

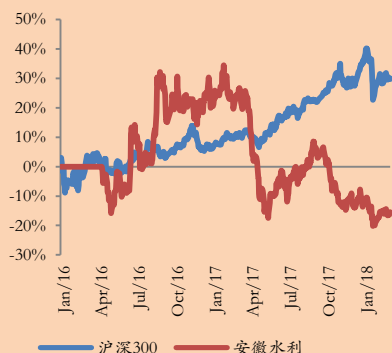


安徽水利 (600502)

投资评级: 买入

报告日期: 2018-03-23

股价走势:



研究员: 高欣宇

0551-65161836

gaoxy_pro@126.com

S0010517110002

研究员: 宫模恒

0551-65161836

gongmoheng@163.com

S0010512060001

联系人: 袁道升

0551-65161836

neilyds@163.com

业绩符合预期, 订单高增, 地缘优势持续兑现

——2017 年年报点评

事件: 公司 17 年实现营收 354.57 亿元, 按照吸收合并完成后的合并口径计算, 同比增长 3.18%; 归母净利润 7.81 亿元, 同比增长 25.25%; EPS 为 0.60 元/股, 同比增长 17.65%。公司拟以总股本 1,434,300,227 股为基数, 每 10 股送 2 股、分配现金股利 0.5 元(含税), 现金分红总额 7171.50 万元。

主要观点:

□ 并表增厚业绩, 工程业务毛利率提升

2017 年公司完成对母公司建工集团的吸收, 并表后业绩显著增厚。2017 年公司营收增速低于利润增速, 我们认为主要是受到营改增以及公司转型 PPP 后传统业务量, 工程营收同比下滑 3.9%影响。2017 年公司录得毛利率 10.30%, 其中工程业务毛利率大幅提升 2.21pct 至 8.74%, 主要是受益于 PPP 项目比重的增加和房建工程占比的减少。2017 年公司三费支出占营收比为 5.27%, 较 16 年合并口径下提升 1.83pct, 主要是管理费用受管理人员增加和工资提高, 薪酬支出提高 1.66 亿至 7.51 亿元, 以及高新技术企业研发费用增加 1.6 亿至 1.85 亿元影响, 占营收比提升 0.87pct 至 3.38%, 以及财务费用受 PPP 项目投资需求增加, 银行借款增多, 利息支出同比增长 1.91 亿至 7.13 亿元影响, 占营收比提升 0.86pct 至 1.49%。2017 年公司非经常性损益为 1.41 亿, 主要是受到建工集团合并报表日之前的当期损益 0.69 亿以及应收账款减值准备转回 0.32 亿影响。

□ PPP 业务进入收获期, 积极调整市场布局

目前公司 PPP 业务步入收获期, 订单承接加速, 项目集中开工, 完成整体上市后, 公司积极调整市场布局, 省外及海外市场拓展有望进一步提速。2017 年公司新中标工程合同额 687.87 亿元, 按照吸收合并完成后的合并口径同比增长 37.60%, 其中市政 (84.41%) 和公路桥梁 (68.70%) 合同总额增速最快。2017 年公司累计公告重大 PPP 订单 237.28 亿元, PPP 承接维持高增速。随着公司 PPP 项目不断开工, 项目结转将有助于工程业务毛利率的进一步改善。报告期内公司完成整体上市后, 资质实力进一步提升, 市场竞争力增强。公司继 2016 年底中标河南漯河市沙澧河项目后, 在省外生态建设领域持续收获大单, 2017 年下半年先后中标 15.85 亿福建南平流域治理 PPP 项目及 20.15 亿湖南浦市古镇保护及旅游开发 PPP 项目; 公司还在新疆设立办事处, 大力开拓新疆市场, 我们认为公司拓展全国市场的步伐有望不断加速。海外业务方面, 建工集团开拓非洲、亚洲市场多年, 公司 2017 年新签海外项目合同额 21.4 亿元, 较上年同期大幅提升, 未来将着重开拓“一带一路”沿线节点市场。

□ 斩获“引江济淮”、合肥轨交订单，地缘承接优势持续兑现

公司目前作为安徽省国资委水建总公司旗下唯一的上市平台，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和总投资 8.42 亿元的引江济巢段小合分线施工 Y003 标，占已落地引江济淮（安徽段）施工类项目总投资额的近 4 成。引江济淮项目工程作为重大水利工程，由中央拨款资金到位有保障，目前已累计获得 83 亿元的中央预算内投资，招标投标工作稳步推进，18 年订单将陆续释放，公司目前已组建引江济淮项目专项小组。报告期，公司子公司安徽路桥联合中标合肥市轨道交通 4 号线 1 标、3 标、4 标项目，工程合同总额约 35 亿元，其中公司获得约 14 亿元（40%）的工程业务量，这标志着公司成功切入了轨道交通工程领域。目前安徽省内轨交建设稳步推进，合肥轨交 6 号线建设工程及 2、3、4 号线延长工程处于设计招标阶段；按照《安徽省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，未来 5 年省内将有 9 座城市开建或建成地铁，区域轨道交通建设有望进一步提速。公司作为地缘龙头，有望把握省内水利、轨交工程投资提速的机遇，项目承接优势或持续兑现。

□ 地产业绩高增，18 年望维持良好态势

房地产业务作为公司工程业务外的重要主业，受益三四线城市良好的去库存情况，17 年业绩稳步增长。目前公司销售情况良好，全年实现营收 30.31 亿元，同比增长 50.35 %；实现销售收入 58.26 亿元，同比增长 50%，为 18 年业绩奠定了基础。2017 年公司还积极参与土地招拍挂，新增土储面积 1341.13 亩，期末土地储备面积约 1410.22 亩，为房地产业务的后续发展提供了保障。我们判断 2018 年公司房地产业务将继续维持良好态势。

□ 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，18 年公司营收有望维持稳健增长，毛利率也有望继续改善；房地产业务方面，受益于三四线市场的良好去库存，公司销售情况良好，18 年业绩有保障。同时，随着引江济淮工程开工，区域轨交建设项目的持续落地，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 2018-2020 年 EPS 分别为 0.68 元/股、0.81 元/股、0.96 元/股，对应的 PE 为 10 倍、8 倍、6 倍，给予“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	35457	41839	48115	52927
收入同比(%)	209%	18%	15%	10%
归属母公司净利润	781	980	1166	1374
净利润同比(%)	156%	25%	19%	18%
毛利率(%)	10.3%	10.7%	11.0%	11.2%
ROE(%)	8.8%	12.3%	12.9%	13.2%
每股收益(元)	0.54	0.68	0.81	0.96
P/E	12.34	9.84	8.26	7.01
P/B	1.24	1.39	1.20	1.03
EV/EBITDA	7	10	8	6

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

[illegible]

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。