



市场拓展和结构优化内外皆修

——中国水电（601669）调研快告

2013年3月3日

推荐/维持

中国水电

调研报告

建筑工程行业分析师

郑闵钢	电话: 010-66554031	zhengmg@dxzq.net.cn	执业资格证号: S1480510120012
张鹏	电话: 010-66554029	zhangpeng@dxzq.net.cn	执业资格证号: S1480512060003

事件:

近期我们与中国水电的高管进行了会面，交流了公司的经营情况。

关注 1: 13 年国内水电建设将提速

按照《水电发展“十二五”规划》，到2015年底，水电的开工项目要达到1.6亿千瓦（其中含抽水蓄能4000万千瓦）。要完成这一规划目标，每年应新开工规模为3200万千瓦。至目前才完成近3000KW的开工，要完成“十二五”规划今后水电的开工必须要加速，否则完成不了承诺的节能减排，13年、14、15年公司水电建设项目会加快。发改委目前已批的项目不少，同意核准的有十几个大项目。公司今年水利和水电的订单几百亿，其中水电业务签约下降，水利业务签约增加，总体趋势向好。在外部环境不利的情况下，我们预计公司增长将保持在二位数之上。

关注 2: 海外业务扩大欧洲和美洲市场

2012年公司在非洲的刚果金、尼日利亚等传统市场继续保持优势；在欧洲市场，如波兰、波黑等；在南美，如委内瑞拉等市场继续保持。据我们估算2012年公司海外业务收入同比增长在30%以上。2013年公司除在传统的非洲、亚洲市场深耕外，继续开拓欧洲市场和南北美洲市场，公司今年海外新市场的开拓还是乐观的。我们认为公司海外业务盈利能力较好，海外业务的拓展必然增加今后几年公司的利润。

关注 3: 地铁建设市场仍好，城镇化将给公司带来更好机会

城镇化推进将扩大轨道交通的需求，轨道交通主要有三块：一是国家路网规划，二是城市地铁和轻轨，三是一些企业的专用铁路。国家路网方面“十二五”安排了2.3万亿投资计划，2011年和2012年每年实现5000亿元左右，还剩下1.3万亿在“十二五”必须全面完成。地铁市场中国每年地铁增长在400公里左右，城镇化将会带来一个持续和规模巨大的市场，公司铁路建设业务将有一个很好的提升空间。

结论

2013 年公司各项业务将有一个良好上升，水电水利业务在国内和国际上的市场份额将进一步扩大，行业地位也将进一步提升。公司其它业务的盈利性也在扩大，城镇化推进将扩大轨道交通的需求。公司目前在手订单充足，公司 2013 年订单有望继续平稳增长。预计公司 2012-2014 年实现营业收入 1356.84 亿元、1649.33 亿元和 2010.66 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 44.5 亿元、59.24 亿元和 81.78 亿元，每股收益分别为 0.464 元、0.617 元和 0.852 元。对应 PE 分别为 11.59、8.95 和 5.98。按照公司 12 年业绩 12 倍 PE 计算，公司 6 个月目标价 5.56 元，维持公司“推荐”评级。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2011A	2012E	2013E	2014E		2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产合计	95849	98443	119013	142705	营业收入	113471	135684	164933	201066
货币资金	32912	28356	34423	40293	营业成本	97113	116927	141513	171653
应收账款	16427	23048	28016	34154	营业税金及附加	2824	3528	4453	5429
其他应收款	4636	5543	6738	8214	营业费用	161	271	330	402
预付款项	6641	7810	9225	10942	管理费用	5535	5834	7587	9249
存货	30819	32035	38771	47028	财务费用	2513	3209	3270	3701
其他流动资产	452	475	504	540	资产减值损失	576.01	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	67366	65389	64315	63127	公允价值变动收益	0.12	4.00	4.00	4.00
长期股权投资	1656	1656	1656	1656	投资净收益	189.50	100.00	100.00	100.00
固定资产	37129.17	37452.29	37935.61	38888.77	营业利润	4938	6019	7884	10737
无形资产	15256	13730	12205	10679	营业外收入	152.17	160.00	160.00	160.00
其他非流动资产	154	154	1000	1000	营业外支出	103.87	140.00	140.00	140.00
资产总计	121703	163831	183328	205833	利润总额	4987	6039	7904	10757
流动负债合计	82054	74709	86147	100332	所得税	1045	1268	1660	2259
短期借款	14025	0	0	0	净利润	3941	4770	6244	8498
应付账款	25124	25628	31017	37622	少数股东损益	322	320	320	320
预收款项	25139	29210	34653	41489	归属母公司净利润	3619	4450	5924	8178
非流动负债合计	49565	56711	63858	71039	EBITDA	26519	14684	17075	20625
长期借款	40704	47704	54704	61704	BPS (元)	0.49	0.46	0.62	0.85
其他非流动负债	101	212	359	541	主要财务比率				
负债合计	131619	131420	150004	171371		2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	4334	4654	4974	5294	成长能力				
实收资本(或股本)	9600	9600	9600	9600	营业收入增长	11.8%	19.58%	21.56%	21.91%
资本公积	11625	11625	11625	11625	营业利润增长	385.7%	21.88%	30.99%	36.19%
未分配利润	6519	6607	7034	7623	归属于母公司净利润增长	244.7%	22.97%	33.11%	38.05%
归母公司股东权益合计	27262	28019	28611	29429	获利能力				
负债和所有者权益	163447	164093	183589	206094	毛利率(%)	14%	14%	14%	15%
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	3%	4%	4%	4%
	2011A	2012E	2013E	2014E	总资产净利润(%)	3%	3%	3%	4%
经营活动现金流	189	9899	12265	14646	ROE(%)	13%	16%	21%	28%
净利润	3941	4770	6244	8498	偿债能力				
折旧摊销	19068.48	0.00	5920.46	6187.16	资产负债率(%)	81%	80%	82%	83%
财务费用	2513	3209	3270	3701	流动比率	1.17	1.32	1.38	1.42
应付帐款的变化	0	504	5389	6606	速动比率	0.79	0.89	0.93	0.95
预收帐款的变化	0	4071	5443	6836	营运能力				
投资活动现金流	0	-368	-4742	-4896	总资产周转率	0.80	0.83	0.95	1.03
公允价值变动收益	0	4	4	4	应收账款周转率	7.09	6.87	6.46	6.47
长期投资	1656	1656	1656	1656	应付账款周转率	5.10	5.35	5.82	5.86
投资收益	190	100	100	100	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	-14088	-1455	-3880	每股收益(最新摊薄)	0.49	0.46	0.62	0.85
短期借款	14025	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.03	-0.47	0.63	0.61
长期借款	40704	47704	54704	61704	每股净资产(最新摊薄)	2.84	2.92	2.98	3.07
普通股增加	3000	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	10906	0	0	0	P/E	7.82	8.30	6.24	4.52
财务费用	0.00	-3209	-3270	-3701	P/B	1.36	1.32	1.29	1.26
现金净增加额	189	-4556	6067	5870	EV/EBITDA	2.46	4.28	3.73	3.15

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起在证券业从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券