

安徽建工 (600502.SH)

归母净利高增 26%，持续成长动力充足

买入

核心观点

新签订单高增 74.9%，营收+12.3%，归母净利+25.9%。2022 年公司实现营业收入 801.2 亿元，同比+12.3%，实现归母净利润 13.8 亿元，同比+25.9%。工程施工业务新签合同 1327.4 亿元，同比高增 74.9%。**新签合同额实现高速增长，为公司业绩持续增长提供支撑。**

工程收入在高基数上实现高增长，工程毛利率显著提升。2022 年公司工程施工业务实现营业收入 618 亿元，在上年 33.8% 增长的基础上再实现 16.7% 的增长。实现毛利 93.5 亿元，同比+17.2%。房建/基建毛利率分别为 7.19%/9.64%，较上年上升 0.33/0.58pct。**2022 年公司安徽省内收入占比 78.4%，达到八年来最高水平，同时公司积极推动集采平台建设，全年集采金额达 66.2 亿元，同比增长 6%。**

PPP 资产进入运营期，预期将持续产生现金流入。2019 年起公司战略性收缩融资合同模式业务，在手 PPP 项目陆续完工进入运营期并预期持续产生现金流入，债务压力亦有望得到持续缓解。2022 年公司其他非流动资产（反映处于建设期的 PPP 项目资产规模）减少 68.5 亿元，长期应收款（反映处于运营期的 PPP 资产规模）增加 143.3 亿元。

积极扩大长期融资，有效匹配 PPP 资产久期。2016-2022 年公司短期借款和长期资金（长期借款+应付债券+永续债）复合增长率分别为 12.4% 和 72.4%，公司积极扩大长期融资规模，较好地匹配了 PPP 资产扩张的需求，有效避免短债长投风险。

地产业务稳健经营，保持逆势拿地力度。公司 2022 年房地产签约销售额/销售面积同比-33.5%/43.1%，实现营业收入 75.9 亿元，同比+6.3%，毛利 10.27 亿元，同比-31.9%。2022 年公司新增土地储备面积 381 亩，同比-8.9%，保持一定拿地强度，逆势购入低溢价率的土地，有益于推动地产业务利润率修复。

风险提示：宏观经济下行风险，集采开展不及预期风险，重大安全事故风险。

投资建议：基建投资 2023 年仍然保持高景气，重大项目持续审批落地并快速形成工作量，公司长期深耕安徽地区，省内资源优势强大，集采平台不断优化，工程毛利率稳步提升。PPP 资产进入运营期，预期将持续产生现金流入，债务压力亦有望得到持续缓解。**预测公司 2023/2024 年 EPS 为 0.92/1.11 元，给予 2022 年合理估值区间 8-9 倍，对应目标价 7.36-8.28 元，维持“买入”评级。**

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	71,340	80,120	89,974	100,321	111,678
(+/-%)	25.2%	12.3%	12.3%	11.5%	11.3%
净利润(百万元)	1096	1380	1586	1911	2259
(+/-%)	34.3%	25.9%	14.9%	20.5%	18.2%
每股收益(元)	0.64	0.80	0.92	1.11	1.32
EBIT Margin	6.2%	6.7%	6.5%	6.6%	6.6%
净资产收益率 (ROE)	9.8%	10.6%	11.2%	12.4%	13.3%
市盈率 (PE)	9.5	7.5	6.5	5.4	4.6
EV/EBITDA	24.8	23.8	22.4	21.3	20.5
市净率 (PB)	0.93	0.80	0.73	0.67	0.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑装饰·房屋建设 II

证券分析师：任鹤
010-88005315
renhe@guosen.com.cn
S0980520040006

联系人：朱家琪
021-60375435
zhujiaqi@guosen.com.cn

联系人：卢思宇
0755-81981872
lusiyu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	7.36 - 8.28 元
收盘价	6.05 元
总市值/流通市值	10385/10385 百万元
52 周最高价/最低价	8.66/4.58 元
近 3 个月日均成交额	256.63 百万元

市场走势



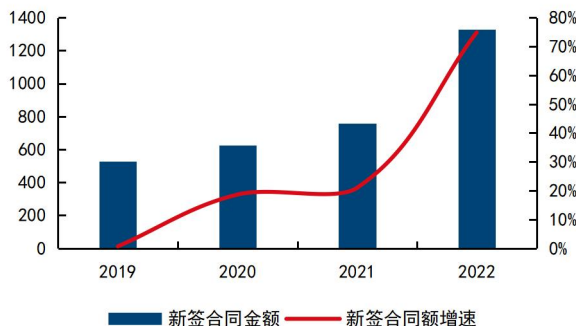
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《安徽建工 (600502.SH) - 新签订单高增 82.8%，装配式建筑业稳健发力》——2022-08-28

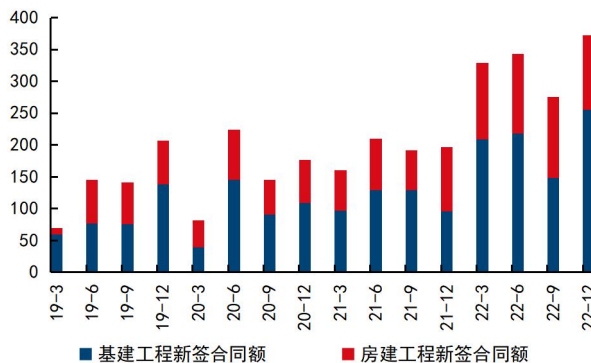
新签订单高增 74.9%，营收+12.3%，归母净利+25.9%。2022 年公司实现营业收入 801.2 亿元，同比+12.3%，实现归母净利润 13.8 亿元，同比+25.9%。工程施工业务新签合同 1327.4 亿元，同比高增 74.9%。新签合同额实现高速增长，为公司业绩持续增长提供支撑。

图1：公司工程新签合同额及增速（单位：亿元，%）



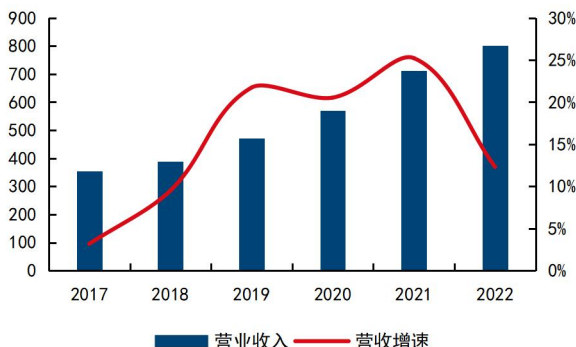
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度新签合同额结构（单位：亿元）



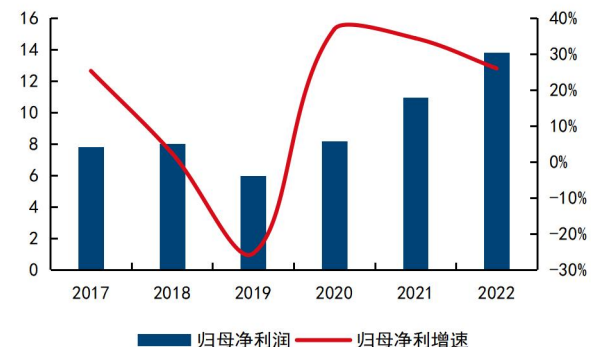
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司营业收入及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

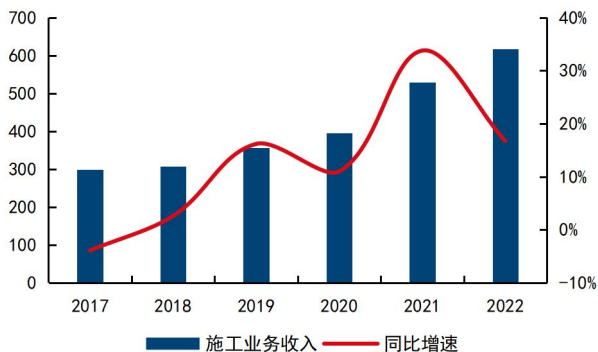
图4：公司归母净利润及增速（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

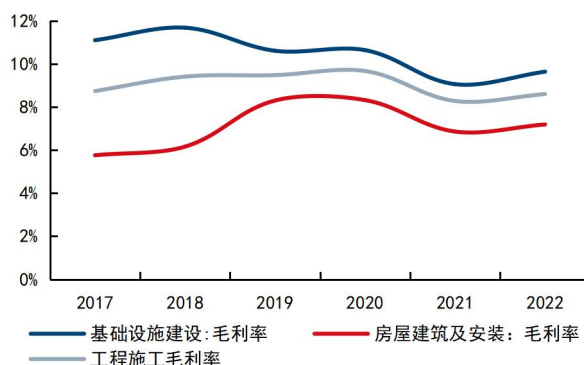
工程收入在高基数上实现高增长，工程毛利率显著提升。2022 年公司工程施工业务实现营业收入 618 亿元，在上年 33.8% 增长的基础上再实现 16.7% 的增长。实现毛利 93.5 亿元，同比+17.2%。房建/基建毛利率分别为 7.19%/9.64%，较上年上升 0.33/0.58pct。2022 年公司安徽省内收入占比 78.4%，达到八年来最高水平，同时公司积极推动集采平台建设，全年集采金额达 66.2 亿元，同比增长 6%。

图5: 公司施工业务收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司基建、房建毛利率对比 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

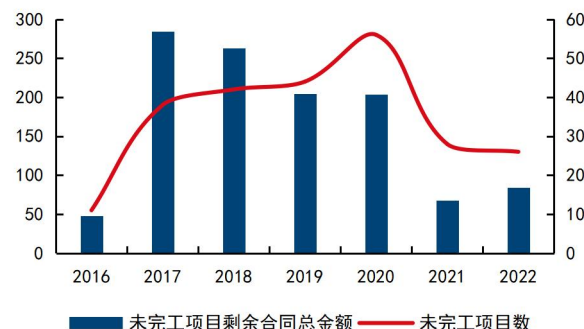
融资合同模式规模增长带动债务压力增加。公司工程业务的主要模式有三种：单一施工模式（施工承包模式）、融资合同模式（PPP、BT 模式）和交钥匙工程合同模式（EPC 工程总承包模式）。公司 2017 年起发力 PPP 业务，融资合同模式收入实现快速增长，带息债务规模明显提升，利息费用显著增加。

图7: 公司融资合同模式收入及增速 (单位: 亿元, %)



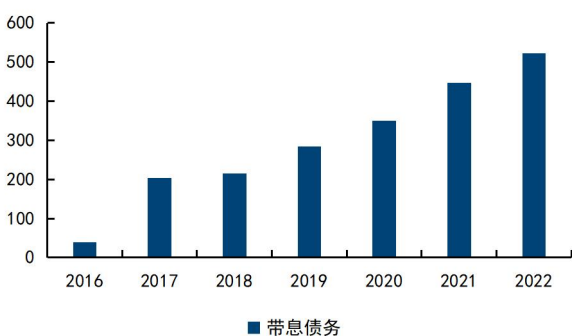
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司融资合同模式在建金额及项目数 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司带息债务规模 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司利息费用 (单位: 亿元)

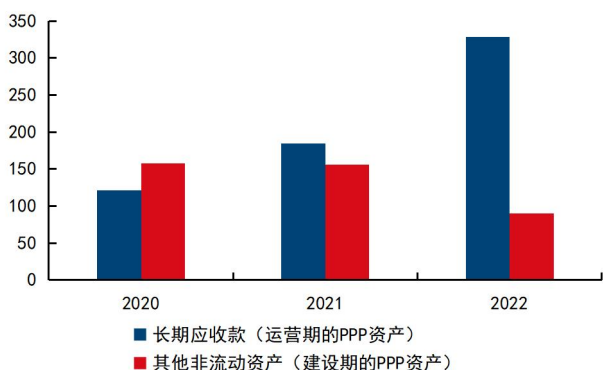


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

PPP 资产进入运营期，预期将持续产生现金流入。2019 年起公司战略性收缩融资合同模式业务，在手 PPP 项目陆续完工进入运营期并预期持续产生现金流入，债务压力亦有望得到持续缓解。2022 年公司其他非流动资产（反映处于建设期的 PPP 项目资产规模）减少 68.5 亿元，长期应收款（反映处于运营期的 PPP 资产规模）增加 143.3 亿元。

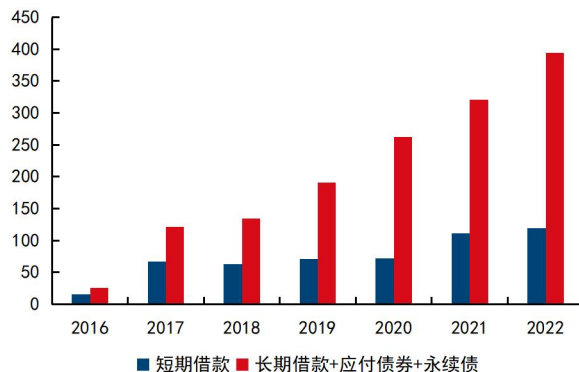
积极扩大长期融资，有效匹配 PPP 资产久期。2016-2022 年公司短期借款和长期资金（长期借款+应付债券+永续债）复合增长率分别为 12.4%和 72.4%，公司积极扩大长期融资规模，较好地匹配了 PPP 资产扩张的需求，有效避免短债长投风险。

图 11: 公司长期应收款和其他非流动资产变动(单位:亿元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

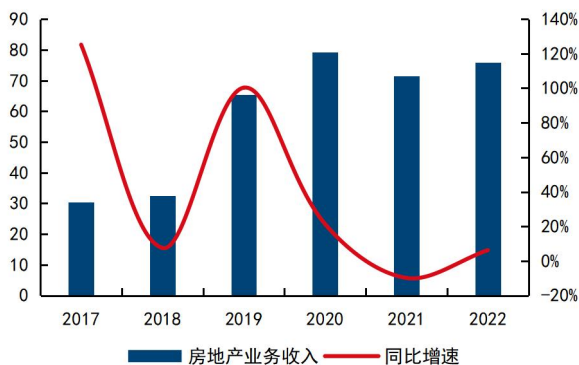
图 12: 公司吸收短期和长期资金规模变动 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

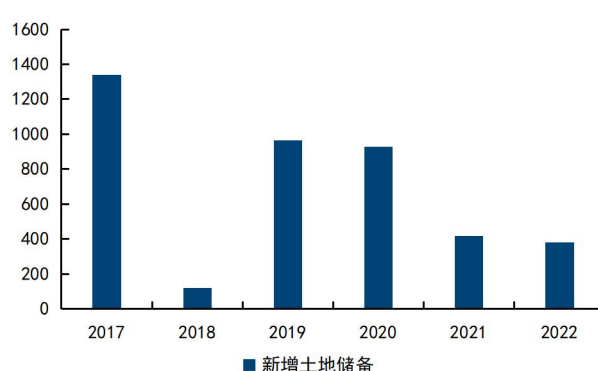
地产业务稳健经营，保持逆势拿地力度。公司地产业务受宏观经济环境影响较大，2022 年房地产签约销售额/销售面积同比-33.5%/43.1%，实现营业收入 75.9 亿元，同比+6.3%，毛利 10.27 亿元，同比-31.9%，毛利率 13.5%，较上年下降 7.6 个百分点。2022 年公司新增土地储备面积 381 亩，同比-8.9%。在地产行业景气度急剧下降的背景下，公司地产收入仍然保持增长，保持一定拿地强度，逆势购入低溢价率的土地，有益于推动地产业务利润率修复。

图 13: 公司房地产业务收入及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 公司新增土地储备 (单位: 亩)



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：基建投资 2023 年仍然保持高景气，重大项目持续审批落地并快速形成工作量，公司长期深耕安徽地区，省内资源优势强大，集采平台不断优化，工程毛利率稳步提升。PPP 资产进入运营期，预期将持续产生现金流入，债务压力亦有望得到持续缓解。预测公司 2023/2024 年 EPS 为 0.92/1.11 元，给予 2022 年合理估值区间 9-10 倍，对应目标价 8.28-9.20 元，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	12502	14863	16391	17998	19844	营业收入	71340	80120	89974	100321	111678
应收款项	31854	39846	39441	43976	48955	营业成本	63365	70772	79447	88554	98556
存货净额	16114	17892	20668	23030	25625	营业税金及附加	299	314	450	502	558
其他流动资产	22115	23926	27892	31100	34620	销售费用	250	200	297	331	369
流动资产合计	85627	98948	106814	118526	131465	管理费用	1767	1991	2274	2533	2817
固定资产	4187	4647	4692	4653	4525	研发费用	1200	1474	1620	1806	2025
无形资产及其他	459	628	604	579	555	财务费用	1441	1971	2224	2254	2283
投资性房地产	36075	44297	44297	44297	44297	投资收益	45	(44)	3	3	3
长期股权投资	528	542	742	942	1142	资产减值及公允价值变动	(1259)	(1081)	(800)	(892)	(993)
资产总计	126876	149062	157148	168997	181984	其他收入	(1200)	(1474)	(1620)	(1806)	(2025)
短期借款及交易性金融负债	15374	17105	18157	19202	20288	营业利润	1804	2272	2865	3453	4080
应付款项	38019	46552	47864	53332	59342	营业外净收支	(0)	31	0	0	0
其他流动负债	23790	25830	29832	33241	36987	利润总额	1804	2303	2865	3453	4080
流动负债合计	77183	89488	95853	105774	116617	所得税费用	390	471	716	863	1020
长期借款及应付债券	28957	35288	35482	35656	35813	少数股东损益	317	452	563	678	802
其他长期负债	1089	1304	1497	1672	1828	归属于母公司净利润	1096	1380	1586	1911	2259
长期负债合计	30046	36592	36979	37327	37641	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	107229	126080	132832	143102	154258	净利润	1096	1380	1586	1911	2259
少数股东权益	8459	9927	10151	10421	10739	资产减值准备	(226)	(60)	0	(0)	(0)
股东权益	11188	13055	14166	15475	16986	折旧摊销	277	356	512	598	686
负债和股东权益总计	126876	149062	157148	168997	181984	公允价值变动损失	1259	1081	800	892	993
						财务费用	1441	1971	2224	2254	2283
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(8451)	(9075)	(831)	(1054)	(1181)
每股收益	0.64	0.80	0.92	1.11	1.32	其它	(362)	(805)	224	270	319
每股红利	1.82	2.34	0.28	0.35	0.44	经营活动现金流	(6407)	(7124)	2291	2618	3075
每股净资产	6.50	7.61	8.25	9.02	9.90	资本开支	0	340	(1333)	(1426)	(1526)
ROIC	4.3%	4.1%	3.8%	4.4%	5.0%	其它投资现金流	(1962)	621	0	0	0
ROE	9.8%	10.6%	11.2%	12.4%	13.3%	投资活动现金流	(2213)	948	(1533)	(1626)	(1726)
毛利率	11.2%	11.7%	11.7%	11.7%	11.8%	权益性融资	(9)	3577	0	0	0
EBIT Margin	6.2%	6.7%	6.5%	6.6%	6.6%	负债净变化	6032	5731	194	174	157
EBITDA Margin	6.6%	7.1%	7.1%	7.2%	7.2%	支付股利、利息	(3125)	(4019)	(476)	(602)	(747)
收入增长	25.2%	12.3%	12.3%	11.5%	11.3%	其它融资现金流	3314	1538	1052	1044	1087
净利润增长率	34.3%	25.9%	14.9%	20.5%	18.2%	融资活动现金流	9119	8537	770	616	497
资产负债率	91.2%	91.2%	91.0%	90.8%	90.7%	现金净变动	499	2361	1528	1607	1846
股息率	30.1%	38.7%	4.6%	5.8%	7.2%	货币资金的期初余额	12003	12502	14863	16391	17998
P/E	9.5	7.5	6.5	5.4	4.6	货币资金的期末余额	12502	14863	16391	17998	19844
P/B	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	企业自由现金流	(4681)	(4107)	2763	3065	3493
EV/EBITDA	24.8	23.8	22.4	21.3	20.5	权益自由现金流	4666	3161	2340	2593	3025

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032