

**买入 维持**
**中国水电 (601669)**
**2013年4月22日**

## 业绩基本符合预期, 非水利水电新签订单大幅增长

 建筑工程行业高级分析师: 赵健  
 SAC 执业证书编号: S0850512080002  
 zhaoj@htsec.com  
 021-23219472

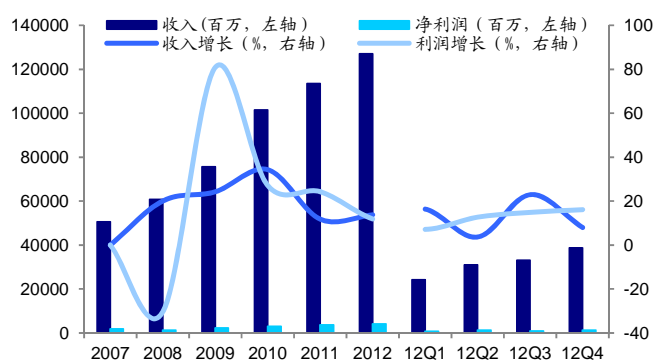
 联系人: 张显宁  
 zxn6700@htsec.com  
 021-23219813

**2013年4月19日收盘价: 3.54元**  
**6个月目标价: 3.84元**
**事项:**

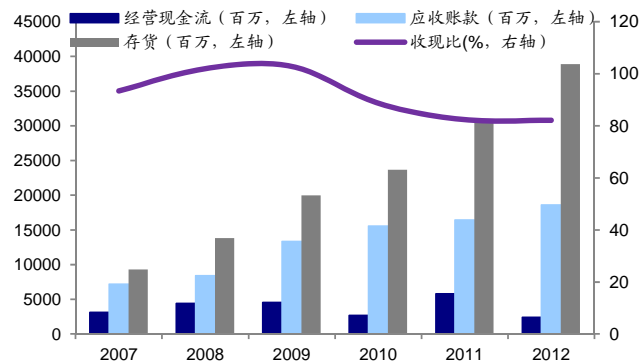
中国水电公告2012年年度业绩, 实现收入1270.37亿元, 同比增长11.96%; 实现归属净利润40.94亿元, 同比增长13.13%; 摊薄后每股收益0.43元。公司计划以2012年末总股本960,000万股为基数, 向全体股东每10股派发现金红利1.28元(含税), 共计分配现金股利1,228,800,000.00元。2013年, 公司计划新签合同2002.00亿元, 计划实现营业收入1,436.00亿元, 计划投资约582.60亿元。

**简要评述:**

- 4季度业绩增长放缓, 经营现金流同比大幅下滑, 回款压力渐显。**2012年4季度单季度收入同比增长8%, 净利润同比增长16.15%, 净利润增速高于收入主要是因为4季度全资子公司经营良好, 而部分控股子公司效益减少导致少数股东权益大幅下降所致。2012年经营现金流为24.23亿, 同比大幅下降58.26%, 主要原因是公司房地产业务加速发展, 其经营活动产生的现金流量净流出同比增幅较大, 4季度经营现金流为正的3.5亿元, 经营现金流状况略有改善; 应收账款为185.85亿, 较年初增加13.14%; 存货为389.01亿, 较年初增加了26.22%, 回款压力渐显。

**图1 公司收入和利润增长趋势**


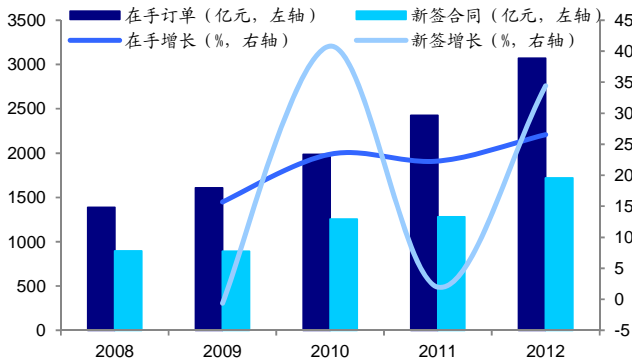
资料来源: Wind, 海通证券研究所

**图2 经营现金同比大幅下滑**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

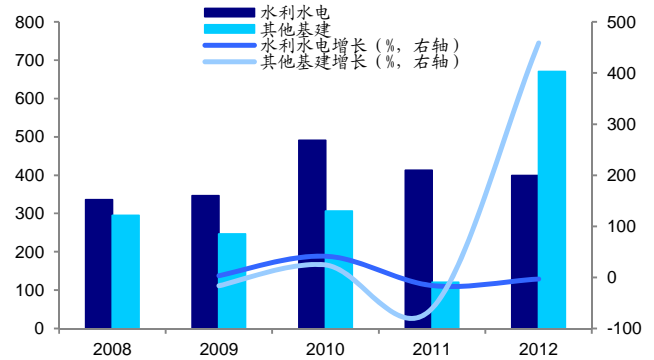
- 新签合同大幅增长, 国内增速高于国外, 主要是国内非水利水电订单增长迅速。**2012年公司新签合同1718.59亿, 同比大幅增长34.43%, 新签合同保持了较快增长速度; 国内、国外新签合同分别为1069.19亿和649.4亿, 同比增速分别为94.43%和9%, 国内增速明显高于国外。

图3 公司新签和在手合同增长趋势



资料来源: Wind, 海通证券研究所

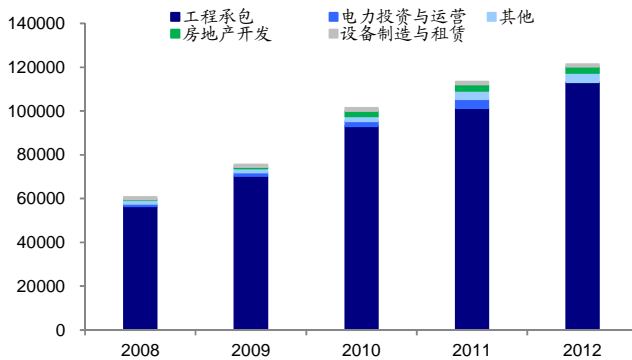
图4 国内订单结构



资料来源: Wind, 海通证券研究所

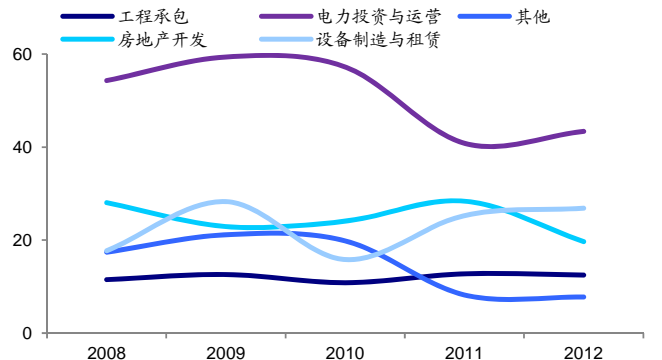
3. **工程承包收入保持小幅增长，房地产开发收入、毛利率同比下滑。**工程承包 1131.7 亿，同比增长 12%，保持了较快增长速度；房地产开发受宏观政策影响显著，实现收入 28.79 亿，同比大幅下滑 4.28%；设备制造与租赁实现收入 10.8 亿，同比减少 11.89%。工程承包毛利率为 12.49%，同比下降 0.26 个百分点，电力投资与运营毛利率为 43.39%，较上年同期有小幅提升；房地产开发毛利率为 19.68%，同比大幅下滑 8.71 个百分点。

图5 公司收入结构 (百万元)



资料来源: 公司 2008-2012 年年报, 海通证券研究所

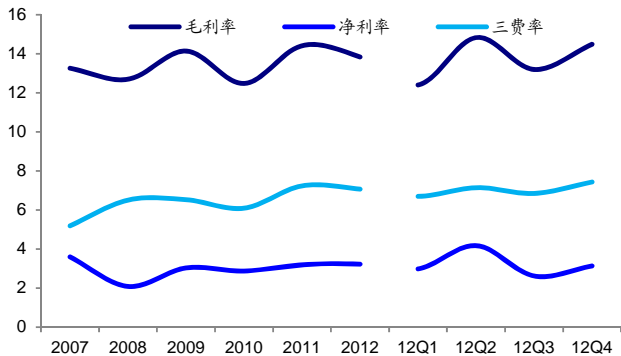
图6 公司各项业务毛利率情况 (%)



资料来源: 公司 2008-2012 年年报, 海通证券研究所

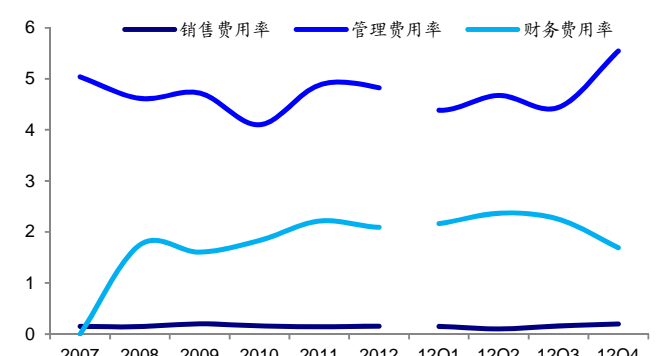
4. **综合毛利率略有提升，财务费用率下降，净利率小幅增长。**2012 年毛利率为 13.84%，同比下降 0.58 个百分点；三费率为 7.07%，同比下降 0.16 个百分点，其中财务费用率下降明显，同比下降了 0.12 个百分点；2012 年**净利率为 3.22%，同比小幅增加 0.03 个百分点。**

图7 毛利率水平略有提升 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

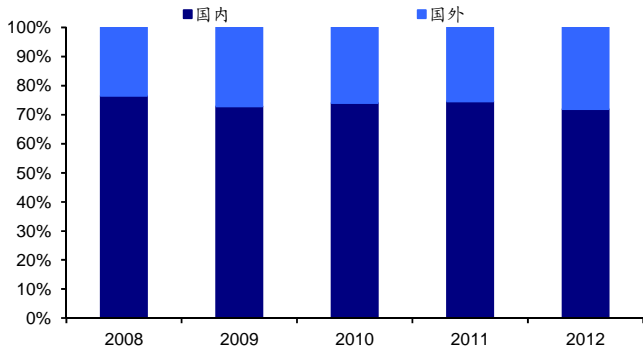
图8 管理费用率、财务费用率下降 (%)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

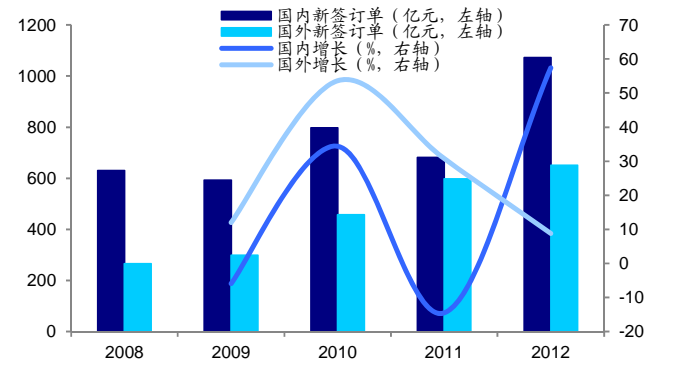
5. **国外地区收入增长高于国内。**2012年国内、国外地区收入为901.97亿和352.06亿,较去年同期分别增长了6.59%和22.04%,国外收入增速高于国内;国外收入占比为28.07%,较去年同期增加了2.65个百分点,国际业务收入比例进一步提高。

图9 国外地区收入保持较高增长(%)



资料来源:公司2008-2012年年报,海通证券研究所

图10 2012 国内、国外新签订单情况



资料来源:公司2008-2012年年报,海通证券研究所

6. **盈利预测及估值。**订单的释放将成为水利行业股价的重要驱动因素,公司作为绝对的水利水电龙头,国内水利水电的新签订单可望迎来持续的增长。我们预计2013-2014年摊薄后EPS分别为0.48元、0.52元,给予13年8倍的动态市盈率,合理价值为3.84元,维持“买入”评级。

7. **主要风险:**经济下滑风险;订单推迟风险;回款风险。

表1 2012 V.S. 2011 财务数据(百万元)

中国水电	2011	2012	YoY(%)	2011Q1-3	2012Q1-3	YoY(%)	2011Q4	2012Q4	YoY(%)	QoQ(%)
营业收入	113470.88	127036.57	11.96	77604.83	88301.55	13.78	35866.05	38735.02	8.00	16.98
营业成本	-97,113.30	-109457.97	12.71	-67202.25	-76333.87	13.59	-29911.05	-33124.09	10.74	15.24
毛利润	16357.59	17578.61	7.46	10402.59	11967.68	15.05	5955.00	5610.93	-5.78	28.41
销售税金	-2,823.70	-2985.07	5.72	-1826.96	-1988.08	8.82	-996.73	-997.00	0.03	20.66
销售费用	-161.38	-195.31	21.03	-88.03	-118.95	35.13	-73.35	-76.36	4.10	46.25
管理费用	-5,535.27	-6126.84	10.69	-3394.10	-3979.14	17.24	-2141.18	-2147.70	0.30	46.12
财务费用	-2,512.63	-2655.85	5.70	-1514.65	-2001.46	32.14	-997.98	-654.39	-34.43	-12.17
资产减值损失	-576.01	-442.83	-23.12	-247.99	-278.57	12.33	-328.02	-164.26	-49.92	28.73
公允价值变动损益	0.12	-7.27	-6103.69	-1.40	-10.07	618.00	1.52	2.80	83.64	-408.83
投资收益	189.50	148.72	-21.52	132.32	140.72	6.35	57.19	8.00	-86.02	-14.43
经营利润	4938.22	5314.15	7.61	3461.77	3732.13	7.81	1476.45	1582.03	7.15	36.74
营业外收入	152.17	291.07	91.28	116.20	109.43	-5.83	35.97	181.64	404.98	393.52
营业外支出	-103.87	-89.36	-13.97	-88.07	-68.50	-22.22	-15.81	-20.86	31.95	26.28
利润总额	4986.52	5515.87	10.62	3489.90	3773.06	8.11	1496.61	1742.81	16.45	48.04
所得税	-1,045.44	-1154.69	10.45	-569.54	-698.79	22.69	-475.90	-455.90	-4.20	142.49
少数股东损益	-321.99	-266.93	-17.10	-345.68	-193.12	-44.13	23.69	-73.80	-411.56	-39.78
归属母公司净利润	3619.08	4094.25	13.13	2574.68	2881.14	11.90	1044.40	1213.10	16.15	39.97
经营现金流	5,804.34	2422.92	-58.26	1355.39	-1075.41	-179.34	4448.95	3498.33	-21.37	424.56
主要比率(%)	2011	2012	YoY(%)	2011Q1-3	2012Q1-3	YoY(%)	2011Q4	2012Q4	YoY(%)	QoQ(%)
毛利率	14.42	13.84	-0.58	13.40	13.55	0.15	16.60	14.49	-2.12	1.29
销售费用率	0.14	0.15	0.01	0.11	0.13	0.02	0.20	0.20	-0.01	0.04
管理费用率	4.88	4.82	-0.06	4.37	4.51	0.13	5.97	5.54	-0.43	1.11
财务费用率	2.21	2.09	-0.12	1.95	2.27	0.31	2.78	1.69	-1.09	-0.56
经营利润率	4.35	4.18	-0.17	4.46	4.23	-0.23	4.12	4.08	-0.03	0.59
净利率	3.47	3.43	-0.04	3.76	3.48	-0.28	2.85	3.32	0.48	0.33
所得税率	20.97	20.93	-0.03	16.32	18.52	2.20	31.80	26.16	-5.64	10.19
少数股东权益率	8.17	6.12	-2.05	11.84	6.28	-5.55	-2.32	5.73	8.06	-6.65

资料来源:公司2012年(年)度报告,海通证券研究所

## 报表分析和预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	127036.57	145746.69	169182.66	182162.71
营业成本	109457.97	126687.04	146763.74	158486.14
营业税金及附加	2985.07	3425.05	3975.79	4280.82
营业税率 (%)	2.35	2.35	2.35	2.35
销售费用	195.31	174.90	169.18	182.16
销售费用率 (%)	0.15	0.12	0.10	0.10
管理费用	6126.84	6704.35	7613.22	7286.51
管理费用率 (%)	4.82	4.60	4.50	4.00
财务费用	2655.85	2696.26	2714.50	2934.42
财务费用率 (%)	2.09	1.85	1.60	1.61
期间费用率 (%)	<b>7.07</b>	<b>6.57</b>	<b>6.20</b>	<b>5.71</b>
资产减值损失	442.83	103.74	220.17	192.69
投资收益	141.45	198.60	200.00	200.00
营业利润	<b>5314.15</b>	<b>6153.96</b>	<b>7926.05</b>	<b>8999.97</b>
营业外收入	291.07	0.00	0.00	0.00
营业外支出	89.36	0.00	0.00	0.00
利润总额	<b>5515.87</b>	<b>6153.96</b>	<b>7926.05</b>	<b>8999.97</b>
所得税	1154.69	1230.79	1585.21	1799.99
所得税率	20.93	20.00	20.00	20.00
少数股东损益	266.93	320.01	412.15	468.00
归属于母公司股东的净利润	<b>4094.25</b>	<b>4603.16</b>	<b>5928.69</b>	<b>6731.97</b>
EPS (元)	<b>0.43</b>	<b>0.48</b>	<b>0.62</b>	<b>0.70</b>
<b>盈利能力指标 (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
毛利率	13.84	13.08	13.25	13.00
EBITDA Margin	9.76	11.27	11.27	11.54
EBIT Margin	6.51	6.01	6.30	6.55
营业利润率	4.18	4.22	4.68	4.94
净利率	3.22	3.16	3.50	3.70
ROA	2.38	2.47	2.96	3.11
ROE	14.07	13.96	15.79	15.68
<b>盈利增长 (%)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
主营收入增长率	11.96	14.73	16.08	7.67
主营利润增长率	7.46	8.43	17.63	5.61
EBITDA 增长率	6.40	32.52	16.09	10.20
EBIT 增长率	5.54	5.85	21.76	11.88
净利润增长率	13.13	12.43	28.80	13.55
<b>偿债能力指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资产负债率 (%)	80.80	79.45	78.66	77.16
流动比率	1.17	1.25	1.32	1.40
速动比率	0.72	0.88	0.94	1.02
现金比率	0.31	0.44	0.49	0.56
<b>经营效率指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
应收帐款周转天数	49.61	49.43	49.28	51.06
存货周转天数	114.65	103.14	89.19	92.20
总资产周转率	0.74	0.78	0.84	0.84

资料来源: Wind, 海通证券研究所

资产负债表 (百万)	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	27080.50	39771.18	51543.49	61986.77
存货	38900.59	33692.42	39031.82	42149.39
应收账款	18585.04	21435.69	24882.54	26791.58
其他流动资产	16200.20	19413.10	21980.11	25085.02
<b>流动资产</b>	<b>100766.32</b>	<b>114312.39</b>	<b>137437.96</b>	<b>156012.76</b>
流动资产占比	0.56	0.60	0.66	0.70
固定资产	40936.72	43314.83	40936.49	36291.57
投资性房地产	284.27	284.27	284.27	284.27
无形资产	16528.51	16528.48	16528.46	16528.43
其他非流动资产	23010.95	16596.91	14408.64	13989.39
<b>非流动资产</b>	<b>80760.44</b>	<b>76724.49</b>	<b>72157.85</b>	<b>67093.65</b>
非流动资产占比	0.44	0.40	0.34	0.30
<b>资产总计</b>	<b>181526.77</b>	<b>191036.88</b>	<b>209595.82</b>	<b>223106.41</b>
短期借款	8150.60	0.00	0.00	0.00
应付账款	28263.31	25337.41	29352.75	31697.23
其他流动负债	49721.27	65901.63	74960.05	79917.37
<b>流动负债</b>	<b>86135.18</b>	<b>91239.04</b>	<b>104312.80</b>	<b>111614.59</b>
流动负债占比	0.59	0.60	0.63	0.65
长期借款	13524.26	13524.26	13524.26	13524.26
其他长期负债	47006.58	47020.58	47020.58	47020.58
<b>非流动性负债</b>	<b>60530.84</b>	<b>60544.84</b>	<b>60544.84</b>	<b>60544.84</b>
非流动负债占比	0.41	0.40	0.37	0.35
<b>负债合计</b>	<b>146666.02</b>	<b>151783.88</b>	<b>164857.65</b>	<b>172159.44</b>
股本	9600.00	9600.00	9600.00	9600.00
资本公积	10893.76	10893.76	10893.76	10893.76
留存收益	10310.27	14299.29	19338.68	25060.86
少数股东权益	3930.75	4250.76	4662.91	5130.91
<b>股东权益合计</b>	<b>34860.74</b>	<b>39253.00</b>	<b>44738.17</b>	<b>50946.98</b>
<b>负债股东权益总计</b>	<b>181526.77</b>	<b>191036.88</b>	<b>209595.82</b>	<b>223106.41</b>
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
净利润	4094.25	4603.16	5928.69	6731.97
折旧摊销	4124.50	7671.49	8408.61	9087.18
营运资金变动	-9237.53	12309.33	1500.34	-1022.42
其他	3441.71	2984.63	3160.46	3393.74
<b>经营活动现金流</b>	<b>2422.92</b>	<b>27568.60</b>	<b>18998.10</b>	<b>18190.47</b>
资本支出	-16906.98	-3615.53	-3821.98	-4002.98
投资收益	2777.85	200.00	200.00	200.00
其他	0.00	-1.40	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-14129.13</b>	<b>-3416.93</b>	<b>-3621.98</b>	<b>-3802.98</b>
债务变化	5714.14	-10846.86	-2714.50	-2934.42
股票发行	9.99	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-614.14	-889.30	-1009.80
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5724.13</b>	<b>-11460.99</b>	<b>-3603.81</b>	<b>-3944.21</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-5982.07</b>	<b>12690.68</b>	<b>11772.32</b>	<b>10443.28</b>
每股经营性现金流 (元)	0.25	2.87	1.98	1.89

## 信息披露

### 分析师声明

赵健：建筑工程行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：中材国际、龙元建设、中国建筑、海油工程、隧道股份、中国中铁、中国铁建、中国中冶、中国水电、国海股份、金螳螂、洪涛股份、亚厦股份、广田股份、瑞和股份、棕榈园林、铁汉生态、普邦园林、精工钢构、鸿路钢构、江河幕墙、中化岩土、成都路桥、苏交科。

### 投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。