建设完成投资4114亿元，是“十一五”的2倍，综合交通网总里程增加3.7万公里。“十三五”期间，安徽省交通基础设施建设计划总投资6940亿元，较“十二五”期间投资增长68.69%，其中铁路3600亿元(含城市轨道交通950亿元)，公路2700亿元，航道、港口300亿元，民航100亿元，管道60亿元，综合交通枢纽180亿元，安徽交通基础设施建设来袭。

图 16: 2016 年皖北五城固定资产投资及其增速 (亿元)



资料来源: 国务院、财政部、发改委等, 安信证券研究中心

#### 4.5. PPP 模式再获政策推动, 安徽 PPP 市场前景广阔

2017 年 9 月, 安徽省人民政府办公厅印发《安徽省支持政府和社会资本合作 (PPP) 若干政策》, 鼓励社会资本通过 PPP 参与基础设施和公共服务项目, 尤其是市政、环境污染第三方治理、公路交通基础设施、水利等重点领域, 政府将在投资回报机制、政府引导资金、用地政策、金融服务和产业基金等方面给予大力支持, 同时将规范 PPP 合作行为, 不得以任何方式承诺回购社会资本方的投资本金, 不得以任何方式承担社会资本方的投资本金损失, 不得以任何方式向社会资本方承诺最低收益, 严禁利用政府和社会资本合作方式违法违规变相举债, 严禁新增隐性债务, PPP 规范发展势在必行, PPP 有望在规范之后迎来“新生”。

表 7: 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

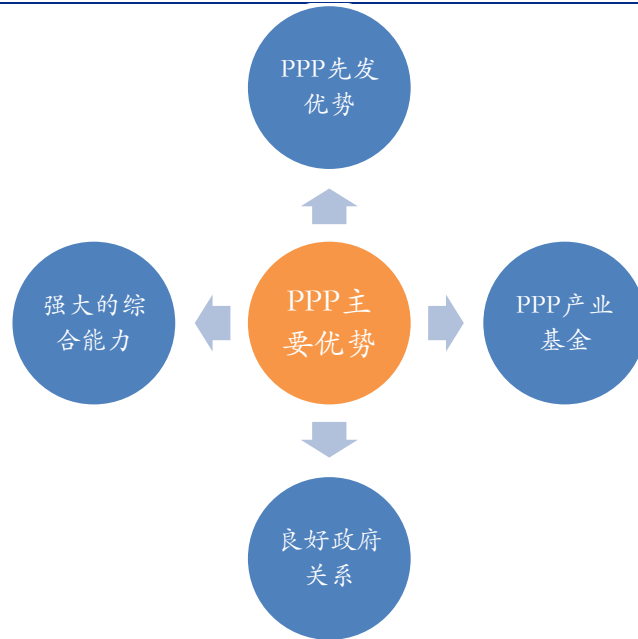
	发改委推介项目				财政部示范项目			
	第一批	第二批	第三批	合计	第一批	第二批	第三批	合计
发布时间	2015.5	2015.12	2016.9		2014.11	2015.9	2016.1	
项目数量	131	138	237	506	4	4	32	40
投资金额	2086	675	3903	6664	239	53	774	1059

资料来源: 发改委、财政部、安信证券研究中心

#### 4.6. 国资背景竞争力强, 全面受益区域发展

作为省属大型建筑国企, 安徽建具有较的竞争优势: (1) 先发优势, 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, 预计今年年底将投入运营, 公司将在 PPP 项目的获取、投资、建设、运营等环节积累丰富的经验, 先发优势明显。(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, 预计能够撬动千亿规模的 PPP 项目。(3) 良好的政府关系: 安徽建工是省属大型建筑国企, 与蒙城、滁州等地方政府建立了战略合作关系, 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。因此, 公司将全面受益引江济淮、水运建设、中原城市群、交通基础设施建设和 PPP 模式推广, 公司有望在多个领域实现订单和业绩共振。

图 17: 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

## 5. 估值与投资建议:

### 5.1. 盈利预测: PPP 业务放量增长, 地产迎来量价齐升

我们根据公司经营情况, 对安徽水利和安徽建工的业绩做出如下假设, 并进行业绩预测:

假设一: 安徽水利 2017-2019 年营业收入增速分别为 7.7%、18.5%、19.6%, 对应的净利率分别为 2.9%、3.09%和 3.48%。

假设二: 安徽建工 2017-2019 年营业收入增速分别为 30%、17%、9%, 对应的净利率分别为 1.21%、1.30%和 1.34%。

根据以上假设, 我们预计 2017-2019 年安徽水利的营业收入分别为 122.74 亿元、145.39 亿元、173.89 亿元, 安徽建工的营业收入分别为 432.21 亿元、505.69 亿元和 551.20 亿元, 合并后 2017-2019 年营业收入分别为 554.95 亿元、651.08 亿元和 725.09 亿元。2017-2019 年安徽水利的净利润分别为 3.56 亿元、4.49 亿元、6.06 亿元, 同期安徽建工实现的净利润分别为 5.23 亿元、6.57 亿元和 7.39 亿元。合并报表后, 2017-2019 年整体预计实现净利润分别为 8.79 亿元、11.06 亿元、13.44 亿元。

表 8: 公司三大业务营收及增速预测

项目名称		2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
安徽水利	营业收入	84.08	91.50	114.00	122.74	145.39	173.89
	净利润	2.33	2.59	3.10	3.56	4.49	6.06
	净利率	2.77%	2.83%	2.72%	2.90%	3.09%	3.48%
安徽建工	营业收入	232.23	240.92	332.47	432.21	505.69	551.20
	净利润	1.59	2.46	3.40	5.23	6.57	7.39
	净利率	0.68%	1.01%	1.02%	1.21%	1.30%	1.34%
合并口径	营业收入	316.31	332.42	446.47	554.95	651.08	725.09
	净利润	3.92	5.05	6.50	8.79	11.06	13.44
	净利率	1.24%	1.52%	1.46%	1.58%	1.70%	1.85%

资料来源: wind, 安信证券研究中心

### 5.2. 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 0.61 元、0.77 元和 0.94 元, 对应 2017 年 9 月 24 日收盘价的动态 PE 分别为 13.9 倍、11.1 倍和 9.1 倍, PB 分别为 3 倍、2.4 倍和

1.9 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 34.58 倍，显著高于我们对公司 13.9 倍的 PE 预测。公司整体上市已经完成，预计未来几年成长性良好，净利润的增速有望达到较高增速，高成长性提升公司估值空间。

表 9：公司与可比公司估值比较

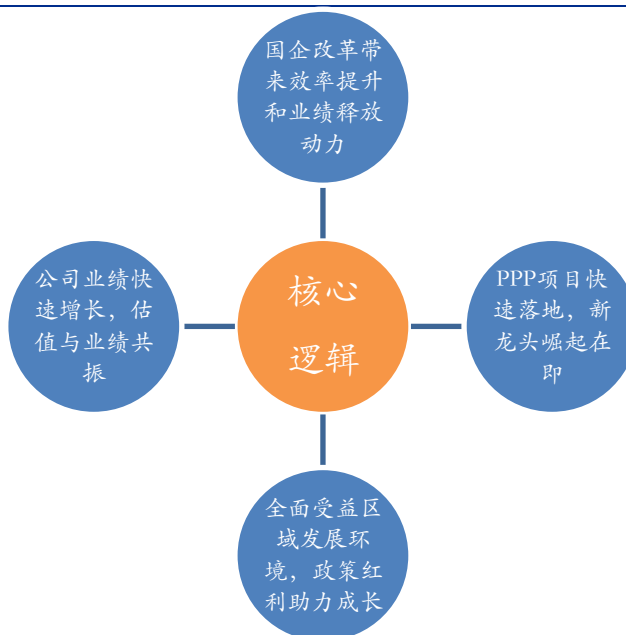
证券代码	证券简称	总股本 (亿股)	2017 年 9 月 24 日收盘价	最新总市值 (亿元)	17PE	18PE	19PE
601669.SH	中国电建	152.99	8.13	1,243.81	15.53	13.45	11.83
600068.SH	葛洲坝	46.05	10.64	489.95	11.57	9.37	7.66
002060.SZ	粤水电	12.02	4.10	49.29	29.18	23.54	19.35
002586.SZ	围海股份	10.42	10.00	104.20	53.62	30.39	22.37
四家可比公司均值		81.71	9.07	674.00	34.58	21.92	17.10
600502.SH	安徽水利	14.34	8.54	122.49	13.9	11.1	9.1
安徽水利/均值		0.18	0.94	0.18	0.46	0.55	0.57

资料来源：WIND、安信证券研究中心

### 5.3. 投资建议：省属国企强势崛起，PPP 龙头值得拥有

作为省属建筑上市平台，安徽水利直接受益于国企改革、PPP、区域发展规划等政策红利：(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，2017 年 3 季度以来，公司 PPP 项目快速落地，有望成长为新的 PPP 龙头。(3) 区域政策：近期安徽省出台了多个区域发展政策，包括水运规划、中原城市群皖北五城建设规划、交通基础设施建设规划、PPP 新政等，再加上之前推出的引江济淮工程，公司区域发展环境良好，并有望全面受益。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 22.6 倍的 PE。

图 18：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

### 5.4. 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	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%
						运营效率					
						固定资产周转天数	47	48	10	8	7
						流动资产周转天数	90	79	92	93	90
						流动营业资本周转天数	413	396	336	346	343
						应收账款周转天数	172	166	167	168	167
						存货周转天数	135	141	134	137	137
						总资产周转天数	510	484	358	364	359
						投资资本周转天数	159	144	107	106	101
						投资回报率					
						ROE	9.8%	8.3%	21.4%	21.6%	21.0%
						ROA	1.9%	1.8%	1.0%	2.9%	1.3%
						ROIC	9.0%	7.9%	32.2%	6.8%	21.2%
						费用率					
						销售费用率	0.3%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
						管理费用率	2.7%	2.3%	3.5%	3.5%	3.5%
						财务费用率	1.0%	0.6%	1.8%	1.8%	1.6%
						三费/营业收入	4.0%	3.3%	5.8%	5.8%	5.6%
						偿债能力					
						资产负债率	78.8%	75.5%	95.0%	85.1%	93.4%
						负债权益比	371.1%	307.5%	1887.6%	573.3%	1409.9%
						流动比率	1.27	1.27	1.21	1.10	1.29
						速动比率	0.85	0.79	0.72	0.68	0.77
						利息保障倍数	4.63	7.44	2.34	2.40	2.69
						分红指标					
						DPS(元)	0.02	-	0.05	0.05	0.05
						分红比率	12.5%	0.0%	7.8%	6.8%	4.8%
						股息收益率	0.3%	0.0%	0.6%	0.6%	0.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	258.6	310.3	878.8	1,106.4	1,344.3	EPS(元)	0.18	0.21	0.61	0.77	0.94
加:折旧和摊销	68.0	82.5	82.6	82.6	82.6	BVPS(元)	1.82	2.56	2.86	3.58	4.47
资产减值准备	5.0	81.8	-	-	-	PE(X)	47.9	40.1	13.9	11.1	9.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.7	3.3	3.0	2.4	1.9
财务费用	87.9	65.2	984.6	1,146.9	1,145.7	P/FCF	-13.6	-44.2	4.5	19.4	18.6
投资损失	-2.4	-3.7	-2.0	-2.7	-2.8	P/S	1.3	1.1	0.2	0.2	0.2
少数股东损益	2.7	4.7	10.2	13.8	17.6	EV/EBITDA	17.8	16.7	15.2	6.1	11.5
营运资金的变动	-160.4	-71.0	-23,337.6	17,954.9	-20,632.6	CAGR(%)	63.0%	63.7%	56.3%	63.0%	63.7%
经营活动产生现金流量	620.4	331.9	-21,383.4	20,301.9	-18,045.1	PEG	0.8	0.6	0.2	0.2	0.1
投资活动产生现金流量	113.9	-355.1	-464.5	165.3	49.9	ROIC/WACC	1.3	1.1	4.6	1.0	3.0
融资活动产生现金流量	-559.2	588.9	23,784.6	-19,698.2	18,587.3	REP	1.6	1.9	0.3	1.7	0.4

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、苏多永、金嘉欣声明，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