

中国水电 (601669)

## 13 年将受益水电项目核准加速

——2012 年年报点评

	张琨 (分析师)	王建 (研究助理)
	021-38674754	010-59312714
	zhangkun008742@gtjas.co	wangjian010838@gtjas.com
证书编号	S0880512080001	S0880111090084

## 本报告导读:

受益国内水电核准加速及轨道交通集中批复后的巨大市场空间,13 年海外订单值得期待。

## 投资要点:

受益国内水电核准加速及轨道交通集中批复后的巨大市场空间,13 年海外订单值得期待。考虑公司目前估值及在手订单保障性,给予增持评级。12 年归属于上市公司股东净利润 40.9 亿,同增 13.1%,符合预期。

国内水电推进慢于规划,13 年核准将加速。公司 12 年国内水利水电新签合同 398.7 亿,同减 3.3%;预计其中水利增长 30-40%,水电有所下滑。据能源发展十二五规划,计划新开工 1.6 亿千瓦。11-12 年合计核准 3 千万千瓦,按规划 13-15 年将核准 1.3 亿千瓦,完成难度较大,但预计后期核准将会加速。乌东德预计会于近期获批(总投资 800 亿,建安成本 400 亿);白鹤滩有望在年内获批。大项目加快推进,有望带来水电订单回暖。

13 年轨道交通仍将带动非水利水电业务发展,优选项目成关键。公司 12 年新签国内非水电项目 670.5 亿,同增 150%,主因新签轨道交通项目大幅增长。发改委 12 年 9 月批复了多个城市的轨道交通规划,涉及投资超八千亿,轨道交通市场空间很大。轨道交通业务以 BT 项目居多,公司目前资产负债率 80.8%,已达国资委关注水平,公司将优选项目,严控风险。

海外订单 13 年值得期待。13 年公司将继续执行走出去发展战略,坚持以国际水电项目为龙头,向国际能源项目等发展。13 年国际水电建设趋势向好,拟招标项目较多。中国电建积极创造条件将水电勘测设计业务和资产注入公司,有关工作正在有序推进。13 年计划新签 2002 亿,计划营收 1436 亿。预计 13-14 年 EPS0.5、0.6 元,增持评级,目标价 4.5 元。

财务摘要 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	113,471	127,037	144,552	167,816	193,379
(+/-)%	12%	12%	14%	16%	15%
经营利润 (EBIT)	7,837	8,271	9,381	11,186	12,904
(+/-)%	33%	6%	13%	19%	15%
净利润	3,619	4,094	4,834	5,762	7,031
(+/-)%	24%	13%	18%	19%	22%
每股净收益 (元)	0.38	0.43	0.50	0.60	0.73
每股股利 (元)	0.02	0.07	0.07	0.07	0.07

利润率和估值指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营利润率 (%)	6.9%	6.5%	6.5%	6.7%	6.7%
净资产收益率 (%)	13.3%	13.2%	13.8%	14.4%	15.1%
投入资本回报率 (%)	6.7%	6.3%	6.4%	7.3%	7.9%
EV/EBITDA	5.2	6.0	5.6	4.6	3.9
市盈率	9.4	8.3	7.0	5.9	4.8
股息率 (%)	0.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级:

目标价格: 4.50

上次预测:

当前价格: 3.53

2013.04.23

## 交易数据

52 周内股价区间 (元)	2.94-4.87
总市值 (百万元)	33,888
总股本/流通 A 股 (百万股)	9,600/3,003
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	31%
日均成交量 (百万股)	1
日均成交值 (百万元)	205

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	30,930
每股净资产	3.22
市净率	1.1
净负债率	224%

EPS (元)	2012A	2013E
Q1	0.08	0.09
Q2	0.13	0.15
Q3	0.09	0.11
Q4	0.13	0.15
全年	0.43	0.50

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-2%	-5%	-22%
相对指数	1%	-2%	-16%

## 相关报告

《水利水电工程业的航空母舰》2011.09.22

模型更新时间: 2013.04.23

**股票研究**

工业  
建筑工程业

**中国水电 (601669)**

**评级: 增持**

上次评级:

**目标价格: 4.50**

上次预测:

**当前价格: 3.53**

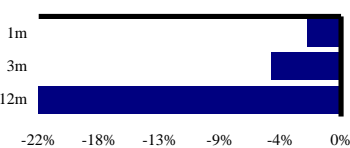
公司网址

www.sinohydro.com/gufen

**公司简介**

公司是中央管理的中国水利水电建设集团公司整体改制并控股创立的股份公司,是跨国经营的综合性大型企业,是中国规模最大、科技水平领先、最具实力、行业品牌影响力最强的水利水电建设企业。主营业务包括工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁、房地产开发等。公司核心主业是水利水电建设,长期以来一直是国内水利水电工程的龙头施工企业,引领着水利水电施工技术的发展,同时向其他建筑领域延伸,已经成为我国乃至全球特大型综合建设集团之一。公司2007年被评为首

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

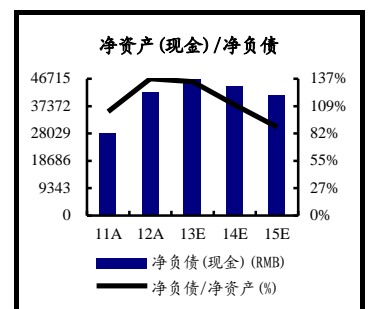
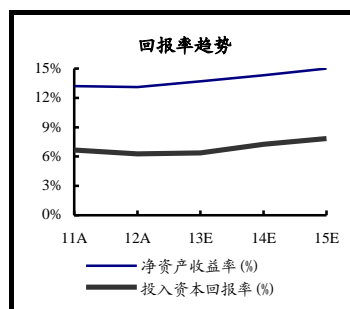
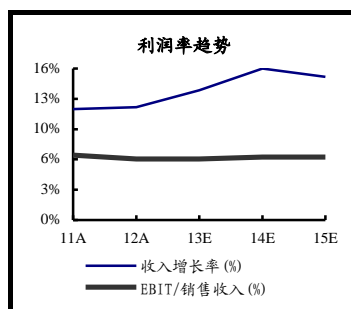
2.94-4.87

市值 (百万)

33,888

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>损益表</b>					
营业总收入	113,471	127,037	144,552	167,816	193,379
营业成本	97,113	109,458	124,581	144,335	166,307
税金及附加	2,824	2,985	3,397	3,943	4,544
销售费用	161	195	222	258	297
管理费用	5,535	6,127	6,972	8,094	9,326
EBIT	7,837	8,271	9,381	11,186	12,904
公允价值变动收益	0	-7	0	0	0
投资收益	190	149	149	149	149
财务费用	2,513	2,656	2,926	3,407	3,311
营业利润	4,938	5,314	6,311	7,561	9,271
所得税	1,045	1,155	1,363	1,625	1,983
少数股东损益	322	267	315	376	458
净利润	3,619	4,094	4,834	5,762	7,031
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	32,926	27,087	29,795	32,774	37,034
其他流动资产	3,890	3,297	0	0	0
长期投资	4,447	12,065	12,365	12,725	13,145
固定资产合计	46,193	50,175	51,192	51,942	52,020
无形及其他资产	15,852	17,513	18,686	20,154	21,885
资产合计	163,215	181,527	191,735	209,755	231,558
流动负债	82,054	86,135	91,104	98,658	106,644
非流动负债	49,565	60,531	61,237	66,237	73,237
股东权益	27,262	30,930	34,966	40,056	46,415
投入资本(IC)	92,929	104,225	115,704	121,588	129,532
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	6,194	6,540	7,417	8,845	10,203
折旧与摊销	4,057	4,439	5,080	5,699	6,402
流动资金增量	-2,894	-8,543	-773	-662	-1,887
资本支出	-13,246	-14,990	-7,067	-7,715	-8,009
自由现金流	-5,889	-12,554	4,657	6,166	6,709
经营现金流	5,804	2,423	10,670	15,191	16,269
投资现金流	-13,433	-14,129	-7,219	-7,926	-8,281
融资现金流	27,376	5,724	-743	-4,286	-3,729
现金流净增加额	19,747	-5,982	2,708	2,979	4,260
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	11.8%	12.0%	13.8%	16.1%	15.2%
EBIT 增长率	32.8%	5.5%	13.4%	19.2%	15.4%
净利润增长率	24.3%	13.1%	18.1%	19.2%	22.0%
利润率					
毛利率	14.4%	13.8%	13.8%	14.0%	14.0%
EBIT 率	6.9%	6.5%	6.5%	6.7%	6.7%
净利润率	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%	3.6%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	13.3%	13.2%	13.8%	14.4%	15.1%
总资产收益率(ROA)	2.2%	2.3%	2.5%	2.7%	3.0%
投入资本回报率(ROIC)	6.7%	6.3%	6.4%	7.3%	7.9%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	102	116	121	119	120
应收账款周转天数	51	50	50	49	50
总资产周转天数	458	495	471	437	416
净利润现金含量	1.60	0.59	2.21	2.64	2.31
资本支出/收入	12%	12%	5%	5%	4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	80.6%	80.8%	79.5%	78.6%	77.7%
净负债率	103.8%	136.5%	133.6%	110.2%	88.3%
<b>估值比率</b>					
PE	9.4	8.3	7.0	5.9	4.8
PB	1.2	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA	5.2	6.0	5.6	4.6	3.9
P/S	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
股息率	0.6%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%



**表 1: 中国水电盈利预测**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	<b>101,494</b>	<b>113,471</b>	<b>127,037</b>	<b>144,552</b>	<b>167,816</b>	<b>193,379</b>
增长率	34.4%	11.8%	12.0%	13.8%	16.1%	15.2%
营业成本	-88,832	-97,113	-109,458	-124,581	-144,335	-166,307
%销售收入	87.5%	85.6%	86.2%	86.2%	86.0%	86.0%
毛利	12,662	16,358	17,579	19,971	23,481	27,072
%销售收入	12.5%	14.4%	13.8%	13.8%	14.0%	14.0%
营业税金及附加	-2,440	-2,824	-2,985	-3,397	-3,943	-4,544
%销售收入	2.4%	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
营业费用	-161	-161	-195	-222	-258	-297
%销售收入	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-4,159	-5,535	-6,127	-6,972	-8,094	-9,326
%销售收入	4.1%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%
息税前利润 (EBIT)	5,902	7,837	8,271	9,381	11,186	12,904
%销售收入	5.8%	6.9%	6.5%	6.5%	6.7%	6.7%
财务费用	-1,859	-2,513	-2,656	-2,926	-3,407	-3,311
%销售收入	1.8%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	1.7%
资产减值损失	-132	-576	-443	-293	-367	-471
公允价值变动收益	5	0	-7	0	0	0
投资收益	105	190	149	149	149	149
%税前利润	2.6%	3.8%	2.7%	2.3%	1.9%	1.6%
营业利润	4,021	4,938	5,314	6,311	7,561	9,271
营业利润率	4.0%	4.4%	4.2%	4.4%	4.5%	4.8%
营业外收支	13	48	202	202	202	202
税前利润	<b>4,034</b>	<b>4,987</b>	<b>5,516</b>	<b>6,512</b>	<b>7,762</b>	<b>9,472</b>
利润率	4.0%	4.4%	4.3%	4.5%	4.6%	4.9%
所得税	-808	-1,045	-1,155	-1,363	-1,625	-1,983
所得税率	20.0%	21.0%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
净利润	3,226	3,941	4,361	5,149	6,137	7,489
少数股东损益	315	322	267	315	376	458
归属于母公司的净利润	<b>2,911</b>	<b>3,619</b>	<b>4,094</b>	<b>4,834</b>	<b>5,762</b>	<b>7,031</b>
净利率	2.9%	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%	3.6%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

**表 2: 单季度业绩增长**

报告期	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q4	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4
营业收入 (亿)	20,789.06	29,895.88	26,919.90	35,866.05	24,200.01	30,989.03	33,112.52	38,735.02
收入增速	19.10%	28.50%	12.05%	-2.40%	16.41%	3.66%	23.00%	8.00%
营业成本	18,174.97	25,628.62	23,398.66	29,911.05	21,198.59	26,392.23	28,743.05	33,124.09
毛利	2,614.09	4,267.26	3,521.24	5,955.00	3,001.42	4,596.79	4,369.47	5,610.93
毛利率	12.6%	14.3%	13.1%	16.6%	12.4%	14.8%	13.2%	14.5%
销售费用	25.08	29.13	33.82	73.35	35.89	30.85	52.21	76.36
销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%

管理费用	1,006.28	1,129.66	1,258.17	2,141.18	1,060.97	1,448.37	1,469.80	2,147.70
管理费用率	4.8%	3.8%	4.7%	6.0%	4.4%	4.7%	4.4%	5.5%
财务费用	369.16	512.77	632.71	997.98	523.36	733.07	745.04	654.39
财务费用率	1.8%	1.7%	2.4%	2.8%	2.2%	2.4%	2.3%	1.7%
营业利润	769.89	1,630.16	1,061.71	1,476.45	886.79	1,688.35	1,156.99	1,582.03
归属于母公司所有者的净利润	672.98	1,147.34	754.36	1,044.40	721.08	1,293.35	866.71	1,213.10
增长率	27.36%	49.81%	-9.31%	33.05%	7.15%	12.73%	14.89%	16.15%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		