

强势的竞争力，水利水电风景独好

——中国水电（601669）调研报告

2012年3月18日

推荐/首次

中国水电

调研报告

报告摘要:

- **公司是国内的水利水电建设龙头。**公司的前身是中国水利水电建设集团公司，自20世纪50年代至今，承接了国内65%以上的大中型水利水电工程，参建了长江三峡等上百座世界瞩目的巨型水电站，截止2011年6月总装机容量突破1.46亿千瓦。
- **公司凭借工程建设的优势，多元化地发展业务。**公司在自身水利水电建设绝对龙头地位的基础上，逐渐形成了以工程建设为主，以电力投资与运营、设备制造与租赁和房地产开发等多点开花的主营业务结构。目前公司的收入结构中，工程承包占比90%以上，但近几年其他各项业务发展迅速，占比逐年提升。
- **公司海外业务蓬勃发展。**2011年1-6月公司收入结构中，海外地区的占比为29.17%，毛利率超过20%，公司新签合同订单中，2011年海外与国内业务的比值为87.74%，较2010年提高30个百分点；海外业务中水利水电工程的占比约为50%，公司强大的水利水电建设实力使得公司在国际市场拓展顺利。公司未来视海外市场为业务拓展重点，目前海外水利水电建设市场容量巨大，公司具有明显的品牌和技术优势，因此海外业务将为公司的快速发展打开上升通道。
- **公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2011年、2012年和2013年的营业收入分别为1120.54亿元、1364.73亿元和1790亿元，归属于上市公司股东净利润分别为36.02亿元、46.68亿元和69.84亿元，基本每股收益分别为0.38元、0.49元和0.73元，对应市盈率分别为11.59、8.95和5.98。按照2012年业绩11倍市盈率，我们给与公司六个月目标价5.39元，首次关注给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	09A	10A	11E	12E	13E
营业收入(百万元)	75,540	101,494	112,054	136,473	179,000
增长率(%)	24.25%	34.36%	10.40%	21.79%	31.16%
净利润(百万元)	2,290	2,911	3,602	4,668	6,984
增长率(%)	80.90%	27.14%	23.73%	29.61%	49.60%
每股收益(元)	0.350	0.441	0.375	0.486	0.727
净资产收益率(%)	23.34%	26.99%	25.45%	31.93%	45.59%
PE	12.43	9.86	11.59	8.95	5.98
PB	2.93	2.66	2.95	2.86	2.73

郑闵钢

执业证书编号: S1480510120012

房地产行业分析师

010-66554031 Zhengmg@dxzq.net.cn

联系人: 张鹏

010-66554029 Zhangpeng@dxzq.net.cn

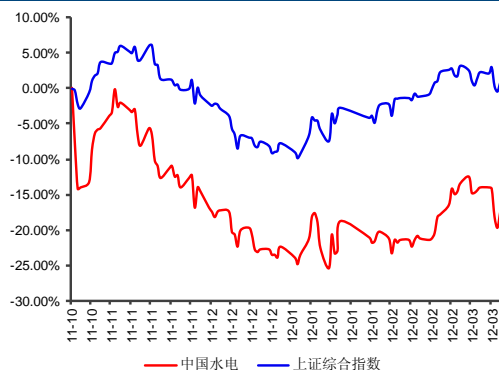
资产负债表数据 (9.30)

总资产(百万元)	160,686.55
股东权益(百万元)	30,702.85
每股净资产(元)	4.15
市净率(X)	1.05
负债率(%)	80.89

交易数据

52周股价区间(元)	3.82—6.23
总市值(亿元)	417.60
流通市值(亿元)	130.50
总股本/流通A股(万股)	960000/300000
流通B股/H股(万股)	0.00
52周日均换手率	6.67

52周股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

- 1、《中国建筑调研快报: 房建巨头, 建筑市场游刃有余》2012-2-10
- 2、《中国交建新股报告: 基建巨头产业延伸带来新发展》2012-2-7
- 3、《上海建工调研快报: 超高层建设霸主, 增长无忧》2011-12-22
- 4、《浦东建设调研快报: 新城建设中崛起的 BT 服务提供商》2011-12-21

目 录

1、公司是中国水电建设的领军人.....	3
2、主业竞争优势明显，其他业务快速发展.....	4
3、公司工程承包业务发展迅速.....	5
4、海外业务蓬勃发展.....	6
5、其他业务迅速发展.....	7
6、盈利预测及投资建议.....	8

表格目录

表 1：公司盈利预测表.....	9
------------------	---

插图目录

图 1：公司股权结构图.....	3
图 2：公司历年营业收入及增长率.....	4
图 3：公司历年净利率及增长率.....	4
图 4：2011 年中期公司收入结构.....	5
图 5：公司各业务历年毛利率.....	5
图 6：公司历年各业务毛利润贡献率.....	5
图 7：水电业务和非水电业务毛利率.....	5
图 8：公司近三年一期的新签合同额及增速.....	6
图 9：公司近三年一期的新签合同结构.....	6
图 10：公司海外地区收入及增速.....	7
图 11：公司国内地区和海外地区的毛利率.....	7
图 12：公司近三年一期海外的新签合同结构.....	7
图 13：公司海外工程储备结构.....	7

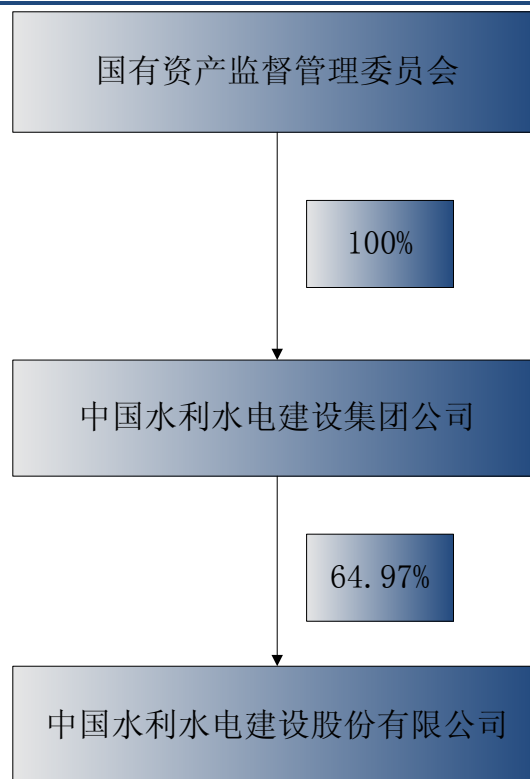
1. 公司是中国水电建设的领军人

中国水利水电建设股份有限公司（Sinohydro Group Ltd.）是中央管理的中国水利水电建设集团公司整体改制并控股创立的股份公司，是跨国经营的综合性大型企业，是中国规模最大、科技水平领先、最具实力、行业品牌影响力最强的水利水电建设企业。具有国家施工总承包特级企业资质、对外工程承包经营权、进出口贸易权、AAA级信用等级。

公司是国内水利建设的国家队，自上世纪 50 年代以来，承担了国内 65%以上的大中型水利水电工程的建设任务，参建了长江三峡等上百座世界瞩目的巨型水电站，截止 2011 年 6 月 30 日，累计完成总装机容量 1.46 亿千瓦，为中国常规水电装机容量、水电在建规模跃居世界第一做出了突出贡献。

中国水利水电建设股份有限公司积极推进国际化战略，是中国水电产业“走出去”的排头兵和中国企业“走出去”的重要力量，先后在亚、非、欧、美的 50 多个国家和地区进行了工程承包建设和经济技术合作，拥有全球 50%的水利水电建设市场份额。2009 年，在中国对外承包工程企业中以营业额位列第 4 位，在全球最大 225 家承包商中排名第 31 位，“中国水电”已成为国际上水利水电建设的第一品牌和行业代表。

图 1：公司股权结构图

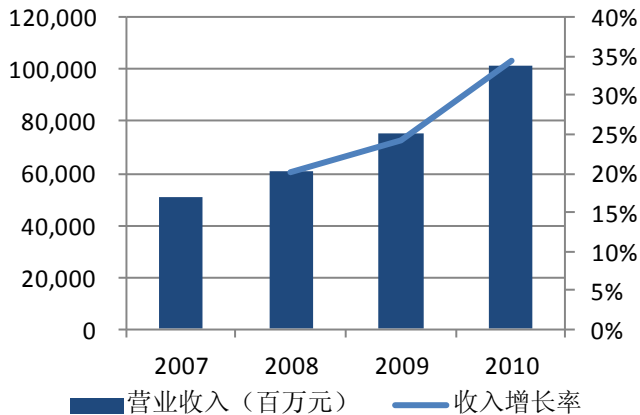


资料来源：公司公告，东兴证券

2、主业竞争优势明显，其他业务快速发展

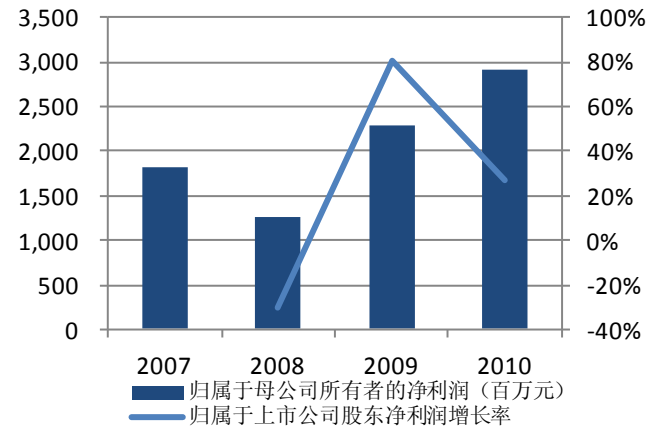
公司近几年业务发展迅速，营业收入呈现出快速增长的态势。2010 年公司实现营业收入 1014.94 亿元，较 2006 年增长 100.5%，年均复合增长 26%；实现归属于上市公司股东净利润 29.11 亿元，较 2006 年增长 60%，年均复合增长率 16.97%。

图 2：公司历年营业收入及增长率



资料来源：公司公告，东兴证券

图 3：公司历年净利率及增长率



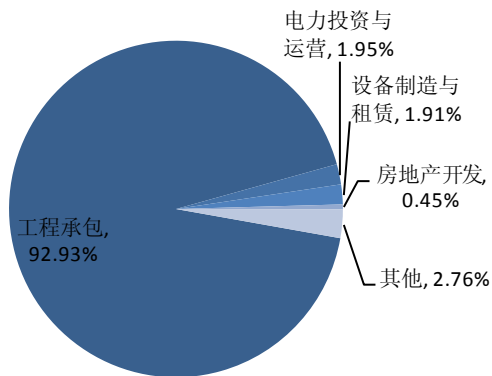
资料来源：公司公告，东兴证券

公司的主营业务由四大板块构成，分别是工程承包、电力投资于运营、设备制造与租赁和房地产。其中工程承包是公司的传统业务，截止 2011 年 6 月末在公司的营业收入中占比为 90.05%，较 2008 年下降近 3 个百分点；其他业务如电力投资与运营、房地产开发等在公司营业收入结构中占比逐年增加。

公司的综合毛利率近几年基本在 12%-14% 之间波动。从结构来看，公司的工程施工业务毛利率波动不大，并且对公司整体的毛利贡献度最高，占比在 80% 以上，随着近几年公司其他业务的蓬勃发展，其占比逐渐下降。

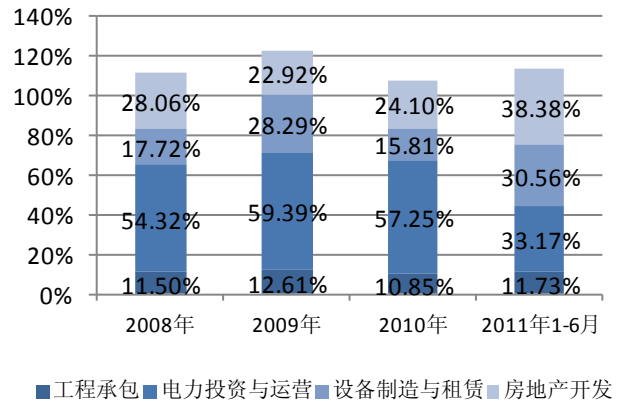
从毛利率的绝对水平来看，最高的是电力投资与运营业务，该业务的毛利率一直稳定在 55%-60% 之间，但是 2011 年 1-6 月出现较大幅度的下降，主要原因在于崇信新建电厂投产，同时火电行业整体亏损所致。公司房地产业务的毛利率水平也较高，但是由于结算项目之间的毛利相差较大，因此导致公司该板块的历年毛利波动较大。由于 2009 年以来房地产的价格逐步攀升，而在此期间公司销售的房屋将逐步进入结算期，因此公司 2011 年去全年和 2012 年的毛利率有望提高。再往前看，由于近期地产调控使得房地产行业整体低迷，房价有较大的下行压力，因此公司房地产业务的毛利率也很可能下行，但是我们判断幅度不会太大。

图 4：2011 年中期公司收入结构



资料来源：公司公告，东兴证券

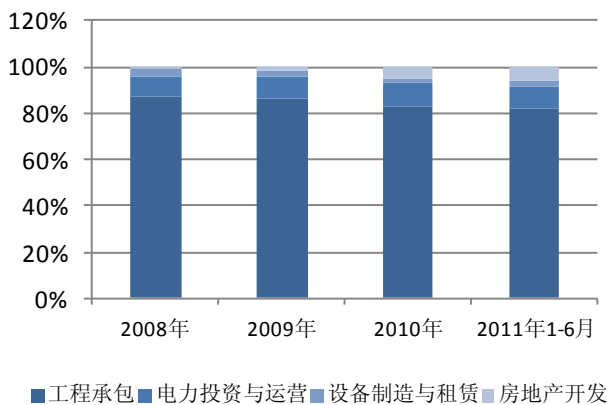
图 5：公司各业务历年毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券

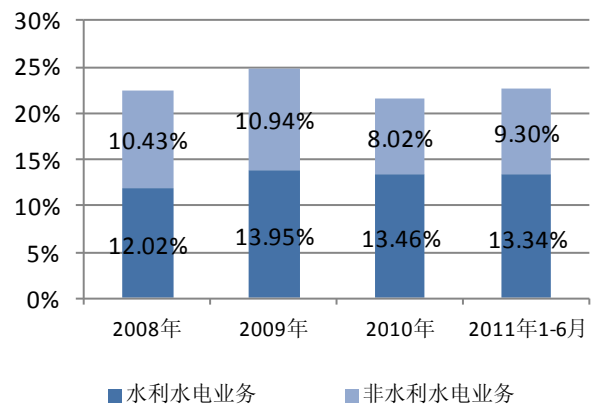
公司的工程施工业务中，水利水电工程业务的毛利较为稳定，在 13.5%左右，非水电业务的毛利波动相对较大。由于公司的非水电业务中包含的各子板块较多，各板块的毛利都不相同，而各板块的占比又不是非常稳定，因此导致公司非水利水电工程的毛利率波动范围在 8%-11%之间。

图 6：公司历年各业务毛利润贡献率



资料来源：公司公告，东兴证券

图 7：水电业务和非水电业务毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券

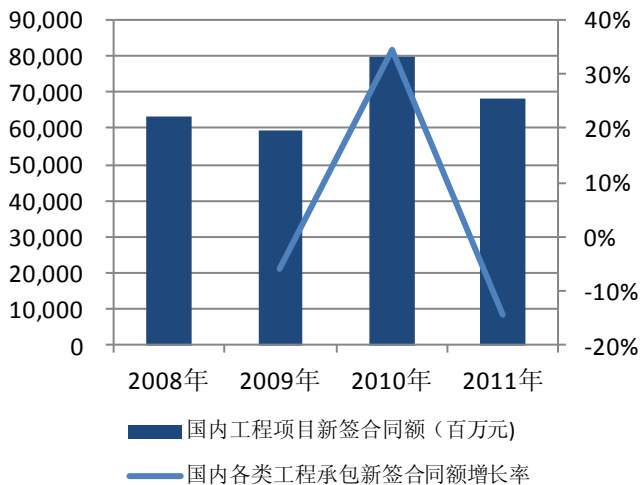
3、公司工程承包业务发展迅速

公司的工程承包业务可以继续向下细分为数个子板块，包括水利水电工程、铁路、公路与桥梁、城市轨道交通、机场、疏浚与吹填等，其中水利水电建设公司是国内乃至世界的绝对龙头。公司自 20 世纪 50 年代以来，承担了国内 65%以上的大中型水利水电工程的建设任务，参建了长江三峡等上百座世界瞩目的巨型水电站，总装机容量突破 1.3 亿千瓦，为中国常规水电装机容量、水电在建规模跃居世界第一做出了突出贡献。

公司利用在水利水电工程上的优势不断向纵深发展，目前已经进入公路、铁路、机场、市政工程、工业与民用建筑等非水利水电工程领域。在非水利水电工程业务中，每年占比最大的板块不尽相同，但 2011 年以来，由于铁路投资的停建、缓建，对公司的铁路工程产生了较大影响，导致 2011 年国内工程的新增订单出现下降。公司面临市场的变化，积极调整策略，主动向公路和桥梁方面延伸，在一定程度上缓解了新增订单的下降幅度。

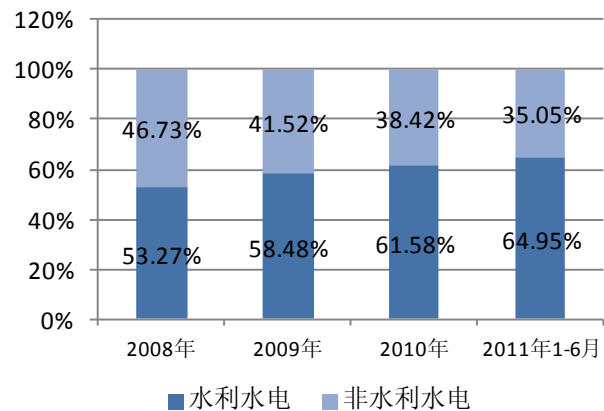
公司的工程施工业务中，水利水电工程是毫无疑问的核心竞争力。公司在水利水电建设方面的品牌、经验、技术、人才和经验无人能出其右。从公司的订单情况来看，公司的水利水电业务订单占比也是逐渐增加从 2008 年的 53.27% 提高至 2010 年上半年的 64.95%。可以预计，随着国家对于水利水电建设方面的投入不断加大，公司将率先受益。

图 8：公司近三年一期的新签合同额及增速



资料来源：公司公告，东兴证券

图 9：公司近三年一期的新签合同结构



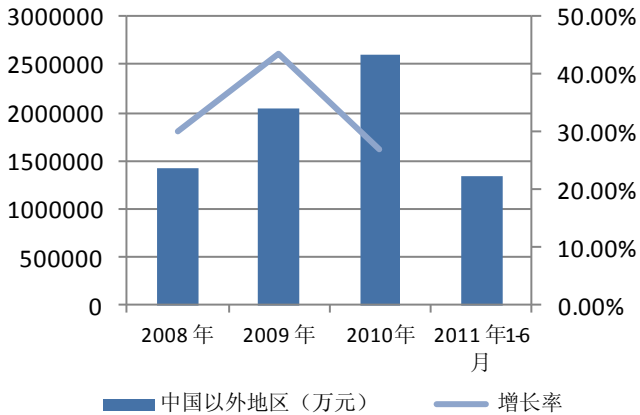
资料来源：公司公告，东兴证券

4、海外业务蓬勃发展

公司的海外业务近三年来迅速发展，收入占比一直接近 30%；从新增订单来看，海外的新增订单从 2010 年和 2011 年两年明显超过国内订单。尤其是 2011 年，公司海外订单与国内订单的比例达到 87.74%，比 2010 年的 57.36% 提高近 30 个百分点。这里面有受国内铁路建设停滞导致国内订单增速下降的因素，但从国外订单 30% 的增速来看，海外业务仍然处于快速扩张期。

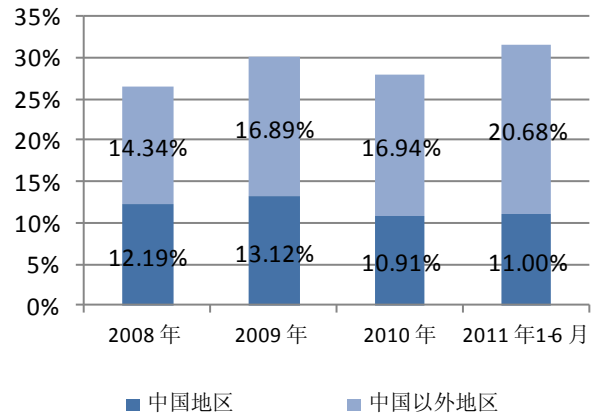
公司海外业务的毛利率明显高于国内，并且从 2008 年开始逐年提高，从 2008 年的 14.34% 提高至 2011 年中期的 20.68%，提高了 6 个百分点。

图 10：公司海外地区收入及增速



资料来源：WIND，东兴证券

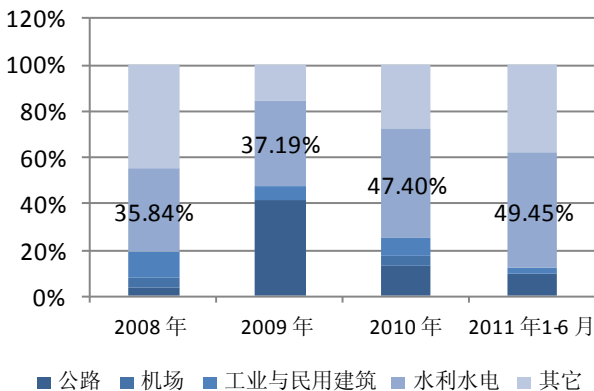
图 11：公司国内地区和海外地区的毛利率



资料来源：WIND，东兴证券

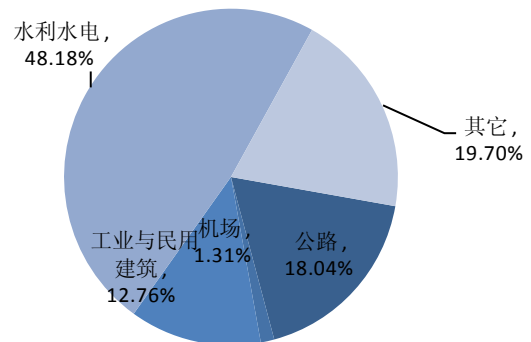
公司的海外项目中主要是水利水电项目。在公司近三年一期的海外新增订单中，水利水电项目占比均在 35%以上，2010 年和 2011 年上半年接近了 50%的水平。由于公司的水电技术在世界上都享有很高的盛誉，而目前非洲、拉美等地区的基础设施建设需求依然旺盛，因此公司的水电业务将有望持续的快速发展，而公司也非常看好海外市场，将继续加大海外市场的投入力度。

图 12：公司近三年一期海外的新签合同结构



资料来源：WIND，东兴证券

图 13：公司海外工程储备结构



资料来源：WIND，东兴证券

5、其他业务迅速发展

公司的电力投资与运营业务、设备制造与租赁和房地产开发业务虽然目前在公司的收入和利润结构中占比较小，但均是以水利水电工程建设为依托向纵深延展的业务，具有较好的技术优势或者资源。

截止 2011 年 6 月底，公司取得开发权的电力装机容量为 1285.4 万千瓦，其中水电、火电、风电分别为 878.5、257.9 和 149 万千瓦，水电占了 68.3%的份额。

公司的房地产业务起步较晚，是 16 家允许从事房地产开发业务的央企之一。公司目前在建的房地产项目主要以保障房为主，结算收入仅占公司营业收入的 3%，但公司 2011 年在土地市场上获取了较多土地，未来商品房对公司收入的贡献将逐渐加大。

6、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2011 年、2012 年和 2013 年的营业收入分别为 1120.54 亿元、1364.73 亿元和 1790 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 36.02 亿元、46.68 亿元和 69.84 亿元，基本每股收益分别为 0.38 元、0.49 元和 0.73 元，对应市盈率分别为 11.59、8.95 和 5.98。按照 2012 年业绩 11 倍市盈率，我们给与公司六个月目标价 5.39 元，首次关注给予“推荐”评级。

表 1：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产合计	62524	73950	89675	116350	营业收入	101494	112054	136473	179000
货币资金	13209	16808	20471	26850	营业成本	88832	96469	117612	153704
应收账款	15569	19034	23182	30405	营业税金及附加	2440	3025	3685	4833
其他应收款	3274	3615	4403	5775	营业费用	161	224	273	358
预付款项	6041	7006	8182	9719	管理费用	4159	4706	5732	7518
存货	23661	26430	32223	42111	财务费用	1859	2814	3006	3491
其他流动资产	0	11	35	78	资产减值损失	132.42	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	58947	57309	57165	56847	公允价值变动收益	5.16	4.00	4.00	4.00
长期股权投资	1266	1266	1266	1266	投资净收益	105.40	100.00	100.00	100.00
固定资产	32113.47	32756.82	33623.64	35000.59	营业利润	4021	4919	6269	9200
无形资产	11649	10484	9319	8155	营业外收入	156.77	160.00	160.00	160.00
其他非流动资产	88	88	1000	1000	营业外支出	143.69	140.00	140.00	140.00
资产总计	121703	131259	146840	173198	利润总额	4034	4939	6289	9220
流动负债合计	67129	66188	73968	92267	所得税	808	1037	1321	1936
短期借款	9143	2277	398	3810	净利润	3226	3902	4968	7284
应付账款	19414	21144	25778	33688	少数股东损益	315	300	300	300
预收款项	25331	28692	33196	39282	归属母公司净利润	2911	3602	4668	6984
非流动负债合计	40710	47769	54804	61865	EBITDA	20693	12337	14330	18009
长期借款	33955	40955	47955	54955	EPS (元)	0.44	0.38	0.49	0.73
其他非流动负债	41	56	91	151	主要财务比率				
负债合计	107839	113958	128772	154131		2010A	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2847	3147	3447	3747	成长能力				
实收资本(或股本)	6600	9600	9600	9600	营业收入增长	34.4%	10.40%	21.79%	31.16%
资本公积	1460	1460	1460	1460	营业利润增长	385.7%	22.35%	27.44%	46.76%
未分配利润	2913	2940	3276	3779	归属于母公司净利润增长	244.7%	23.73%	29.61%	49.60%
归属母公司股东权益合计	10785	14155	14621	15320	获利能力				
负债和所有者权益	121703	131259	146840	173198	毛利率(%)	12%	14%	14%	14%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	3%	3%	4%	4%
	2010A	2011E	2012E	2013E	总资产净利润(%)	2%	3%	3%	4%
经营活动现金流	189	9404	10522	10579	ROE(%)	27%	25%	32%	46%
净利润	3226	3902	4968	7284	偿债能力				
折旧摊销	14813.33	0.00	5055.44	5318.12	资产负债率(%)	89%	87%	88%	89%
财务费用	1859	2814	3006	3491	流动比率	0.93	1.12	1.21	1.26
应付帐款的变化	0	1730	4634	7910	速动比率	0.58	0.72	0.78	0.80
预收帐款的变化	0	3362	4504	6086	营运能力				
投资活动现金流	0	-2858	-4808	-4896	总资产周转率	0.91	0.89	0.98	1.12
公允价值变动收益	0	4	4	4	应收账款周转率	7.02	6.48	6.47	6.68
长期投资	1266	1266	1266	1266	应付账款周转率	5.91	5.53	5.82	6.02
投资收益	105	100	100	100	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	-2947	-2051	696	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.38	0.49	0.73
短期借款	9143	2277	398	3810	每股净现金流(最新摊薄)	0.05	0.37	0.38	0.66
长期借款	33955	40955	47955	54955	每股净资产(最新摊薄)	1.63	1.47	1.52	1.60
普通股增加	0	3000	0	0	估值比率				
资本公积增加	-1140	0	0	0	P/E	9.86	11.59	8.95	5.98
财务费用	0.00	-2814	-3006	-3491	P/B	2.66	2.95	2.86	2.73
现金净增加额	189	3599	3663	6379	EV/EBITDA	3.02	5.85	5.14	4.31

资料来源：东兴证券

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑行业高级研究员，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、建筑行业研究至今。

联系人简介

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起从事房地产、建筑行业研究工作至今。

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責任。

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。