

国内合同将恢复正向增长，政策支持效应稳步兑现

中国水电 (601669.SH)

推荐 维持评级

一、事件

公司发布年报，2011年公司实现收入1134.7亿元，同比增长12%。实现归属母公司的净利润36.2亿元，同比增长24%。公司2011年的摊薄每股收益为0.38元，符合我们的预期。

二、我们的分析与判断

- **2011年新签订单国内小幅下滑，海外市场延续强劲增速，全年整体合同量平稳。**2011年公司新签工程合同1278.5亿元，同比增长2%。其中，受国内大型水利项目立项较慢及铁路市场萎缩的不利影响，11年公司国内水利水电、非水利工程新签合同分别较上年下滑16%和12%；而同期在国内支持对外承包的信贷政策支持下，公司全年海外订单增长31%，连续两年快速增长。2011年公司新签合同中海外市场占比为47%，较上年提高11个百分点。
- **随着大型水利项目的审批加快，今年公司国内市场订单将实现20%的正向增长。**前3月份国内完成水利建设投资441亿元，同比增长9.6%；同时，年初以来发改委对大型水利枢纽工程的审批已明显加快，已核准项目金额达到500亿元。预计2季度开始水利投资的增速将明显加快，公司作为国内水利建设龙头，将明显受益。
- **公司融资渠道保持通畅，BT项目进入回购期也将大大减轻财务压力。**公司今年拟发行不超过50亿元的公司债和35亿元的中票，对之前成本较高的负债进行置换；同时，公司今年还将收回30亿元的BT回购款，全年运营资金充足，财务费用负担明显减轻。
- **回报率较高的海外收入占比未来3年将提升至1/3，对公司的整体销售利润贡献将显著提升。**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。2011年公司海外毛利率较国内高出9.3个百分点，公司后续海外收入占比的快速上升将显著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2012-2014年EPS分别为0.48、0.60和0.75元，维持推荐评级。

主要财务指标 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	113471	133184	155628	179862
收入同比	12%	17%	17%	16%
归属母公司净利	3619	4602	5731	7189
净利润同比	24%	27%	25%	25%
毛利率	14.4%	14.4%	14.3%	14.5%
ROE	13.3%	14.4%	15.2%	16.0%
每股收益(元)	0.38	0.48	0.60	0.75
P/E	11.96	9.41	7.55	6.02
P/B	1.59	1.36	1.15	0.97

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 **2012-4-19**

上证综合指数 2,379

公司收盘价 4.51

总股本(百万) 9,600

流通股本(百万) 3,000

流通市值(亿) 135.3

EPS (TTM) 0.38

每股净资产(元) 2.84

资产负债率 81%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国水电	2.5	11.1	-0.4
上证综指	-1.3	3.6	2.6

相关研究

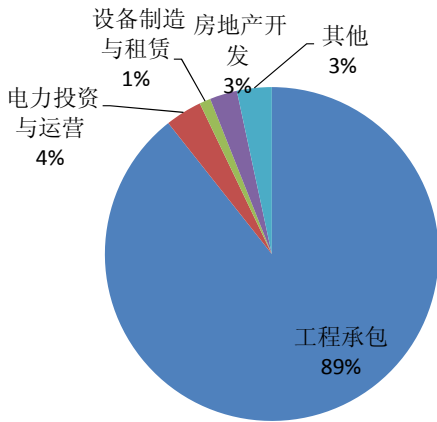
中国水电-海外市场良好开局，国内水利建设进入实质性提速状态

20120311

中国水电-国内外市场齐头并进的水利水电建设领军企业

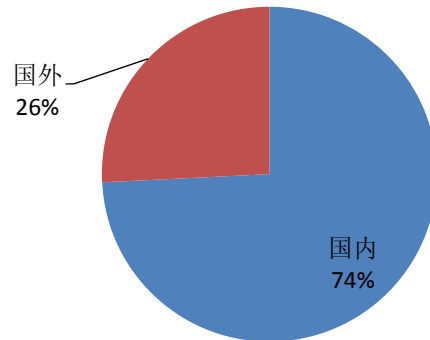
20110922

图 1 2011 年公司各类业务的收入占比



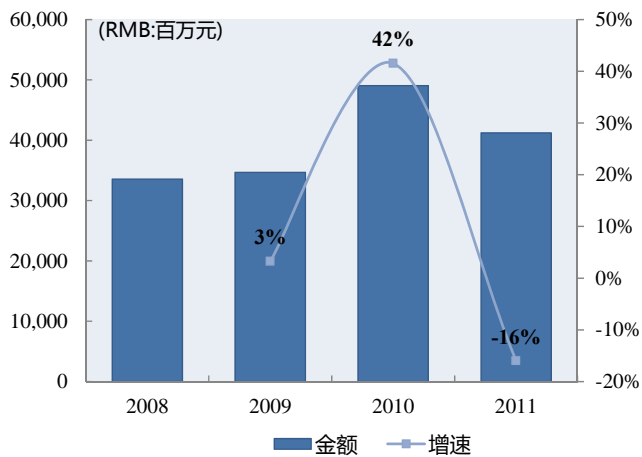
资料来源：公司公告

图 2 2011 年公司收入的区域占比



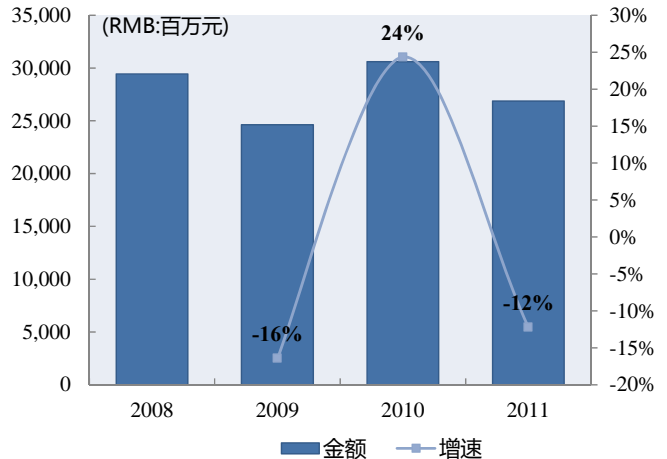
资料来源：公司公告

图 3 2008-2011 年公司国内水利水电新签合同及增速



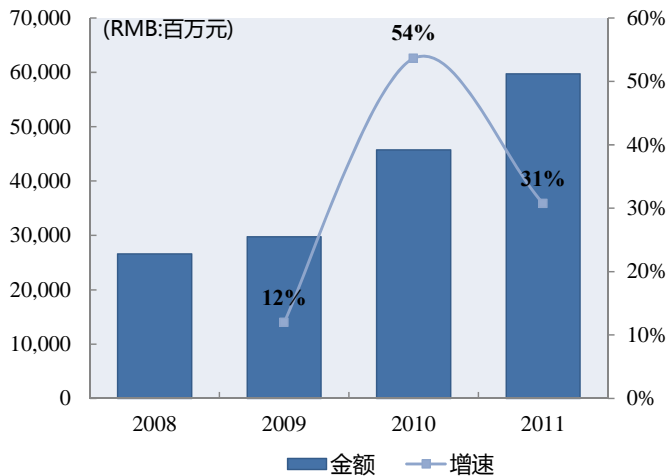
资料来源：公司公告

图 4 2008-2011 年公司国内非水利水电新签合同及增速



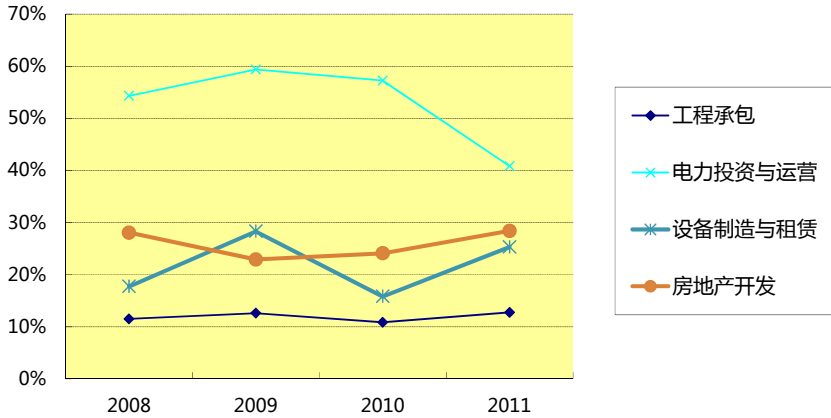
资料来源：公司公告

图 5 2008-2011 年公司国外新签合同及增速



资料来源：公司公告

图 6 2008-2011 年公司各类业务的毛利率变化



资料来源：公司公告

图 7 2010-2012 年公司季度收入对比

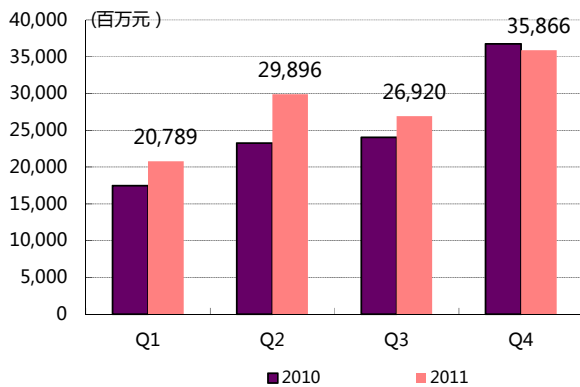
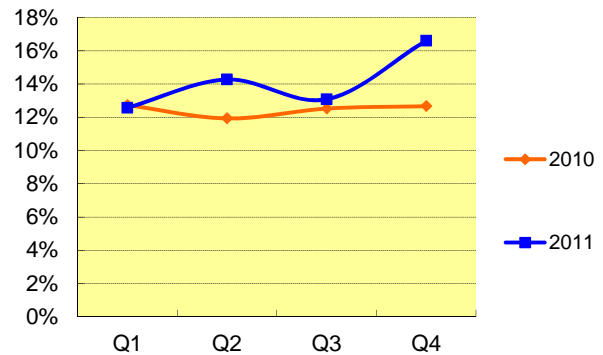


图 8 2009-2012 年公司单季度毛利率变化



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

表 1 公司各板块收入预测

(单位: 百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程承包	93,106	101,377	118,611	138,182	158,909
+/-	32.4%	8.9%	17.0%	16.5%	15.0%
电力投资与运营	2,275	4,046	5,057	6,321	7,902
+/-	38.6%	77.8%	25.0%	25.0%	25.0%
设备制造与租赁	1,410	1,227	1,411	1,622	1,865
+/-	36.9%	-13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
房地产开发	2,403	3,008	3,911	4,889	6,111
+/-	220.2%	25.2%	30.0%	25.0%	25.0%
其他	2,300	3,813	4,195	4,614	5,075
+/-	28.4%	65.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	101,494	113,471	133,184	155,628	179,863
+/-	34.4%	11.8%	17.4%	16.9%	15.6%

资料来源：中国银河证券研究部

表 2 公司各板块毛利率预测

(单位: %)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
工程承包	10.9%	12.8%	12.4%	12.2%	12.2%
电力投资与运营	57.3%	40.8%	44.0%	46.0%	46.0%
设备制造与租赁	15.8%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
房地产开发	24.1%	28.4%	28.0%	26.0%	26.0%
其他	19.8%	16.1%	19.0%	19.0%	19.0%
综合毛利率	12.5%	14.4%	14.4%	14.3%	14.5%

资料来源: 中国银河证券研究部

表 1 公司财务报表预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	95849	106967	119881	135637	营业收入	113471	133184	155628	179862
现金	32912	33785	37637	44323	营业成本	97113	114030	133309	153821
应收账款	16427	19590	22891	26455	营业税金及附加	2824	3263	3813	4407
其它应收款	4636	5343	6243	7215	营业费用	161	186	218	252
预付账款	6641	7754	9065	10460	管理费用	5535	6326	7315	8454
存货	30819	35922	39371	42400	财务费用	2513	3363	3552	3647
其他	4414	4573	4674	4783	资产减值损失	576	300	300	400
非流动资产	67366	71222	74486	77148	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1656	1599	1799	1999	投资净收益	190	250	330	400
固定资产	37129	43187	43995	44191	营业利润	4938	5965	7452	9282
无形资产	15256	17676	20096	22516	营业外收入	152	150	150	150
其他	13325	8760	8596	8442	营业外支出	104	100	100	100
资产总计	163215	178188	194367	212785	利润总额	4987	6015	7502	9332
流动负债	82054	92076	102178	113037	所得税	1045	1083	1425	1773
短期借款	14025	15000	15000	15000	净利润	3941	4932	6076	7559
应付账款	25124	29648	34660	39994	少数股东损益	322	330	345	370
其他	42905	47428	52517	58044	归属母公司净利润	3619	4602	5731	7189
非流动负债	49565	49534	49534	49534	EBITDA	11508	13911	16428	18968
长期借款	40704	40704	40704	40704	EPS (元)	0.38	0.48	0.60	0.75
其他	8861	8830	8830	8830					
负债合计	131619	141610	151712	162571					
少数股东权益	4334	4664	5009	5379					
股本	9600	9600	9600	9600					
资本公积	10884	10884	10884	10884					
留存收益	6581	11183	16914	24103					
归属母公司股东权益	27262	31915	37646	44835					
负债和股东权益	163215	178188	194367	212785					

现金流量表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5804	11648	15930	18788
净利润	3941	4932	6076	7559
折旧摊销	4057	4583	5424	6039
财务费用	2513	3363	3552	3647
投资损失	-190	-250	-330	-400
营运资金变动	-5023	-1231	1011	1756
其它	507	251	197	187
投资活动现金流	-13433	-8421	-8525	-8455
资本支出	13846	6000	6000	6000
长期投资	-294	-57	200	200
其他	119	-2478	-2325	-2255
筹资活动现金流	27376	-2354	-3552	-3647
短期借款	4882	975	0	0
长期借款	6749	0	0	0
普通股增加	3000	0	0	0
资本公积增加	10165	0	0	0
其他	2580	-3329	-3552	-3647
现金净增加额	19452	872	3853	6686

主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	11.8%	17.4%	16.9%	15.6%
营业利润	22.8%	20.8%	24.9%	24.6%
归属于母公司净利润	24.3%	27.2%	24.5%	25.4%
获利能力				
毛利率	14.4%	14.4%	14.3%	14.5%
净利率	3.2%	3.5%	3.7%	4.0%
ROE	13.3%	14.4%	15.2%	16.0%
ROIC	10.9%	13.0%	14.7%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	80.6%	79.5%	78.1%	76.4%
净负债比率	75.5%	65.5%	47.1%	26.7%
流动比率	1.17	1.16	1.17	1.20
速动比率	0.79	0.77	0.78	0.82
营运能力				
总资产周转率	0.80	0.78	0.84	0.88
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	4.36	4.16	4.15	4.12
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.48	0.60	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	1.21	1.66	1.96
每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.32	3.92	4.67
估值比率				
P/E	12.0	9.4	7.6	6.0
P/B	1.6	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	6	5	4	4

资料来源: 中国银河证券研究部

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