

水利水电建设航母 A 股起航

投资要点:

- 📖 国际水利水电综合建设航母
- 📖 四大业务板块完善产业链配置
- 📖 中电建集团整体上市值得期待

报告摘要:

- **国际水利水电建设领域的巨头。**中国水电是我国乃至全球特大型综合建设集团之一，公司以工程承包为核心业务，同时开展电力投资与经营、设备制造与租赁及房地产开发业务。截止目前为止，中国 65% 以上的大中型水电站和水利枢纽工程由公司建设承包，同时在海外市场目前在建的项目有 262 个。公司在国内外享有较高的品牌知名度，堪称“中国水电第一品牌”。
- **利用集团优势不断完善产业链配置。**公司利用自身在水电建设领域积累的经验，不断向其他业务拓展，目前已经形成了四大业务板块：(1) 工程承包业务：包括水利水电工程承包和非水利水电工程承包（公路、铁路、市政建设等）；(2) 电力投资与运营业务：目前已经形成了水电、风电和火电三个领域全面投资的格局；(3) 房地产业务：中档城市栖居楼盘为主；(4) 设备制造租赁：提升全产业链竞争优势。
- **期待政府主导下的重组大戏登上舞台。**国务院国资委拟将中国水电集团、中水顾问集团及其他业务集团重组为中国电力建设集团有限公司。同时，将中国水电作为资本运作平台，将中水顾问集团的水电及风电等新能源的勘察、设计、监理、咨询业务先行注入公司，再将其他电网辅业相关业务注入。此番重组过后，公司将具备从勘探到设备生产销售的完整产业链，业务能力得到大幅提升。
- **风险因素。**产业政策、汇率及海外政治经济环境波动风险。
- **盈利预测及申购建议。**我们预计公司 2011-2013 年全面摊薄后的每股收益为 0.39 元、0.50 元和 0.61 元，合理价值区间为 5.0-6.3 元，对应的申购区间为 4.25—5.36 元/股。

建筑建材行业研究组

分析师:

周蓉姿 (S1180210060004)
 电话: 010-88085996
 Email: zhourongzi@hysec.com

联系人:

刘纯钦

本次发行情况

发行前总股本 (百万股)	66,00
本次发行 (百万股)	35,00
发行后总股本 (百万股)	101,00
2010 年每股收益 (摊薄后)	0.29 元

主要指标 (2010 年)

每股净资产	3.74 元
毛利率	12.48%
流动比率	0.64 倍
速动比率	0.57 倍
应收账款周转率	6.39 次
资产负债率(合并报表)	88.51%
净资产收益率 (加权平均)	26.99%

主要经营指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	75540.17	101494.48	116619.45	136057.73	158558.69
同比增长率	24.25%	34.36%	14.90%	16.67%	16.54%
净利润 (百万)	2289.73	2911.07	3905.76	5020.57	6115.75
同比增长率	80.90%	27.14%	34.17%	28.54%	21.81%
每股收益(元)	0.227	0.288	0.387	0.497	0.606
净资产收益率	23.34%	26.99%	12.28%	13.82%	14.62%

目录

一、公司简介	4
二、四大业务联创“中国水电第一品牌”	6
（一） 工程承包业务	6
（二） 电力投资与运营业务	9
（三） 房地产开发业务	10
（四） 设备制造与租赁	12
三、驰骋海外市场的国际水电巨头	12
（一） 海外工程承包业务	13
（二） 海外投资业务	14
四、募投项目分析	14
五、资源重组打造水电航母	15
六、盈利预测及申购建议	15

图表

图 1: 2010 年公司业务分块营业收入构成..... 4
图 2: 2010 年公司业务分区域营业收入构成..... 4
图 3: 2010 年公司业务分块毛利构成..... 5
图 4: 2010 年公司业务分区域毛利构成..... 5
图 5: 2008-2011H1 公司业务分块毛利率趋势..... 5
图 6: 2008-2011H1 公司业务分区域毛利率趋势..... 5
图 7: 2008-2011H1 公司工程承包业务收入（万元）..... 6
图 8: 2008-2011H1 公司工程承包业务毛利率变化..... 6

表格

表 1: 本次 A 股发行前后股本变动情况..... 5
表 2: 中国水电近年来代表性项目..... 7
表 3: 水利发展相关指引性政策..... 8
表 4: 公司已披露电力投资项目..... 10
表 5: 公司近年来已完成的房地产开发项目..... 11
表 6: 公司在建房地产开发项目..... 11
表 7: 公司拟建房地产项目..... 11
表 8: 公司土地储备..... 12
表 9: 近三年新签的工程合同额的区域分布（单位：百万元）..... 13
表 10: 近三年海外工程承包业务新签合同额（单位：百万元）..... 13
表 11: 海外投资业务代表性项目（单位：亿美元）..... 14
表 12: 募集资金用途（单位：亿元）..... 14
表 13: 盈利预测假设..... 16

一、公司简介

中国水利水电建设股份有限公司（以下简称“中国水电”）是我国乃至全球特大型综合建设集团之一，公司以工程承包业务为核心，同时开展电力投资与经营、设备制造与租赁及房地产开发业务。公司承建或参建的项目 25 次荣获中国建筑行业工程质量方面的最高荣誉奖鲁班奖，并获得中国土木工程詹天佑奖 6 项。

2010 年，公司在 ENR225 家全球最大承包商排名中列 26 位，在列入此排名的中国公司中列第 6 位；在 ENR225 家最大国际承包商排名中列 41 位，在列入此排名的中国公司中列第 7 位；在“中国企业 500 强”排名第 78 位。

公司具有工程总承包、工程设备招标方面的特级或一级资质，是中国对外承包工程商会首批“对外承包工程和劳务合作信用等级评价”AAA 级信用企业。截至目前，全国具有水利水电工程施工总承包特级资质的企业有 10 家，其中 8 家为本公司及下属全资子公司。

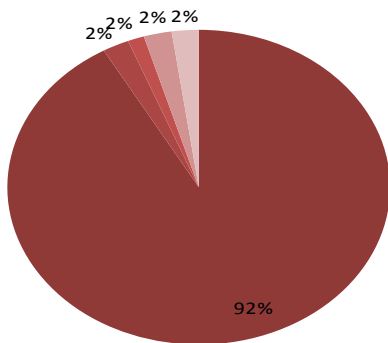
2010 年，公司实现营业收入 1014.94 亿元，同比增长 34.36%。归属于母公司所有者的净利润为 29.11 亿元，同比增长 27.14%。2011 年 1-6 月，公司实现营业收入 506.85 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 18.20 亿元。

从业务结构看，2008 年至今，工程承包业务收入占比一直维持在 90%以上，是公司最重要的收入来源；同时，高毛利的电力投资和运营项目收入不断增长，营收占比从 2008 年的 1.95%提高到了 2010 年的 2.24%，毛利占比也提高到了 10.22%。

从区域结构来看，公司近年来海外业务比重不断攀升，营收占比从 2008 年的 23.48% 提高到了 2010 年的 25.93%，毛利占比从 2008 年的 27.18% 上升到 2010 年的 35.88%。2008 年到 2010 年公司海外业务毛利率水平分别为 14.34%、16.89%、和 16.94%，而国内业务毛利率分别为 12.19%、13.12%和 10.91%。随着公司海外业务优先发展战略的实施，公司综合毛利率从 2008 年的 12.69% 提升到了 2011 年上半年的 13.58%，并且未来有望继续提高。

图 1: 2010 年公司业务分块营业收入构成

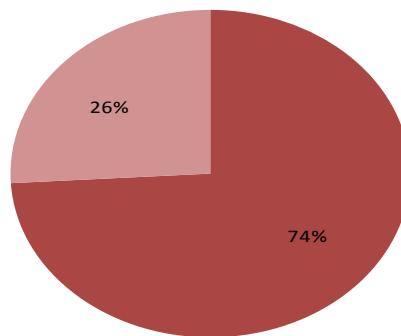
■ 工程承包 ■ 电力投资与运营 ■ 设备制造与租赁
■ 房地产开发 ■ 其他



资料来源：招股说明书，宏源证券

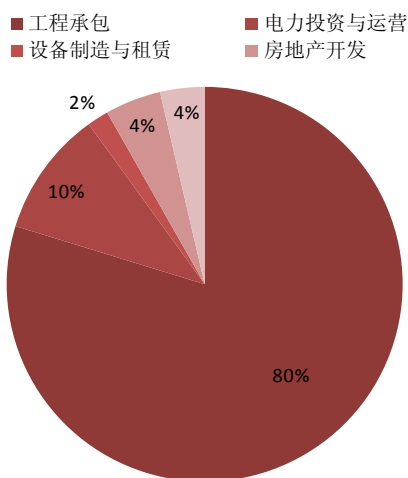
图 2: 2010 年公司业务分区域营业收入构成

■ 中国地区 ■ 中国以外地区



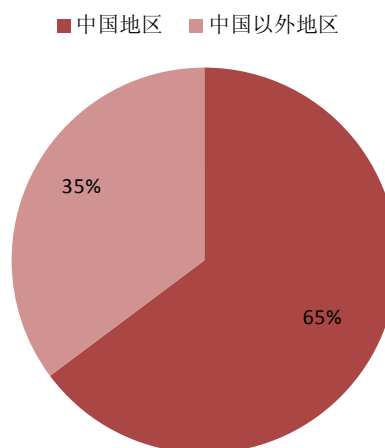
资料来源：招股说明书，宏源证券

图 3: 2010 年公司业务分块毛利构成



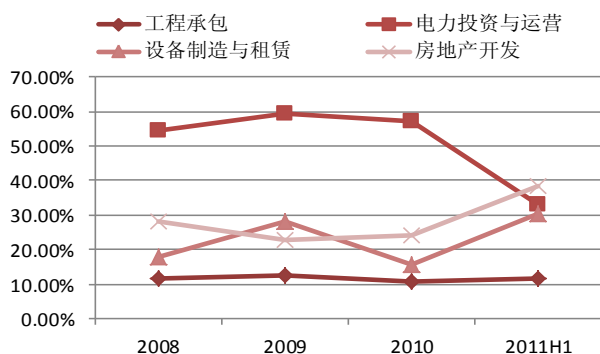
资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 4: 2010 年公司业务分区域毛利构成



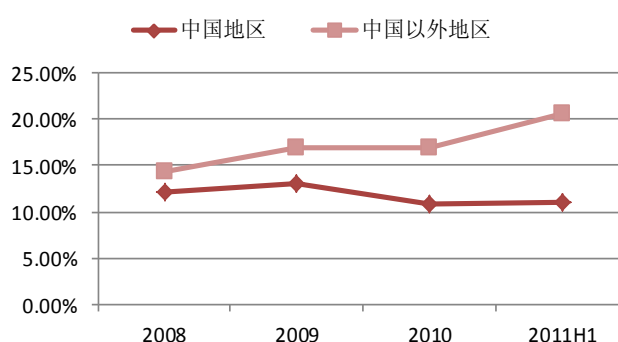
资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 5: 2008-2011H1 公司业务分块毛利率趋势



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 6: 2008-2011H1 公司业务分区域毛利率趋势



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

公司本次 A 股发行前总股本为 66 亿股, 本次发行不超过 35 亿股 A 股股份, 本次发行完成前后本公司的股权结构变动如下表:

表 1: 本次 A 股发行前后股本变动情况

股东名称	本次 A 股发行前		本次 A 股发行后	
	持股数 (万股)	所占比例	持股数 (万股)	所占比例
中国水电集团 (SS)	653,400	99%	618,750	61.26%
中水顾问集团 (SS)	6,600	1%	6,250	0.62%
全国社会保障基金理事会	0	0	35,000	3.47%
公众投资者	0	0	350,000	34.65%
总计	660,000	100%	1,010,000	100%

资料来源: 招股说明书, 宏源证券

二、四大业务联创“中国水电第一品牌”

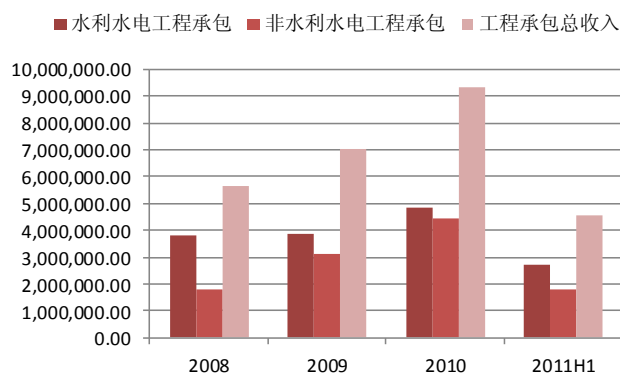
公司以水利水电工程建设为核心,通过以水利水电建设领域向非水利水电建设领域延伸,以工程施工建设为基础向包括电力投资与运营、设备制造与租赁和房地产开发在内的建筑产业各个核心环节渗透。公司立足国内市场向国外市场实现三个延伸,力争构筑贯穿建筑业上、中、下游的完善产业链条,形成具有持续成长性的相关多元化的合理的业务组合,发挥各业务板块之间的协同效应,打造“中国水电第一品牌”。

（一）工程承包业务

工程承包业务是公司的传统和核心业务,也是公司最具竞争力、收入总额最多的业务,其中包括水利水电工程承包和非水利水电工程承包。近年来,公司在保持国内水电工程承包业务优势的同时,积极进军非水电工程承包业务及海外工程承包业务,从横向和纵向全面壮大公司工程承包业务。

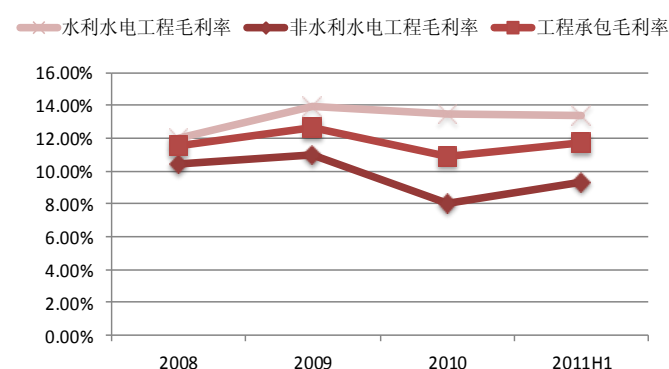
报告期内,工程承包业务收入从 2008 年的 5,649,724.24 万元增长至 2010 年的 9,310,582.78 万元,复合增长率为 28.37%。2010 年度,公司工程承包业务板块分部收入和分部毛利分别为 931.06 亿元和 101.01 亿元,分别占公司营业收入和毛利总额的 91.73%和 79.77%。2011 年 1-6 月,公司工程承包业务板块分部收入和分部毛利分别为 456.43 亿元和 53.56 亿元,分别占营业收入和毛利总额的 90.05%和 77.83%。

图 7: 2008-2011H1 公司工程承包业务收入 (万元)



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

图 8: 2008-2011H1 公司工程承包业务毛利率变化



资料来源: 招股说明书, 宏源证券

水利水电工程承包业务: 公司是我国最大的水利水电工程建设企业,拥有 18 家水利水电工程专业施工建设企业,具有年完成土石方开挖 50,000 万立方米、混凝土浇筑 5,000 万立方米、发电机组安装 3,000 万千瓦、水工金属结构制作安装 80 万吨的综合施工能力。公司先后承担了国内 65%以上的大中型水电站和水利枢纽工程的建设任务,累计完成总装机容量 1.46 亿千瓦,竖立了较好的品牌形象。“中国水电”已经成为国内外大型水利水电工程业主的首选品牌之一。

2008 年、2009 年、2010 年及 2011 年 1-6 月,水电施工业务的收入分别为 382.6 亿元、389.6 亿元、484.5 亿元和 274.6 亿元。公司先后承建了长江三峡、南水北调、拉西瓦、刘家峡、岩滩、小浪底等具有世界影响的大型、特大型水利水电枢纽工程。

在巩固发展国内业务的同时，公司也积极拓展海外业务。在国际上，公司承建的代表性工程包括泰国科隆泰丹大坝、苏丹麦洛维大坝、伊朗塔里干水电站以及素有马来西亚“三峡工程”之称的巴贡水电站等。

表 2：中国水电近年来代表性项目

项目名	所在地	项目简介	奖项荣誉	竣工日期
三峡水利枢纽工程	湖北	防洪发电和航运综合性水利枢纽，总库容 393 亿立方米，地面有 26 台混流式机组，装机容量 1,820 万千瓦，是世界上规模最大的水电站，也是中国有史以来建设的最大型的工程项目。	2002 年获全国优秀焊接工程奖、中国电力科学技术奖；2009 年获新中国成立六十周年百项经典暨精品工程奖	2009 年 12 月
水布垭水电站	湖北	一等大(1)型水利水电工程。水库正常蓄水位 400 米，总库容 45.8 亿立方米，装机容量 184 万千瓦。	2009 年获詹天佑土木工程奖；2007 年获湖北省科技进步一等奖	2009 年 12 月
龙滩水电站	广西	位于红水河上游的广西天峨县境内，总装机容量 630 万千瓦，安装 9 台 70 万千瓦的水轮发电机组，年均发电量 187 亿千瓦时，相应水库正常蓄水位 400 米，总库容 273 亿立方米。	2008 年获四川省建设工程天府杯金奖；2007 年获中国大坝委员会、西班牙大坝委员会联合组织的第五届碾压混凝土坝国际研讨会颁发的国际碾压混凝土里程碑工程奖	2009 年 6 月
金盆水枢纽工程	陕西	大 II 型二等工程，装机容量 2 万千瓦，库容 2 亿立方米，大坝为粘土心墙砂砾石坝，最大坝高 129.8 米。	2009 年获中国建筑工程鲁班奖（国家优质工程）；2009 年获中国水利工程优质（大禹）奖；2009 年获陕西省优质工程奖	2009 年 1 月
小浪底水利枢纽工程	河南	总库容 126.5 亿立方米，装机容量 180 万千瓦。工程集防洪、减淤、防凌、灌溉、供水和发电六大功能于一身，是根治黄河水患、开发黄河水利的关键。	2009 年获新中国成立六十周年百项经典暨精品工程奖；2009 年获中国水利工程协会颁发中国水利工程优质（大禹）奖	2008 年 12 月
泰安抽水蓄能电站	山东	水库正常蓄水位 410 米，最大库容 1,043.1 万立方米，装机容量为 100 万千瓦，年发电量 13.376 亿千瓦时。	2009 年获中国建筑工程鲁班奖（国家优质工程）、中国电力优质工程奖	2008 年 1 月
紫坪铺水利枢纽工程	四川	以灌溉和城市供水为主，兼有发电、防洪、环境保护、旅游等综合利用为目的的大型水利枢纽工程，是都江堰灌区的主要水源调节工程。总库容 11.12 亿立方米，装机 76 万千瓦。	2006 年获四川省建设监理与工程质量协会颁发省工程建设系统用户满意建筑工程；2009 年获国际大坝工程里程碑奖	2006 年 12 月
公伯峡水电站	青海	最大坝高 139 米，总库容 6.2 亿立方米，为日调节水库，电站装机容量 150 万千瓦。枢纽主要任务是发电，兼有防洪、灌溉、供水等综合功能。	2007 年荣获中国建筑工程鲁班奖、2007 年度“中国电力优质工程”、“第八届中国土木詹天佑奖”；2009 年国家优质工程金奖	2006 年 6 月
临淮岗洪水控制工程	安徽	位于淮河干流中游。其主坝为 I 级建筑物。坝上设计洪水位 28.41 米，坝下设计洪水位 26.75 米，相应滞蓄库容 85.6 亿立方米。	2004 年获 2004 年度水利系统文明建设工地；2007 年度“中国水利工程优质（大禹）”奖；2007 年获中国建筑工程鲁班奖（国家优质工程）	2006 年 6 月

资料来源：招股说明书，宏源证券

水利工程业务可分为大中型水利工程和民生型水利工程。水利工程是保障民生和粮食安全的必备设施，但由于常年未给予重视，造成现在国内水利设施匮乏，旱灾、洪灾频发。政府已经清醒意识到水利问题的重要性，并在公路、铁路建设高峰后，将投资拉动经济的最后一根接力棒留给了水利建设，未来十年年均投资规模为 4000 亿元。水利施工将是整个基建板块的价值高地，将带动整个公司业务的发展。

目前大中型水电站项目恢复性开闸，正在稳步回暖。同时，根据《可再生能源中长期发展规划》，到 2020 年，全国水电装机容量达到 3 亿千瓦，其中大中型水电 2.25 亿千瓦，小水电 7,500 万千瓦。未来十年，我国将新增 1.0 亿千瓦水电装机，总投资近 1.0 万亿元。

民生水利工程主要指水库加固、饮水工程、灌区改造等工程。在今年年初发布的中央一号文件中，文件要求加大公共财政对水利的投入，多渠道筹集资金，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。同时，在 7 月召开的中央水利工作会议上，国家主席胡锦涛进一步明确加快水利改革发展的主要目标是，力争通过 5 年到 10 年努力，从根本上扭转水利建设明显滞后局面。

以上中央兴修水利的政策文件意味着我国将进一步扩大内需，促进经济增长，南水北调等大型民生水利工程建设将全面提速；另外，各省区不断加大资金投入，加快农田水利建设，未来水利市场容量极为可观。

表 3：水利发展相关指引性政策

日期	事项	水利相关政策
2009 年 10 月	全国水利发展“十二五”规划编制工作会议	水利发展相对滞后是当前和今后一个时期经济社会发展的突出瓶颈，水利建设需要全面提速。
2010 年 6 月	中国能源战略与“十二五”能源发展论坛	国家能源局副局长吴吟指出水电是 2030 年前可再生能源发展的第一重点，要积极加快有序发展水电。
2010 年 7 月	国务院常务会议	提出要继续加强水利建设，尽快启动水利重点薄弱环节工程建设，力争实现一个县有一个中型水利工程。
2010 年 12 月	中央经济工作会议	会议明确提出把水利作为农村基础设施建设的重点，加强水利特别是中小型农田水利建设，多方筹集资金，切实增加投入。
2010 年 12 月	水利部党组扩大会议	水利部部长陈雷强调要突出加强农田水利建设等水利重点薄弱环节，统筹推进农村水电等各项水利基础设施建设。
2010 年 12 月	中央农村工作会议	会议提出 2011 年农业农村工作要大兴水利强基础，突出加强薄弱环节建设，大力发展民生水利，不断深化水利改革，努力走出一条中国特色水利现代化道路。
2011 年 1 月	中央 1 号文件《国务院关于加快水利建设改革发展的决定》	提出把水利作为国家基础设施建设的优先领域，把农田水利作为农村基础设施建设的重点任务，要加大公共财政对水利的投入。多渠道筹集资金，力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍。
2011 年 1 月	《水利建设基金筹集和使用管理办法》	明确了中央水利建设基金使用结构中 55%用于水利工程建设；30%用于水利工程维修养护；15%用于应急度汛，各部分资金结余可统筹安排使用。
2011 年 7 月	中央水利工作会议	指出把水利作为国家基础设施建设的优先领域，把农田水利建设作为农村基础设施建设的重点任务，力争通过 5 年到 10 年努力，从根本上扭转水利建设明显滞后局面。

资料来源：公开资料，宏源证券

非水利水电工程承包业务：非水利水电建设市场不仅包括铁路建设、公路建设、城市轨道交通、机场建设等交通基础设施建设，还包括工业与民用建筑、疏浚吹填工程。

公司近年来按照国家产业政策和企业自身发展需要，积极进入铁路、公路、城市工民建、城市地铁、机场、港口、码头、疏浚吹填、水利水务工程等市场。完成了杭甬高速公路、沈铁高速公路、楚大高速公路，润扬大桥、洋江大桥等多个路桥工程的建设；承建了上海浦东国际机场、广州新白云国际机场、厦门国际机场、福州长乐国际机场和成都双流国际机场等工程。2008年1月，本公司以142.4亿元中标京沪高速铁路土建工程3标段，成为承建中国第一条具有世界先进水平的高速铁路的4家中央企业之一。

非水电施工业务的快速增长优化了本公司的业务结构，已经成为本公司新的利润贡献来源。2008年、2009年、2010年及2011年1-6月，非水电施工业务的收入分别为1,823,727.83万元、3,136,479.13万元、4,465,336.02万元和1,818,518.71万元。2008年至2010年，本公司的非水电施工业务收入的复合增长率为56.48%。非水电业务对工程承包业务的收入占比从2008年的32.28%增长至2010年的47.96%，毛利贡献占比从2008年29.26%增长至2010年的35.44%。

今年上半年铁路建设投资增速持续快速下滑，2011年7月份同比数据首现负增长，固定资产投资和基本建设投资分别同比下降1.7%和2.5%；高铁全产业链在刘志军下马和“7.23温州动车事故”后前景不明；公路和交通建设固定资产投资则继续高位平稳增长，预计公司在这一板块将保持较为平稳的增长。

（二）电力投资与运营业务

公司近年来依托在水电建设领域积累的经验和实力，逐步进入投资领域，由单一的建设者逐渐转换为集投资、建设、拥有、运营为一体的综合性企业，通过造完整产业链以实现纵向一体化经营。近几年，本公司有计划、有步骤地开展了水电、风电、火电项目投资，现已形成包括水电、风电和火电三个领域全面投资的格局。

2010年度，公司电力投资与运营业务板块分部收入和分部毛利分别为227,508.74万元和130,251.35万元，分别占公司营业收入和毛利总额的2.24%和10.29%。2011年1-6月，本公司电力投资与运营业务板块分部收入和分部毛利分别为180,002.87万元和59,714.44万元，分别占公司营业收入和毛利总额的3.55%和8.68%。

在水电投资领域，公司相关业务主要集中在国内四川、贵州、青海等地以及柬埔寨、老挝、缅甸等东南亚国家，拥有水电投资项目的下属二级单位有四川电力公司、新能源公司、国际公司、水电四局及水电七局。从今年上半年情况来看，随着煤价上涨继续推高火电发电成本，水电价格低且具有清洁环保的特点，使得水电的优势进一步得到体现，同时随着政策面继续向水电倾斜，未来水电业务将有较高增长。

在风电投资领域，本公司相关业务主要集中在吉林、内蒙、甘肃和云南等地，拥有风电投资项目的公司有新能源公司和水电十四局。截至2011年6月，本公司投资并运营的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已建成发电。同时，本公司还正在开工建设甘肃瓜州干河口第四风电场和筹建江苏如东国家潮间带示范风电场及吉林长岭王子风电场后期等项目。公司将充分利用自身的品牌优势、行业经验和综合实力，使公司在风电等新能源领域不断地开拓出新项目资源。

在火电投资领域，公司的相关业务主要集中在甘肃陇东地区，从事火电投资业务的是华亭公司和崇信公司。其中，华亭电厂的总装机容量为2×14.5万千瓦，是甘肃省“十一五”重点建设项目。崇信公司筹建的规划装机容量为4×60万千瓦级国产超临界空冷燃煤

机组，一期 2×60 万千瓦级超临界空冷燃煤机组于 2010 年底投产发电，项目规划为甘肃省最大的坑口电站之一。本公司将借助已投资的火电项目，积极探索在甘肃陇东地区实施煤电资源一体化的发展战略。

表 4：公司已披露电力投资项目

电站类型	电站名称	装机容量 (万千瓦)	年发电量 (亿千瓦时)	备注
水电	沙湾水电站	48	24.1	已建
	大金坪水电站	12.9	6.4	已建
	九龙河流域水电项目	100	N.A	已建
	青海尼那水电站	16	7.6	已建
	毛尔盖电站	42	19.9	在建
	久隆斜卡电站	13	5.2	在建
	九龙溪谷电站	24.90	10.60	在建
	安谷电站	77.2	32.9	筹建
	岷江航电捷为电站	48	23.1	筹建
	岷江航电老木孔电站	37.4	15.3	筹建
风电	吉林长岭王子风电场一期	5	1	已建
	云南大理者磨山风电场	3	N.A	已建
	内蒙古洪格尔风电场一期	5.00	1.20	已建
	瓜州干河口第四风电场	20	4.4	筹建
	江苏如东国家潮间带示范风电项目	10	2.10	筹建
	辽宁北票	5	1	筹建
	辽宁阜新	5	1	筹建
	黑龙江青冈	5	1.1	筹建
火电	华亭矿区煤矸石电	29.00	11.40	已建
	崇信火电	120	72.6	已建

资料来源：招股说明书，宏源证券

（三）房地产开发业务

房地产开发作为公司的重要业务板块，主要包括住宅和商业地产的开发、销售。公司主要在国内一、二线城市从事房地产开发业务，凭借着施工技术能力等方面的优势，近年来本公司的房地产开发业务快速成长，立足北京、辐射国内多个二线城市的战略布局初步形成，经营规模和资产规模快速扩张，中国水电地产品品牌形象基本树立。

2010 年度，本公司房地产开发业务板块分部收入和分部毛利分别为 240,342.19 万元和 57,915.22 万元，分别占本公司营业收入和毛利总额的 2.37%和 4.57%。2011 年 1-6 月，本公司房地产开发业务板块分部收入和分部毛利分别为 106,133.85 万元和 40,732.45 万元，分别占本公司营业收入和毛利总额的 2.09%和 5.92%。公司房地产业务 2010 年开复工面积 100 万平方米，预计 2011 年开复工面积 120 万平方米，2012 年开复工面积 150 万平方米。

公司具有房地产开发一级资质，房地产开发板块的主要产品以普通住宅物业开发为主，

其他物业形态为辅。其中，住宅主要为普通住宅和保障性住房；商用房则主要包括城市综合体、写字楼和酒店等。公司所开发项目主要为城市栖居型和城市改善型产品，并以适当高端住宅和城郊享受型产品为补充，主要消费群体为30-45岁的中青年群体，以首次置业和二次改善自用居住为主。经营模式以自主经营开发为主，并辅以合作及合资开发模式。本公司房地产开发项目采取的融资方式主要有自有资金、银行贷款、信托融资等方式。

公司凭借着在建筑、基础设施、房地产开发等领域多年时间所形成的专业协同优势，具有与房屋建筑承包业务密切结合的旧城改造及新城规划建设业务优势，有助于在未来继续提高公司房地产业务的创利能力、品牌优势、投融资能力。

表 5：公司近年来已完成的房地产开发项目

项目名称	类型	地点	竣工时间	土地总面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)	销售比例	权益份额	开发模式
海赋国际	写字楼住宅	北京	2007	19,898	113806.49	100%	100%	自主开发
中国水电大厦	写字楼	成都	2009	14,818	76577.78	100%	100%	自主开发
北京美立方	商业/住宅	北京	2011	42,676	163073	100%	100%	自主开发
星城映象	住宅	长沙	2011	52,193	188159.86	100%	100%	自主开发

资料来源：招股说明书，宏源证券

截至2011年6月30日，公司处于不同开发阶段的房地产项目共有4个，总占地面积31.15万平方米，规划建筑面积合计92.41万平方米，待销售面积20.76万平方米。

表 6：公司在建房地产开发项目

项目名称	类型	城市	土地总面积 (平方米)	计划投资额 (万元)	计划竣工日期	规划建筑面积 (平方米)	待销售面积 (平方米)	项目开发模式	权益份额
成都西岸观邸项目	城镇混合住宅	成都	51,770	165,644	2011	321,083	41,700	自主开发	100.00%
长兴太阳城项目	住宅	绵阳	146,336	105,693	2011	298,501	48,900	合作开发	55.00%
平凉华电小区	住宅	平凉	100,001	45,000	2015	204,180	23,658	自主开发	71.50%
绵阳海赋外滩	住宅	绵阳	13,344	57,159	2012	100,331	93,321	合作开发	55.00%
合计	-	-	311,450	373,496	-	-	-	-	-

资料来源：招股说明书，宏源证券

截至2011年6月30日，公司拟建项目有3个，具体情况如下：

表 7：公司拟建房地产项目

项目	城市	占地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)	项目开发模式	用地性质
大禹房地产	三门峡	1564	3018.52	合作开发	住宅

成都云立方项目	成都	85,605.73	428,000.00	自主开发	住宅
中国水电·首郡	唐山	141,021.93	352,554.80	合作开发	住宅
合计	-	228,191.66	780,554.80	-	-

资料来源：招股说明书，宏源证券

截至 2011 年 6 月 30 日，公司房地产开发的土地储备有 4 宗，合计占地面积 98.42 万平方米。

表 8：公司土地储备

项目	城市	占地面积 (平方米)	规划建筑面积 (平方米)	项目土地取得手续情况	用地性质
都江堰青云阶项目	都江堰	534,669.00	362,013.00	已签出让合同	商住用地
长沙暮云项目	长沙	195,980.00	391,960.00	已签出让合同	商住用地
抚顺小甲邦 6、7 号地项目	抚顺	203,515.00	694,268.00	已签出让合同	商住用地
北京昌平北郡嘉源项目	北京	50,042.31	104,004.63	已签出让合同	住宅用地
合计	-	984,206.31	1,552,245.63	-	-

资料来源：招股说明书，宏源证券

（四）设备制造与租赁

设备制造与租赁为本公司的重要业务板块，本公司主要通过夹江公司从事水利水电专用设备的设计、研发、生产与销售；主要通过租赁公司从事工程设备租赁业务及上下游相关业务。

公司利用集团的整体优势，合理统筹、调配闲置设备，积极推进大型施工机械的租赁业务，实现资源合理分配及共享。旗下租赁公司为商务部和国家税务总局批准的融资租赁试点企业，将以水电产业为依托，积极向公路、铁路等基础建设项目渗透；以工程机械租赁为基础，不断拓展其他机电产品的租赁市场，充分利用协同优势，逐步渗透到公司产业链的各个领域。

2010 年度，公司设备制造与租赁业务板块分部收入和分部毛利分别为 14.10 亿元和 2.23 亿元，分别占公司营业收入和毛利总额的 1.39%和 1.76%。2011 年 1-6 月，公司设备制造与租赁业务板块分部收入和分部毛利分别为 4.64 亿元和 1.42 亿元，分别占本公司营业收入总额和毛利总额的 0.92%和 2.06%。

三、驰骋海外市场的国际水电巨头

公司作为一家跨国经营的综合性大型集团，在海外工程建设市场久负盛名。自 20 世纪九十年代以来，本公司积极贯彻和实施我国政府提出的“走出去”战略，将国际经营作为公司发展战略的一个重要组成部分，大力开拓海外业务，目前公司已经形成了东南亚、北非、南非、东非、中东等区域化的相对稳定市场，安哥拉、卡塔尔、利比亚、苏丹、老挝和印尼等项目群国别市场，并逐步向南美洲、大洋洲及欧洲区拓展业务。

公司海外业务经营模式已从单纯工程承包，发展到 EPC、BOT，同时进入矿产资源

投资业务等高端领域，形成了以工程承包为核心业务、资产经营为重点的业务结构，其中工程承包业务包括房建、交通运输、各类大型水电站、水利枢纽工程等方面，资产经营业务包括矿产资源开发、水电资源开发等方面。

（一）海外工程承包业务

公司作为我国最大的海外工程承包商之一，自 1999 年以来，连续进入 ENR 225 家全球最大国际承包商行列，2010 年居第 41 位。在商务部统计的 2010 年我国对外承包工程业务完成营业额前 50 名的企业中排名第 3，在列入此排名的建筑企业中位列第 2 位；在 2010 年我国对外承包工程业务新签合同额前 50 名的企业中排名第 2，在列入此排名的建筑企业中位列第 1 位。

公司拥有商务部批准的对外承包工程资格证书，为全球客户提供全面的工程建设服务，在海外市场牢固树立了“中国水电”的品牌和良好形象。截至 2011 年 6 月 30 日，公司在 57 个国家在建 262 个项目，在海外形成了老挝、印度尼西亚、卡塔尔、利比亚、安哥拉、苏丹、阿尔及利亚、埃塞俄比亚和博茨瓦纳 9 个以项目群为特点的大型国别市场。2008 年至 2010 年 6 月，公司国际业务累计签订合同额 1,241.07 亿元，累计完成营业额 745.80 亿元，位居我国对外工程承包企业前列。

从合同规模上看，公司大型项目的合同额占据较大比例，其中 1 亿美元以上大型项目合同额占比 75%；从业务区域看，公司海外业务目前仍然主要集中在非洲和亚洲，同时逐步向拉美国家拓展业务；从业务类型看，公司海外业务占比最大的仍然是水利水电业务，同时也逐渐的向其他业务渗透。

表 9：近三年新签的工程合同额的区域分布 单位：百万元

区域	2008		2009		2010		2011H1	
	新签合同额	所占比例	新签合同额	所占比例	新签合同额	所占比例	新签合同额	所占比例
亚洲	7,506.37	28.26%	7,708.44	25.91%	11,620.49	25.43%	8,245.41	37.32%
非洲	18,145.83	68.31%	22,039.26	74.09%	11,307.61	24.74%	9,561.76	43.28%
拉美	0.00	0.00%	0.00	0.00%	22,773.27	49.83%	428719.00	19.40%
其它	911.19	3.43%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	4,287.19	0.00%
总计	26,563.39	100.00%	29,747.70	100.00%	45,701.37	100%	26,381.55	100.00%

资料来源：招股说明书，宏源证券

表 10：近三年海外工程承包业务新签合同额 单位：百万元

类别	2008		2009		2010		2011H1	
	新签合同额	所占比例	新签合同额	所占比例	新签合同额	所占比例	新签合同额	所占比例
公路	1,116.97	4.20%	12,375.76	41.60%	6,095.98	13.34%	2,266.56	10.26%
机场	1,001.34	3.77%	0.00	0.00%	2,078.64	4.55%	0.00	0.00%
工民建	3,054.83	11.50%	1,813.13	6.10%	3,231.34	7.07%	527.86	2.39%
水利水电	9521.54	35.84%	11,061.72	37.19%	21,664.56	47.40%	10,924.90	49.45%
其它	11,868.71	44.68%	4,497.09	15.12%	12,630.86	27.64%	8,375.03	37.91%
总计	26563.39	100.00%	29,747.70	100.00%	45701.37	100.00%	22,094.36	100.00%

资料来源：招股说明书，宏源证券

（二）海外投资业务

公司近年来积极将战略从成本竞争转向融资及资本运作，向着国际经营的高端领域发展。公司充分利用国家“走出去”战略和产业政策，结合国家海外资源与能源战略和公司行业领先地位，大力开发中国资金支持的综合承包项目，积极参与国家海外资源与能源战略的实施，支撑国际业务收益与规模；积极进入矿业投资和特许经营投资业务领域，扩大海外资产规模和提高收益水平。

公司目前正在建的海外投资水电站有柬埔寨甘再水电站 BOT 项目、老挝南俄 5 水电站 BOT 项目。其中，柬埔寨甘再水电站总装机 193.2 兆瓦，年平均发电量为 4.98 亿千瓦时，特许经营期 44 年，包括施工期 4 年，商业运行期 40 年；老挝南俄 5 水电站装机容量为 2x60 兆瓦，多年平均发电量为 5.04 亿千瓦时，建设期 4 年，特许经营期 25 年。

截至 2011 年 6 月 30 日，公司采用特许经营方式投资的水电站，在建规模达 35.41 万千瓦，正在进行前期工作的协议项目装机规模达 1,061.6 万千瓦，权益装机达 333.08 万千瓦。公司凭借其专业的水电建设团队，较好项目成本控制能力，在海外水电投资领域相具有有明显的竞争优势。

表 11：海外投资业务代表性项目

单位：亿美元

项目	工程完成/计划完成日期	预计总投资	权益份额	项目类型
老挝水泥工业有限公司 100 万吨水泥生产线	2007 年 10 月	0.68	45.00%	基础设施
柬埔寨甘再水电站 BOT 项目	2011 年 12 月	2.81	100.00%	水电站
老挝南俄 5 水电站 BOT 项目	2012 年 5 月	2.00	85.00%	水电站
老挝万象平原钾盐矿项目	2012 年 6 月	0.94	70.00%	矿产资源
刚果（金）SICOMINES 铜钴矿项目	2014 年 7 月	32.40	20.00%	矿产资源

资料来源：招股说明书，宏源证券

四、募投项目分析

本次公司拟公开发行不超过 35 亿股 A 股，筹资 173.17 亿元，用于设备采购、水电及风电等清洁能源电力投资、公共基础设施建设、补充流动资金等项目。详情见下表：

表 12：募集资金用途

单元：亿元

项目类型	募集资金使用项目	项目总投资	使用募集资金	募集资金使用进度		
				2010 年	2011 年	2012 年
设备采购	工程施工设备采购项目	105	88.43	28.276	29.587	30.565
	柬埔寨甘再水电站 BOT 项目	US \$2.805	6.04	1.29	2.85	\$1.90
清洁能源电力投资	甘肃酒泉干河口风电项目	20.21	10.00	3.5	6	0.5
	四川毛尔盖水电站项目	68.69	5.00	5	0	0
公共基础设施建设	四川成简快速路 BT 项目	18.69	3.70	2	1.7	0
补充流动资金	补充流动资金	60	60.00	60	0	0
合计			173.17	100.07	40.14	32.97

资料来源：招股说明书，宏源证券

本次发行募集资金计划的成功实施将对公司在如下四个方面产生战略性影响：1）为公司发展项目提供了必要的资金；2）建立健全现代企业制度和法人治理结构，为本公司的进一步做大做强提供保障；改善资本结构，3）搭建起股权融资平台，大大地增强了公司的融资能力，降低了公司的经营风险及财务风险；4）有利于提升公司在国内外市场的知名度及形象。

本次募集资金的运用紧紧围绕公司的主营业务，注重项目的盈利能力及影响力，提高主营业务的生产效率，进一步提升公司的核心竞争力及市场影响力，进一步增强公司的可持续发展能力。募集资金到位后，公司的净资产总额及每股净资产将有显著的提高，资产负债率水平有所下降，偿债能力有所增强。随着项目的陆续投产及项目效益的逐步体现，本公司整体盈利指标仍将保持较高水平。

五. 资源重组打造水电航母

2011年4月15日，中国水电集团接到国务院国资委印发的《关于印发〈电网企业主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案〉的通知》（国资发改革〔2011〕41号），《电网企业主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案》已经国务院同意，拟将国家电网公司、中国南方电网有限责任公司河北、吉林、上海等14个（区、市）公司所属辅业单位以及中国水电集团、中水顾问集团重组，组建为中国电力建设集团有限公司，该集团由国务院国资委代表国务院履行出资人职责，中国水电集团、中水顾问集团、各辅业单位暂保留独立法人地位。

中国电力建设集团有限公司成立之后，将完善公司治理结构，协调业务发展，具备条件后实现整体上市。在具体实施中，拟以中国水电作为资本运作平台，将水电及风电等新能源的勘察、设计、监理、咨询业务先行注入公司，再将电网辅业企业相关业务上市。

本次重组是深化电力体制改革的重要举措，将实施电网企业主辅分离，组建电力设计、施工业务一体化重组的综合性电力建设集团。参与重组的中水顾问集团主营业务为水电及风电等新能源的勘察、设计、监理、咨询等；电网辅业单位主要涉及发电工程及电网勘察设计、火电及输变电工程施工、火电辅机及输配设备制造等三部分业务。在将中水顾问集团的优质资源注入本公司之后，公司将在现有业务范围内增加水电，风电，新能源的勘察设计建设能力，进一步拓展和优化公司产业链布局，强化领先优势。未来公司将形成从前期勘探规划化设计，中期施工建设到后期设备产销租赁的完整产业链，并在风电和非水利工程领域得到显著提升。

六. 盈利预测及申购建议

我们测算，公司2011-2013年每股收益分别为0.39元、0.50元和0.61元，A股与公司最具可比性的上市公司为葛洲坝，按2011年9月20日收盘价格8.79元/股计算，对应的2011-2013年动态PE为16.0倍、12.6倍和11.0倍。我们认为，中国水电的合理价值区间为申购价格区间为4.25—5.36元/股。

表 13:盈利预测假设

	2009A	2010A	2011H1A	2011E	2012E	2013E
总收入	7,554,017.42	10,149,448.35	5,068,493.59	11,661,945.35	13,605,773.23	15,855,869.09
增长率	24.25%	34.36%	—	14.90%	16.67%	16.54%
毛利率	14.14%	12.48%	13.58%	12.91%	13.06%	13.22%
工程承包						
水利水电收入	3,896,118.87	4,845,246.76	2,745,734.74	5,572,033.77	6,574,999.85	7,758,499.83
增长率	1.83%	24.36%	—	15.00%	18.00%	18.00%
毛利率	13.95%	13.46%	13.34%	13.40%	13.40%	13.40%
非水利水电收入	3,136,479.13	4,465,336.02	1,818,518.71	4,911,869.62	5,648,650.07	6,495,947.58
增长率	71.98%	42.37%	—	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	10.94%	8.02%	9.30%	9.60%	9.67%	9.80%
电力投资收入	164,135.43	227,508.74	180,002.87	364,013.98	480,498.46	586,208.12
增长率	38.68%	38.61%	—	60.00%	32.00%	22.00%
毛利率	59.39%	57.25%	33.17%	45.00%	45.00%	45.00%
设备制造与租赁收入	102,998.08	140,965.88	46,391.47	211,448.82	243,166.14	279,641.06
增长率	-11.22%	36.86%	—	50.00%	15.00%	15.00%
毛利率	28.29%	15.81%	30.56%	16.00%	16.00%	16.00%
房地产业务收入	75,071.37	240,342.19	106,133.85	372,530.39	428,409.95	505,523.75
增长率	172.22%	220.15%	—	55.00%	15.00%	18.00%
毛利率	22.92%	24.10%	38.38%	24.00%	22.00%	22.00%
其他业务收入	179,214.54	230,048.76	171,711.95	230,048.76	230,048.76	230,048.76
增长率	6.78%	28.37%	—	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	21.02%	19.95%	22.29%	19.50%	19.50%	19.50%

资料来源：宏源证券

利润表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	101494.48	116619.45	136057.73	158558.69
减：营业成本	88832.21	101567.08	118289.76	137598.76
营业税金及附加	2440.33	2740.56	3197.36	3726.13
销售费用	160.92	174.93	204.09	237.84
管理费用	4159.47	4548.16	5238.22	6025.23
财务费用	1859.09	1733.01	1628.33	1855.46
资产减值损失	132.42	100.00	100.00	100.00
加：投资收益	105.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	5.16	0.00	0.00	0.00
营业利润	4020.61	5755.71	7399.97	9015.28
加：其他非经营损益	13.08	5.00	5.00	5.00
利润总额	4033.69	5760.71	7404.97	9020.28
减：所得税	807.81	1440.18	1851.24	2255.07
净利润	3225.88	4320.54	5553.73	6765.21
少数股东损益	314.81	414.77	533.16	649.46
母公司所有者净利润	2911.07	3905.76	5020.57	6115.75

现金流量表

经营性现金净流量	3260.06	14977.18	14683.79	16686.96
投资性现金净流量	-9898.65	-111.25	-49.39	-40.42
筹资性现金净流量	9562.82	6548.93	-1672.21	-1515.68
现金流量净额	2614.66	21414.86	12962.18	15130.86

收益率指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	12.48%	12.91%	13.06%	13.22%
三费/销售收入	6.09%	5.54%	5.20%	5.12%
EBIT/销售收入	5.23%	6.53%	6.34%	6.26%
EBITDA/销售收入	8.57%	13.33%	12.18%	11.26%
销售净利率	3.18%	3.70%	4.08%	4.27%

资产获利率指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
ROE	26.99%	12.28%	13.82%	14.62%
ROA	4.47%	5.59%	5.83%	6.12%
ROIC	24.10%	30.48%	13.73%	18.35%

资本结构指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	88.51%	74.25%	72.89%	71.45%

资产负债表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	11149.33	32564.18	45526.37	60657.23
应收和预付款项	25211.46	27443.83	31491.02	34972.88
存货	23661.33	25883.58	29134.91	33409.98
其他流动资产	429.39	511.00	512.00	513.20
长期股权投资	1266.01	1266.01	1266.01	1266.01
投资性房地产	301.37	263.04	224.71	186.38
固定资产和在建工程	41451.83	34767.04	28009.89	21240.56
无形资产和开发支出	12017.32	10843.20	9664.59	8482.77
其他非流动资产	3144.66	2629.57	2110.61	1310.61
资产总计	118632.69	136171.46	147940.11	162039.61
短期借款	9142.71	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	53563.17	57959.51	64826.50	73072.36
长期借款及其他	42295.11	43150.28	43000.28	42700.28
负债合计	105000.99	101109.79	107826.77	115772.64
股本	6600.00	6600.35	6600.35	6600.35
资本公积	719.04	18218.69	18218.69	18218.69
留存收益	3466.10	6981.29	11499.81	17003.98
归属母公司股东权益	10785.14	31800.33	36318.84	41823.02
少数股东权益	2846.57	3261.34	3794.50	4443.96
股东权益合计	13631.71	35061.67	40113.34	46266.97
负债和股东权益合计	118632.69	136171.46	147940.11	162039.61
每股指标	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.288	0.387	0.497	0.606
每股经营性现金流	0.494	2.269	2.225	2.528
增长率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入增长率	34.36%	14.90%	16.67%	16.54%
EBIT 增长率	23.79%	43.38%	13.33%	15.06%
EBIDA 增长率	19.03%	78.59%	6.62%	7.76%
净利润增长率	27.36%	33.93%	28.54%	21.81%
经营营运资本增长率	220.80%	63.41%	98.08%	34.45%
估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
PE	—	—	—	—
PB	—	—	—	—
EV/EBITDA	0.04	-1.67	-0.72	-0.74

分析师简介:

周蓉姿，宏源证券研究所建筑工程行业研究员，东北大学管理学硕士，2007年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：棕榈园林、路桥建设、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、北新路桥、新疆城建等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jjahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。