

中国水电 (601669) 2013 年中报点评

中期业绩符合预期， 电力和房地产业务盈利快速增长

2013 年 9 月 2 日

投资要点

- ❖ **盈利平稳增长符合预期，各业务板块运营状况良好。**公司上半年实现收入 662 亿元，同比增长 19.9%；归属于上市公司股东的净利润 22.3 亿元，同比增长 10.7%；EPS0.23 元，符合预期。工程承包/电力投资运营/房地产/设备制造与租赁业务营业利润同比分别增长 14.2%/51%/141.5%/4%，占比分别为 78.2%/12.3%/5.3%/1.6%，建筑工程承包业务保持稳健增长，电力运营及房地产业务盈利大幅增长为公司盈利增长做出重要贡献。
- ❖ **毛利率保持稳定，电力运营毛利提升明显。**上半年公司毛利率为 13.73%，同比小幅上升 0.02 个百分点，主要得益于煤价下跌、电力运营业务毛利率上升 4 个百分点。销售/管理/财务费用率分别为 0.17%/4.08%/2.49%，较去年同期变化分别为+0.05/-0.47/+0.21 个百分点，期间费用率降低 0.2 个百分点，管理效率有所提升。因本期投资收益中处置长期股权投资收益发生较少，投资收益较去年同期下降 1 亿元。又由于并购南国置业，导致少数股东权益占比同比提升 5 个百分点，最终净利率为 3.37%，同比下降 0.25 个百分点。
- ❖ **新签订单增长 7%，海外订单增长迅速。**公司上半年建筑业务新签合同 1041 亿元，同比增长 7%，完成全年计划的 50.6%。国内合同/国外合同金额分别为 604.8 亿/409.2 亿，同比分别增长-8%/39.4%，占比分别为 58%/42%。其中国内水利水电订单 142.5 亿，非水电订单 461.5 亿。在国内水电项目审批缓慢、水利项目竞争激烈且利润率较低背景下，目前公司订单增长主要来自于海外订单及国内基建业务订单。上半年国内铁路投资、市政建设投资增长对公司国内基建订单增长起到积极促进作用。此外公司通过投资带动基建业务扩张亦取得较好效果。上半年公司完成投资 190 亿元，为全年计划额 583 亿元的 33%，如若按计划完成全年投资，预计下半年对基建订单增长还有较强促进作用。
- ❖ **煤价下跌促电力运营盈利改善，房地产业务增长迅猛。**公司上半年实现电力运营收入 25.07 亿元，毛利 11.08 亿元，占总毛利润的 12.3%，成为第二大利润贡献来源。国内煤炭价格走低，火电扭亏为营，水电项目运行良好，毛利显著提高，预计全年电力运营业务收入将实现较快增长。上半年房地产业务增长迅猛，主要原因包括处于结算周期的项目增多以及并购南国置业带来并表效应。预计这两方面因素对全年业绩增长仍将起到重要促进作用。
- ❖ **风险提示。**海外经营风险、国内投资低于预期风险等。
- ❖ **盈利预测及估值。**我们维持 2013/14/15 年 EPS 分别可达 0.48/0.55/0.62 元的预测，CAGR 为 13%。当前价 2.84 元，对应 2013/14/15 年 PE 分别为 6/5/5 倍，PB 分别为 0.8/0.7/0.6 倍，被低估。给予 4.80 元的目标价（对应 2013 年 10 倍 PE），维持“买入”评级。

项目/年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(亿元)	1135	1270	1473	1666	1841
增长率 YoY%	11.8	12.0	16.0	13.1	10.5
净利润(亿元)	36	41	46	52	60
增长率 YoY%	24.3	13.1	12.5	13.8	14.1
毛利率%	14.4	13.8	13.7	13.8	13.9
净资产收益率 ROE%	13.3	13.2	13.5	13.8	14.2
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.38	0.43	0.48	0.55	0.62
PE	8	7	6	5	5
PB	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：中信数量化投资分析系统

注：股价为 2013 年 8 月 30 日收盘价



买入 (维持)

当前价：2.84 元

目标价：4.80 元

中信证券研究部

杨涛

电话：021-68766932

邮件：yangtao@citics.com

执业证书编号：S1010510120071

夏天

电话：021-68766978

邮件：xiatian@citics.com

执业证书编号：S1010512080001

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	2313.91 点
总股本/流通股本	9600/3003 百万股
近 12 月最高/最低价	4.18/2.6 元
近 1 月绝对涨幅	-0.33%
近 6 月绝对涨幅	-17.08%
今年以来绝对涨幅	-20.79%
12 个月日均成交额	189.53 百万元

相关研究

中国水电 (601669) 2012 年三季度报点评—业绩逐季提速，毛利率微升..... 2012-10-31

表 1：公司主要财务数据分析（百万元）

	2009	2010	2011	2012	2012H1	2013H1	2013Q1	2012Q2	2013Q2
营业收入	75540.17	101494.48	113470.88	127036.57	55189.03	66189.56	27863.31	30989.03	38326.24
营业成本	64857.90	88832.21	97113.30	109457.97	47590.82	57100.48	24411.21	26392.23	32689.27
毛利率	14.14%	12.48%	14.42%	13.84%	13.77%	13.73%	12.39%	14.83%	14.71%
销售费用	151.00	160.92	161.38	195.31	66.74	109.83	47.80	30.85	62.04
销售费用率	0.20%	0.16%	0.14%	0.15%	0.12%	0.17%	0.17%	0.10%	0.16%
管理费用	3565.93	4159.47	5535.27	6126.84	2509.35	2702.45	1078.80	1448.37	1623.65
管理费用率	4.72%	4.10%	4.88%	4.82%	4.55%	4.08%	3.87%	4.67%	4.24%
财务费用	1211.68	1859.09	2512.63	2655.85	1256.42	1648.52	754.47	733.07	894.06
财务费用率	1.60%	1.83%	2.21%	2.09%	2.28%	2.49%	2.71%	2.37%	2.33%
三项费用率	6.52%	6.09%	7.23%	7.07%	6.94%	6.74%	6.75%	7.14%	6.73%
资产减值损失	363.04	132.42	576.01	442.83	150.96	139.75	41.38	112.08	98.37
投资收益	11.14	105.40	189.50	148.72	131.38	30.66	40.70	118.69	-10.04
所得税	702.87	807.81	1045.45	1154.69	510.78	601.68	168.28	378.83	433.39
所得税率	21.72%	20.03%	20.97%	20.93%	19.68%	19.83%	17.08%	22.00%	21.15%
少数股东权益占比	9.60%	9.76%	8.17%	6.12%	3.38%	8.32%	1.13%	3.69%	11.96%
归属于上市公司股东的净利润	2289.73	2911.07	3619.08	4094.25	2014.43	2230.39	807.83	1293.35	1422.56
净利率	3.03%	2.87%	3.19%	3.22%	3.65%	3.37%	2.90%	4.17%	3.71%
EPS	0.24	0.30	0.38	0.43	0.21	0.23	0.08	0.13	0.15
收现比	105.14%	91.19%	85.34%	86.60%	86.31%	86.83%	99.99%	84.34%	77.26%
付现比	99.17%	88.55%	80.23%	84.69%	89.47%	90.12%	107.96%	86.63%	77.15%
经营性现金流净额	4512.95	2675.08	5804.33	2422.92	-1742.32	-2177.35	-2221.25	-707.57	43.90

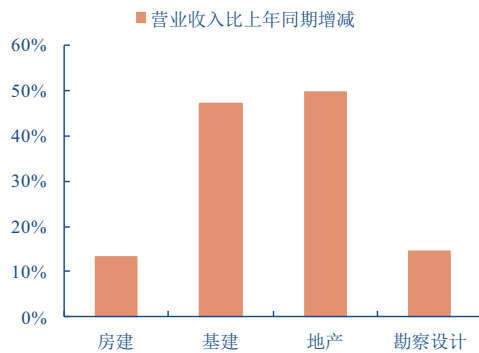
资料来源：Wind，公司年报，中信证券研究部

表 2：公司 2013 年上半年分业务营业利润情况

	2013H1 营业利润(亿元)	2012H1 营业利润(亿元)	增速	2013H1 分业务营业利润占比
工程承包	70.34	61.59	14.2%	78.2%
电力投资运营	11.08	7.34	51.0%	12.3%
房地产	4.77	1.98	141.5%	5.3%
设备制造与租赁	1.42	1.36	4%	1.6%
其他	2.31	2.29	0.8%	2.6%
合计	89.92	74.56	20.6%	100.0%

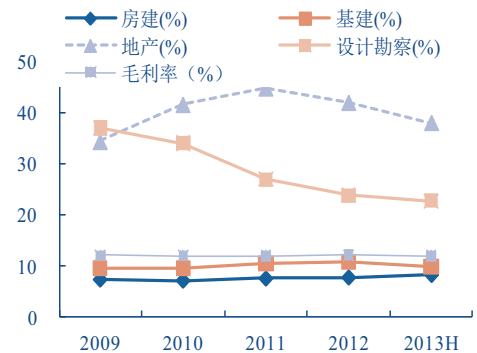
资料来源：Wind，公司年报，中信证券研究部

图 1：公司 2013 年上半年分项业务收入同期增减



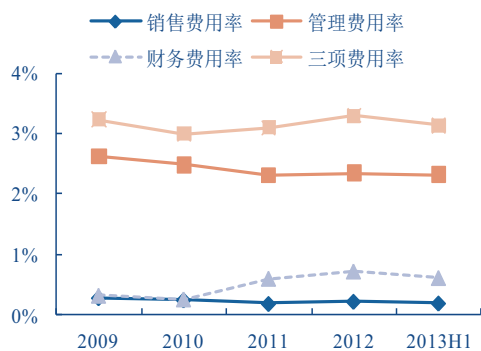
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：公司历年分项收入及综合毛利率



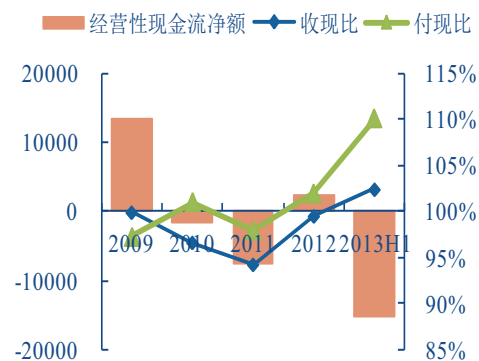
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 3：公司历年期间费用率情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 4：公司历年经营性现金流净额及收现比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

利润表（亿元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,135	1,270	1,473	1,666	1,841
营业成本	971	1,095	1,272	1,436	1,585
毛利率	14.4%	13.8%	13.7%	13.8%	13.9%
营业税金及附加	28	30	35	39	43
营业费用	2	2	3	3	3
营业费用率	0.14%	0.15%	0.18%	0.18%	0.18%
管理费用	55	61	66	73	79
管理费用率	4.88%	4.82%	4.50%	4.40%	4.30%
财务费用	25	27	34	43	48
财务费用率	2.21%	2.09%	2.30%	2.56%	2.60%
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	49	53	62	71	81
营业利润率	4.35%	4.18%	4.18%	4.23%	4.39%
营业外收入	2	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	50	55	64	73	83
所得税	10	12	13	15	17
所得税率	21.0%	20.9%	21.0%	21.0%	21.0%
少数股东损益	3	3	4	5	6
归属于母公司股东的净利润	36	41	46	52	60
净利率	3.19%	3.22%	3.13%	3.15%	3.25%
EPS（元）	0.38	0.43	0.48	0.55	0.62

现金流量表（亿元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	36	41	46	52	60
少数股东损益	3	3	4	5	6
折旧和摊销	41	44	35	40	44
营运资金减少	-50	-92	-90	-61	-64
其他	28	29	37	44	49
经营现金流	58	24	32	81	95
资本支出	-138	-152	-49	-49	-48
投资收益	1	2	1	1	1
资产变卖	6	3	0	0	0
其他	-3	7	0	0	0
投资现金流	-134	-141	-48	-48	-47
发行股票	133	0	0	0	0
负债变化	165	119	14	54	43
股息支出	-36	-53	-14	-16	-18
其他	12	-9	-34	-43	-48
融资现金流	274	57	-34	-4	-22
现金及现金等价物	197	-60	-50	29	26

资料来源：Wind，公司年报，中信证券研究部预测

资产负债表（亿元）

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	329	271	221	250	276
存货	308	389	476	559	640
应收账款	164	186	246	278	307
其他流动资产	157	162	184	205	224
流动资产	958	1,008	1,127	1,291	1,448
固定资产	371	409	421	469	493
长期股权投资	17	22	22	22	22
无形资产	153	165	163	161	158
其他长期资产	133	211	217	180	163
非流动资产	674	808	822	832	836
资产总计	1,632	1,815	1,949	2,123	2,284
短期借款	140	82	231	285	323
应付账款	251	283	324	359	388
其他流动负债	429	497	538	582	628
流动负债	821	861	1,093	1,226	1,339
长期负债	407	427	427	427	427
其他长期负债	89	178	43	43	43
非流动性负债	496	605	470	470	470
负债合计	1,316	1,467	1,563	1,696	1,809
股本	96	96	96	96	96
资本公积	109	109	109	109	109
股东权益合计	273	310	342	379	421
少数股东权益	43	39	44	48	54
负债股东权益总计	1,632	1,815	1,949	2,123	2,284

主要财务指标

财务名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率（%）					
营业收入	11.80	11.96	15.98	13.07	10.50
营业利润	22.82	7.61	16.00	14.40	14.64
净利润	24.32	13.13	12.48	13.82	14.11
利润率（%）					
毛利率	14.42	13.84	13.68	13.81	13.88
EBIT Margin	6.91	6.51	6.65	6.88	7.05
EBITDA Margin	10.48	10.01	9.03	9.30	9.46
净利率	3.19	3.22	3.13	3.15	3.25
回报率（%）					
净资产收益率	13.25	14.05	14.13	14.54	14.96
总资产收益率	2.28	2.43	2.50	2.63	2.78
其他（%）					
资产负债率	80.64	80.80	80.21	79.88	79.22
所得税率	20.97	20.93	21.00	21.00	21.00
股利支付率	9.26	28.18	30.00	30.00	30.00

分析师声明 Analyst Certification

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。The analysts primarily responsible for the preparation of all or part of the research report contained herein hereby certify that: (i) the views expressed in this research report accurately reflect the personal views of each such analyst about the subject securities and issuers; and (ii) no part of the analyst's compensation was, is, or will be directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in this research report.

一般性声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属机构（以下统称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有于此报告中使用的商标、服务标识及标记均为中信证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，只有收件人才能使用。本报告所载的信息、材料或分析工具只提供给阁下作参考之用，不是或不应被视为出售、购买或认购证券或其它金融工具的要约或要约邀请。中信证券也不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不保证其准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠此报告而取代个人的独立判断。本报告所指的证券或金融工具的价格、价值及收入可跌可升。以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发布此报告日期当日的判断，可在不发出通知的情形下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。收件人应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

中信证券利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域，以及部门间之信息流动。撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工(包括参与准备或发行此报告的人)可能(1)与此报告所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，(2)已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。在法律许可的情况下，中信证券的一位或多位董事、高级职员和/或员工可能担任此报告所提到的公司的董事。在法律许可的情况下，中信证券可能参与或投资此报告所提到的公司的金融交易，向有关公司提供或获取服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券的董事、高级职员和员工亦不为前述金融机构之客户因使用本报告或报告载明的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2013 版权所有。保留一切权利。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，中信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。

评级说明

	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 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 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 指数的涨跌幅为基准；	买入	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上；
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 6 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；	强于大市	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址：	北京市朝阳区亮马桥路 48 号 中信证券大厦（100125）	上海浦东新区世纪大道 1568 号 中建大厦 22 楼（200122）	深圳市福田区中心三路 8 号 中信证券大厦（518048）	香港中环添美道 1 号 中信大厦 26 楼

Foreign Broker-Dealer Disclosures for Distributing to the U.S. 就向美国地区发送研究报告而作的外国经纪商-交易商声明

This report has been produced in its entirety by CITIC Securities Limited Company (“CITIC Securities”, regulated by the China Securities Regulatory Commission. Securities Business License Number: Z20374000). This report is being distributed in the United States by CITIC Securities pursuant to Rule 15a-6(a) (2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934 exclusively to “major U.S. institutional investors” as defined in Rule 15a-6 and the SEC no-action letters thereunder. 本报告由中信证券股份有限公司（简称“中信证券”，受中国证监会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）制作。按照《1934 年美国证券交易法案》下的 15a-6(a) (2) 规则，在美国本报告由中信证券仅向 15a-6 规则及其下《美国证券交易委员会无异议函》所定义的“主要美国机构投资者”发送。