

评级：强烈推荐（首次评级）
建筑工程
公司深度报告
证券研究报告

分析师 郭强 S1080510120010
 联系人 神爱前 S1080111010002
 电话：0755-82481501
 邮件：shenaiqian@fcsc.cn

中国水电(601669)—

水利与国际业务齐发力，价值重估进行中

交易数据

上一日交易日股价(元)	4.58
总市值(百万元)	43,968
流通股本(百万股)	3,000
流通股比率(%)	31.25

资产负债表摘要(12/11)

股东权益(百万元)	27,262
每股净资产(元)	2.84
市净率(倍)	1.61
资产负债率(%)	80.64

公司与沪深300指数比较

相关深度报告
成就光荣与梦想》

2011.8.21 洪涛股份深度报告《成长潜力正释放，外延扩张助增长》

2011.12.26 年度策略报告《政策定调财政续弦，总体下滑难掩结构亮点》

- 水利水电大中工程数据跟踪分析：密集招标下半年开始启动，2013-2014年处于高峰期。**水利一号文件的出台背景是近几年水利灾害频繁，出台过程具有被动性、应对性，从而导致大型水利工程储备不足，2011-2012年更多是大中型水利项目处于论证期。2011年通过项目建议书审批环节的大型水利工程金额同比增长211%。随着审批项目的加速，2012年下半年逐渐进入招标密集期，高峰预计出现在2013-2014年。同时，水电项目核准加速，储备项目众多，近几年通过前期工作但尚未核准的项目达9000多万千瓦，未来两年核准高峰期可期，预计2012年核准新开工建设2000万千瓦，十二五期间核准新开工建设1.6亿千瓦（含0.4万千瓦抽水蓄能水电站）。中国水电占据大中型水利水电工程65%的市场份额，将是近两年大中型水利水电高峰建设的最大受益者。
- 海外业务发展迅猛，正在复制华为国际化之路。**中国水电海外业务发展迅猛，从2004年公司设立海外分公司到现在，公司海外收入已占25%-27%，近几年每年新签合同额仅次于华为技术有限公司，一直保持稳定发展。海外业务毛利率区呈现稳步上升，16%-20%的毛利率水平远超其它建筑企业海外盈利水平。公司海外业务优异表现，皆在显示公司与其他建筑企业国际业务的不同寻常。背后实质是，公司正在复制华为国际化之路，同时亦是建筑业的中材国际所经之路，那就是一定技术与品牌门槛形成寡头集中+劳动力密集（低成本拼杀）+资金密集（国家融资项目支持）。
- 高度景气中的专业工程公司，价值重估进行中。**从行业技术门槛、竞争者格局、盈利能力等方面看，中国水电明显属于专业工程公司（如中国化学、中材国际等），而区别于传统建筑公司（如中国交建、中国建筑等）。专业工程公司估值水平，随着行业景气程度而变化，在行业高度景气中往往估值享有溢价。我们分析过去几年，中材国际与中国化学的估值水平与行业景气度、订单披露密度高度相关，即使在大盘下跌期，处于高景气中专业公司估值也在20倍左右。随着下半年大型水利水电工程招标启动，中国水电行业景气得到确认，其估值水平将得到显著提升。
- 给予“强烈推荐”评级：我们预计公司2012-2013年eps分别为0.52元、0.61元。**作为行业高景气中的专业工程公司，充分受益国内大中水利工程启动与国际业务开拓，给予2012年13-15倍的估值区间，6-12个月内第一目标价6.7元，首次给予强烈推荐评级。
- 风险提示：宏观经济与大盘系统风险，海外政治风险**



目 录

1、从世界水利发展历程看中国水利	3
1.1、发达国家水利发展历程	3
1.2、中国水利现状，严重滞后经济发展	5
1.3、十二五水利投资，我国水利发展高峰阶段	7
2、大型水利工程数据跟踪，下半年加速，13-14 年高峰期	9
3、水电储备项目众多，核准加速，十二五新开工 1.2 亿千瓦	11
3.1、世界水电迅猛发展，我国开发程度远低于西方	11
3.2、 十二五优先发展水电，开工建设 1.2 亿千瓦	14
3.3、数据跟踪，核准加速，项目众多，高峰可期	15
4.中国水电：水利与国际业务齐发力，价值重估进行中	18
4.1 水利水电工程垄断地位，受益大型工程启动	18
4.2 国际开拓正当时，复制华为国际化模式	19
4.3、中水顾问资产注入预期强烈	22
4.4 也谈估值，高度景气中的专业工程公司，价值低估	22
5、盈利预测与估值推荐	25
附录 1：大型水利与水电工程数据详细跟踪	26



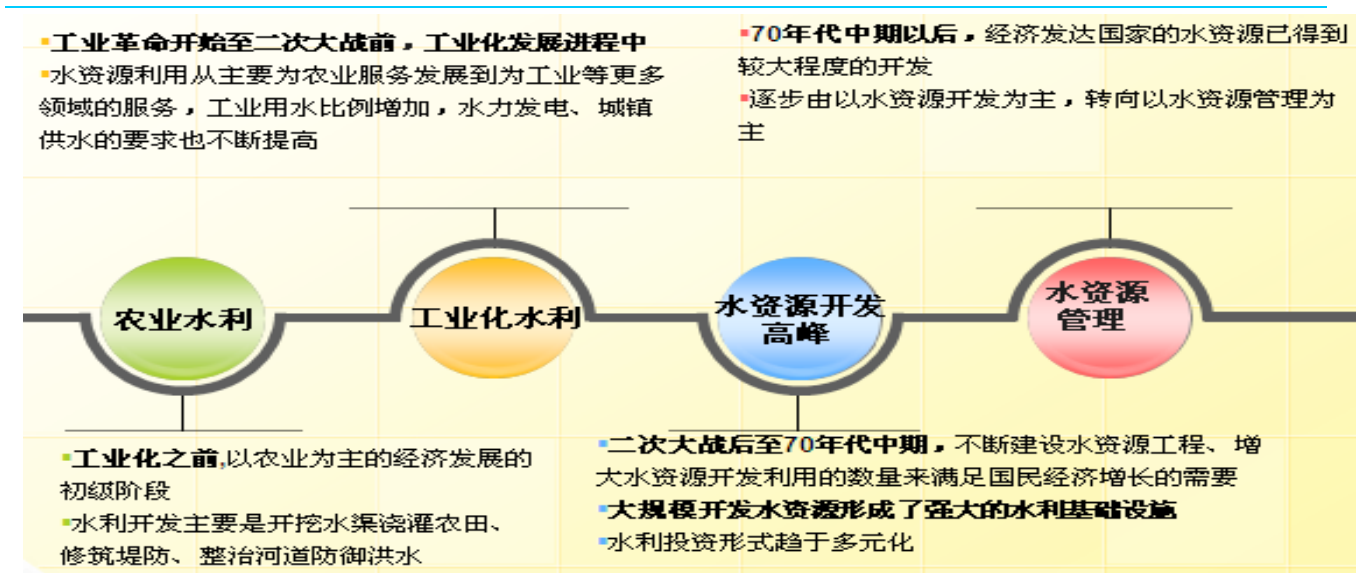
1、从世界水利发展历程看中国水利

1.1、发达国家水利发展历程

1.发达国家水利历程回顾，大规模水利建设高峰期明显

各国水利都在随经济社会进步而相应发展，且在不同阶段呈现出不同的特点。回顾发达国家水利发展历程，大致可以分为以下几个阶段：即：工业化之前、工业革命至二次大战前、二次大战后至70年代中期、70年代中期以后。

图表 1：发达国家水利发展历程



数据来源：参考水利研究中心、第一创业研究所

1、工业化之前

在工业化之前的漫长时期人类社会处于以农业为主的经济发展的初级阶段，水利开发主要是开挖水渠浇灌农田、修筑堤防、整治河道防御洪水，开凿运河发展水运，建筑城市供排水系统等

2、工业革命开始至二次大战前

资本主义国家处于由农业经济为主过渡到以工业经济为主的工业化发展进程中，水资源利用从主要为农业服务发展到为工业等更多领域的服务，对防洪、灌溉、水力发电、城镇供水的要求也在不断提高。

3、二次大战后至70年代中期

随着国家的工业化和城市化，民用需求和工业需求正在迅速增长，其居民的生活方式也正在发生着改变，对于水资源需求增加，



促使水资源开发处于高峰阶段。这一阶段是发达国家水利发展的最重要阶段，与我们现阶段水利发展具有很强的对比意义。

(1) 不断建设水资源工程、增大水资源开发利用的数量来满足国民经济增长的需要；水利工程建设规模与经济增长基本上呈同步发展趋势，水库数量、库容量、各类水利工程取水量继续大幅度增长，主要河流流域开发和综合利用达到较高、甚至很高的程度。大规模开发水资源形成了强大的水利基础设施，产生了巨大的效益，对保障经济发展发挥了重要作用(2) 随着国家的工业化和城市化，水资源综合利用中，为工业和城市服务的比重不断增加，如欧洲一些农业比重小的发达国家，工业和城市用水量超过总用水量的一半。水力发电作为清洁可再生能源，开发利用程度持续提高。同时，随着生活水平的提高，水库作为游览休闲的功能和效益被日益开发利用。(3) 这一时期水利工程投资继续保持与经济同步增长的趋势，但水利投资形式趋于多元化，以国家为主体的投资机制逐步转向由国家、地方、受益团体和私营者参与投资的多元化投资机制。

4、70年代中期以后

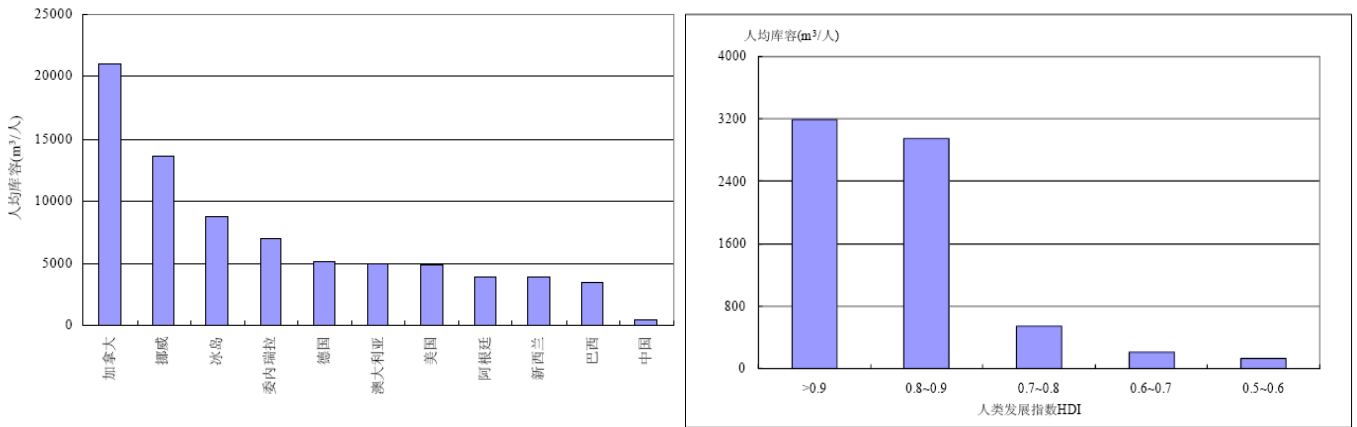
70年代中期以后，发达国家进入后工业化时期。经过大规模水资源工程建设，一些经济发达国家的水资源已得到较大程度的开发，大多数国家的水资源开发速度减慢；对经济社会发展与资源、环境协调关系认识的不断深入和转变，对水利的认识也在转变，有关水的政策进行了若干重大调整，逐步由以水资源开发为主，转向以水资源管理为主，

通过以上发达国家水利发展的几个阶段分析，我们可以看出，发达国家经历城市化与工业化后，民用需求和工业需求正在迅速增长，其居民的生活方式也正在发生着改变，对于水资源需求增加，促使大规模水利工程建设在二战后至七八十年代进入高峰阶段。自80年代后就从大规模水利工程建设为主转变到以水资源管理为主的阶段。而目前大多数发展中国家目前仍然处在以水利工程建设为主的发展阶段。

2. 主要国家人均库容指标比较，中国人均库容低于世界平均水平

对比目前我国水利与发达国家差距，我们可以利用人均库容这一指标略窥一斑。与美国、巴西等其他国家相比，从人均库容来讲我们还有巨大的差距。与美国比较，美国是29000亿的水资源量，水库库容是14000多亿，我们是28000亿的水资源量，库容才6000多亿。因此，说明我们国家水资源的开发跟国家的发展水平目前是相适应的，未来需要进一步加大开发力度。

图表 2: 中国人均库容低于世界平均水平, 各国发展指数与人均库容密切相关



数据来源: 中国大坝协会、第一创业研究所

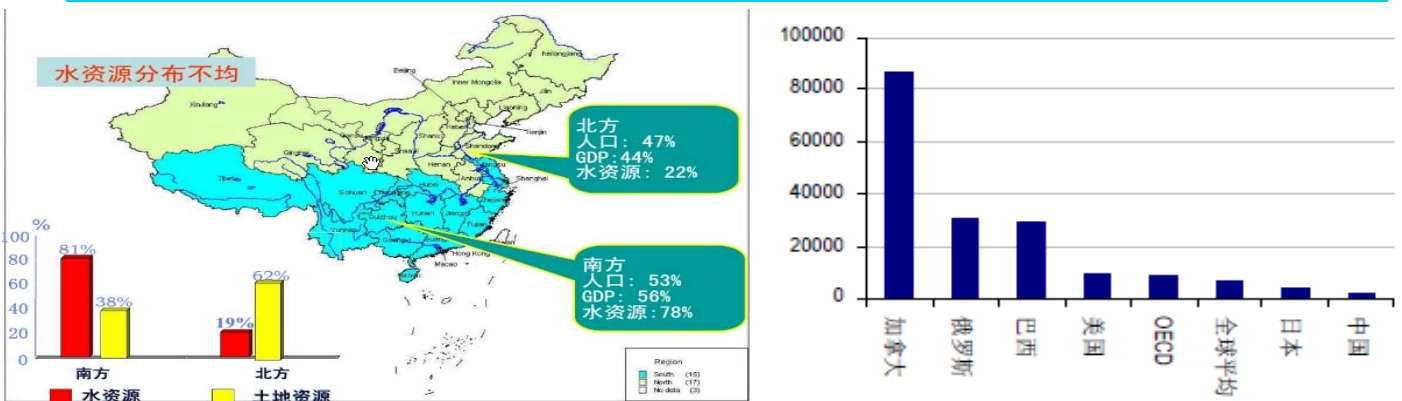
一个国家的储水设施跟国家的发展水平密切相关。储水设施建设和管理, 是实现经济社会可持续发展的重要基础之一。正如联合国人类发展报告也指出“全球水基础设施的分布与全球水风险的分布呈反比关系”。根据联合国世界各国发展指数比较, 发现处于不同发展阶段的国家, 人均库容的相关性非常的密切。发展指数在 0.8 以上的, 人均库容大多在 3000 方/人。

1.2、中国水利现状, 严重滞后经济发展

1.中国水资源匮乏, 区域与时间分布不均

我国水资源的分布特点是南方多、北方少, 东部多、西部少, 山区多、平原少。而且降雨季节性特别明显, 一般情况汛期五个月, 水量占到全年 70% 到 80%, 如果没有水库调蓄, 一年当中的水随着洪水流走了, 很多城市和人口因为季节性的缺水无法生存和发展。我国人均淡水资源量为 2134 立方米, 仅为全球平均水平的 1/3, 接近中度缺水标准。

图表 3: 中国水资源分布不均, 人均淡水资源仅为全球平均水平 1/3



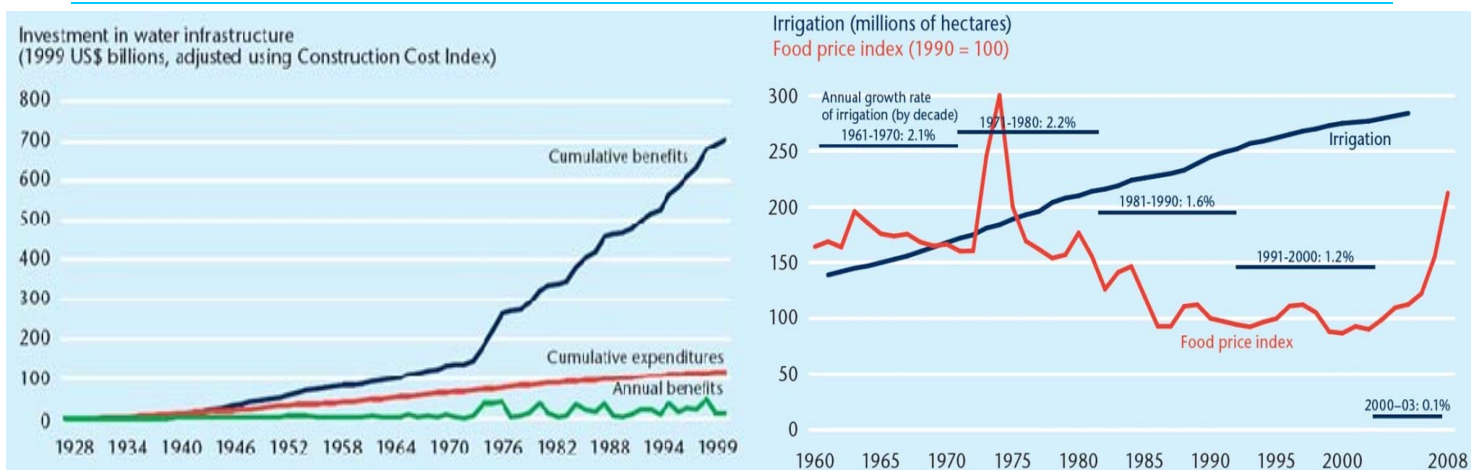
数据来源: 网络资料、第一创业研究所



2. 水利投资建设严重滞后经济发展

越来越多的证据显示，水资源投资能够带来直接的经济回报。经验数据表明，1930 年到 1996 年间，美国政府在基础设施领域投入的每一美元，都使得损失减少了六美元。联合国数据表明，在 1970—2000 年三十年间，由于灌溉农业面积扩张，粮食产量持续提升，粮价持续三十年呈下降趋势

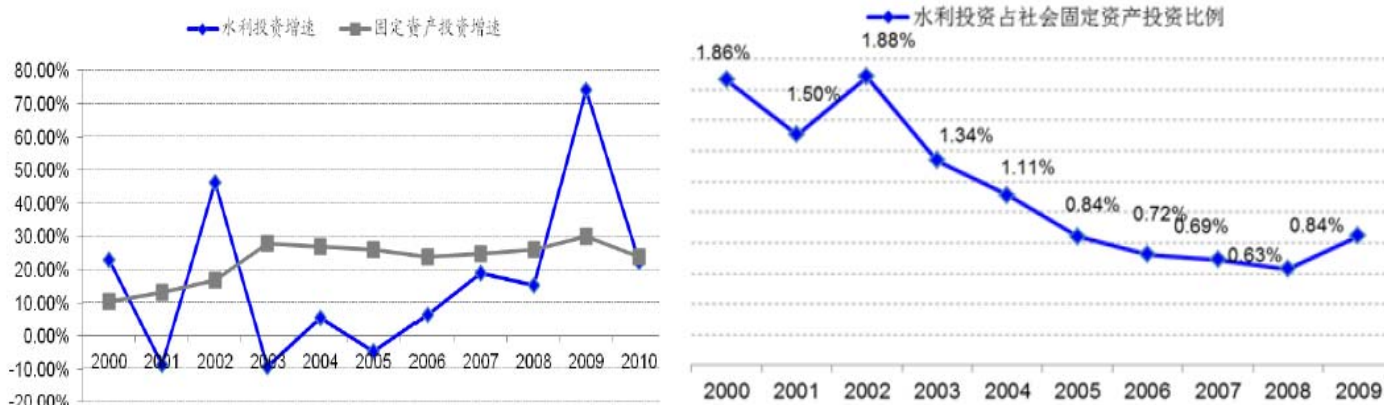
图表 4：历史数据表明，水资源投资能够带来直接的经济回报



数据来源：联合国水利发展报告、第一创业研究所

1999 年至 2010 年，我国水利基建投资年均复合增长率为 15.01%，远远低于全社会固定资产投资 22.49% 的年均复合增长率。水利基建投资占固定资产投资的比例逐年走低，从 2000 年的 1.86% 一直降到 2008 年的 0.63%。如果剔除南水北调每年工程投资额，水利每年实际新增投资更是十分有限。

图表 5：水利投资长期受到忽视

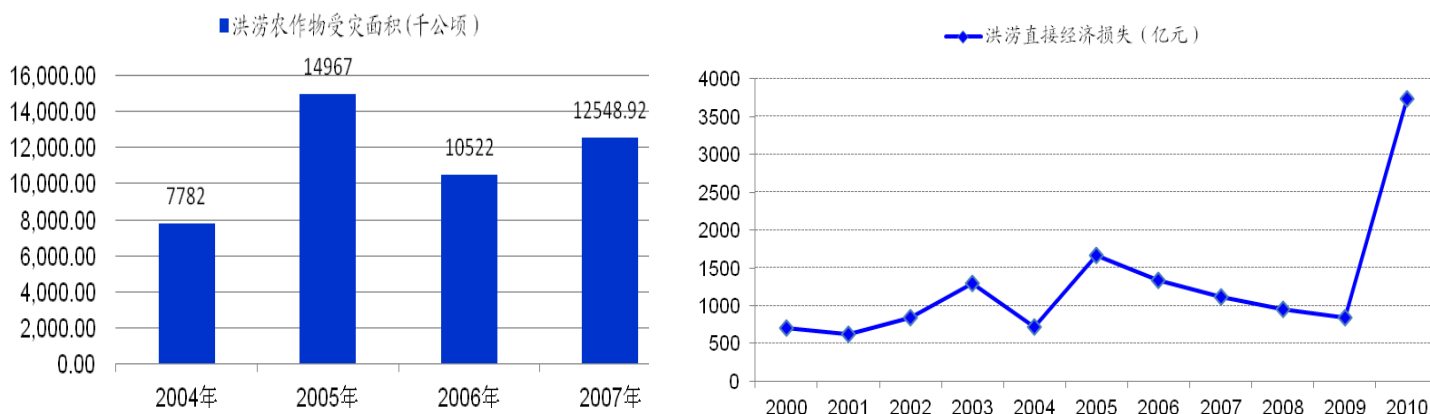


数据来源：水利部、国际统计局、第一创业研究所

滞后的水利投资导致洪涝灾害极易发生，尤其近几年更是频繁，2010 年直接经济损失接近 5255 亿元，经济损失严重，严重滞后经济发展



图表 6: 水利灾害造成经济损失严重



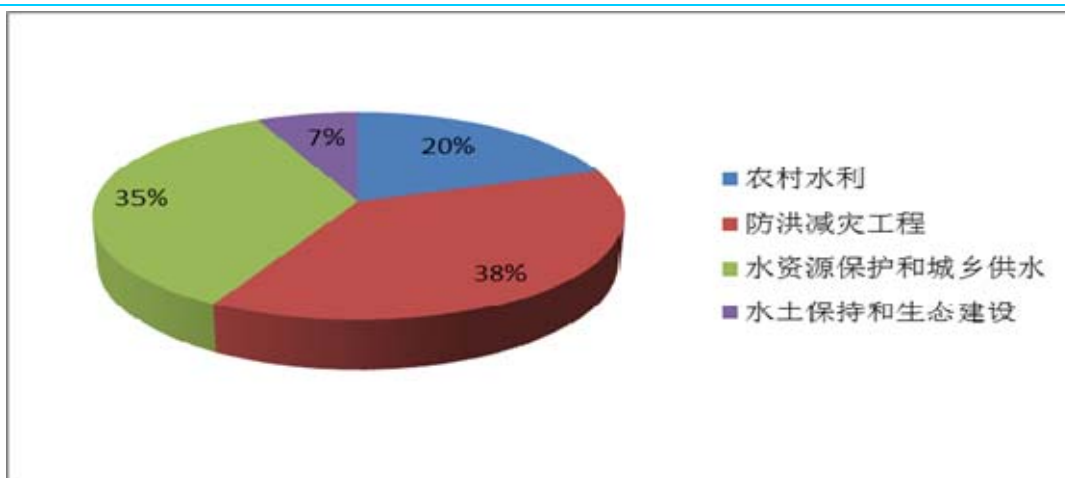
数据来源: 国家统计局、水利部、第一创业研究所

1.3、十二五水利投资，我国水利发展高峰阶段

2011年1月《中共中央国务院关于加快水利改革发展决定》正式发布，首次系统部署水利改革发展全面工作，第一次明确了水利建设重要战略地位。

根据规划，十二五水利投资 1.8 万亿，十年投入 4 万亿。主要用于 4 个方面的水利建设：一是农田水利建设，占投资的 20% 左右。二是防洪减灾工程建设，占投资的 38% 左右。三是水资源保护和城乡供水，占投资的 35% 左右。四是水土保持和生态建设，占 7%。

图表 7: 十二五水利 4 万亿投资方向



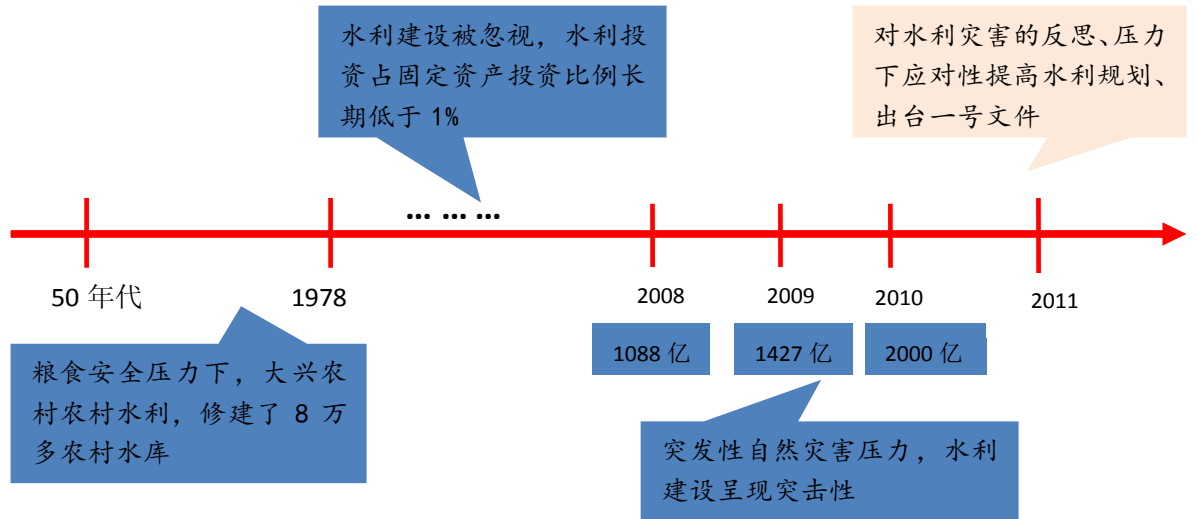
数据来源: 水利部、第一创业研究所

回顾我国水利发展，改革开放之前我国农业水利得到充分重视，修建了很多农业基础水利设施。改革开放后，经济发展重点



城市商业经济，随着经济运转需要，中国基础设施建设先后进行了了公路建设高峰、铁路建设高峰，水利建设一直未被重视。

图表 8：我国水利发展进入建设高峰阶段



数据来源：水利部、第一创业研究所整理

根据国外水利发展历程，在我国城市化与工业化发展一定阶段之后，水资源需求压力增大，必然会进入水利建设高峰阶段。近几年突发性自然灾害，使得水利 2009-2010 年短期呈现突击性投资。在突发性水利灾害压力下，国家应对性的提高了水利投资战略地位，出台了一号文件水利规划。然而我们看到，水利规划的出台是应对性、紧迫性的，并不是经过长年论证准备平滑、圆熟的出台，在此背景下，导致规划出台后一两年内大型水利项目储备不足，短期能够开工建设的大多是中小工程，大型项目正处于项目论证期。



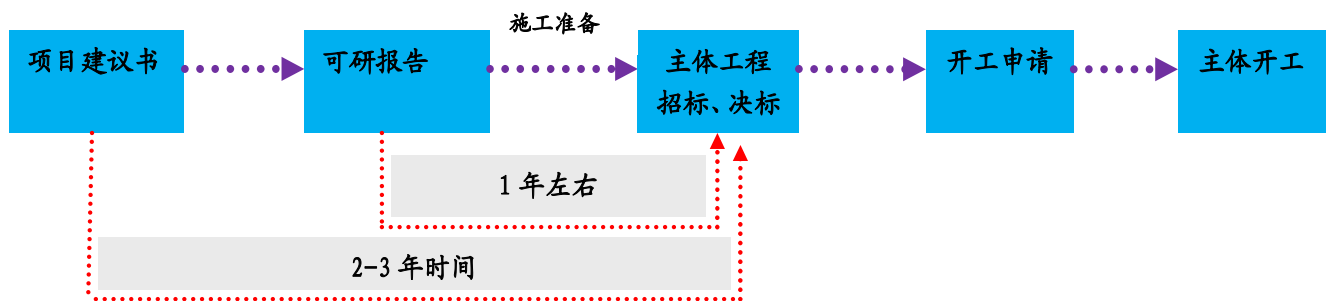
2、大型水利工程数据跟踪，下半年加速，13-14年高峰期

诚如上文分析，水利规划的出台具有突发性、应对性，导致出台后一两年内，导致规划出台后一两年内大型水利项目储备不足，短期能够开工建设的大多是中小工程，大型项目正处于项目论证期。我们跟踪大型水利工程论证、审批数据表明，2011年开始大量大型水利工程项目通过论证，大型水利工程有望从审批论证高峰期进入施工高峰期。

1. 水利工程建设审批管理流程

按《水利工程建设项目管理规定》明确的建设管理程序，水利工程建设程序一般分为：项目建议书、可行性研究报告、初步设计、施工准备（包括招标设计）、建设实施、生产准备、竣工验收、后评价等阶段。通常，主体工程施工准备在可行性研究报告通过后就已启动，包括招标设计、移民征地、前期基建等。根据以往项目经验，通常通过项目建议书距离主体工程招标大约 2 年左右，而通过可研报告距离主体工程招标只有 1 年左右。

图表 9：水利工程建设审批管理流程



数据来源：《水利工程建设项目管理规定》、第一创业研究所

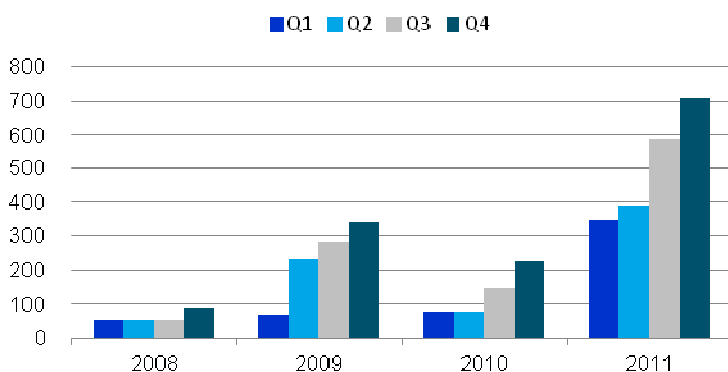
2. 2011 年水利项目建设书审批激增 211%，订单 2012 年下半年显现

我们自行统计发改委项目审批数据，水利一号文件出台后，2011 年通过项目建议书审批环节的水利项目金额为 708 亿元，同比 2010 年增长 211%，而储备项目审批也平稳加速态势，2011 年通过可研项目金额为 409 亿元，同比 2010 年增长 15.6%。

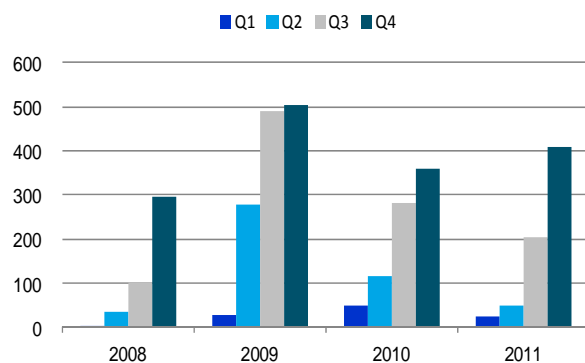
以上项目金额单项普遍都在 15-20 亿以上，2011 年 20 亿及以上项目占 95%，45 亿及以上项目占 74%，80 亿及以上占 62%。



图表 10: 2008—2011 年大型水利项目建议书审批金额



图表 11: 2008—2011 年水利可研报告审批金额



数据来源: 发改委、第一创业研究所

根据上文水利建设管理程序, 一般而言, 通过项目建议书距离主体工程招标大约 2 年左右, 而通过可研报告距离主体工程招标只有 1 年左右。

2011 年的通过项目建议书的新项目一般 2013 年左右会陆续开工, 2012 年能够开工的为 2011 年通过可研审核项目以及 2009-2010 年的通过项目建议书的立储备项目。因此, 根据上图数据显示, 大型水利订单在 2012 年下半年开始陆续显现, 2013-2014 将是高潮阶段。

图表 12: 2008—2012 大中型水利工程审批数据

大中型水利工程跟踪	项目审批金额年累计(单位: 亿元)		
	合计	通过项目建议书	通过可研报告
2012. Q1 (截至 2 月)	96	65	31
2011. Q1	374	348	26
2011. Q2	438	388	50
2011. Q3	791	587	204
2011. Q4	1, 117	708	409
2010. Q1	125	76	49
2010. Q2	193	76	117
2010. Q3	429	146	283
2010. Q4	585	227	358
2009. Q1	97	68	29
2009. Q2	509	232	277
2009. Q3	770	281	489
2009. Q4	841	338	503
2008. Q1	59	54	5



2008. Q2	91	54	37
2008. Q3	158	54	104
2008. Q4	383	88	295

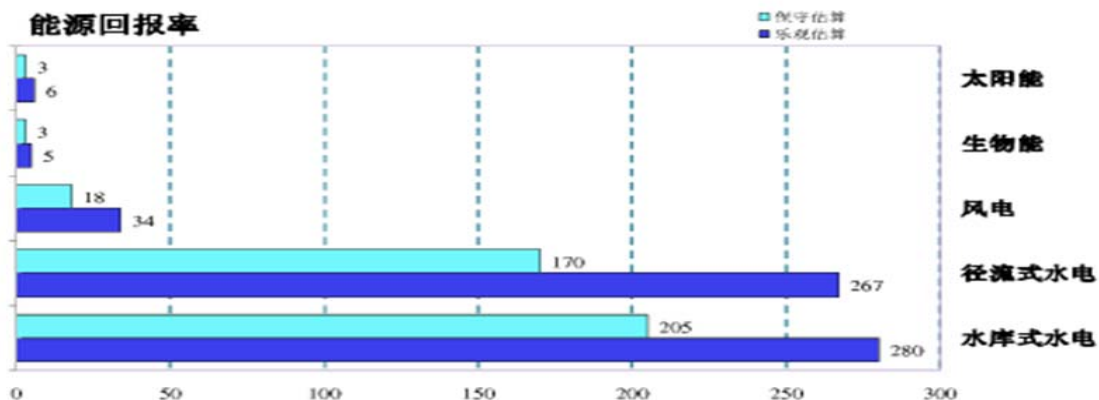
数据来源：发改委、第一创业研究所

3、水电储备项目众多，核准加速，十二五新开工 1.2 亿千瓦

3.1、世界水电迅猛发展，我国开发程度远低于西方

水电作为最成熟的可再生能源，成为各国特别是发展中国家首推的对象，不仅由于它是用之不尽的能源，而且是经济上最划算的能源，其能源回报率最高。能源回报率是指一个发电站在运行期内发出的电力与它在建设期、运行期为维持其建设、运行所消耗的所有电力的比值。

图表 13：水电能源回报率最高




数据来源：中国大坝协会、第一创业研究所

在发达国家，大部分技术及经济可行的水电资源都得到了开发，全世界水电开发程度为 34%，其中欧洲 72%，亚洲 23%，非洲 8%，南美洲 35%，中北美洲 70%，大洋洲 49%。发达国家平均开发度在 60%以上，如美国 82%，日本 84%，加拿大 65%，德国 73%，法国、挪威、瑞士都在 80%以上。

从水电开发程度来看，我国水电开发程度远低于西方水电开发成熟的国家。目前，中国水电资源的开发利用程度还不到 30%，远远落后于西方发达国家的水资源开发程度。



图表 14: 世界主要国家水电开发情况

2008年部分国家水电开发情况 

国家	经济可开发 年发电量	水电年发电量	水电年发电 量占经济可 开发量比例	水电装机	总装机	水库库容
	亿千瓦时/年	亿千瓦时/年	%	万千瓦	万千瓦	亿立方米
中国	24740	5655	22.86	17260	79273	6924
美国	3760	2700	71.81	7820	68700 ^a	13500
加拿大	5360	3500	65.30	7266	11495 ^a	6500
巴西	7635	3316.8	43.44	8375.2	8862 ^a	5680
俄罗斯	8520	1700	19.95	4700		7930
印度	4420	1216.5	27.52	3700	11206 ^a	2130
日本	1143	924.64	80.90	2200	26828 ^a	204
法国	720	646	89.72	2520	11120 ^a	75
挪威	2051	1218	59.39	2904	2789 ^a	620
意大利	540	513	95.00	1746		130
西班牙	370	232.9	62.95	1845	6230 ^a	455

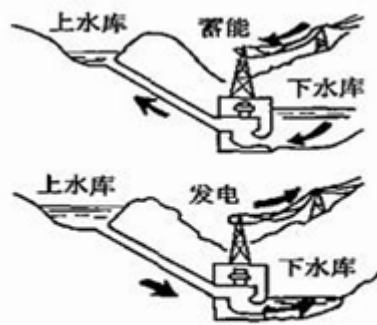
数据来源: 中国大坝协会、第一创业研究所

相关知识---水电开发程度的计算

计算水电开发程度的方法可有四种。即：按照技术可开发装机容量计算、按照经济可开发装机容量计算、按照技术可开发发电量计算和按照经济可开发年发电量计算。目前社会上有各种不同的部门，根据各自的资料所阐述的我国水电开发程度有很大的区别。但是，主管部门国家发改委有关我国水电开发程度的计算方法，是按照发电量计算的。这也是国际上普遍采用的计算方法。

国际上基本上都不采用装机容量表述水电资源的资源量和开发程度，而是主要采用年发电量来表示水能资源和开发程度。我们目前看到的所谓国外水电的开发程度，都是以年发电量的表示数字。国际社会普遍认为，用装机容量计算水电开发的程度，很难正确地反映出水电开发的实际情况。

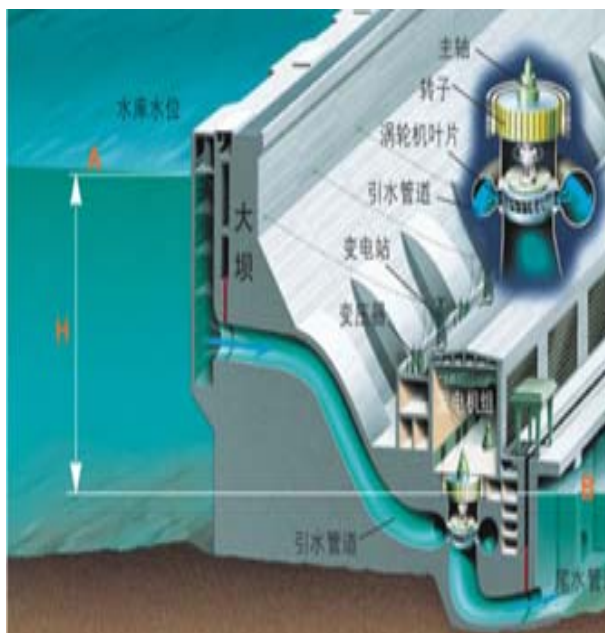
1. 水电实际装机中含有大量抽水蓄能



抽水蓄能电站原理示意图

抽水蓄能电站利用电力负荷低谷时的电能抽水至上水库，在电力负荷高峰期再放水至下水库发电的水电站。又称蓄能式水电站。它可将电网负荷低时的多余电能，转变为电网高峰时期的高价值电能，还适于调频、调相，稳定电力系统的周波和电压，且宜为事故备用，还可提高系统中火电站和核电站的效率。

2.实际电站的发电量受到河流流量的限制，装机容量中具有大量为了提高电站的调节能力而额外增加的装机。中国河流水量季节性强，例如，三峡电站的年均设计发电量为 847 亿千瓦时，不到三峡年最大发电能力 1971 亿千瓦时的一半



装机容量一般指发电站安装的发电机的额定容量。新增装机容量就是新增的发电机的容量。

装机容量是指水电站的最大功率，但受来水的影响，并不是一年四季天天都能满负荷发电。

装机容量就是一个电站单位时间内最大的发电能力。年发电量是发电时间和瞬时发电功率乘积的累加，要小于装机

3.2、 十二五优先发展水电，开工建设 1.2 亿千瓦

十二五规划已明确提出优先发展水电，十二五水电开发重点及目标是：继续加快开发、尽早开发完毕开发程度较高的长江上游、乌江、南盘江红水河、黄河中上游及其北干流、湘西、闽浙赣和东北等 7 个水电基地，重点布局开发金沙江、雅砻江、大渡河、澜沧江、怒江、黄河上游干流等 6 个规划装机容量合计超过 2 亿千瓦、开发率仅为 11%的水电基地。

图表 15：中国十三大水电基地



数据来源：中国大坝协会、第一创业研究所

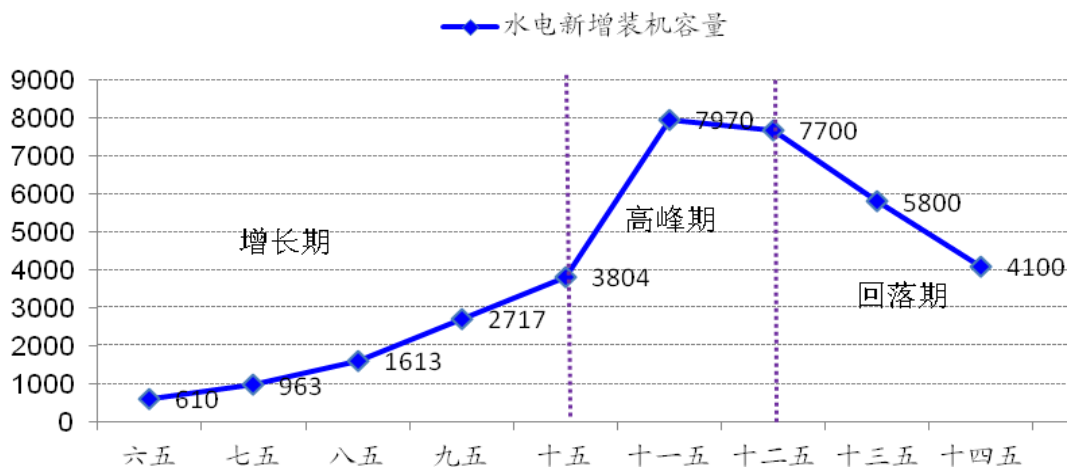
图表 16：中国十三大水电基地开发情况

水电基地	可开发量	2010 年		2015 年		2020 年	
		开发容量	开发程度	开发容量	开发程度	开发容量	开发程度
金沙江	5858	180	3.1%	1700	29.0%	3210	54.8%
雅砻江	2531	340	13.4%	1450	57.3%	1850	73.1%
大渡河	2460	630	25.6%	1690	68.7%	2140	87.0%
乌江	1079	358	33.2%	850	78.8%	1010	93.6%
长江上游	3320	2612	78.7%	2750	82.8%	2830	85.2%
南盘江、红水河	1431	498	34.8%	918	64.2%	1192	83.3%
澜沧江	2560	597	23.3%	1470	57.4%	1960	76.6%
黄河上游	2003	690	34.4%	1250	62.4%	1400	69.9%
黄河北干流	641	163	25.4%	343	53.5%	579	90.3%
湘西	590	176	29.8%	310	52.5%	519	88.0%
闽、浙、赣	1092	330	30.2%	567	51.9%	845	77.4%
东北	1869	373	20.0%	802	42.9%	1131	60.5%
怒江	2142	18	0.8%	300	14.0%	720	33.6%
总计	27576	6965	25.3%	14400	49.3%	19386	70.3%

数据来源：《中国水电行业研究报告》、第一创业研究所

“十二五”规划提出在做好生态保护和移民安置的前提下积极发展水电，并且明确“十二五”期间要开工建设 1.2 亿千瓦水电的目标。“1.2 亿千瓦是“十二五”规划的常规水电发展目标，再加上规划的 0.4 亿千瓦的抽水蓄能，共 1.6 亿千瓦

图表 17：十二五期间处于新增水电装机容量高峰期



数据来源：中国电力协会、第一创业研究所

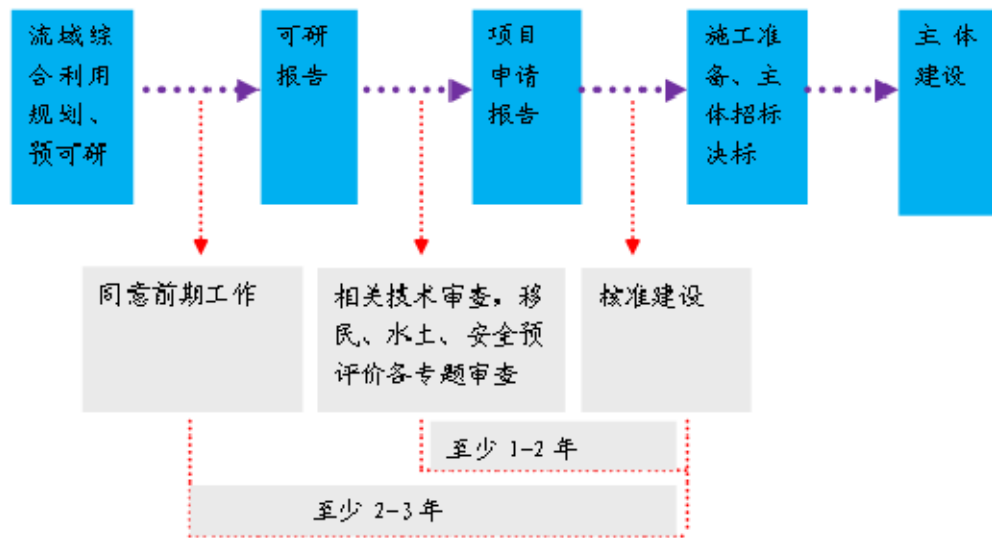
3.3、数据跟踪，核准加速，项目众多，高峰可期

1. 大型水电工程建设管理审批程序

大型水电工程审批程序十分复杂，大型水电项目审批流程复杂，水电开发总装机容量 25 万千瓦以上的项目由国家发改委审批（核准）。水电建设需要的几十项行政许可，都相当于具有一票否决的作用，很多水电项目的核准常常在行政许可程序的审批上颇费工夫。

按照《国务院关于投资体制改革的决定》，对不使用政府资金的水电开发项目实行核准制，水电工程开发建设程序一般包括勘测、流域规划、预可研、可研、项目申请、核准、设计、施工及投产运行等阶段。在预可研阶段之前，水利部、发改委等部门对大型水电项目所在流域进行统一的勘测，在此基础上完成流域规划。在预可研阶段，项目业主编制预可研报告报送相应的发改委部门审批。预可研通过后，业主正式组建项目法人机构，编制可行性研究报告并报送相应的发改委部门审批，同时向各相关部门提交专项专题报告，经批准的可研报告是项目最终决策和进行招标设计依据。可研通过技术审查后，项目法人按投资管理机构要求编制并提交《项目申请报告》申请项目的核准，同时还需提交各项有关部门审批的专项专题报告。项目经发改委核准后主体工程可以正式开工建设。

图表 18: 水电建设管理审批程序及时间



数据来源: 发改委、第一创业研究所

由以上流程可见,水电工程需发改委核准建设环节通过后主体工程方可开工建设。但考虑水电建设周期较长,一般在主体工程获准开工之前,允许做一些三通一平(通电、通水、通路、场地平整)等前期准备工作。根据以往项目情况,一般同意前期工作距离核准建设至少 2-3 年时间,而通过相关技术审查如安全预评价等环节距离核准建设至少 1-2 年时间。

图表 19: 近几年水电审批数据跟踪

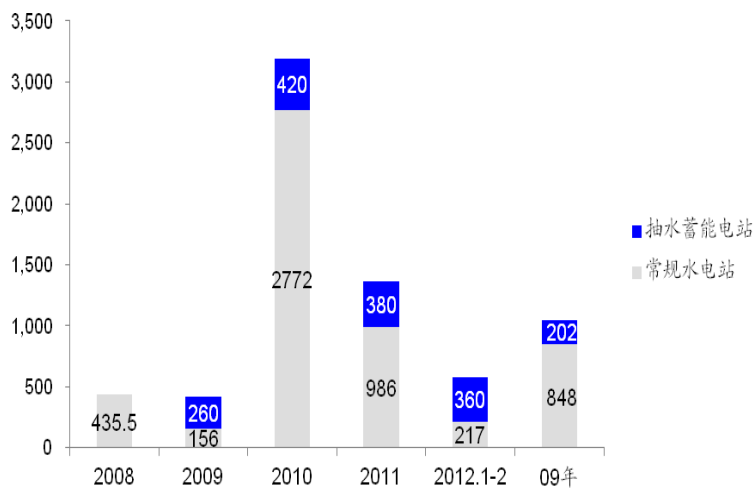
水电工程审批	常规水电站			抽水蓄能电站		
	同意前期工作	安全预评价备案	核准建设	同意前期工作	安全预评价备案	核准建设
2012. 1-2	217	13. 3	545	360		
2011	986	956	1172. 2	380	240	120
2010	2772	647. 4	1283	420	120	450
2009	156	977. 5	500	260	128	16
2008	435. 5	376	99. 8			150

数据来源: 发改委、第一创业研究所

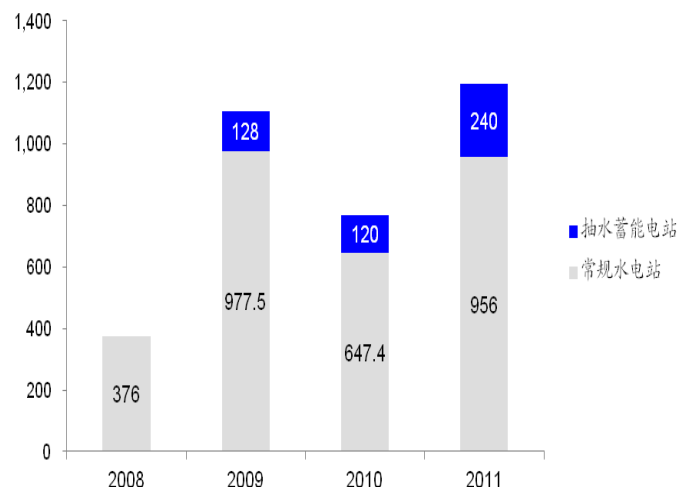


我们从发改委、中国水电协会等可以查到，近两年中大型水电工程有三个审批环节会进行披露公告，分别是同意开展前期工作、同意安全预评价报告备案、核准建设。我们统计，2009-2011，尤其2010、2011两年进入前期工作、安全预评价的项目非常多。近两年处于前期工作但尚未核准的水电项目累计高达9335.3万千瓦。其中，常规水电同意开展前期工作6675.3万千瓦，抽水蓄能同意开展前期工作760万千瓦，同意选址规划1900万千瓦。

图表 20: 通过同意前期工作的水电项目



图表 21: 通过安全预评价的水电项目



数据来源：发改委、第一创业研究所

这是未来两年很重要的项目储备，2010年后发改委正逐步恢复水电项目审核速度，根据时间规律，从2012年这些项目陆续走入核准程序，未来两三年水电工程项目储备非常多，核准高峰期可期。预计2012年新核准水电装机容量达到2000万千瓦。

图表 22: 新核准水电建设近几年情况及2012年预计



数据来源：发改委、第一创业研究所

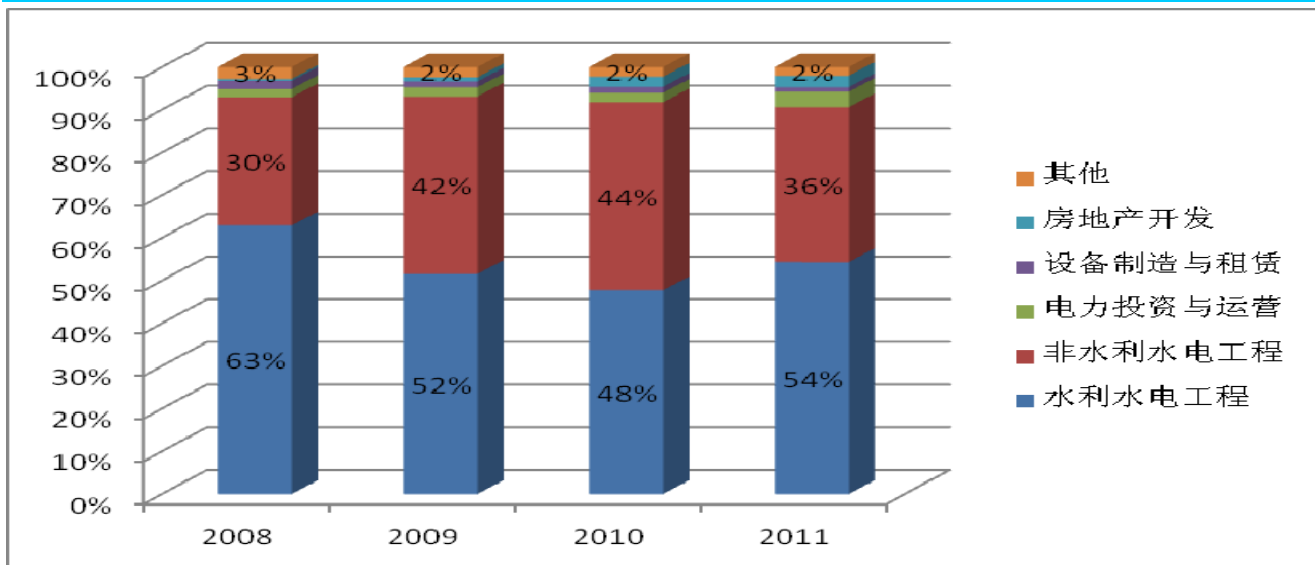
4.中国水电：水利与国际业务齐发力，价值重估进行中

4.1 水利水电工程垄断地位，受益大型工程启动

公司是我国乃至全球综合性建设集团之一，2010年，本公司在ENR225家全球最大承包商排名中列26位，在中国公司中列第6位。

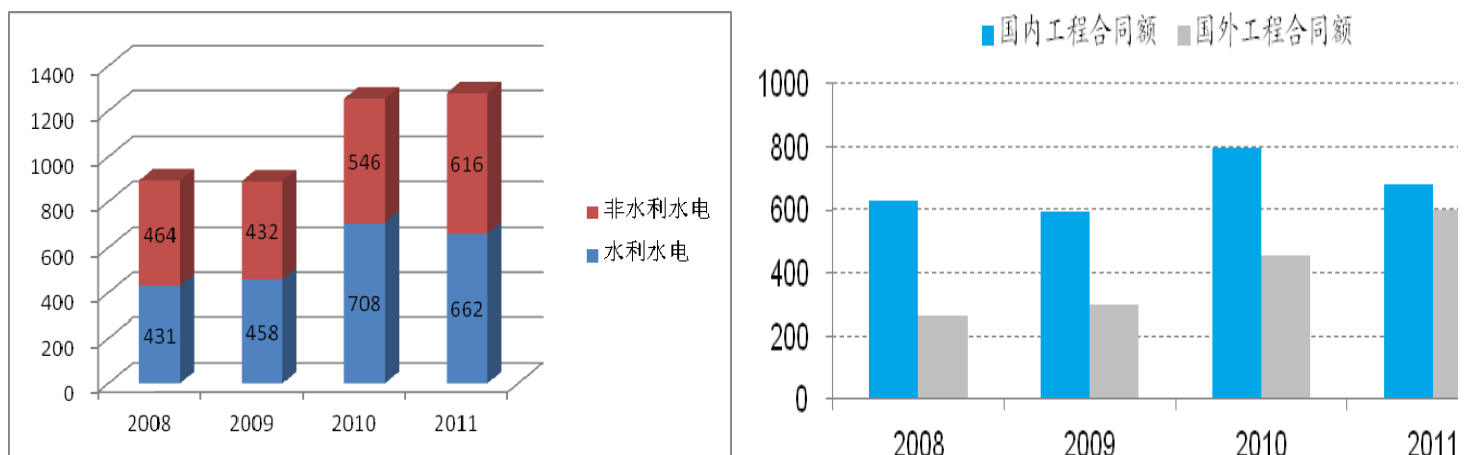
公司业务以工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁及房地产开发为主的，兼顾专业化与相关多元化。其中工程承包业务是公司的传统和核心业务，也是公司最具竞争实力、收入总额最多的业务，包括水利水电工程承包和非水利水电工程承包。近三年，业务分部收入中，水利水电工程占50%—60%，非水利水电工程占30%-40%。

图表 23: 近三年营业收入业务分部收入，水利水电工程占 50%—60%，非水利水电工程占 30%-40%



数据来源：公司公告、第一创业研究所

图表 24: 近几年公司订单分布情况(两个纬度)

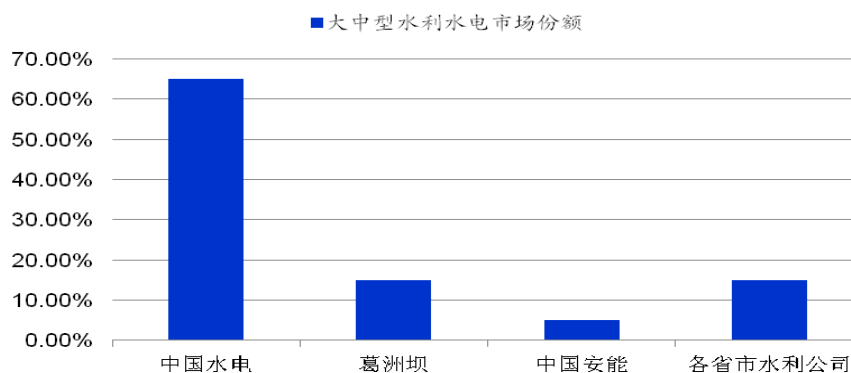


数据来源：公司公告、第一创业研究所

国内水利水电市场竞争者主要有三个梯队，第一梯队为中国水电、葛洲坝、中国安能公司，基本垄断国内大中型水利水电工程项目。全国具有水利水电工程施工总承包特级资质的企业仅有 10 家，其中 8 家为中国水电及下属全资子公司，另外两家为葛洲坝与中国安能。从市场份额来看，国内大中型水利水电工程市场，中国水电、葛洲坝、中国安能的市场份额分别为 65%、15% 和 5%。大中型水利水电工程行业是一种稳定的寡头垄断竞争格局。

第二梯队为安徽水利、粤水电等省市级水利工程公司，主要市场为当地中小型水利水电项目主体工程；第三梯队为一些当地非水利工程公司，主要业务市场为中小水利水电项目的土建、前期整理等非主体工程。

图表 25：大型水利水电市场份额分布

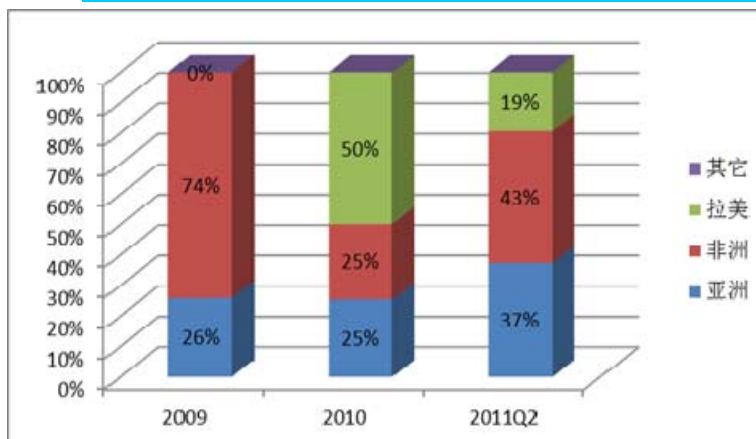


数据来源：招股说明书、第一创业研究所

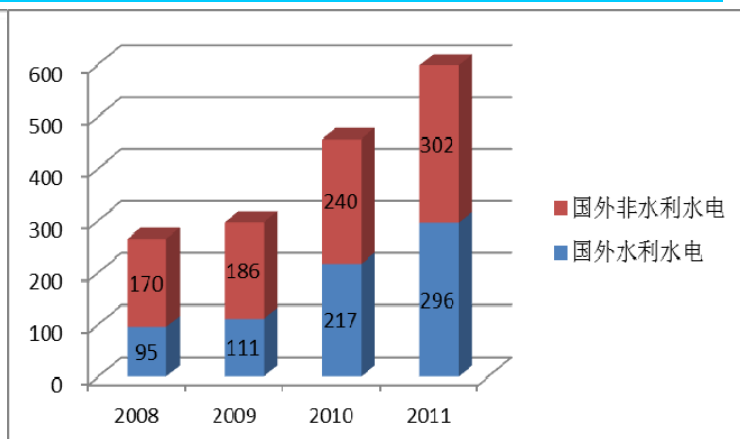
4.2 国际开拓正当时，复制华为国际化模式

中国水电 2004 年成立海外业务公司，截至 2010 年，公司已在 53 个国家设立了 69 个驻外机构，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 等，其中水利水电合同额约占海外业务的 40%-50%

图表：26 中国水电海外业务地区分布



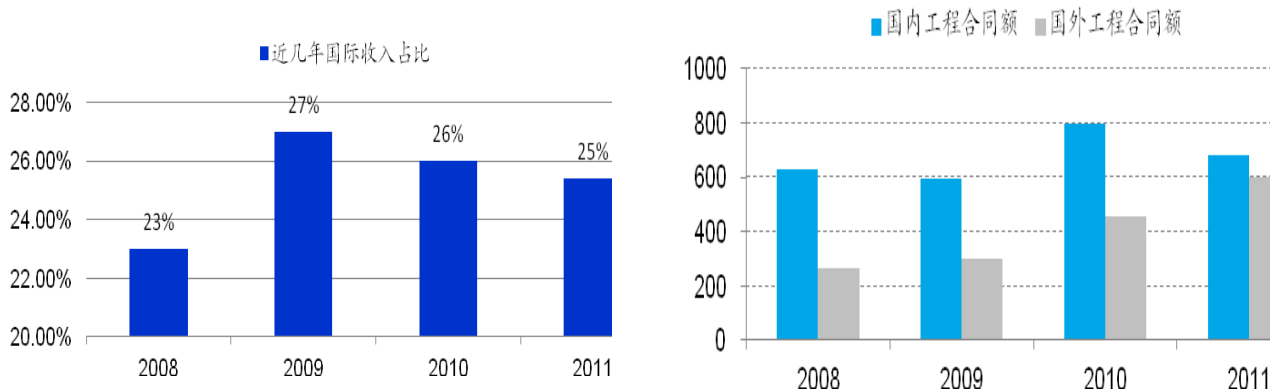
图表：27 中国水电海外合同业务收入分布



数据来源：公司公告、第一创业研究所

近几年公司国际收入占比约为 25%--27%左右，国际合同额约占 30%-50%。在所有建筑上市企业中，公司海外业务占比仅次于国际化程度最高的中材国际，远远领先其他企业。

图表 28：近几年公司国际收入占比约为 25%左右，国际合同额约占 30%-50%



数据来源：公司公告、第一创业研究所

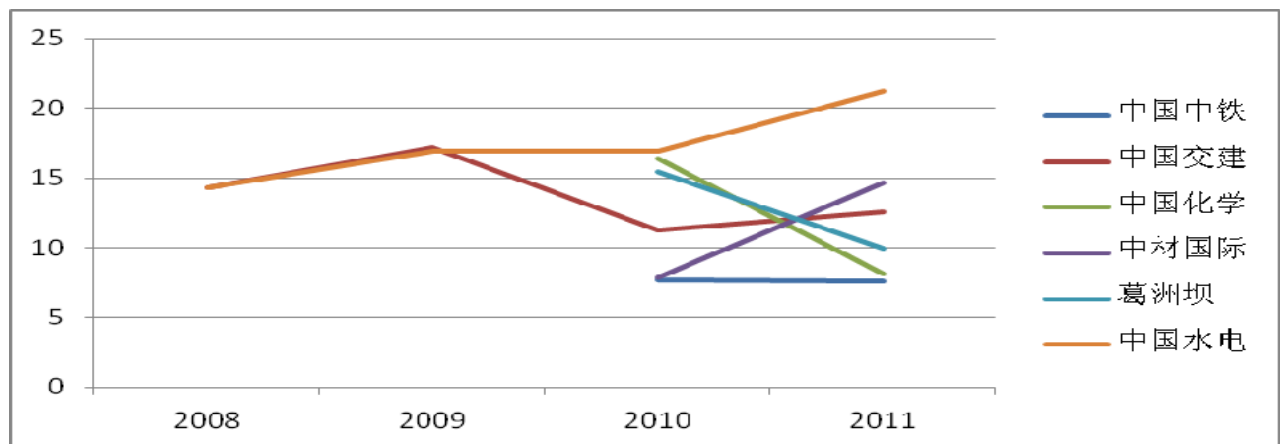
图表 29：公司国际业务占比仅次于中材国际，远远领先于其他建筑上市企业



数据来源：公司公告、第一创业研究所

而公司海外业务盈利质量在所有建筑上市企业中属于异类，近几年海外毛利率一直稳定在 16%--20%以上，不仅远高于中国交建、中国中铁等传统建筑企业（10%-12%的海外毛利率水平），更是远高于中材国际、中国化学等专业工程公司（10%--15%的海外毛利率水平）。公司海外业务毛利率不仅高，而且稳步上升，稳定水平远超其他公司，在中国建筑企业海外业务毛利率起起伏伏的对比下，显示了公司海外经营模式与管理的成熟。随着公司海外业务收入比例上升，公司毛利率与盈利水平将得到稳步显著提升。

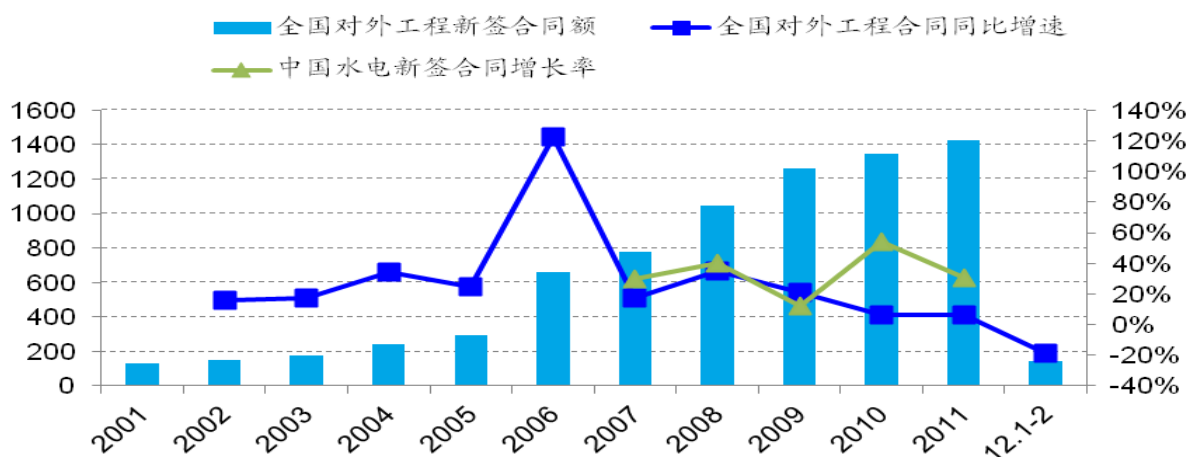
图表 30: 公司海外毛利率远超其他公司, 并且稳定性最强, 海外经营模式与管理成熟



数据来源: 公司公告、第一创业研究所

在商务部统计的 2010、2011 近几年中国对外承包工程企业中以新签合同额排名第 2 位, 仅次于华为技术有限公司。在金融危机以后, 受国际经济影响, 全国对外工程新签合同额同比增速一直在下降, 而公司对外新签合同额增速却一直呈现稳定增长趋势。

图表 31: 金融危机后, 中国对外工程新签合同增速下滑, 公司保持稳定增长



数据来源: 公司公告、第一创业研究所

公司海外业务种种优异的表现, 包括海外增速、海外占比、海外盈利水平等等, 皆在显示公司与其他建筑企业国际业务的不同寻常。背后实质是, 公司正在复制华为国际化之路, 同时亦是建筑业的中材国际所经之路, 那就是**一定技术与品牌门槛形成寡头集中+劳动力密集 (低成本拼杀)+资金密集 (国家融资项目支持)**。水利水电等大型基础设施建设, 同通信工程建设一样, 具有一定技术与品牌门槛, 行业寡头集中属性明显, 同样都是属于劳动力密集型与资金密集型行业。在小范围内



的寡头竞争中，技术与品牌相差不大，劳动力成本拼杀成为关键，项目融资是重要支持。目前，中国融资项目包括中方提供资金的商业贷款、优惠贷款、经济援助项目，一般指定中国企业作为项目的施工方。中国融资项目已成为中国海外工程企业订单的重要来源，中国水电 09 年新签项目中，中国融资项目占比超过 50%。

4.3、中水顾问资产注入预期强烈

中国水电工程顾问集团公司于 2002 年 12 月经国务院批准成立，其前身为政府主管水利水电规划、开发、建设的机构--水利水电规划设计总局(院)，已有 50 余年的发展历史。

中国顾问盈利能力较强，经营业绩稳步增长，2010 年营业收入和净利润分别为 105.1 亿元和 15.7 亿元，毛利率与净利率为 35.8%、15.0%。

中水顾问是中国唯一提供水电水利建设和风电开发综合性技术服务的大型企业集团。自 1980 年以来，集团公司承担了全国的 80% 的大中型水电项目前期规划、勘测和设计工作。作为中国水电和风电建设技术标准和规程规范的主要编制修订单位，承担了水电建设工程等级、勘测、规划、水库、环保、水工、施工、造价、机电、安全监测、运行管理等一整套国家及行业规程规范的编制和风电开发的规划、勘测、设计和运行管理等标准的编制工作。

中国顾问集团资产注入公司后，协同发展效应非常明显，将有利于构建公司水利水电领域勘察规划设计、工程施工、投融资、运营管理全产业链竞争优势，并有利于弥补公司在风电等其他非水利水电工程领域设计上的不足，推动公司全业务、全产业链协同发展。

4.4 也谈估值，高度景气中的专业工程公司，价值低估

1.中国水电作为专业工程公司，估值区别于传统建筑公司

中国水电是归属于专业工程公司，还是一般传统建筑公司，前者如中材国际、中国化学，后者如中国建筑、中国交建等，两者具有不同的估值水平。从行业技术门槛、竞争者格局、盈利能力等方面看，中国水电明显属于专业工程公司。

行业技术门槛高，寡头垄断格局稳定

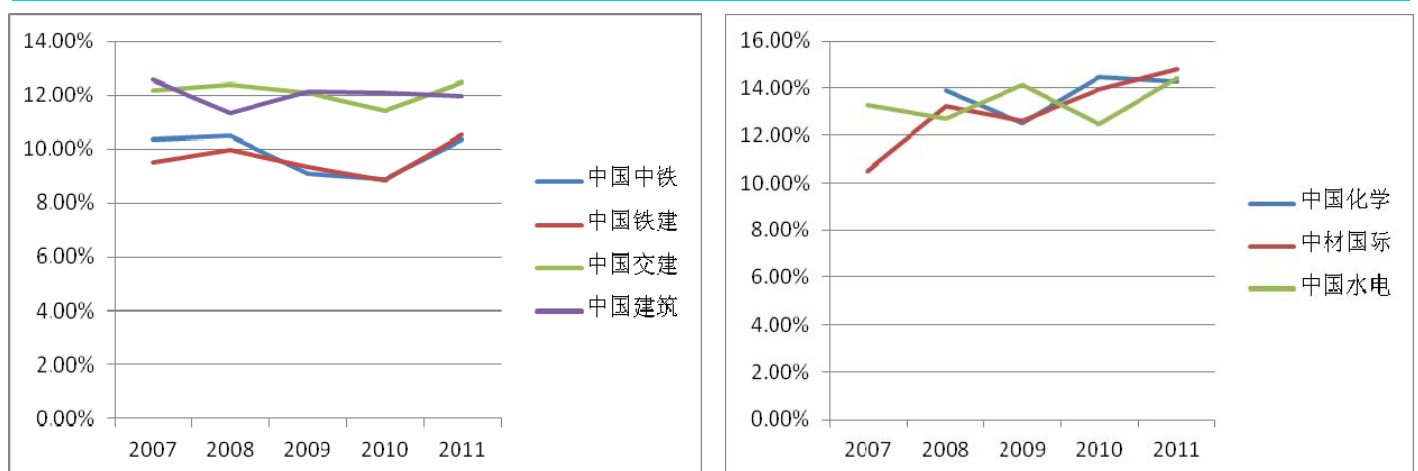
全国具有水利水电工程施工总承包特级资质的企业仅有 10 家，其中 8 家为中国水电及下属全资子公司。从市场份额来看，国内大中型水利水电工程市场，中国水电、葛洲坝、中国安能的市场份额分别为

65%、15%和5%。大中型水利水电工程行业是一种稳定的寡头垄断竞争格局。如化工专业工程、水泥工业专业工程一样，水利水电专业工程属性明显。

盈利能力稳定超越传统建筑行业

我们比较了专业工程公司与一般建筑公司毛利率水平，专业公司（中国水电、中国化学、中材国际）毛利率区间稳定在12%-15%之间，而传统建筑公司毛利率水平一般在9%-12%之间。中国水电盈利能力稳定超越传统建筑行业。

图表 32: 公司海外毛利率远超其他公司，并且稳定性最强，海外经营模式与管理成熟



数据来源：公司公告、第一创业研究所

2. 高度景气中水利水电行业，估值溢价非常值得期待

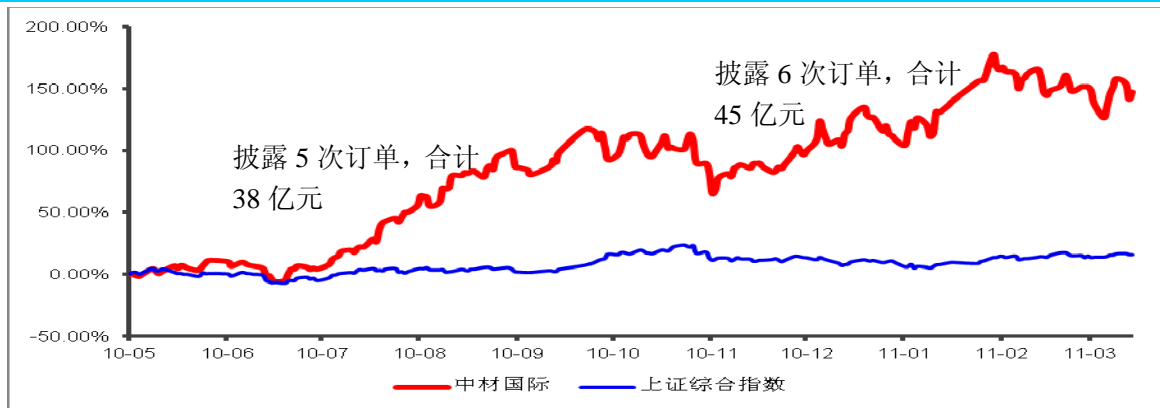
专业工程公司的估值水平，随着行业景气程度而变化，在行业高度景气中往往估值享有相同程度溢价。我们分析过去几年，中材国际与中国化学的估值水平与行业景气度、订单披露密度高度相关。

2010.05—2011.03 月中材国际在行业回升背景下，连续密集披露订单，股价涨幅达 150%-200%，2010 年当年估值达到 20—26 倍。

2011.01---2011.07 在大盘连续下跌背景下，中国化学步入煤化工行业高景气期，连续密集披露订单，股价涨幅达 100%--130%，2011 年当年估值达到 18—20 倍。

如下图所示，我们详细比较了过去这两家公司估值与订单的对应关系。

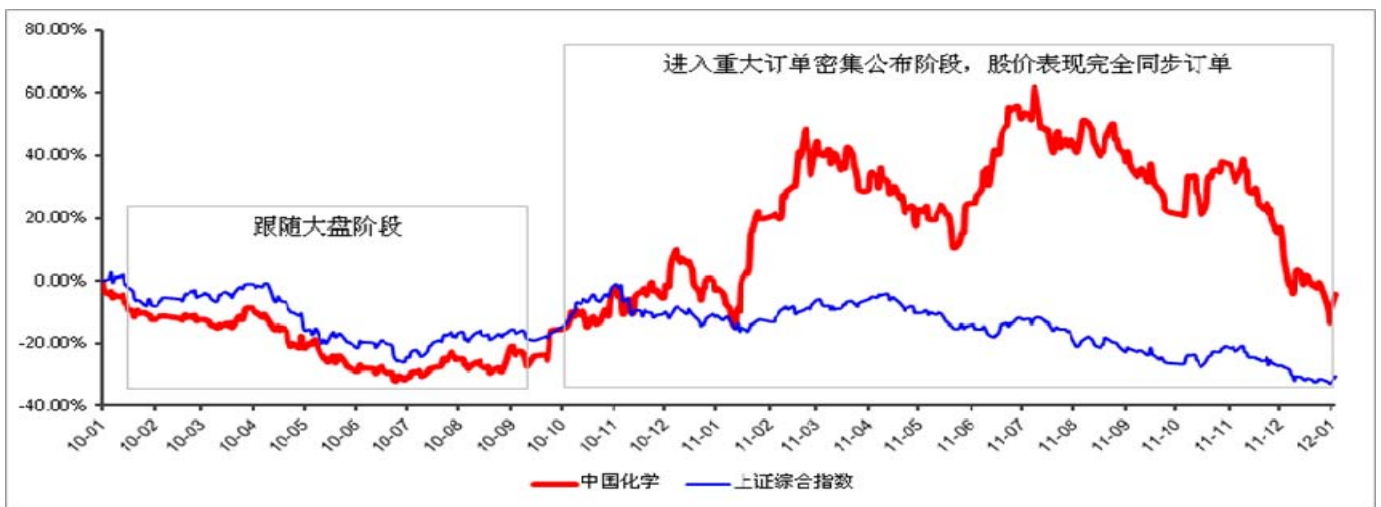
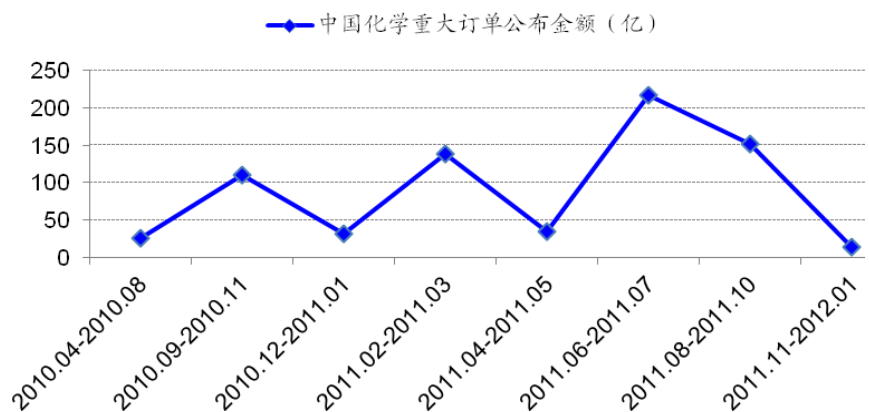
图表 33: 中材国际在行业景气中, 订单刺激下, 估值最高达 26 倍



数据来源: 公司公告、第一创业研究所

图表 34: 中国化学股价走势与订单趋势完全一致, 2011 年大盘下跌中, 当年估值最高达 20 倍

中国化学	公布订单次数	期间公布订单总额 (亿元)
2010.10-2010.11	5	110
2010.12-2011.01	2	32
2011.02-2011.03	4	138
2011.04-2011.05	2	34
2011.06-2011.07	5	218
2011.08-2011.10	3	152
2011.11-2012.01	1	14
2011 年 11 月后经济预期差, 后续订单忧虑加重。公布订单稀少		



数据来源: 公司公告、第一创业研究所

5、盈利预测与估值推荐

给予“强烈推荐”评级：我们预计公司 2012-2013 年 eps 分别为 0.52 元、0.61 元。作为行业高景气中的专业工程公司，充分受益国内大中水利工程启动与国际业务开拓，给予 2012 年 13-15 倍的估值区间，6-12 个月内第一目标价 6.7 元，首次给予强烈推荐评级。

单位（元）	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入	75,540,174,117	101,494,483,481	113,470,881,101	133,895,639,700	160,674,767,640
营业成本	64,857,901,675	88,832,209,825	97,113,295,840	115,150,250,142	137,858,950,635
营业税金及附加	2,159,355,525	2,440,327,863	2,823,695,288	2,768,666,377	3,863,255,409
销售费用	150,997,535	160,918,497	161,378,890	180,759,114	208,877,198
管理费用	3,565,926,049	4,159,474,782	5,535,274,890	6,025,303,786	6,748,340,241
财务费用	1,211,679,262	1,859,086,251	2,512,628,528	2,410,121,515	3,213,495,353
资产减值损失	363,039,805	132,416,356	576,008,279	700,000,000	900,000,000
投资收益	11,139,557	105,404,486	189,500,695	210,000,000	230,000,000
营业利润	3,242,413,821	4,020,609,476	4,938,221,212	6,870,538,767	8,111,848,804
加：营业外收入	161,091,458	156,770,609	152,169,569	160,000,000	160,000,000
减：营业外支出	167,757,182	143,691,350	103,873,142	150,000,000	150,000,000
利润总额	3,235,748,097	4,033,688,735	4,986,517,639	6,880,538,767	8,121,848,804
减：所得税	702,866,799	807,813,417	1,045,444,998	1,444,913,141	1,705,588,249
净利润	2,532,881,298	3,225,875,318	3,941,072,640	5,435,625,626	6,416,260,555
减：少数股东损益	243,153,737	314,806,337	321,990,957	489,206,306	577,463,450
归属于母公司所有者的净利润	2,289,727,561	2,911,068,981	3,619,081,684	4,946,419,319	5,838,797,105
每股收益		0.44	0.38	0.52	0.61

数据来源：公司公告，第一创业证券研究所预测

附录 1: 大型水利工程数据详细跟踪

项目审批性质	发改委审批通过时间	项目名称	投资额 (亿)
可行性研究报告	2012.02	重庆市南川金佛山水利工程	20
项目建议书	2012.02	甘肃省积石山引水工程	4
项目建议书	2012.02	四川省南江县红鱼洞水库及灌区工程	25
项目建议书	2012.02	湖南省金塘冲水库工程	36
可行性研究报告	2012.01	世行贷款节水灌溉二期项目	11
2012. Q1			96
可行性研究报告	2011.12	黄河下游近期防洪工程	34
项目建议书	2011.12	福建省长泰枋洋水利枢纽工程	2
项目建议书	2011.12	绰勒水利枢纽下游内蒙古灌区	7
可行性研究报告	2011.12	水阳江下游近期防洪工程	8
项目建议书	2011.12	黄河粗泥沙集中来源区拦沙工程一期项目	33
可行性研究报告	2011.12	四川省武都引水第二期灌区工程	47
项目建议书	2011.12	新疆阿尔塔什水利枢纽工程项目	79
可行性研究报告	2011.12	分淮入沂整治工程	6
可行性研究报告	2011.11	吉林省中部城市引松供水工程	96
可行性研究报告	2011.11	河北省承德市双峰寺水库工程	14
2011. Q4			326
可行性研究报告	2011.07	开都河第二分水枢纽及两岸干渠工程	2
可行性研究报告	2011.07	塔河干流乌斯满水利枢纽工程	1
可行性研究报告	2011.07	宁夏固原地区城乡饮水安全水源工程	16
可行性研究报告	2011.07	安徽青弋江分洪道工程	29
可行性研究报告	2011.07	云南省牛栏江—滇池补水工程	80
可行性研究报告	2011.07	江西省浯溪口水利枢纽工程	26
项目建议书	2011.07	陕西省引汉济渭工程	154
项目建议书	2011.07	河南省出山店水库工程	45
可行性研究报告	2011.07	太浦闸除险加固工程	1



2011. Q3			353
可行性研究报告	2011. 06	广东省揭阳市榕江大围达标加固工程	23
可行性研究报告	2011. 05	湖南省洞庭湖区麻塘垸堤防加固工程	1
项目建议书	2011. 05	新疆卡拉贝利水利枢纽工程	15
项目建议书	2011. 05	四川升钟水库灌区二期工程	25
2011. Q2			64
项目建议书	2011. 02	广西大藤峡水利枢纽工程	280
项目建议书	2011. 02	尼尔基水利枢纽配套项目黑龙江省引嫩扩建骨干一期工程	48
项目建议书	2011. 02	重庆市观景口水利枢纽工程	20
可行性研究报告	2011. 02	河南省沁河河口村水库工程	26
2011. Q1			374
可行性研究报告	2010. 12	四川省自贡市小井沟水利工程	27
项目建议书	2010. 12	辽宁省观音阁水库输水工程	16
项目建议书	2010. 10	四川省都江堰灌区毗河供水一期工程	60
可行性研究报告	2010. 10	云南省小中甸水利枢纽工程	8
可行性研究报告	2010. 10	淮河入江水道整治工程	34
可行性研究报告	2010. 10	宁夏沙坡头水利枢纽南北干渠	7
项目建议书	2010. 10	安徽省下浒山水库工程	5
2010. Q4			156
可行性研究报告	2010. 08	黄河内蒙古段近期防洪工程	14
可行性研究报告	2010. 08	青海省引大济湟调水总干渠工程	12
项目建议书	2010. 08	湖南省潇水涪天河水库扩建工程	44
项目建议书	2010. 07	尼尔基水利枢纽下游内蒙古灌区工程	7
可行性研究报告	2010. 07	黄河宁夏段近期防洪工程	6
可行性研究报告	2010. 07	汕头大围达标加固工程	10
项目建议书	2010. 07	浙江省台州市朱溪水库工程	16
可行性研究报告	2010. 07	江西省峡江水利枢纽工程	82
可行性研究报告	2010. 07	海南万泉河红岭水利枢纽工程	25
可行性研究报告	2010. 07	广西桂林市防洪及漓江补水工程斧子口水利枢纽	19
2010. Q3			237
可行性研究报告	2010. 06	湖南省洞庭湖区围堤湖等 10 个蓄洪垸堤防加固工程	30

可行性研究报告	2010.06	广西桂中治旱乐滩水库引水灌区一期工程	38
2010. Q2			68
项目建议书	2010.03	云南省牛栏江—滇池补水工程	76
可行性研究报告	2010.03	江苏省苏州市东太湖综合整治工程	45
可行性研究报告	2010.03	世行贷款淮河流域重点平原洼地治理工程	4
可行性研究报告	2010.03	辽宁省葫芦岛市青山水库工程	27
2010. Q1			125
项目建议书	2009.11	洪湖分蓄洪区东分块工程	26
可行性研究报告	2009.10	钱粮湖、共双茶、大通湖东三个蓄洪垸围堤加固工程	14
项目建议书	2009.10	四川省武都引水第二期灌区工程	31
2009. Q4			71
可行性研究报告	2009.09	贵州省黔中水利枢纽一期工程	73
可行性研究报告	2009.09	新疆生产建设兵团肯斯瓦特水利枢纽工程	16
项目建议书	2009.08	安徽省青弋江分洪道工程	29
可行性研究报告	2009.08	广西桂中治旱乐滩水库引水灌区一期工程	38
项目建议书	2009.08	重庆市南川金佛山水利工程	20
可行性研究报告	2009.07	西藏旁多水利枢纽工程	46
可行性研究报告	2009.07	广西桂林市防洪及漓江补水工程小溶江水利枢纽工程	12
可行性研究报告	2009.07	内蒙古黄河海勃湾水利枢纽工程	27
2009. Q3			261
可行性研究报告	2009.06	河南省宿鸭湖水库除险加固工程	3
可行性研究报告	2009.06	四川省嘉陵江亭子口水利枢纽工程	158
可行性研究报告	2009.05	河南省鸭河口水库除险加固工程	2
可行性研究报告	2009.05	辽宁省锦凌水库工程	31
可行性研究报告	2009.05	黑龙江省松花江流域胖头泡蓄滞洪区围堤工程	24
可行性研究报告	2009.05	宁夏中部干旱带同心县东部农村饮水安全重点供水工程	2
项目建议书	2009.05	陕西省咸阳市亭口水库工程	12
可行性研究报告	2009.04	太湖走马塘拓浚延伸工程	26
项目建议书	2009.04	河北省承德市双峰寺水库工程	14
项目建议书	2009.04	山东省庄里水库工程	16
可行性研究报告	2009.04	岳城水库除险加固工程	2
项目建议书	2009.04	四川省自贡市小井沟水利工程	26



项目建议书	2009.04	吉林省中部城市引松供水工程	96
2009. Q2			412
可行性研究报告	2009.03	广东乐昌峡水利枢纽工程	30
项目建议书	2009.02	河南省沁河河口村水库工程	26
项目建议书	2009.02	海南省万泉河红岭水利枢纽工程	25
项目建议书	2009.01	陕西省延安市南沟门水利枢纽工程	17
2009. Q1			98
可行性研究报告	2008.12	沂沭泗河洪水东调南下续建工程南四湖湖西大堤加固工程	5
可行性研究报告	2008.12	淮河干流上中游河道整治及堤防加固工程	84
项目建议书	2008.12	云南省小中甸水利枢纽工程	8
可行性研究报告	2008.11	江西省峡江水利枢纽工程	82
可行性研究报告	2008.11	陕甘宁盐环定扬黄续建工程	13
项目建议书	2008.10	江西省浯溪口水利枢纽工程	26
可行性研究报告	2008.10	安徽省花凉亭水库除险加固工程	2
可行性研究报告	2008.10	吉林省引嫩入白供水工程	7
2008. Q4			226
可行性研究报告	2008.09	山西省万家寨引黄入晋工程北干线	48
可行性研究报告	2008.09	石羊河流域重点治理项目西营河专用输水渠工程	3
可行性研究报告	2008.07	安徽省响洪甸水库除险加固工程	2
可行性研究报告	2008.07	宁夏扶贫扬黄灌溉一期工程固海扩灌十一泵站	3
可行性研究报告	2008.07	重庆玉滩水库扩建工程	12
2008. Q3			67
可行性研究报告	2008.06	吉林省哈达山水利枢纽工程	32
2008. Q2			32
项目建议书	2008.04	浙江省新昌县钦寸水库工程	32
项目建议书	2008.04	青海省引大济湟调水总干渠工程	12
可行性研究报告	2008.04	江西省廖坊水利枢纽灌区一期工程	4
项目建议书	2008.03	陕西省榆林市王圪堵水库工程	10
2008. Q1			59

附录2: 水电工程数据详细跟踪

同意前期工作	常规水电站	装机容量		抽水蓄能电站	装机容量
2012年3月22日	四川省大渡河龚嘴水电站扩机	22			
2012年2月4日	长江小南海水电站	168	2012.1.16	新疆抽水蓄能电站选点规划	240
2012年1月31日	汉江孤山水电站	18	2012年2月23日	重庆蟠龙抽水蓄能电站	120
2012年1月20日	云南红河新街水电站	9			
2012年		217			360
2011年12月28日	黄河茨哈峡水电站	200	2011年10月29日	广东梅州抽水蓄能电站	240
2011年8月22日	金沙江上游苏洼龙、拉哇、叶巴滩水电站	482	2011年5月19日	福建厦门抽水蓄能电站	140
2011年7月29日	黄河上游玛尔挡水电站	150			
2011年4月25日	四川脚木足河下尔呷、巴拉和达维水电站	154			
2011年		986			380
2010年10月27日	金沙江乌东德和白鹤滩水电站	2270	2010年12月5日	安徽绩溪抽水蓄能电站	180
2010年12月9日	云南红河大黑公水电站	23	2010年11月27日	海南琼中抽水蓄能电站	60
2010年8月21日	云南澜沧江托巴水电站	125	2010年12月5日	安徽绩溪抽水蓄能电站	180
2010年4月6日	四川大渡河硬梁包和老鹰岩水电站	130			
2010年4月6日	贵州北盘江马马崖一级水电站	54			
2010年4月21日	云南澜沧江乌弄龙和大华桥水电站	84			
2010年4月19日	汉江夹河水电站	18			
2010年4月7日	四川大渡河安谷水电站	68			
2010年		2772			420
2009年3月5日	青海黄河羊曲水电站	120	2009年9月23日	河南天池抽水蓄能电站	120
2009年1月26日	黄河班多水电站	36	2009年5月13日	吉林敦化抽水蓄能电站	140
2009年		156			260
2008年12月19日	湖北汉江新集水电站	12			
2008年12月22日	湖北堵河小漩水电站	5			
2008年12月4日	四川木里河卡基娃和立洲水电站	78.5			
2008年12月7日	黄河大河家水电站	12			
2008年12月8日	澜沧江里底、黄登和苗尾水电	328			



	站				
2008年		435.5			
2007年12月9日	广西红水河大化水电站扩建工程	11			
2007年10月8日	贵州乌江沙沱水电站	112			
2007-09-20	澜沧江橄榄坝和功果桥水电站	90			
2007年		213			

同意备案安全预评价	常规水电站	装机容量 (万千瓦)		抽水蓄能电站	装机容量 (万千瓦)
2012.02	江西赣江井冈山水电站	13.3			
2012年		13.3			
2011.12	西藏尼洋河多布水电站	12	2011.11	安徽绩溪抽水蓄能电站	180
2011.11	四川省绰斯甲河绰斯甲水电站	12.5	2011.8	海南琼中抽水蓄能电站	60
2011.11	重庆市芙蓉江浩口水电站	12.5			
2011.9	丰满水电站全面治理	148			
2011.9	四川省大渡河硬梁包水电站	120			
2011.06	云南省红河大黑公水电站	23			
2011.06	重庆市彭水县郁江羊头铺水电站	4			
2011.04	吉林敦化抽水蓄能电站	140			
2011.04	贵州北盘江马马崖一级水电站	54			
2011.01	云南省澜沧江黄登水电站	190			
2011年		956			240
2010.2	云南省楚雄州礼社江大湾水电站	4.9	2010.12	河南宝泉抽水蓄能电站	120
2010.12	云南澜沧江大华桥水电站	92			
2010.07	四川省雅砻江两河口水电站	300			
2010.5	西藏扎曲果多水电站	16.5			
2010.5	云南省澜沧江乌弄龙	96			
2010.4	湖南省沅水桃源水电站	18			
2010年		647.4			
2009.12	云南澜沧江苗尾水电站	140			



2009.12	黄河班多水电站	34	2009.6	广东清远抽水蓄能电站	128
2009.11	云南省金沙江梨园水电站	240			
2009.10	四川大渡河沙坪二级水电站	34.5			
2009.10	云南省澜沧江托巴水电站	125			
2009.8	四川大渡河枕头坝一级水电站	72			
2009.5	四川省大渡河安谷水电站	76			
2009.5	云南澜沧江里底水电站	42			
2009.1	四川省大渡河金川水电站	86			
2009 年		977.5			
2008.12	四川大渡河猴子岩水电站	170			
2008.12	西藏自治区雅鲁藏布江藏木水电站	51			
2008.11	汉江白河（夹河）水电站	18			
2008.3	黄河羊曲水电站	120			
2008.3	湖北省竹山县堵河小漩水电站	5			
2008.1	黄河大河家水电站	12			
2008 年		376			

水电核准项目	常规水电站	装机容量		抽水蓄能站	装机容量
2012年3月1日	四川省大渡河枕头坝一级水电站	72			
2012年2月24日	四川大渡河安谷水电站	77			
2012.2.10	金沙经鲁地拉水电站	216			
2012.2.10	金沙江龙开口水电站	180			
2012 年小计		545			
2011年12月28日	东义河益地水电站	16.8	2011年11月4日	深圳抽水蓄能电站	120
2011年12月28日	宝兴县西河出居沟水电站	7.4			



2011年11月3日	猴子岩水电站工程	170			
2011年7月29日	四川木里河立洲水电站	35.5			
2011年7月1日	四川省木里河卡基娃水电站	45			
2011年7月14日	青海黄河黄丰水电站	22.5			
2011年7月12日	湖北堵河小漩水电站	5			
2011年3月19日	云南澜沧江糯扎渡水电站	585			
2011年2月25日	大渡河黄金坪水电站	85			
2011年1月7日	金沙江中游阿海水电站	200			
2011年		1172.2			120
2010年12月9日	贵州乌江沙沱水电站	112	2010年7月29日	湖南黑麋峰抽水蓄能电站	60
2010年12月5日	大渡河大岗山水电站	260			
2010年11月8日	大渡河长河坝水电站	260			
2010年9月1日	四川雅砻江官地水电站	240			
2010年9月25日	四川雅砻江桐子林水电站	60			
2010年7月1日	西藏藏木水电站	51	2010年3月8日	江西洪屏抽水蓄能电站	240
2010年7月8日	金沙江中游金安桥水电站	240	2010年3月9日	浙江仙居抽水蓄能电站	150
2010年6月30日	广西红水河岩滩水电站	60			
2010年		1283			450
2009年5月	云南澜沧江功果桥水电站	90	2009年12月11日	安徽佛子岭抽水蓄能电站	16
2009年3月1日	广东清远抽水蓄能电站	128			
2009年3月1日	青海黄河积石峡水电站	102			
2009年3月1日	四川大渡河泸定水电站	92			
2009年2月1日	贵州北盘江董箐水电站	88			
2009年		500			16
2008年12月1日	云南红河马堵山水电站	28.8	2008年11月1日	江苏溧阳抽水蓄能电站	150
2008年12月1日	重庆乌江银盘水电站	60			



2008年11月1日	红水河大化水电站扩建工程	11			
2008年		99.8			

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135