

**中国水电 (601669)**  
**增持/首次评级**  
 股价: RMB5.13

**分析师**  
 周煥  
 SAC 执业证书编号:S1000510120036  
 (0755)8249 2072  
 zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

**联系人**  
 黄亦恺  
 (0755)8212 5179  
 huangyk@mail.htlhsc.com.cn

# 水利投资政策细化, 行业龙头有望受益

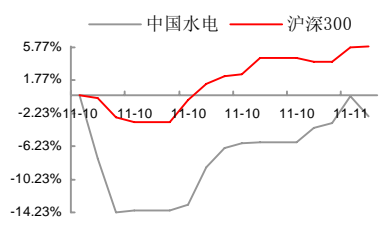
- 公司 2011 年 10 月 31 日公布了三季报, 今年前三季度营业收入和归属上市公司股东净利润分别为 776.05 亿元和 25.75 亿元, 基本符合我们的预期。
- 在 10 月 17 日的国务院新闻发布会上, 水利部总规划师周学文指出, “十二五”期间水利建设的总投资大约是 1.8 万亿元, 其中, 农田水利建设投资占 20%左右, 防灾减灾工程的投资占 38%左右, 水资源配置和城乡供水保障工程大概有 35%左右, 剩下的是水土保持和生态建设。我们认为, 1.8 万亿元的总投资略低于我们此前 2 万亿元的预期, 但仍然是“十一五”期间水利建设总投资额的 2.55 倍, 中国水电作为行业的龙头企业, 将充分受益于行业投资的迅速增长。
- 在 10 月 17 日国务院新闻发布会上, 水利部副部长矫勇指出, 目前财政部正在牵头与国务院有关部门以及水利部商讨如何在全国统筹土地出让收益用于农田水利建设政策。我们认为, 即将出台的该项政策将从根本上解决土地收益和农村水利建设所需投入在地域上的不均衡带来的矛盾, 有利于我国农田水利建设资金的落实。
- 公司 2011 年前三季度毛利率 13.40%, 比去年同期增加约 1 个百分点。销售费用率和管理费用率分别为 0.11%和 4.37%, 均比去年同期微降。我们认为, 公司未来三项费用率和毛利率均有望保持平稳。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.38 元, 0.50 元和 0.61 元, 其中, 2011 年水利水电工程承包、非水利水电工程承包、电力运营、房地产和设备租赁贡献 EPS 分别为 0.20、0.11、0.04、0.02 和 0.01 元, 考虑到可比上市公司的估值, 我们认为公司合理价值区间为 4.77 元-5.53 元, 公司 10 月 28 日收盘价 4.97 元, 给予增持的评级
- **风险提示。**水利建设资金不到位, 国际政治因素, 应收账款回款放缓

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	9,600
流通 A 股 (百万股)	9,600
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	49,248

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	101494.5	120512.0	143008.0	169173.0
(+/-%)	0.0	18.7	18.7	18.3
归属母公司净利润(百万元)	2911.1	3678.0	4814.0	5870.0
(+/-%)	0.0	26.3	30.9	21.9
EPS(元)	0.30	0.38	0.50	0.61
P/E(倍)	16.9	13.0	9.9	8.1

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	62524	87009	10504	12403	<b>营业收入</b>	10149	12051	14300	16917
现金	13209	34877	36443	44601	营业成本	88832	10496	12471	14774
应收账款	15569	18747	21975	26198	营业税金及附加	2440	2898	3438	4068
其他应收款	3274	3888	4613	5458	营业费用	161	202	251	283
预付账款	6041	8858	9512	11844	管理费用	4159	5062	6006	7105
存货	23661	20095	31833	35117	财务费用	1859	2049	1787	1678
其他流动资产	769	544	664	812	资产减值损失	132	248	190	219
<b>非流动资产</b>	58947	55764	56121	56016	公允价值变动收	5	3	3	3
长期投资	1266	834	1111	1070	投资净收益	105	14	43	54
固定资产	32113	34541	34745	33837	<b>营业利润</b>	4021	5106	6671	8132
无形资产	11649	12955	14481	16122	营业外收入	157	161	160	159
其他非流动资产	13918	7435	5784	4986	营业外支出	144	171	161	159
<b>资产总计</b>	12147	14277	16116	18004	<b>利润总额</b>	4034	5096	6670	8133
<b>流动负债</b>	67129	73713	85244	97903	所得税	808	1021	1336	1629
短期借款	9143	9143	9143	9143	净利润	3226	4075	5334	6504
应付账款	19414	22939	27255	32289	少数股东损益	315	398	521	635
其他流动负债	38573	41631	48847	56471	归属母公司净利	2911	3678	4814	5870
<b>非流动负债</b>	40710	38516	40036	39754	EBITDA	9274	9037	10541	11958
长期借款	33955	33955	33955	33955	EPS (元)	0.44	0.38	0.50	0.61
其他非流动负	6755	4561	6081	5799					
<b>负债合计</b>	10783	11222	12528	13765	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	2847	3244	3765	4400	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	6600	9600	9600	9600	<b>成长能力</b>				
资本公积	719	10544	10544	10544	营业收入	34.4%	18.7%	18.7%	18.3%
留存收益	2966	6644	11458	17327	营业利润	24.0%	27.0%	30.7%	21.9%
归属母公司股	10785	27299	32116	37989	归属母公司净利	27.1%	26.3%	30.9%	21.9%
<b>负债和股东权</b>	12147	14277	16116	18004	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	12.5%	12.9%	12.8%	12.7%
					净利率(%)	2.9%	3.1%	3.4%	3.5%
					ROE(%)	27.0%	13.5%	15.0%	15.5%
					ROIC(%)	10.5%	14.8%	16.0%	19.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	88.8%	78.6%	77.7%	76.5%
					净负债比率(%)	41.33	38.40	34.40	31.31
					流动比率	0.93	1.18	1.23	1.27
					速动比率	0.58	0.91	0.86	0.91
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.91	0.91	0.94	0.99
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	0.00	4.96	4.97	4.96
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.44	0.38	0.50	0.61
					每股经营现金流	0.28	1.44	0.51	1.22
					每股净资产(最	1.12	2.84	3.35	3.96
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.39	12.97	9.91	8.13
					P/B	4.42	1.75	1.49	1.26
					EV/EBITDA	9	9	8	7

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券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华泰联合投资银行收入而定,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。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。