

安徽建工 (600502.SH)

扣非业绩+23.8%，经营性现金流大幅改善

买入

核心观点

扣非业绩+23.8%，基建新签合同高增长。2023H1 公司实现营业收入 374.7 亿元，同比+11.2%，实现归母净利润 6.6 亿元，同比+5.6%。实现扣非归母净利润 7.1 亿元，同比+23.8%，主要系较上年同期多计入了一笔 1.72 亿元的其他非经常性损失。上半年公司新签合同 748.1 亿元，同比+10.6%，其中基建新签 533.8 亿元，同比+25.4%，房建新签 214.3 亿元，同比-12.8%，基建新签占比达到 71.4%，为近年来新高。

房地产业务盈利能力下滑，地产销售明显复苏。2023H1 公司房地产业务实现收入 36.1 亿元，同比+52.2%；受制于行业景气度承压，公司地产业务毛利率持续下降，2023H1 仅为 9.5%，较 2022 年下降 4.0pct。2023H1 公司实现房地产销售面积 45.9 万平方米，实现销售金额 44.2 亿元，分别同比+63.1%和+120.3%，销售金额达到疫情以来同期最高水平。上半年公司新增土地储备 207.5 亩，截止上半年末在手土储 361.0 亩，公司拿地力度相对谨慎，但仍保持一定规模的在手土储。

PPP 项目集中进入运营期，融资成本明显下降。截止上半年末公司在手 PPP 项目长期应收款 376.2 亿元，较上年末增加 48.1 亿元；在手建设期的 PPP 资产 70.0 亿元，较上年末减少 20.5 亿元。公司 PPP 项目自 2022 年起集中进入运营期，PPP 项目后续有望带来稳定的现金净流入。由于 PPP 项目对资金要求较高，公司有息负债规模扩大，但融资成本持续下降，2023H1 公司支付利息费用 10.8 亿元，同比+0.8%，平均融资成本 4.1%，较上年下降 1.3pct。

PPP 投资提质增效，经营性现金流大幅改善。2023H1 公司实现经营性现金流净额 16.9 亿元，五年内首次实现上半年正现金流。上半年公司“被占款”规模的增幅明显减少，相比上期少增 29.0 亿元，同时存货净减少 6.6 亿元，相比上期多减 18.2 亿元，对应 PPP 项目净流出减少和地产销售快速修复带来的现金流改善。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司长期深耕安徽地区，省内资源优势强大，集采平台不断优化，工程毛利率稳步提升。公司在手 PPP 资产集中进入运营期，预期将持续产生现金流入，债务压力亦有望得到持续缓解。预测公司 2023/2024 年 EPS 为 0.86/1.06 元，对应 PE5.9/4.8X。考虑到上半年非经常性损益对业绩影响较大，下调 2023 年盈利预测，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；客户支付能力下降的风险；竞争加剧的风险；财务资金及流动性风险等。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	71,340	80,120	89,606	99,910	111,220
(+/-%)	25.2%	12.3%	11.8%	11.5%	11.3%
净利润(百万元)	1096	1380	1481	1823	2163
(+/-%)	34.3%	25.9%	7.3%	23.0%	18.7%
每股收益(元)	0.64	0.80	0.86	1.06	1.26
EBIT Margin	6.2%	6.7%	6.5%	6.6%	6.6%
净资产收益率 (ROE)	9.8%	10.6%	10.5%	11.9%	12.9%
市盈率 (PE)	7.9	6.3	5.9	4.8	4.0
EV/EBITDA	24.5	23.5	22.1	21.1	20.3
市净率 (PB)	0.78	0.67	0.62	0.57	0.52

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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

联系人：卢思宇
0755-81981872
lusiyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	6.09 - 7.59 元
收盘价	5.06 元
总市值/流通市值	8686/8686 百万元
52 周最高价/最低价	6.72/4.58 元
近 3 个月日均成交额	139.12 百万元

市场走势



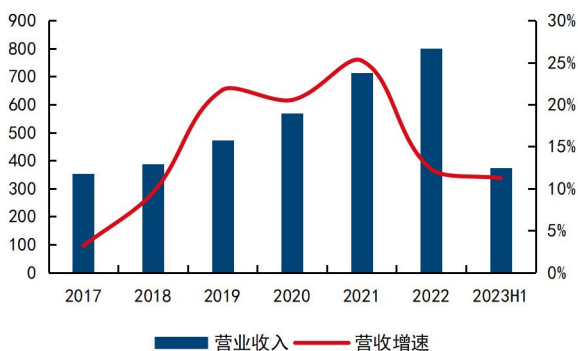
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《安徽建工 (600502.SH) - 归母净利润高增 26%，持续成长动力充足》——2023-03-31
 《安徽建工 (600502.SH) - 新签合同高增 82.8%，装配式建筑业稳健发力》——2022-08-28

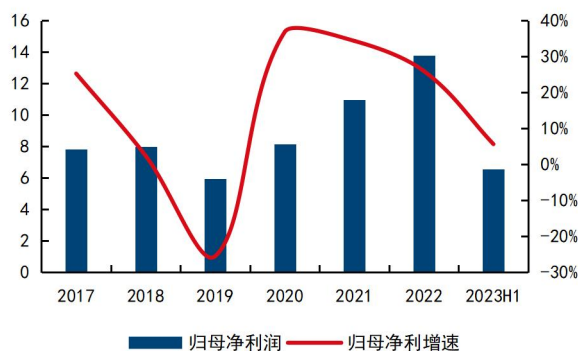
扣非业绩+23.8%，基建新签合同高增长。2023H1 公司实现营业收入 374.7 亿元，同比+11.2%，实现归母净利润 6.6 亿元，同比+5.6%。实现扣非归母净利润 7.1 亿元，同比+23.8%，主要系较上年同期多计入了一笔 1.72 亿元的其他非经常性损失。上半年公司新签合同 748.1 亿元，同比+10.6%，其中基建新签 533.8 亿元，同比+25.4%，房建新签 214.3 亿元，同比-12.8%，基建新签占比达到 71.4%，为近年来新高。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元, %)



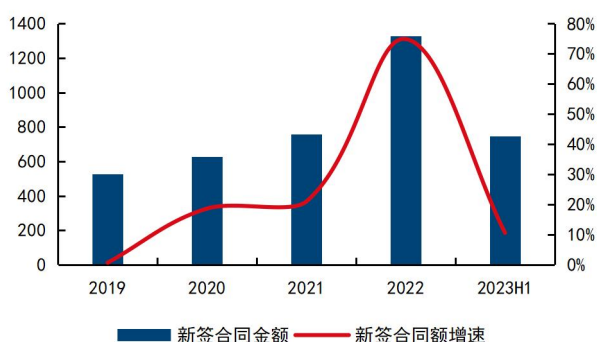
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



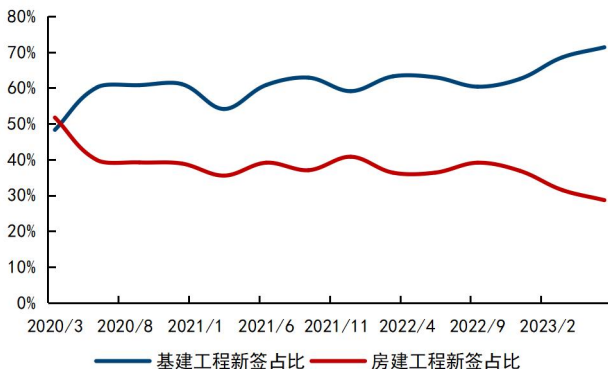
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司新签合同额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

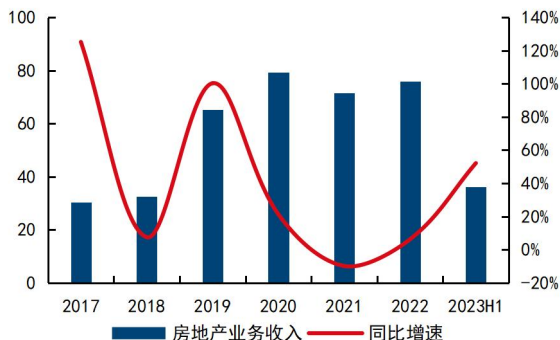
图4: 公司基建和房建新签合同额占比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

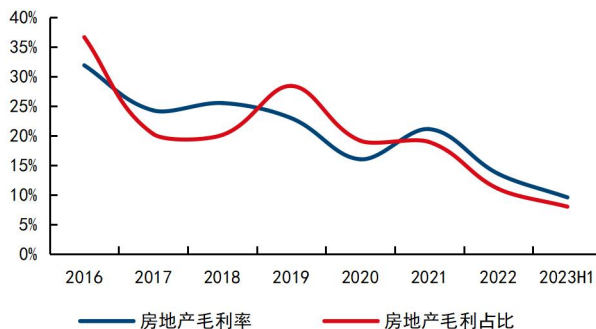
房地产业务盈利能力下滑，地产销售明显复苏。2023H1 公司房地产业务实现收入 36.1 亿元，同比+52.2%，在上年同期地产业务受到较大冲击（2022H1 地产收入同比-42.5%）后，持续体现修复态势。受制于行业景气度承压，公司地产业务毛利率持续下降，2023H1 仅为 9.5%，较 2022 年下降 4.0pct。2023H1 公司实现房地产销售面积 45.9 万平方米，实现销售金额 44.2 亿元，分别同比+63.1%和+120.3%，销售金额达到疫情以来同期最高水平。上半年公司新增土地储备 207.5 亩，截止上半年末在手土储 361.0 亩，公司拿地力度相对谨慎，但仍保持一定规模的在手土储。

图5: 公司房地产业务收入及增速 (单位: 亿元, %)



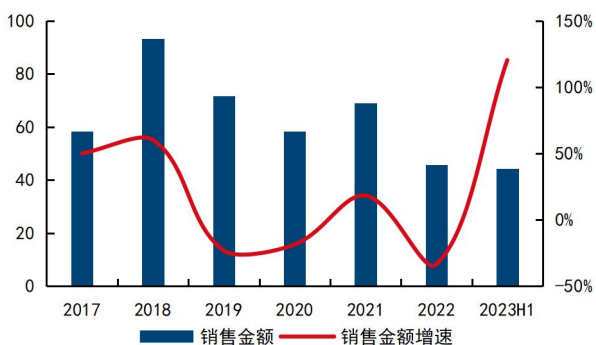
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司房地产业务毛利率及毛利占比变化 (单位: %)



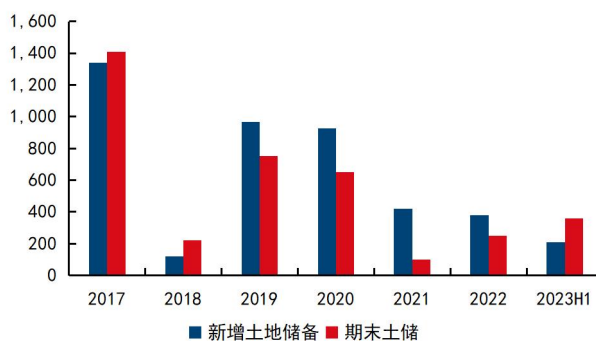
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司房地产销售金额及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

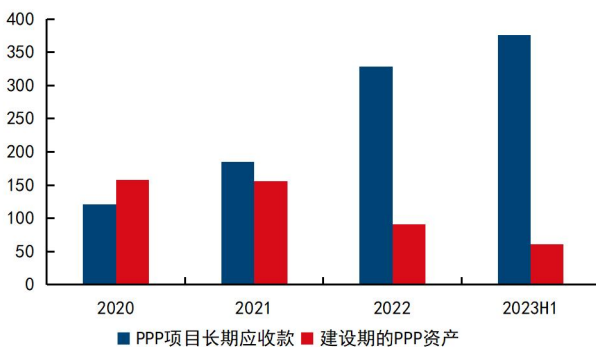
图8: 公司新增土地储备及期末土储规模 (单位: 亩)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

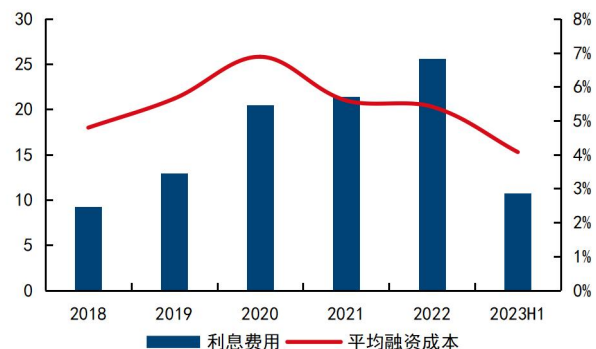
PPP 项目集中进入运营期, 融资成本明显下降。截止上半年末公司在手 PPP 项目长期应收款 376.2 亿元, 较上年末增加 48.1 亿元; 在手建设期的 PPP 资产 70.0 亿元, 较上年末减少 20.5 亿元。公司 PPP 项目自 2022 年起集中进入运营期, PPP 项目后续有望带来稳定的现金净流入。由于 PPP 项目对资金要求较高, 公司有息负债规模扩大, 但融资成本持续下降, 2023H1 公司支付利息费用 10.8 亿元, 同比+0.8%, 平均融资成本 4.1%, 较上年下降 1.3pct。

图9: 公司建设和运营期的 PPP 项目资产规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

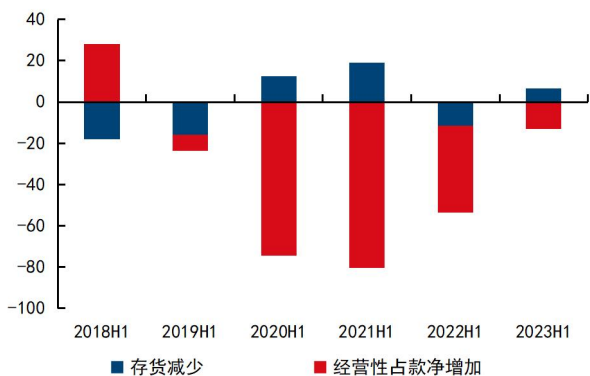
图10: 公司经营性现金流净额变化 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

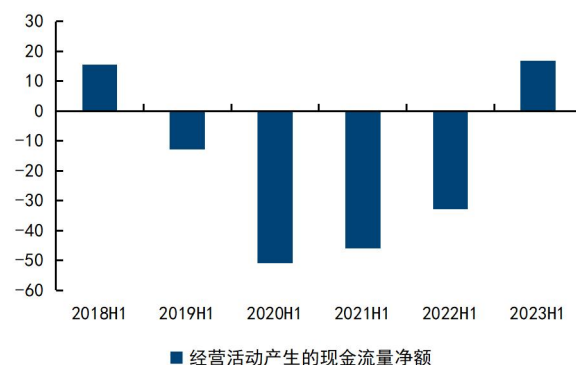
PPP 投资提质增效，经营性现金流大幅改善。2023H1 公司实现经营性现金流净额 16.9 亿元，五年内首次实现上半年正现金流。上半年公司“被占款”规模的增幅明显减少，相比上期少增 29.0 亿元，同时存货净减少 6.6 亿元，相比上期多减 18.2 亿元，对应 PPP 项目净流出减少和地产销售快速修复带来的现金流改善。

图11：公司存货和经营性占款变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司经营性现金流净额变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。公司长期深耕安徽地区，省内资源优势强大，集采平台不断优化，工程毛利率稳步提升。公司在手 PPP 资产集中进入运营期，预期将持续产生现金流入，债务压力亦有望得到持续缓解。预测公司 2023/2024 年 EPS 为 0.86/1.06 元，对应 PE5.9/4.8X。考虑到上半年非经常性损益对业绩影响较大，下调 2023 年盈利预测，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值

公司简称	收盘价	市值（亿元）	EPS		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
陕建股份	4.75	179	1.13	1.28	4.24	3.73
四川路桥	7.91	689	1.84	2.24	4.85	3.98
上海建工	2.79	248	0.34	0.39	8.26	7.21
安徽建工	5.06	87	0.99	1.19	5.12	4.24

资料来源：iFinD，国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	12502	14863	16304	17841	19612	营业收入	71340	80120	89606	99910	111220
应收款项	31854	39846	39279	43796	48754	营业成本	63365	70772	79122	88191	98152
存货净额	16114	17892	20583	22935	25519	营业税金及附加	299	314	448	500	556
其他流动资产	22115	23926	27778	30972	34478	销售费用	250	200	296	330	367
流动资产合计	85627	98948	106366	117966	130785	管理费用	1767	1991	2265	2523	2806
固定资产	4187	4647	4692	4653	4525	研发费用	1200	1474	1613	1798	2017
无形资产及其他	459	628	604	579	555	财务费用	1441	1971	2389	2387	2425
投资性房地产	36075	44297	44297	44297	44297	投资收益	45	(44)	3	3	3
长期股权投资	528	542	742	942	1142	资产减值及公允价值变动	(1259)	(1081)	(800)	(892)	(993)
资产总计	126876	149062	156701	168437	181304	其他收入	(1200)	(1474)	(1613)	(1798)	(2017)
短期借款及交易性金融负债	15374	17105	18118	19160	20244	营业利润	1804	2272	2676	3293	3908
应付款项	38019	46552	47666	53112	59097	营业外净收支	(0)	31	0	0	0
其他流动负债	23790	25830	29709	33104	36835	利润总额	1804	2303	2676	3293	3908
流动负债合计	77183	89488	95494	105376	116176	所得税费用	390	471	669	823	977
长期借款及应付债券	28957	35288	35482	35656	35813	少数股东损益	317	452	526	647	768
其他长期负债	1089	1304	1497	1672	1828	归属于母公司净利润	1096	1380	1481	1823	2163
长期负债合计	30046	36592	36979	37327	37641	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	107229	126080	132472	142703	153817	净利润	1096	1380	1481	1823	2163
少数股东权益	8459	9927	10136	10393	10699	资产减值准备	(226)	(60)	0	(0)	(0)
股东权益	11188	13055	14092	15341	16788	折旧摊销	277	356	512	598	686
负债和股东权益总计	126876	149062	156701	168437	181304	公允价值变动损失	1259	1081	800	892	993
						财务费用	1441	1971	2389	2387	2425
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(8451)	(9075)	(790)	(1049)	(1176)
每股收益	0.64	0.80	0.86	1.06	1.26	其它	(362)	(805)	209	258	306
每股红利	1.82	2.34	0.26	0.33	0.42	经营活动现金流	(6407)	(7124)	2213	2521	2972
每股净资产	6.50	7.61	8.21	8.94	9.78	资本开支	0	340	(1333)	(1426)	(1526)
ROIC	4.3%	4.1%	3.6%	4.2%	4.8%	其它投资现金流	(1962)	621	0	0	0
ROE	9.8%	10.6%	10.5%	11.9%	12.9%	投资活动现金流	(2213)	948	(1533)	(1626)	(1726)
毛利率	11.2%	11.7%	11.7%	11.7%	11.8%	权益性融资	(9)	3577	0	0	0
EBIT Margin	6.2%	6.7%	6.5%	6.6%	6.6%	负债净变化	6032	5731	194	174	157
EBITDA Margin	6.6%	7.1%	7.1%	7.2%	7.2%	支付股利、利息	(3125)	(4019)	(444)	(574)	(715)
收入增长	25.2%	12.3%	11.8%	11.5%	11.3%	其它融资现金流	3314	1538	1013	1042	1084
净利润增长率	34.3%	25.9%	7.3%	23.0%	18.7%	融资活动现金流	9119	8537	762	642	526
资产负债率	91.2%	91.2%	91.0%	90.9%	90.7%	现金净变动	499	2361	1441	1537	1771
股息率	36.0%	46.3%	5.1%	6.6%	8.2%	货币资金的期初余额	12003	12502	14863	16304	17841
P/E	7.9	6.3	5.9	4.8	4.0	货币资金的期末余额	12502	14863	16304	17841	19612
P/B	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5	企业自由现金流	(4681)	(4107)	2785	3050	3476
EV/EBITDA	24.5	23.5	22.1	21.1	20.3	权益自由现金流	4666	3161	2200	2475	2898

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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提及的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