

国有综合工程建设企业研究报告

安徽建工



成长中的综合工程建设龙头 ——安徽建工（600502）公司深度研究

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2022/11/18

表现	1M	3M	12M
安徽建工	-0.4%	-10.4%	41.6%
沪深 300	-1.0%	-9.1%	-21.4%

市场数据

2022/11/18

当前价格（元）	5.09
52 周价格区间（元）	3.68-8.66
总市值（百万）	8,737.16
流通市值（百万）	8,737.16
总股本（万股）	171,653.39
流通股本（万股）	171,653.39
日均成交额（百万）	130.55
近一月换手（%）	2.30

相关报告

《——安徽建工（600502）2022 年半年报点评报告：地方基建龙头稳健增长，推动各业务板块转型、实现协同发展（买入）*基础建设*盛昌盛》——2022-08-30

投资要点：

- **安徽老牌建筑国企，整体上市后稳健增长。**公司前身为安徽水利，2017 年 6 月吸收合并安徽建工集团实现整体上市，为国企改革典范。传统主业为工程建设（包括基建与房建）与房地产开发，装配式建筑、水力发电等新型业务发展较快，形成全产业链发展格局。基建业务为收入“压舱石”，省内根基深厚、优势明显、增长稳健，受地产行业下行影响，房建与房地产业务近年有所下滑，毛利率降低。分区域看，2017 年以来安徽省内收入占比稳定在 75%左右。
- **受益安徽基建投资，基建有望维持高增速。**基建业务收入占比最高，2021 年受原材料涨价影响毛利下滑，2022H1 毛利企稳回升。安徽为华东基建大省，2022 年重点项目 8897 个，年内投资额 1.66 万亿元，排名全国第一，公司为省内基建龙头，在路桥、港航、市政等领域优势明显。上半年公司基建板块新签合同额 425.85 亿元，同比大幅增长 89.27%，占有新签合同金额的 62.95%，其中路桥工程和港航工程新签合同额同比分别增长 163.15%、134.82%。从资金来源看，基建项目订单中国有资金来源的订单占比 91.2%，项目进度及回款更有保障，基建全年有望维持高增速。
- **持续推动项目类型及施工模式多元化，房建业务回款及毛利率改善明显。**房建板块过往已完工项目以房地产为主，合同金额占比 69%，完工项目中单一施工模式占比 93%，随着地产行业信用风险外溢、疫情影响等，房建收入开始下降，毛利率波动下滑拖累利润。公司推动项目类型及施工模式多元化，公共设施及公租房保障等公共类项目在建及筹建项目中占比显著提高，同时 EPC 模式占比提升，回款情况及毛利率均有明显好转。2022 年上半年，公司房建业务新签合同额 245.79 亿元，同比增长 69.85%，全年收入有保障，利润水平有望持续回升。
- **统一业务主体整合完成，新拿地大幅增加彰显未来信心。**地产行业政策变化后公司推动完成地产业务统一主体的整合重组，地产业务能够更好平衡发展与风险控制，有望在现有基础上实现平稳发展。2022 年上半年新拿地 459.51 亩，同比大幅增长 90.73%，截至 2022 年 6 月底土地储备 824.51 亩，为 2017 年以来最高，同比增长 14.68%。
- **盈利预测和投资评级：**基建为收入“压舱石”，受益安徽基建高增速，

预计可维持稳健增长；房建板块公共类项目占比大幅提升，在地产风险外溢背景下回款更有保障，同时整个工程板块 EPC 模式逐步推广，毛利率水平更高。房地产开发随着公司统一主体稳健运营已逐步企稳，新拿地大幅增长支持未来数年稳步回升。其他业务相对稳定。2022 年上半年新签订单创历史新高，在手订单充裕，未来增长基础坚实。考虑公司三季度业绩增长略有放缓，我们下调公司盈利预测，预计公司 2022 - 2024 年实现归母净利分别为 12.07、15.46、18.47 亿元，对应 PE 为7.24、5.65、4.73 倍。在现有增长趋势及盈利修复背景下，仍然看好公司增长前景，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**安徽及华东地区基建投资不及预期；地产行业需求持续低迷；公共类项目增长不可持续；原材料大幅涨价；应收账款存在坏账风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	71340	81189	98747	118012
增长率(%)	25	14	22	20
归母净利润（百万元）	1096	1207	1546	1847
增长率(%)	34	10	28	19
摊薄每股收益（元）	0.64	0.70	0.90	1.08
ROE(%)	10	10	11	12
P/E	6.48	7.24	5.65	4.73
P/B	0.64	0.73	0.65	0.57
P/S	0.10	0.11	0.09	0.07
EV/EBITDA	10.97	12.50	8.46	10.53

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 国企改革典范，安徽省建筑龙头	6
1.1、 安徽老牌国企，改革后整体上市焕发新姿	6
1.2、 推动业务多元化，近年业绩稳健增长	7
2、 基建：直接受益地区基建投资增长，项目结构调整推动盈利提升	9
2.1、 公司收入“压舱石”，盈利水平回升带动利润增加	9
2.2、 受益地区基建投资，基建业务有望维持高增长	10
2.3、 推动业务模式转型，多元化项目提升工程板块整体毛利率	14
3、 房建：项目类型、模式多元化支撑板块稳健增长	16
3.1、 2021 年之前：地产类项目占主导，随地产行业波动发展	16
3.2、 2021 年以后：公共类项目、EPC 模式占比大幅提高，回款及盈利有望持续改善	17
4、 地产企稳彰显信心，装配式、水电、检测新业务巩固产业链一体化优势	20
4.1、 房地产开发：新拿地回升彰显信心，单一主体整合完成助力平稳发展	20
4.2、 装配式：产业链自供+市场化竞争双轮驱动	22
4.3、 水电与检测业务省内优势明显	23
5、 盈利预测与评级	24
6、 风险提示	24

图表目录

图1：公司股权结构及主要业务主体（截至2022 年9 月30 日）	6
图2：公司2017-2022H1 各业务板块收入占比	7
图3：公司2017-2021 各地区收入占比	7
图4：公司2017-2022Q1-Q3 营收变化	7
图5：公司2017-2022Q1-Q3 归母净利润变化	7
图6：公司2017-2022Q1-Q3 毛利率变化	8
图7：公司2017-2022Q1-Q3 ROE 变化	8
图8：基建业务收入增速情况	9
图9：基建业务收入占比变化	9
图10：基建业务毛利增速情况	10
图11：基建业务毛利率与整体毛利率对比	10
图12：华东四省近5 年固投增速（%）	11
图13：华东四省近5 年基建投资增速（%）	11
图14：2020 年安徽省基建投资增速位居前列、大幅领先全国平均水平（%）	11
图15：三类业务模式营收占比变化（亿元）	14
图16：三类业务模式毛利占比变化（亿元）	14
图17：三类项目模式毛利率对比（%）	15
图18：三类模式未完工项目剩余合同金额占比	15
图19：公司房建已完工项目不同类型占比	16
图20：公司房建已完工项目不同施工模式占比	16
图21：公司房建业务收入变化	17
图22：公司房建业务收入占比情况	17
图23：公司房建业务变化	17
图24：公司房建业务毛利率与整体毛利率对比	17
图25：在建项目中公共类占比大幅增加（亿元）	18
图26：三类已完成项目回款情况	18
图27：公共设施类项目回款率最高（%）	18
图28：公共设施类项目回款周期最短（年）	18
图29：在建项目中EPC 模式占比大幅增加（亿元）	19
图30：EPC 毛利率显著高于单一施工	19
图31：公司拟建项目类型构成	19
图32：公司房地产业务收入变化	20
图33：公司房地产业务收入占比变化	20
图34：公司房地产业务毛利变化	21
图35：公司房地产业务毛利率变化	21
图36：公司地产销售面积变化	21
图37：公司地产销售金额变化	21
图38：公司新增土地储备变化	22
图39：公司2017-2022H1 期末土地储备变化	22
表1：安徽省“十四五”规划主要目标	12
表2：安徽省2022 年重点项目投资规模全国排名领先	12
表3：部分安徽建工参与的2022 年安徽省重点项目	13
表4：公司装配式建筑业务主要基地及产能分布	22

表5： 公司运营主要水电站及装机容量 23

1、国企改革典范，安徽省建筑龙头

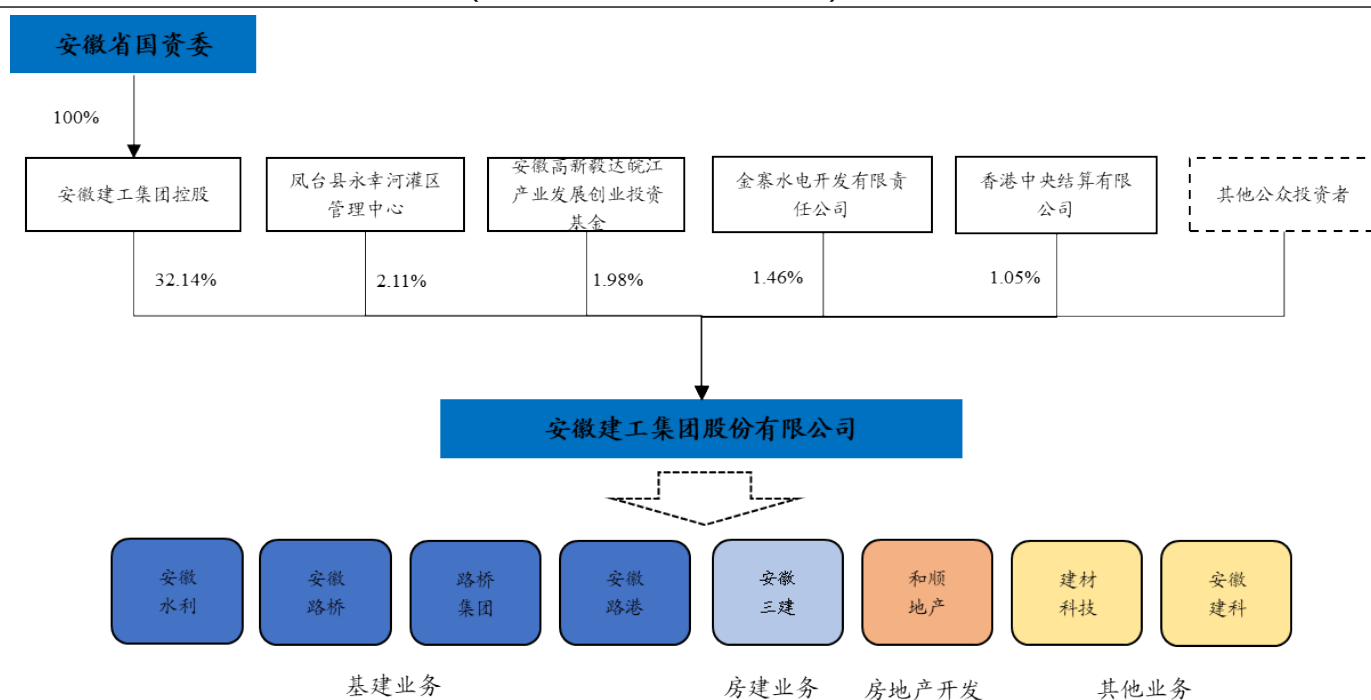
1.1、安徽老牌国企，改革后整体上市焕发新姿

安徽建工集团股份有限公司“安徽建工”）是安徽省属大型建筑企业集团，主营 基础设施与房屋建筑施工、投资，以及房地产开发等业务，连续多年跻身中国企 业500 强、ENR 全球承包商 250 强、中国承包商 80 强。公司前身为安徽水建设股份有限公司（后更名为安徽水利开发股份有限公司，简称“安徽水利”），于1998 年6 月15 日经安徽省政府批准设立，经数次增资后于 2003 年3 月31 日在上交所首次公开发行上市。2017 年 6 月，安徽水利以发行股份并募集配套资金方式吸收合并安徽建工集团有限公司，并更名为安徽建工集团股份有限公司，安徽建工集团实现整体上市。

作为安徽省内老牌国企，公司推动改制后整体上市，建立现代企业制度，激发内部积极性。公司“整体上市+配套融资+员工持股”的方案一方面解决了公司股权关系复杂、股权结构分散的历史问题，另一方面通过募集社会资金和实施股权激励，提高管理运营效率，激发员工积极性。

截至 2022 年9 月底，公司实控人为安徽省国资委，并通过安徽建工建团控股有限公司持有公司 32.14%股权。工程板块（包括基建与房建业务）为公司主要收入来源，其中基建板块安徽水利与安徽路桥业务体量较大。

图 1：公司股权结构及主要业务主体（截至 2022 年 9 月 30 日）

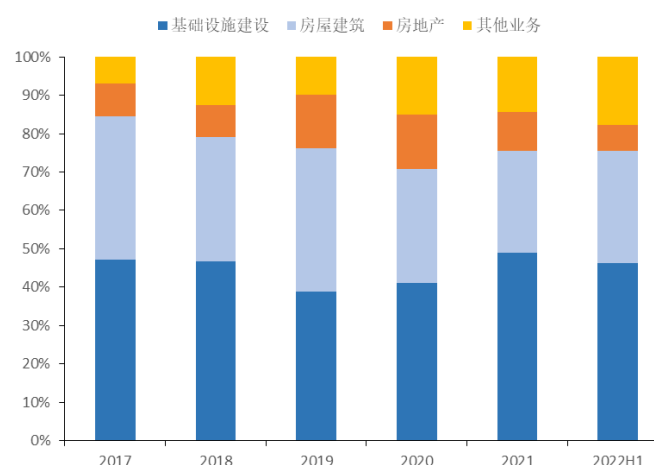


资料来源：Wind，公司官网，国海证券研究所

1.2、推动业务多元化，近年业绩稳健增长

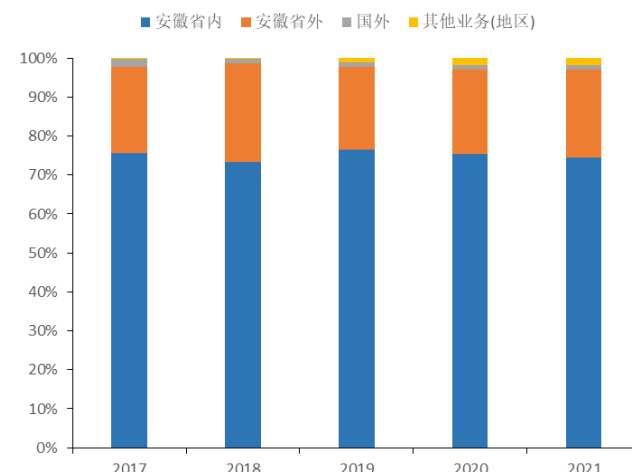
公司传统主业为工程建设（包括基建与房建）与房地产开发，此外还拥有装配式建筑、水力发电、工程技术服务等其他业务，形成主业突出、业务协同的全产业链发展格局。2017年以来，受地产行业下行影响，房地产业务与工程建设中的房建业务占比有所下降，基建业务占比有所波动，2019年后逐步提高，装配式建筑等新兴业务增长相对较快。分区域来看，安徽省内为公司主要收入来源，2017年以来收入占比稳定在75%左右。

图 2：公司 2017-2022H1 各业务板块收入占比



资料来源：Wind，国海证券研究所

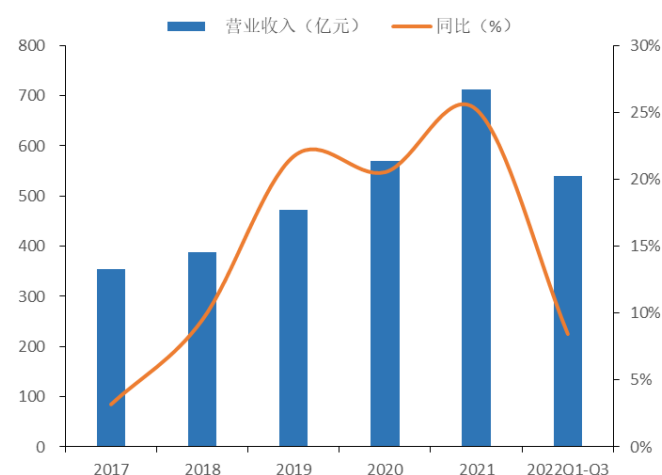
图 3：公司 2017-2021 各地区收入占比



资料来源：Wind，国海证券研究所

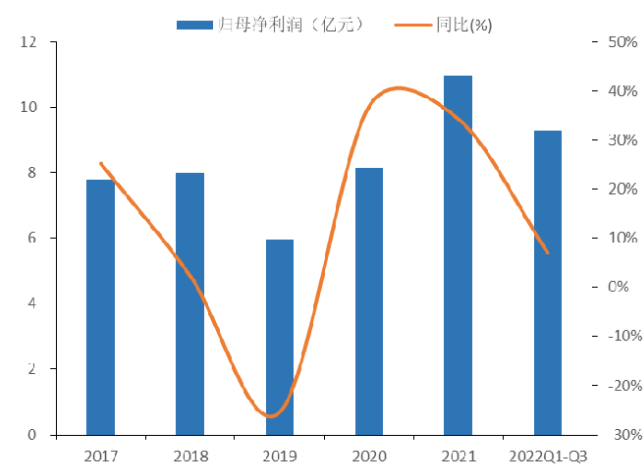
作为安徽省工程建设龙头企业，公司 2019 年至今实现高速增长。2021 年，公司实现营业收入713.40 亿元，连续三年同比增速超20%，实现归母净利润10.96亿元，连续两年增速超 30%。受疫情等因素影响，2022 年前三季度公司增速有所放缓，实现营收与归母净利润分别为 539.14 亿元、9.29 亿元，同比分别增长8.44%、7.06%。

图 4：公司 2017-2022Q1-Q3 营收变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

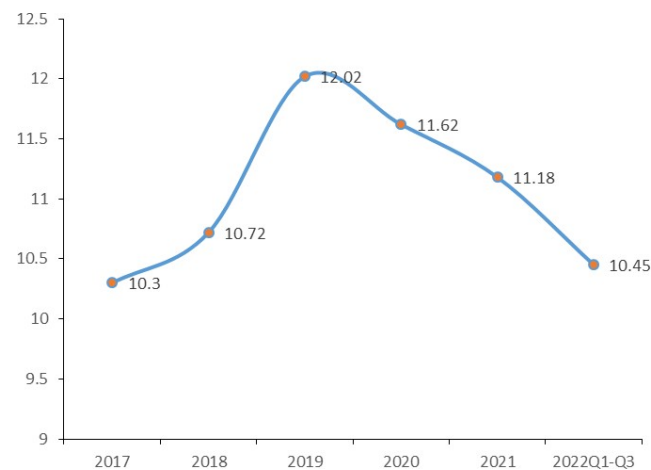
图 5：公司 2017-2022Q1-Q3 归母净利润变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

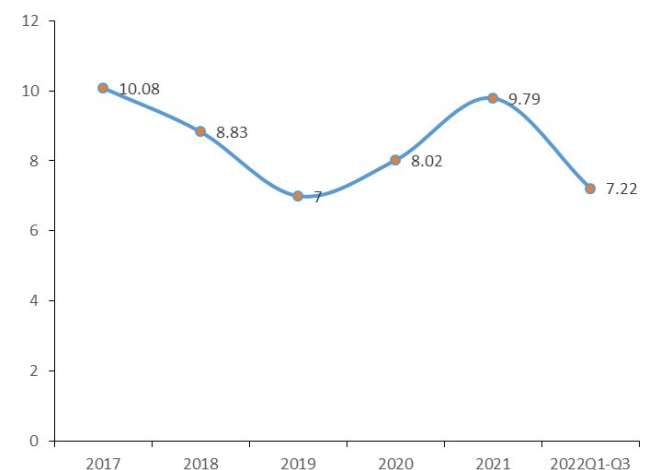
从盈利能力和质量来看，受近年来上游水泥等原材料价格上涨及收入规模快速扩张等因素影响，公司 2019 年至今毛利率缓速下降，2022 年前三季度毛利率 10.45%，与 2018 年水平基本相当。ROE 水平呈现波动趋势，2021 年为 9.79%，2022 年上半年受疫情冲击，实现 ROE 7.22%。

图 6：公司 2017-2022Q1-Q3 毛利率变化



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 7：公司 2017-2022Q1-Q3 ROE 变化



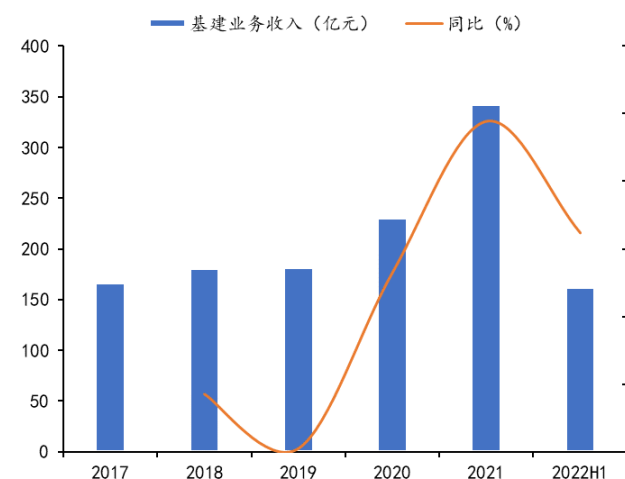
资料来源：Wind，国海证券研究所

2、基建：直接受益地区基建投资增长，项目结构调整推动盈利提升

2.1、公司收入“压舱石”，盈利水平回升带动利润增加

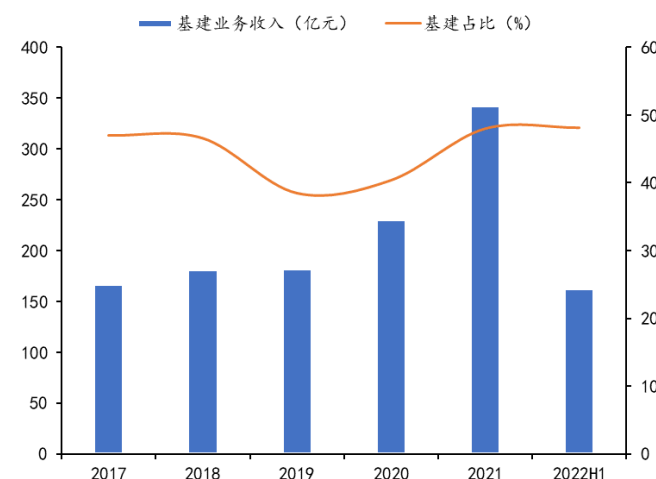
建筑工程为公司核心主业和主要收入来源，包含基建、房建工程两大板块。基础设施建设业务主要涉及市政、路桥、水利、港航建设，公司旗下安徽水利、安徽路桥、路桥集团等均为安徽省老牌基建施工单位，共拥有 6 项基建类特级资质及多项一级资质。近 5 年来，公司基建业务收入持续增长，2020 年至今高速增长，2022H1 仍保持 32.39% 高增速。利润方面，除 2019 年行业整体弱运行、公司基建业务毛利润同比下滑外，其他年份公司基建板块毛利润均维持高增长，2022H1 增速超 30%，稳定在高位。

图 8：基建业务收入增速情况



资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

图 9：基建业务收入占比变化



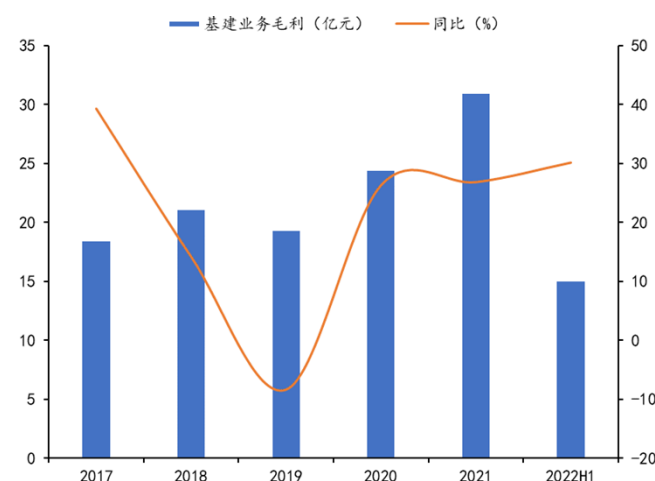
资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

从营收占比情况看，近 5 年来，除 2019 年基建业务收入占比（38.45%）低于 40%，其余年份均高于 40%。近年来在国家发力基础设施建设的政策背景下，公司基建业务收入占比波动提升，2021 年 2022 年上半年占比分别达到 47.99%、48.13%，为近年来最高水平，基建业务日益成为公司收入“压舱石”。

结合基建板块毛利率与公司整体毛利率对比变化，可进一步分析基建业务对公司利润的重要贡献。2017 年起，伴随着国家宏观经济结构调整，狭义基建投资增速开始回落，传统建筑业粗放增长模式难以为继，建筑行业高毛利时代逐渐结束。公司基建业务毛利率自 2018 年起开始下滑，2019 年后低于公司整体毛利率水平，但由于公司过往数年建设运营多个 PPP 项目，整个建筑工程板块毛利率较高，带动整体毛利率上升。2019 年后，国家对 PPP 项目模式的管理日益规范化、严格化，大量 PPP 项目清库，公司逐步收紧 PPP 项目数量，建筑工程板块毛利率缓慢下滑；与此同时，“房住不炒”成为地产政策总基调，公司房地产开发业务及部分房建业务受到影响，利润规模及毛利率均有下降，2019 年至今公司整体毛利率水平持续下降。

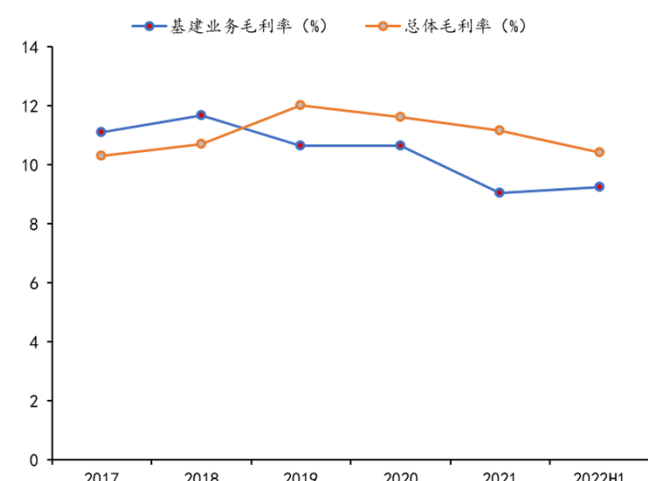
2021 年，受疫情影响及上游原材料价格大幅上涨冲击，公司基建业务毛利率水平下滑幅度较大，随着公司逐步调整业务结构、提高管理水平，在原材料成本相对稳定可控背景下，公司 2022 年上半年基建业务毛利率逆势小幅回升，不仅缩小与整体毛利率之间的差距，还在基建业务占比不断提升的同时对公司整体盈利水平起到了托底作用。随着基建业务规模持续扩张、整体业务结构不断优化完善，基建业务对公司整体利润的支撑作用将持续加强。

图 10：基建业务毛利增速情况



资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

图 11：基建业务毛利率与整体毛利率对比



资料来源：Wind，公司公告，国海证券研究所

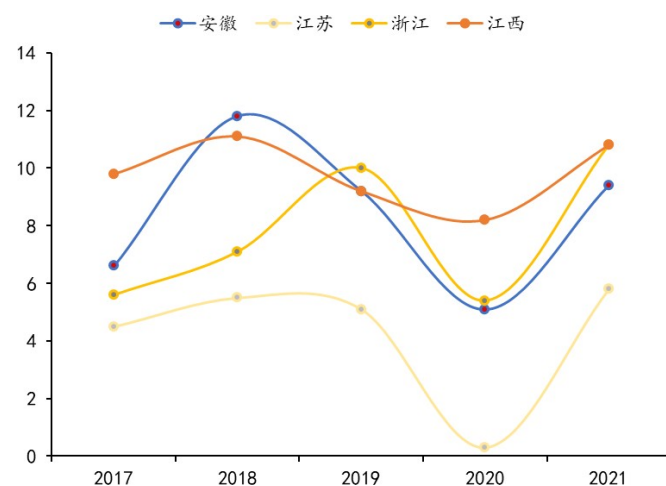
2.2、受益地区基建投资，基建业务有望维持高增长

华东为我国经济核心区之一，财政收支稳定，基建投资规模较大，安徽为华东地区乃至全国工业大省和主要工业原材料生产基地，以公共支出为基础的固定资产投资和基建投资在全省经济中占有重要地位。“十三五”期间，安徽省 GDP、财政收入、固定资产投资年均增长率分别达到 7.3%、7.2%、9.7%，均高于全国平均水平（6.3%、2.8%、4.1%）其中财政收入与固定资产投资领先全国水平较多。

“十三五”期间，安徽省加快基础设施投资，完成或推动实施了一批重大基建工程，带动基建板块快速增长：全省高铁运营总里程 2329 公里，居全国首位，实现了“市市通高铁”；新建改建农村公路 12.7 万公里；水运、航运等重要基础设施不断完善，现代能源体系加速构建。

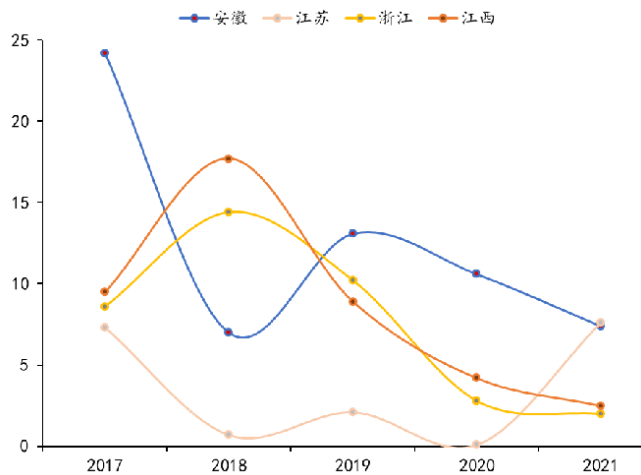
横向来，2017 至今 5 年间，安徽省固投增速在华东四省中处于较快水平，基建增速在大部分年份显著高于其他省份，年均增长率超 10%。其中，2020 年安徽省基建投资增速 10.6%，位居全国第七、华东地区首位，在整个中东部地区仅落后于广东省，同年全国平均基建投资增速为 1.55%。安徽省近年来整体经济水平稳定提高，带动基建需求高速增长。

图 12：华东四省近 5 年固投增速（%）



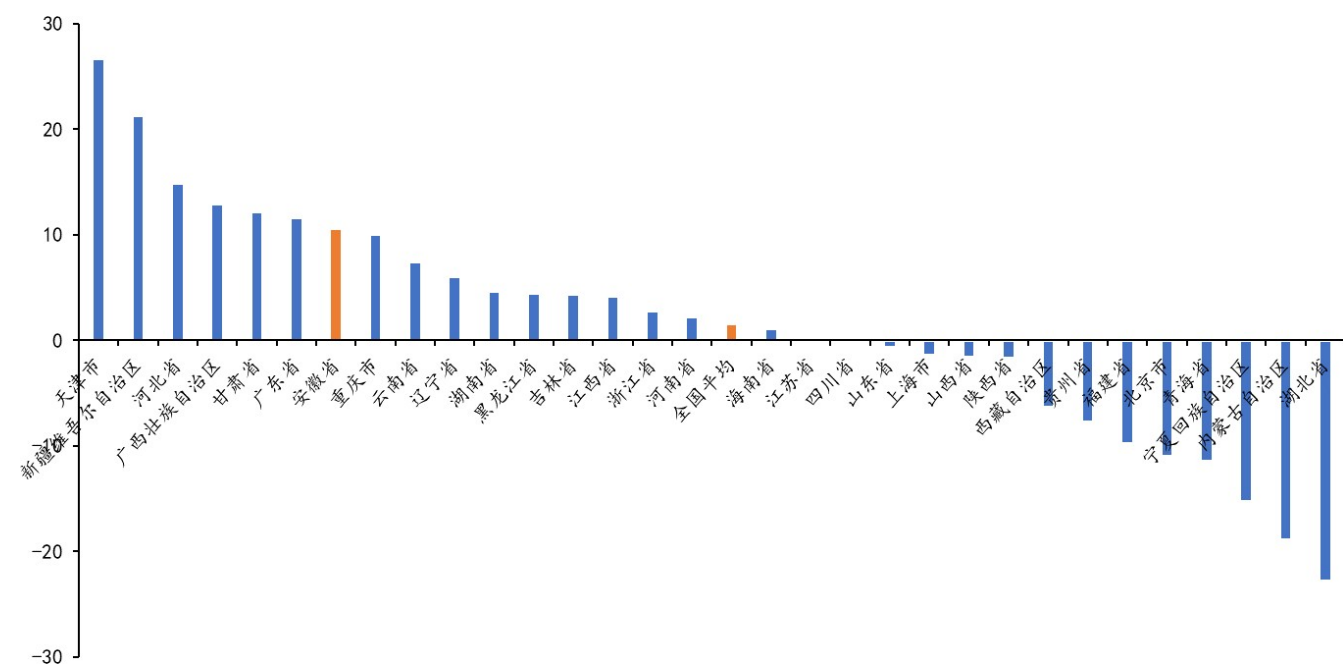
资料来源：国家统计局，国海证券研究所

图 13：华东四省近 5 年基建投资增速（%）



资料来源：国家统计局，相关各省统计局，国海证券研究所
 （注：江苏省 2017、2021 年数据为“项目投资”口径；江西省 2021 年数据为“第三产业投资”口径）

图 14：2020 年安徽省基建投资增速位居前列、大幅领先全国平均水平（%）



资料来源：国家统计局，国海证券研究所

在“十三五”基础上，安徽省“十四五”规划继续设定了较快的地区生产总值增速目标，涉及大规模城乡建设及“铁公基”投资项目。根据安徽省“十四五”规划，全省生产总值年均增速保持在 6.5% 左右，固定资产投资增长率 7.5% 左右。到 2025 年，全省新增铁路运营里程 1800 公里，铁路网覆盖 90% 以上县、高铁网覆盖 80% 以上县；高速公路通车里程 6800 公里以上，高速公路密度 485 公里/万平方公里以上；合肥新桥、阜阳机场改扩建，开建亳州、蚌埠机场；通航运输机场 7 个以上；基本完成 2000 年底建成的老旧小区改造；乡村骨干路网提

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/628074072001006130>