

安徽建工（600502.SH）/建筑装饰

证券研究报告/公司点评

2023 年 3 月 29 日

评级：买入（维持）

市场价格：5.50

分析师：耿鹏智

执业证书编号：S0740522080006

Email: gengpz@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	71,340	80,120	93,315	110,617	132,732
增长率 yoy%	25.22%	12.31%	16.47%	18.54%	19.99%
归母净利润（百万元）	1,096	1,380	1,678	2,047	2,513
增长率 yoy%	34.32%	25.94%	21.57%	22.03%	22.76%
每股收益（元）	0.64	0.80	0.98	1.19	1.46
每股现金流量	-3.20	-0.46	0.01	0.21	0.43
净资产收益率	5.58%	6.00%	6.63%	7.34%	8.09%
P/E	8.62	6.84	5.63	4.61	3.76
P/B	0.84	0.72	0.64	0.56	0.49

备注：股价取自 2023 年 3 月 29 日收盘价

### 基本状况

总股本(百万股)	1,717
流通股本(百万股)	1,717
市价(元)	5.50
市值(百万元)	9,441
流通市值(百万元)	9,441

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

安徽建工（600502.SH）22Q4 新签点评：22Q4 新签高增 91%，省内固投强需求叠加新管理层高要求、高成长可期-20230206

安徽建工（600502.SH）深度报告：打造城乡投资建设服务商，有望受益涉房再融资新规、打开成长新空间-20221214

### 投资要点

- 事件：公司发布 2022 年度报告。报告期内公司实现营收 801.20 亿元，yoy+12.31%，实现归母净利/扣非净利 13.80/13.21 亿元，yoy+25.94%/28.11%。22Q4 单季度实现营收 262.05 亿元，yoy+21.21%，实现归母净利/扣非净利 4.51/4.54 亿元，yoy+97.90%/+138.10%。业绩超预期。
- 2022 年营收稳增 12.31%，基础设施建设与投资、房屋建筑与安装板块驱动高增
  - 公司 2022 年实现营收 801.20 亿元，yoy+12.31%，实现归母净利润 13.80 亿元，yoy+25.94%，对应扣非净利润 13.21 亿元，yoy+28.11%。分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别 145.30 / 191.59 / 202.25 / 262.05 亿元，yoy+2.96%/+9.22%/+11.95%/+21.21%，对应归母净利分别 3.12/3.09/3.09/4.51 亿元，yoy+ 7.24%/+ 8.07%/+5.87%/+97.90%。分业务看，房屋建筑及安装/基础设施建设与投资/商品房销售三大业务板块分别实现营收 251.65/366.37/75.92 亿元，yoy+34.50%/+7.02%/+6.27%。分区域看，安徽省内/安徽省外/国外分别实现营收 628.22/147.96/5.17 亿元，yoy+18.21%/+8.37%/+33.97%。
  - 我们分析营收增长来自以下驱动因素：1) 作为安徽省属建筑工程龙头企业，公司在省内订单获取方面存在突出优势，安徽省内营收高增 18.21%；2) 公司持续巩固“投资+施工总承包”的业务模式，稳健发展基础设施项目投资业务，带动该板块营收增长 7.02%；3) 公司房建业务与房地产相关业务协同，形成“开发+设计+施工+服务”一体化优势，带动该板块营收高增 34.50%。
- 毛利率提升 0.49pct，经营性现金流大幅改善、减值损失同比降低 15.5%
  - 毛利率提升：22 年全年录得毛利率 11.67%，较 21 年上升 0.49pct；分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别 10.83%/10.12%/10.47%/14.18%；分业务看，房屋建筑及安装/基础设施建设与投资/商品房销售三大业务板块毛利率分别 7.19%/9.64%/13.52%，yoy+0.33pct/+0.58pct/-7.57pct，建筑施工主业毛利率提升带动总体毛利率增加。
  - 费用率上升：22 年期间费用率 5.20%，较 21 年上升 0.35pct，销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.25%/2.49%/2.46%/1.84%，销售/管理/财务/研发费用率较 21 年分别-0.10/+0.01/+0.44/+0.16pct；其中，财务费用同比上升 36.83%，主因借款增加导致利息支出增加。
  - 经营性现金流大幅改善：22 年经营性现金流净额为-7.83 亿元，同比少流出 47.09 亿元，主因 PPP 净流出减少、建筑施工项目净流入增加；22 年减值损失合计 11.08 亿元，较 21 年 13.12 亿元下降 15.57%。
- 安徽省内市场空间广阔，工程主业发展势头强劲
  - 行业端：（1）安徽省内经济持续向好、空间足：根据《2023 年安徽省政府工作报告》，2022 年，全省 GDP 达到 4.5 万亿元左右，增速 3.5%；人均地区生产总值突破 1 万美元。实现从“总量居中、人均靠后”向“总量靠前、人均居中”的历史性转变。（2）安徽省内 23 年固投目标增速高：根据《2023 年安徽省政府工作报告》，2023 年固定资产投资力争 10%以上，保持 2022 年高水平，区域需求强劲。
  - 公司端：作为安徽省属建筑工程龙头企业，公司资质体系完整、大型项目建设经

验丰富，在省内订单获取方面存在突出优势。2022年，公司工程施工新签1327亿元、同比高增75%，其中基建新签830亿元、同比高增85%，基建中公路桥梁新签415亿元、同比大增200%；省内合肥区域新签合同额455亿元、同比大增133%，省内市外新签合同额740亿元、同比高增96%。

### ■ 传统水利劲旅，有望受益安徽省水利投资

- 政策端，2月21日，安徽省政府办公厅发布《安徽省2023年有效投资专项行动方案》，针对水利投资专项行动，提出2023年完成投资500亿元以上。公司端，19-22年，公司水利工程新签由23亿元增至60亿元，CAGR+37%，22年水利工程合同金额占比4.5%。

### ■ 新任管理层对标世界一流企业，公司高成长可期

- 新任董事长于2022年底由马鞍山市委常委调任安建集团，担任安建集团、安徽建工（股份）董事长，于2023年工作谋划会上强调：努力创造一流业绩，打造一流企业，坚持“跳起来摘桃子”，立足安徽、放眼全国、走向世界；2月15-17日，于2023年工作会议上提出：做强做精主业，壮大新兴产业，要全面强化资本运作，借助资本力量做大做强，充分发挥上市公司平台作用，稳步实施新一轮国企改革深化提升行动，加快工程决算及资金回收。

### ■ 短期受益订单高增、再融资新规，“投融建运”一体化和工程检测打造中长期驱动

- **短期驱动**：22年11月28日，证监会发布涉房上市公司融资新规，18-22年，公司资产负债率维持约84%，PB(LF)为1.11倍，从实操层面具备股权再融资条件。
- **中长期驱动**：(1) 公司具备绿色能源投建营一体化能力，旗下拥有7座控股运营水电站，总装机0.25GW；2022年，水电业务营收/利润总额分别1.58/0.55亿元 (2) 检测能力省内领先，检测二站、路桥检测/环通检测分别在房建检测、基建检测方面居全省前列。

### ■ 盈利预测与投资建议：考虑到公司在省内订单获取方面优势突出叠加有望受益涉房再融资新规，预计公司2023-2025年营业收入933.15、1106.17、1327.32亿元，同比增长16.47%、18.54%、19.99%，归母净利润16.78（前值15.71）、20.47（前值19.33）、25.13亿元，同比增长21.57%、22.03%、22.76%，对应EPS为0.98、1.19、1.46元。现价对应PE为5.63、4.61、3.76倍。维持“买入”评级。

### ■ 风险提示事件：安徽省“十四五”基础设施建设投资力度不及预期、业务进展不及预期、房建及基建投资业务回款风险。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,863	18,663	21,570	25,219	营业收入	80,120	93,315	110,617	132,732
应收票据	278	933	1,106	1,327	营业成本	70,772	82,396	97,612	117,076
应收账款	36,191	29,519	33,226	37,895	税金及附加	314	441	473	572
预付账款	780	989	1,171	1,405	销售费用	200	234	277	332
存货	17,892	26,614	28,747	29,474	管理费用	1,991	2,319	2,749	3,298
合同资产	18,979	18,710	21,128	26,016	研发费用	1,474	1,717	2,036	2,443
其他流动资产	28,945	31,525	36,485	44,440	财务费用	1,971	1,967	2,213	2,457
流动资产合计	98,948	108,24	122,30	139,760	信用减值损失	-1,101	-1,280	-1,400	-1,550
其他长期投资	33,300	38,703	45,788	54,843	资产减值损失	-7	-270	-490	-870
长期股权投资	542	542	542	542	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	4,409	4,451	4,551	4,701	投资收益	-44	15	5	-8
在建工程	239	339	339	239	其他收益	27	8	8	8
无形资产	628	718	812	898	<b>营业利润</b>	2,272	2,715	3,381	4,134
其他非流动资产	10,997	10,997	10,997	10,997	营业外收入	49	49	49	49
非流动资产合计	50,114	55,750	63,027	72,220	营业外支出	18	18	18	18
<b>资产合计</b>	149,06	163,99	185,33	211,981	<b>利润总额</b>	2,303	2,746	3,412	4,165
短期借款	11,967	12,840	13,402	14,791	所得税	471	518	693	828
应付票据	4,462	6,793	7,593	8,996	<b>净利润</b>	1,832	2,228	2,719	3,337
应付账款	42,091	42,846	50,758	60,880	少数股东损益	452	550	671	824
预收款项	4	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	1,380	1,678	2,048	2,513
合同负债	11,386	13,261	15,719	18,862	NOPLAT	3,401	3,823	4,482	5,306
其他应付款	7,304	7,304	7,304	7,304	EPS (摊薄)	0.80	0.98	1.19	1.46
一年内到期的非流动负债	5,138	5,138	5,138	5,138					
其他流动负债	7,136	8,195	9,490	11,151					
流动负债合计	89,488	96,376	109,40	127,121					
长期借款	34,688	40,419	46,149	51,880					
应付债券	600	600	600	600					
其他非流动负债	1,304	1,304	1,304	1,304					
非流动负债合计	36,592	42,322	48,053	53,783					
<b>负债合计</b>	126,08	138,69	157,45	180,905					
归属母公司所有者权益	13,055	14,818	16,728	19,104					
少数股东权益	9,927	10,477	11,148	11,972					
<b>所有者权益合计</b>	22,982	25,295	27,876	31,076					
<b>负债和股东权益</b>	149,06	163,99	185,33	211,981					

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-783	14	362	743
现金收益	4,159	4,624	5,374	6,255
存货影响	-1,778	-8,722	-2,133	-727
经营性应收影响	-7,998	6,078	-3,573	-4,254
经营性应付影响	9,077	3,082	8,713	11,524
其他影响	-4,243	-5,049	-8,019	-12,055
<b>投资活动现金流</b>	-2,813	-713	-1,398	-1,619
资本支出	-985	-663	-636	-598
股权投资	-14	0	0	0
其他长期资产变化	-1,814	-50	-762	-1,021
<b>融资活动现金流</b>	6,352	4,499	3,943	4,525
借款增加	8,062	6,603	6,293	7,119
股利及利息支付	-4,019	-2,968	-3,444	-3,978
股东融资	3,577	0	0	0
其他影响	-1,268	864	1,094	1,384

  

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	12.3%	16.5%	18.5%	20.0%
EBIT 增长率	31.7%	10.3%	19.4%	17.7%
归母净利润增长率	25.9%	21.6%	22.0%	22.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	11.7%	11.7%	11.8%	11.8%
净利率	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
ROE	6.0%	6.6%	7.3%	8.1%
ROIC	6.8%	6.6%	7.1%	7.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	84.6%	84.6%	85.0%	85.3%
债务权益比	233.6%	238.4%	238.9%	237.2%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.9	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	144	127	102	96
应付账款周转天数	190	186	173	172
存货周转天数	86	97	102	90
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.80	0.98	1.19	1.46
每股经营现金流	-0.46	0.01	0.21	0.43
每股净资产	7.61	8.63	9.75	11.13
<b>估值比率</b>				
P/E	7	6	5	4
P/B	1	1	1	0
EV/EBITDA	645	580	492	421

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。