

2013-4-22

公司报告(点评报告)

评级 **推荐** 维持

中国水电 (601669)

## 积极开拓非水利水电业务， 订单与业绩稳步提升

分析师：史恒辉

☎ (8621)68751691

✉ shihh2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511090003

联系人：戴计辉

☎ (8621)68751691

✉ daijh1@cjsc.com.cn

联系人：杨靖凤

☎ (8621)68751636

✉ yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

《业绩低于预期，水利水电皆有拖累》2013/1/27

《增长稳健，未来空间广阔》2012/5/2

《水电工程行业龙头持续受益政策推动》  
2012/4/20

### 报告要点

#### ■ 事件描述

中国水电今日公布 2012 年年报：2012 年公司实现营业收入 1270.37 亿元，同比增长 11.96%；归属于母公司净利润为 40.94 亿元，同比增长 13.13%；每股收益为 0.43 元。

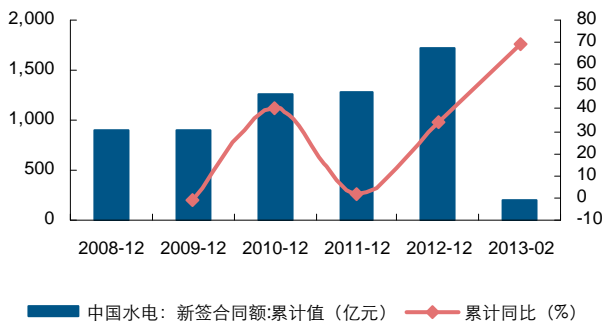
#### ■ 事件评论

- 2012 年公司积极推进业务结构调整，大力拓展国内非水电业务，新签合同保持较快增长。全年公司新签合同 1,718.59 亿元，同比增长 34.43%。其中国内水利水电合同 398 亿元，同比下降 3.29%；国内非水利水电合同 670.5 亿元，同比大幅增长 149.53%；国外合同 649.4 亿元，同比增长 8.69%，占全部新签合同的 38%。年末公司在手合同存量为 3,068.87 亿元，同比增长 26.56%。
- 2012 年公司业绩平稳增长，收入增速和 2011 年接近。全年实现营业收入 1270.37 亿元，同比增长 11.96%；归属于母公司净利润为 40.94 亿元，同比增长 13.13%。分业务类型看，最主要的工程承包实现收入 1131.71 亿元，同比增长 11.63%；电力投资与运营业务收入 44.1 亿元，同比增长 9%。房地产开发收入 28.8 亿元，同比下降 4.28%；设备制造与租赁收入 10.81 亿元，同比下降 11.89%。分地区看，境内和境外收入分别为 901.98 亿元、352.06 亿元，同比分别增长 8.61%、22.03%。
- 2012 年公司综合毛利率为 13.84%，下降 0.58 个百分点。其中工程承包板块毛利率为 12.49%，略微下降 0.26 个百分点，主要是受境外工程承包业务竞争加剧以及当地劳动力及材料成本上涨因素影响，使境外建筑承包业务毛利率下降 3.03 个百分点至 18.14%；燃煤成本下降使电力投资与运营业务毛利率增加 2.55 个百分点至 43.39%；公司各项期间费用率基本都和去年持平，加上营业税金及附加率下降以及资产减值损失减少，最终净利率为 3.22%，和去年持平。
- 综合当前我国水电开发程度、能源结构转型压力以及“十二五”水电建设目标，水电核准和建设在“十二五”后三年将有望加快，相应地公司在国内的水利水电订单将重回增长。此外，公司的国内非水利水电订单以及海外订单持续增长。因此我们认为公司极可能超额完成今年 2002 亿元新签合同目标。预计公司 2013~2015 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.58 元、0.69 元，对应 PE 为 7 倍、6 倍、5 倍，维持推荐评级。

## 积极开拓非水利水电业务，订单与业绩稳步提升

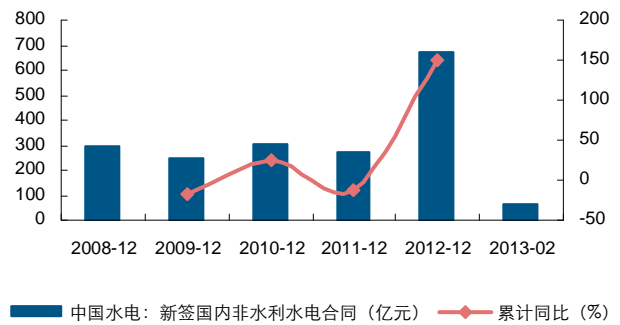
2012 年在经济形势比较严峻的环境下，公司积极推进业务结构调整，大力拓展国内非水电业务，新签合同保持较快增长。全年公司新签合同 1,718.59 亿元，同比增长 34.43%。其中国内水利水电合同 398 亿元，同比下降 3.29%；国内非水利水电合同 670.5 亿元，同比大幅增长 149.53%；国外合同 649.4 亿元，同比增长 8.69%，占全部新签合同的 38%。年末公司在手合同存量为 3,068.87 亿元，同比增长 26.56%。

图 1：2012 年公司新签合同增长 34.43%



资料来源：Wind，长江证券研究部

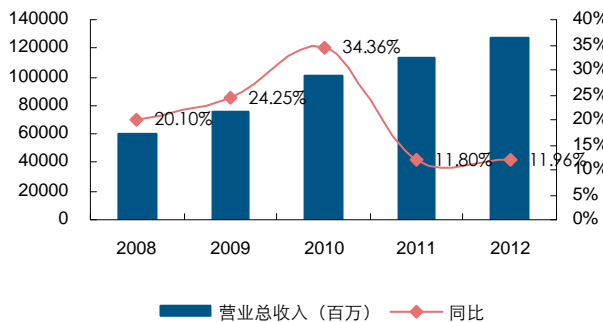
图 2：2012 年公司新签国内非水利水电合同快速增长



资料来源：Wind，长江证券研究部

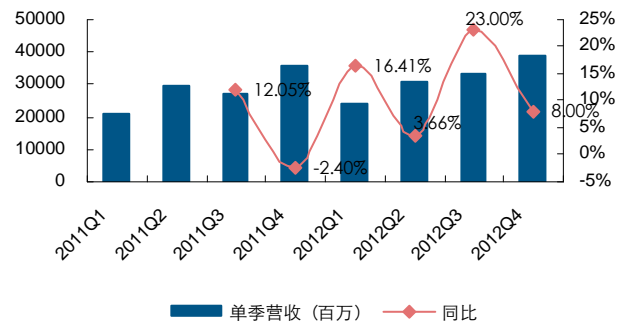
2012 年公司业绩平稳增长，收入增速和 2011 年接近。全年实现营业收入 1270.37 亿元，同比增长 11.96%；归属于母公司净利润为 40.94 亿元，同比增长 13.13%。分业务类型看，最主要的工程承包实现收入 1131.71 亿元，同比增长 11.63%；电力投资与运营业务收入 44.1 亿元，同比增长 9%。房地产开发收入 28.8 亿元，同比下降 4.28%；设备制造与租赁收入 10.81 亿元，同比下降 11.89%。分地区看，境内和境外收入分别为 901.98 亿元、352.06 亿元，同比分别增长 8.61%、22.03%。

图 3：2012 年公司营收 1270.37 亿元，同比增长 11.96%



资料来源：Wind，长江证券研究部

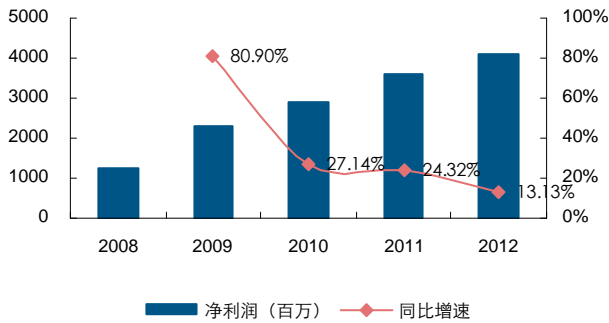
图 4：公司四季度单季营收 387.37 亿元，同比增长 8%



资料来源：Wind，长江证券研究部

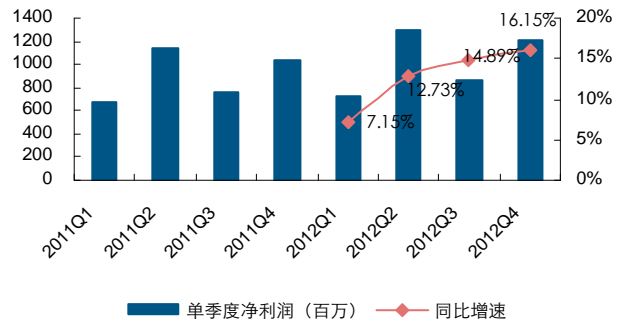
图 5：公司 2012 年净利 40.94 亿元，同比增长 13.13%

图 6：公司四季度单季净利 12.13 亿元，同比增长 16.15%



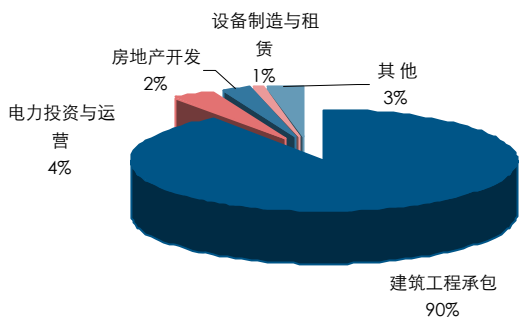
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 7: 公司分产品业务结构

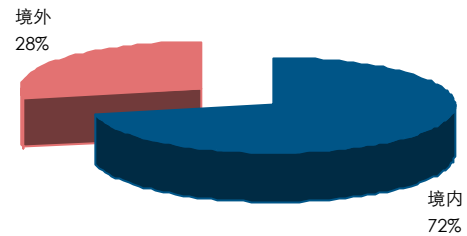


资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 8: 公司业务地区分布



资料来源: Wind, 长江证券研究部

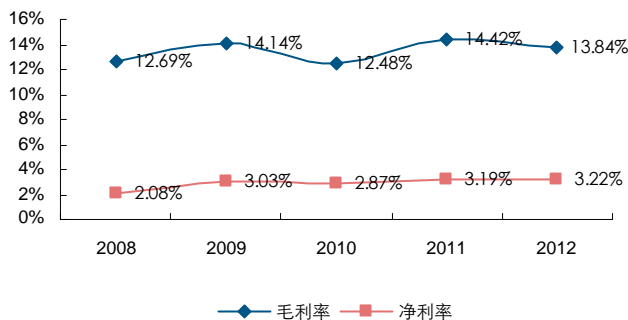


资料来源: Wind, 长江证券研究部

2012 年公司综合毛利率为 13.84%，下降 0.58 个百分点。其中工程承包板块毛利率为 12.49%，略微下降 0.26 个百分点，主要是受境外工程承包业务竞争加剧以及当地劳动力及材料成本上涨因素影响，使境外建筑承包业务毛利率下降 3.03 个百分点至 18.14%；燃煤成本下降使电力投资与运营业务毛利率增加 2.55 个百分点至 43.39%；由于保障房等在房地产业务中的占比上升，房地产业务毛利率下降 8.72 个百分点至 19.68%。

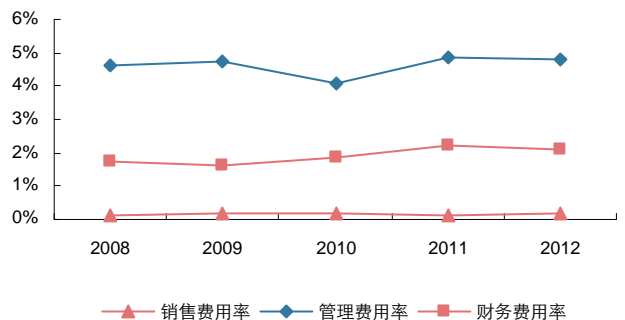
公司各项期间费用率基本都和去年持平，销售、管理和财务费用率分别为 0.15%、4.82% 和 2.09%。加上营业税金及附加率下降以及资产减值损失减少，最终净利率为 3.22%，和去年持平。

图 9: 公司毛利率和净利率基本稳定



资料来源: Wind, 长江证券研究部

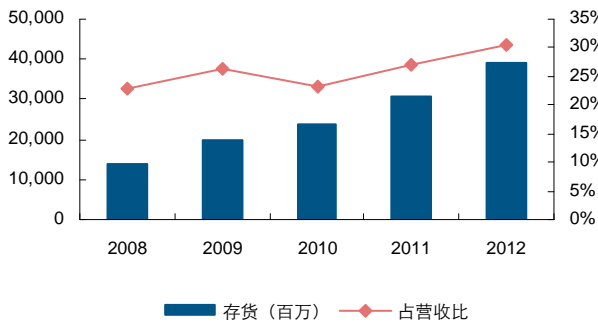
图 10: 公司期间费用率基本稳定



资料来源: Wind, 长江证券研究部

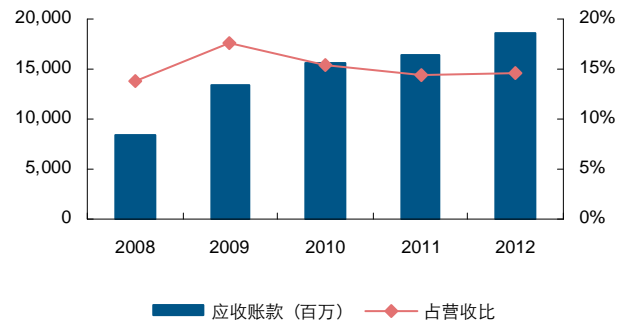
公司运营效率和回款都略有下降。存货和应收账款占收入的比重分别为 31%和 15%，较 2011 年略有上升，总资产周转率从 2012 年的 0.8 次下降至 0.74 次。2012 年收现比维持在 82%的水平，但经营活动现金流量净额下降 58%至 24 亿元，主因是公司加大地产业务发展力度，导致经营活动现金流出较大。

图 11: 公司存货占营收比重略有上升



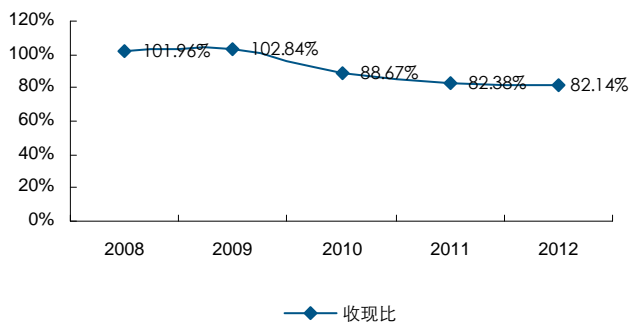
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 12: 公司应收账款占营收比重稳定



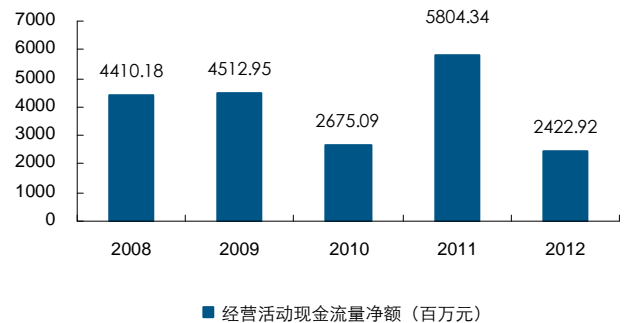
资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 13: 公司收现比保持稳定



资料来源: Wind, 长江证券研究部

图 14: 公司经营活动现金净流量下降



资料来源: Wind, 长江证券研究部

## 水电核准有望加速，维持推荐评级

综合当前我国水电开发程度、能源结构转型压力以及“十二五”水电建设目标，水电核准和建设在“十二五”后三年将有望加快，相应地公司在国内的水利水电订单将重回增长。此外，公司的国内非水利水电订单以及海外订单持续增长。因此我们认为公司极可能超额完成今年 2002 亿元新签合同目标。预计公司 2013-2015 年的 EPS 分别为 0.48 元、0.58 元、0.69 元，当前价格对应的 PE 为 7 倍、6 倍、5 倍，维持推荐评级。

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>127037</b>	<b>149903</b>	<b>164893</b>	<b>186330</b>	货币资金	27080	29981	41223	46582
营业成本	109458	129160	142076	160546	交易性金融资产	7	7	7	7
<b>毛利</b>	<b>17579</b>	<b>20743</b>	<b>22817</b>	<b>25783</b>	应收账款	23803	28087	30896	34912
%营业收入	13.8%	13.8%	13.8%	13.8%	存货	38901	45903	50493	57057
营业税金及附加	2985	3522	3875	4378	预付账款	7003	8263	9089	10271
%营业收入	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	其他流动资产	3296	3889	4278	4834
销售费用	195	230	254	286	<b>流动资产合计</b>	<b>100766</b>	<b>116929</b>	<b>136875</b>	<b>154667</b>
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	6127	7230	7953	8986	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	4.8%	4.8%	4.8%	4.8%	长期股权投资	2208	2308	2398	2498
财务费用	2656	3690	3509	3382	投资性房地产	284	284	284	284
%营业收入	2.1%	2.5%	2.1%	1.8%	固定资产合计	50158	46682	42787	39760
资产减值损失	210	128	84	120	无形资产	16501	15676	14892	14147
公允价值变动收益	-7	0	0	0	商誉	350	350	350	350
投资收益	149	100	100	100	递延所得税资产	1007	27	18	25
<b>营业利润</b>	<b>5547</b>	<b>6042</b>	<b>7243</b>	<b>8730</b>	其他非流动资产	10253	10253	10253	10253
%营业收入	4.4%	4.0%	4.4%	4.7%	<b>资产总计</b>	<b>181527</b>	<b>192509</b>	<b>207857</b>	<b>221985</b>
营业外收支	202	202	202	202	短期贷款	13069	7446	9873	6527
<b>利润总额</b>	<b>5516</b>	<b>6244</b>	<b>7445</b>	<b>8931</b>	应付款项	29145	34391	37830	42748
%营业收入	4.3%	4.2%	4.5%	4.8%	预收账款	23142	27307	30038	33943
所得税费用	1155	1307	1558	1870	应付职工薪酬	890	1050	1155	1305
净利润	4361	4936	5886	7062	应交税费	2548	2972	3343	3845
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>4094.2</b>	<b>4634.4</b>	<b>5525.8</b>	<b>6629.4</b>	其他流动负债	17342	20464	22510	25437
少数股东损益	267	302	360	432	<b>流动负债合计</b>	<b>86135</b>	<b>93629</b>	<b>104749</b>	<b>113804</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>0.43</b>	<b>0.48</b>	<b>0.58</b>	<b>0.69</b>	长期借款	42712	42712	42712	42712
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	58	0	0	0
					其他非流动负债	17761	17761	17761	17761
					<b>负债合计</b>	<b>146666</b>	<b>154102</b>	<b>165222</b>	<b>174277</b>
					归属于母公司	30930	34174	38042	42683
					少数股东权益	3931	4233	4593	5025
					<b>股东权益</b>	<b>34861</b>	<b>38407</b>	<b>42635</b>	<b>47708</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>181527</b>	<b>192509</b>	<b>207857</b>	<b>221985</b>
					<b>基本指标</b>				
						2012A	2013E	2014E	2015E
					EPS	0.426	0.483	0.576	0.691
					BVPS	3.22	3.56	3.96	4.45
					PE	8.30	7.33	6.15	5.13
					PEG	0.48	0.42	0.35	0.29
					PB	1.10	0.99	0.89	0.80
					EV/EBITDA	5.02	3.63	2.79	2.06
					ROE	13.2%	13.6%	14.5%	15.5%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080	chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382	lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**投资评级说明**

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 9 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。