

债转股助力去杠杆，业务优化路径清晰

——安徽水利（600502）2018 年报点评

2019 年 04 月 05 日

推荐/首次

安徽水利

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 388.28 亿，同增 9.51%，实现归母净利润 8 亿，同增 2.38%，实现扣非 7.72 亿，同增 20.53%；
- **PPP 提升施工毛利率，坏账损失侵蚀利润。加强回款使经营现金流出大幅收窄。债转股落地降杠杆。**报告期内毛利率 10.72%，同增 0.4pp，系 PPP 带动施工毛利率；销售/管理/财务/期间费率为 0.31%/3.72%/1.38%/5.3%，均与上期基本持平；减值 7.47 亿同增 85%，占净利润比例同比提升 39pp 至 91.13%，系坏账准备金额大幅增加；税率 29.83%同减 2pp；净利率 2.11%同减 0.1pp；收付现比为 107.58%/113.93%，分别变化 15.6pp/-2.8pp；经营现金流净额-20.6 亿，同比增加 71.7 亿，流出大幅收窄 78%，主要系收回工程款以及房地产销售回款增加；投资现金流净额-1.77 亿，流出收窄 63%，主要系投资理财产品减少；报告期内公司在不影响实际控制权前提下，引进中安资产对三建/路桥/建材三家全资子公司累计增资 10.9 亿并实施市场化债转股，期末负债率同比下降 1.8pp 至 84.3%；
- **Q4 业绩边际改善，全年收入增速稳健、归母增速受减值影响低于预期。**Q4 营收/归母/扣非为 131.35 亿/3.67 亿/3.57 亿，分别同增 14.78%/4.9%/23.83%，增速环比分别提升 22pp/5pp/55pp；当季毛利率/费率/净利率为 14.88%/3.86%/2.84%，同减 0.3pp/2.4pp/0.2pp，减值 7.56 亿同增 84%，对应当季净利润的 203%；全年营收同增 9.51%，增速同比提升 6.3pp 实现规模增长，归母 2.38%，增速同减 22.9pp 主要系减值增加；
- **区域龙头持续深化业务优势，基建/地产业务和 PPP/EPC 模式占比提升、优化业务结构。积极拓展省外增量。**公司系安徽建筑龙头，报告期内特级总承包资质达到 6 家 7 项 4 类并首获国际桥梁大会最高奖。全年房建/基建/地产收入为 126.1 亿/180.8 亿/32.6 亿，同增-4.9%/8.5%/7.6%，毛利率为 6.2%/11.7%/25.5%；新签合同为 138 亿/375 亿/93 亿，同增-30.4%/8.9%/60.2%；积极拓展合规 PPP，当前在手项目 40 个，11 个融资落地，3 个进入运营期、政府付费按时足额到位；以上均有利于公司业务结构优化转型。全年新签和期末在手订单为 525 亿/755 亿，对应当期建筑收入的 1.7 倍/2.5 倍，在手订单中传统施工/PPP 或 BT/EPC 三类项目占比为 60%/35%/5%。分地区来看，省内外收入 284 亿/98 亿，同增 6%/26%，省外收入占比提升 3pp 至 25%，立足安徽同时有望受益长三角一体化建设；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 432.99 亿元、479.02 亿元、527.61 亿元；归母净利润分别为 9.98 亿元、11.95 亿元和 14.05 亿元；EPS 分别为 0.57 元、0.68 元和 0.8 元，对应 PE 分别为 9.5X、7.9X 和 6.7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济风险；2、市场竞争风险；3、财务风险。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	35,457.1	38,827.9	43,298.5	47,901.8	52,760.9
增长率（%）	208.93%	9.51%	11.51%	10.63%	10.14%
净利润（百万元）	781.48	819.83	997.69	1,195.40	1,405.26
增长率（%）	151.84%	4.91%	21.69%	19.82%	17.56%
净资产收益率（%）	10.08%	8.83%	15.54%	19.99%	25.67%
每股收益（元）	0.60	0.46	0.57	0.68	0.80
PE	8.95	11.67	9.45	7.86	6.67
PB	0.99	1.02	1.47	1.57	1.71

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

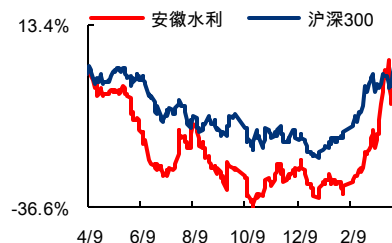
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	5.37-6.46
总市值（亿元）	92.43
流通市值（亿元）	48.91
总股本/流通 A 股（万股）	172116/91073
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	1.42

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表					单位：百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	50586	57952	58523	60796	78646	营业收入	35457	38828	43299	47902	52761				
货币资金	8679	8533	2037	-2325	6917	营业成本	31805	34666	38570	42551	46719				
应收账款	16117	17557	19573	22967	26742	营业税金及附	279	253	282	312	344				
其他应收	2642	2513	2803	3101	3415	营业费用	107	120	152	168	158				
预付款项	386	654	953	1282	1644	管理费用	1235	1193	1667	1854	1847				
存货	20739	25645	29588	31476	34559	财务费用	529	535	660	787	1322				
其他流动	834	1774	2249	2886	3734	资产减值损失	405	747	598	598	478				
非流动资产	12922	17594	18939	20526	22259	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权	350	407	468	492	541	投资净收益	38	51	56	76	113				
固定资产	2935	3227	3388	3557	3735	营业利润	1139	1162	1427	1708	2007				
无形资产	290	183	183	201	211	营业外收入	14	16	15	15	16				
其他非流	71	56	56	56	56	营业外支出	8	9	20	20	20				
资产总计	63507	75546	77462	81322	100906	利润总额	1146	1168	1422	1704	2003				
流动负债	43519	51936	56756	61029	81002	所得税	364	349	424	508	597				
短期借款	6676	6336	6336	6336	20560	净利润	781	820	998	1195	1405				
应付账款	19160	21098	22719	24481	25471	少数股东损益	0	20	20	20	20				
预收款项	6678	11718	15182	19014	23235	归属母公司净	781	800	978	1176	1385				
一年内到	2708	3785	3785	3407	3066	EBITDA	2009	1975	2154	2573	3418				
非流动负	11150	11751	11589	11568	11644	EPS（元）	0.60	0.46	0.57	0.68	0.80				
长期借款	10358	10513	10513	10461	10496	主要财务比									
应付债券	250	750	600	600	600		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E				
负债合计	54669	63686	68345	72597	92646	成长能力									
少数股东	1085	2804	2824	2844	2864	营业收入增长	208.93%	9.51%	11.51%	10.63%	10.14%				
实收资本	1434	1721	1721	1721	1721	营业利润增长	149.77%	2.01%	22.81%	19.75%	17.49%				
资本公积	1646	1646	1646	1646	1646	归属于母公司	155.64%	2.38%	22.23%	20.22%	17.85%				
未分配利	2555	2853	2002	1156	117	获利能力									
归属母公	7753	9056	6293	5882	5397	毛利率(%)	10.25%	10.66%	10.92%	11.17%	11.45%				
负债和所	63507	75546	77462	81322	100906	净利率(%)	2.20%	2.11%	2.30%	2.50%	2.66%				
现金流	单位：百万元					总资产净利润	7.81%	1.23%	1.06%	1.26%	1.45%				
量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	10.08%	8.83%	15.54%	19.99%	25.67%				
经营活动	-9231	-2060	96	606	731	偿债能力									
净利润	781	820	998	1195	1405	资产负债率(%)	86%	84%	88%	89%	92%				
折旧摊销	341	278	279	310	356	流动比率	1.16	1.12	1.03	1.00	0.97				
财务费用	529	535	660	787	1322	速动比率	0.69	0.62	0.51	0.48	0.54				
应收账款	-11036	-1439	-2017	-3393	-3775	营运能力									
预收账款	4333	5040	3464	3832	4221	总资产周转率	0.88	0.56	0.57	0.60	0.58				
投资活动	-483	-177	-1863	-2001	-2064	应收账款周转	3.35	2.31	2.33	2.25	2.12				
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	2.94	1.93	1.98	2.03	2.11				
长期股权	0	0	-1261	-1406	-1612	每股指标（元）									
投资收益	38	51	56	76	113	每股收益(最新)	0.60	0.46	0.57	0.68	0.80				
筹资活动	10409	2551	2487	-352	14211	每股净现金流	0.48	0.18	0.42	-1.01	7.48				
应付债券	0	0	-150	0	0	每股净资产(最)	5.41	5.26	3.66	3.42	3.14				
长期借款	0	0	4588	2372	3480	估值比率									
普通股增	530	287	0	0	0	P/E	8.95	11.67	9.45	7.86	6.67				
资本公积	1323	0	0	0	0	P/B	0.99	1.02	1.47	1.57	1.71				
现金净增	695	314	719	-1747	12877	EV/EBITDA	9.47	11.19	13.20	12.58	10.84				

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018 年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。