

2023年10月25日
安徽建工 (600502.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

建筑 (HS)

Q3 业绩高增订单优化，现金流持续显著改善

事件：公司发布 2023 年三季度报告，报告期内公司实现营业收入 599.30 亿元，同比增长 11.16%；归母净利润 10.64 亿元，同比增长 14.46%；扣非后归母净利润 11.01 亿元，同比增长 27.01%；基本每股收益 0.62 元，同比增长 14.80%。

营收业绩维持稳健增长，Q3 业绩增速提速明显。公司 2023 年前三季度实现营业收入 599.30 亿元，同比增长 11.16%，其中 Q1、Q2 和 Q3 单季度分别实现营收 161.65、213.07 和 224.58 亿元，分别同比增长 11.25%、11.21%和 11.04%，公司营业收入持续稳健增长。公司前三季度实现归母净利润 10.64 亿元，同比增长 14.46%，其中 Q1、Q2 和 Q3 单季度分别实现归母净利润 3.48、3.08 和 4.08 亿元，分别同比增长 11.35%、-0.13%和 32.18%，单三季度归母净利润增速同比大幅提升，主要系工程施工业务毛利率提升带动整体毛利率上升所致。公司前三季度实现扣非后归母净利润 11.01 亿元，同比增长 27.01%，增速高于归母净利润增速的原因为公司前三季度其他非经常性损失较去年同期增多 1.71 亿元。

盈利能力有所提升，现金流持续改善。盈利能力方面，2023 年前三季度公司整体毛利率/净利率分别为 11.60%/2.41%，分别同比提升 1.15 和 0.10 个 pct，毛利率提升主要为工程施工业务毛利率提升带动。**费用率方面**，2023 前三季度公司期间费用率为 7.41%，同比上升 0.29 个 pct，其中管理/研发/销售/财务费用率分别为 2.45%/2.09%/0.31%/2.55%，分别同比变动 -0.03%/+0.29%/+0.07%/-0.04 个 pct。**现金流方面**，期内公司实现经营性现金流净流入 1.12 亿元，较 2022 年同期净流出 11.17 亿元大幅增多 12.28 亿元，实现近五年内同期经营性现金流首次回正，主要系 PPP 项目净流出减少，以及房地产销售改善，现金流净流入增加所致，预计未来公司现金流将呈现好转。**负债率方面**，截至 2023 年 9 月末，公司资产负债率为 85.20%，同比小幅上升 0.37 个 pct。

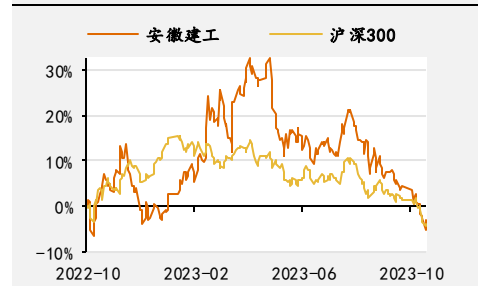
订单结构持续优化，市政订单加速开拓。2023 年前三季度公司实现新签合同额 1015.20 亿元，同比增长 6.66%。其中，基建和房建新签合同额分别为 631.77 和 383.43 亿元，分别同比增长 10.00%和 1.58%，占新签总额的 62.23%和 37.77%，占比分别同比

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	8.20 元
股价 (2023-10-24)	4.57 元

交易数据

总市值(百万元)	7,844.56
流通市值(百万元)	7,844.56
总股本(百万股)	1,716.53
流通股本(百万股)	1,716.53
12 个月价格区间	4.45/6.53 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.3	-6.4	-3.1
绝对收益	-8.0	-14.7	-7.1

苏多永 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

董文静 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

相关报告

订单高增结构优化，现金流回正显著改善	2023-08-31
结构优化盈利提升，区域龙头弹性十足	2023-04-28
营收业绩稳健增长，新签高增释放动力	2023-03-29
2022 年新签订单高速增长，结构优化有望提升盈利水平	2023-02-06

变动+1.89 和-1.89 个 pct，公司订单结构持续向回款稳、收益好的基建业务倾斜，未来整理盈利能力有望持续提升。基建业务进一步细分来看，前三季度公路桥梁、市政工程、水利工程和港航工程分别实现新签额 253.40、347.16、22.18 和 9.03 亿元，分别同比变动-22.18%、+56.94%、-0.36%和+71.67%，占基建工程新签的比例分别为 40.11%、54.95%、3.51%和 1.43%，其中市政工程新签增速和占比提升明显。

新签合同保持高增，业务结构持续优化 2022-10-26

盈利预测与投资建议：预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 964.9 亿元、1137.0 亿元和 1304.5 亿元，分别同比增长 20.4%、17.8%和 14.7%；归母净利润分别为 17.6 亿元、21.8 亿元和 25.0 亿元，分别同比增长 27.5%、23.9%和 14.6%；EPS 分别为 1.03 元、1.27 元和 1.46 元，动态 PE 分别为 4.5 倍、3.6 倍、3.1 倍，动态 PB 分别为 0.8 倍、0.7 倍、0.6 倍。公司是省属大型建筑国企，充分受益稳增长政策，新签订单稳健增长，订单结构持续优化，业绩释放有望提速。同时，公司大力发展装配式产业，有望成为新的业绩增长点。维持“买入-A”评级，给予 2023 年 8.0 倍 PE，对应目标价 8.20 元。

风险提示：政策不及预期、订单执行缓慢、项目回款风险、新业务拓展受阻等。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	71,339.9	80,119.5	96,487.9	113,701.4	130,449.6
净利润	1,095.8	1,380.0	1,759.9	2,180.7	2,498.6
每股收益(元)	0.64	0.80	1.03	1.27	1.46
每股净资产(元)	6.52	7.61	5.62	6.44	7.38

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	7.2	5.7	4.5	3.6	3.1
市净率(倍)	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6
净利润率	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%
净资产收益率	9.8%	10.6%	18.2%	19.7%	19.7%
股息收益率	5.5%	5.5%	8.4%	10.0%	11.1%
ROIC	26.1%	27.3%	33.9%	22.2%	29.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	71,339.9	80,119.5	96,487.9	113,701.4	130,449.6	成长性					
减:营业成本	63,365.4	70,771.5	85,102.4	100,284.6	115,056.6	营业收入增长率	25.2%	12.3%	20.4%	17.8%	14.7%
营业税费	298.6	313.8	598.2	682.2	861.0	营业利润增长率	4.8%	26.0%	47.2%	23.9%	15.0%
销售费用	250.3	200.5	337.7	398.0	495.7	净利润增长率	34.3%	25.9%	27.5%	23.9%	14.6%
管理费用	1,767.4	1,991.0	2,431.5	2,899.4	3,391.7	EBITDA 增长率	7.6%	17.3%	16.7%	15.6%	10.2%
研发费用	1,199.5	1,474.5	1,785.0	2,160.3	2,609.0	EBIT 增长率	7.3%	16.6%	17.3%	15.6%	10.0%
财务费用	1,440.5	1,971.2	2,892.4	3,082.5	3,181.5	NOPLAT 增长率	16.3%	32.8%	38.5%	15.8%	10.0%
资产减值损失	-67.7	-7.2	-7.0	-	-	投资资本增长率	27.1%	11.6%	77.1%	-17.6%	23.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-79.0	-100.0	净资产增长率	13.3%	17.0%	-11.7%	11.4%	11.8%
投资和汇兑收益	44.9	-44.1	11.4	28.0	10.0						
营业利润	1,804.0	2,272.5	3,345.1	4,143.4	4,764.1	利润率					
加:营业外净收支	-0.3	30.6	7.1	10.3	-5.0	毛利率	11.2%	11.7%	11.8%	11.8%	11.8%
利润总额	1,803.7	2,303.0	3,352.3	4,153.6	4,759.2	营业利润率	2.5%	2.8%	3.5%	3.6%	3.7%
减:所得税	390.4	470.5	838.1	1,038.4	1,189.8	净利润率	1.5%	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%
净利润	1,095.8	1,380.0	1,759.9	2,180.7	2,498.6	EBITDA/营业收入	6.8%	7.1%	6.9%	6.8%	6.5%
						EBIT/营业收入	6.4%	6.7%	6.5%	6.4%	6.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	17	18	17	15	14
资产负债表						流动营业资本周转天数	37	39	53	54	46
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动资产周转天数	398	415	410	384	374
货币资金	12,501.6	14,862.9	14,473.2	17,055.2	19,567.4	应收帐款周转天数	138	159	148	145	152
交易性金融资产	-	-	-	-	-	存货周转天数	83	76	101	97	91
应收帐款	31,094.9	39,568.0	39,606.4	51,986.4	58,171.0	总资产周转天数	587	620	583	524	503
应收票据	758.7	277.6	2,437.9	720.5	2,975.6	投资资本周转天数	56	59	71	71	62
预付帐款	747.3	780.3	1,274.2	1,511.5	1,684.5						
存货	16,113.6	17,892.1	36,083.2	25,201.9	40,988.2	投资回报率					
其他流动资产	24,410.8	25,567.5	26,687.0	25,555.1	25,936.5	ROE	9.8%	10.6%	18.2%	19.7%	19.7%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	1.2%	1.5%	1.9%	1.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	26.1%	27.3%	33.9%	22.2%	29.6%
长期股权投资	527.9	541.9	641.9	761.9	911.9	费用率					
投资性房地产	470.5	494.0	544.0	584.0	614.0	销售费用率	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
固定资产	3,769.3	4,408.6	4,716.9	5,016.6	5,302.9	管理费用率	2.5%	2.5%	2.5%	2.6%	2.6%
在建工程	417.7	238.5	259.7	278.7	295.8	研发费用率	1.7%	1.8%	1.9%	1.9%	2.0%
无形资产	458.8	627.7	610.1	592.4	574.8	财务费用率	2.0%	2.5%	3.0%	2.7%	2.4%
其他非流动资产	35,604.6	43,803.0	36,109.2	38,514.9	39,488.9	四费/营业收入	6.5%	7.0%	7.7%	7.5%	7.4%
资产总额	126,875.7	149,062.0	163,443.6	167,779.1	196,511.6	偿债能力					
短期债务	11,135.5	11,967.5	20,916.9	24,733.9	29,187.8	资产负债率	84.5%	84.6%	87.6%	86.5%	87.1%
应付帐款	39,453.6	49,394.8	39,202.0	63,130.3	57,646.1	负债权益比	545.8%	548.6%	705.3%	642.0%	677.2%
应付票据	5,328.2	4,461.5	9,722.2	3,621.4	10,845.7	流动比率	1.11	1.11	1.10	1.04	1.05
其他流动负债	21,265.6	23,664.3	40,220.0	25,679.2	44,792.7	速动比率	0.90	0.91	0.77	0.83	0.76
长期借款	28,957.4	34,687.9	31,626.4	26,514.5	27,133.8	利息保障倍数	3.17	2.70	2.16	2.34	2.50
其他非流动负债	1,088.6	1,903.8	1,453.8	1,482.1	1,613.2	分红指标					
负债总额	107,228.9	126,079.7	143,141.5	145,161.5	171,219.4	DPS(元)	0.25	0.25	0.38	0.46	0.51
少数股东权益	8,459.3	9,926.9	10,643.4	11,562.4	12,609.4	分红比率	39.3%	31.1%	37.5%	36.0%	34.9%
股本	1,721.2	1,716.5	1,716.5	1,716.5	1,716.5	股息收益率	5.5%	5.5%	8.4%	10.0%	11.1%
留存收益	6,085.5	6,835.6	7,935.2	9,331.7	10,959.3						
股东权益	19,646.8	22,982.3	20,295.2	22,610.6	25,285.2						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	1,413.2	1,832.5	1,759.9	2,180.7	2,498.6
						加:折旧和摊销	276.9	355.8	388.1	449.0	514.2
						资产减值准备	67.7	7.2	7.0	-	-
						公允价值变动损失	-	-	-	-79.0	-100.0
						财务费用	1,833.7	2,039.7	2,892.4	3,082.5	3,181.5
						投资收益	-44.9	44.1	-11.4	-28.0	-10.0
						少数股东损益	317.4	452.5	754.3	934.6	1,070.8
						营运资金的变动	-21,400.4	-14,465.8	-2,514.7	2,330.1	-5,168.6
						经营活动产生现金流量	-5,491.9	-782.8	3,275.6	8,869.9	1,986.5
						投资活动产生现金流量	-1,220.1	-2,812.7	-603.8	-1,176.0	-712.8
						融资活动产生现金流量	7,075.9	6,352.5	-3,061.5	-5,111.9	1,238.5
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.64	0.80	1.03	1.27	1.46
						BVPS(元)	6.52	7.61	5.62	6.44	7.38
						PE(X)	7.2	5.7	4.5	3.6	3.1
						PB(X)	0.7	0.6	0.8	0.7	0.6
						P/FCF	1.0	1.0	-2.0	1.5	2.5
						P/S	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
						EV/EBITDA	1.7	1.6	3.4	2.2	2.4
						CAGR(%)	30.1%	24.9%	27.5%	30.1%	24.9%
						PEG	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
						ROIC/WACC	5.0	5.3	6.5	4.3	5.7
						REP	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034