

# 安徽建工（600502）

## 分红比例显著提升，关注公司中长期投资价值

### 分红比例显著提升，关注公司中长期投资价值

公司发布 24 年报，24 年实现营业收入 965.0 亿元，同比+5.8%，实现归母净利润 13.5 亿元，同比-13.4%，扣非归母净利润 12.6 亿元，同比-11.6%，单季度来看，24Q4 单季度收入、归母净利润分别为 425.4、3.8 亿元，同比分别+35.9%、-21.9%。24 年收入增长而业绩显著承压，我们认为一方面由于房地产仍处于底部筑底阶段，一定程度上影响了房建需求和建筑行业整体增长；另一方面则与公司计提了较多的信用及资产减值损失有关，侵蚀了较多利润。24 年公司现金分红比例为 34.5%，较 23 年提升 5.73pct，截至 3 月 28 日收盘，对应公司 24 年股息率达 5.9%，PE、PB 分别位于 2020 年以来的 16.4%、9.6%历史分位，建议关注中长期投资价值。

### 传统主业经营稳健，新业务整合持续发力

**1) 建筑业务：**24 年公司房建、基建业务分别实现营收 325.3、438.2 亿元，同比分别+1.58%、+10.6%，新签订单分别为 355.4、1195.4 亿元，同比分别-32.8%、+21.8%。其中水利工程新签订单 115.2 亿元，同比高增 160.5%。  
**2) 地产开发：**24 年公司地产业务实现收入 65.2 亿元，同比-8.9%，实现签约销售面积 85.3 万平米，签约销售金额 66.8 亿元，同比分别+36.3%、+21.5%。  
**3) 新业务：**公司持续加强内部资源整合，建筑技术服务方面，24 年新设西藏、重庆、四川、新疆 4 个省外分支机构；建筑工业化方面，24 年新签合同额 20.16 亿元，同比+64.8%；智能制造方面，24 年建工智能制造集团新签合同 30.9 亿元，同比+196.0%；新能源方面，24 年水力发电业务实现营收 1.6 亿元、利润总额 0.7 亿元。

### 减值侵蚀了较多利润，现金流仍有改善空间

24 年公司毛利率为 12.4%，同比-0.04pct，其中房建、基建、地产开发业务毛利率分别为 9.3%、11.2%、7.4%，同比分别-0.4、+1.4、-0.6pct。24 年期间费用率同比+0.02pct 至 7.05%，其中销售、管理、研发、财务费用率同比分别+0.02、+0.002、+0.21、-0.20pct，24 年公司资产及信用减值损失为 23.6 亿元，同比多损失 1.8 亿元，侵蚀了较多利润，综合影响下净利率同比-0.2pct 至 2.1%。24 年公司 CFO 净额为 12.2 亿元，同比少流入 24.6 亿元，收现比、付现比同比分别-0.9pct、-0.1pct 至 92.2%、91.5%。

### 低估值高股息蓝筹，维持“买入”评级

考虑到 24 年公司业绩显著承压，我们预计公司 25-27 年归母净利润为 14.2、15.0、15.7 亿元（25-26 年前值为 17.2、18.5 亿元），同比分别+5.5%、+5.5%、+4.9%，维持“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。

| 财务数据和估值       | 2023      | 2024      | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|---------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)     | 91,243.82 | 96,501.99 | 101,618.59 | 106,975.80 | 111,753.56 |
| 增长率(%)        | 13.88     | 5.76      | 5.30       | 5.27       | 4.47       |
| EBITDA(百万元)   | 9,193.32  | 9,716.09  | 7,973.36   | 8,603.01   | 9,133.34   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,553.47  | 1,344.87  | 1,418.35   | 1,496.87   | 1,570.38   |
| 增长率(%)        | 12.57     | (13.43)   | 5.46       | 5.54       | 4.91       |
| EPS(元/股)      | 0.91      | 0.78      | 0.83       | 0.87       | 0.91       |
| 市盈率(P/E)      | 5.06      | 5.85      | 5.54       | 5.25       | 5.01       |
| 市净率(P/B)      | 0.79      | 0.72      | 0.49       | 0.46       | 0.43       |
| 市销率(P/S)      | 0.09      | 0.08      | 0.08       | 0.07       | 0.07       |
| EV/EBITDA     | 1.00      | 0.22      | 0.36       | 0.39       | 0.39       |

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告  
2025 年 03 月 31 日

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 建筑装饰/基础建设 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 4.58 元    |
| 目标价格   | 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)   | 7,861.73  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,861.73  |
| 每股净资产(元)      | 6.38      |
| 资产负债率(%)      | 86.51     |
| 一年内最高/最低(元)   | 5.34/3.82 |

### 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          |     |
| 任嘉禹                       | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110524070001 |     |
| renjiayu@tfzq.com         |     |

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《安徽建工-季报点评:财政刺激预期下，关注四季度基本面向上弹性》2024-10-28
- 《安徽建工-半年报点评:新业务整合持续发力，关注中长期投资价值》2024-08-31
- 《安徽建工-年报点评报告:业绩稳步增长，看好后续收入结转速度加快》2024-03-27

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金       | 16,025.45  | 18,409.68  | 8,129.49   | 8,558.06   | 8,940.28   |
| 应收票据及应收账款  | 48,239.96  | 54,832.61  | 46,785.99  | 39,983.27  | 46,936.16  |
| 预付账款       | 1,235.92   | 1,205.32   | 1,041.66   | 1,433.94   | 1,186.98   |
| 存货         | 15,810.04  | 12,444.19  | 17,239.10  | 16,561.22  | 21,395.67  |
| 其他         | 34,042.07  | 42,799.21  | 34,262.70  | 38,497.43  | 37,218.78  |
| 流动资产合计     | 115,353.44 | 129,691.01 | 107,458.93 | 105,033.93 | 115,677.88 |
| 长期股权投资     | 1,060.68   | 1,311.10   | 1,572.17   | 1,915.58   | 2,200.55   |
| 固定资产       | 4,840.84   | 4,757.98   | 4,994.23   | 5,151.40   | 5,180.76   |
| 在建工程       | 121.69     | 994.49     | 780.14     | 619.60     | 496.72     |
| 无形资产       | 670.58     | 813.77     | 890.97     | 946.26     | 1,015.02   |
| 其他         | 49,036.37  | 64,410.71  | 65,548.46  | 66,795.64  | 68,307.55  |
| 非流动资产合计    | 55,730.16  | 72,288.06  | 73,785.97  | 75,428.48  | 77,200.60  |
| 资产总计       | 171,083.60 | 201,979.06 | 181,244.91 | 180,462.41 | 192,878.47 |
| 短期借款       | 12,946.69  | 16,633.95  | 17,036.15  | 19,080.99  | 22,209.32  |
| 应付票据及应付账款  | 57,432.28  | 71,695.74  | 59,405.45  | 60,195.68  | 63,977.58  |
| 其他         | 37,385.39  | 40,687.52  | 39,023.35  | 34,041.60  | 39,089.26  |
| 流动负债合计     | 107,764.36 | 129,017.20 | 115,464.94 | 113,318.27 | 125,276.16 |
| 长期借款       | 35,587.25  | 41,408.83  | 34,230.00  | 33,484.49  | 32,248.16  |
| 应付债券       | 2,000.00   | 2,400.00   | 1,666.67   | 2,022.22   | 2,029.63   |
| 其他         | 1,699.83   | 1,915.85   | 1,639.81   | 1,751.83   | 1,769.17   |
| 非流动负债合计    | 39,287.08  | 45,724.68  | 37,536.48  | 37,258.55  | 36,046.95  |
| 负债合计       | 147,051.44 | 174,741.89 | 153,001.42 | 150,576.81 | 161,323.11 |
| 少数股东权益     | 11,564.50  | 11,788.87  | 12,266.91  | 12,721.21  | 13,226.71  |
| 股本         | 1,716.53   | 1,716.53   | 1,716.53   | 1,716.53   | 1,716.53   |
| 资本公积       | 1,650.67   | 1,650.67   | 1,650.67   | 1,650.67   | 1,650.67   |
| 留存收益       | 6,135.58   | 6,896.53   | 7,889.38   | 8,937.19   | 10,036.45  |
| 其他         | 2,964.87   | 5,184.57   | 4,720.00   | 4,860.00   | 4,925.00   |
| 股东权益合计     | 24,032.15  | 27,237.18  | 28,243.48  | 29,885.60  | 31,555.36  |
| 负债和股东权益总计  | 171,083.60 | 201,979.06 | 181,244.91 | 180,462.41 | 192,878.47 |

| 现金流量表(百万元) | 2023       | 2024        | 2025E       | 2026E      | 2027E      |
|------------|------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 净利润        | 2,057.67   | 2,029.35    | 1,418.35    | 1,496.87   | 1,570.38   |
| 折旧摊销       | 420.32     | 420.83      | 459.20      | 494.55     | 525.74     |
| 财务费用       | 2,150.34   | 1,972.90    | 2,122.00    | 2,389.81   | 2,538.60   |
| 投资损失       | (84.22)    | (83.87)     | (72.00)     | (80.03)    | (20.00)    |
| 营运资金变动     | (5,861.40) | (18,384.71) | (2,907.89)  | (3,198.51) | (3,223.28) |
| 其它         | 4,988.07   | 15,260.14   | 677.09      | 655.00     | 720.14     |
| 经营活动现金流    | 3,670.79   | 1,214.64    | 1,696.75    | 1,757.70   | 2,111.58   |
| 资本支出       | 901.33     | 1,402.06    | 834.35      | 434.44     | 483.65     |
| 长期投资       | 518.76     | 250.42      | 261.06      | 343.42     | 284.97     |
| 其他         | (6,044.76) | (11,570.35) | (1,282.22)  | (1,361.47) | (1,261.65) |
| 投资活动现金流    | (4,624.67) | (9,917.86)  | (186.80)    | (583.61)   | (493.03)   |
| 债权融资       | 3,081.37   | 8,537.92    | (10,695.19) | (241.75)   | (613.58)   |
| 股权融资       | (1,984.69) | 2,219.71    | (1,094.95)  | (503.76)   | (622.76)   |
| 其他         | 1,021.92   | 294.13      | 0.00        | 0.00       | (0.00)     |
| 筹资活动现金流    | 2,118.61   | 11,051.76   | (11,790.14) | (745.51)   | (1,236.33) |
| 汇率变动影响     | 0.00       | 0.00        | 0.00        | 0.00       | 0.00       |
| 现金净增加额     | 1,164.73   | 2,348.54    | (10,280.20) | 428.58     | 382.22     |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)  | 2023       | 2024       | 2025E      | 2026E      | 2027E      |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入      | 91,243.82  | 96,501.99  | 101,618.59 | 106,975.80 | 111,753.56 |
| 营业成本      | 79,896.78  | 84,539.28  | 89,049.86  | 93,600.88  | 97,603.44  |
| 营业税金及附加   | 277.24     | 303.25     | 406.47     | 427.90     | 447.01     |
| 销售费用      | 241.37     | 273.16     | 287.64     | 302.81     | 316.33     |
| 管理费用      | 2,235.82   | 2,366.37   | 2,491.84   | 2,623.20   | 2,740.36   |
| 研发费用      | 1,839.04   | 2,144.62   | 2,184.80   | 2,278.58   | 2,346.82   |
| 财务费用      | 2,092.98   | 2,017.85   | 2,122.00   | 2,389.81   | 2,538.60   |
| 资产/信用减值损失 | (2,186.81) | (2,364.12) | (2,465.00) | (2,670.00) | (2,800.00) |
| 公允价值变动收益  | 0.00       | 0.21       | (5.82)     | 6.00       | (2.00)     |
| 投资净收益     | 84.22      | 83.87      | 72.00      | 80.03      | 20.00      |
| 其他        | 61.20      | 44.13      | 44.43      | 49.92      | 46.16      |
| 营业利润      | 2,619.19   | 2,621.56   | 2,721.58   | 2,818.56   | 3,025.16   |
| 营业外收入     | 31.48      | 68.58      | 49.47      | 20.00      | 20.00      |
| 营业外支出     | 20.73      | 38.81      | 25.78      | 35.00      | 50.00      |
| 利润总额      | 2,629.93   | 2,651.33   | 2,745.28   | 2,803.56   | 2,995.16   |
| 所得税       | 572.26     | 621.98     | 644.02     | 657.69     | 702.64     |
| 净利润       | 2,057.67   | 2,029.35   | 2,101.26   | 2,145.87   | 2,292.52   |
| 少数股东损益    | 504.21     | 684.48     | 682.91     | 649.00     | 722.14     |
| 归属于母公司净利润 | 1,553.47   | 1,344.87   | 1,418.35   | 1,496.87   | 1,570.38   |
| 每股收益（元）   | 0.91       | 0.78       | 0.83       | 0.87       | 0.91       |

| 主要财务比率    | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力      |         |         |         |         |         |
| 营业收入      | 13.88%  | 5.76%   | 5.30%   | 5.27%   | 4.47%   |
| 营业利润      | 15.26%  | 0.09%   | 3.82%   | 3.56%   | 7.33%   |
| 归属于母公司净利润 | 12.57%  | -13.43% | 5.46%   | 5.54%   | 4.91%   |
| 获利能力      |         |         |         |         |         |
| 毛利率       | 12.44%  | 12.40%  | 12.37%  | 12.50%  | 12.66%  |
| 净利率       | 1.70%   | 1.39%   | 1.40%   | 1.40%   | 1.41%   |
| ROE       | 12.46%  | 8.71%   | 8.88%   | 8.72%   | 8.57%   |
| ROIC      | 26.73%  | 25.89%  | 39.52%  | 36.28%  | 33.69%  |
| 偿债能力      |         |         |         |         |         |
| 资产负债率     | 85.95%  | 86.51%  | 84.42%  | 83.44%  | 83.64%  |
| 净负债率      | 172.86% | 182.52% | 182.06% | 177.81% | 173.29% |
| 流动比率      | 1.07    | 1.01    | 0.93    | 0.93    | 0.92    |
| 速动比率      | 0.92    | 0.91    | 0.78    | 0.78    | 0.75    |
| 营运能力      |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率   | 2.15    | 1.87    | 2.00    | 2.47    | 2.57    |
| 存货周转率     | 5.41    | 6.83    | 6.85    | 6.33    | 5.89    |
| 总资产周转率    | 0.57    | 0.52    | 0.53    | 0.59    | 0.60    |
| 每股指标（元）   |         |         |         |         |         |
| 每股收益      | 0.91    | 0.78    | 0.83    | 0.87    | 0.91    |
| 每股经营现金流   | 2.14    | 0.71    | 0.99    | 1.02    | 1.23    |
| 每股净资产     | 5.81    | 6.38    | 9.31    | 10.00   | 10.68   |
| 估值比率      |         |         |         |         |         |
| 市盈率       | 5.06    | 5.85    | 5.54    | 5.25    | 5.01    |
| 市净率       | 0.79    | 0.72    | 0.49    | 0.46    | 0.43    |
| EV/EBITDA | 1.00    | 0.22    | 0.36    | 0.39    | 0.39    |
| EV/EBIT   | 1.05    | 0.23    | 0.38    | 0.41    | 0.41    |

## 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 A 栋 23 层 2301 房 | 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             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |                                          | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |