

远被低估的多重政策受益标的，重申“买入”评级

公司简报

◆本篇报告之目的

10月以来公司股价一直盘整，在建筑板块飙涨之际，极大考验投资者耐心，部分投资者也有所动摇，但我们认为公司的投资价值远未被充分挖掘，尤其是明显受益于国企改革、“一路一带”、沪港通、水利投资以及地产复苏等，但股价尚未表现，因此我们认为盘整恰恰提供了买入良机。

◆五大主题集一身，股价远未充分反应

主题1——国企改革（资产注入）：安徽建工是省属重点企业，省内国企江淮汽车、国元控股的方案已获批，我们判断公司国企改革已经临近，整体上市将是主要内容，加上母公司资产规模远超市场预期，公司将显著受益。

主题2——沪港通：11月17日沪港通将正式推出，公司是建筑板块20家受益股之一，也是唯一地方性水利企业，具有稀缺性，有望受益。

主题3——“一路一带”：母公司安徽建工连续5年上榜“ENR全球最大250家国际承包商”（2013年位列151位），2012年新签海外合同58亿元，业务分布在非洲、东盟、南亚等11个国家，海外施工经验丰富，也明显受益于“一路一带”国家战略。

主题4——水利投资：在能源结构目标、基建投资稳定经济的驱动下，中大型水利水电投资加速势在必然，有望复制2014年的铁路基建行业，而安徽省正在积极推动的22项重大水利工程项目总投资规模超过700亿元，公司作为省内水利施工龙头企业，有望充分受益。

主题5——地产复苏：地产政策放松迹象明显，地产销售开始复苏，公司地产业务也有望回暖，目前股价表现也远低于其他地产类企业。

◆业绩回暖趋势确立，重申“买入”评级

上半年公司订单同比增长87%，充足订单叠加2013年四季度业绩的低基数，2014年业绩回暖趋势较为确定。2015年在水利投资加速、地产回暖的带动下，业绩加速概率较大。预计公司2014-2016年EPS分别为0.48元、0.59元、0.77元。相对已经较大的五大投资主题相关标的涨幅来说，公司价值远未被充分挖掘，因此我们重申“买入”评级，目标价至少14元。

◆风险提示：资产注入进度慢于预期风险、地产下滑风险

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 6,490 | 6,812 | 7,977 | 9,758 | 11,845 |
| 营业收入增长率 | 22.16% | 4.96% | 17.10% | 22.32% | 21.39% |
| 净利润（百万元） | 258 | 203 | 240 | 298 | 386 |
| 净利润增长率 | 2.05% | -21.30% | 18.28% | 24.18% | 29.64% |
| EPS（元） | 0.51 | 0.40 | 0.48 | 0.59 | 0.77 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 19.03% | 13.07% | 13.54% | 14.57% | 16.09% |
| P/E | 18 | 23 | 20 | 16 | 12 |
| P/B | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 |

买入（维持）

当前价/目标价：9.40/14.00元

目标期限：6个月

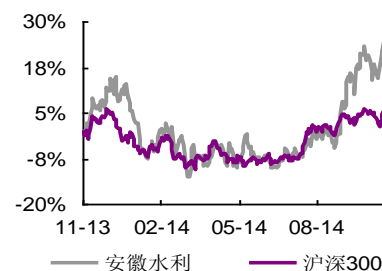
分析师

杜市伟（执业证书编号：S0930514060002）
021-22169105
dusw@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：5.02
总市值(亿元)：47.18
一年最低/最高(元)：6.67/9.92
近3月换手率：236.74%

股价表现(一年)

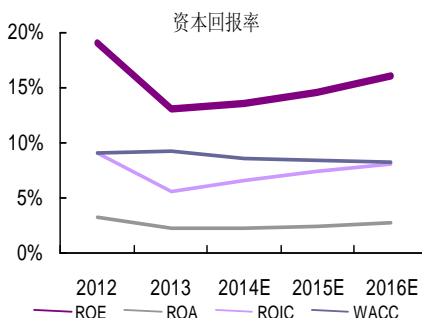
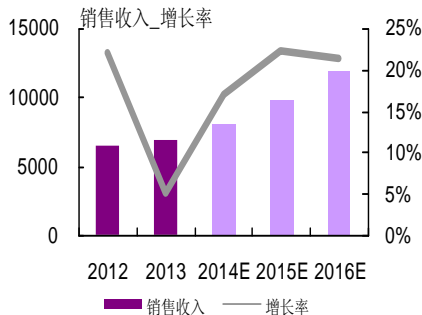
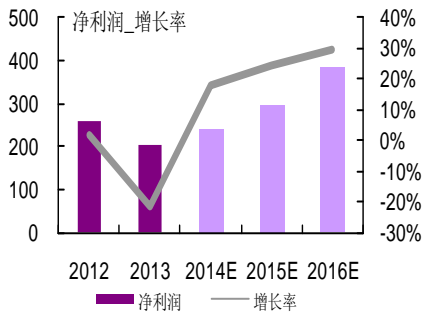
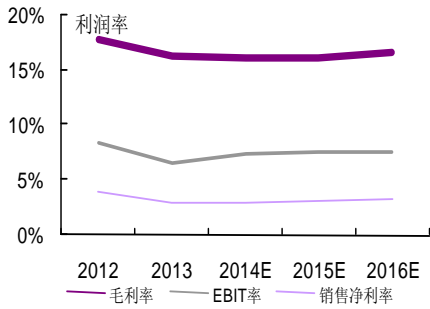


收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|-------|-------|
| 相对 | -6.06 | 12.35 | 8.76 |
| 绝对 | -2.69 | 22.41 | 19.93 |

相关研报

前三季度业绩平稳增长，四季度有望提速
..... 2014-10-19
水利水电业务专项研究——传统优势有望上演“王者归来”
..... 2014-10-16
业绩回暖与国企改革共振，盛宴将启
..... 2014-09-08



| 利润表 (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 6,490 | 6,812 | 7,977 | 9,758 | 11,845 |
| 营业成本 | 5,329 | 5,705 | 6,696 | 8,182 | 9,884 |
| 折旧和摊销 | 59 | 77 | 79 | 81 | 83 |
| 营业税费 | 273 | 267 | 311 | 381 | 486 |
| 销售费用 | 26 | 31 | 36 | 44 | 54 |
| 管理费用 | 231 | 263 | 287 | 381 | 462 |
| 财务费用 | 192 | 126 | 211 | 259 | 289 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -3 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 354 | 327 | 379 | 476 | 615 |
| 利润总额 | 376 | 339 | 380 | 478 | 617 |
| 少数股东损益 | 0 | 2 | 3 | 8 | 15 |
| 归属母公司净利润 | 257.77 | 202.86 | 239.94 | 297.96 | 386.29 |

| 资产负债表 (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 总资产 | 8,163 | 9,416 | 11,414 | 13,251 | 15,556 |
| 流动资产 | 6,323 | 7,114 | 9,227 | 10,917 | 13,067 |
| 货币资金 | 931 | 1,022 | 1,835 | 2,244 | 2,724 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 2,426 | 3,030 | 3,995 | 4,521 | 5,322 |
| 应收票据 | 11 | 12 | 14 | 17 | 20 |
| 其他应收款 | 466 | 569 | 638 | 781 | 948 |
| 存货 | 2,395 | 2,380 | 2,678 | 3,273 | 3,954 |
| 可供出售投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 59 | 67 | 67 | 67 | 67 |
| 固定资产 | 684 | 849 | 823 | 793 | 747 |
| 无形资产 | 274 | 197 | 188 | 178 | 169 |
| 总负债 | 6,413 | 7,445 | 9,220 | 10,776 | 12,710 |
| 无息负债 | 4,424 | 4,920 | 5,531 | 6,746 | 8,086 |
| 有息负债 | 1,989 | 2,525 | 3,689 | 4,029 | 4,625 |
| 股东权益 | 1,749 | 1,971 | 2,194 | 2,476 | 2,846 |
| 股本 | 335 | 502 | 502 | 502 | 502 |
| 公积金 | 194 | 155 | 179 | 208 | 247 |
| 未分配利润 | 751 | 799 | 995 | 1,239 | 1,556 |
| 少数股东权益 | 395 | 419 | 422 | 430 | 445 |

| 现金流量表 (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| 经营活动现金流 | -92 | -222 | -172 | 402 | 235 |
| 净利润 | 258 | 203 | 240 | 298 | 386 |
| 折旧摊销 | 59 | 77 | 79 | 81 | 83 |
| 净营运资金增加 | 385 | 248 | 956 | 476 | 810 |
| 其他 | -793 | -750 | -1,448 | -453 | -1,045 |
| 投资活动产生现金流 | -358 | 11 | 54 | -50 | -30 |
| 净资本支出 | -87 | -36 | -47 | -50 | -30 |
| 长期投资变化 | 59 | 67 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -329 | -20 | 101 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 447 | 302 | 932 | 58 | 275 |
| 股本变化 | 0 | 167 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 420 | 536 | 1,163 | 341 | 595 |
| 无息负债变化 | 1,581 | 496 | 611 | 1,215 | 1,339 |
| 净现金流 | -2 | 91 | 813 | 410 | 480 |

资料来源：光大证券、上市公司

| 关键指标 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 22.16% | 4.96% | 17.10% | 22.32% | 21.39% |
| 净利润增长率 | 2.05% | -21.30% | 18.28% | 24.18% | 29.64% |
| EBITDA/EBITDA 增长率 | 10.31% | -14.32% | 28.42% | 21.97% | 21.00% |
| EBIT/EBIT 增长率 | 10.22% | -19.12% | 32.80% | 24.59% | 23.11% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 18 | 23 | 20 | 16 | 12 |
| PB | 3 | 3 | 3 | 2 | 2 |
| EV/EBITDA | 10 | 16 | 14 | 12 | 10 |
| EV/EBIT | 12 | 19 | 16 | 13 | 11 |
| EV/NOPLAT | 17 | 32 | 24 | 20 | 17 |
| EV/Sales | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/IC | 2 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 17.90% | 16.25% | 16.06% | 16.15% | 16.56% |
| EBITDA 率 | 9.37% | 7.65% | 8.39% | 8.36% | 8.34% |
| EBIT 率 | 8.46% | 6.52% | 7.39% | 7.53% | 7.64% |
| 税前净利润率 | 5.79% | 4.98% | 4.76% | 4.90% | 5.21% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 3.97% | 2.98% | 3.01% | 3.05% | 3.26% |
| ROA | 3.15% | 2.17% | 2.13% | 2.31% | 2.58% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 19.03% | 13.07% | 13.54% | 14.57% | 16.09% |
| 经营性 ROIC | 9.01% | 5.49% | 6.49% | 7.30% | 7.94% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 1.08 | 1.07 | 1.09 | 1.09 | 1.10 |
| 速动比率 | 0.67 | 0.71 | 0.78 | 0.77 | 0.76 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 0.68 | 0.61 | 0.48 | 0.51 | 0.52 |
| 有形资产/有息债务 | 3.91 | 3.61 | 3.04 | 3.24 | 3.33 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.51 | 0.40 | 0.48 | 0.59 | 0.77 |
| 每股红利 | 0.05 | 0.04 | 0.05 | 0.06 | 0.08 |
| 每股经营现金流 | -0.18 | -0.44 | -0.34 | 0.80 | 0.47 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 0.09 | 0.32 | -0.98 | 0.12 | -0.23 |
| 每股净资产 | 2.70 | 3.09 | 3.53 | 4.07 | 4.78 |
| 每股销售收入 | 12.93 | 13.57 | 15.89 | 19.44 | 23.60 |

资料来源：光大证券、上市公司

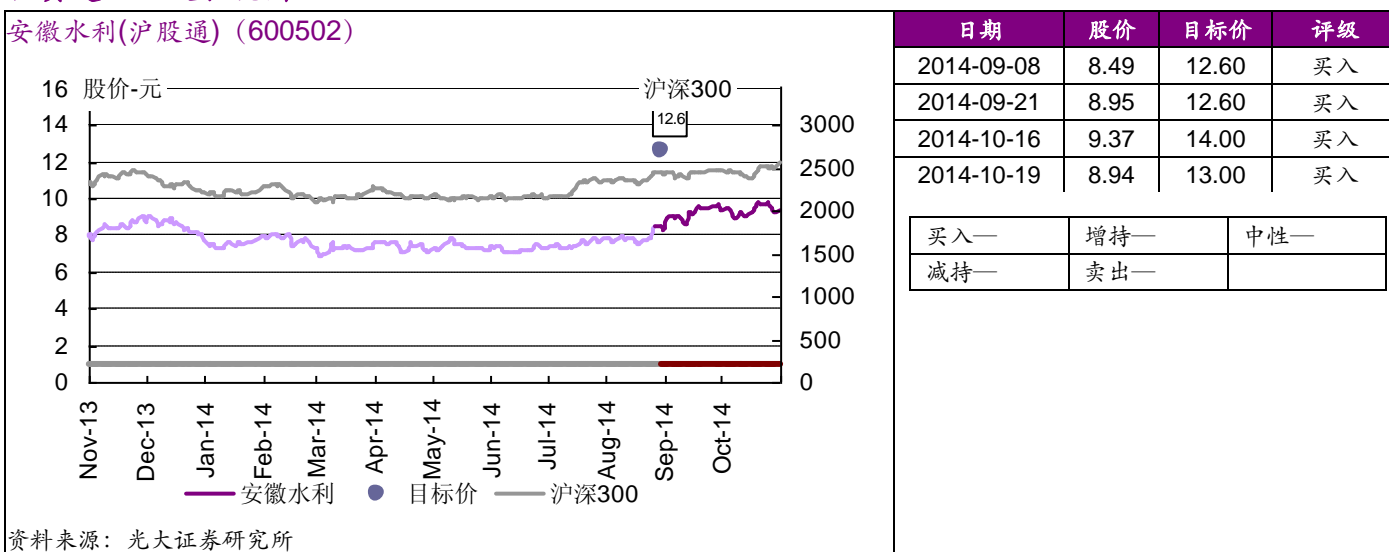
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

杜市伟，上海交通大学金融学硕士，2年工程行业经验，2012年开始从事证券行业研究，2014年加盟光大证券，覆盖包括装饰园林、水利工程、房屋建筑、专业工程等在内的建筑与工程行业，对行业有着较为深刻的认识，熟悉公司：金螳螂、洪涛股份、天广消防、围海股份、安徽水利、中化岩土、铁汉生态等

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
 市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

| 销售交易部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 电子邮件 |
|-------|-----------|---------------|-------------|-------------------------|
| 北京 | 郝辉 | 010-58452028 | - | haohui@ebsecn.com |
| | 黄怡 | 010-58452027 | - | huangyi@ebsecn.com |
| | 梁晨 | - | - | liangchen@ebsecn.com |
| | 刘公直 | 010-58452029 | - | liugongzhi@ebsecn.com |
| | 严非 | 021-22169086 | - | yanfei@ebsecn.com |
| 上海 | 周薇薇 | 021-22169087 | - | zhouww1@ebsecn.com |
| | 徐又丰 | 021-22169082 | - | xuyf@ebsecn.com |
| | 李强 | 021-22169131 | - | liqiang88@ebsecn.com |
| | 奚亦扬 | 021-22169091 | - | xiyy@ebsecn.com |
| | 张弓 | 021-22169083 | - | zhanggong@ebsecn.com |
| | 罗德锦 | 021-22169146 | - | luodj@ebsecn.com |
| | 黎晓宇 | 0755-83553559 | - | lixxy1@ebsecn.com |
| 深圳 | 黄鹏华 | 0755-83553249 | - | huanglh@ebsecn.com |
| | 李潇 | 0755-83559378 | - | lixiao1@ebsecn.com |
| | 张亦潇 | 0755-23996409 | - | zhangyx@ebsecn.com |
| | 王渊锋 | - | - | wangyuanfeng@ebsecn.com |
| | 机构客户业务部 | 姓名 | 办公电话 | 手机 |
| 上海 | 濮维娜(总经理) | 021-62152373 | 13611990668 | puwn@ebsecn.com |
| | 张辉 | 021-22167108 | 13611990668 | zhanghui1@ebsecn.com |
| | 计爽 | 021-22167101 | 18621181721 | jishuang@ebsecn.com |
| | 吉喆 | 021-22169129 | 18918212345 | jizhe@ebsecn.com |
| 北京 | 朱林 | 010-59046212 | 18611386181 | zhulin1@ebsecn.com |
| | 徐放 | 010-56513051 | 18618469955 | xufang@ebsecn.com |
| 国际业务 | 陶奕(副总经理) | 021-62152393 | 18018609199 | taoyi@ebsecn.com |
| | 威德文(执行董事) | 021-22169152 | 13585893550 | qidw@ebsecn.com |
| | 顾胜寒 | 021-22167094 | 18352760578 | gush@ebsecn.com |