

海外市场良好开局,国内水利建设进入实质性提速状态

中国水电 (601669.SH)

推荐 维持评级

一、事件

公司发布公告,近期中标两个海外重大合同:1)科威特萨巴阿尔萨林大学城商学院和女子学院项目,合同金额 3.88 亿美元;2)马来西亚丰盛港填海项目,合同金额为 42.99 亿令吉特(约合人民币 90.12 亿元)。

二、我们的分析与判断

- **受益于上市后公司资金实力的进一步增强,1季度公司海外业务起步良好。**仅此次公司公告的两个海外合同其金额折合人民币就达到115亿元,相当于公司去年全年海外新签合同额的19.3%,考虑到1季度通常为施工活动的淡季,公司今年的海外业务已实现了良好的开局。2011年公司海外新签合同597.5亿元,较上年增长31%。受益于公司在海外市场业已形成的良好地域分布、以及公司去年IPO新募集130亿元资金所实现的运营资金规模迅速上升,预计公司今年海外市场新签合同仍将实现20%以上的增长。
- **国内水利相关的财政、金融支持政策逐步细化,公司国内市场正进入提速阶段。**今年2月28日,人民银行等7部委联合发布《关于进一步做好水利改革发展金融服务的意见》,就引入多元化投融资主体、拓宽水利企业融资渠道等方面制定了详细的政策扶助措施。我们认为这些政策一方面将有助于改变目前水利投资“中央热、地方冷”的局面,地方配套资金的到位将保障水利建设的长期需求。同时,对已上市水利企业融资便利性的相关规定也将大大减轻公司的财务负担,提高盈利回报水平。
- **回报率较高的海外收入占比未来3年将提升10个百分点以上,将明显提高公司的整体销售净利率水平。**2009-2011年间公司新签合同中海外地区的占比已达到35-45%,但同期公司的收入结算中,海外收入仅占到25%左右,这主要是因为过去3年公司既有的海外项目大都处于项目初期,随着这些项目后续逐步进入主体施工及设备安装阶段,其收入结转进度将大大加快。公司海外项目通常较国内项目净利率高出2-3个百分点,其收入占比的快速上升将大大提升公司的整体盈利水平。

三、投资建议

维持推荐的投资评级。预计 11-13 年公司 EPS 分别为 0.38、0.49 和 0.60 元。继续看好公司在国内财政政策局部放松下的直接受益潜力,以及公司海外市场的持续扩张前景,维持推荐。

主要财务指标(百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	101,494	121,487	142,172	165,778
收入同比	34.4%	19.7%	17.0%	16.6%
归属母公司净利	2,911	3,674	4,705	5,801
净利润同比	27.1%	26.2%	28.1%	23.3%
毛利率	12.5%	13.1%	13.1%	13.1%
ROE	27.0%	13.3%	14.5%	15.2%
每股收益(元)	0.30	0.38	0.49	0.60
P/E	14.94	11.84	9.24	7.50
P/B	4.03	1.57	1.34	1.14

资料来源:中国银河证券研究部

分析师

罗泽兵

☎: (8621) 2025 2670

✉: luozebing@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511090003

市场数据日期 2012.03.11

上证综合指数	2,439
公司收盘价	4.53
总股本(百万)	9,600
流通股本(百万)	3,000
流通市值(亿)	135.9
EPS (TTM)	0.35
每股净资产(元)	2.77
资产负债率	81%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国水电	10.0	3.9	-14.0
上证指数	3.8	5.4	-2.3

相关研究

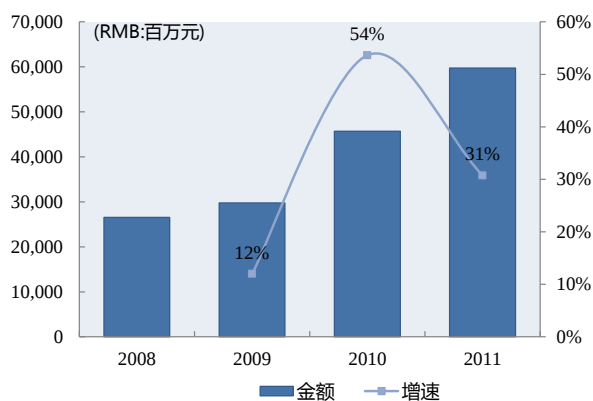
中国水电(601669)-国内外市场齐头并进的水利水电建设领军企业

20110922

行业简评-建筑工程:《水利改革金融服务意见》保障水利建设投入、大幅降低水利企业财务压力

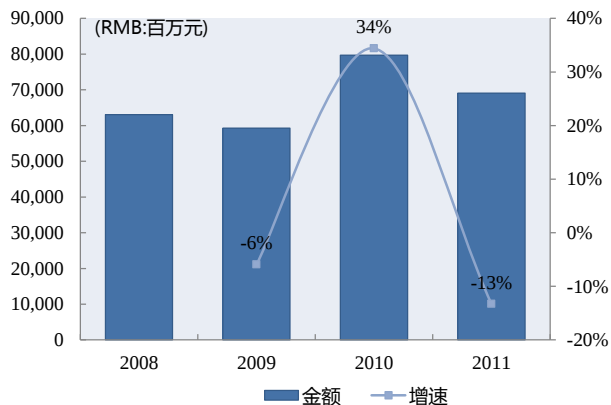
20120301

图 1 公司 08-11 年海外新签合同及增速



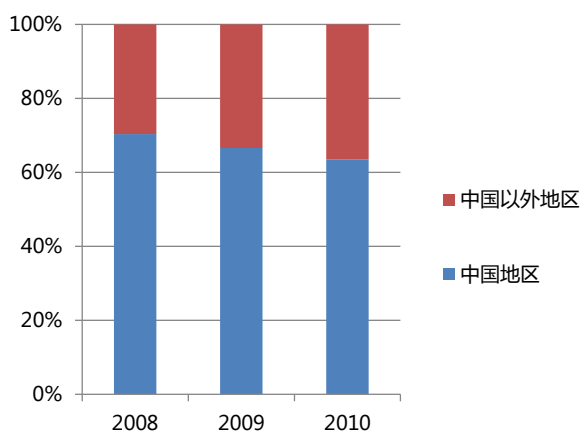
资料来源：公司公告

图 2 公司 08-11 年国内新签合同及增速



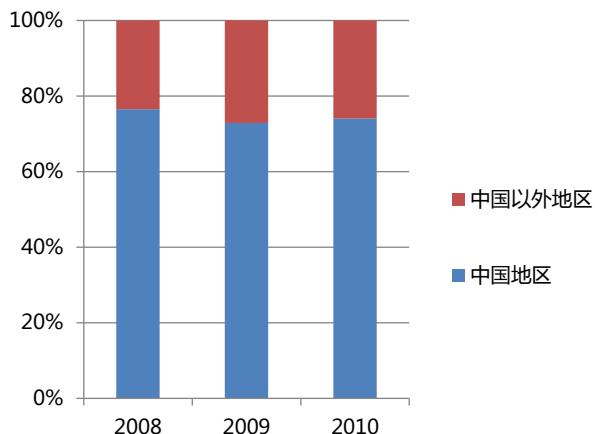
资料来源：公司公告

图 3 2008-2010 年公司新签合同的区域构成



资料来源：公司公告

图 4 2008-2010 年公司收入的区域构成



资料来源：公司公告

表 1 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	62524	81586	86155	97838
现金	13209	23000	17603	17903
应收账款	15569	18636	21809	25430
其它应收款	3274	3888	4549	5305
预付账款	6041	7182	8403	9798
存货	23661	28516	33363	38904
其他	769	364	427	497
非流动资产	58947	67774	74038	79479
长期投资	1266	1500	1800	2000
固定资产	32113	41313	47590	52098
无形资产	11649	15569	17489	19409
其他	13918	9392	7159	5971
资产总计	121471	149360	160193	177317
流动负债	67129	75738	81365	92113
短期借款	9143	8755	5000	5000
应付账款	19414	23235	27185	31699
其他	38573	43747	49180	55414
非流动负债	40710	42617	42617	42617
长期借款	33955	33955	33955	33955
其他	6755	8662	8662	8662
负债合计	107839	118354	123982	134730
少数股东权益	2847	3302	3797	4367
股本	6600	9600	9600	9600
资本公积	719	10949	10949	10949
留存收益	2966	6640	11346	17146
归属母公司股东权益	10785	27704	32414	38219
负债和股东权益	121471	149360	160193	177317

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	2675	8841	10937	12688
净利润	3226	4130	5200	6370
折旧摊销	3395	3172	4026	4761
财务费用	1859	2222	2344	2273
投资损失	-105	-200	-220	-240
营运资金变动	-5476	-497	-428	-479
其它	-224	14	15	3
投资活动现金流	-9899	-11720	-10235	-10115
资本支出	9983	7992	8000	8000
长期投资	-7	233	300	200
其他	77	-3495	-1935	-1915
筹资活动现金流	9563	12670	-6098	-2273
短期借款	53	-388	-3755	0
长期借款	11530	0	0	0
普通股增加	0	3000	0	0
资本公积增加	-1882	10230	0	0
其他	-138	-172	-2344	-2273
现金净增加额	2030	9791	-5397	300

资料来源: 中国银河证券研究部

利润表	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	101,494	121,487	142,172	165,778
营业成本	88,832	105,616	123,568	144,088
营业税金及附加	2,440	2,916	3,412	3,979
营业费用	161	194	227	265
管理费用	4,159	5,033	6,065	7,126
财务费用	1,859	2,222	2,344	2,273
资产减值损失	132	400	300	350
公允价值变动收益	5	5	5	5
投资净收益	105	200	220	240
营业利润	4,021	5,311	6,481	7,943
营业外收入	157	150	200	220
营业外支出	144	200	180	200
利润总额	4,034	5,261	6,501	7,963
所得税	808	1,131	1,300	1,593
净利润	3,226	4,130	5,200	6,370
少数股东损益	315	455	495	570
归属母公司净利润	2,911	3,674	4,705	5,801
EBITDA	9,274	10,705	12,850	14,976
EPS (元)	0.30	0.38	0.49	0.60

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	34.4%	19.7%	17.0%	16.6%
营业利润	24.0%	32.1%	22.0%	22.6%
归属于母公司净利润	27.1%	26.2%	28.1%	23.3%
获利能力				
毛利率	12.5%	13.1%	13.1%	13.1%
净利率	2.9%	3.0%	3.3%	3.5%
ROE	27.0%	13.3%	14.5%	15.2%
ROIC	10.5%	10.9%	11.6%	12.3%
偿债能力				
资产负债率	88.8%	79.2%	77.4%	76.0%
净负债比率	230.0%	68.4%	63.1%	53.0%
流动比率	0.93	1.08	1.06	1.06
速动比率	0.58	0.70	0.65	0.64
营运能力				
总资产周转率	0.91	0.90	0.92	0.98
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	5.17	4.95	4.90	4.89
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.38	0.49	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.92	1.14	1.32
每股净资产(最新摊薄)	1.12	2.89	3.38	3.98
估值比率				
P/E	14.9	11.8	9.2	7.5
P/B	4.0	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	4	3	3	2

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

罗泽兵，建筑行业证券分析师。工学学士，管理学硕士，4 年证券从业经历，3 年企业工作经验。2007 年进入中投证券从事建材及建筑行业研究，2011 年 8 月加入银河证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn