

## 中国水电 (601669.SH) 建筑施工行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

孙鹏  
联系人  
(8621)60753921  
sunp@gjzq.com.cn

贺国文  
分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
(8621)61038234  
hegw@gjzq.com.cn

## 中国水电 13 年 1-2 月新签合同情况点评;

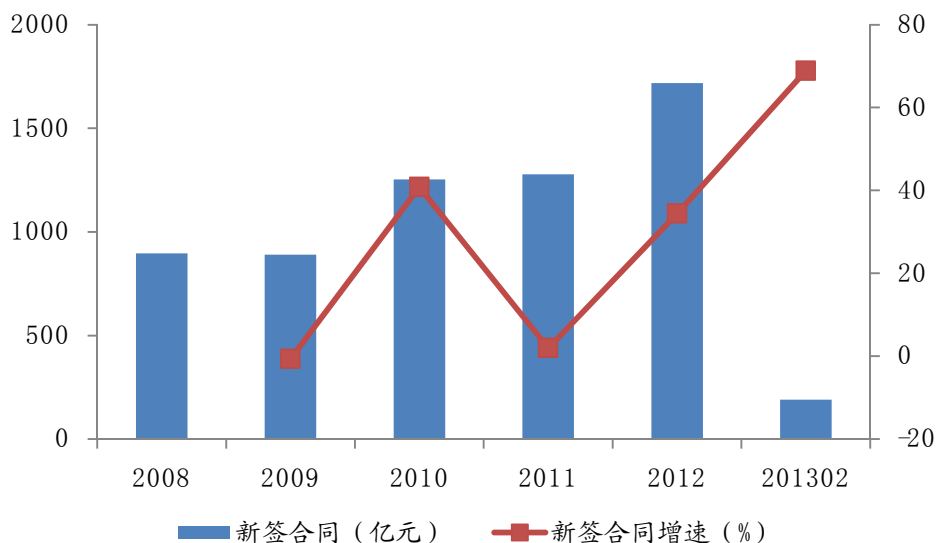
## 事件

3月16日,中国水电发布1-2月新签合同情况:新签合同总额为人民币191亿元,同比(上年同期新签合同总额人民币113.1亿元)增长68.9%。其中,国内新签合同额为人民币99.2亿元,其中国内水利电力新签合同额为人民币35.3亿元,国内非水利电力新签合同额为人民币63.9亿元;国外新签合同额折合人民币约91.8亿元。

## 评论

公司新签合同保持较快增速:1、2013年1-2月新签合同总额191亿元,相比上年同期增长68.9%,保持了较快增长;2、公司延续了2012年订单快速增长的趋势,截止2012年底,我们预计公司在手订单超过2800亿元,是当年营业收入2倍以上,充足的在手订单,保证了公司后续业务稳健发展;3、1-2月,海外新签合同91.8亿元,占新签合同总额近一半,这与公司一直以来积极拓展海外业务密切相关。

图表1: 中国水电新签合同保持较快增速



来源: 公司公告 国金证券研究所

今年水利水电投资大环境好于去年:1、受大型水利水电项目审批进度以及经济大环境影响,去年大型水利水电投资规模低于此前预期,在一定程度上影响公司估值水平;2、需要说明的是,国家对于水利水电投资态度没有变,对于节能减排,对世界承诺没有变,那么大型水利水电投资力度加大仍是大概率事件;3、自1月以来,国家发改委再一次审批通过了一批水利水电项目,我们预计今年水利水电投资大环境要好于去年,这不仅有助于推动公司业绩增长,而且有助于提升公司整体估值水平。

图表2: 1月以来国家审批通过的水利水电项目

| 时间        | 项目审批与核准                        | 内容   |
|-----------|--------------------------------|--|
| 2013/3/7  | 黄河禹门口至潼关河段近期治理工程可行性研究报告通过批复    | 工程建设内容包括新建、续建控导工程10.58公里、护岸工程1.5公里, 加高加固已建护岸工程2.71公里、控导工程4公里。  |
| 2013/2/28 | 澜沧江里底水电站工程通过核准                 | 电站安装3台14万千瓦轴流转浆式水轮发电机组, 总装机容量42万千瓦, 年均发电量17.53亿千瓦时。  |
| 2013/2/27 | 海南琼中抽水蓄能电站工程通过核准               | 电站安装3台20万千瓦立轴单级混流可逆式水轮发电机组, 总装机容量60万千瓦。  |
| 2013/2/25 | 浙江省苕溪清水入湖河道整治工程可行性研究报告通过批复     | 工程由河道整治工程和水环境改善工程组成。其中河道整治工程主要包括: 拓浚河道73.47公里、新开河道1.15公里; 新建护岸267.01公里、加固护岸35.14公里; 加高加固堤防169.45公里、退建堤防137.69公里、新建堤顶防汛道路302.14公里、改造防汛道路12.6公里, 新建分洪闸和节制闸各1座, 改建节制闸46座、泵站8座, 新建桥梁3座, 改建桥梁26座, 改建桥梁3座。水环境改善工程主要包括: 河道整治工程占地范围内搬迁污水直排入河的沿河居民1.34万人, 搬迁关停沿河污染企业127家, 以及清淤河道48.4公里和水生态修复2.91平方公里。                       |
| 2013/2/18 | 黄河潼关至三门峡大坝河段近期治理工程可行性研究报告通过批复  | 工程建设内容包括续建河道整治工程共5.29公里, 对古贤1.72公里控导工程进行加高加固, 新建防冲防浪工程共5.4公里, 改扩建防冲防浪工程共18.54公里。   |
| 2013/2/16 | 淮河流域重点平原洼地治理工程川东港工程可行性研究报告通过批复 | 工程任务是拓浚整治里下河腹部东西向骨干河道车路河经川东港入海的通道, 增强里下河腹部地区外排能力, 有效降低兴化、溱潼洼地水位, 减轻区域洪涝灾害。工程建设内容包括河道拓浚90.9公里(含平地开河2公里)、堤防工程37.26公里、护坡工程6.65公里及跨河桥梁工程28处、沿线影响工程35处等。  |
| 2013/2/16 | 江苏省新沟河延伸拓浚工程可行性研究报告通过批复        | 工程由河道拓浚延伸工程、堤防工程、建筑物工程、跨河桥梁工程、口门控制和水系调整工程等组成。其中河道拓浚延伸工程97.14公里, 新建和加固堤防116.25公里, 修建堤顶沥青防汛道路108.55公里, 两岸布置护岸工程53.57公里; 建筑物工程包括江边枢纽、西直湖港北枢纽、西直湖港闸站枢纽、西直湖港南枢纽、遥观南枢纽、遥观北枢纽、采菱港节制闸、石堰节制闸等8座; 新建跨河桥梁5座、拆除重建41座、接长改造1座、拆除10座, 封堵两岸敞口4处, 新建控制口门23处; 水系调整工程包括疏浚河道46.32公里、护岸9.78公里, 新建节制闸1座、排涝闸站1座、排涝站4座、配套桥梁3座、溇港河江边泵站增容1座。 |
| 2013/1/28 | 河北唐山港京唐港区36号至40号煤炭泊位工程         | 项目拟新建2个15万吨级煤炭卸船泊位(水工结构按靠泊20万吨级散货船建设)、3个10万吨级煤炭装船泊位及相应配套设施, 码头长1712米, 设计年通过能力5600万吨(卸船1950万吨、装船3650万吨)。  |
| 2013/1/28 | 山东日照港岚山港区日照一仪征原油管道配套码头扩建工程     | 项目拟扩建1个30万吨级原油泊位及相应配套设施, 码头长405米, 设计年通过能力1850万吨。   |

来源: 国家发改委 国金证券研究所

**中水顾问注入有序推进:** 1、公司公告称中水顾问注入工作正在有序推进, 根据上市时的承诺, 中国顾问将在今年注入中国水电; 2、2012年, 中水顾问实现营业收入与去年同期相比增长 15%-20%, 归属于母公司净利润与去年同期相比增长 10%-15%。归属于母公司净利润超过 20 亿元, 大约占中国水电归属于母公司净利润一半; 3、中水顾问优质资产的注入, 一方面可以增强公司产业链前端优势, 一方面可以帮助公司介入有开发能力和市场前景的绿色能源、环保产业及可再生能源等新业务领域, 推动公司整体实力较大幅度提升。

## 投资建议

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.42、0.52、0.63 元, 分别对应 8、7、6 倍估值水平, 维持“增持”评级。

图表3: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

|              | 2009    | 2010    | 2011    | 2012E    | 2013E    | 2014E    |
|--------------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 主营业务收入       | 75,540  | 101,494 | 113,471 | 127,208  | 144,189  | 176,931  |
| 增长率          |         | 34.4%   | 11.8%   | 12.1%    | 13.3%    | 22.7%    |
| 主营业务成本       | -64,858 | -88,832 | -97,113 | -108,648 | -123,162 | -150,711 |
| % 销售收入       | 85.9%   | 87.5%   | 85.6%   | 85.4%    | 85.4%    | 85.2%    |
| 毛利           | 10,682  | 12,662  | 16,358  | 18,559   | 21,027   | 26,220   |
| % 销售收入       | 14.1%   | 12.5%   | 14.4%   | 14.6%    | 14.6%    | 14.8%    |
| 营业税金及附加      | -2,159  | -2,440  | -2,824  | -3,180   | -3,605   | -4,423   |
| % 销售收入       | 2.9%    | 2.4%    | 2.5%    | 2.5%     | 2.5%     | 2.5%     |
| 营业费用         | -151    | -161    | -161    | -191     | -216     | -265     |
| % 销售收入       | 0.2%    | 0.2%    | 0.1%    | 0.2%     | 0.2%     | 0.2%     |
| 管理费用         | -3,564  | -4,159  | -5,535  | -6,233   | -7,065   | -8,670   |
| % 销售收入       | 4.7%    | 4.1%    | 4.9%    | 4.9%     | 4.9%     | 4.9%     |
| 息税前利润 (EBIT) | 4,808   | 5,902   | 7,837   | 8,955    | 10,141   | 12,862   |
| % 销售收入       | 6.4%    | 5.8%    | 6.9%    | 7.0%     | 7.0%     | 7.3%     |
| 财务费用         | -1,212  | -1,859  | -2,513  | -3,053   | -2,897   | -4,172   |
| % 销售收入       | 1.6%    | 1.8%    | 2.2%    | 2.4%     | 2.0%     | 2.4%     |
| 资产减值损失       | -363    | -132    | -576    | -544     | -689     | -784     |
| 公允价值变动收益     | 0       | 5       | 0       | 0        | 0        | 0        |
| 投资收益         | 11      | 105     | 190     | 200      | 200      | 200      |
| % 税前利润       | 0.3%    | 2.6%    | 3.8%    | 3.6%     | 2.9%     | 2.5%     |
| 营业利润         | 3,244   | 4,021   | 4,938   | 5,559    | 6,755    | 8,105    |
| 营业利润率        | 4.3%    | 4.0%    | 4.4%    | 4.4%     | 4.7%     | 4.6%     |
| 营业外收支        | -5      | 13      | 48      | 40       | 40       | 40       |
| 税前利润         | 3,240   | 4,034   | 4,987   | 5,599    | 6,795    | 8,145    |
| 利润率          | 4.3%    | 4.0%    | 4.4%    | 4.4%     | 4.7%     | 4.6%     |
| 所得税          | -703    | -808    | -1,045  | -1,176   | -1,427   | -1,711   |
| 所得税率         | 21.7%   | 20.0%   | 21.0%   | 21.0%    | 21.0%    | 21.0%    |
| 净利润          | 2,537   | 3,226   | 3,941   | 4,423    | 5,368    | 6,435    |
| 少数股东损益       | 245     | 315     | 322     | 350      | 350      | 350      |
| 归属于母公司的净:    | 2,292   | 2,911   | 3,619   | 4,073    | 5,018    | 6,085    |
| 净利率          | 3.0%    | 2.9%    | 3.2%    | 3.2%     | 3.5%     | 3.4%     |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2009    | 2010   | 2011    | 2012E  | 2013E  | 2014E   |
|----------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 净利润      | 0       | 3,226  | 3,941   | 4,423  | 5,368  | 6,435   |
| 少数股东损益   | 0       | 0      | 0       | 0      | 0      | 0       |
| 非现金支出    | 0       | 3,527  | 4,423   | 5,056  | 5,804  | 9,528   |
| 非经营收益    | 0       | 1,396  | 2,358   | 3,382  | 3,382  | 4,657   |
| 营运资金变动   | 0       | -5,476 | -5,023  | 3,770  | 1,445  | 2,788   |
| 经营活动现金净流 | 0       | 2,674  | 5,698   | 16,631 | 15,999 | 23,407  |
| 资本开支     | -11,177 | -9,935 | -13,246 | -5,115 | -6,770 | -60,770 |
| 投资       | -143    | 42     | -294    | 0      | 0      | 0       |
| 其他       | 75      | 11     | 107     | 200    | 200    | 200     |
| 投资活动现金净流 | -11,245 | -9,882 | -13,433 | -4,915 | -6,570 | -60,570 |
| 股权募资     | 1,560   | 634    | 14,567  | 0      | -62    | 0       |
| 债权募资     | 7,351   | 11,481 | 16,456  | -5,903 | -4,497 | 43,307  |
| 其他       | -2,082  | -2,862 | -3,943  | -3,726 | -4,870 | -6,145  |
| 筹资活动现金净流 | 6,829   | 9,253  | 27,080  | -9,629 | -9,429 | 37,163  |
| 现金净流量    | -4,416  | 2,045  | 19,345  | 2,088  | 0      | 0       |

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2009    | 2010    | 2011    | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 货币资金     | 11,233  | 13,209  | 32,912  | 35,000  | 35,000  | 35,000  |
| 应收款项     | 16,328  | 19,170  | 21,573  | 23,443  | 25,956  | 31,346  |
| 存货       | 19,785  | 23,661  | 30,819  | 29,767  | 33,743  | 41,291  |
| 其他流动资产   | 6,523   | 6,483   | 10,544  | 11,402  | 12,389  | 14,262  |
| 流动资产     | 53,869  | 62,524  | 95,849  | 99,611  | 107,088 | 121,899 |
| % 总资产    | 53.5%   | 51.5%   | 58.8%   | 59.5%   | 60.6%   | 50.1%   |
| 长期投资     | 1,669   | 4,575   | 4,447   | 4,447   | 4,447   | 4,447   |
| 固定资产     | 35,197  | 41,450  | 46,190  | 47,421  | 49,256  | 101,462 |
| % 总资产    | 35.0%   | 34.1%   | 28.3%   | 28.3%   | 27.9%   | 41.7%   |
| 无形资产     | 9,221   | 12,066  | 15,698  | 15,113  | 14,972  | 14,832  |
| 非流动资产    | 46,758  | 58,857  | 67,210  | 67,881  | 69,575  | 121,641 |
| % 总资产    | 46.5%   | 48.5%   | 41.2%   | 40.5%   | 39.4%   | 49.9%   |
| 资产总计     | 100,628 | 121,380 | 163,059 | 167,492 | 176,663 | 243,540 |
| 短期借款     | 10,497  | 10,613  | 16,055  | 14,439  | 9,942   | 53,248  |
| 应付款项     | 44,871  | 53,563  | 60,234  | 68,209  | 77,317  | 94,737  |
| 其他流动负债   | 3,718   | 2,967   | 5,765   | 5,006   | 5,508   | 6,471   |
| 流动负债     | 59,087  | 67,143  | 82,054  | 87,654  | 92,767  | 154,456 |
| 长期贷款     | 22,425  | 33,955  | 40,704  | 40,704  | 40,704  | 40,705  |
| 其他长期负债   | 6,924   | 6,741   | 8,861   | 4,466   | 4,466   | 4,466   |
| 负债       | 88,436  | 107,839 | 131,619 | 132,825 | 137,937 | 199,627 |
| 普通股股东权益  | 9,191   | 10,695  | 27,106  | 29,984  | 33,692  | 38,529  |
| 少数股东权益   | 2,482   | 2,847   | 4,334   | 4,684   | 5,034   | 5,384   |
| 负债股东权益合计 | 100,109 | 121,380 | 163,059 | 167,492 | 176,663 | 243,540 |

比率分析

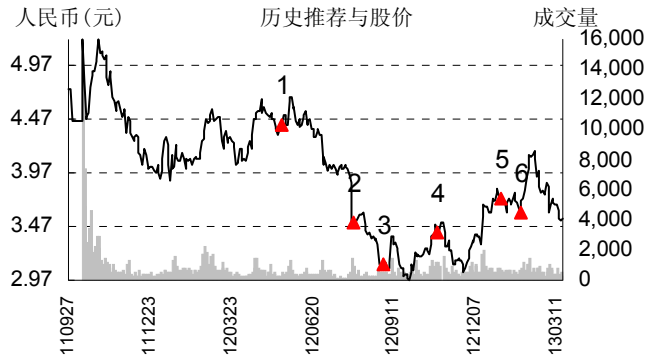
|            | 2009    | 2010    | 2011   | 2012E  | 2013E  | 2014E   |
|------------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|
| 每股指标       |         |         |        |        |        |         |
| 每股收益       | 0.347   | 0.441   | 0.377  | 0.424  | 0.523  | 0.634   |
| 每股净资产      | 1.393   | 1.620   | 2.824  | 3.123  | 3.510  | 4.013   |
| 每股经营现金净流   | 0.681   | 0.405   | 0.605  | 1.732  | 1.667  | 2.438   |
| 每股股利       | 0.000   | 0.000   | 0.000  | 0.130  | 0.130  | 0.130   |
| 回报率        |         |         |        |        |        |         |
| 净资产收益率     | 24.94%  | 27.22%  | 13.35% | 13.58% | 14.89% | 15.79%  |
| 总资产收益率     | 2.29%   | 2.40%   | 2.22%  | 2.43%  | 2.84%  | 2.50%   |
| 投入资本收益率    | 8.00%   | 7.79%   | 6.68%  | 7.50%  | 8.54%  | 7.14%   |
| 增长率        |         |         |        |        |        |         |
| 主营业务收入增长率  | 24.25%  | 34.36%  | 11.80% | 12.11% | 13.35% | 22.71%  |
| EBIT增长率    | 51.78%  | 22.75%  | 32.80% | 14.27% | 13.24% | 26.83%  |
| 净利润增长率     | 80.84%  | 27.02%  | 24.32% | 12.54% | 23.20% | 21.27%  |
| 总资产增长率     | 31.74%  | 21.25%  | 34.34% | 2.72%  | 5.48%  | 37.86%  |
| 资产管理能力     |         |         |        |        |        |         |
| 应收账款周转天数   | 52.1    | 51.7    | 51.5   | 52.0   | 52.0   | 52.0    |
| 存货周转天数     | 94.6    | 89.3    | 102.4  | 100.0  | 100.0  | 100.0   |
| 应付账款周转天数   | 72.2    | 70.1    | 83.7   | 80.0   | 80.0   | 80.0    |
| 固定资产周转天数   | 125.5   | 115.5   | 119.4  | 108.4  | 98.2   | 186.1   |
| 偿债能力       |         |         |        |        |        |         |
| 净负债/股东权益   | 207.02% | 249.79% | 90.01% | 70.95% | 51.90% | 144.39% |
| EBIT利息保障倍数 | 4.0     | 3.2     | 3.1    | 2.9    | 3.5    | 3.1     |
| 资产负债率      | 88.34%  | 88.84%  | 80.72% | 79.30% | 78.08% | 81.97%  |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

|   | 日期         | 评级 | 市价   | 目标价         |
|---|------------|----|------|-------------|
| 1 | 2012-05-21 | 增持 | 4.43 | 6.00 ~ 6.00 |
| 2 | 2012-08-01 | 增持 | 3.51 | N/A         |
| 3 | 2012-08-31 | 增持 | 3.11 | N/A         |
| 4 | 2012-10-31 | 增持 | 3.41 | N/A         |
| 5 | 2013-01-07 | 增持 | 3.74 | N/A         |
| 6 | 2013-01-27 | 增持 | 3.61 | N/A         |

来源：国金证券研究所



中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

| 上海                             | 北京                         | 深圳                         |
|--------------------------------|----------------------------|----------------------------|
| 电话: (8621)-61038271            | 电话: 010-6621 6979          | 电话: 0755-33516015          |
| 传真: (8621)-61038200            | 传真: 010-6621 6793          | 传真: 0755-33516020          |
| 邮箱: researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱: researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱: researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编: 201204                     | 邮编: 100053                 | 邮编: 518026                 |
| 地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼 | 地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层     | 地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B   |

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)