

安徽建工 (600502)

区域投资高景气，省内龙头有望迎来发展新机遇

安徽国有建筑龙头，受益于城中村改造提速

公司为安徽省国有建筑龙头，省内收入占比近 75%。分业务来看，工程施工（基建+房建）收入占比近 70%，此外依托子公司长城置业开展地产开发业务，传统主业整体经营稳健，作为建筑+地产公司，有望受益于本轮城中村改造提速。新业务方面，公司在装配式建筑、检测、水电站投资运营方面持续发力，带动整体盈利能力改善。此外，公司过去 5 年现金分红比率均在 30%以上，当前股息率超 5%，具备估值性价比。

区域投资高景气，市场有望持续扩容

23 年安徽固定资产投资计划增长超 10%，交通、水利、城市更新投资强度均有明显提升。**1) 交通：**23 年计划完成铁路和城市轨交投资 670 亿元，公路水运机场 1300 亿元，同比分别+8%、+30%；十四五期间计划完成交通运输投资 5000 亿元，同比十三五规划+67%，较十三五实际完成额+18%。**2) 水利：**23 年计划完成水利投资超 500 亿元，截至 23H1 已完成投资 278.8 亿元，同比+14.3%，十四五期间计划完成投资 2845 亿元，同比十三五实际完成值+32.7%。**3) 城市更新：**23 年安居工程计划完成投资 980 亿元，同比+20%，改造老旧小区 1246 个，新开工棚改 17.7 万套，保障房 11.3 万套。十四五末计划累计改造棚户区 50 万套，新增保障房 30 万套。

传统主业稳健增长，新兴业务持续赋能

传统主业：1) 工程施工：22 年新签订单显著提速，同比+74.9%，截至 23H1 公司新签订单 748 亿元，同比+11%，22 年末在手订单 1411 亿元，覆盖全年工程施工收入的 2.3 倍，订单充裕有望支撑后续收入增长。**2) 地产开发：**22 年公司新增土储约 381 亩，期末土储约 251 亩，较 21 年末低点增加 149 亩。我们判断随着公司拿地节奏逐步恢复，后续地产业务亦有望触底回暖。**新兴业务：1) 装配式建筑：**公司于 2014 年投资建设装配式生产基地，已投产五个建筑工业化基地产能达 68 万立方米，两个智能钢构基地产能达 13 万吨。23H1 装配式建筑业务新签合同额 10.13 亿元，同比+142.9%。**2) 水电：**公司控股运营水电站 7 座，电站权益装机容量 18.81KW，2022 年水电业务上网电量 7.55 亿度，实现营收 1.58 亿元，利润总额 0.55 亿元。**3) 检测：**公司检测类业务覆盖房建、交通、水利、市政、轨道交通、建筑机械设备等检测领域，所属共 8 家检测公司，实力居省内前列。

中长期成长空间广阔，给予“买入”评级

我们预计公司 23-25 年归母净利润为 15.6/18.0/20.8 亿元。参考可比公司估值，考虑到公司有望充分受益于省内投资提速，同时积极发力装配式建筑、检测、水电运营等新兴业务，有望打造第二成长曲线，给予 24 年 6 倍 PE，对应目标价 6.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：省内投资增速不及预期，地产景气度超预期下行，新业务拓展进度不及预期，宏观经济风险和政策风险，测算具有主观性。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	71,339.87	80,119.53	93,282.13	107,038.21	122,715.47
增长率(%)	25.22	12.31	16.43	14.75	14.65
EBITDA(百万元)	6,047.76	7,161.68	6,122.89	6,951.32	7,790.21
归属母公司净利润(百万元)	1,095.79	1,380.01	1,562.86	1,802.99	2,078.63
增长率(%)	34.32	25.94	13.25	15.37	15.29
EPS(元/股)	0.64	0.80	0.91	1.05	1.21
市盈率(P/E)	7.16	5.68	5.02	4.35	3.77
市净率(P/B)	0.70	0.60	0.55	0.50	0.46
市销率(P/S)	0.11	0.10	0.08	0.07	0.06
EV/EBITDA	1.37	1.25	1.70	1.72	1.81

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.57 元
目标价格	6.30 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,716.53
流通 A 股股本(百万股)	1,716.53
A 股总市值(百万元)	7,844.56
流通 A 股市值(百万元)	7,844.56
每股净资产(元)	5.36
资产负债率(%)	84.87
一年内最高/最低(元)	6.72/4.43

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

任嘉禹 联系人
renjiayu@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《安徽水利-首次覆盖报告:合并完成，区域建筑工程龙头业绩有望稳健增长》
2018-03-25

内容目录

1. 安徽国有建筑龙头，全产业链布局多元化发展.....	4
1.1. 背靠安徽省国资委，业务布局多元化.....	4
1.2. 盈利能力稳步提升，现金流改善明显.....	6
2. 安徽“十四五”基建高景气，新型城镇化支撑房建市场扩容.....	9
2.1. “十四五”交通投资有望保持快速增长.....	10
2.2. 省内水利建设投资持续提速.....	10
2.3. 新型城镇化稳步推进，旧改+棚改持续赋能.....	11
2.4. 省内资金保障较为充裕.....	13
3. 传统主业稳健增长，新兴业务持续赋能.....	15
3.1. 工程业务模式转型优化，地产开发有望触底回暖.....	15
3.2. 装配式建筑+检测+水电业务，打造第二增长曲线.....	16
4. 盈利预测和投资建议.....	19
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截止 2023 年 6 月 30 日）.....	5
图 3：2017-2022 公司营业总收入及同比增速.....	6
图 4：2017-2022 公司归母净利润及同比增速.....	6
图 5：2017-2022 年安徽省内外收入占比变化情况.....	6
图 6：2017-2022 年国内外收入占比变化情况.....	6
图 7：2017-2022 年公司分业务收入（亿元）.....	7
图 8：2017-2022 年分业务收入占营收比例（%）.....	7
图 9：2017-2022 年公司分业务毛利（亿元）.....	7
图 10：2017-2022 年分业务毛利占比（%）.....	7
图 11：2017-2022 年公司毛利率和净利率情况.....	7
图 12：2017-2022 年公司分业务毛利率情况.....	7
图 13：2017-2022 年公司费用率情况.....	8
图 14：2017-2022 年公司经营性现金流净额.....	8
图 15：2017-2022 年公司净资产收益率.....	8
图 16：安徽省交通固定资产投资实际完成额及同比增速.....	10
图 17：安徽省水利投资计划及实际完成情况.....	11
图 18：十二五至十四五安徽省水利投资完成额（亿元）.....	11
图 19：安徽省十四五水利投资细分（亿元）.....	11
图 20：安徽省新型城镇化规划（2021-2035 年）.....	12
图 21：2022 年部分省份综合财力情况.....	14

图 22: 地方政府债务余额及债务率.....	14
图 23: 2017-2022 年公司新签订单及同比增速.....	15
图 24: 2017-2022 年公司新签订单细分情况 (亿元).....	15
图 25: 2017-2022 年不同模式收入占比 (%).....	15
图 26: 2017-2022 年不同模式毛利率 (%).....	15
表 1: 公司主营业务及内容.....	4
表 2: 主要并表子公司业务及经营情况.....	5
表 3: 安徽省内投资力度持续加大.....	9
表 4: 主要省份 2023 年固定资产投资增速计划值.....	9
表 5: 安徽省十三五、十四五交通投资规划 (亿元).....	10
表 6: 安徽省有效投资专项行动方案 (2022、2023).....	12
表 7: 安徽省“十四五”安居工程发展目标.....	13
表 8: 安徽省综合财力及债务率情况.....	13
表 9: 公司房地产开发业务相关情况.....	16
表 10: 装配式建筑政策梳理.....	16
表 11: 公司装配式产业基地情况.....	17
表 12: 公司所属的主要检测机构.....	17
表 13: 公司运营主要水电站及装机容量情况.....	18
表 14: 安徽建工收入拆分.....	19
表 15: 费用率预测.....	19
表 16: 可比公司估值表.....	20

1. 安徽国有建筑龙头，全产业链布局多元化发展

1.1. 背靠安徽省国资委，业务布局多元化

重组深化国企改革，整体上市焕发新颜。安徽建工（全称：安徽建工集团股份有限公司）的前身为安徽水利开发股份有限公司，成立于1998年，并于2003年在上海证券交易所挂牌上市，股票简称为“安徽水利”，控股股东为安徽省水建总公司。2007年和2011年，安徽省国资委先后实施省建工集团与原省路桥集团、省水建总公司战略重组。2017年，通过安徽水利发行股份吸收合并的方式，将原省建工集团与原省路桥集团的主营业务及资产全部注入安徽水利，从而实现了省建工集团的整体上市，2019年，安徽水利开发股份有限公司更名为安徽建工集团股份有限公司，并将股票简称更名为安徽建工。

图 1：公司发展历程



资料来源：wind，公司公告，公司官网，安徽国资公众号等，天风证券研究所

主营工程施工与房地产开发，推动装配式建筑、工程技术服务、水利发电等多元化业务协同发展。从收入口径的划分来看，公司传统主营业务主要分为工程施工与房地产开发，其中工程施工又包括基础设施建设与投资、房屋建筑工程。除此之外，依托建筑工程主业培育发展工程检测、装配式建筑、生态环保等新业务板块，着力打造“传统主业稳健发展、新型业务蓬勃成长”的业务格局，拥有装配式建筑、检测、水利发电、建筑材料生产销售等围绕主业而展开的各类其他业务。

表 1：公司主营业务及内容

业务板块	主要服务或产品
基础设施建设与投资	市政公用工程、公路工程、水利水电工程、港口与航道工程施工总承包；桥梁工程、公路路基工程、公路路面工程、隧道工程、城市园林绿化工程、河湖整治工程专业承包；基础设施及环保项目投资、运营等。
房屋建筑工程	建筑工程、机电工程施工总承包；建筑装修装饰工程、钢结构工程、建筑幕墙工程、消防设施工程、建筑机电安装工程、起重设备安装工程专业承包等。
房地产开发	房地产开发、销售
其他	装配式建筑 水力发电 工程检测，勘察、规划、设计、咨询等工程技术服务 建筑材料的生产与销售，建筑设备制造、销售和租赁，金属结构加工、制作和安装，酒店管理等。

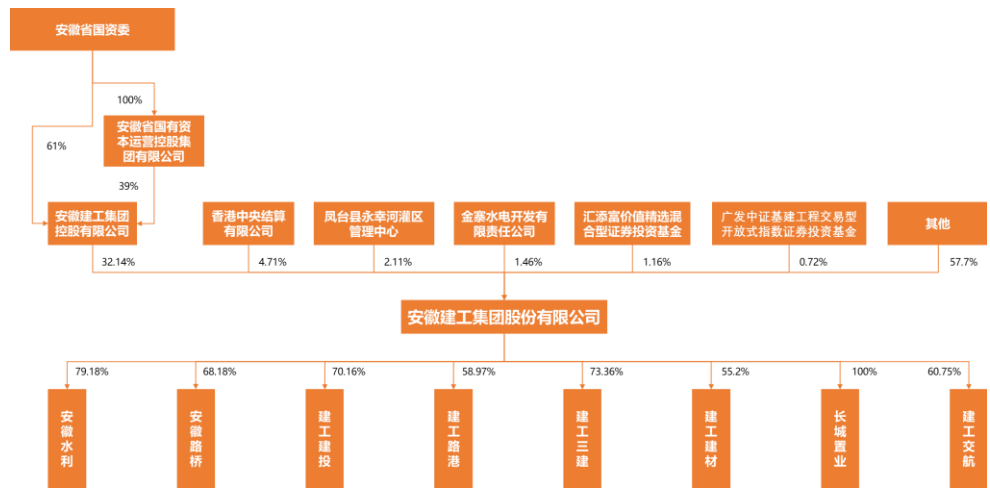
资料来源：公司公告，天风证券研究所

行业资质健全，迈向海外市场。公司连续 10 余年荣登中国企业 500 强、ENR 全球承包商 250 强、中国承包商 80 强；公司工程资质较为齐全，截至 23H1，公司拥有建筑工程、公路工程、市政、港航等四类 9 项特级资质，各类施工和房地产开发一级资质 100 余项，设计甲级资质 12 项，监理甲级资质 2 项，交通检测类甲级资质 2 项，以及境外承包工程、劳务经营权和对外援助成套项目施工任务实施企业资格，依托“一带一路”开拓国际建筑

市场，所承揽和投资建设的工程遍布五大洲 40 多个国家和地区。

背靠安徽省国资委，员工持股夯实人才根基。截止 2023 年 6 月 30 日，公司第一大股东为安徽建工集团控股有限公司，持股比例为 32.14%，实际控制人为安徽省国资委。安徽建工集团通过其“整体上市+配套融资+员工持股”的方案设计，实现资本结构优化、股权整合的同时，完善了企业人才激励机制；安徽集团及下属企业的管理和业务、技术骨干 3600 人以现金方式出资 50520 万元，通过“安徽水利开发股份有限公司-2016 年度员工持股计划”参与上市公司定向增发，持股比例达到 5.39%；并对员工持股特别是管理层持股设定较长的锁定期，进一步打造利益共同体，巩固人才根基，释放企业活力。2022 年 7 月，员工持股计划的公司股票已全部处置完毕。

图 2：公司股权结构（截止 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

聚焦基建工程、房建工程及地产开发业务，业务布局多元。主要并表子公司中，安徽水利、安徽路桥、建工建投、建工路港、建工交航主要从事公路、桥梁、港口、市政等基建类的工程施工与建设，均具有突出的专业优势、资质优势和较强的市场竞争力。房建类业务则主要由旗下的建工三建来开展。在房地产开发方面，公司旗下的长城置业(原“和顺地产”)以“深耕安徽、发展中部、布局全国”为发展战略，在省内近 20 个城市累计开发 80 余盘，累计住户达 30 余万。此外子公司建工建材承担了安徽建工集团下属重点工程主要建筑材料的集中采购工作职能。

表 2：主要并表子公司业务及经营情况

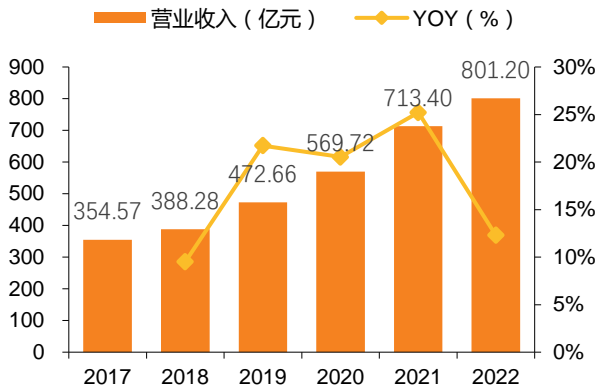
子公司	子公司类型	所处行业	主要产品和服务	2022		23H1	
				营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
安徽水利	控股子公司	工程施工	工程建设投资	167.57	5.70	69.17	2.67
安徽路桥	控股子公司	工程施工	公路、桥梁、市政、隧道	114.27	3.18	44.62	1.41
建工建投	控股子公司	工程施工	基础设施建设、投资	92.45	1.69	42.95	0.91
建工路港	控股子公司	工程施工	公路、桥梁、市政	63.45	1.45	30.08	0.89
建工三建	控股子公司	工程施工	房屋建筑工程	148.61	0.41	67.52	0.40
建工建材	控股子公司	建筑材料	建筑材料生产销售	122.76	0.63	55.77	0.25
长城置业	全资子公司	房地产	房地产开发	68.46	2.46	36.94	0.21
建工交航	控股子公司	工程施工	港口与航道工程	26.35	-0.41	11.09	0.16

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 盈利能力稳步提升，现金流改善明显

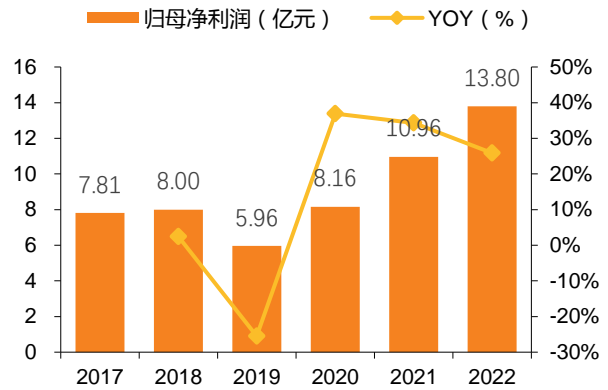
收入利润稳步提升，业绩释放动能强劲。2017-2022 年公司营业收入 CAGR 为 17.71%；归母净利润 CAGR 为 12.06%，近年来稳步增长。其中 2019 年归母净利润出现较大波动，主要由于当年公司完成了旗下四户子公司的债转股总额 22 亿元，导致少数股东损益占比从 2.4% 提升至 21.2%。2022 年公司营收和归母净利润分别为 801.2/13.8 亿元，同比分别 +12.3%/+25.9%，近三年归母净利润增速均超过 20%，整体经营质量较好。

图 3：2017-2022 公司营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

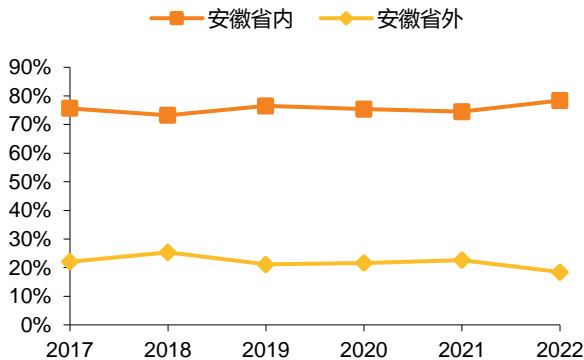
图 4：2017-2022 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

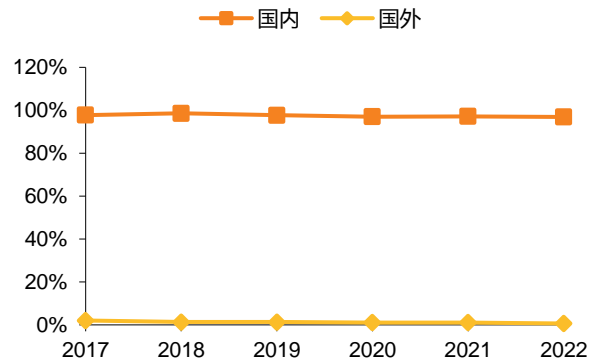
分区域看，省内收入占比近八成。公司系安徽省内的国有建筑龙头，持续深耕省内市场，拓展省外重点市场，在省内收入占比一直高且稳定，17 年以来均在 75% 左右上下波动，省外收入占比大约 20%-23%，而海外收入占比常年低于 2%。

图 5：2017-2022 年安徽省内外收入占比变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

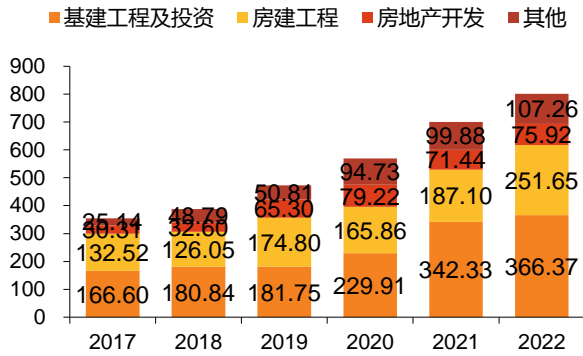
图 6：2017-2022 年国内外收入占比变化情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

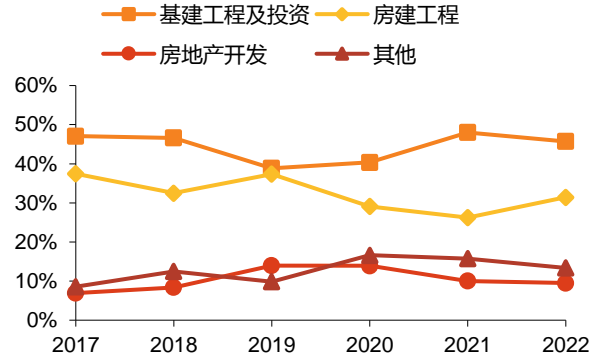
分业务看，工程施工业务为主要收入来源，占比在七成左右上下波动，其他业务利润贡献显著提升。从收入占比角度来看，工程施工业务为收入的核心来源，细分的基建及房建业务收入占比虽有所波动，但整体占比一直较高，2022 年工程施工业务收入占比为 77%（其中基建工程及投资 46%，房建工程 31%），房地产开发 9%，其他业务 13%。从毛利占比角度来看，其他业务盈利能力显著更强，毛利占比显著高于收入占比，22 年工程施工（含基建和房建）、地产开发、其他业务毛利占比分别为 57.2%（其中基建 38%，房建 19%）、11%、32%，且其他业务 17 年毛利占比仅为 8.3%，近年来毛利占比快速提升。

图 7：2017-2022 年公司分业务收入（亿元）



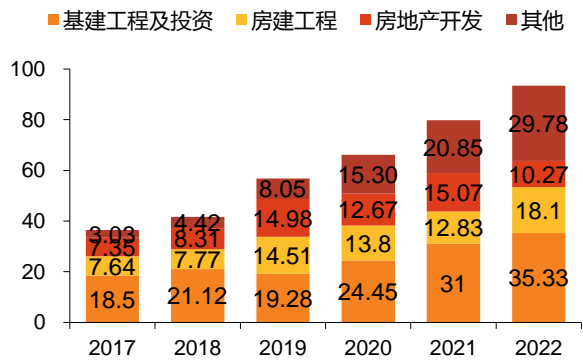
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2017-2022 年分业务收入占营收比例（%）



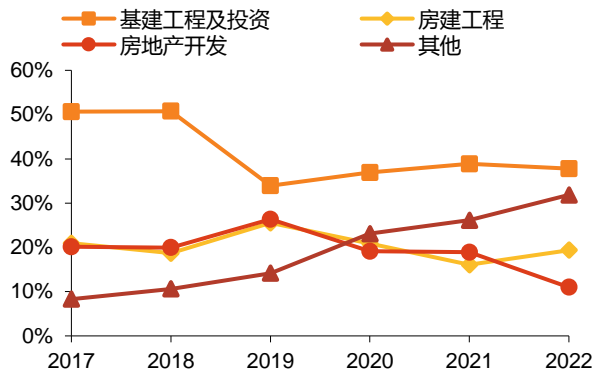
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2017-2022 年公司分业务毛利（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

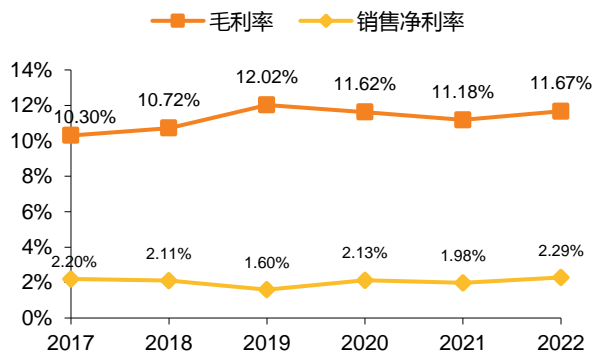
图 10：2017-2022 年分业务毛利占比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

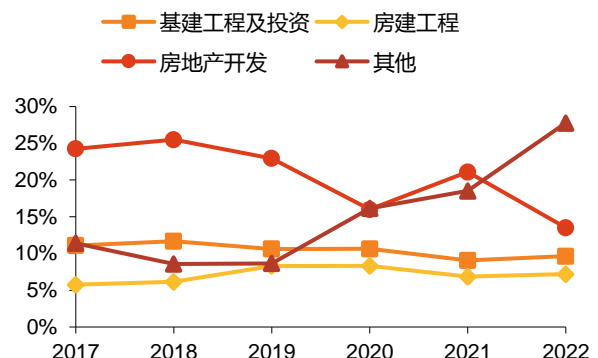
新兴业务带动整体毛利率稳步上升，净利率总体保持平稳。自 2017 年以来，公司毛利率呈现稳步上升趋势，2017-2022 年毛利率由 10.30% 提升至 11.67%；净利率则围绕 2% 左右波动。分业务看，其他新兴业务其他业务（含装配式建筑、水利发电、工程检测等）毛利率的快速提升是公司近年毛利率增长的主要原因，从 2018 年的 8.58% 增至 2022 年的 27.77%。此外传统的基建工程与投资、房建工程毛利率保持平稳，而房地产开发业务受地产行业景气度下行影响，毛利率有所下降。

图 11：2017-2022 年公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

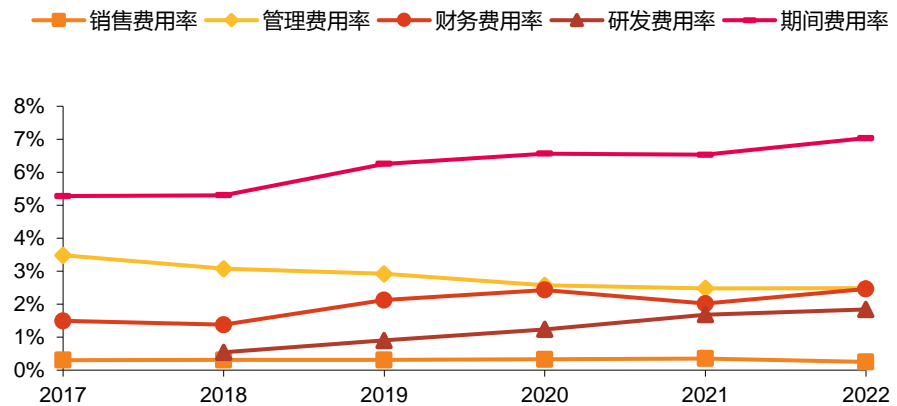
图 12：2017-2022 年公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

费用率小幅提升，加大研发投入支撑科技创新。2017-2022 年公司期间费用率从 5.28%逐步提升至 7.04%，增长了 1.76pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别 -0.05/-1.0/+0.97/+1.84pct，其中财务费用的增长主要系利息支出增加所致，而研发费用的增长主要系研发项目、研发投入的增加所致。截至 23H1，公司拥有国家认定企业技术中心 1 个，国家级博士后科研工作站 1 个，省级博士后科研工作站 2 个，省认定企业技术中心 10 个，省工程（技术）研究中心 4 个，高新技术企业 15 个，技术研发的基础条件优势较为突出。在房屋工程、建筑工业化、市政工程、道路桥梁、水利港航、绿色建筑等领域具有较强的技术优势。

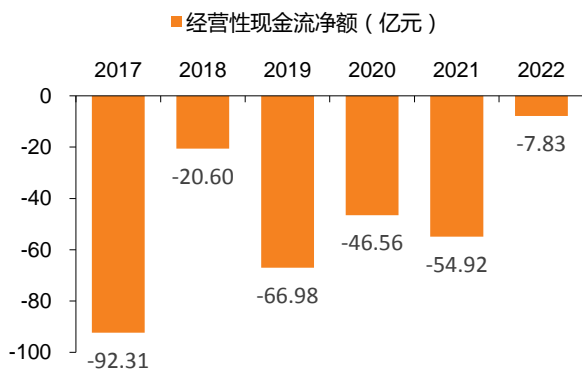
图 13：2017-2022 年公司费用率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

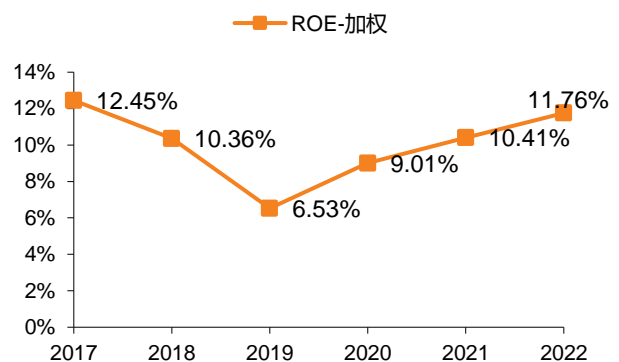
现金流持续改善，ROE 步入上行轨道。2022 年公司经营性现金流净额为 -7.83 亿元，较 2017 年的 -92.31 亿元明显改善，公司连续 6 年经营性现金流为负，主要系此前 PPP 项目投资增加所致。我们判断随着 PPP 项目整体进入运营期后，现金流出减少、政府回款增加，后续经营现金流有望回正。此外，公司净资产收益率自 2020 年起实现连续 3 年的增长，2022 年 ROE 达到 11.76%，主要由于销售净利率和权益乘数的提高。我们预计随着高毛利的新兴业务拓展步伐加快带动整体盈利能力提升，公司 ROE 有望持续优化。

图 14：2017-2022 年公司经营性现金流净额



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2017-2022 年公司净资产收益率



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 安徽“十四五”基建高景气，新型城镇化支撑房建市场扩容

安徽省投资需求旺盛，投资力度位居全国前列。22 年安徽省固定资产投资增速为 9%，根据《安徽省有效投资专项行动方案(2023)》，2023 年全省固定资产投资力争增长 10%以上。力争上半年省重点项目年度计划投资完成率 55%以上，其中，续建项目年度计划投资完成率 60%以上、新建项目开工率 65%以上。根据安徽省 2023 年省重点项目清单，计划全年完成重点项目投资 1.66 万亿元。23 年 1-6 月已累计完成投资 9967.1 亿元，省内投资需求旺盛有望拉动市场扩容。

表 3: 安徽省内投资力度持续加大

	2020	2021	2022
年度重点计划投资（万亿元）	1.31	1.48	1.66
项目数量	6878	7851	8897
安徽固定资产投资增速	5.10%	9.40%	9.00%
全国固定资产投资增速	2.90%	4.90%	5.10%
安徽 GDP（万亿元）	3.87	4.30	4.50

资料来源：Wind，中国政府网，安徽省人民政府，安徽新闻联播公众号，天风证券研究所

表 4: 主要省份 2023 年固定资产投资增速计划值

省份	2022 年固投增速计划值	2022 年固投增速实际值	2023 年固投增速计划值
西藏	12.0%	-18.0%	13.0%
海南	8.0%	-4.2%	12.0%
新疆	10.0%	7.6%	11.0%
河南	10.0%	6.7%	10.0%
广西	10.0%	0.1%	10.0%
安徽	10.0%	9.0%	10.0%
辽宁	10.0%	3.6%	10.0%
甘肃	9.0%	10.1%	10.0%
宁夏	8.0%	10.2%	10.0%
内蒙古	7.0%	17.6%	10.0%
重庆	6.0%	0.7%	10.0%
湖北	-	15.0%	10.0%
云南	7.0%	7.5%	9.0%
黑龙江	10.0%	0.6%	8.0%
广东	8.0%	-2.6%	8.0%
江西	8.0%	8.6%	8.0%
陕西	7.0%	8.1%	8.0%
四川	8.0%	6.0%	7.0%
山西	8.0%	5.9%	7.0%
湖南	7.5%	6.6%	7.0%
吉林	7.0%	-2.4%	7.0%
河北	6.5%	7.9%	6.5%
福建	6.5%	7.5%	6.0%
浙江	6.0%	9.1%	6.0%
山东	6.0%	6.1%	6.0%
上海	-	-1.0%	5.0%
贵州	-	-5.1%	5.0%

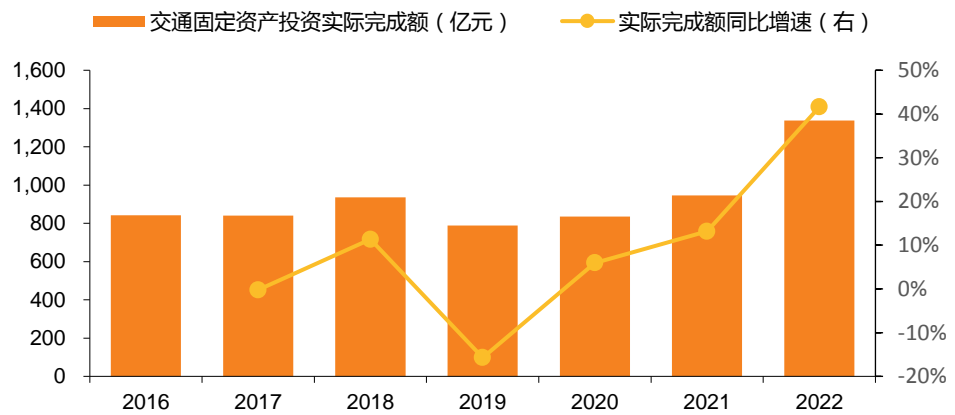
北京	-	3.6%	4.0%
天津	5.5%	-9.9%	3.0%
青海	-	-7.6%	-
江苏	-	3.8%	-

资料来源：各省市政府工作报告，天风证券研究所

2.1. “十四五”交通投资有望保持快速增长

省内交通投资有望延续快速增长。20 年开始安徽交通投资持续提速，2021-2022 年安徽省交通固定资产投资完成额分别为 945、1338 亿元，同比分别+13%、+42%，较当年计划完成投资额分别超额完成至 126%、134%。根据《安徽省有效投资专项行动方案（2023）》，2023 年安徽省计划完成铁路和城市轨道交通投资 670 亿元，公路水运机场投资 1300 亿元。23H1 安徽已累计完成交通固定资产投资 700.7 亿元，创同期历史新高，我们预计后续省内交通投资有望延续快速增长。

图 16：安徽省交通固定资产投资实际完成额及同比增速



资料来源：安徽省交通运输厅，天风证券研究所

中长期看，“十四五”交通投资规划持续加码。根据《安徽省交通运输“十四五”发展规划》，“十四五”期间计划完成交通运输投资 5000 亿元，同比“十三五”规划投资额增长了 67%，较十三五实际完成额增长了 18%。同时，十四五期间要新建高速公路 2660 公里，改扩建高速公路 637 公里，高速公路通车总里程达到 6800 公里（2020 年末为 4904 公里），高速公路密度达到 4.85 公里/百平方公里（2020 年末为 3.5 公里/百平方公里）。

表 5：安徽省十三五、十四五交通投资规划（亿元）

	十三五规划	十三五实际完成	十四五规划
高速公路	1050	910	2500
普通国省道	1190	1708	1200
农村公路	400	1126	500
水运	300	435	400
机场、场站枢纽	60	61	400
合计	3000	4240	5000

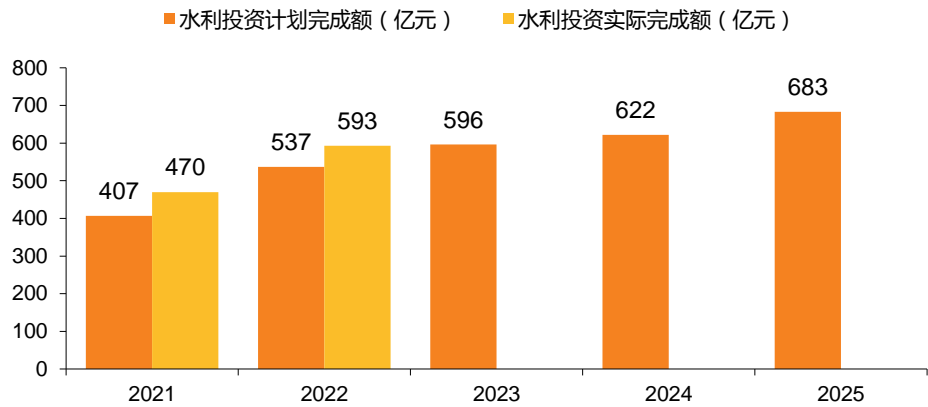
资料来源：安徽省交通运输厅，天风证券研究所

2.2. 省内水利建设投资持续提速

安徽省水利投资持续高景气，23 年投资增速位居全国前列。2022 年全省完成水利建设投资额 593 亿元，同比增长 26.2%。截至 23H1，安徽共落实水利建设投资 522.6 亿元，同比

+3%，已完成水利建设投资 278.8 亿元，同比+14.3%，位居全国第 6 位。根据《安徽省水利发展“十四五”规划》，23-25 年年均计划完成水利投资额均在 600 亿元左右，我们预计后续省内水利投资建设有望提速。

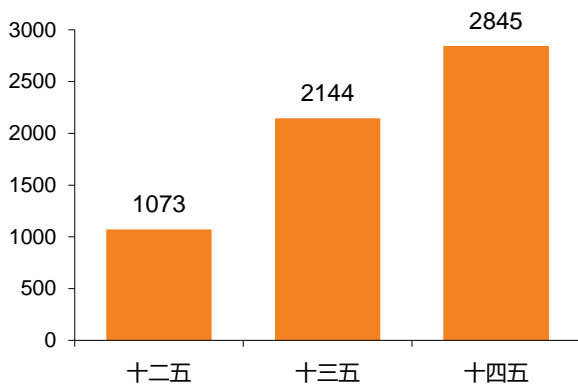
图 17：安徽省水利投资计划及实际完成情况



资料来源：安徽省水利厅，央广网，天风证券研究所

十四五水利投资规划持续加码，同比十三五期间实际完成额增长 32.7%。“十四五”期间，安徽省将聚焦防洪保安能力提升工程、供水安全保障工程、乡村振兴水利保障工程、水生态环境治理与修复工程、智慧水利建设五个方面，计划完成投资 2845 亿元，同比“十三五”期间实际完成 2144 元相比增长 32.7%。按水利建设主要任务划分，十四五期间安徽水利投资主要聚焦防洪保安能力提升以及供水安全保障方面，二者规划投资额占比超过 70%。

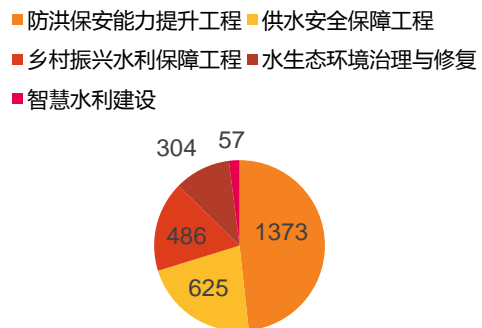
图 18：十二五至十四五安徽省水利投资完成额 (亿元)



资料来源：安徽省水利厅，天风证券研究所

注：十四五为规划值，其余为实际值。

图 19：安徽省十四五水利投资细分 (亿元)

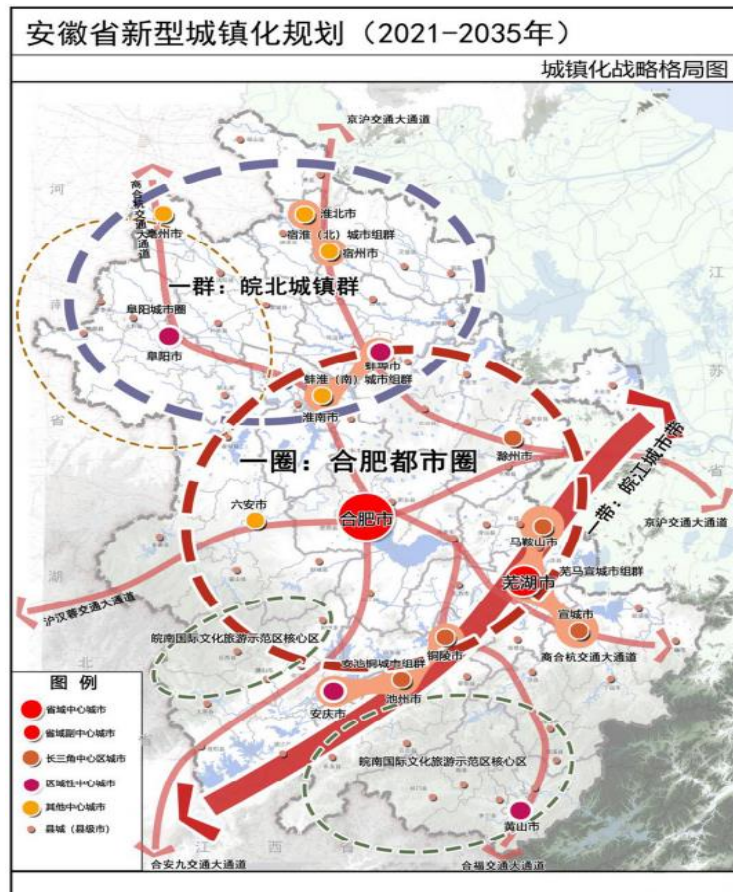


资料来源：安徽省水利厅，天风证券研究所

2.3. 新型城镇化稳步推进，旧改+棚改持续赋能

“一圈一群一带”联动发展，城镇化率有望提升。2022 年安徽省常住人口城镇化率为 60.2%，低于全国 65.2%的城镇化率水平。《安徽省新型城镇化规划 2021-2035》提出要全面构建“一圈一群一带”的城镇化战略格局，形成多中心、多层次、多节点的网络型城市体系。根据《安徽省“十四五”新型城镇化实施方案》，到 2025 年，全省每年实现 100 万左右农业转移人口在城市落户，安徽常住人口城镇化率达到 65%左右，到 2035 年全省常住人口城镇化率达到 73%以上。此外，安徽省正在建设合肥都市圈、皖北城镇群、长江城市带，以此为基础，将推进建设一系列经济、产业、科技示范区，打造绿色食品、新材料、清洁高效煤电、绿色和精细化工、高端装备制造、医疗医药、新能源和节能环保等 7 条千亿级主导产业链，构建现代化基础设施体系，建设科技创新中心等。

图 20：安徽省新型城镇化规划（2021-2035 年）



资料来源：《安徽省新型城镇化规划（2021-2035 年）》，天风证券研究所

省内安居工程拉动“旧改”、“棚改”投资提速。根据《安徽省“十四五”城市住房发展规划》，十四五期间加快完善以公租房、保障性租赁住房 and 共有产权住房为主体的住房保障体系，累计改造城镇棚户区 50 万套，新增保障性租赁住房 30 万套（间）。规划期末，城镇住房保障覆盖率 28% 以上。完成城镇老旧小区改造提升项目 5600 个，房屋建筑面积 12500 万平方米，惠及 130 多万户。我们预计在“十四五”期间，公租房、保障性住房、棚户区改造等将为安徽省内房建、地产市场的增长持续赋能。

表 6：安徽省有效投资专项行动方案（2022、2023）

计划完成投资	2022	2023
铁路和城市轨道交通（亿元）	620	670
公路水运机场（亿元）	1000	1300
水利（亿元）	450	500
市政基础设施（亿元）	1200	1380
保障性安居工程（亿元）	800	980
城镇老旧小区改造	1431 个	1246 个
新开工棚户区改造	9.68 万套	17.7 万套
保障性租赁住房	9.85 万套	11.3 万套

资料来源：《安徽省有效投资专项行动方案》，天风证券研究所

表 7: 安徽省“十四五”安居工程发展目标

安居工程项目	发展目标
公租房	新增公租房保障户数（含租赁补贴）16 万户。
保障性租赁住房	新增保障性租赁住房供应 11 万套以上，新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的大城市，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例力争达到 30%以上。
棚户区改造	计划改造棚户区 50 万套。
城镇老旧小区改造	计划改造城镇老旧小区 5602 个左右，房屋建筑面积 12518 万平方米，惠及 133 万户，基本完成 2000 年前建成的需改造城镇老旧小区改造任务，有条件的市县（区）力争完成 2005 年底前建成的城镇老旧小区改造任务。

资料来源：《安徽省住房和城乡建设事业发展“十四五”规划》，天风证券研究所

2.4. 省内资金保障较为充裕

纵向对比：安徽省综合财力稳定上升，转移性收入是增长的核心来源。我们以一般公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入+国有资本经营收入四项合计作为衡量省份综合财力的标准。2022 年安徽省综合财力为 10963.2 亿元，2018-2022 年稳步提升，CAGR 为 +4.4%。细分来看，转移性收入维持较快增速，18-22 年 CAGR 为 +7.45%，是综合财力增长的主要驱动力；一般公共预算收入维持稳定增长，CAGR 为 +4.2%。从债务率来看，近年来债务率有明显提升，我们判断或主要由于土地财政收入有所下滑，而支出仍存在一定惯性所致。

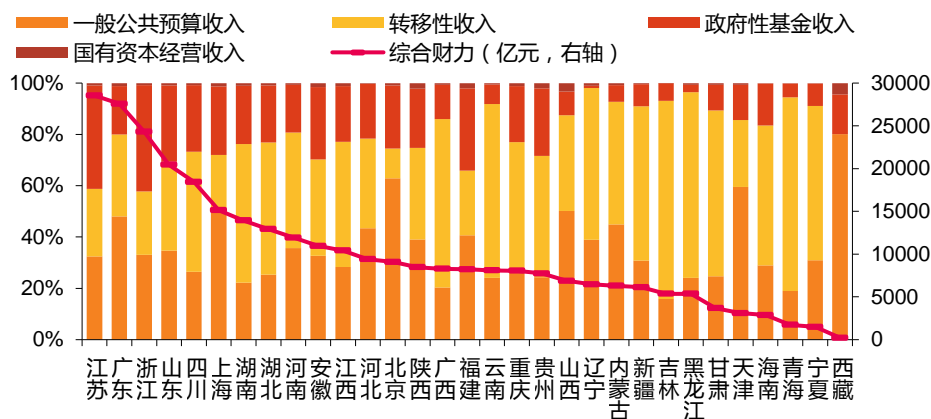
表 8: 安徽省综合财力及债务率情况

	2018	2019	2020	2021	2022
一般公共预算收入（亿元）	3048.7	3182.7	3216.0	3498.2	3589.1
同比（%）		4.4%	1.0%	8.8%	2.6%
其中：税收收入（亿元）	2180.74	2209.56	2199.48	2389.89	2246.62
同比（%）		1.3%	-0.5%	8.7%	-6.0%
占一般公共预算收入比例（%）	71.5%	69.4%	68.4%	68.3%	62.6%
转移性收入（亿元）	3082.8	3377.37	3744.06	3592.83	4109.13
同比（%）		9.6%	10.9%	-4.0%	14.4%
政府性基金收入（亿元）	3031.52	3374.19	3144.58	3516.2	3091.03
同比（%）		11.3%	-6.8%	11.8%	-12.1%
其中：土地出让收入（亿元）	2757.27	3113.1	2864.18	3243.41	2822.25
同比（%）		12.9%	-8.0%	13.2%	-13.0%
占政府性基金收入比例（%）	91.0%	92.3%	91.1%	92.2%	91.3%
国有资本经营收入（亿元）	49.85	102.96	72.3	103.56	173.9
同比（%）		106.5%	-29.8%	43.2%	67.9%
综合财力（亿元）	9212.8	10037.2	10176.9	10710.8	10963.2
同比（%）		8.9%	1.4%	5.2%	2.4%
地方政府债务余额（亿元）	6704.6	7936.4	9600.1	11576.3	13304.1
其中：一般债务	3521.7	3635.9	3816.7	4090.9	4217.2
其中：专项债务	3182.9	4300.5	5783.4	7485.4	9086.9
债务率（%）	72.8%	79.1%	94.3%	108.1%	121.4%

资料来源：企业预警通，Wind，天风证券研究所

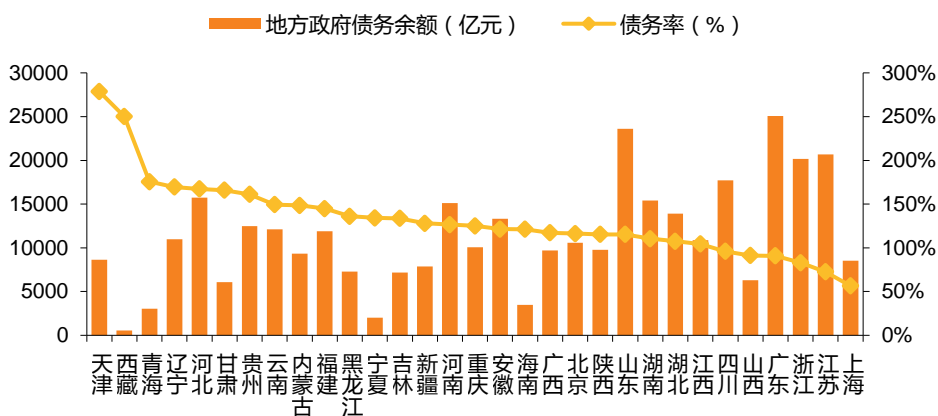
横向对比：安徽省综合财力排名第十。2022 年安徽省的综合财力在全国排名第十，地方政府债务率排名第十七，财政收支结构相对健康。拆分收入结构来看，安徽省的一般公共预算收入、转移性收入、政府性基金收入占比分别为 32.7%、37.5%、28.2%，各项收入来源占比较为均衡。

图 21：2022 年部分省份综合财力情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 22：地方政府债务余额及债务率



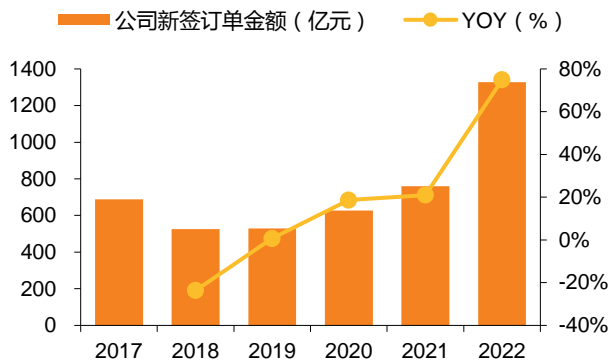
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 传统主业稳健增长，新兴业务持续赋能

3.1. 工程业务模式转型优化，地产开发有望触底回暖

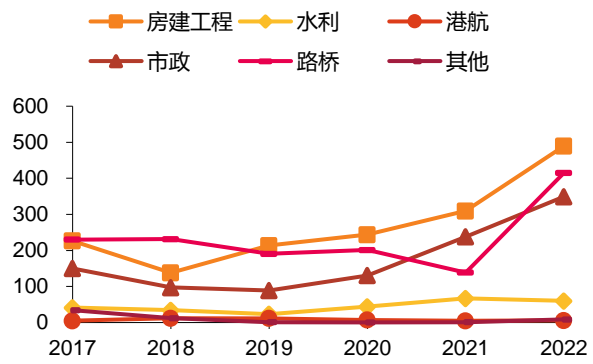
工程施工：新签订单快速增长，有望支撑收入高增。17-22 年公司新签订单金额从 688 亿元提升至 1327 亿元，CAGR 为 14.1%，2022 年新签订单显著提速，同比+74.9%。从结构上看，22 年基建工程新签订单 829.68 亿元，同比+85%，其中公路桥梁、市政工程、水利工程、港航工程分别新签 415/349/60/6 亿元，同比分别+200%/+47%/-11%/+22%；22 年新签房建工程订单 489 亿元，同比+58%。截至 22 年末，公司在手订单总额 1411 亿元，约为 22 年全年工程施工收入的 2.3 倍，截至 23H1 公司新签订单 748.13 亿元，同比+11%，基建/房建分别同比+25%/-14%，在 22 年高基数之下订单总体仍保持较好增长，在手订单充裕有望对后续收入增长形成支撑。

图 23：2017-2022 年公司新签订单及同比增速



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

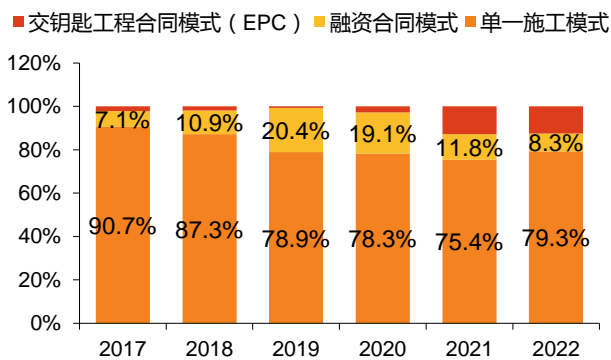
图 24：2017-2022 年公司新签订单细分情况 (亿元)



资料来源：Wind，公司年报，天风证券研究所

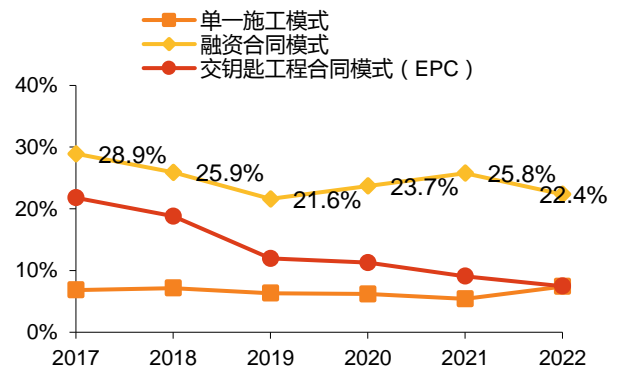
业务模式转型优化。现金流公司工程业务主要分为单一施工模式、融资合同模式、交钥匙工程合同模式(EPC)。虽然融资合同模式毛利率较高，但同时也易对现金流形成较大压力。从结构来看，19-20 年或为公司投资高峰，之后融资合同模式收入占比持续降低，从 19 年的 20%下降至 22 年的 8.3%，EPC 模式占比有所提升，我们认为后续工程业务或将保持平稳增长，现金流有望持续改善。

图 25：2017-2022 年不同模式收入占比 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：2017-2022 年不同模式毛利率 (%)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

地产开发：在手土储底部回升，经营质量有望优化。近年来受地产行业景气度下行影响，公司地产开发业务毛利率持续下行，2022 年公司新增土地储备面积约 381 亩，期末土地储备面积约 251 亩，较 21 年末土地储备面积增加了 149 亩，我们判断随着公司拿地节奏逐步恢复后，后续地产业务有望平稳发展。

表 9：公司房地产开发业务相关情况

房地产开发业务	2017	2018	2019	2020	2021	2022
营业收入（亿元）	30.31	32.6	65.3	79.22	71.44	75.92
毛利（亿元）	7.35	8.31	16.01	12.67	15.07	10.27
毛利率（%）	24.25%	25.50%	24.52%	15.99%	21.09%	13.52%
签约销售面积（万平方米）	107.09	159.67	135.86	89.57	95.58	54.47
签约销售金额（亿元）	58.26	93.33	71.7	58.38	69	45.87
新增土地储备（亩）	1341.13	120.1	765	927	418.42	381
期末土地储备（亩）	1410.22	220	752	649	101.7	251

资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 装配式建筑+检测+水电业务，打造第二增长曲线

装配式建筑：绿色建筑发展方向，国家政策大力推动。装配式建筑是指在工厂预制构件、在现场连接安装的建造方式，符合现代化、智能化、绿色化的发展方向。根据《安徽省“十四五”装配式建筑发展规划》中指出，到 2025 年，培育一批集设计、生产、施工于一体的装配式建筑企业，产能达 5000 万平方米，装配式建筑占到新建建筑面积的 30%以上，全省培育 50 个以上省级装配式建筑产业基地、3-5 个国家级装配式建筑产业园区。

表 10：装配式建筑政策梳理

发布单位	政策名称	发布时间	内容
中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动城乡建设绿色发展的意见》	2021-10	大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设，不断提升构件标准化水平，推动形成完整产业链，推动智能建造和建筑工业化协同发展。
国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	2021-10	推广绿色低碳建材和绿色建造方式，加快推进新型建筑工业化，大力发展装配式建筑，推广钢结构住宅，推动建材循环利用，强化绿色设计和绿色施工管理。加强县城绿色低碳建设。
住房和城乡建设部	《“十四五”建筑业发展规划》	2022-01	规划要求，要大力发展装配式建筑。构建装配式建筑标准化设计和生产体系，推动生产和施工智能化升级，扩大标准化构件和部品部件使用规模，提高装配式建筑综合效益。完善适用不同建筑类型装配式混凝土建筑结构体系，加大高性能混凝土、高强钢筋和消能减震、预应力技术集成应用。
住房和城乡建设部	《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》	2022-03	到 2025 年，完成既有建筑节能改造面积 3.5 亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑 0.5 亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到 30%。
安徽省住房和城乡建设厅	《安徽省“十四五”装配式建筑发展规划》	2022-01	到 2025 年，各设区的市培育或引进设计施工一体化企业不少于 3 家，培育一批集设计、生产、施工于一体的装配式建筑企业，产能达到 5000 万平方米，装配式建筑占到新建建筑面积的 30%，其中：宿州、阜阳、芜湖、马鞍山等城市力争达到 40%，合肥、蚌埠、滁州、六安等城市力争达到 50%。全省培育 50 个以上省级装配式建筑产业基地、3-5 个国家级装配式建筑产业园区，打造一批智能建造龙头企业，基本形成立足安徽省，面向长三角、辐射“一带一路”的新型建筑工业化发展基地。

资料来源：中华人民共和国人民政府网，安徽省住房和城乡建设厅等，天风证券研究所

公司较早涉足装配式建筑，并形成业务协同模式。公司于 2014 年投资建设装配式生产基地，已建成并投产运营基地 7 个。公司已投产的肥东、北城、蚌埠、长丰、铜陵等五个建筑工业化基地产能达 68 万立方米，已投产的芜湖和六安两个智能钢构基地产能达 13 万吨。依托公司产业链，装配式业务领域形成了“生产基地+设计企业+施工团队+大型设备供应+检测团队+建材供应”的业务协同模式，并积累了较为突出的人才团队、技术应用、协同管理、成本管控等优势。2023 年上半年，装配式建筑业务新签合同额 10.13 亿元，同比增长 142.9%，后续业务拓展有望提速。

表 11：公司装配式产业基地情况

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	桥梁钢结构	2.37 亿元	150 亩	年产 5 万吨

资料来源：公司年报，天风证券研究所

检测业务：业务涵盖范围广阔，综合实力突出。公司检测类业务覆盖房建、交通、水利、市政、轨道交通、建筑机械设备等检测领域，所属共 8 家检测公司，其中检测二站、路桥检测、环通检测综合实力相对突出。房建类检测方面，检测二站检测类别、检测参数、综合检测能力均在全省领先。基建类检测方面，路桥检测和环通检测在公路、市政、轨道交通等领域的检测能力居全省前列，均获批公路工程检测综合甲级资质，全省仅有五家。

表 12：公司所属的主要检测机构

企业名称	服务类别	资质类别	备注
安徽省建筑工程质量第二监督检测站	房建工程检测	见证取样资质、检测参数全省领先	高新技术企业
安徽省路桥试验检测有限公司	路桥工程检测	交通检测综合甲级资质	高新技术企业
安徽环通工程试验检测有限公司	交通工程检测	交通检测综合甲级资质	高新技术企业

资料来源：公司公告，天风证券研究所

水电业务：公司在水电领域深耕近 20 年，具备投融建运一体化能力，“双碳”政策驱动下，未水电投资有望加快。截至 23H1，公司在安徽金寨、安徽霍山及云南怒江州贡山县控股运营水电站共计 7 座，电站总装机容量 24.61 万 KW，权益装机容量 18.81 万 KW，年设计发电量约 10 亿 KWH；2022 年水电业务上网电量 7.55 亿度，实现营收 1.58 亿元，利润总额 0.55 亿元。在“碳中和”、“碳达峰”政策驱动下，后续公司有望利用投融建运一体化优势、人才团队优势和管理经验优势，积极发展以水电为主的高毛利清洁能源投资运营，从而进一步改善整体盈利能力。

表 13：公司运营主要水电站及装机容量情况

地点	权益比例	电站名称	运营时间	装机容量
安徽金寨	51.01%	流波水电站	2006 年 6 月	2.5 万 KW
安徽霍山	100%	白莲崖水电站	2009 年 10 月	5 万 KW
云南怒江州贡山县	73.26%	丹珠河一级水电站	2014 年 5 月	8 万 KW
		丹珠河二级水电站	2014 年 5 月	1.71 万 KW
		丹珠河三级水电站	2016 年 11 月	3.2 万 KW
		东月各河一级水电站	2016 年 11 月	2.1 万 KW
		东月各河二级水电站	2016 年 11 月	2.1 万 KW

资料来源：公司年报，天风证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 933、1070、1227 亿元，同比分别+16.4%、14.8%、14.7%。

- 1) 基建业务：**安徽作为投资大省，我们预计随着省内十四五期间交通、水利等投资持续扩容，公司基建业务有望保持稳步提升，预计 23-25 年收入增速分别为 17%、16%、16%。毛利率分别为 10.6%、10.7%、10.8%。
- 2) 房建业务：**安徽省新型城镇化以及旧改、棚改、保障房项目的加快推进有望带动房建业务持续扩容。预计 23-25 年收入增速分别为 16.0%、15.5%、15.0%，毛利率分别为 7.6%、7.7%、7.8%。
- 3) 房地产开发：**22 年以来公司拿地节奏逐步加快，期末土储较 21 年显著提升，23H1 地产销售面积、销售金额及营业收入等均有明显改善，我们判断 23 年地产开发业务收入有望快速增长，预计 23-25 年收入增速分别为 27%、15%、15%，毛利率则受到行业景气度持续下滑影响，预计 23 年仍有所承压，若后续地产政策迎来调整，我们判断毛利率或有一定改善。预计 23-25 年毛利率为 10.5%、10.6%、10.7%。
- 4) 其他业务：**考虑到公司持续拓展装配式建筑、检测、水电业务，预计 23-25 年其他业务收入增速为 8%，毛利率则有望保持小幅提升，23-25 年分别为 22.5%、23.0%、23.5%。

表 14：安徽建工收入拆分

单位：百万元		2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	收入	38791	46799	56972	71340	80120	93282	107038	122715
	YOY	9.60%	20.64%	21.74%	25.22%	12.31%	16.43%	14.75%	14.65%
	毛利率	10.66%	11.27%	11.62%	11.18%	11.67%	11.13%	11.18%	11.24%
基础设施 建设	收入	18084	18175	22991	34233	36637	42866	49724	57680
	YOY	8.55%	0.50%	26.50%	48.90%	7.02%	17.00%	16.00%	16.00%
	毛利率	11.68%	10.61%	10.64%	9.06%	9.64%	10.60%	10.70%	10.80%
房屋建筑 及安装	收入	12605	17480	16586	18710	25165	29191	33716	38773
	YOY	-4.88%	38.67%	-5.12%	12.81%	34.50%	16.00%	15.50%	15.00%
	毛利率	6.16%	8.30%	8.32%	6.86%	7.19%	7.60%	7.70%	7.80%
房地产	收入	3260	6530	7922	7144	7592	9642	11088	12752
	YOY	7.56%	100.28%	21.33%	-9.82%	6.27%	27.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	25.50%	22.94%	15.99%	21.09%	13.52%	10.50%	10.60%	10.70%
其他	收入	4841	4614	9473	11252	10725	11583	12510	13511
	YOY	97.71%	-4.69%	105.31%	18.78%	-4.68%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	8.58%	8.65%	16.15%	18.52%	27.77%	22.50%	23.00%	23.50%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

费用率：我们预计公司后续有望持续加强费用管控，费用下降趋势有望延续，假设 23-25 年销售费用率分别为 0.25%、0.24%、0.23%，管理费用率分别为 2.48%、2.47%、2.45%，而财务费用率有望随着公司现金流转好而逐步保持下降。公司过去几年持续加大研发投入，预计 23-25 年研发费用率或将持续上行，分别为 1.9%、2.1%、2.3%。

表 15：费用率预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.35%	0.25%	0.25%	0.24%	0.23%
管理费用率	2.48%	2.49%	2.48%	2.47%	2.45%
研发费用率	1.68%	1.84%	1.90%	2.10%	2.30%
财务费用率	2.02%	2.46%	2.17%	2.01%	1.77%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

综上，我们预计公司 23-25 年归母净利润为 15.6/18.0/20.8 亿元，yoy+13%/+15%/+15%，对应 PE 分别为 5.0/4.4/3.8 倍。我们选取其他地方建筑国企山东路桥、四川路桥、粤水电、上海建工、浦东建设、陕建股份作为可比公司，24 年平均 PE 在 5.7 倍左右，考虑到公司作为安徽省内区域龙头，有望充分受益于省内基建、旧改、棚改等投资提速，同时公司积极发力装配建筑、检测、水电业务，后续有望打造第二成长曲线增厚利润，给予安徽建工 24 年 6 倍 PE，对应目标价 6.3 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 16：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
000498.SZ	山东路桥	94.13	6.03	1.60	1.79	2.11	2.44	3.76	3.37	2.86	2.48
600039.SH	四川路桥	686.79	7.88	1.29	1.60	1.94	2.37	6.12	4.93	4.05	3.32
002060.SZ	粤水电	192.98	5.14	0.10	0.45	0.52	0.60	49.36	11.34	9.82	8.55
600170.SH	上海建工	231.03	2.60	0.15	0.32	0.36	0.41	17.04	8.19	7.21	6.37
600284.SH	浦东建设	63.36	6.53	0.58	0.70	0.82	0.94	11.16	9.32	8.00	6.96
600248.SH	陕建股份	157.54	4.18	0.95	1.09	1.28	1.50	4.39	3.82	3.26	2.79
	平均							15.31	6.83	5.87	5.08
600502.SH	安徽建工	78.45	4.57	0.80	0.91	1.05	1.21	5.68	5.02	4.35	3.77

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：股价截至 20231024，除安徽建工 EPS 为天风预测外，其余公司均来自于 Wind 一致预期。

5. 风险提示

省内投资增速不及预期：安徽建工省内业务占比较高，若省内基建投资力度不及预期，则会导致公司基建类工程施工主业增速放缓。此外棚改、旧改是公司房建类业务的重要组成部分，若该部分推进力度不及预期，则可能会导致收入确认放缓及新签订单减少。

地产景气度超预期下行：公司拥有长城置业子公司来开展地产开发业务。若地产行业景气度持续下行，购房需求被抑制，则可能导致公司商品房销售情况变差，并且影响毛利率。

新业务拓展进度不及预期：以装配式建筑、检测、水电业务为代表的新兴业务有望打造第二增长曲线并增厚公司利润，若新兴业务拓展进度不及预期，则可能导致公司估值和盈利能力提升不及预期。

宏观经济风险和政策风险：公司所从事的基建投资、工程施工、房地产开发等主营业务，与宏观经济的运行发展密切相关，受国家经济增长、固定资产投资、建筑行业竞争、城镇化建设等多方面外部因素的综合影响较大，若全球宏观经济进入下行周期或者我国经济增长速度显著放缓，将会对公司的业务发展带来不确定影响。此外，国家政策的变化对公司项目的实施也有较大影响。

测算具有主观性：本文对于公司营业收入和利润的测算均基于一定假设，具有主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	12,501.56	14,862.91	10,150.46	8,563.06	9,817.24
应收票据及应收账款	28,496.62	36,468.57	37,638.90	42,045.10	47,264.49
预付账款	747.33	780.33	1,221.06	966.40	1,529.25
存货	16,113.57	17,892.07	18,952.89	21,187.32	22,986.70
其他	11,153.89	9,965.03	34,088.79	33,481.89	38,730.75
流动资产合计	69,012.98	79,968.90	102,052.10	106,243.78	120,328.43
长期股权投资	527.91	541.92	541.92	541.92	541.92
固定资产	3,769.27	4,408.56	4,447.56	4,483.46	4,444.74
在建工程	417.68	238.52	250.97	249.18	237.42
无形资产	458.85	627.70	610.06	592.43	574.80
其他	36,075.10	44,296.94	45,528.53	46,736.37	47,957.33
非流动资产合计	41,248.81	50,113.63	51,379.04	52,603.36	53,756.21
资产总计	126,875.68	149,062.01	153,431.14	158,847.14	174,084.64
短期借款	11,135.49	11,967.47	11,047.00	13,857.91	17,444.30
应付票据及应付账款	38,018.53	46,552.30	52,007.96	53,624.18	61,349.30
其他	16,752.98	19,582.75	30,162.21	31,203.07	32,932.58
流动负债合计	65,907.00	78,102.51	93,217.17	98,685.16	111,726.19
长期借款	28,957.38	34,687.95	34,230.00	32,478.47	32,665.88
应付债券	0.00	600.00	375.00	325.00	433.33
其他	1,088.62	1,303.75	1,078.81	1,157.06	1,179.87
非流动负债合计	30,046.00	36,591.70	35,683.81	33,960.53	34,279.09
负债合计	107,228.91	126,079.73	128,900.98	132,645.69	146,005.28
少数股东权益	8,459.25	9,926.87	10,281.53	10,658.21	11,117.09
股本	1,721.16	1,716.53	1,716.53	1,716.53	1,716.53
资本公积	1,646.04	1,650.67	1,650.67	1,650.67	1,650.67
留存收益	4,439.42	5,184.96	6,161.43	7,316.04	8,670.07
其他	3,380.90	4,503.26	4,720.00	4,860.00	4,925.00
股东权益合计	19,646.77	22,982.29	24,530.16	26,201.45	28,079.36
负债和股东权益总计	126,875.68	149,062.01	153,431.14	158,847.14	174,084.64

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,413.22	1,832.49	1,562.86	1,802.99	2,078.63
折旧摊销	276.95	355.81	406.18	428.52	448.11
财务费用	1,833.73	2,039.69	2,026.49	2,153.46	2,171.00
投资损失	(44.91)	44.13	(14.82)	(5.20)	8.04
营运资金变动	(17,508.30)	(12,209.47)	(4,213.09)	(3,989.22)	(4,848.84)
其它	8,537.42	7,154.59	567.63	588.21	704.43
经营活动现金流	(5,491.89)	(782.75)	335.25	978.77	561.37
资本支出	1,108.85	783.67	664.94	366.75	357.19
长期投资	250.74	14.01	0.00	0.00	0.00
其他	(2,579.65)	(3,610.37)	(881.88)	(1,181.39)	(601.47)
投资活动现金流	(1,220.06)	(2,812.69)	(216.94)	(814.64)	(244.28)
债权融资	8,017.52	6,090.49	(4,248.14)	(1,031.63)	1,842.25
股权融资	6.40	693.23	(582.62)	(719.91)	(905.16)
其他	(948.06)	(431.24)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	7,075.86	6,352.48	(4,830.76)	(1,751.53)	937.09
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	363.91	2,757.04	(4,712.44)	(1,587.41)	1,254.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	71,339.87	80,119.53	93,282.13	107,038.21	122,715.47
营业成本	63,365.37	70,771.50	82,901.15	95,068.93	108,922.24
营业税金及附加	298.62	313.76	373.13	428.15	490.86
销售费用	250.25	200.49	233.21	256.89	282.25
管理费用	1,767.39	1,991.02	2,313.40	2,643.84	3,006.53
研发费用	1,199.53	1,474.46	1,772.36	2,247.80	2,822.46
财务费用	1,440.54	1,971.15	2,026.49	2,153.46	2,171.00
资产/信用减值损失	(1,311.55)	(1,108.49)	(1,011.00)	(1,253.00)	(1,533.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	44.91	(44.13)	14.82	5.20	(8.04)
其他	2,480.86	2,277.30	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	1,803.95	2,272.46	2,666.21	2,991.33	3,479.10
营业外收入	28.19	48.36	35.12	37.22	40.23
营业外支出	28.47	17.79	23.77	23.34	21.63
利润总额	1,803.67	2,303.03	2,677.56	3,005.21	3,497.70
所得税	390.45	470.55	547.07	614.01	714.64
净利润	1,413.22	1,832.49	2,130.49	2,391.20	2,783.06
少数股东损益	317.43	452.48	567.63	588.21	704.43
归属于母公司净利润	1,095.79	1,380.01	1,562.86	1,802.99	2,078.63
每股收益(元)	0.64	0.80	0.91	1.05	1.21

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	25.22%	12.31%	16.43%	14.75%	14.65%
营业利润	4.77%	25.97%	17.33%	12.19%	16.31%
归属于母公司净利润	34.32%	25.94%	13.25%	15.37%	15.29%
获利能力					
毛利率	11.18%	11.67%	11.13%	11.18%	11.24%
净利率	1.54%	1.72%	1.68%	1.68%	1.69%
ROE	9.79%	10.57%	10.97%	11.60%	12.25%
ROIC	26.14%	27.32%	27.07%	24.31%	22.88%
偿债能力					
资产负债率	84.51%	84.58%	84.01%	83.51%	83.87%
净负债率	162.01%	163.30%	163.15%	163.08%	162.00%
流动比率	1.11	1.11	1.09	1.08	1.08
速动比率	0.90	0.91	0.89	0.86	0.87
营运能力					
应收账款周转率	2.83	2.47	2.52	2.69	2.75
存货周转率	4.36	4.71	5.06	5.33	5.56
总资产周转率	0.61	0.58	0.62	0.69	0.74
每股指标(元)					
每股收益	0.64	0.80	0.91	1.05	1.21
每股经营现金流	-3.20	-0.46	0.20	0.57	0.33
每股净资产	6.52	7.61	8.30	9.06	9.88
估值比率					
市盈率	7.16	5.68	5.02	4.35	3.77
市净率	0.70	0.60	0.55	0.50	0.46
EV/EBITDA	1.37	1.25	1.70	1.72	1.81
EV/EBIT	1.44	1.32	1.83	1.83	1.92

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com