

强烈推荐-A (维持)

中国水电 601669.SH

目标估值: 5.40 元

当前股价: 4.13 元

2013 年 2 月 7 日

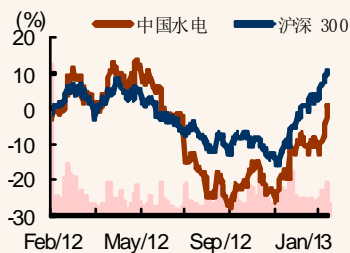
大股东增持1.8%，继续超配迎接投资拔高

基础数据

上证综指	2434
总股本 (万股)	960000
已上市流通股 (万股)	290700
总市值 (亿元)	396
流通市值 (亿元)	120
每股净资产 (MRQ)	3.1
ROE (TTM)	13.1
资产负债率	81.3%
主要股东	中国水利水电建设集
主要股东持股比例	65.0%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	18	-1
相对表现	-2	0	-11



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《水利建设板块投资思考系列之一——从订单驱动看水利板块和葛洲坝的投资机会》2012/04/05
- 2、《中国水电 (601669) —中水顾问资产注入情景分析及 2011 年报评价》2012/4/20
- 3、《中国水电 (601669) —维护融资平台, 迎接投资拔高》2012/11/26

孟群

0755-25310921
mengqun@cmschina.com.cn
S1090511030002

研究助理

黄磊
0755-83277745
huanglei5@cmschina.com.cn

事件:

公司公告大股东自 2012 年 11 月 16 日至今累计增持 1.73 亿股, 占总股本 1.8%, 增持计划实施完毕, 增持股票自 2013 年 2 月 6 日期锁定一年。

评论:

1、大股东维持融资平台功能的态度积极

2012 年 11 月 7 日大股东提出增持计划, 不到 3 个月就累计增持 1.8%, 在 2013 年 1 月 26 日发布中水顾问的业绩预告, 并指出中水顾问资产注入正有序推进, 我们认为这一系列动作反应了大股东对维持中国水电融资平台功能的积极态度。

2、大股东持股上升, 更倾向于股价上涨

中国水电集团持股比例由 64.97% 提高到 66.77%。这意味着收购中水顾问的支付对价中, 现金多于股权更为确定, 股价上涨对大股更有利。(参考《中国水电 (601669) —中水顾问资产注入情景分析及 2011 年报评价》2012/4/20)。

3、2012 年末储备合同增长约 25%, 2013 年业绩增速将回升

2012 年新签合同 1718.6 亿元, 同比增长 34.4%, 我们预计 2012 年末公司合同存量超过 3000 亿, 同比增长约 25%。预计 2013 年业绩增速有望回升到 25% 以上: 第一储备合同增长约 25%; 第二储备合同中海外占比提升, 电力、地产和 BT 项目占比提升, 带动毛利提升; 第三老挝钾盐矿一期开始贡献利润。

4、2013 年水电核准和建设进度进入拔高期

按相关规划, 十二五水电开工 1.6 亿千瓦, 建成 0.83 亿千瓦, 十二五前两年年均新开工约 1600 万千瓦, 建成 1270 万千瓦, 预计后三年年均新开工 4000 多万千瓦, 建成 2000 多万千瓦, 这意味着 2013 年水电核准和建设进度进入拔高期。

5、维持“强烈推荐-A”的投资评级

我们关于水利水电投资拔高对应市值拔高期的长期投资思路未变。2013 年水电核准和建设进度进入拔高期, 中水顾问注入且大股东积极维护融资平台功能, 2013 年公司业绩增速有望回升, 预计 2013 年 EPS0.54 元, 按 2013 年 10 倍 PE, 对应股价 5.4 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

6、风险提示

应收账款回收、水利水电政策和水电核准低于预期。

附录 1: 水电规划与完成进度: 后三年水电新开工和建成量大幅增长

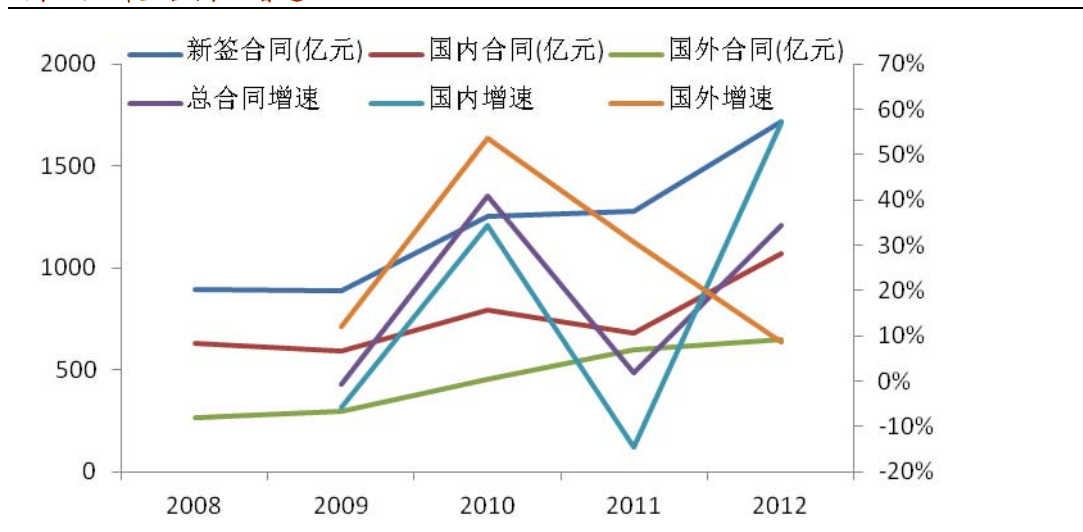
表 1: 十二五后三年水电新开工和建设将大幅增长

	新开工(万千瓦)	新增装机(万千瓦)
十二五规划	16000	8600
前两年已完成	3200	2540
后三年待完成	12800	6060
后三年年均/前两年年均	166.7%	59.1%

资料来源: 能源局, 发改委, 招商证券

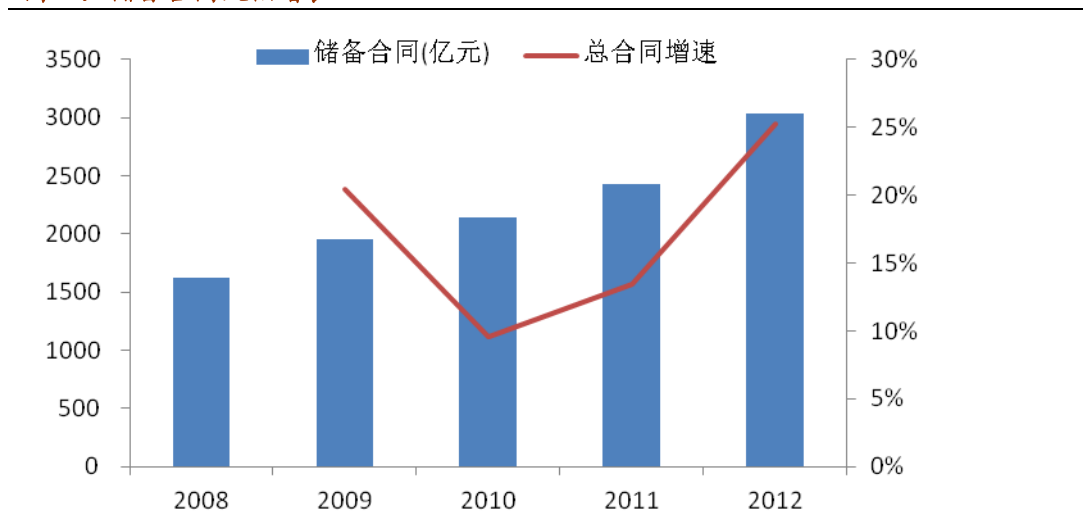
附录 2: 中国水电合同情况

图 1: 新签合同及增速



资料来源: 招商证券

图 2: 储备合同大幅增长



资料来源: 招商证券

附录 3: 估值对比

特大型国企 2013 年动态 PE9.8 倍,水利板块 2013 年动态 PE19 倍,葛洲坝为 10.2 倍。

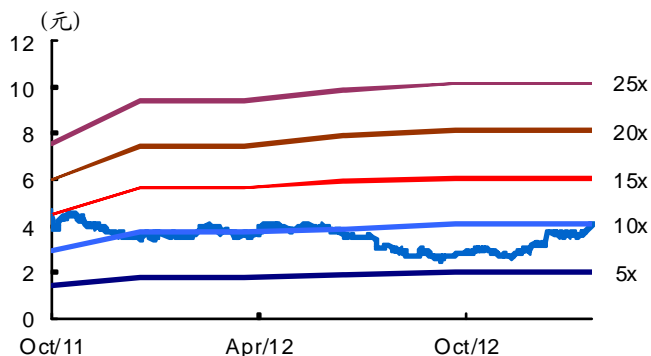
表 2: A 股可比公司估值情况

名称	代码	市值 (亿元)	11 年收 入(亿元)	EPS			PE			ROE		
				11A	12E	13E	11A	12E	13E	11A	12E	13E
中国水电	601669.SH	396	1135	0.38	0.44	0.54	11.0	9.4	7.6	19.0	13.3	14.1
葛洲坝	600068.SH	206	465	0.44	0.48	0.58	13.3	12.3	10.2	14.5	12.9	12.9
安徽水利	600502.SH	41	53	0.75	0.78	0.94	16.4	15.8	13.1	25.5	19.9	19.5
粤水电	002060.SZ	27	40	0.14	0.18	0.21	37.7	29.6	25.1	3.7	0.0	0.0
围海股份	002586.SZ	34	13	0.37	0.49	0.62	46.1	34.4	27.5	14.5	11.6	12.9
中国中铁	601390.SH	699	4607	0.31	0.33	0.37	10.4	9.9	8.9	9.6	8.9	9.1
中国铁建	601186.SH	744	4574	0.64	0.66	0.75	9.5	9.1	8.1	12.9	11.2	11.3
中国建筑	601668.SH	1188	4828	0.45	0.52	0.61	8.8	7.7	6.5	16.3	15.4	15.8
上海建工	600170.SH	187	829	0.59	0.69	0.77	13.8	11.8	10.5	15.0	14.3	14.2
中国中冶	601618.SH	422	2302	0.22	-0.22	0.15	10.0	/	14.7	9.1	-9.4	5.9
水利板块平均							28.4	23.0	19.0	14.6	11.1	11.3
特大型建筑公司平均							11.0	10.1	9.8	14.0	9.8	11.6

资料来源: 朝阳永续, Wind, 招商证券

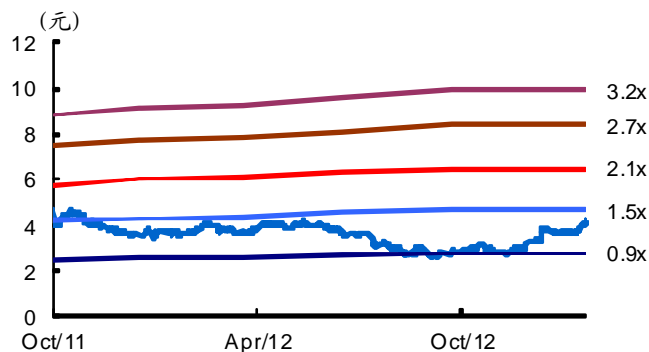
附录 4: PE-PB Band

图 3: 中国水电历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

图 4: 中国水电历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯、招商证券

参考报告:

1、《水利建设板块投资思考系列之一——从订单驱动看水利板块和葛洲坝的投资机会》2012/4/5

报告结合铁路板块的经验对水利板块的投资思路进行了梳理,认为 2012-2014 是水利订单拔高期,在此期间①水利板块将取得显著的正收益;②水利板块市值高峰期将出现。分析了葛洲坝多元化扩张成功的原因、风险,并提供了对其各板块进行估值的思路。

2、《中国水电(601669)——中水顾问资产注入情景分析及 2011 年报评价》2012/4/20

分析了中水顾问资产注入的方式和大股东诉求。认为注入方式上采取股权加现金概率大,且更倾向于现金模式,股价上涨对大股东有利。

3、《春风化雨,按图索骥——水利黄金年代的投资机会分析》2012/3/12

全球及中国进入水利建设高峰期,我们测算地方政府可计提水利资金足以覆盖地方政府所承担的部分。我们分别分析了水利产业链和水利子行业相关公司受益时间和程度,形成了水利受益图谱。2012 年水利板块投资将由“重政策轻业绩”转向“重政策重业绩”,我们推荐水利板块,并结合水利受益图谱来推荐相关公司。

4、《中国水电(601669)世界级水利龙头,分享全球水利建设黄金年代》2011/09/24

水利发达国家水利建设分为五个阶段,与工业化和城市化进程紧密相关。2010 年全球城市化率 51%,欠发达国家 45%,中国 49.7%,全球及中国进入水资源综合开发阶段,水利建设进入高峰期。

5、《中国水电(601669)——维护融资平台,迎接投资拔高》2012/11/26

特大型建筑企业转型而资本密集度提升,中水顾问资产注入,维护融资平台功能对大股东具有战略意义,迅速增持凸现大股东的决心,中水顾问注入方式上股价上涨对大股东有利。“美丽中国”强化政策预期,2013 年上半年进入重大会议密集期,政府换届完成后水电核准有望加速,将构成股价上涨催化剂。

中国水电是世界级的水利龙头,将充分受益;非水利工程业务占国内市场仅 0.26%,基础较好,成长空间较大;公司计划以水利工程为核心,进行横纵一体化延伸,拓展成长空间提升盈利能力。

6、《中国水电(601669)——超额完成 2012 年任务,超配迎接投资拔高》2013/01/27

公司公告 2012 年新签合同 1718.6 亿元,同比增长 34.4%,超额完成 2012 年任务,我们估算年末合同存量超 3000 亿元,同比增长约 25%。预计 2013 年业绩增速有望回升到 25%以上。公告指出中水顾问 2012 年净利润在 20.6 亿-21.5 亿之间,资产注入正有序推进。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	62524	95849	95813	117300	147259
现金	13209	32912	28533	36894	51209
交易性投资	14	14	0	0	0
应收票据	327	510	563	673	804
应收款项	15569	16427	18769	22442	26813
其它应收款	3274	4636	5005	5985	7150
存货	23661	30819	32212	38482	45963
其他	6470	10530	10732	12825	15320
非流动资产	58947	67366	69148	69344	65065
长期股权投资	1266	1656	1656	1656	1656
固定资产	32113	37129	42360	44451	43193
无形资产	11649	15256	13730	12357	11121
其他	13918	13325	11401	10879	9095
资产总计	121471	163215	164961	186643	212324
流动负债	67129	82054	78281	91780	107879
短期借款	9143	14025	6000	6000	6000
应付账款	19414	25124	26843	32068	38302
预收账款	25331	25139	27917	33351	39834
其他	13242	17766	17521	20361	23742
长期负债	40710	49565	52576	55600	58627
长期借款	33955	40704	43704	46704	49704
其他	6755	8861	8872	8895	8923
负债合计	107839	131619	130858	147379	166506
股本	6600	9600	9600	9600	9600
资本公积金	719	10884	10884	10884	10884
留存收益	2966	6581	8716	13400	19348
少数股东权益	2847	4334	4706	5183	5789
母公司所有者权益	10785	27262	29397	34081	40028
负债及权益合计	121471	163215	164961	186643	212324

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	2675	5804	12137	15197	16757
净利润	2911	3619	4056	5204	6608
折旧摊销	0	0	6308	6592	6503
财务费用	0	0	2675	2835	2902
投资收益	0	0	(120)	(120)	(120)
营运资金变动	0	0	(1075)	374	455
其它	(236)	2185	293	312	409
投资活动现金流	(9899)	(13433)	(7986)	(6600)	(2000)
资本支出	0	0	(8000)	(6600)	(2000)
其他投资	(9899)	(13433)	14	0	0
筹资活动现金流	9563	27376	(8530)	(236)	(443)
借款变动	0	0	(4055)	3000	3000
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(1920)	(520)	(661)
其他	9563	27376	(2555)	(2715)	(2782)
现金净增加额	2339	19747	(4380)	8362	14315

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	101494	113471	125129	149613	178754
营业成本	88832	97113	107374	128272	153209
营业税金及附加	2440	2824	3114	3723	4448
营业费用	161	161	178	213	254
管理费用	4159	5535	6104	7298	8720
财务费用	1859	2513	2675	2835	2902
资产减值损失	132	576	200	200	200
公允价值变动收益	5	0	0	0	0
投资收益	105	190	120	120	120
营业利润	4021	4938	5604	7191	9140
营业外收入	157	152	0	0	0
营业外支出	144	104	0	0	8
利润总额	4034	4987	5604	7191	9132
所得税	808	1045	1177	1510	1918
净利润	3226	3941	4427	5681	7214
少数股东损益	315	322	372	477	606
母公司所有者净利润	2911	3619	4056	5204	6608
EPS (元)	0.44	0.38	0.42	0.54	0.69

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	34%	12%	10%	20%	19%
营业利润	24%	23%	13%	28%	27%
净利润	27%	24%	12%	28%	27%
获利能力					
毛利率	12.5%	14.4%	14.2%	14.3%	14.3%
净利率	2.9%	3.2%	3.2%	3.5%	3.7%
ROE	27.0%	13.3%	13.8%	15.3%	16.5%
ROIC	8.1%	6.7%	7.5%	8.3%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	88.8%	80.6%	79.3%	79.0%	78.4%
净负债比率	36.7%	34.8%	31.9%	29.8%	27.6%
流动比率	0.9	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	4.7	4.2	4.0	4.2	4.2
应收帐款周转率	7.0	7.1	7.1	7.3	7.3
应付帐款周转率	5.2	4.4	4.1	4.4	4.4
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.38	0.42	0.54	0.69
每股经营现金	0.41	0.60	1.26	1.58	1.75
每股净资产	1.63	2.84	3.06	3.55	4.17
每股股利	0.00	0.04	0.04	0.05	0.07
估值比率					
PE	9.4	11.0	9.8	7.6	6.0
PB	2.5	1.5	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	26.4	21.5	15.7	13.7	12.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟群，经济学硕士，5年证券从业经验。2008年加盟招商证券，从事房地产研究，现为招商证券建筑工程行业分析师。

黄磊，金融学硕士，2012年加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。