安徽建工（600502.SH）

Q3 业绩短期承压，财政发力有望促 Q4 环比改善

营收业绩短期承压，财政政策发力有望促 Q4 实物工作量改善。2024Q1-3 公司实现营收 540 亿，同降 10%；实现归母净利润 9.6 亿，同降 9.6%；扣非归母净利润同降 22%，降幅较大主要因本期产生减值冲回等非流动性资产处置收益约 7578 万。**分季度看：**Q1/Q2/Q3 分别实现营业收入 135/199/205 亿元，同降 16%/6%/9%；实现归母净利润 3.1/3.0/3.5 亿元，同降 11%/2%/14%，Q3 收入延续下行，预计主要因受地方化债等因素影响，基建项目执行不及预期，收入转化进程放缓；Q3 业绩降幅有所扩大，主要因单季毛利率同降 0.3pct、费用率提升 0.8pct。近期财政部提出“拟一次性增加较大规模债务限额置换地方政府存量隐性债务”，后续随着化债资金逐步落地，各地政府有望腾挪更多资金投入基建等领域，有望带动基建实物工作量改善，预计四季度公司在手项目执行将明显加快，带动收入、业绩环比显著提速。

毛利率延续改善，收入下滑致刚性费率有所提升。2024Q1-3 公司毛利率 12.22%，同比提升 0.6pct，主要因公司持续加强原材料、劳务等成本管控，项目管理水平有所提升。期间费用率 8.46%，同比提升 1.05pct（Q3 单季+0.8pct），其中销售/管理/研发/财务费用率同比提升 0.06/0.5/0.3/0.2pct（Q3 单季+0.03/0.3/0.03/0.5pct），销售及研发费率相对稳定；管理及财务费率明显提升，预计主要因部分薪酬及利息费用相对刚性，收入下滑致费用占比上行。资产（含信用）减值损失较上年同期基本持平，Q3 单季较上年同期少计提约 0.7 亿。投资收益较上年同期增加 2.5 亿元。所得税率同比下降 2.1pct。归母净利率 1.8%，同比基本持平；Q3 单季同比下滑 0.1pct。Q1-3 经营现金流净流出 53 亿，较上年同期多流出 54 亿，预计主要因业主工程款支付不及预期，同时向上游中小企业支付较多账款；Q3 单季净流出 14.35 亿，同比小幅收窄 1.5 亿。

Q3 签单环比显著提速，水利、公路增速亮眼。2024Q1-3 公司新签合同额 1038 亿元，同增 2.2%；Q3 单季新签 315 亿元，同增 18%，环比 Q2 大幅提速 26pct。**分业务看，**基建工程新签合同额 745 亿元，同增 18%（Q3 单季+121%），其中公路/市政/水利/港航工程分别新签订单 435/204/96/9.8 亿元，同比+72%/-41%/+333%/+9%（Q3 单季+167%/8%/74%/731%），其中公路签单大幅增长，主要因 10 月落地 S40 宁国至枞阳高速公路池州、铜陵段特许经营项目，合计中标额 150 亿；水利订单持续发力，预计后续将作为基建板块重要增长点。房建工程新签合同额 292 亿，同降 24%（Q3 单季同降 42%）。

投资建议：前三季度由于地方化债等因素导致基建实物工作量不及预期，公司收入业绩有所下滑，我们调整全年盈利预测值，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 16.1/17.4/18.8 亿元，同比增长 4%/8%/8%，EPS 分别为 0.94/1.01/1.09 元，当前股价对应 PE 分别为 5.2/4.8/4.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：基建实物工作量不及预期、应收账款减值风险、安徽省内投资需求大幅下行风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	80,120	91,244	87,578	93,920	100,412
增长率 yoy（%）	12.3	13.9	-4.0	7.2	6.9
归母净利润（百万元）	1,380	1,553	1,609	1,740	1,877
增长率 yoy（%）	25.9	12.6	3.6	8.1	7.9
EPS 最新摊薄（元/股）	0.80	0.91	0.94	1.01	1.09
净资产收益率（%）	8.0	8.6	8.3	8.4	8.4
P/E（倍）	6.1	5.4	5.2	4.8	4.5
P/B（倍）	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6

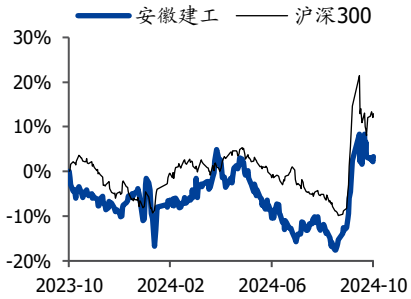
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	基础建设
前次评级	买入
10 月 25 日收盘价（元）	4.90
总市值（百万元）	8,411.02
总股本（百万股）	1,716.53
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	38.65

股价走势



作者

分析师　何亚轩
执业证书编号：S0680518030004
邮箱：heyaxuan@gszq.com
分析师　程龙戈
执业证书编号：S0680518010003
邮箱：chenglongge@gszq.com
分析师　李枫婷
执业证书编号：S0680524060001
邮箱：lifengting3@gszq.com

相关研究

1、《安徽建工（600502.SH）：皖地势起步青云，区域翘首扶摇上》 2023-05-30

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	98948	115353	108433	143731	136375
现金	14863	16025	24177	31432	38586
应收票据及应收账款	36469	48240	34381	58152	44835
其他应收款	3410	4585	3089	5141	3658
预付账款	780	1236	699	1376	843
存货	17892	15810	16630	18173	18997
其他流动资产	25534	29457	29457	29457	29457
非流动资产	50114	55730	55984	56872	57742
长期投资	542	1061	1550	2061	2560
固定资产	4409	4841	4375	4492	4622
无形资产	628	671	744	830	913
其他非流动资产	44535	49158	49315	49491	49647
资产总计	149062	171084	164417	200603	194117
流动负债	89488	107764	94928	125337	113309
短期借款	11967	12947	13997	14977	15907
应付票据及应付账款	46552	57432	42659	64723	49960
其他流动负债	30968	37385	38272	45637	47442
非流动负债	36592	39287	43770	47652	51135
长期借款	35288	37587	42070	45952	49435
其他非流动负债	1304	1700	1700	1700	1700
负债合计	126080	147051	138697	172989	164444
少数股东权益	9927	11565	12089	12656	13267
股本	1717	1717	1717	1717	1717
资本公积	1651	1651	1651	1651	1651
留存收益	5185	6136	7516	9047	10734
归属母公司股东权益	13055	12468	13631	14958	16406
负债和股东权益	149062	171084	164417	200603	194117

现金流量表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-783	3671	2198	2601	2283
净利润	1832	2058	2134	2306	2488
折旧摊销	341	420	351	370	407
财务费用	1971	2093	2036	2136	2224
投资损失	44	-84	-20	8	19
营运资金变动	-6190	-3130	-2298	-2213	-2849
其他经营现金流	1219	2314	-5	-7	-6
投资活动现金流	-2813	-4625	-580	-1260	-1289
资本支出	3268	4327	-235	377	369
长期投资	-160	-927	-489	-511	-500
其他投资现金流	295	-1225	-1305	-1393	-1419
筹资活动现金流	6352	2119	6534	5914	6160
短期借款	832	979	1050	980	930
长期借款	6331	2299	4483	3883	3483
普通股增加	-5	0	0	0	0
资本公积增加	5	0	0	0	0
其他筹资现金流	-810	-1160	1001	1052	1747
现金净增加额	2762	1171	8151	7255	7153

利润表（百万元）

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	80120	91244	87578	93920	100412
营业成本	70772	79897	76906	82507	88117
营业税金及附加	314	277	377	363	380
营业费用	200	241	261	273	277
管理费用	1991	2236	2452	2611	2731
研发费用	1474	1839	1927	2094	2209
财务费用	1971	2093	2036	2136	2224
资产减值损失	-7	-96	920	986	1205
其他收益	27	52	40	46	43
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-44	84	20	-8	-19
资产处置收益	0	9	5	7	6
营业利润	2272	2619	2765	2994	3299
营业外收入	48	31	40	36	38
营业外支出	18	21	19	20	20
利润总额	2303	2630	2785	3010	3318
所得税	471	572	651	704	829
净利润	1832	2058	2134	2306	2488
少数股东损益	452	504	525	566	611
归属母公司净利润	1380	1553	1609	1740	1877
EBITDA	4550	5090	4998	5328	5747
EPS（元）	0.80	0.91	0.94	1.01	1.09

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	13.9	-4.0	7.2	6.9
营业利润(%)	26.0	15.3	5.6	8.3	10.2
归属于母公司净利润(%)	25.9	12.6	3.6	8.1	7.9
获利能力					
毛利率(%)	11.7	12.4	12.2	12.2	12.2
净利率(%)	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
ROE(%)	8.0	8.6	8.3	8.4	8.4
ROIC(%)	5.0	5.1	4.4	4.2	3.9
偿债能力					
资产负债率(%)	84.6	86.0	84.4	86.2	84.7
净负债比率(%)	168.2	178.8	170.5	163.1	157.4
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.8	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	2.5	2.2	2.1	2.0	2.0
应付账款周转率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.91	0.94	1.01	1.09
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.46	2.14	1.28	1.52	1.33
每股净资产(最新摊薄)	5.21	5.81	6.48	7.26	8.10
估值比率					
P/E	6.1	5.4	5.2	4.8	4.5
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	12.5	12.4	12.9	12.4	11.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com