

中国水电 (601669.SH) 建筑施工行业

评级: 买入 维持评级

公司研究简报

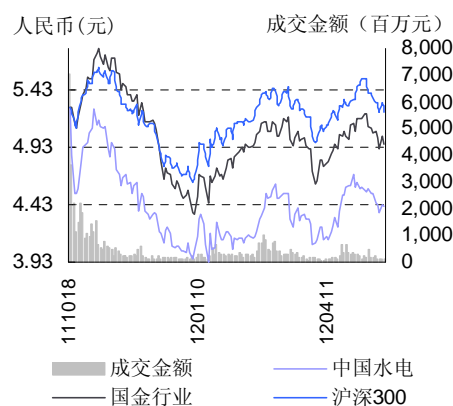
市价(人民币): 4.41元

目标(人民币): 6.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	3,000.00
总市值(百万元)	42,336.00
年内股价最高最低(元)	4.73/3.82
沪深300指数	2573.98
上证指数	2344.52



公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.441	0.377	0.435	0.543	0.689
每股净资产(元)	1.62	2.82	3.13	3.54	4.10
每股经营性现金流(元)	0.41	0.60	1.74	1.69	2.49
市盈率(倍)	N/A	10.85	10.15	8.12	6.40
行业优化市盈率(倍)	40.83	34.11	34.11	34.11	34.11
净利润增长率(%)	27.02%	24.32%	15.28%	24.93%	26.90%
净资产收益率(%)	27.22%	13.35%	13.87%	15.34%	16.81%
总股本(百万股)	6,600.00	9,600.00	9,600.00	9,600.00	9,600.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **中国水电目前占国内大中型水利水电市场份额 65%，占全球水利水电市场份额 50%，是大型水利水电建设领域当之无愧的领导者。**公司业务已经遍布全球 62 个国家和地区，形成在东南亚、北非、南非、东非、中东等区域相对稳定市场，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。
- **国内水利水电大发展推动公司快速发展：**“十二五”期间，我国水利水电建设将步入快速发展期，年均投资总额将超过 5000 亿元，此外，海外市场快速发展带动公司整体业务和盈利能力的提高。目前来看，公司在手订单 2425 亿元，公司预计 2012 年新签订单将达到 1550 亿元，这将保证公司未来收入和利润的快速增长。
- **集团内部重组值得期待：**2011 年，中国水电、中水顾问、以及南方电网河北、吉林、上海等 14 个省（区、市）公司所属辅业单位重组组建中国电力建设集团有限公司，为随后的资产整合奠定了基础，为治理结构完善，业务协调发展扫清了障碍。中水顾问在前端勘探设计及风电、太阳能发电等非水利水电项目上拥有较强实力，如能成功整合，将进一步提升中国水电综合实力，带动公司整体快速发展。

投资建议

- 公司业务区域分布广泛，目前已经覆盖全球 62 个国家和地区，分享海外市场快速发展所带来的好处；在大型水利水电工程领域，公司市场占有率遥遥领先，随着我国水利水电“十二五”大发展，公司将迎来快速发展期；此外，电建集团规范治理结构，未来中水顾问及电网副业公司将被注入公司，这将大幅提升公司整体实力，在做强主业同时，拓展更多领域。

估值

- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.44、0.54、0.69 元，分别对应 10、8、6 倍，维持“买入”评级。公司估值随着行业及订单增长仍有上升空间，给予目标价为 6 元。

风险

- 水利水电投资进度低于预期。
- 海外政治、汇兑风险。

孙鹏

联系人
(8621)60753921
sunp@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)61038234
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

市占率领先，尽享水利水电行业大发展.....	3
世界水利水电建设领导者——中国水电.....	3
水利水电大发展带动公司快速发展.....	3
海外市场快速拓展.....	5
海外基建市场广阔.....	5
海外水利水电市场广阔.....	5
海外业务盈利能力强，订单增长迅速.....	6
集团整合值得期待.....	7
规范治理结构，集团资产注入.....	7
中水顾问集团注入大大加强公司前端实力.....	7
投资建议.....	8
风险提示.....	8
附录：三张报表预测摘要.....	9

图表目录

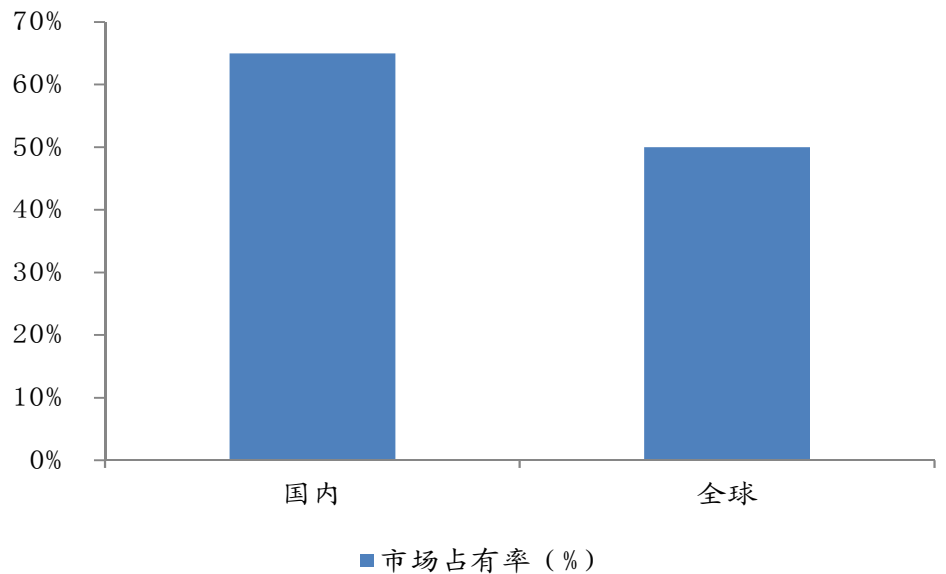
图表 1: 公司是水利水电行业当之无愧的市场领导者.....	3
图表 2: 水利投资迎来快速增长.....	4
图表 3: “十二五”、“十三五”水电项目年均投资额.....	4
图表 4: 公司充足合同额保障公司发展（亿元）.....	5
图表 5: 全球建筑市场保持稳步增长.....	5
图表 6: 南美洲、非洲大坝数量较少.....	6
图表 7: World Bank Group: Hydropower Components by Approval Year (FY)	6
图表 8: 世界水力发电量预测.....	6
图表 9: 海外业务毛利率较高.....	7
图表 10: 国内、国外新签合同额（亿元）.....	7
图表 11: 公司股权结构及资产注入内容.....	7
图表 12: 中水顾问集团主要业务.....	8
图表 13: 截至 2010 年底，中国水电、中水顾问集团资产及利润比对（亿元）	8

市占率领先，尽享水利水电行业大发展

世界水利水电建设领导者——中国水电

- 中国水电作为特大型综合性工程建设企业集团，二十世纪五十年代以来，本公司建设了中国 65%以上的大中型水电站和水利枢纽工程，作为全球水利水电建设行业的引领者，公司目前已经形成在东南亚、北非、南非、东非、中东等区域相对稳定市场，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。2011 年，公司业务已经遍布全球 62 个国家和地区。
- 目前在水利水电建设方面，公司占国内大中型水利水电市场份额 65%，占全球水利水电市场份额 50%，是行业当之无愧的领导者。

图表1: 公司是水利水电行业当之无愧的市场领导者

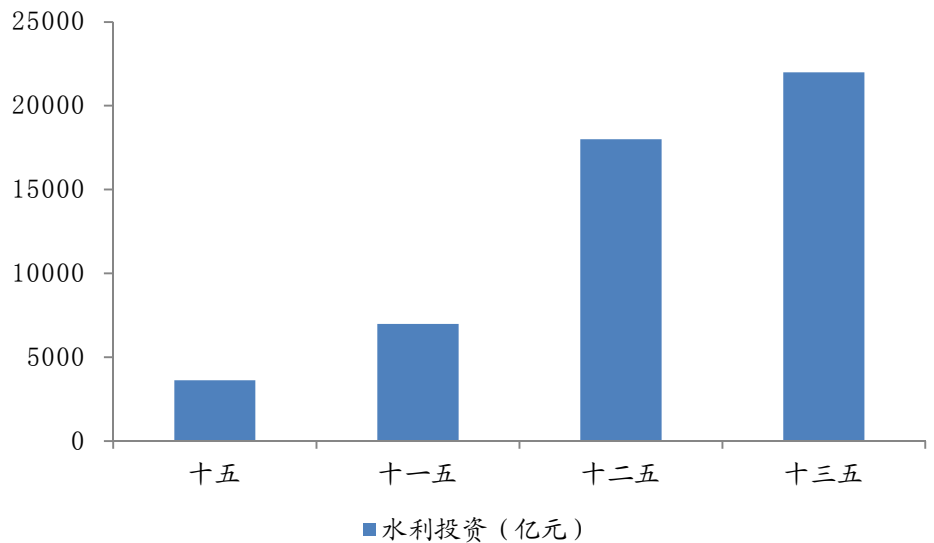


来源：公司资料 国金证券研究所

水利水电大发展带动公司快速发展

- **水利方面：**按照去年中央 1 号文件和召开的中央水利工作会议的要求，未来十年全国的水利投资将达到 4 万亿，在“十二五”期间，全国水利投资规划大约是 1.8 万亿，剔除 2011 年投资，未来 4 年平均每年投资将要超过 3700 亿。

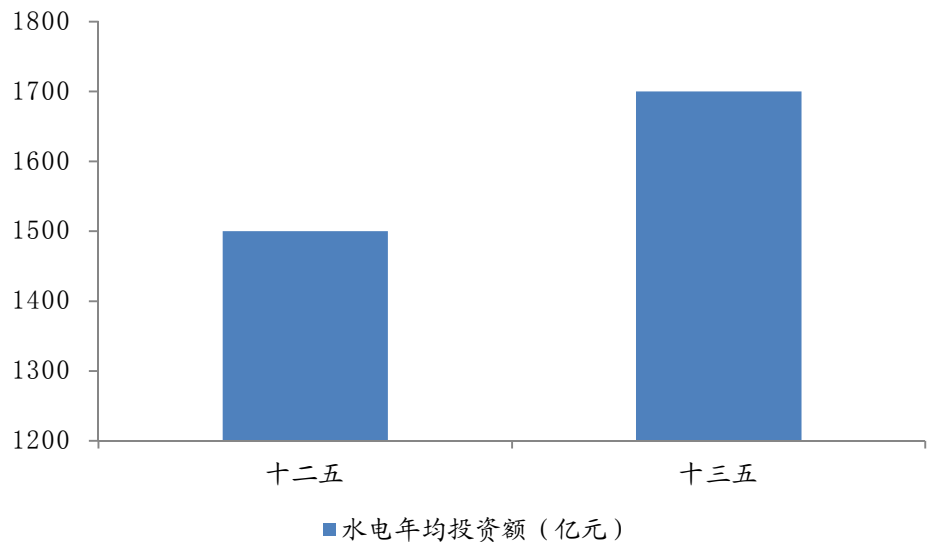
图表2: 水利投资迎来快速增长



来源: 水利部 国金证券研究所

- **水电方面:** 2015 年全国水电装机预计 3.1 亿千瓦 (抽水蓄能 0.3 亿千瓦), 2020 年全国水电装机预计达 4.3 亿千瓦 (抽水蓄能 0.6 亿千瓦)。截至 2011 年底, 我国水电装机容量已达 2.26 亿千瓦 (抽水蓄能 1836 万千瓦), 假设每千瓦水电投资在 7000 元, “十二五” 期间平均每年投资将达到 1500 亿元, “十三五” 期间平均每年投资 1700 亿元。(预测相对保守, 部分上市公司目前所承接的水电项目造价超过 10000 元/千瓦)

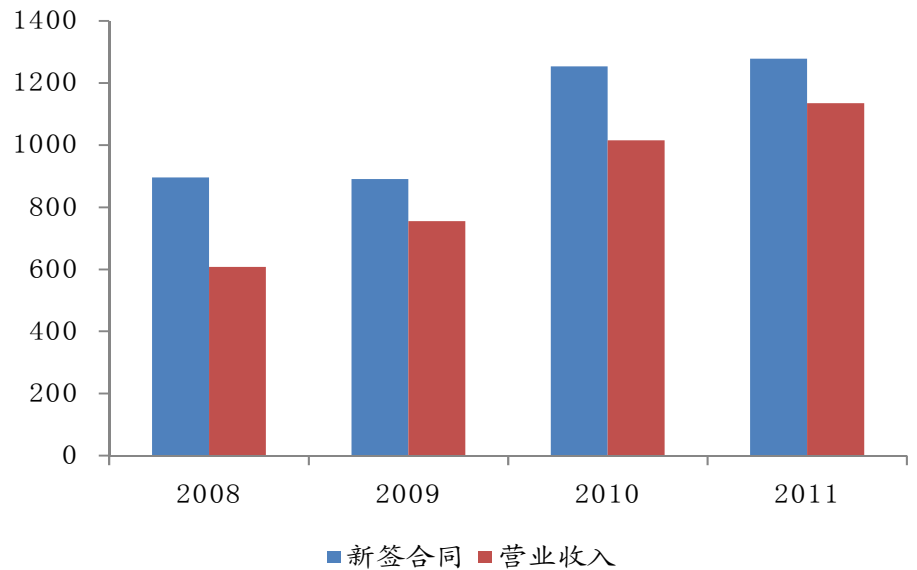
图表3: “十二五”、 “十三五” 水电项目年均投资额



来源: 中电联 国金证券研究所

- **公司订单充足, 保证后续发展:** 截至 2011 年底, 公司在手合同 2425 亿元, 同比增长 13.5%, 且每年新签合同额均大于公司当年的营业收入, 公司预计今年新签合同额将达到 1550 亿元, 这将有力的保障了公司收入及利润的增长。

图表4: 公司充足合同额保障公司发展 (亿元)



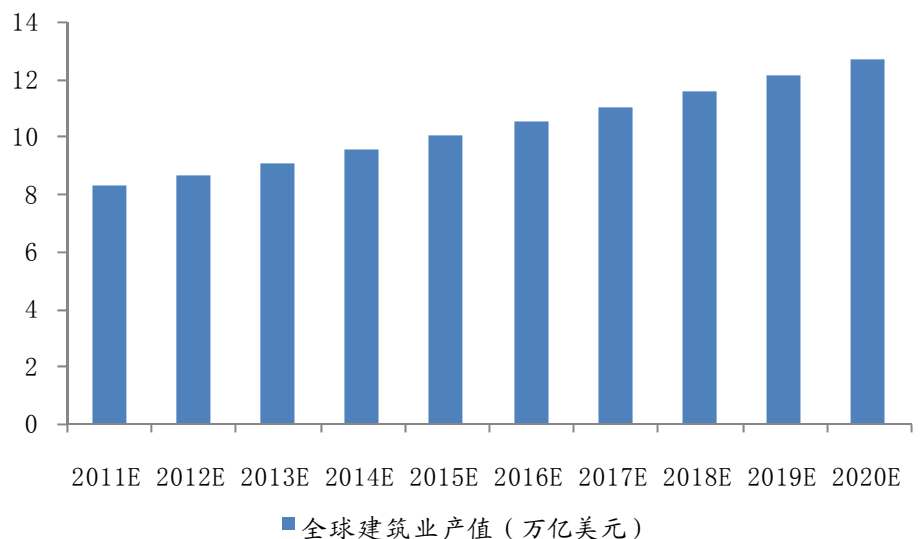
来源: 公司公告 国金证券研究所

海外市场快速拓展

海外基建市场广阔

- **海外基建市场**——根据“全球建筑视角”和牛津经济研究院联合发布的《全球建筑 2020》的分析报告,未来 10 年,全球建筑市场将以年均 4.9% 的速度增长,新兴国家建筑市场交通系统升级、楼房设施改造等强大需求,仍将保持较快增长速度,预计到 2020 年,新兴国家基础设施领域的建筑产值有望增长 128%,非住宅的基础设施建设的增速将接近 100%,相比之下,发达国家建筑产值增长率仅为 35%。

图表5: 全球建筑市场保持稳步增长



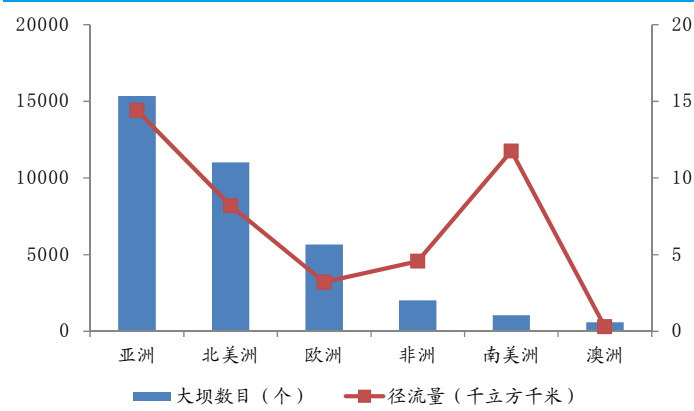
来源: 《全球建筑 2020》国金证券研究所

海外水利水电市场广阔

- **海外水利水电市场空间广阔**,南美洲、非洲等地年径流量较为丰富,但水利水电工程相对不足,不能满足水资源调配以及发电的需求;此前制约海

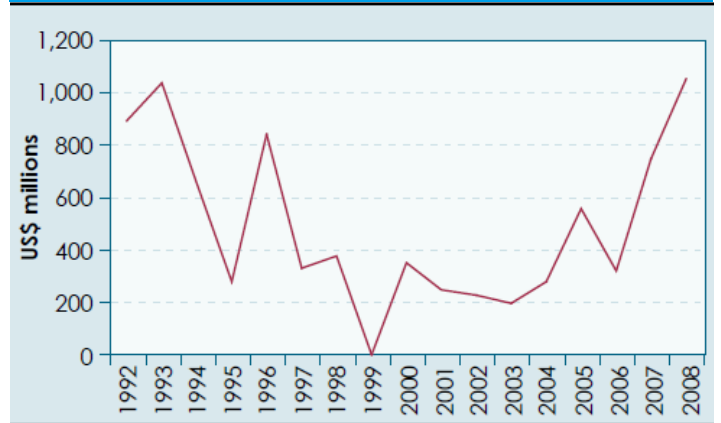
外水利水电发展重要原因在于对环境担心以及融资困难，从 09 年世界银行《水电发展方向》可以看出，世界银行对水利水电建设态度更为积极，将加大支持力度，这有助于世界水利水电建设发展。

图表6: 南美洲、非洲大坝数量较少



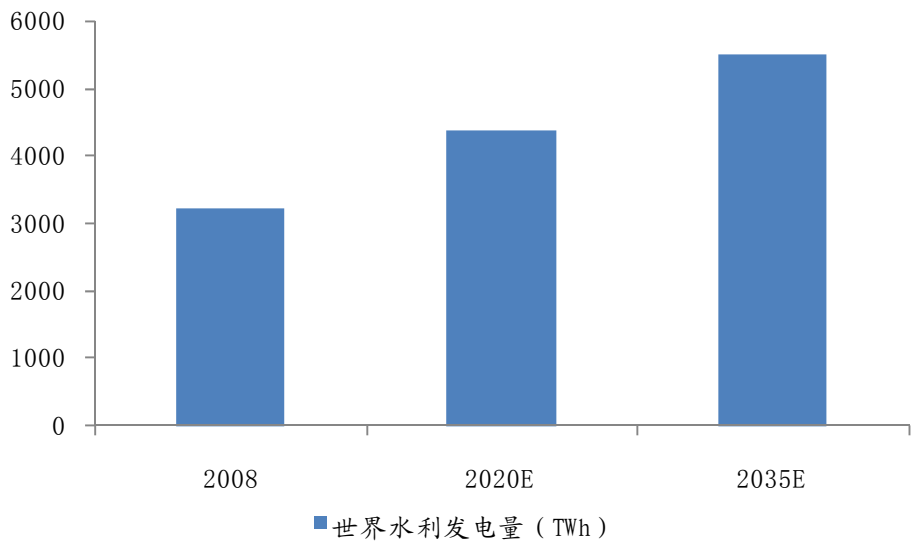
来源: ICOLD 《水电发展方向》 国金证券研究所

图表7: World Bank Group: Hydropower Components by Approval Year (FY)



- 根据 IEA 发布的《World Energy Outlook 2010》，未来水力发电量将由 2008 年 3208TWh 增长到 2035 年的 5500TWh，对应装机容量将由 945GW 增长到 1600GW，年均增长 24GW，假设海外一千瓦 15000 元投资成本来计算，每年市场容量大约为 3600 亿元。

图表8: 世界水力发电量预测

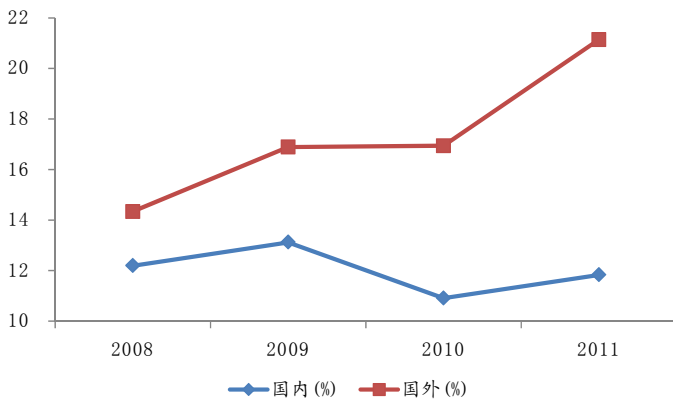


来源: World Energy Outlook 2010 国金证券研究所

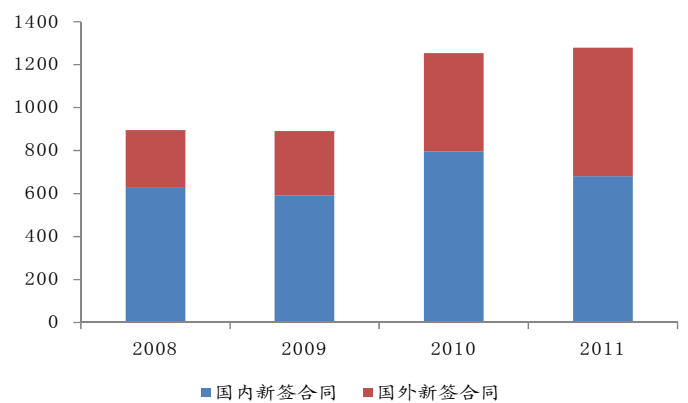
海外业务盈利能力强，订单增长迅速

- 公司海外业务盈利能力较强，仅 1/4 的收入构成贡献了近 4 成的营业利润。近年来，公司海外业务增长快速，新签订单已经接近国内新签订单，这为后续提升公司盈利能力奠定了基础。

图表9: 海外业务毛利率较高



图表10: 国内、国外新签合同额 (亿元)



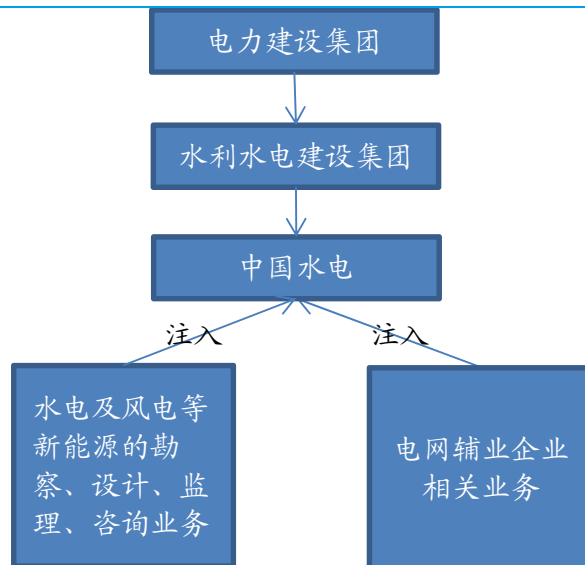
来源: 公司公告 国金证券研究所

集团整合值得期待

规范治理结构, 集团资产注入

- 2011年, 中国水电、中水顾问、以及南方电网河北、吉林、上海等14个省(区、市)公司所属辅业单位重组组建中国电力建设集团有限公司, 完成工商注册登记。电力建设集团成立, 为随后的资产整合奠定了基础, 为治理结构完善, 业务协调发展扫清了障碍。

图表11: 公司股权结构及资产注入内容



来源: 公司公告 国金证券研究所

中水顾问集团注入大大加强公司前端实力

- 中水顾问集团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), 主要从事水电、新能源工程、工业与民用建筑等工程的勘测设计、咨询、监理、施工、项目管理、总承包及相关技术服务以及河流(河段)水电规划等。

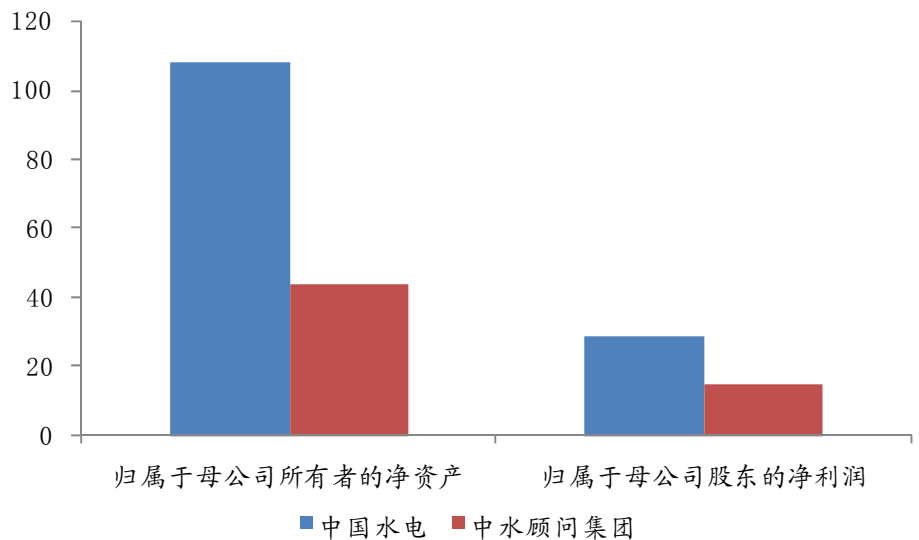
图表12: 中水顾问集团主要业务

主要业务	业务优势
水利水电开发规划	先后完成了长江水系、黄河水系、淮河水系、珠江水系及其它内陆水系和边境河流的流域水电规划, 规划装机总容量约30万千瓦
水利水电勘探、设计	承担了全国80%的大中型水电项目勘测和设计工作
水电、风电评估鉴定	30余个水电建设项目(包括长江三峡工程)的安全鉴定工作, 约占安全鉴定全部项目的70%
水电、风电建设技术标准 和规程规范编制	至2009年底, 累计编制了160多项水电建设、风电和太阳能发电开发国家及行业技术标准

来源: 公司公告 国金证券研究所

- 中水顾问集团前端勘探设计实力雄厚, 注入中国水电后, 必将加强公司全产业链的竞争优势, 争取更大的市场份额, 协同优势也将随双方的融合而逐渐显现。此外, 中水顾问集团的注入将带动公司在风电以及太阳能发电等非水利水电项目上的快速发展。

图表13: 截至2010年底, 中国水电、中水顾问集团资产及利润比对(亿元)



来源: 公司公告 国金证券研究所

投资建议

- 公司业务区域分布广泛, 目前已经覆盖全球 62 个国家和地区, 在大型水利水电工程领域, 公司市场占有率遥遥领先, 随着我国水利水电“十二五”大发展, 公司将迎来快速发展期; 此外, 电建集团为了规范治理结构, 未来中水顾问及电网副业公司将有望被注入公司, 这将大幅提升公司整体实力, 在做强主业同时, 拓展更多领域。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.44、0.54、0.69 元, 分别对应 10、8、6 倍, 维持“买入”评级。公司估值随着行业及订单增长仍有上升空间, 给予目标价为 6 元。

风险提示

- 水利水电投资进度低于预期。
- 海外政治、汇兑风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	75,540	101,494	113,471	127,208	144,189	176,931	货币资金	11,233	13,209	32,912	35,000	35,000	35,000
增长率	34.4%	11.8%	12.1%	13.3%	22.7%		应收款项	16,328	19,170	21,573	23,443	25,956	31,346
主营业务成本	-64,858	-88,832	-97,113	-108,526	-122,928	-150,078	存货	19,785	23,661	30,819	29,733	33,679	41,117
% 销售收入	85.9%	87.5%	85.6%	85.3%	85.3%	84.8%	其他流动资产	6,523	6,483	10,544	11,394	12,373	14,219
毛利	10,682	12,662	16,358	18,682	21,260	26,853	流动资产	53,869	62,524	95,849	99,570	107,008	121,682
% 销售收入	14.1%	12.5%	14.4%	14.7%	14.7%	15.2%	% 总资产	53.5%	51.5%	58.8%	59.5%	60.6%	50.0%
营业税金及附加	-2,159	-2,440	-2,824	-3,180	-3,605	-4,423	长期投资	1,669	4,575	4,447	4,447	4,447	4,447
% 销售收入	2.9%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	固定资产	35,197	41,450	46,190	47,421	49,256	101,462
营业费用	-151	-161	-161	-191	-216	-265	% 总资产	35.0%	34.1%	28.3%	28.3%	27.9%	41.7%
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	9,221	12,066	15,698	15,113	14,972	14,832
管理费用	-3,564	-4,159	-5,535	-6,233	-7,065	-8,670	非流动资产	46,758	58,857	67,210	67,881	69,575	121,641
% 销售收入	4.7%	4.1%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	% 总资产	46.5%	48.5%	41.2%	40.5%	39.4%	50.0%
息税前利润 (EBIT)	4,808	5,902	7,837	9,077	10,374	13,495	资产总计	100,628	121,380	163,059	167,451	176,583	243,323
% 销售收入	6.4%	5.8%	6.9%	7.1%	7.2%	7.6%	短期借款	10,497	10,613	16,055	14,340	9,648	52,424
财务费用	-1,212	-1,859	-2,513	-3,050	-2,884	-4,135	应付款项	44,871	53,563	60,234	68,169	77,241	94,529
% 销售收入	1.6%	1.8%	2.2%	2.4%	2.0%	2.3%	其他流动负债	3,718	2,967	5,765	5,005	5,505	6,464
资产减值损失	-363	-132	-576	-544	-689	-784	流动负债	59,087	67,143	82,054	87,513	92,394	153,416
公允价值变动收益	0	5	0	0	0	0	长期贷款	22,425	33,955	40,704	40,704	40,704	40,705
投资收益	11	105	190	200	200	200	其他长期负债	6,924	6,741	8,861	4,466	4,466	4,466
% 税前利润	0.3%	2.6%	3.8%	3.5%	2.8%	2.3%	负债	88,436	107,839	131,619	132,684	137,564	198,588
营业利润	3,244	4,021	4,938	5,684	7,001	8,775	普通股股东权益	9,191	10,695	27,106	30,083	33,985	39,351
营业利润率	4.3%	4.0%	4.4%	4.5%	4.9%	5.0%	少数股东权益	2,482	2,847	4,334	4,684	5,034	5,384
营业外收支	-5	13	48	40	40	40	负债股东权益合计	100,109	121,380	163,059	167,451	176,583	243,323
税前利润	3,240	4,034	4,987	5,724	7,041	8,815	比率分析						
利润率	4.3%	4.0%	4.4%	4.5%	4.9%	5.0%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-703	-808	-1,045	-1,202	-1,479	-1,851	每股指标						
所得税率	21.7%	20.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%	每股收益	0.347	0.441	0.377	0.435	0.543	0.689
净利润	2,537	3,226	3,941	4,522	5,562	6,964	每股净资产	1.393	1.620	2.824	3.134	3.540	4.099
少数股东损益	245	315	322	350	350	350	每股经营现金净流	0.681	0.405	0.605	1.742	1.686	2.490
归属于母公司的净	2,292	2,911	3,619	4,172	5,212	6,614	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	3.0%	2.9%	3.2%	3.3%	3.6%	3.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	24.94%	27.22%	13.35%	13.87%	15.34%	16.81%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	2.29%	2.40%	2.22%	2.49%	2.95%	2.72%
净利润	0	3,226	3,941	4,522	5,562	6,964	投入资本收益率	8.00%	7.79%	6.68%	7.61%	8.73%	7.49%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	3,527	4,423	5,056	5,804	9,528	主营业务收入增长率	24.25%	34.36%	11.80%	12.11%	13.35%	22.71%
非经营收益	0	1,396	2,358	3,379	3,369	4,620	EBIT增长率	51.78%	22.75%	32.80%	15.82%	14.28%	30.09%
营运资金变动	0	-5,476	-5,023	3,770	1,445	2,789	净利润增长率	80.84%	27.02%	24.32%	15.28%	24.93%	26.90%
经营活动现金净流	0	2,674	5,698	16,727	16,181	23,901	总资产增长率	31.74%	21.25%	34.34%	2.69%	5.45%	37.80%
资本开支	-11,177	-9,935	-13,246	-5,115	-6,770	-60,770	资产管理能力						
投资	-143	42	-294	0	0	0	应收账款周转天数	52.1	51.7	51.5	52.0	52.0	52.0
其他	75	11	107	200	200	200	存货周转天数	94.6	89.3	102.4	100.0	100.0	100.0
投资活动现金净流	-11,245	-9,882	-13,433	-4,915	-6,570	-60,570	应付账款周转天数	72.2	70.1	83.7	80.0	80.0	80.0
股权募资	1,560	634	14,567	0	-62	0	固定资产周转天数	125.5	115.5	119.4	108.4	98.2	186.1
债权募资	7,351	11,481	16,456	-6,003	-4,692	42,777	偿债能力						
其他	-2,082	-2,862	-3,943	-3,722	-4,857	-6,108	净负债/股东权益	207.02%	249.79%	90.01%	70.46%	50.76%	139.89%
筹资活动现金净流	6,829	9,253	27,080	-9,725	-9,611	36,669	EBIT利息保障倍数	4.0	3.2	3.1	3.0	3.6	3.3
现金净流量	-4,416	2,045	19,345	2,088	0	0	资产负债率	88.34%	88.84%	80.72%	79.24%	77.90%	81.61%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	12	15	17	26
买入	0	3	5	7	8
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.19	1.22	1.25	1.24

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B