

安徽建工 (600502.SH)

新签订单高增 82.8%，装配式建筑业务稳健发力

买入

核心观点

新签订单高增 82.8%，主要经营指标稳健增长。1-6 月实现营业收入 336.89 亿元，同比+6.4%，实现归母净利润 6.2 亿元，同比+7.6%。工程施工业务新签合同 676.5 亿元，同比增长 82.8%，新签合同中基建项目订单占比 63.0%；国有资金来源的项目占比达 91.2%。公司新签订单增速高速增长，订单质量持续改善，为公司业绩持续增长提供支撑，订单后续转化为业绩可期。

工程施工收入增长 19.5%，基建工程占比提升支撑整体毛利率企稳。公司上半年工程施工业务实现营业收入 265.4 亿元，同比+19.5%，实现毛利 21.8 亿元，同比+40.3%，工程施工业务毛利率 8.2%，同比增加 1.2 个百分点。从收入构成来看，基建工程占比 48.4%，房建工程占比 30.3%，自 2019 年开始，相对毛利较高的基建业务占比持续上升，房建工程新签合同中国有资金来源的项目比例提升，支撑施工业务毛利率企稳。

地产业务承压，拿地增长 90.7%彰显长期信心。受宏观经济环境影响，公司地产承压明显，上半年房地产业务实现营业收入 23.8 亿元，同比-42.5%，毛利 2.7 亿元，同比-59.42%，毛利率 11.27%，同比减少 4.7 个百分点。上半年公司新增土地储备面积 459.51 亩，期末土地储备面积 824.51 亩。上半年新收储土地 459.51 亩，同比+90.73%，目前房地产在建项目平稳运行，新拿地项目均实现按期开发建设。

装配式建筑业务稳健发力，装配式新签订单增长 228.4%。合肥市“十四五”装配式建筑发展规划明确：到 2025 年，全市重点推进地区装配式建筑实施比例达到 35%，积极推进区域装配式建筑实施比例超过 30%，实现全产业链年产值 2000 亿元。上半年公司铜陵 PC 基地投产运营，六安基地开工建设，装配式建筑投产基地总数达到 6 个。上半年装配式建筑产品新签合同额 4.2 亿元，同比增长 228.4%。

风险提示：宏观经济下行风险，地产行业系统性风险，装配式建筑政策变化风险，重大安全事故风险。

投资建议：“稳增长”持续推动一系列重大项目落地，公司作为安徽建筑龙头，有望持续受益于基建投资增长，装配式建筑在稳经济的环境下持续承压，但行业转型升级的大趋势仍未改变，公司持续发力装配式建筑，后续业绩具有较大弹性。预测公司 2022/2023 年 EPS 为 0.74/0.98 元，给予 2022 年合理估值区间 9-10 倍，对应目标价 6.66-7.40 元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	56,972	71,340	80,115	92,532	107,153
(+/-%)	20.5%	25.2%	12.3%	15.5%	15.8%
净利润(百万元)	816	1096	1266	1680	2154
(+/-%)	36.8%	34.3%	15.5%	32.8%	28.2%
每股收益(元)	0.47	0.64	0.74	0.98	1.25
EBIT Margin	6.9%	6.2%	6.0%	6.1%	6.1%
净资产收益率(ROE)	8.0%	9.8%	10.5%	12.7%	14.6%
市盈率(PE)	11.8	8.7	7.6	5.7	4.5
EV/EBITDA	23.5	24.7	22.8	21.6	20.5
市净率(PB)	0.94	0.86	0.79	0.72	0.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑装饰·房屋建设 II

证券分析师：任鹤

010-88005315

renhe@guosen.com.cn

S0980520040006

联系人：朱家琪

021-60375435

zhujiaqi@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.66 - 7.40 元
收盘价	5.57 元
总市值/流通市值	9586/9586 百万元
52 周最高价/最低价	8.66/3.49 元
近 3 个月日均成交额	880.77 百万元

市场走势



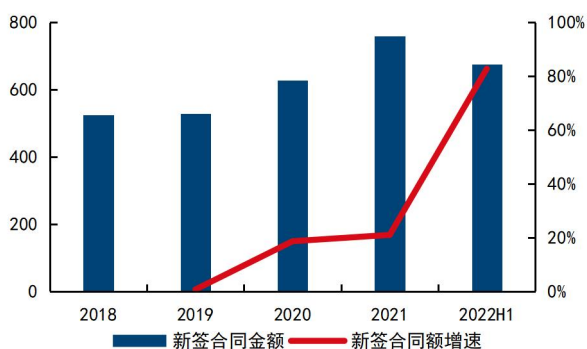
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《国信证券-安徽建工-600502-2020 年三季报点评：收入提速，少数股东损益影响业绩》——2020-11-03
- 《安徽建工-600502-2019 年年报点评：深耕省内市场，计提影响业绩》——2020-04-29
- 《安徽建工-600502-2019 年三季报点评：地产发力，业绩稳健增长》——2019-11-01
- 《安徽水利-600502-2019 年中报业绩快报点评：业绩超预期，房地产与 PPP 业务助力业绩兑现》——2019-07-30
- 《安徽水利-600502-2018 年年报点评：业绩提速，债转股降杠杆效果显著》——2019-03-21

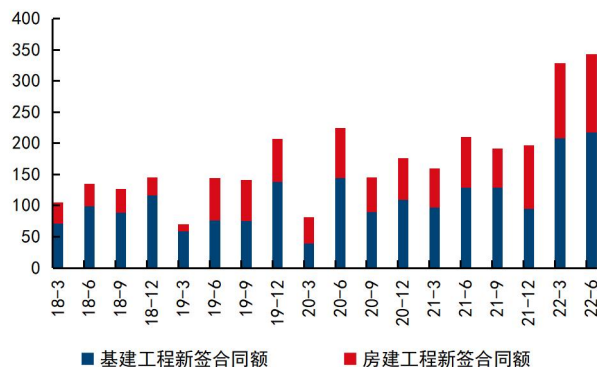
新签订单高增 82.8%，主要经营指标稳健增长。1-6 月实现营业收入 336.89 亿元，同比+6.4%，实现归母净利润 6.2 亿元，同比+7.6%。工程施工业务新签合同 676.5 亿元，同比增长 82.8%，新签合同中基建项目订单占比 63.0%；国有资金来源的项目占比达 91.2%。公司新签订单增速高速增长，订单质量持续改善，为公司业绩持续增长提供支撑，订单后续转化为业绩可期。

图1：公司工程新签合同额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度新签合同额结构（单位：亿元）



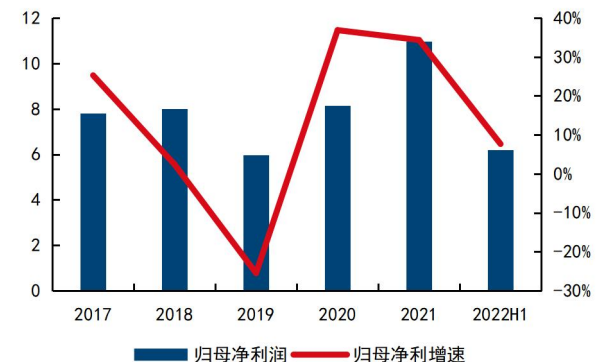
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

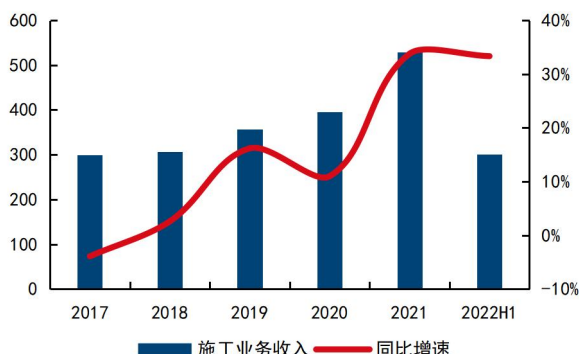
图4：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

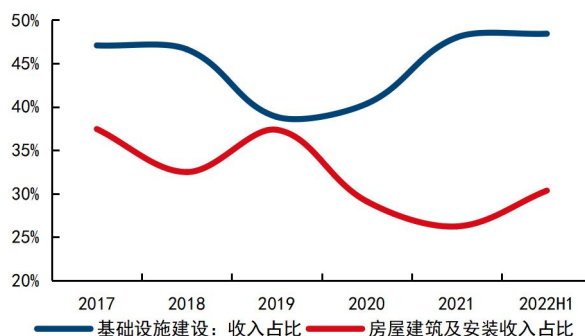
工程施工收入增长 19.5%，基建工程占比提升支撑整体毛利率企稳。公司上半年工程施工业务实现营业收入 265.4 亿元，同比+19.5%，实现毛利 21.8 亿元，同比+40.3%，工程施工业务毛利率 8.2%，同比增加 1.2 个百分点。从收入构成来看，基建工程占比 48.4%，房建工程占比 30.3%，自 2019 年开始，相对毛利较高的基建业务占比持续上升，房建工程新签合同中国有资金来源的项目比例提升，支撑施工业务毛利率企稳。上半年新落地多项重大投资建设项目，业务范围覆盖高速公路投资、产业园区建设、新型城镇化建设等大体量、高能级项目，基建项目平均合同额达到 3.04 亿元，环比增加 1.04 亿元。

图5：公司施工业务收入及增速（单位：亿元，%）



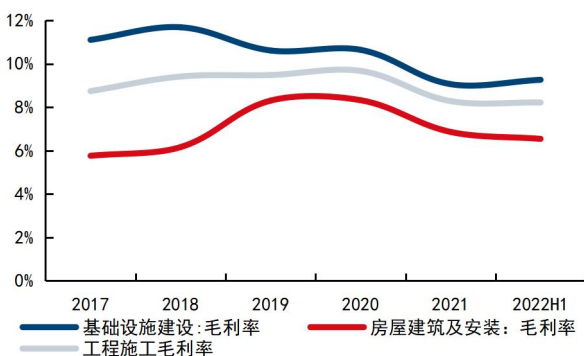
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司基建和房建收入占比变化（单位：%）



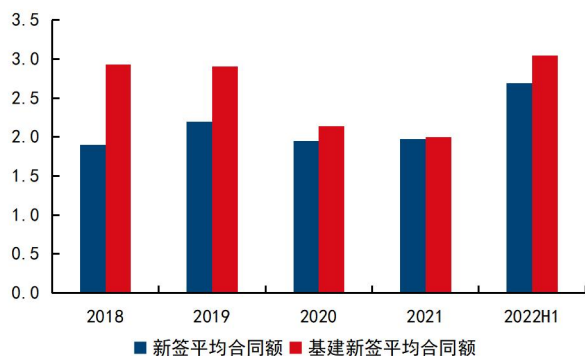
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司基建、房建、工程施工毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

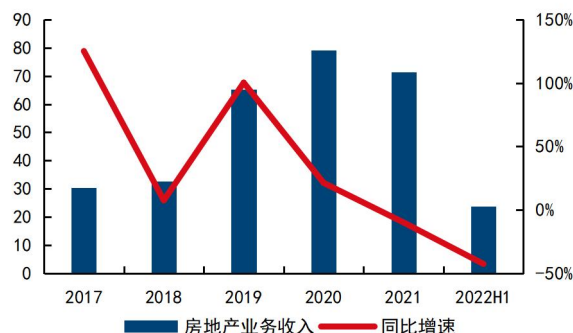
图8：公司单项目平均合同额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

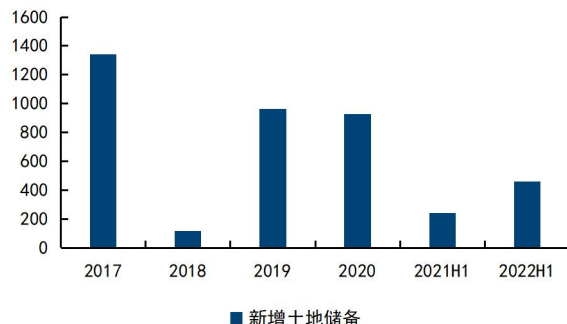
地产业务承压，拿地增长 90.7%彰显长期信心。公司地产业务受宏观经济环境影响较大，上半年房地产业务实现营业收入 23.8 亿元，同比-42.5%，毛利 2.7 亿元，同比-59.42%，毛利率 11.27%，同比减少 4.7 个百分点。上半年公司新增土地储备面积 459.51 亩，期末土地储备面积 824.51 亩。上半年新收储土地 459.51 亩，同比+90.73%，目前房地产在建项目平稳运行，新拿地项目均实现按期开发建设。

图9：公司房地产业务收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：公司新增土地储备（单位：亩）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

装配式建筑业务稳健发力，新签订单增长 228.4%。合肥市“十四五”装配式建筑发展规划明确：到 2025 年，全市重点推进地区装配式建筑实施比例达到 35%，积极推进区域装配式建筑实施比例超过 30%，实现全产业链年产值 2000 亿元。上半年公司铜陵 PC 基地投产运营，六安基地开工建设，装配式建筑投产基地总数达到 6 个。上半年装配式建筑产品新签合同额 4.2 亿元，同比增长 228.4%。

表 1：公司装配式建筑基地建设情况

基地名称	产品类别	投资额	占地面积	设计产能
合肥肥东基地	PC 构件	2.50 亿元	192 亩	年产构件 16 万方
合肥北城基地	PC 构件、轨道交通管片	2.20 亿元	133 亩	年产构件 5 万方和管片 5 万方
蚌埠基地（一期）	PC 构件	4.08 亿元	465 亩	年产构件 16 万方
芜湖钢结构基地	桥梁钢结构	2.92 亿元	300 亩	年产 8 万吨
长丰吴山基地	轨道交通管片	1.70 亿元	100 亩	年产管片 11 万方
铜陵基地	PC 构件	2.96 亿元	224 亩	年产构件 15 万方
六安基地（在建）	桥梁钢结构	2.37 亿元	规划 150 亩	年产 5 万吨

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：“稳增长”整持续推动一系列重大项目落地，公司作为安徽建筑龙头，有望持续受益于基建投资增长，装配式建筑在稳经济的环境下持续承压，但行业转型升级的大趋势仍未改变，大力布局装配式建筑的企业后续具有较大弹性。预测公司 2022/2023 年 EPS 为 0.74/0.98 元，给予 2022 年合理估值区间 9-10 倍，对应目标价 6.66-7.40 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值情况

公司简称	市值（亿元）	EPS		PE	
		2022E	2023E	2022E	2023E
陕西建工	166.00	1.16	1.42	3.94	3.23
重庆建工	74.74	0.24	0.29	15.96	13.47
浙江交科	115.10	0.80	0.84	7.93	7.50
平均值	/	0.73	0.85	9.28	8.07
安徽建工	95.87	0.74	0.98	7.60	5.70

资料来源：iFind，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	12003	12502	9000	9742	11310	营业收入	56972	71340	80115	92532	107153
应收款项	25154	31854	35119	40562	46971	营业成本	50350	63365	71142	82169	95151
存货净额	16586	16114	18517	21399	24796	营业税金及附加	346	299	401	463	536
其他流动资产	17478	22115	24836	28685	33217	销售费用	186	250	264	305	354
流动资产合计	72302	85627	90515	103431	119338	管理费用	1465	1767	2021	2332	2697
固定资产	3508	4187	3016	1762	360	研发费用	704	1200	1442	1666	1886
无形资产及其他	312	459	441	424	407	财务费用	1386	1441	1842	1750	1709
投资性房地产	29407	36075	36075	36075	36075	投资收益	44	45	3	3	3
长期股权投资	277	528	728	928	1128	资产减值及公允价值变动	(858)	(1259)	(800)	(924)	(1070)
资产总计	105807	126876	130776	142621	157307	其他收入	(1562)	(2459)	(1442)	(1666)	(1886)
短期借款及交易性金融负债	11423	15374	10518	10000	10000	营业利润	1722	1804	2205	2927	3752
应付款项	30710	38019	42882	49556	57422	营业外净收支	4	(0)	0	0	0
其他流动负债	22037	23790	26722	30880	35781	利润总额	1726	1804	2205	2927	3752
流动负债合计	64171	77183	80123	90436	103203	所得税费用	512	390	551	732	938
长期借款及应付债券	23450	28957	28727	28727	28727	少数股东损益	398	317	388	515	660
其他长期负债	844	1089	1239	1389	1539	归属于母公司净利润	816	1096	1266	1680	2154
长期负债合计	24294	30046	29966	30116	30266	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	88465	107229	110089	120552	133469	净利润	816	1096	1266	1680	2154
少数股东权益	7175	8459	8614	8819	9081	资产减值准备	(907)	(226)	(14)	(22)	(25)
股东权益	10167	11188	12074	13250	14757	折旧摊销	249	277	415	432	438
负债和股东权益总计	105807	126876	130776	142621	157307	公允价值变动损失	0	0	800	924	1070
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	1386	1441	1842	1750	1709
每股收益	0.47	0.64	0.74	0.98	1.25	营运资本变动	(7247)	(8451)	(458)	(1214)	(1446)
每股红利	1.58	1.82	0.22	0.29	0.38	其它	(19)	(362)	169	227	288
每股净资产	5.91	6.50	7.01	7.70	8.57	经营活动现金流	(7108)	(7667)	2177	2027	2478
ROIC	3.88%	4.27%	4%	5%	6%	资本开支	0	(717)	(13)	(63)	(63)
ROE	8.02%	9.79%	10%	13%	15%	其它投资现金流	(317)	(1962)	0	0	0
毛利率	12%	11%	11%	11%	11%	投资活动现金流	(132)	(2930)	(213)	(263)	(263)
EBIT Margin	7%	6%	6%	6%	6%	权益性融资	(12)	3799	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	7%	7%	7%	负债净变化	6233	6032	(230)	0	0
收入增长	21%	25%	12%	16%	16%	支付股利、利息	(2715)	(3125)	(380)	(504)	(646)
净利润增长率	37%	34%	16%	33%	28%	其它融资现金流	2786	1482	(4856)	(518)	0
资产负债率	90%	91%	91%	91%	91%	融资活动现金流	9812	11095	(5466)	(1022)	(646)
股息率	28.3%	32.6%	4.0%	5.3%	6.7%	现金净变动	2572	499	(3502)	742	1569
P/E	11.8	8.7	7.6	5.7	4.5	货币资金的期初余额	9430	12003	12502	9000	9742
P/B	0.9	0.9	0.8	0.7	0.6	货币资金的期末余额	12003	12502	9000	9742	11310
EV/EBITDA	23.5	24.7	22.8	21.6	20.5	企业自由现金流	(4240)	(5398)	3578	3353	3825
						权益自由现金流	4780	2117	(2890)	1523	2543

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032