

证券研究报告

建筑与工程

推荐 (首次)

证券分析师

徐炜

建筑建材研究员

投资咨询资格编号 S1060110030233

22627752

xuwei850@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 中国水电 (601669)

# 订单有喜有忧，增长还看水利水电

### 事项:

公司公告2011年1-12月新签订单情况：公司2011年1-12月累计新签合同额为人民币1278.45亿元，其中国内合同额为人民币680.97亿元，海外合同额为人民币597.48亿元。

### 平安观点:

#### ■ 订单增速下滑

公司2011年新增订单1278.45亿元，同比增长2%，较2010年40.8%的增速显著下滑。订单增速下滑的主要原因是国内订单增速显著下滑。我们预计，随着国内水利水电投资建设资金的落实、中大型水利设施和水电工程的逐步上马，2012年公司新签订单增速有望达到19.7%。

#### ■ 国内订单增速下滑明显

公司2011年国内订单为680.97亿元，同比减少14.5%，较2010年34.4%的增速下滑明显。我们认为国内订单负增长的主要原因一是受国内固定资产投资及房地产开工面积增速下滑影响，国内非水利水电工程订单同比可能出现负增长；二是国内水利水电业务仍保持增长，但因2011年的水利投资更多投向了保障民生的中小工程，公司所擅长的大型水利工程领域订单增长放缓。

我们预计，2012年将进入国内水利投资资金逐步落实的建设周期，全年水利投资有望超过3200亿元，与2011年重点落实民生工程不同，2012年的水利投资中中大型水利设施和水电工程比例可能有所提高，受此利好，预计公司2012年的国内工程订单增速有望达到15%。

#### ■ 海外订单保持增长

公司2011年海外订单为597.48亿元，同比增长30.7%，较2010年53.6%的增速有所下降，但仍保持较快速度的增长。我们认为，公司一直是中国援外工程的骨干力

量，已成为全球水利水电建设行业的引领者，未来公司海外订单保持稳定增长是大概率事件。我们预计公司 2012 年海外新增订单将达到 750 亿元左右，同比增长 25%。

■ 业绩基本符合预期

公司此前发布业绩预告，预计公司 2011 年度实现营业收入与去年同期相比增长 10%-15%。经财务部门初步测算，预计公司 2011 年度实现归属于母公司净利润与去年同期相比增长 20%-30%。公司的收入增速低于我们此前 19% 的预测，主要原因是 2H2011 以来国内订单收入低于预期；公司业绩基本符合预期，净利润增速快于收入增速，主要原因是盈利能力较强的海外水利水电业务占比提升，使公司综合毛利率提高所致。

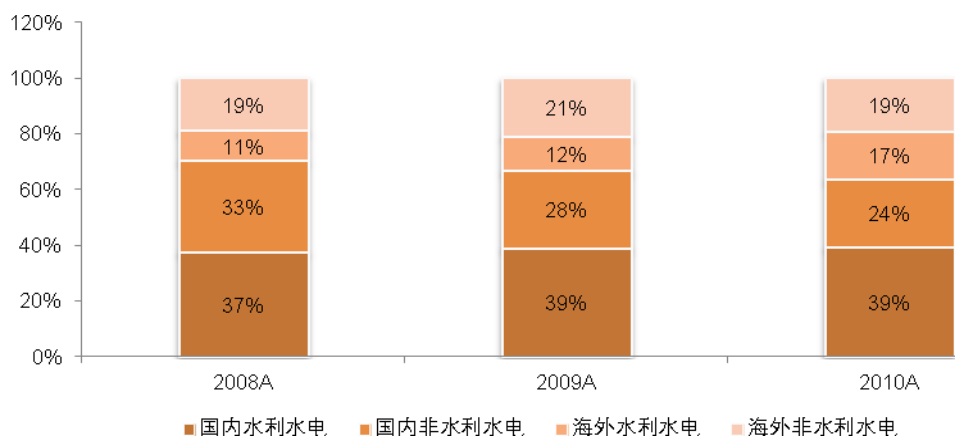
■ 微调盈利预测，给予“推荐”评级

我们根据公司近期公告，将 2011 年的盈利预测由 0.39 元微调至 0.38 元，主要原因是下调了收入增速假设；维持公司 2012 年、2013 年 EPS 分别为 0.48 元、0.61 元的盈利预测。该盈利预测对应公司当前股价的 2011 年~2013 年动态 PE 分别为 10.5 倍、8.3 倍和 6.5 倍。我们相信，十二五期间国内水利水电天量投资的不断兑现将成为推升公司业绩的主要因素，未来三年净利润 CAGR 有望超过 25%；而中水顾问集团的资产注入渐行渐近支撑了公司相对其他大型央企施工企业和海外承包商享有估值溢价。我们认为给予公司 2012 年动态 PE 为 10 倍的估值较为合理，目标价 4.80 元，较当前股价有 22% 的上涨空间，给予“推荐”评级。

■ 风险提示

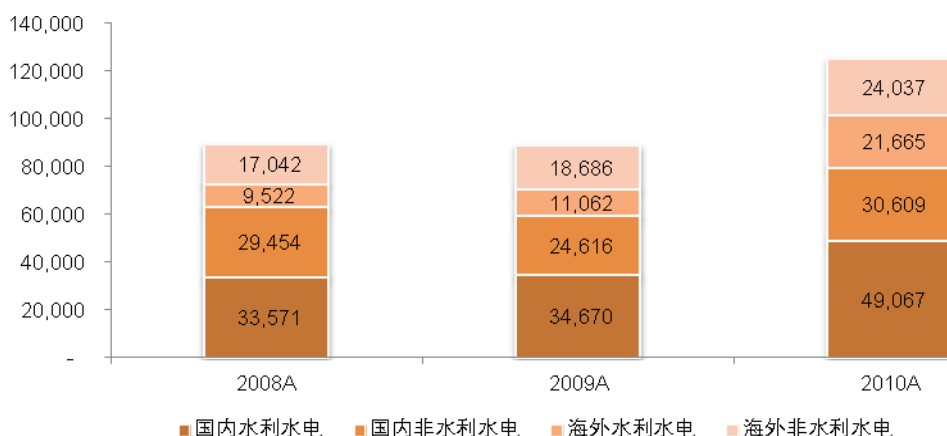
宏观经济特别是水利固定资产投资增速大幅低于预期；货币政策持续偏紧，业主资金紧张导致施工进度放缓；公司出现重大工程事故，导致订单增速受到显著影响；全球经济增长放缓导致亚洲、非洲工程订单减少或增速下滑。

图表1 近三年海外水利水电工程订单占比提升



资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表2 近三年国内水利水电订单金额增加较多 单位：百万元**



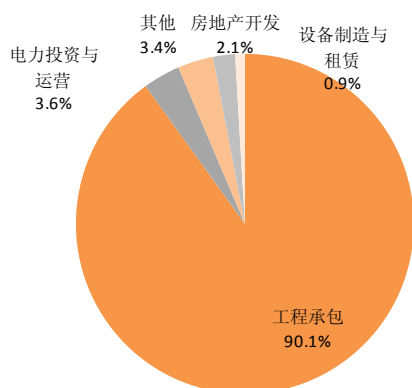
资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表3 公司2011年12月新签5亿元以上合同**

国内合同	项目名称	合同金额（百万元人民币）
浙江	温州市龙湾二期围涂工程施工Ⅱ标	534
贵州	贵阳市东部新城“四路四沟”BT项目施工总承包合同	910
<b>合计</b>		<b>1444</b>
海外合同	项目名称	合同金额（百万元美元）
缅甸	缅甸蒙育瓦莱比塘铜矿土建及设备安装工程第二标段	120
卡塔尔	卡塔尔 Sidra 房建项目	130
伊朗	伊朗查巴哈尔供水项目	378
尼日尔	尼日尔依姆铀矿工程场地标	159
刚果（金）	刚果（金）首都机场建设项目	480
<b>合计</b>		<b>1267</b>

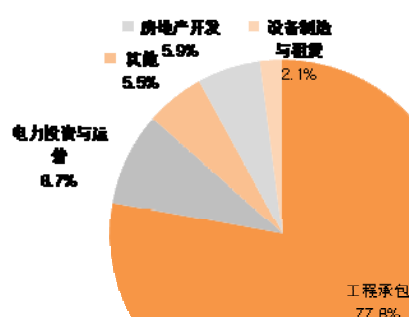
资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表4 1H2011收入结构**



资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表5 1H2011利润结构**



资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表6 公司承建的标志性水利水电工程**

	项目名称	代表性
国内	长江三峡水利枢纽工程	世界最大的水利枢纽工程
	黄河小浪底水利枢纽	世界上泥沙含量最大河流上的水利枢纽
	小湾水电站	世界最高的混凝土拱坝
	龙滩电站	最高碾压混凝土重力坝及世界最大规模地下厂房
海外	泰国科隆泰丹大坝	巨型碾压混凝土坝
	苏丹麦洛维大坝	面板堆石坝建设之最
	伊朗塔里干水电站	中亚头号水电工程
	巴贡水电站	马来西亚“三峡工程”

资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表7 公司承建的非水利水电代表工程**

领域	代表工程
路桥工程	杭甬高速公路、沈铁高速公路、楚大高速公路，润扬大桥、洋江大桥
机场工程	上海浦东机场、广州新白云机场、厦门国际机场、福州长乐国际机场、成都双流机场

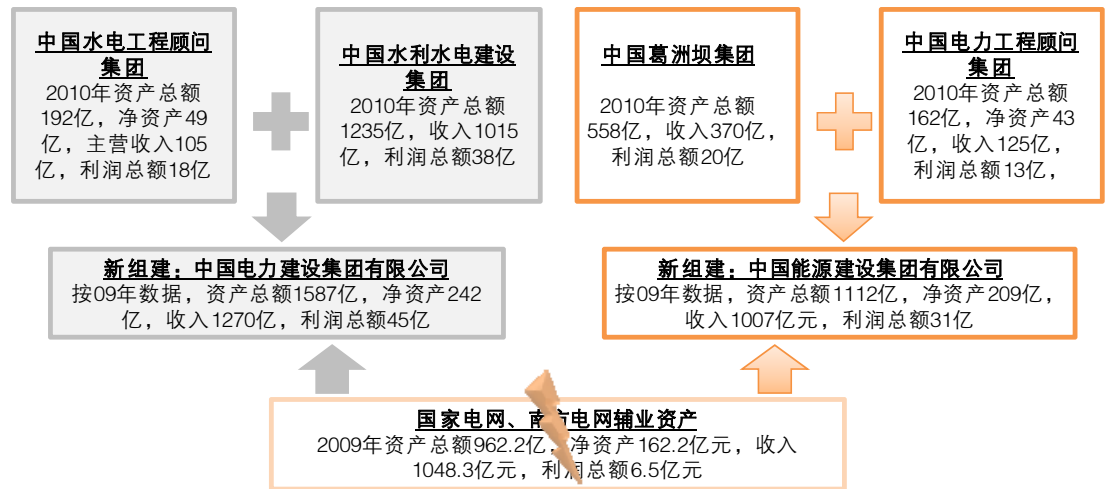
资料来源：公司资料，平安证券研究所

**图表8 公司主要投资运营的电力项目（含在建）**

领域	项目
水电	四川沙湾、大金坪、洪一、五一桥、洪坝、湾二、沙坪、偏桥、一道桥、踏卡、色尔古、柳坪、贵州圆满贯、贵州杨家园、毛尔盖、苏巴姑、斜卡、甲米河、柬埔寨甘再、老挝南俄 5
火电	甘肃华亭、甘肃崇信
风电	吉林长岭王子风电场、云南大理者磨山风电场、内蒙古洪格尔风电场、甘肃干河口风电场

资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表9 “主辅分离”将组建两大“航母级”电力工程企业



资料来源：国家发改委，平安证券研究所

图表10 公司2011年A股发行募集资金使用项目

项目类型	募集资金使用项目	使用募集资金（亿元）
设备采购	工程施工设备采购项目	88.43
	柬埔寨甘再水电站 BOT 项目	6.04
清洁能源电力投资	甘肃酒泉干河口风电项目	10.00
	四川毛尔盖水电站项目	5.00
公共基础设施建设	四川成简快速路 BT 项目	3.70
补充流动资金	补充流动资金	60.00
	<b>合计</b>	<b>173.17</b>

资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	54,610	62,524	78,793	90,894	110,729	<b>营业收入</b>	75,540	101,494	116,108	139,049	166,296
现金	11,254	13,209	17,416	20,857	24,944	营业成本	64,858	88,832	100,793	120,601	144,188
应收账款	13,332	15,569	19,151	22,132	26,949	营业税金及附加	2,159	2,440	2,787	3,552	4,248
其他应收款	3,289	3,274	4,401	4,878	6,069	营业费用	151	161	174	236	265
预付账款	6,608	6,041	8,562	9,223	11,638	管理费用	3,566	4,159	4,586	5,918	7,078
存货	19,974	23,661	28,944	33,378	40,656	财务费用	1,212	1,859	2,454	2,122	2,105
其他流动资产	151	769	317	425	473	资产减值损失	363	132	265	253	253
<b>非流动资产</b>	47,052	58,947	60,887	62,540	63,900	公允价值变动收益	-	5	-	-	-
长期投资	1,235	1,266	1,266	1,266	1,266	投资净收益	11	105	-	-	-
固定资产	25,978	32,113	37,953	41,639	44,147	<b>营业利润</b>	3,242	4,021	5,049	6,368	8,159
无形资产	8,920	11,649	11,574	11,498	11,422	营业外收入	161	157	161	160	159
其他非流动资产	10,920	13,918	10,094	8,137	7,065	营业外支出	168	144	171	161	159
<b>资产总计</b>	101,662	121,471	139,680	153,433	174,629	<b>利润总额</b>	3,236	4,034	5,039	6,367	8,159
<b>流动负债</b>	60,016	67,129	68,479	77,507	92,637	所得税	703	808	1,009	1,275	1,634
短期借款	9,089	9,143	847	777	2,050	<b>净利润</b>	2,533	3,226	4,030	5,092	6,525
应付账款	14,925	19,414	22,611	26,705	32,137	少数股东损益	243	315	393	497	637
其他流动负债	36,002	38,573	45,021	50,025	58,449	<b>归属母公司净利润</b>	2,290	2,911	3,637	4,595	5,889
<b>非流动负债</b>	29,353	40,710	40,710	40,710	40,710	EBITDA	7,478	9,274	9,530	10,853	12,896
长期借款	22,425	33,955	33,955	33,955	33,955	EPS (元)	0.35	0.44	0.38	0.48	0.61
其他非流动负债	6,927	6,755	6,755	6,755	6,755	<b>主要财务比率</b>					
<b>负债合计</b>	89,369	107,839	109,189	118,217	133,346	<b>会计年度</b>	2009	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2,482	2,847	3,240	3,737	4,374	<b>成长能力</b>					
股本	6,600	6,600	9,600	9,600	9,600	营业收入	24.3%	34.4%	14.4%	19.8%	19.6%
资本公积	2,601	719	10,544	10,544	10,544	营业利润	87.4%	24.0%	25.6%	26.1%	28.1%
留存收益	193	2,966	6,603	10,834	16,263	归属于母公司净利润	80.9%	27.1%	24.9%	26.3%	28.2%
归属母公司股东权益	9,812	10,785	27,251	31,480	36,909	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益</b>	101,662	121,471	139,680	153,433	174,629	毛利率(%)	14.1%	12.5%	13.2%	13.3%	13.3%
						净利率(%)	3.0%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%
						ROE(%)	23.3%	27.0%	13.3%	14.6%	16.0%
						ROIC(%)	10.1%	10.5%	12.1%	13.4%	15.3%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	87.9%	88.8%	78.2%	77.0%	76.4%
						净负债比率(%)	37.1%	41.3%	33.2%	30.6%	28.1%
						流动比率	0.9	0.9	1.2	1.2	1.2
						速动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	1.5	0.9	0.9	0.9	1.0
						应收账款周转率	11.3	7.0	6.7	6.7	6.8
						应付账款周转率	8.7	5.2	4.8	4.9	4.9
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.24	0.30	0.38	0.48	0.61
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.28	0.61	1.06	0.99
						每股净资产(最新摊薄)	1.02	1.12	2.84	3.28	3.84
						<b>估值比率</b>					
						P/E	16.6	13.1	10.5	8.3	6.5
						P/B	3.9	3.5	1.4	1.2	1.0
						EV/EBITDA	9.8	7.9	7.7	6.7	5.7

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	4,513	2,675	5,871	10,153	9,533
净利润	2,533	3,226	4,030	5,092	6,525
折旧摊销	3,024	3,395	2,027	2,364	2,632
财务费用	1,212	1,859	2,454	2,122	2,105
投资损失	-11	-105	0	0	0
营运资金变动	-2,706	-5,476	-2,677	593	-1,737
其他经营现金流	462	-224	37	-18	8
<b>投资活动现金流</b>	-11,244	-9,899	-3,740	-4,155	-4,155
资本支出	11,256	9,983	3,999	4,000	4,000
长期投资	-143	-7	0	0	0
其他投资现金流	-131	77	260	-155	-155
<b>筹资活动现金流</b>	6,814	9,563	2,076	-2,556	-1,291
短期借款	9,089	53	-8,295	-71	1,274
长期借款	22,425	11,530	0	0	0
普通股增加	6,600	0	3,000	0	0
资本公积增加	2,601	-1,882	9,825	0	0
其他筹资现金流	-33,901	-138	-2,454	-2,486	-2,564
<b>现金净增加额</b>	98	2,030	4,207	3,441	4,087

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257