

安徽建工 (600502.SH)

皖地势起步青云，区域翘首扶摇上

安徽省属建筑龙头，盈利质量优异。公司为安徽省国资委旗下建筑龙头，省内营收占比超 70%，主营业务包括基建、房建、地产开发及投资运营，2013-2022 年公司营收/归母净利润复合增速分别为 32%/24%，增长动力强劲。近三年公司毛利率、费用率等盈利指标均优于同业可比均值，ROE 逐年改善，现金流出明显收窄，盈利质量较优。

区域需求高景气，省内竞争格局有望优化。近年来安徽省内经济快速发展，基建需求旺盛，2022 年全省重大工程投资额居全国第一，2023 年投资政策持续加码，其中：**1) 交通基建领域**，“十四五”全省交通投资规划额同比高增 67%，2022 年全年增长 42%，显著快于全国 6% 的交通固投增速；**2) 水利水电领域**，“十四五”全省水利投资规划额同增 33%，叠加抽水蓄能建设提速，省内水利水电投资有望维持高位。**3) 市政房建领域**，受益省内城镇化率提升、长三角产业链转移，省内市政基建及制造业厂房投资延续较快增长。2021 年 8 月起安徽省实施“评定分离”招投标制度，政府类项目考虑税收贡献等因素，将更倾向于地方企业，省内份额有望逐步向地方优质施工龙头集中，竞争格局有望优化。

传统主业：工程业务增长稳健，地产经营趋势向好。**1) 基建：**2022 全年公司基建订单同比高增 85%，2023Q1 同增 26%，高基数上仍延续较快增长，后续受益区域基建高景气，订单有望持续高增。**2) 房建：**地产类项目占比下降，业务结构持续优化，整体回款率有望逐步提升。**3) 投资运营：**PPP、BOT 等工程投资高峰期已过，后续业务规模预计保持平稳，回款期项目增多有望促公司现金流稳步改善。**4) 地产开发：**在手项目集中于合肥市内，2022 年土储规模企稳回升，受益合肥市地产利好政策出台，省内购房需求有望边际改善，公司整体地产业务预计将迈入平稳发展期。

成长业务：规模稳步扩张，综合盈利性优异。**1) 绿电运营：**公司控股运营 7 座水电站，2022 年水电运营实现营收/利润总额 1.58/0.55 亿元，立足水电运营优势，后续公司有望开拓抽水蓄能、BIPV 等多业态运营业务。**2) 工程检测：**下属 8 家检测公司覆盖房建、交通、水利等多个领域，检测实力省内领先。对比工程项目，检测业务净利率显著更高，且受益存量房鉴定需求上行，行业规模稳健增长，业务成长性优异。**3) 装配式建筑：**布局设计、生产、检测全产业链，已投产运营基地 6 个、在建 1 个，2022 年合计营收/利润规模 14/0.61 亿元，受益省内渗透率提升，业务规模有望持续扩张。

投资建议：我们预测公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 16.8/20.2/24.2 亿元，同比增长 21.4%/20.4%/20.2%，对应 EPS 分别为 0.98/1.17/1.41 元。当前股价对应 PE 分别为 5.7/4.7/3.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：安徽省内固定资产投资增速下滑、信用减值风险、订单执行进度滞后风险等。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	71,340	80,120	96,363	114,291	135,213
增长率 yoy (%)	25.2	12.3	20.3	18.6	18.3
归母净利润(百万元)	1,096	1,380	1,675	2,017	2,424
增长率 yoy (%)	34.3	25.9	21.4	20.4	20.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.64	0.80	0.98	1.17	1.41
净资产收益率(%)	7.2	8.0	9.0	10.1	10.7
P/E(倍)	8.7	6.9	5.7	4.7	3.9
P/B(倍)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7

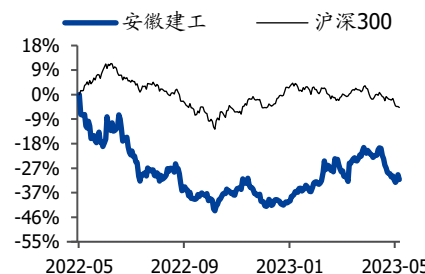
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 29 日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	房屋建设
5月29日收盘价(元)	5.56
总市值(百万元)	9,543.93
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)	49.15

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 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

研究助理 李枫婷

执业证书编号: S0680122060010

邮箱: lifengting3@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	85627	98948	108390	130231	140772
现金	12502	14863	18299	19455	19442
应收票据及应收账款	28497	36469	35444	53602	55529
其他应收款	3385	3410	4763	4931	6538
预付账款	747	780	1057	1122	1456
存货	16114	17892	23292	25586	32273
其他流动资产	24382	25534	25534	25534	25534
非流动资产	41249	50114	52102	54128	56295
长期投资	528	542	534	502	481
固定资产	3769	4409	5399	6540	7895
无形资产	459	628	674	751	841
其他非流动资产	36493	44535	45494	46335	47077
资产总计	126876	149062	160492	184359	197067
流动负债	77183	89488	96583	116000	124220
短期借款	11135	11967	12767	13667	13867
应付票据及应付账款	38019	46552	46109	60970	62533
其他流动负债	28029	30968	37707	41363	47820
非流动负债	30046	36592	39113	41192	42852
长期借款	28957	35288	37809	39888	41549
其他非流动负债	1089	1304	1304	1304	1304
负债合计	107229	126080	135696	157192	167073
少数股东权益	8459	9927	10494	11214	12008
股本	1721	1717	1717	1717	1717
资本公积	1646	1651	1651	1651	1651
留存收益	4439	5185	6553	8253	10287
归属母公司股东权益	11188	13055	14301	15954	17986
负债和股东权益	126876	149062	160492	184359	197067

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-5492	-783	44	123	161
净利润	1413	1832	2242	2737	3218
折旧摊销	277	356	347	443	557
财务费用	1441	1971	1492	1978	2417
投资损失	-45	44	0	22	11
营运资金变动	-10113	-6190	-4025	-5050	-6033
其他经营现金流	1535	1203	-12	-6	-9
投资活动现金流	-1220	-2813	-2323	-2485	-2726
资本支出	1332	3268	1996	2059	2187
长期投资	-303	-160	8	33	20
其他投资现金流	-191	295	-320	-393	-518
筹资活动现金流	7076	6352	5715	3518	2552
短期借款	3894	832	800	900	200
长期借款	5507	6331	2521	2079	1661
普通股增加	0	-5	0	0	0
资本公积增加	0	5	0	0	0
其他筹资现金流	-2326	-810	2393	540	691
现金净增加额	355	2762	3436	1157	-13

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	71340	80120	96363	114291	135213
营业成本	63365	70772	85712	101725	120415
营业税金及附加	299	314	500	553	613
营业费用	250	200	299	354	412
管理费用	1767	1991	2409	2834	3340
研发费用	1200	1474	1831	2183	2610
财务费用	1441	1971	1492	1978	2417
资产减值损失	-68	-7	1060	1051	1230
其他收益	28	27	28	28	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	45	-44	0	-22	-11
资产处置收益	24	0	12	6	9
营业利润	1804	2272	3102	3624	4203
营业外收入	28	48	38	43	41
营业外支出	28	18	23	20	22
利润总额	1804	2303	3117	3647	4222
所得税	390	471	875	910	1004
净利润	1413	1832	2242	2737	3218
少数股东损益	317	452	567	720	794
归属母公司净利润	1096	1380	1675	2017	2424
EBITDA	4292	5267	4923	5606	6374
EPS (元/股)	0.64	0.80	0.98	1.17	1.41

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	25.2	12.3	20.3	18.6	18.3
营业利润 (%)	4.8	26.0	36.5	16.8	16.0
归属母公司净利润 (%)	34.3	25.9	21.4	20.4	20.2
获利能力					
毛利率 (%)	11.2	11.7	11.1	11.0	10.9
净利率 (%)	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8
ROE (%)	7.2	8.0	9.0	10.1	10.7
ROIC (%)	5.6	5.9	4.4	4.7	4.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	84.5	84.6	84.6	85.3	84.8
净负债比率 (%)	166.8	168.2	172.8	175.0	176.4
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	2.8	2.5	2.7	2.6	2.5
应付账款周转率	1.8	1.7	1.9	1.9	2.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.64	0.80	0.98	1.17	1.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	-3.20	-0.46	0.03	0.07	0.09
每股净资产 (最新摊薄)	4.71	5.21	5.93	6.89	8.08
估值比率					
P/E	8.7	6.9	5.7	4.7	3.9
P/B	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	11.8	11.0	12.8	12.2	11.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 29 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：安徽省属国资建筑龙头	5
1.1. 公司简介：区域建筑龙头，管理层换届开启新征程	5
1.2. 业务结构：基建贡献主要收入，省内占比超 70%	7
1.3. 财务分析：盈利质量优异，现金流显著改善	8
2. 行业分析：区域需求高景气，省内竞争格局有望优化	11
2.1. 行业需求：省内经济快速增长，投资政策持续加码	11
2.1.1. 交通基建：投资需求旺盛，“十四五”规划额高增 67%	13
2.1.2. 水利投资：“十四五”规划额同增 33%，抽蓄建设显著提速	15
2.1.3. 市政房建：城镇化率仍待提升，长三角产业转移提振制造业需求	16
2.2. 竞争格局：招投标机制优化，省内份额有望逐步向地方国企集中	18
3. 传统主业：工程业务增长稳健，地产经营趋势向好	19
3.1. 工程建设：基建订单增速亮眼，房建结构持续优化	19
3.1.1. 基建：区域龙头优势显著，订单持续高增	19
3.1.2. 房建：项目类型与运营模式优化，经营质量有望持续提升	20
3.2. 工程投资：投资高峰期已过，项目逐步迈入回款期	22
3.3. 地产开发：在手土储企稳回升，经营趋势向好	23
4. 成长业务：规模稳步扩张，综合盈利性优异	24
4.1. 绿电运营：立足水电运营优势，开拓多元绿电资产	24
4.2. 工程检测：省内综合实力领先，业务盈利能力突出	25
4.3. 装配式建筑：产业链布局完善，有望受益省内渗透率提升	26
5. 盈利预测、估值与投资建议	27
6. 风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司业务板块	5
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 公司管理团队	6
图表 5: 公司分业务营收结构	7
图表 6: 公司分业务毛利结构	7
图表 7: 公司分区域营收结构	7
图表 8: 公司安徽省内外营收规模及同比增速（营收单位：亿元）	7
图表 9: 公司营业总收入及同比增速	8
图表 10: 公司归母净利润及同比增速	8
图表 11: 公司分业务毛利率	8
图表 12: 公司毛利率同业对比	8
图表 13: 公司期间费用率明细	9
图表 14: 公司费用率同业对比	9
图表 15: 公司 ROE 杜邦拆解（金额单位：亿元）	9
图表 16: ROE 杜邦拆解可比公司分析（2022 年数据）	9
图表 17: 公司盈利能力拆解	10
图表 18: 公司经营性及投资性现金流	10

图表 19: 公司现金流同业对比.....	11
图表 20: 2000-2022 年安徽省 GDP 增速.....	11
图表 21: 2000-2022 年安徽省固定资产投资增速 (单位: %).....	12
图表 22: 2000-2022 年安徽省基建投资增速 (单位: %).....	12
图表 23: 各省固定资产投资及 GDP 增速对比.....	12
图表 24: 2022 年各省重大工程投资额对比.....	13
图表 25: 《安徽省有效投资专项行动方案 (2023)》.....	13
图表 26: 安徽省交通固定资产投资及同比增速 (单位: 亿元).....	14
图表 27: 安徽省高速公路投资额及同比增速.....	14
图表 28: 安徽省高速公路里程 (单位: 公里).....	14
图表 29: 安徽省高速公路密度对比 (单位: 公里/平方公里).....	14
图表 30: 安徽省“十四五”交通投资规划.....	15
图表 31: 安徽省水利建设投资额 (单位: 亿元).....	15
图表 32: 安徽省水利“五年规划”历史额 (单位: 亿元).....	15
图表 33: 安徽省抽水蓄能电站项目情况.....	16
图表 34: 全国与安徽人口城镇化率情况.....	17
图表 35: 安徽省新型城镇化规划 (2021-2035 年).....	17
图表 36: 安徽省厂房及建筑物房屋竣工面积情况.....	17
图表 37: 安徽省省外实际到位资金.....	17
图表 38: 近一年安徽省建筑企业中中标总额前十名公司及中标额情况 (2022/3-2023/3) (单位: 亿元).....	18
图表 39: 工程建设营收、同比增速及毛利率.....	19
图表 40: 工程建设业务结构.....	19
图表 41: 公司基建工程收入及增速.....	19
图表 42: 公司基建业务毛利率.....	19
图表 43: 公司基建新签订单额及增速.....	20
图表 44: 公司基建工程新签订单结构.....	20
图表 45: 公司基建工程细分领域新签订单增速.....	20
图表 46: 公司房建工程收入及增速.....	21
图表 47: 公司房建工程毛利率.....	21
图表 48: 公司房建工程新签订单金额及同比增速.....	21
图表 49: 公司房建工程主要已完工/在建/拟建项目数量构成.....	22
图表 50: 公司房建工程主要已完工/在建/拟建项目合同金额构成.....	22
图表 51: 截至 2021 年末安徽建工房建工程已完工项目回款率.....	22
图表 52: 公司不同项目模式营收结构.....	23
图表 53: 公司不同项目模式毛利结构.....	23
图表 54: 公司不同项目模式毛利率对比.....	23
图表 55: 公司地产业务营业收入.....	24
图表 56: 公司地产业务毛利率.....	24
图表 57: 公司新增及期末土地储备 (亩).....	24
图表 58: 公司控股运营水电站.....	25
图表 59: 我国建筑工程检测市场规模及同比增速.....	25
图表 60: 我国房地产竣工面积 (万平方米).....	25
图表 61: 公司旗下重点检测机构.....	26
图表 62: 公司装配式基地.....	26
图表 63: 公司主营业务拆分预测.....	27
图表 64: 可比公司估值表.....	28

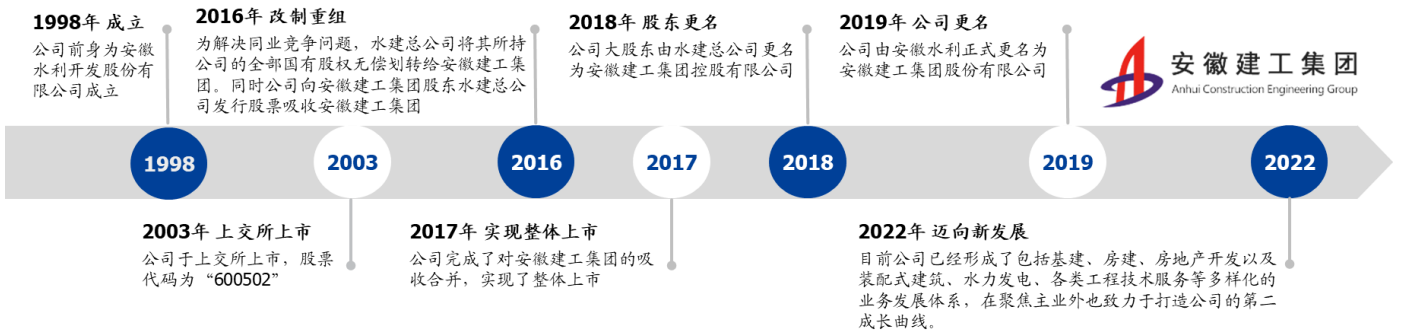
1. 公司概况：安徽省属国资建筑龙头

1.1. 公司简介：区域建筑龙头，管理层换届开启新征程

历史沿革

公司前身系 1998 年成立的安徽水利开发股份有限公司，2003 年于上交所上市，2017 年吸收合并安徽建工集团实现整体上市。公司核心主业包括基础设施建设与投资、房屋建筑工程及地产开发，基于主业公司进一步拓展了装配式建筑、水力发电、工程检测等新兴板块，业务结构持续多元，业务范围涵盖投融资、咨询设计、建筑施工、检测监理、机械制造、建材物流、运营管理全产业链；拥有建筑、公路、市政、港航等 8 项施工总承包特级资质、11 项设计甲级资质、2 项公路工程综合甲级检测资质，各类总承包和专业承包资质合计 150 余项，综合实力强劲。

图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2：公司业务板块

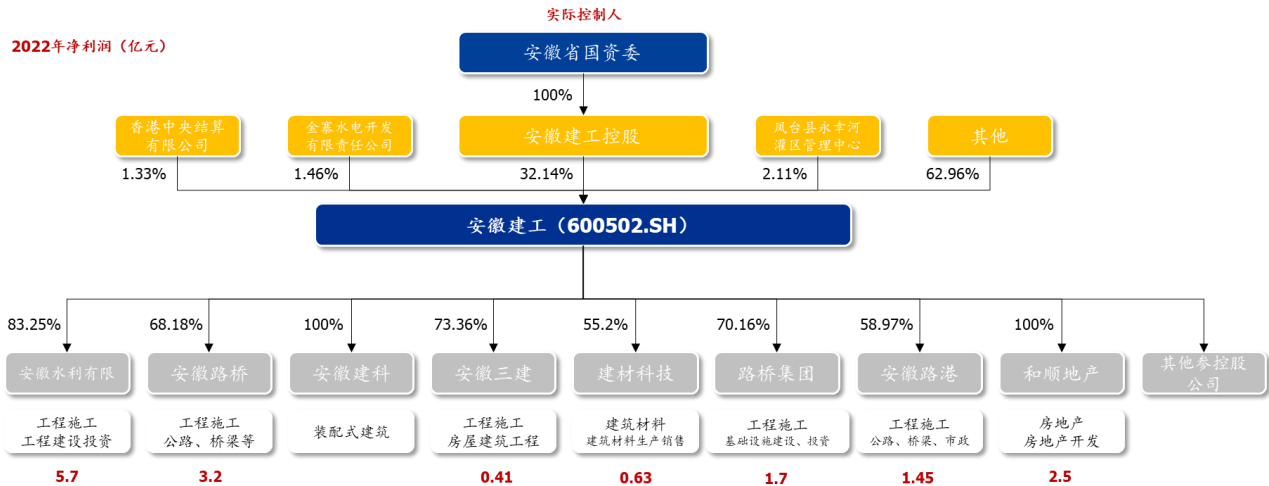
业务板块	主要服务或产品
基础设施建设与投资	市政公用工程、公路工程、水利水电工程、港口与航道工程施工总承包；桥梁工程、公路路基工程、公路路面工程、隧道工程、城市园林绿化工程、河湖整治工程专业承包；基础设施及环保项目投资、运营等。
房屋建筑工程	建筑工程、机电工程施工总承包；建筑装修装饰工程、钢结构工程、建筑幕墙工程、消防设施工程、建筑机电安装工程、起重设备安装工程专业承包等。
房地产开发	房地产开发、销售
其他	装配式建筑
	水力发电
	工程检测，勘察、规划、设计、咨询等工程技术服务
	建筑材料的生产与销售，建筑设备制造、销售和租赁，金属结构加工、制作和安装，酒店管理等

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

股权结构

股权结构稳定，安徽省国资委为实际控制人。截止 2022 年末，安徽省国资委通过安徽建工集团共持有公司 32.14% 的股份，为公司实际控制人。旗下子公司涉及工程施工、投资运营、地产开发、建材销售等板块，其中安徽水利、安徽路桥、和顺地产 2022 年业绩贡献比超 10%，分别占归母净利润总额的 34%/16%/18%。

图表 3: 公司股权结构



资料来源: 公司公告、Wind, 国盛证券研究所

管理层换届, 开启新征程。2023 年 1 月, 公司管理层换届, 杨善斌由马鞍山市委常委调任公司新董事长, 此前曾就职于马鞍山市农经委水利设计室、马鞍山市建设监理公司, 后担任马鞍山市建设委员会城建科副科长, 上任董事长前系马鞍山市委常委、政法委书记。2 月 15-17 日, 新任董事长召开 2023 年工作会议, 提出: 1) 强化战略研究, 做强做精主业, 壮大新兴产业; 2) 推进国企改革, 强化改革创新, 深化体制机制改革; 3) 强化资本运作, 充分发挥上市公司平台作用。公司作为省属基建上市企业, 融资渠道宽, 在隐性债务严格监管背景下, 地方政府有望给予重点资源倾斜, 支持公司做强做大, 加强权益融资能力。新管理层后续有望配合地方政府, 进一步落地中长期发展规划, 夯实主业优势的同时打造新增长点, 开启高质量发展新征程。

图表 4: 公司管理团队

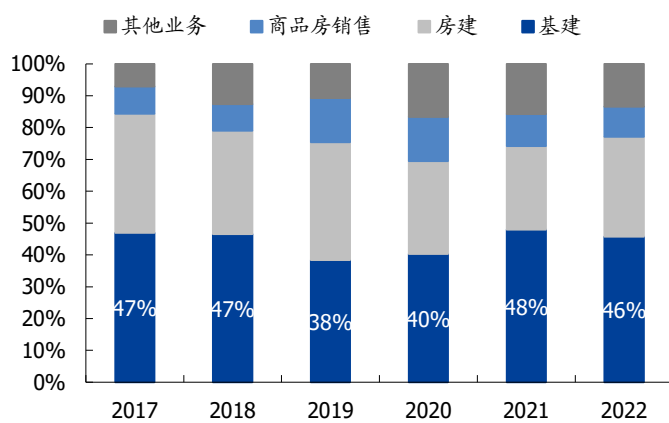


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2. 业务结构：基建贡献主要收入，省内占比超70%

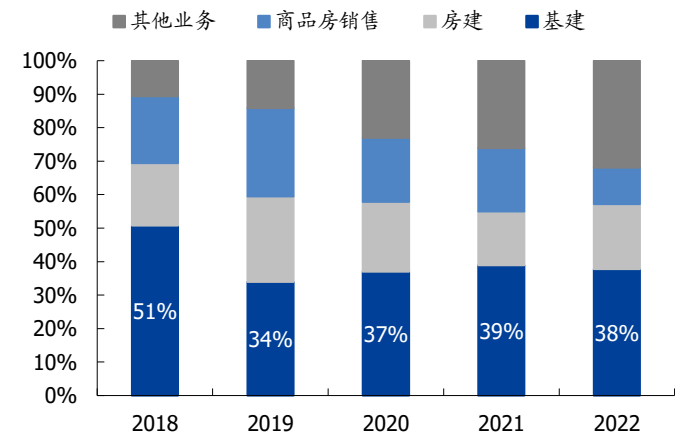
基建贡献主要收入，新兴业务快速发展。公司主营业务包括基建、房建、商品房销售及其他业务，2022年营收占比分别为45.7%/31.4%/9.5%/13.4%。2020-2022年受地产下行影响，公司商品房销售业务规模持续收缩，占比逐步下降，基建、房建主业占比稳步提升。其他业务主要包括装配式建筑、水利发电、检测服务等，营收占比低但规模快速扩张，2017-2022年营收复合增速达34%。从利润占比看，2022年基建/房建/商品房销售/其他业务贡献毛利额分别占总毛利的38%/19%/11%/32%，新兴业务利润占比显著高于营收，盈利能力突出，且近年来占比持续提升。

图表5：公司分业务营收结构



资料来源：Wind，国盛证券研究所

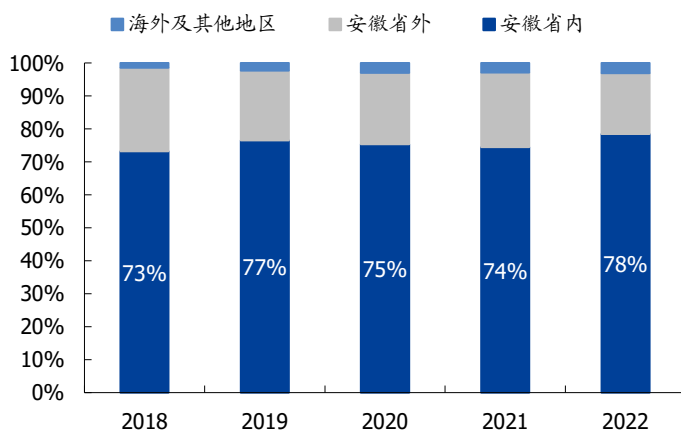
图表6：公司分业务毛利结构



资料来源：Wind，国盛证券研究所

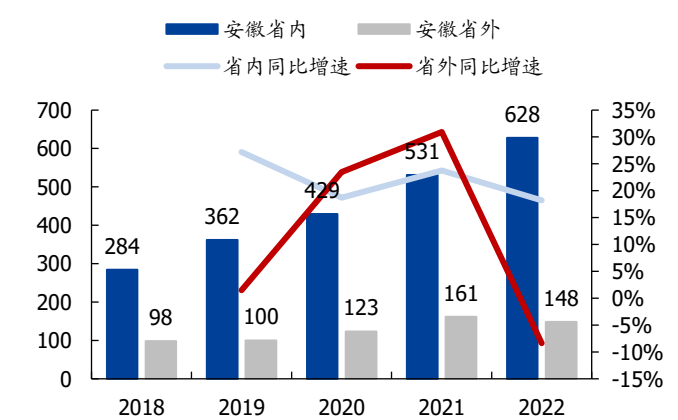
分区域看，安徽省内收入占比超70%。2022年公司安徽省内市场实现营业收入628亿元，同增18.2%，占总营收的78.4%，2017-2022年省内收入占比维持在73%-78%间。近年来公司积极开拓省外优势市场，省外业务规模稳步扩张，2018-2022年复合增速达11%。2022年受特殊宏观因素影响，安徽省外收入额同比下降8.4%，占比下降至18.5%。2022年公司启动整合省外重点市场，拟组建省外区域公司，强化母子公司市场开发协同力度，加快省外重点区域市场经营成果落地，预计后续省外业务规模将恢复较快增长。

图表7：公司分区域营收结构



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表8：公司安徽省内外营收规模及同比增速（营收单位：亿元）

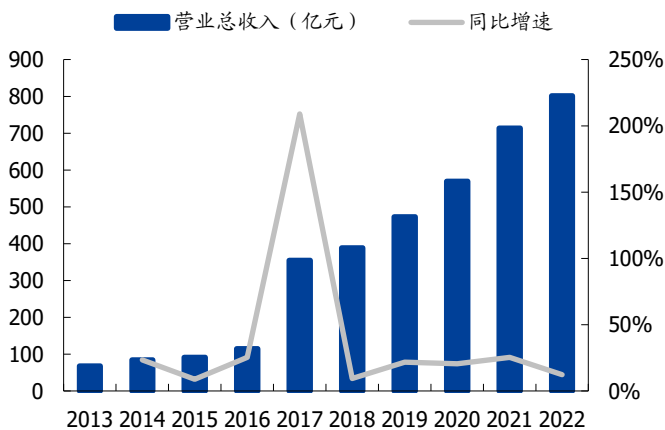


资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3. 财务分析：盈利质量优异，现金流显著改善

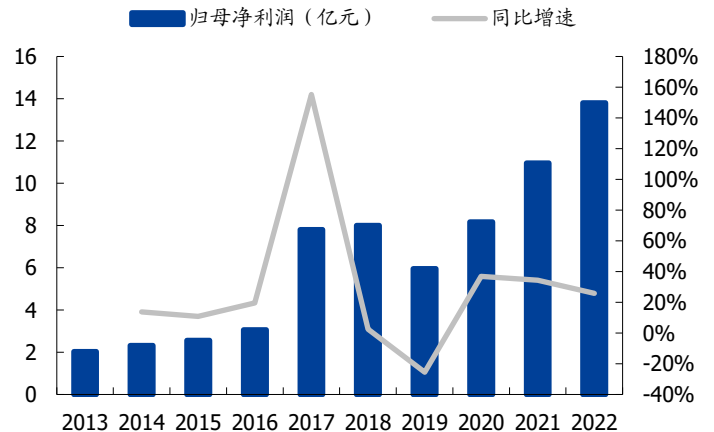
收入规模扩张稳健，盈利维持较快增势。2013-2022年公司营收/归母净利润复合增速分别为32%/24%，业绩增速略低主要受2019年盈利波动影响（当期完成四户子公司债转股，少数股东损益占比提升18.8个pct，全年业绩同降26%），整体维持较快增长。2022年公司实现营业收入801亿元，同增12%；实现归母净利润13.8亿元，同增26%，受益毛利率改善，全年业绩延续较快增长，盈利质量较优。

图表 9：公司营业总收入及同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

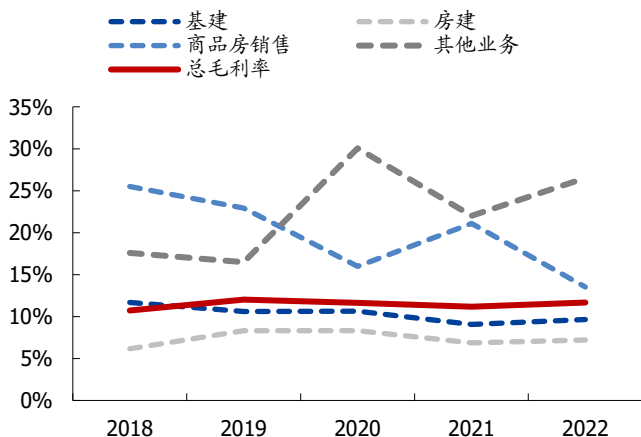
图表 10：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，国盛证券研究所

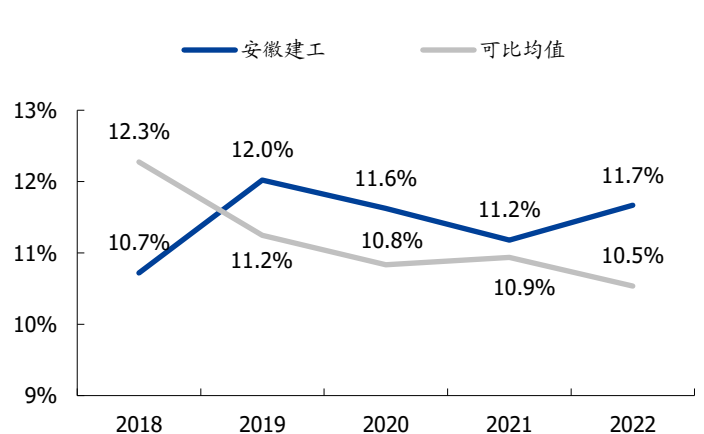
毛利率稳步提升，盈利指标优于同业可比。2019-2022年间公司毛利率维持在11%-12%之间，高于可比地方国企均值。2022年公司实现综合毛利率11.67%，同比提升0.5个pct，其中基建/房建/地产销售/其他业务毛利率分别同比+0.58/+0.33/-7.6/+4.5个pct，地产业绩虽承压，但工程主业盈利水平显著恢复，带动公司整体毛利率上行。费用率方面，2022年受财务费用率上升影响，公司整体费用率同比增加0.51个pct，销售、管理费用率控制较优，整体费用率水平持续低于同业可比均值。

图表 11：公司分业务毛利率



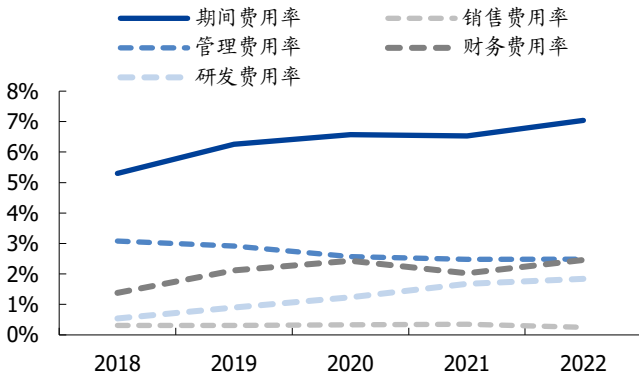
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 12：公司毛利率同业对比



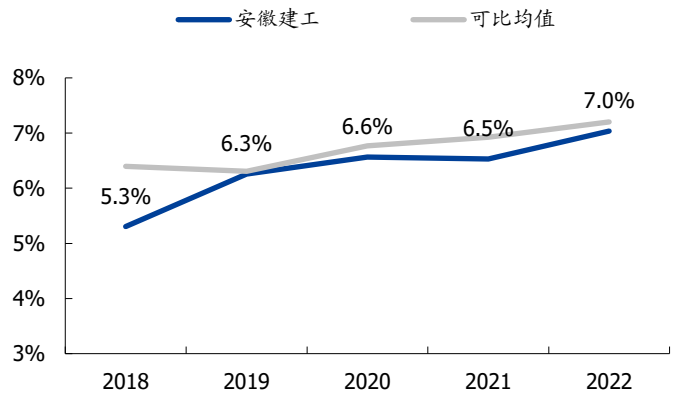
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 13: 公司期间费用率明细



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 公司费用率同业对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

净利率改善驱动 ROE 企稳回升。2022 年公司 ROE 达 11.38%，较 2021 年提升 1.12 个百分点，杜邦拆解看：归母净利率、资产周转率以及权益乘数分别为 1.72%、0.58 次及 11.38，较上年同期分别+0.19pct、-0.03 次、+0.49，ROE 提高主要系净利率及权益乘数上行驱动。2016-2022 年由于投资类业务规模扩张，公司总体周转率有所下滑，负债率由 75.5% 提升至 84.6%（2022 年有息负债率 35.2%），高于同业可比；净利率受益毛利率改善自 2019 年起逐年回升。

图表 15: 公司 ROE 杜邦拆解 (金额单位: 亿元)

时间	ROE	杜邦分析拆解			营收	平均总资产	平均股东权益
		归母净利率	总资产周转率	权益乘数			
2016	9.7%	2.66%	0.74	4.91	115	154	31
2017	13.7%	2.20%	0.88	7.07	355	404	57
2018	9.5%	2.06%	0.56	8.27	388	695	84
2019	6.8%	1.26%	0.57	9.45	473	830	88
2020	8.7%	1.43%	0.58	10.51	570	981	93
2021	10.3%	1.54%	0.61	10.90	713	1,163	107
2022	11.4%	1.72%	0.58	11.38	801	1,380	121

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: ROE 杜邦拆解可比公司分析 (2022 年数据)

	ROE	=	归母净利率	总资产周转率	权益乘数
安徽建工	11.4%		1.7%	0.6	11.4
山东路桥	17.1%		3.9%	0.7	6.4
上海建工	3.3%		0.5%	0.8	8.9
重庆建工	1.6%		0.3%	0.6	8.3
浙江交科	13.9%		3.4%	0.8	4.9

	毛利率	研发费用率	管理费用率	销售费用率	应收账款和 票据周转率	应付账款和 票据周转率
安徽建工	11.7%	1.8%	2.5%	0.25%	2.5	1.7
山东路桥	12.2%	2.6%	2.4%	0.01%	6.1	1.3
上海建工	9.0%	3.6%	2.5%	0.28%	4.6	1.6
重庆建工	4.9%	0.2%	2.0%	0.03%	2.6	1.3
浙江交科	8.1%	2.3%	1.4%	0.04%	8.9	1.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

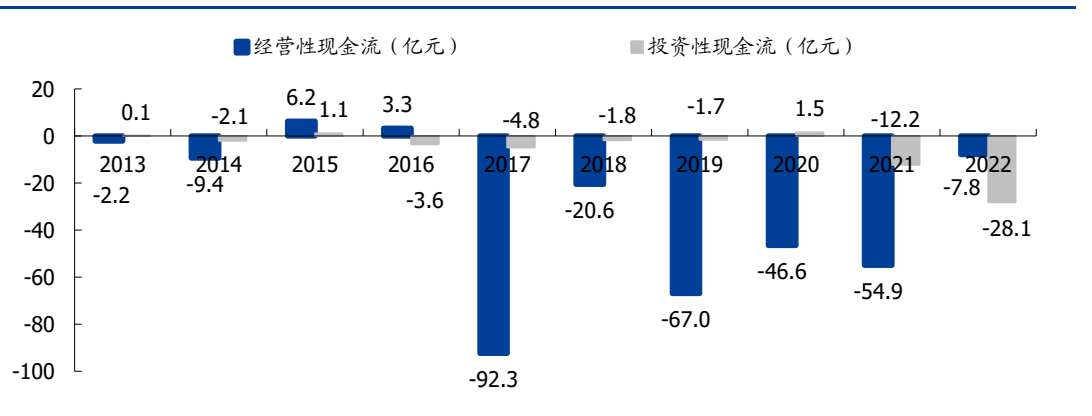
图表 17: 公司盈利能力拆解

单位: 亿元	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业收入	388	473	570	713	801
同比增速	9.5%	21.7%	20.5%	25.2%	12.3%
分业务:					
基建	181	182	230	342	366
同比增速	8.5%	0.5%	26.5%	48.9%	7.0%
房建	126	175	166	187	252
同比增速	-4.9%	38.7%	-5.1%	12.8%	34.5%
商品房销售	33	65	79	71	76
同比增速	7.6%	100.3%	21.3%	-9.8%	6.3%
其他业务	49	51	95	113	107
同比增速	94.1%	4.1%	86.4%	18.8%	-4.7%
营业成本	347	416	504	634	708
毛利率	10.7%	12.0%	11.6%	11.2%	11.7%
分业务:					
基建	11.7%	10.6%	10.6%	9.1%	9.6%
房建	6.2%	8.3%	8.3%	6.9%	7.2%
商品房销售	25.5%	22.9%	16.0%	21.1%	13.5%
其他业务	17.6%	16.5%	30.1%	22.0%	26.5%
期间费用率	5.3%	6.3%	6.6%	6.5%	7.0%
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%
管理费用率	3.1%	2.9%	2.6%	2.5%	2.5%
研发费用率	0.5%	0.9%	1.2%	1.7%	1.8%
财务费用率	1.4%	2.1%	2.4%	2.0%	2.5%
资产(含信用)减值损失	-7	-12	-9	-13	-11
投资收益	0.51	0.47	0.44	0.45	-0.44
营业外收入	0.16	0.24	0.29	0.28	0.48
营业外支出	0.09	0.23	0.25	0.28	0.18
税前利润	11.68	12.72	17.26	18.04	23.03
所得税	3.49	5.16	5.12	3.90	4.71
所得税率	29.8%	40.5%	29.7%	21.6%	20.4%
少数股东损益占比	2.43%	21.21%	32.78%	22.46%	24.69%
归母净利润	8.00	5.96	8.16	10.96	13.80
同比增速	2.4%	-25.5%	36.8%	34.3%	25.9%
净利率	2.06%	1.26%	1.43%	1.54%	1.72%
摊薄EPS (元)	0.47	0.35	0.48	0.64	0.80

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

经营现金流显著改善。2017-2022 年公司经营性现金流均为净流出，主要系公司将 PPP 项目开支纳入经营现金流口径核算（其他建筑企业多纳入投资性现金流），2022 年公司经营现金流净流出较 2021 年收窄 47 亿元，大幅改善，主要系：1）PPP 项目投资高峰期已过；2）公司加强现金流管控，积极化解涉房业务风险，部分资金得到回收。后续随着 PPP 项目进入回款期、项目管控优化，经营现金流有望逐步回正。

图表 18: 公司经营性及投资性现金流



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 公司现金流同业对比

公司	2021年经营性现金流 净额 (亿元)	2022年经营性现金流 净额 (亿元)	经营现金流 变动	2021年投资性现金流 净额 (亿元)	2022年投资性现金流 净额 (亿元)	投资现金流变动 (亿元)	经营+投资现金流 变动 (亿元)
安徽建工	-54.9	-7.8	47.1	-12.2	-28.1	15.9	31.2
山东路桥	-23.6	1.5	25.1	-29.5	-30.8	-1.4	23.7
粤水电	8.5	22.0	13.5	-10.8	42.5	-31.7	-18.1
四川路桥	-10.2	133.9	144.1	-36.5	-78.4	-41.9	102.2
上海建工	103.7	89.6	-14.1	-18.1	-15.2	2.9	-11.2
浦东建设	9.0	24.5	15.5	-18.6	-4.6	13.9	29.4
隧道股份	31.3	37.5	6.1	-32.3	-29.9	2.4	8.5
龙建股份	-12.5	10.0	22.5	-10.4	-14.2	-3.9	18.7
重庆建工	-8.5	12.4	20.9	-3.0	-4.7	-1.7	19.2
浙江交科	3.7	10.5	6.8	-25.0	11.1	36.1	42.9
北新路桥	-2.1	3.8	5.9	-40.9	-36.1	4.8	10.7
西藏天路	-0.2	-0.5	-0.3	5.4	-7.0	-12.4	-12.7
新疆交建	16.9	0.5	-16.4	-3.7	-4.1	-0.4	-16.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行业分析: 区域需求高景气, 省内竞争格局有望优化

2.1. 行业需求: 省内经济快速增长, 投资政策持续加码

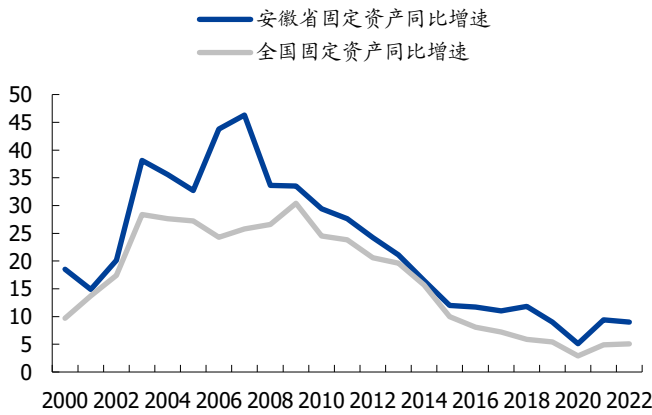
安徽省内经济处快速增长期, 基建需求旺盛。安徽省地理位置优越, 区位优势明显, 不仅毗邻长江, 地处几大经济圈的对接地带, 同时也是长三角一体化战略的重要区域。当前, 我国经济发展的空间结构深刻变化, 承东启西、连南接北的安徽, 正从地理版图上的十字中心, 成为经济版图上的国家战略汇集点。近年来安徽省内经济快速发展, 2022年安徽全省GDP突破4.5万亿元, 同比增长3.5%, 总量进入全国前10, 增速居长三角首位。全省固定资产投资额同比增长9%, 其中基建投资额同比增长19.6%, 超过全国基建投资增速10.2个pct。

图表 20: 2000-2022 年安徽省 GDP 增速



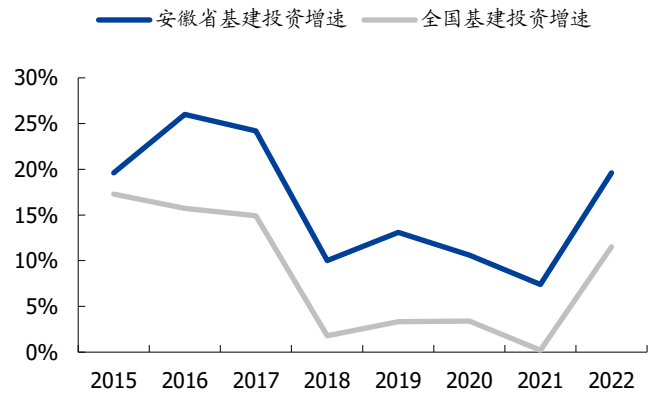
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 2000-2022 年安徽省固定资产投资增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 2000-2022 年安徽省基建投资增速 (单位: %)



资料来源: Wind, 安徽省统计局, 国务院新闻办公室, 国盛证券研究所 *
注: 2018 年增速系根据 2017、2019 年投资额插值估算

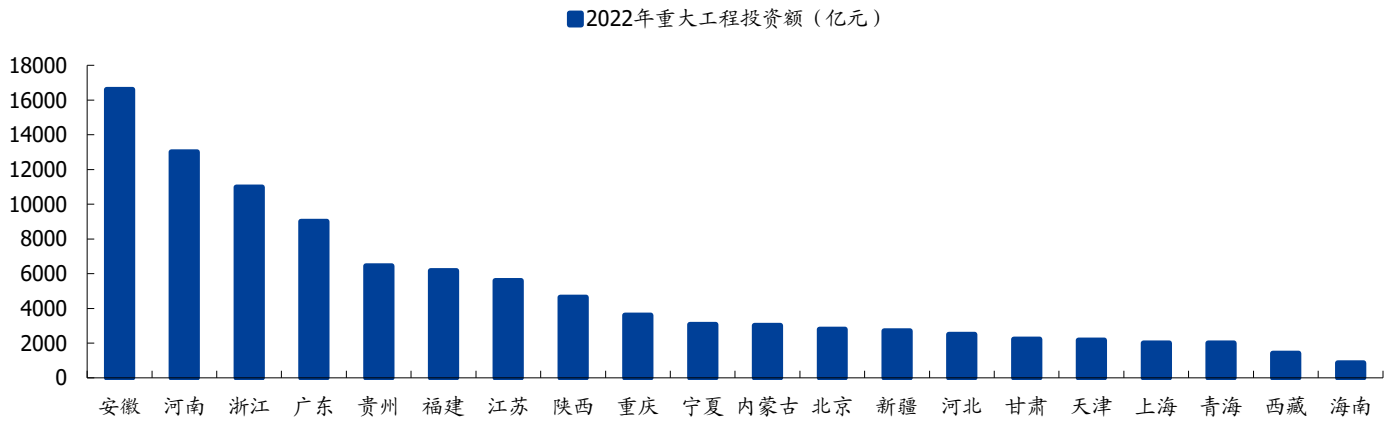
2022 年省内重大工程投资额居全国第一, 2023 年政策持续加码。根据 31 省不完全统计, 2022 年全国重大工程投资额累计约 10 万亿元, 其中安徽省重大工程投资额达 1.66 万亿元 (2022 年实际完成 2 万亿)。2023 年 2 月, 安徽省印发《安徽省有效投资专项行动方案 (2023)》, 《方案》明确, 2023 年全省固定资产投资力争增长 10% 以上, 力争上半年省重点项目年度计划投资完成率 55% 以上, 同时部署制造业、综合交通、水利、能源等多个重点领域投资规划额, 预计 2023 年省内基建投资有望延续较快增长。

图表 23: 各省固定资产投资及 GDP 增速对比

省份	2022 年固定资产投资增速	2020-2022 年固资 CAGR	2022 年 GDP 增速	2020-2022 年 GDP CAGR
北京	3.6%	3.6%	0.7%	3.4%
天津	-9.9%	0.9%	1.0%	3.0%
河北	7.9%	4.7%	3.8%	4.7%
山西	5.9%	8.4%	4.4%	5.7%
内蒙古	17.6%	8.3%	4.2%	3.5%
辽宁	3.6%	2.9%	2.1%	2.8%
吉林	-2.4%	5.5%	-1.9%	2.3%
黑龙江	0.6%	3.5%	2.7%	3.2%
上海	-1.0%	5.7%	-0.2%	3.1%
江苏	3.8%	3.3%	2.8%	5.0%
浙江	9.1%	8.4%	3.1%	5.0%
安徽	9.0%	7.8%	3.5%	5.2%
福建	7.5%	4.3%	4.7%	5.3%
江西	8.6%	9.2%	4.7%	5.7%
山东	6.1%	5.2%	3.9%	5.2%
河南	6.7%	5.2%	3.1%	3.5%
湖北	15.0%	4.0%	4.3%	3.8%
湖南	6.6%	7.4%	4.5%	5.3%
广东	-2.6%	3.5%	1.9%	4.0%
广西	0.1%	3.9%	2.9%	4.7%
海南	-4.2%	4.5%	0.2%	4.9%
重庆	0.7%	3.5%	2.6%	4.9%
四川	6.0%	4.9%	2.9%	4.9%
贵州	-5.1%	1.7%	1.2%	4.6%
云南	7.5%	6.4%	4.3%	5.2%
西藏	-18.0%	9.5%	1.1%	5.2%
陕西	8.1%	3.0%	4.3%	4.3%
甘肃	10.1%	9.7%	4.5%	5.1%
青海	-7.6%	7.6%	2.3%	3.2%
宁夏	10.2%	5.4%	4.0%	4.9%
新疆	7.6%	12.9%	3.2%	4.5%

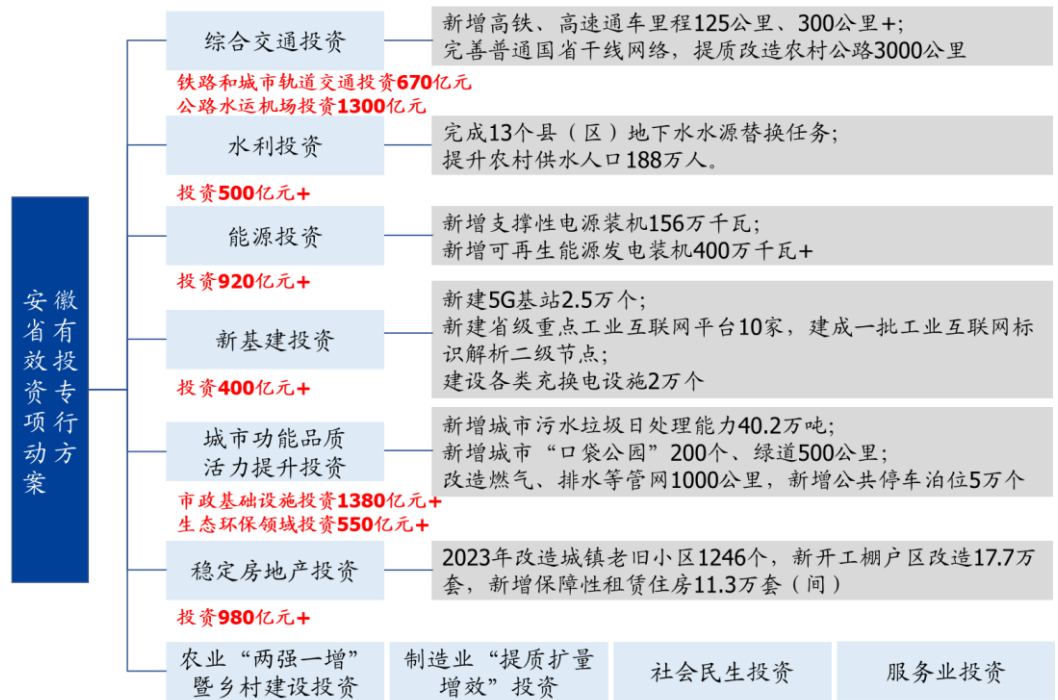
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 24: 2022 年各省重大工程投资额对比



资料来源: 中国能源报、省地方政府网、国盛证券研究所

图表 25: 《安徽省有效投资专项行动方案 (2023)》

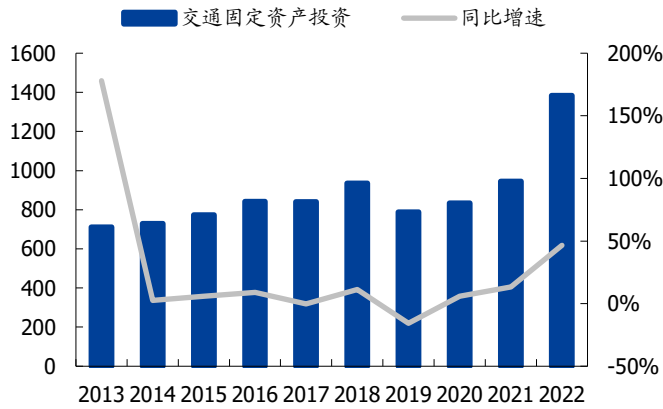


资料来源: 安徽省地方政府, 国盛证券研究所

2.1.1. 交通基建: 投资需求旺盛, “十四五”规划额高增 67%

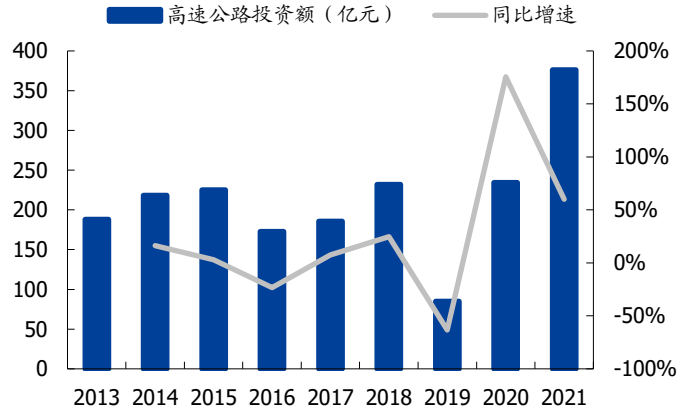
省内交通基建需求旺盛, 交通固定资产投资额快速增长。安徽处国家层面长三角一体化、长江经济带、中部崛起三大战略叠加区, 战略地位凸显, 交通基建需求旺盛。2022年安徽全省完成交通固定资产投资额 1384 亿元, 同比增长 46.5%, 增速显著快于全国交通固定资产投资 (2022 年全国完成交通固定资产投资额超 3.8 万亿, 同增约 6%), 其中全省高速公路投资额 376 亿元, 同比高增 60% (全国较同期持平)。

图表 26: 安徽省交通固定资产投资及同比增速 (单位: 亿元)



资料来源: 安徽省交通运输厅, 国盛证券研究所

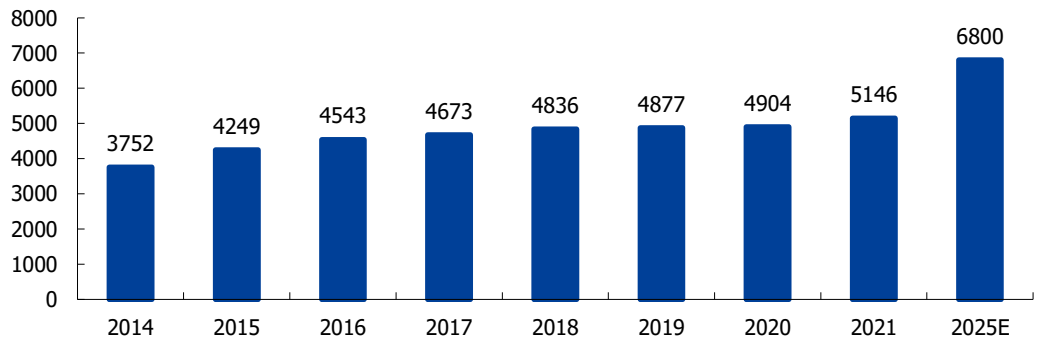
图表 27: 安徽省高速公路投资额及同比增速



资料来源: 安徽省交通运输厅, 国盛证券研究所

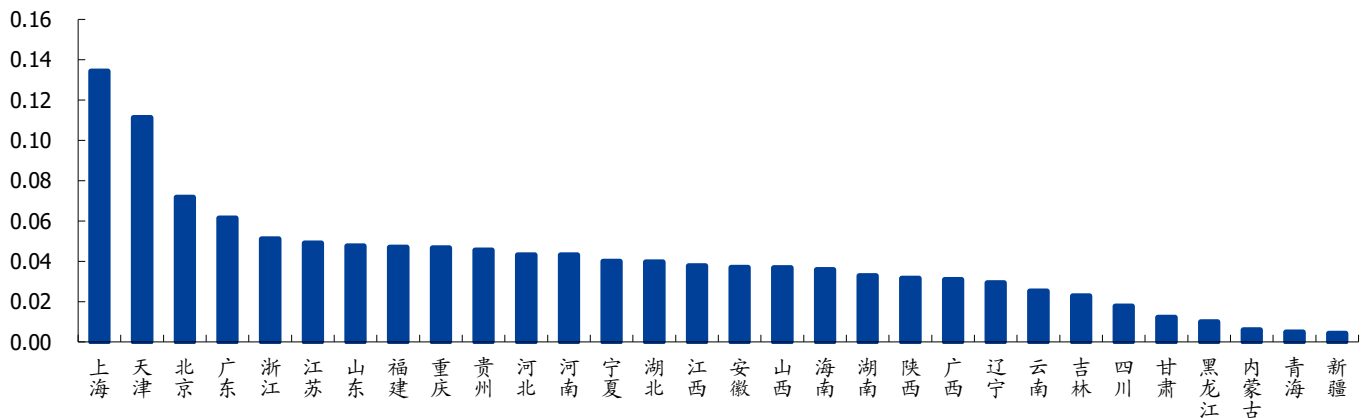
省内高速公路密度仍低, 投资强度有望延续。2021年安徽省高速公路密度为3.69公里/百平方公里, 相较于华东地区其他省市如沪浙苏的每百平方公里13.42/5.11/4.90公里仍有较大差距。根据《安徽省交通运输“十四五”发展规划》, 到2025年安徽省高速公路通车里程、密度将分别由2020年的4904公里、3.51公里/百平方公里提升至6800公里、4.85公里/百平方公里以上, 发展空间广阔。

图表 28: 安徽省高速公路里程 (单位: 公里)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 29: 安徽省高速公路密度对比 (单位: 公里/平方公里)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

“十四五”交通投资规划额同比高增**67%**，省内交通基建预计将延续高景气。“十四五”期间安徽省规划完成交通投资额**5000**亿元以上，较“十三五”期间同比高增**67%**，其中高速公路/机场和场站枢纽规划投资额分别为**2500/400**亿元，同比增长**138%/567%**。安徽省规划：到**2025**年末，“四上安徽”建设成效显著，交通强省迈出坚实步伐。“安徽**123**出行交通圈”和“安徽**123**快物流圈”初步形成，实现合肥都市圈**1**小时通勤，合肥到长三角城市群、邻省省会**2**小时通达，**90%**以上全国主要城市（省会城市和计划单列市）**3**小时覆盖。到**2035**年基本形成现代化综合交通体系，拥有发达快速网、完善干线网、广泛基础网，城乡区域交通协调发展达到新高度。

图表 30: 安徽省“十四五”交通投资规划

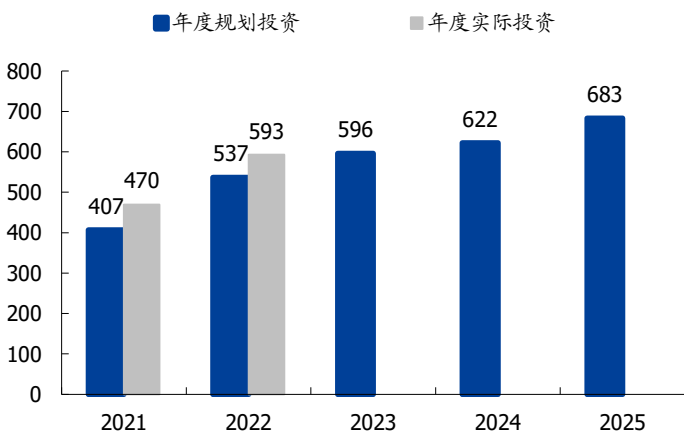
项目	十四五预计投资(亿元)	十三五预计投资(亿元)	同比增幅
高速公路	2500	1050	138.1%
普通国省道	1200	1190	0.8%
农村公路	500	400	25.0%
水运	400	300	33.3%
机场、场站枢纽	400	60	566.7%
合计	5000	3000	66.7%

资料来源：安徽省“十四五”、“十三五”交通规划，国盛证券研究所

2.1.2. 水利投资：“十四五”规划额同增**33%**，抽蓄建设显著提速

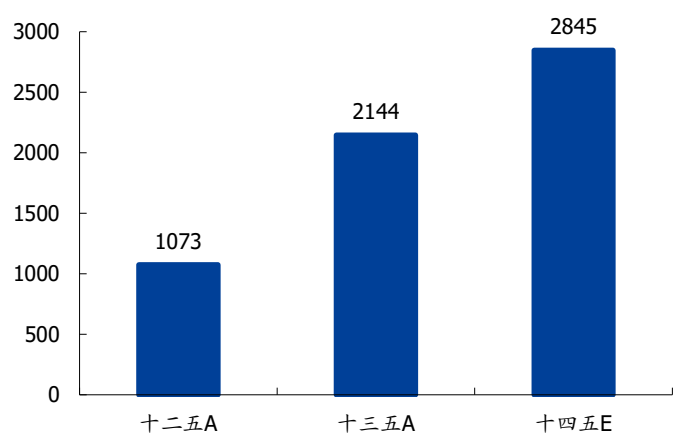
水利建设需求广阔，“十四五”规划投资额高增**33%**。安徽省地处南北气候过渡带，同时省境内有长江、淮河两大水系，属水利大省。2022年全省完成水利建设投资额超**592**亿元，同比增长**26.2%**，创历史新高。“十四五”期间安徽省拟完成水利建设投资额**2845**亿元，较“十三五”实际完成额增长**33%**，其中防洪/供水安全/乡村振兴/水生态/智慧水利投资额分别为**1373/625/486/304/57**亿元。分年度看，2021-2025年省内水利投资规划额分别为**407/537/596/622/683**亿元，2021-2022年实际完成额较规划额分别高出**15%/10%**，预计后续水利投资额仍将保持较稳健增长。

图表 31: 安徽省水利建设投资额(单位: 亿元)



资料来源：安徽省水利发展“十四五”规划，国盛证券研究所

图表 32: 安徽省水利“五年规划”历史额(单位: 亿元)



资料来源：历次“十四五”规划，国盛证券研究所

抽水蓄能建设提速，全省装机容量有望持续提升。抽水蓄能为当前最成熟、唯一可适用大规模消纳的储能技术，随着新型电力系统加速构建，建设进程明显提速。2022年3月安徽省能源局发布《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》，规划指出目前安徽省已建成4座抽水蓄能电站，总装机容量达348万千瓦（服务安徽电网207万千瓦、服务华东电网141万千瓦），占全国装机容量的10.7%，居全国第三位；在建与纳入规划的抽水蓄能项目总装机容量分别为248、1080万千瓦。根据用电需求、峰谷差、电源结构、新能源发展以及补充电源调峰情况规划测算，预计到2030年安徽省及华东电网新增需求将分别达到950、1750万千瓦，对应于目前在建及规划中的抽水蓄能装机容量仍存在需求缺口，安徽省抽水蓄能项目有望迎来建设发展新高峰。

图表 33: 安徽省抽水蓄能电站项目情况

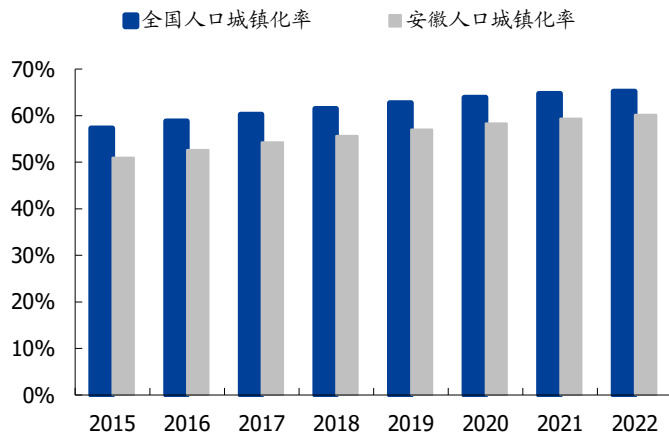
序号	项目名称	装机规模(万千瓦)	建设地点	进度
1	响水涧抽水蓄能电站	100	芜湖市三山区	建成投运
2	琅那山抽水蓄能电站	60	滁州市琅那区	建成投运
3	响洪甸抽水蓄能电站	8	六安市金寨县	建成投运
4	绩溪抽水蓄能电站	180	宣城市绩溪县	建成投运
	小计		348	
5	金寨抽水蓄能电站	120	六安市金寨县	在建
6	桐城抽水蓄能电站	128	安庆市桐城市	在建
	小计		248	
7	宁国抽水蓄能电站	120	宣城市宁国市	重点实施
8	岳西抽水蓄能电站	120	安庆市岳西县	重点实施
9	石台抽水蓄能电站	120	池州市石台县	重点实施
10	霍山抽水蓄能电站	120	六安市霍山县	重点实施
11	太湖天光抽水蓄能电站	120	安庆市太湖县	重点实施
12	芜湖西形冲抽水蓄能电站	100	芜湖市三山区	重点实施
13	宁国龙潭抽水蓄能电站	120	宣城市宁国市	重点实施
14	休宁里庄抽水蓄能电站	120	黄山市休宁县	重点实施
15	绩溪家朋抽水蓄能电站	140	宣城市绩溪县	重点实施
	小计		1080	
	合计		1676	

资料来源：安徽省能源局，国盛证券研究所

2.1.3. 市政房建：城镇化率仍待提升，长三角产业转移提振制造业需求

省内城镇化率仍待提升，有望提振市政基建需求。2022年安徽省常住人口城镇化率为60.2%，显著低于全国同期65.2%的城镇化率水平。2022年3月安徽省发展和改革委员会发布了《安徽省新型城镇化规划2021-2035》，规划提出要全面构建“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。规划预计到2025年安徽省常住人口城镇化率将达到65%左右，到2035年全省常住人口城镇化率将达到73%以上。伴随着新型城镇化的发展，市政基础设施建设需求也随之而来。作为城市发挥职能的基础条件和主要载体，城市基础设施是国民经济和社会协调发展的重要物质基础，因此到2025年安徽省计划实现一批市政公用设施的提档升级，具体包括：推动第一批城市片区（单元）更新改造，汇总16市片区（单元）更新改造面积99.1平方公里、预计总投资710亿元；改造城镇老旧小区5602个；新增城市公共停车泊位20万个；全部消除城市严重易涝积水区段，建成排水防涝体系。

图表 34: 全国与安徽人口城镇化率情况



资料来源: Wind, 安徽统计年鉴, 安徽省 2022 年国民经济和社会发展统计公报, 国盛证券研究所

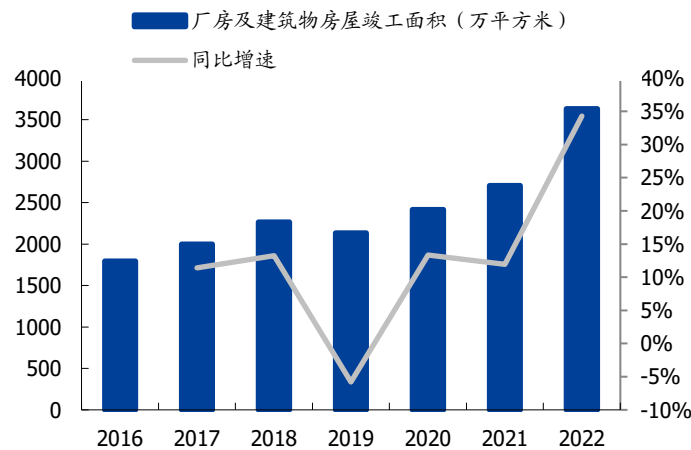
图表 35: 安徽省新型城镇化规划 (2021-2035 年)



资料来源: 安徽省发展和改革委员会, 国盛证券研究所

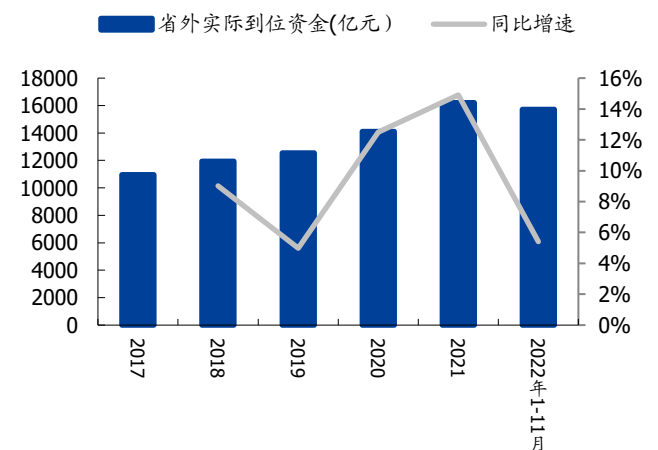
承接长三角产业链转移, 制造业竣工面积高增。据统计, 安徽省全省 2022 年厂房及建筑房屋竣工房屋面积完成 3633.5 万平方米, 同比增长 34%。自 2019 年安徽省全部加入长三角以来, 安徽省出台了《皖北承接产业转移集聚区建设实施方案》、《关于高质量推进苏皖合作示范区和“一地六县”长三角生态优先绿色发展产业集中合作区规划建设的若干政策措施》等一系列相关政策, 鼓励各地区承接长三角产业链。依托于安徽省独特的区位优势, 自 2017 年以来安徽省亿元以上的省外投资项目与省外实际到位资金均不断提升, 2022 年 1-11 月安徽省亿元以上在建省外投资项目达 7004 个, 省外实际到位资金达 15727.8 亿元, 同比增长 5.4%。其中投资资金排名前五的省市长三角地区占比居多, 分别为江苏、浙江、广东、上海、北京, 总实际到位资金为 12527.3 亿元, 占全省比重达 79.6%。

图表 36: 安徽省厂房及建筑物房屋竣工面积情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 安徽省省外实际到位资金

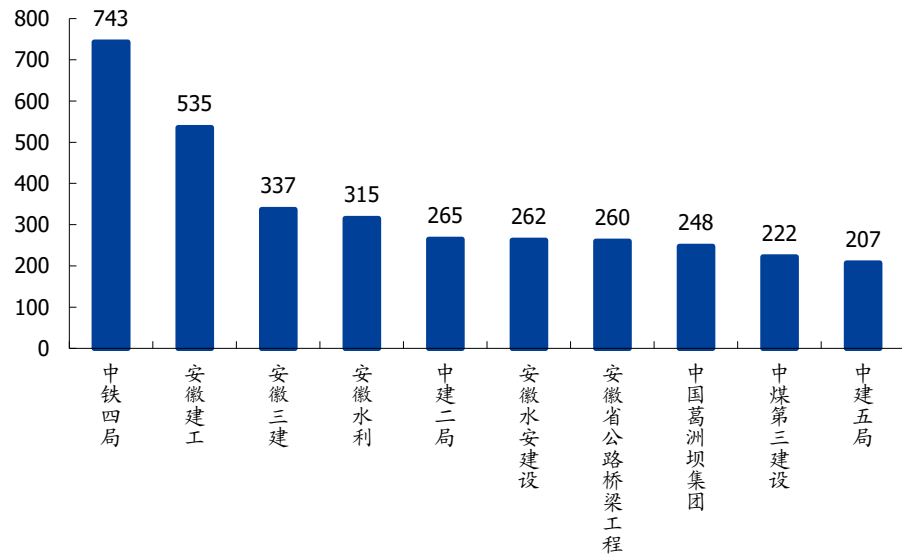


资料来源: 安徽省发展和改革委员会, 国盛证券研究所

2.2. 竞争格局：招投标机制优化，省内份额有望逐步向地方国企集中

安徽省基建竞争格局分散，安徽建工中标额优异。整体看，安徽省内基建格局相对分散，参与者众多，安徽建工集团及旗下子公司在安徽省近一年中标总额排名前十的公司中占据四位，合计中标总额在前50名公司中的占比为18.6%。其余省内龙头多为央企旗下设计院，包括中铁四局、中建二局、葛洲坝等。

图表 38：近一年安徽省建筑企业中标总额前十名公司及中标额情况（2022/3-2023/3）（单位：亿元）



资料来源：基建通，国盛证券研究所

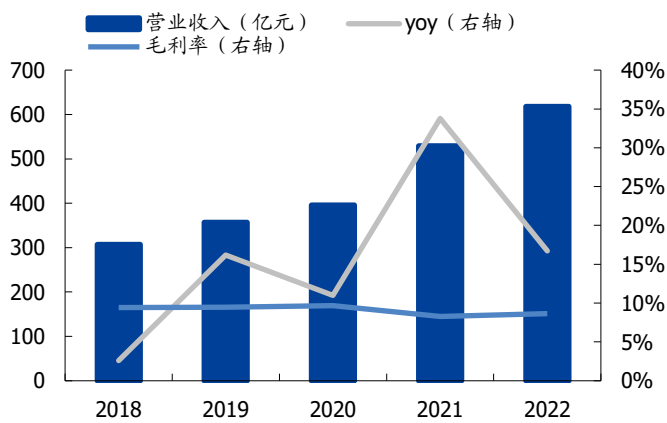
招投标机制优化，地方国企市占率有望逐步提升。在已有招投标体系下，评标权和间接定标权主要集中于评标委员会，招标人作为招投标活动的主要责任人，其选择受到评标委员会的严格限制，自主决策权难以得到有效发挥。2011年9月，深圳市利用特区立法权突破现行法规，印发《关于深化建设工程招标投标改革试行评标定标分离的通知》（深建市场〔2011〕206号），率先展开了以“定性评审、评标公开、评定分离”为特色的新一轮改革试点。随后，江苏、湖南、湖北等地区部分地市也开展了“评定分离”的试点工作。2021年8月，安徽省住建厅发布《关于开展全省房屋建筑和市政基础设施工程招标“评定分离”试点工作的通知》，提出：1）评标委员会对投标文件的技术、质量、安全、工期的控制能力等因素提供技术咨询建议，向招标人推荐合格的中标候选人。2）由招标人择优确定中标人，自此省内由政府投资的房屋建筑和市政基础设施工程总承包招标、施工招标均实施“评定分离”。“评定分离”制度下，地方政府考虑税收贡献等因素，将更加倾向于地方企业，省内份额有望逐步向地方优质施工龙头集中。

3. 传统主业：工程业务增长稳健，地产经营趋势向好

3.1. 工程建设：基建订单增速亮眼，房建结构持续优化

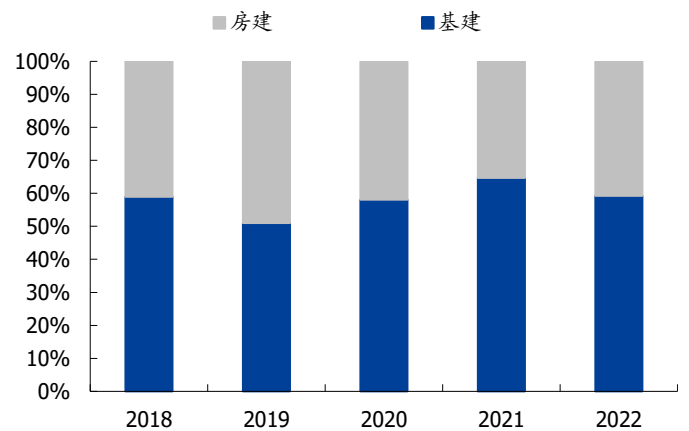
工程建设主业稳步扩张，基建/房建占比约 60%/40%。工程建设业务作为公司核心主业，2021 年以来规模快速扩张，2022 年实现营业收入 618 亿元，同比增长 17%，2018-2022 年 CAGR 为 19%。从业务结构来看，2022 年房建/基建业务收入占比分别为 59%/41%，业务结构略有波动，基建占比整体保持在 60%左右。毛利率方面，公司工程建设业务毛利率整体较为稳定，2022 年毛利率为 8.6%，同比提升 0.3 个 pct。

图表 39：工程建设营收、同比增速及毛利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 40：工程建设业务结构

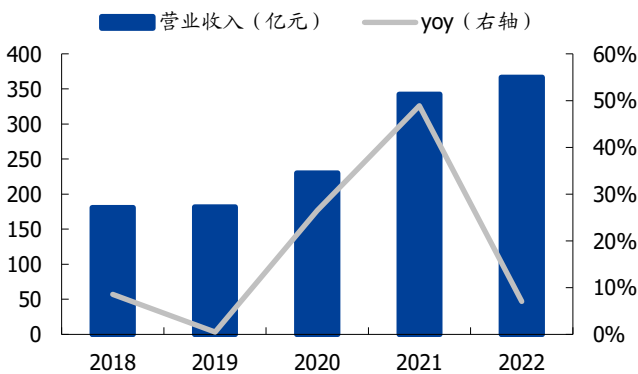


资料来源：Wind，国盛证券研究所

3.1.1. 基建：区域龙头优势显著，订单持续高增

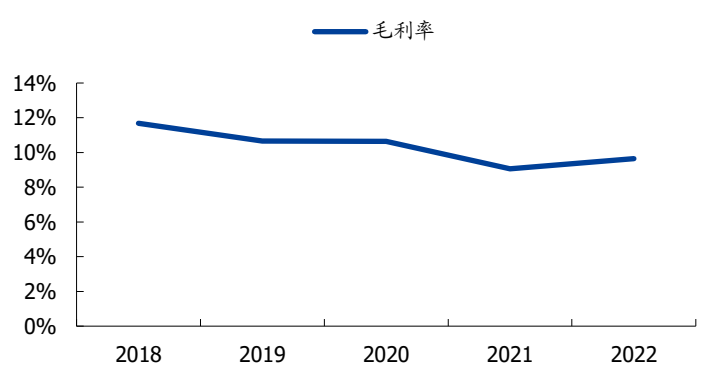
省内基建龙头，专业资质与工程实绩丰富。公司基础设施建设业务涉及公路、市政、城市轨道交通、水利水电、港口航道等领域，拥有公路、市政、港航工程总承包等 6 项特级资质及多项一级资质，在基础设施建设方面资质突出，具有较强的竞争力，曾多次获得“国家优质工程奖”、“鲁班奖”、“詹天佑奖”，工程实绩丰富。2022 年公司基建业务实现营业收入 366.4 亿元，同比增长 7%。

图表 41：公司基建工程收入及增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

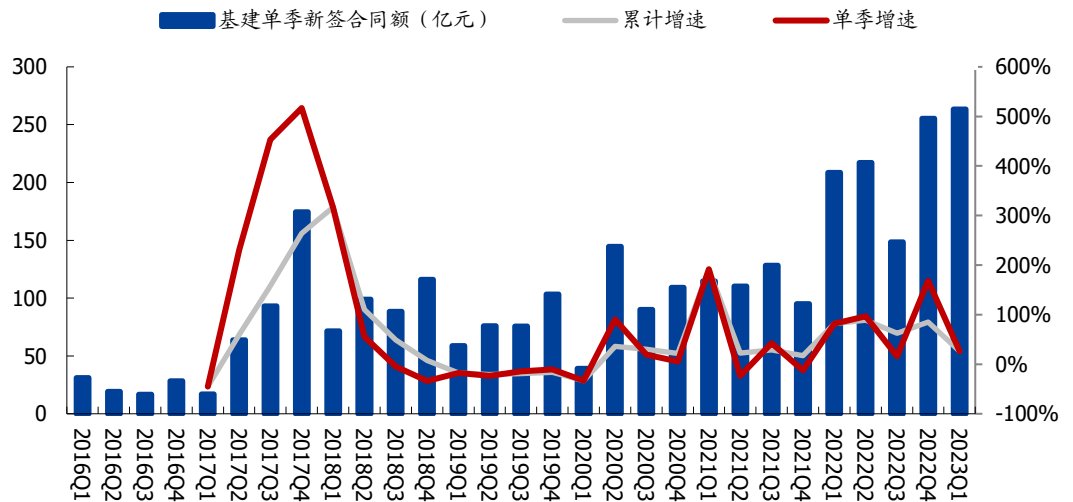
图表 42：公司基建业务毛利率



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

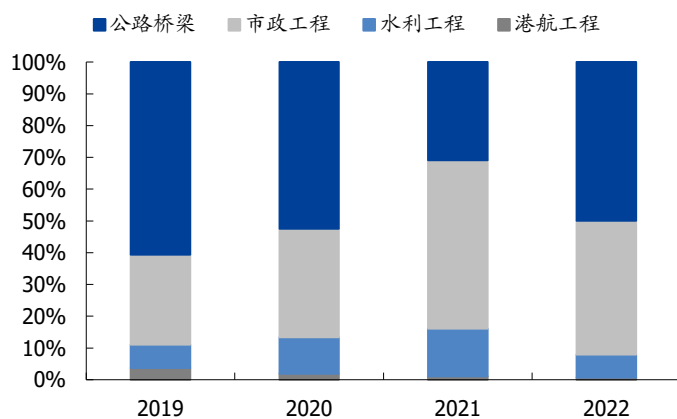
订单快速增长，有望持续受益省内基建需求上行。2022年公司基建工程及投资业务新签合同额为829.7亿元，同比高增85%。2023Q1公司新签合同额263.5亿元，同比增长26%，高基数下仍延续较快增长。分领域看，2022年路桥/市政/水利/港航工程新签合同额分别为415/349/60/6亿元，分别同比变动200%/47%/-11%/+22%，路桥和市政订单增长强劲。截至2022年末，公司基建工程在手订单总额为777.8亿元，系2022年基建工程收入的2.12倍，在手订单充裕。“十四五”期间安徽省内基建需求有望维持高位，公司作为省内基建龙头，订单有望延续较高增速，板块长期增长动力充足。

图表 43: 公司基建新签订单额及增速



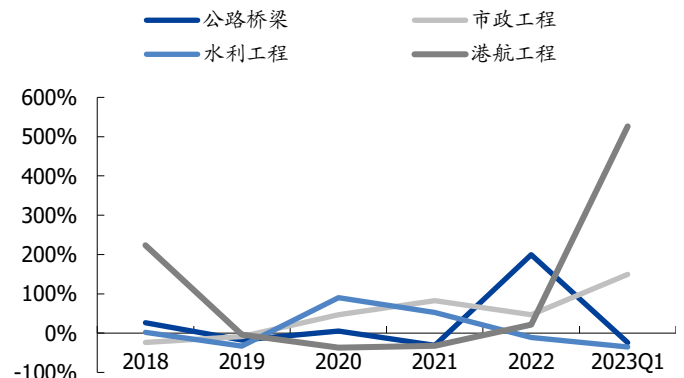
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 公司基建工程新签订单结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 公司基建工程细分领域新签订单增速



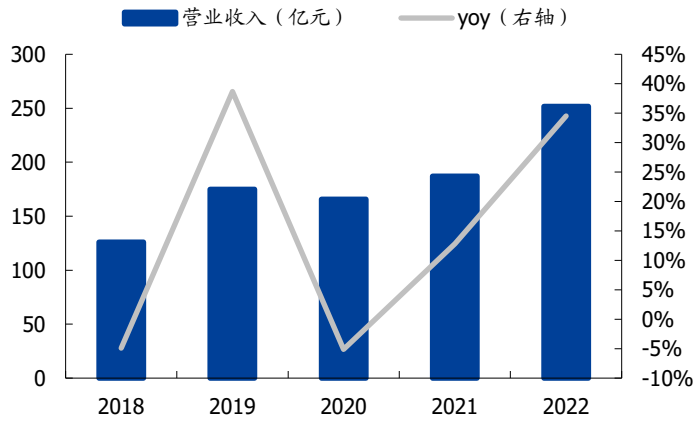
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1.2. 房建: 项目类型与运营模式优化, 经营质量有望持续提升

经营态势向好, 在手订单充裕支撑业绩增长。房屋建筑工程为公司传统施工主业之一, 下属安徽三建为省内房建行业龙头企业, 在省内外具有较高的品牌知名度, 公司拥有2项建筑工程施工总承包特级资质, 先后承建了大批国家、省、市重点工程。2020年受地产政策调控影响, 公司房建业务收入出现下滑, 近两年伴随业务结构优化, 地产类项目

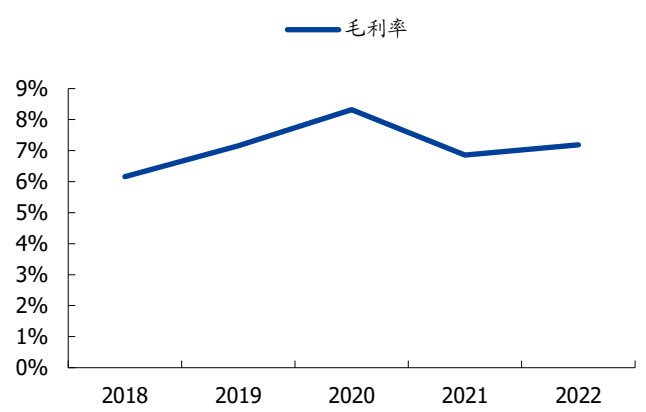
占比下降，公司房建业务受地产影响趋弱，收入与盈利能力逐步恢复增长态势。2022年公司房建工程实现营业收入251.65亿元，同比增长35%，2020-2022年CAGR为23%；毛利率为7.19%，同比提升0.33个pct。2022年公司房建工程新签订单金额489.2亿元，同比增加58%；在手订单总额为622.7亿元，系2022年房建业务收入的2.47倍，在手订单充裕，业绩稳健增长动力充足。

图表 46: 公司房建工程收入及增速



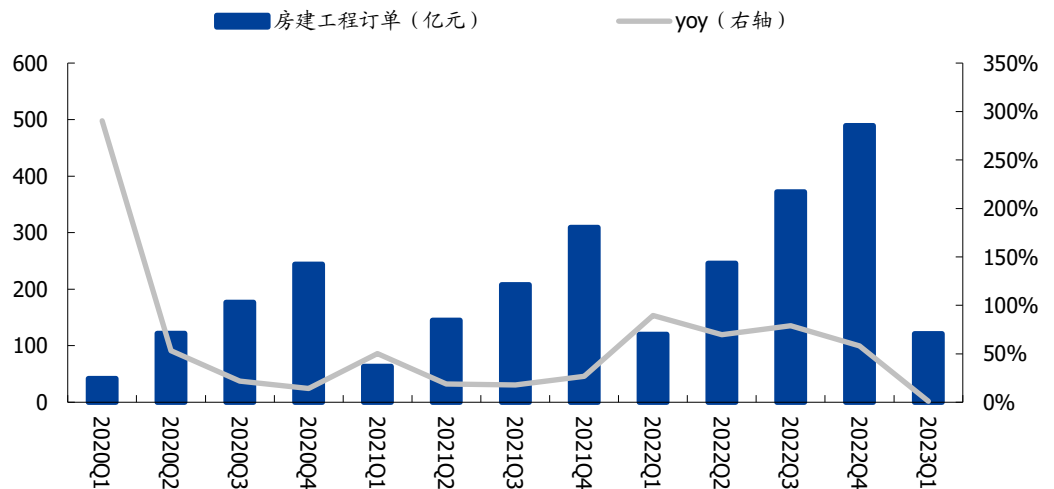
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 公司房建工程毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

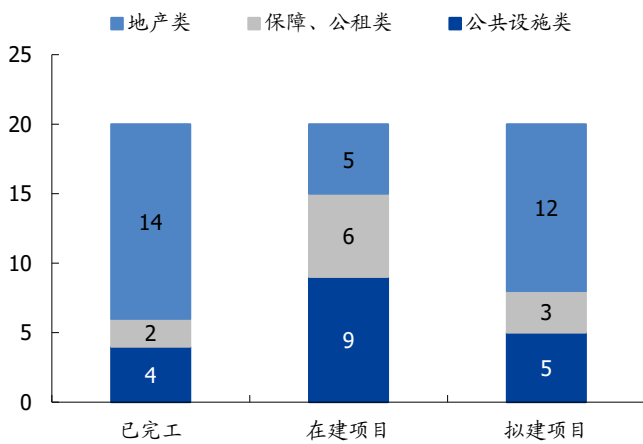
图表 48: 公司房建工程新签订单金额及同比增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

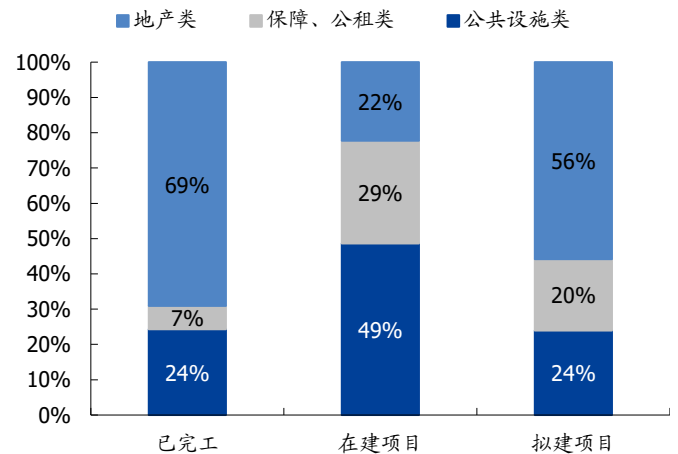
项目类型优化，公共设施类项目占比提升带动回款效率提升。公司房建项目主要包括地产（包括住宅及商业地产）、公共设施、保障及公租房三大类别，历史业务结构中地产类项目占比较高，截止2021年末，20个已完工房建工程中，地产类/公共设施类/保障及公租房类项目数量分别为14/4/2个，项目金额分别为58.9/20.7/5.7亿元，占比分别为69%/24%/7%。从在建项目和拟建项目结构来看，公共设施类、保障及公租房类项目占比提高，地产类项目占比下降，房企信用风险以及行业政策调控影响趋弱。在建/拟建项目中，地产类项目金额占比分别为22%/56%，较已完工项目分别下降47%/13%。公共设施类项目回款率更高，其占比不断提升有望带动公司整体回款速度提升，现金流情况相应改善。

图表 49: 公司房建工程主要已完工/在建/拟建项目数量构成



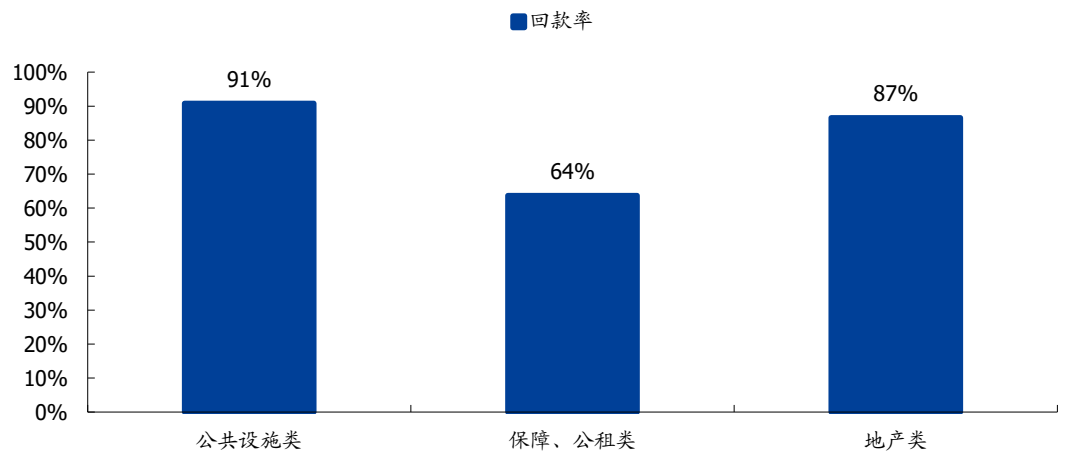
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 *注: 截至 2021 年末

图表 50: 公司房建工程主要已完工/在建/拟建项目合同金额构成



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 *注: 截至 2021 年末

图表 51: 截至 2021 年末安徽建工房建工程已完工项目回款率

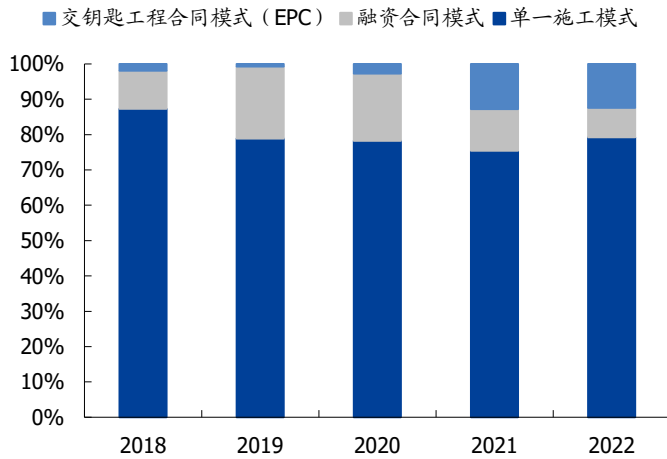


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 工程投资: 投资高峰期已过, 项目逐步迈入回款期

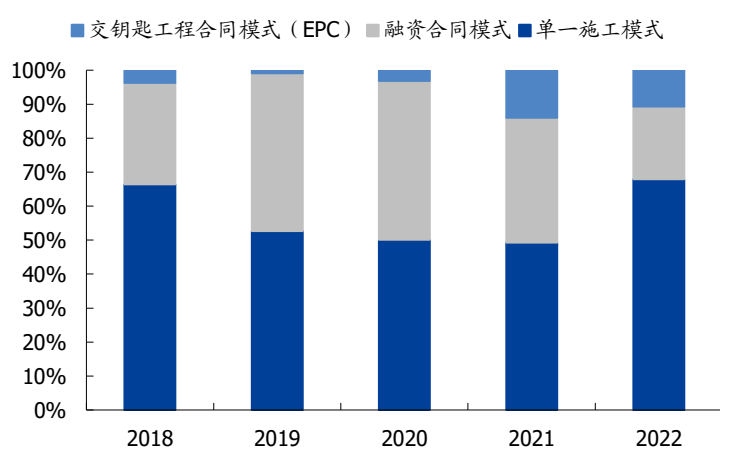
近年来顺应基础设施投融资机制变化, 公司业务模式逐步由“单一施工”为主转型为“投资、施工、运营”并举, 承揽了多个高速公路 BOT、基建 PPP、片区开发 ABO 等投建营一体化项目。从营收结构看, 2019-2020 年系公司投资高峰期, 融资合同模式对应的施工收入占工程总收入比达约 20%, 2021-2022 年投资强度逐步回落, 收入占比降低至 11.8%/8.3%。工程投资运营系施工业务向下游延伸, 以投资带动的施工项目对比单一施工模式具备更高毛利率, 2022 年公司单一施工模式/融资合同模式/EPC 模式毛利率分别为 7.4%/22.4%/7.5%。后续公司工程投运业务规模预计将保持平稳, 同时随着此前投资项目进入运营期, 公司经营现金流及自由现金流均有望稳步改善。

图表 52: 公司不同项目模式营收结构



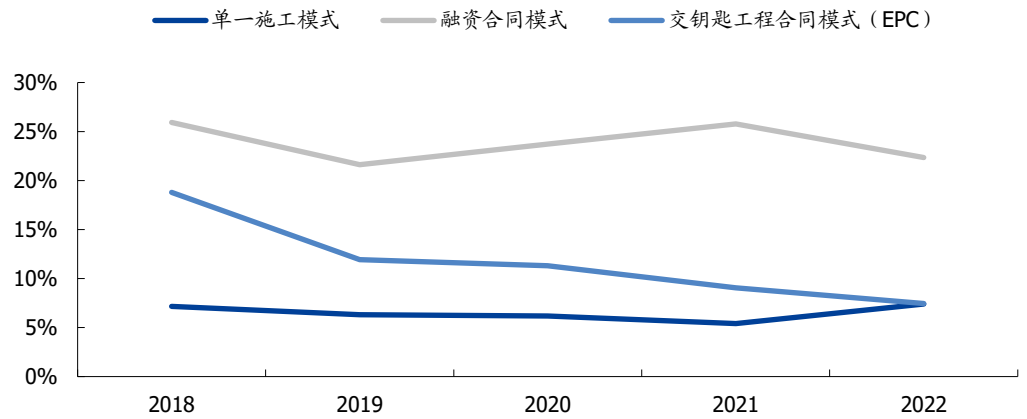
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 53: 公司不同项目模式毛利结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 公司不同项目模式毛利率对比

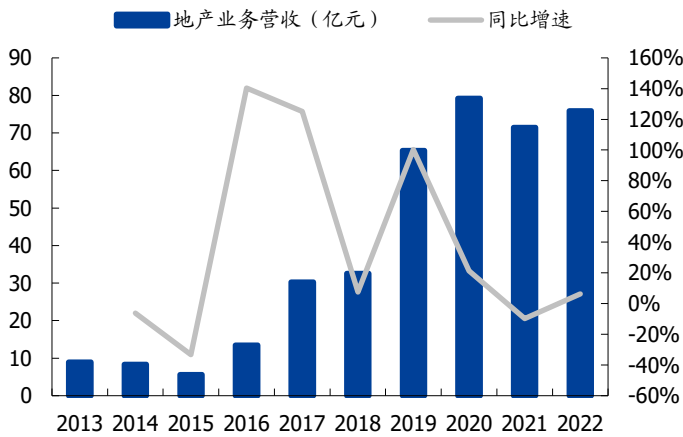


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3. 地产开发: 在手土储企稳回升, 经营趋势向好

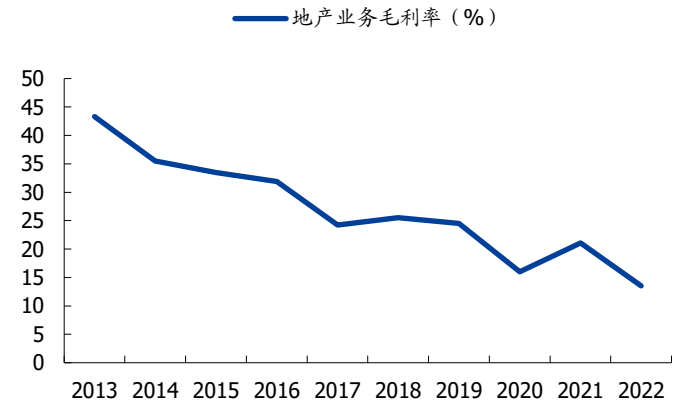
业务规模趋于平稳, 毛利率受行业整体需求影响有所下行。公司主要通过安建地产及和顺地产两大子公司开展地产销售业务, 2016-2019 年间业务规模快速扩张, 2020 年起受行业整体需求下行影响, 地产收入增速及毛利率均趋于下滑。2022 年公司地产业务实现营业收入 76 亿元, 同增 6%; 贡献毛利 10.3 亿元 (毛利率 13.5%), 占总毛利的 30%。

图表 55: 公司地产业务营业收入



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

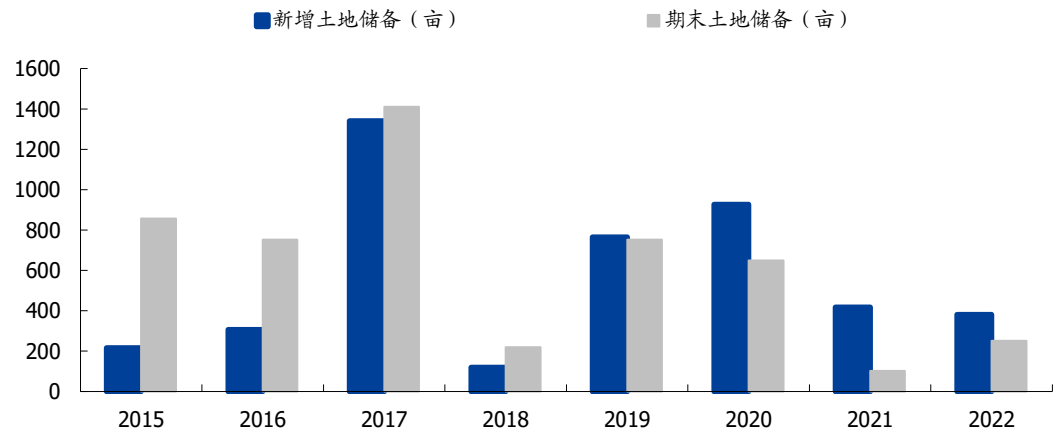
图表 56: 公司地产业务毛利率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在手土储企稳回升, 经营有望平稳向好。截至 2022 年末, 公司在手土地储备 251 亩, 较 2021 年末增长 147%; 当年新增土地储备 381 亩, 拿地节奏稳步恢复。公司在手地产库存主要集中于合肥市内, 2023 年 4 月合肥密集出台多项地产政策, 集中于放松限购、银行贷款比例、公积金政策等多个方面, 省内购房需求有望迎来边际改善, 公司整体地产板块经营预计将迈入平稳发展期。

图表 57: 公司新增及期末土地储备 (亩)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4. 成长业务: 规模稳步扩张, 综合盈利性优异

4.1. 绿电运营: 立足水电运营优势, 开拓多元绿电资产

控股运营 7 座水电站, 水电运营经验丰富。公司在水电领域深耕近 20 年, 具备投融资建运一体化能力, 控股运营水电站 7 座, 分别位于安徽省霍山县、金寨县和云南省怒江州贡山县。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, 已全部建成发电。2022 年公司水电业务上网电量 7.55 亿度, 实现营收 1.58 亿元, 利润总额 0.55 亿元。

图表 58: 公司控股运营水电站

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

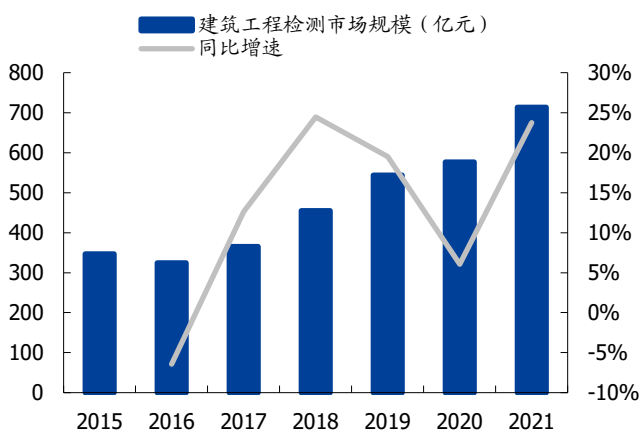
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

立足水电运营优势, 开拓抽水蓄能、BIPV 等多业态运营业务。基于水电站运营基础, 公司后续有望开拓多元运营业务, 包括: 1) 抽水蓄能。根据 633 号文, 抽水蓄能电站当前均按资本金 IRR=6.5%核定容量电价, 经济性明确、运营期现金流稳定。安徽省内 在建/规划中抽蓄装机分别为 248/1080 万千瓦, 区域资源丰富, 具备较大开拓潜力。2) 光伏建筑: 公司布局装配式全产业链, 具备较多屋面资源, 渠道优势显著, 后续有望切入 BIPV 运营领域。

4.2. 工程检测: 省内综合实力领先, 业务盈利能力突出

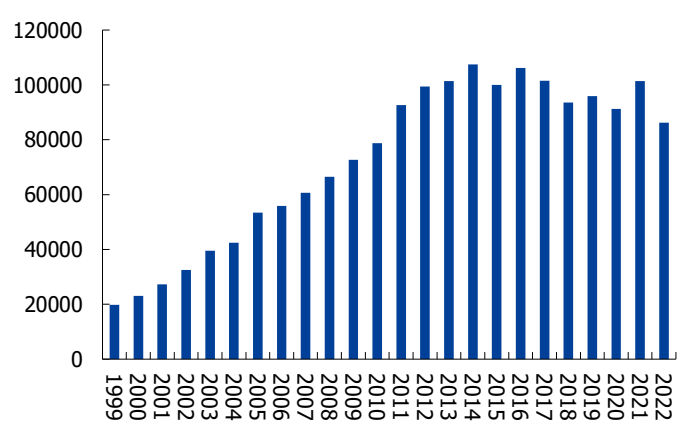
建工检测需求稳步提升, 存量房鉴定提供新增长动力。根据国家认监委统计, 2021 年我国建工建材检测营收合计 1080 亿元, 其中建筑工程/建筑材料分别实现收入 713/367 亿元, 合计占检测市场总规模的 26.4% (行业总规模约 4090 亿元), 同增 24%/8%, 建工检测市场表现亮眼, 且增速与地产探底趋势明显背离, 主要受存量房鉴定高增驱动: 我国存量建筑规模 650 亿平米, 且 2009-2019 年地产上行周期期间竣工面积大幅增长, 考虑到存量房检测周期约 10-20 年, 我国存量房屋预计将迈入检测高峰。同时, 受长沙自建房倒塌、长峰医院起火等事件影响, 地方政府对存量房安全重视度持续提升, 有望带动建工检测需求维持较快增长。

图表 59: 我国建筑工程检测市场规模及同比增速



资料来源: 国家市场监督管理总局, 国盛证券研究所

图表 60: 我国房地产竣工面积 (万平方米)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司检测实力省内领先，业务规模有望持续扩张。公司下属共8家检测公司，覆盖房建、交通、水利、市政、轨交、机械装备等多个领域。房建领域，公司检测二站检测参数、综合检测能力全省领先；基建领域，路桥检测、环通检测在公路、市政、轨交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5家）。对比施工类项目，检测业务净利率水平显著更高（平均15%-20%），后续随着公司相关业务规模扩张，有望带动整体盈利水平提升，打造新增长点。

图表 61: 公司旗下重点检测机构

企业名称	服务类别	资质类别
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
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
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

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4.3. 装配式建筑：产业链布局完善，有望受益省内渗透率提升

产能稳步扩张，受益省内装配式渗透率提升。公司自2014年起投资建设装配式生产基地，已建成并投产运营基地6个，在建1个。当前公司装配式业务覆盖设计、生产、检测等多个环节，2022年公司已运营的6个建筑产业化生产基地合计完成营收13.91亿元、利润总额0.61亿元。待在建基地投产后，公司将形成52万方PC构件、16万方轨交管片、13万吨桥梁钢结构的产能布局。根据《安徽省“十四五”装配式建筑发展规划》，截至“十三五”末省内装配式面积约占新建建筑面积的17.78%，全省规划2025年末该比例提升至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%，省内装配式市场规模有望翻番，公司装配式业务布局完善，旗下安徽建科系“国家级装配式建筑研究基地”，实力突出，有望核心受益区域市场高景气。

图表 62: 公司装配式基地

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	456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（在建）	桥梁钢结构	2.37亿元	150亩	年产5万吨

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

营收增速: 1) 工程建设: 截至 2022 年末公司在手订单额合计 1411 亿元, 我们假设 2023-2025 年结存订单转化率分别为 30%/18%/10%, 同时假设新签订单额增速分别为 25%/20%/15%, 按照前三年新签订单 20%/15%/10% 的转化率, 测算得 2023-2025 年公司工程建设收入分别为 755/901/1064 亿元, 同增 22.2%/19.3%/18.0%。2) 商品房销售: 受房地产行业需求整体下行影响, 板块增速预计趋于下行, 假设 2023-2025 年板块收入分别同增 5%/3%/2%。3) 其他主营业务: 主要包括 PPP 运营收入, 随着在手 PPP 项目进入运营期, 业务规模有望逐步扩张, 预计 2023-2025 年业务收入分别同增 20%/25%/30%。4) 其他业务: 规模较小, 假设收入维持 20% 增速。

毛利率: 1) 工程建设: 受益成本管控措施推进, 业务毛利率有望稳步提升, 假设 2023-2025 年分别为 8.70%/8.75%/8.78%。2) 地产销售: 需求下行、叠加公司加快去库, 业务毛利率预计有所下滑, 假设 2023-2025 年分别为 11.5%/10.0%/8.0%。3) 其他主营/其他业务 维持 12%/80% 毛利率假设。

费用率: 1) 销售费用率: 相对稳定, 假设时取近 4 年均值, 对应 2023-2025 年均均为 0.31%。2) 管理费用率: 公司持续加强费用管控, 管理费用率有望逐步下行, 假设 2023-2025 年分别为 2.50%/2.48%/2.47%。3) 研发费用率: 近年来公司研发费用率稳步提升, 测算时假设 2023-2025 年分别为 1.90%/1.91%/1.93%。

图表 63: 公司主营业务拆分预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	388.3	472.7	569.7	713.4	801.2	964	1143	1352
增长率		21.7%	20.5%	25.2%	12.3%	20.3%	18.6%	18.3%
工程建设业务	306.9	356.6	395.8	529.4	618.0	755	901	1064
增长率		16.2%	11.0%	33.8%	16.7%	22.2%	19.3%	18.0%
商品房销售	32.6	65.3	79.2	71.4	75.9	79.7	82.1	83.7
增长率		100.3%	21.3%	-9.8%	6.3%	5.0%	3.0%	2.0%
其他主营业务	48.4	46.1	84.3	99.9	87.4	104.89	131.11	170.45
增长率		-4.7%	82.6%	18.6%	-12.5%	20.0%	25.0%	30.0%
其他业务	0.4	4.7	10.5	12.6	19.9	23.82	28.58	34.30
		1162.2%	124.4%	20.6%	57.0%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利 (亿元)	41.6	56.8	66.2	79.8	93.5	106.5	125.7	148.0
工程服务	28.9	33.8	38.3	43.8	44.8	65.7	78.8	93.4
商品房销售	8.3	15.0	12.7	15.1	10.3	9.2	8.2	6.7
其他主营业务	4.2	4.0	7.2	9.2	13.7	12.6	15.7	20.5
其他业务	0.3	4.1	8.1	11.6	16.1	19.1	22.9	27.4
毛利率	10.7%	12.0%	11.6%	11.2%	11.7%	11.1%	11.0%	10.9%
工程服务	9.4%	9.5%	9.7%	8.3%	8.6%	8.7%	8.8%	8.8%
商品房销售	25.5%	22.9%	16.0%	21.1%	13.5%	11.5%	10.0%	8.0%
其他主营业务	8.6%	8.7%	8.5%	9.2%	15.6%	12.0%	12.0%	12.0%
其他业务	71.6%	86.9%	77.3%	92.0%	81.2%	80.0%	80.0%	80.0%

期间费用率	5.31%	6.25%	6.57%	6.53%	7.04%	6.26%	6.43%	6.49%
销售费用率	0.31%	0.31%	0.33%	0.35%	0.25%	0.31%	0.31%	0.31%
管理费用率	3.08%	2.92%	2.57%	2.48%	2.49%	2.50%	2.48%	2.47%
研发费用率	0.54%	0.90%	1.24%	1.68%	1.84%	1.90%	1.91%	1.93%
财务费用率	1.38%	2.12%	2.43%	2.02%	2.46%	1.55%	1.73%	1.79%
归母净利润(亿元)	8.00	5.96	8.16	10.96	13.80	16.75	20.17	24.24
增长率		-25.5%	36.9%	34.3%	25.9%	21.4%	20.4%	20.2%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预测公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 16.75/20.17/24.24 亿元, 同比增长 21.4%/20.4%/20.2%, 对应 EPS 分别为 0.98/1.17/1.41 元。当前股价对应 PE 分别为 5.7/4.7/3.9 倍。公司系安徽省内大型建筑国企, 我们选取同为地方建筑国企的四川路桥、山东路桥、粤水电等 6 家企业作为同业可比公司, 2023-2024 年可比 PE 均值分别为 7.9/6.4 倍。公司作为安徽省内基建龙头, 核心受益区域基建高景气, 叠加省内招投标机制优化, 市占率有望逐步提升, 同时公司积极开拓清洁能源运营、工程检测等新兴业务, 长期成长性优异, “中特估”及国企改革催化下估值上行动力充足, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 64: 可比公司估值表

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
四川路桥	14.21	1.80	2.24	2.73	3.29	7.9	6.3	5.2	4.3	1.98
山东路桥	6.83	1.60	1.82	2.15	2.54	4.3	3.7	3.2	2.7	0.82
粤水电	6.58	0.12	0.35	0.46	0.53	57.1	19.0	14.2	12.5	2.29
陕西建工	5.03	0.95	1.08	1.23	1.41	5.3	4.6	4.1	3.6	0.97
上海建工	2.59	0.15	0.33	0.38	0.43	17.0	7.8	6.8	6.0	0.77
隧道股份	5.84	0.89	0.99	1.12	1.23	6.5	5.9	5.2	4.7	0.66
平均值						16.3	7.9	6.4	5.6	1.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 *注: 股价数据截至 2023/5/29

6. 风险提示

安徽省内固定资产投资增速下滑、信用减值风险、订单执行进度滞后风险等。

1) 安徽省内固定资产投资增速下滑: 公司为安徽省属建筑龙头, 省内业务占比超 70%, 收入增长与省内固定资产投资关联度较高, 若投资增速下滑, 可能会对公司规模扩张造成不利影响。

2) 信用减值风险: 公司在手应收款规模较大, 存在一定坏账风险。

3) 订单执行进度滞后风险: 公司在手订单充裕, 且新签合同额持续高增, 但若后续订单执行进度滞后或项目中止, 可能会影响收入转化进程。

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：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

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

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

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