

中国水电 (601669.SH)

建筑施工行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

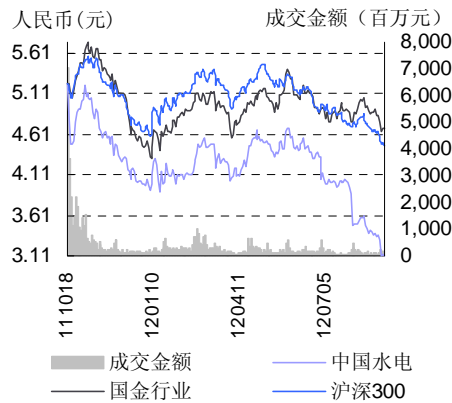
市价(人民币): 3.11元

中国水电 2012 年半年报业绩点评

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)	298.56
年内股价最高最低(元)	5.22/3.11
沪深 300 指数	2214.81
上证指数	2053.24



相关报告

1. 《中国水电 2012 半年度业绩预告点评》，2012.8.1
2. 《中国水电公司研究简报》，2012.5.21

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

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	7.16	5.73	4.51
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

业绩简评

- 8月31日, 中国水电发布 2012 半年报: 公司实现营业收入 551.89 亿元, 较去年同期增长 8.89%, 实现归属于上市公司股东的净利润人民币 20.14 亿元, 较去年同期增长 10.66%, 按期末股本摊薄后每股收益为 0.21 元。

报告期公司经营情况

- **公司收入、利润保持平稳增长:** 1、报告期内, 公司实现营业收入 551.89 亿元, 较去年同期增长 8.89%; 2、实现归属于上市公司股东的净利润人民币 20.14 亿元, 较去年同期增长 10.66%, 保持平稳增长。
- **毛利率维持高位, 期间费用率有所升高:** 1、报告期内, 公司毛利率为 13.77%, 维持在较高水平, 相比去年同期增长 0.19 个百分点, 毛利率提升主要得益于公司建筑工程承包及电力投资与运营业务毛利率的上升, 其中: 受毛尔盖水电站运营以及煤炭价格下跌影响, 电力投资与运营业务毛利率大幅上涨 6.89 个百分点; 2、公司期间费用率为 6.94%, 相比去年同期增长 0.88 个百分点, 其中: 销售费用率保持稳定, 上涨 0.01 个百分点, 管理费用受职工薪酬以及研发费用上升影响, 上涨 0.34 个百分点, 财务费用受项目完成, 借款利息费用化、汇兑损失以及融资规模扩大利息增加影响, 上涨 0.54 个百分点。
- **应收款增加, 收现比指标下滑:** 报告期内, 公司应收款持续增长, 上半年新增预收款相比去年增量减少, 使得公司经营性现金流净额由正转负, 收现比指标也相应下滑。

关注施工进度, 紧跟订单动向

- **上半年水利水电投资低于预期:** 上半年, 水利投资实际增速低于市场普遍预期, 一方面是针对公益性质的水利项目, 政府资金支持不足, 另一方面是针对规模较大项目, 评审论证时间较长, 影响了投资。从目前情况来看, 水利月度投资增速有所回升。

- **公司订单承接情况较好:** 1-6 月公司新签合同额 951.31 亿元, 完成全年计划的 61.37%, 保持了较快增速, 国内新签合同额为人民币 657.73 亿元, 其中水利电力新签合同额为 290.24 亿元, 非水利电力新签合同额为 367.49 亿元; 国外新签合同额折合人民币约 293.58 亿元; 2、公司 2011 年底合同存量 2424.84 亿元, 考虑到收入及新签订单情况, 目前公司在手订单将超过 2800 亿元, 充足的在手订单和新签订单可以有效保证公司未来发展。
- **国外业务拓展带动公司发展:** 1、报告期内, 公司“优先发展国际业务”的发展战略效果显现, 国外收入增速达到 18.21%, 收入占公司总收入比例提升到 28.9%, 毛利率 18.5%, 在提升公司整体业务增速同时, 也拉升了公司综合毛利率; 2、目前公司在手国外订单近 1400 亿元, 接近在手订单总量的一半, 随着优先发展国际业务战略拓展, 国外业务对于公司贡献将逐步增强。

投资建议

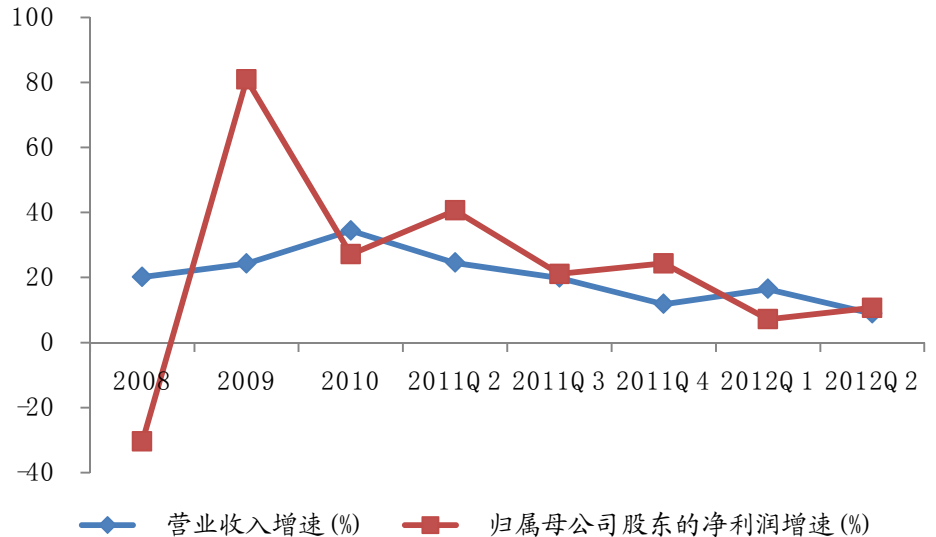
- 从上半年的股价表现来看, 明显低于我们预期, 低于预期的主要原因在于水利投资在预期比较高的情况迟迟未见明显进展, 从而预期受到较大影响, 当然从基本面来看, 利润表表现尚可, 但现金流量表有一定恶化也使一个重要原因。(也就是周转变慢了)
- 目前时点来看, 我们虽然不能确定水利水电投资到底何时能达到我们预期的进度大规模启动, 但从自上而下的方向来看还是比较确定的, 不论从规划还是从发改委审批上看, 水利水电投资都处于优先地位。因此, 我们建议大资金组合从安全防御的角度的出发, 可以将中国水电作为一个重要考虑的品种。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.44、0.54、0.69 元, 分别对应 7、6、5 倍 PE, 维持“增持”评级。

报告期公司经营概况

公司收入、利润保持平稳增长

- 报告期内，公司实现营业收入 551.89 亿元，较去年同期增长 8.89%，实现归属于上市公司股东的净利润人民币 20.14 亿元，较去年同期增长 10.66%，保持平稳增长。

图表1：公司收入、利润保持平稳增长

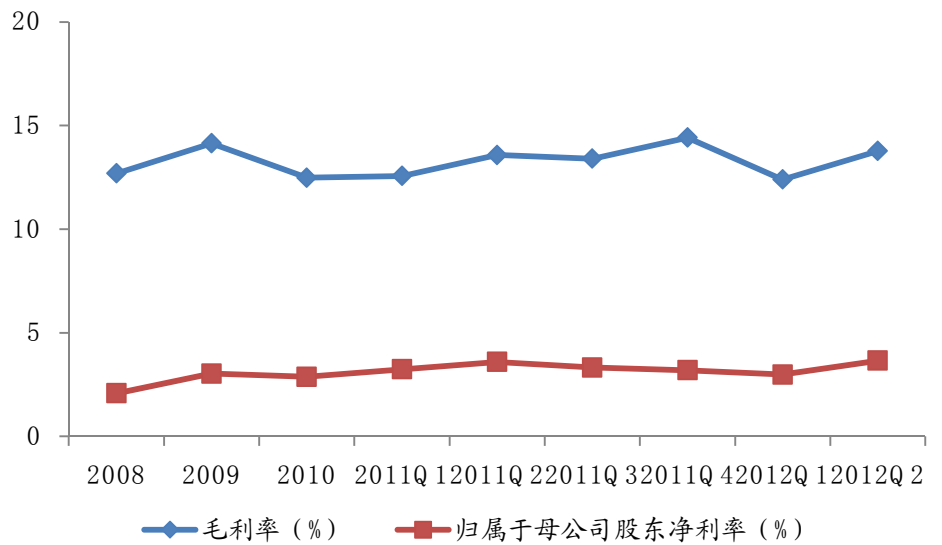


来源：公司公告 国金证券研究所

毛利率维持高位，期间费用率有所升高

- 报告期内，公司毛利率为 13.77%，维持在较高水平，相比去年同期增长 0.19 个百分点，毛利率提升主要得益于公司两个主营业务，建筑工程承包及电力投资与运营业务毛利率的上升，其中：受毛尔盖水电站运营以及煤炭价格下跌影响，电力投资与运营业务毛利率大幅上涨 6.89 个百分点。
- 报告期内，公司期间费用率为 6.94%，相比去年同期增长 0.88 个百分点，其中：销售费用率保持稳定，上涨 0.01 个百分点，管理费用受职工薪酬以及研发费用上升影响，上涨 0.34 个百分点，财务费用受项目完成，借款利息费用化、汇兑损失以及融资规模扩大利息增加影响，上涨 0.54 个百分点。
- 由于公司合并范围内全资子公司效益持续增加，部分控股子公司经营效益减少，导致了少数股东损益的同比减少 1.06 亿元。

图表2: 公司毛利率维持较高水平

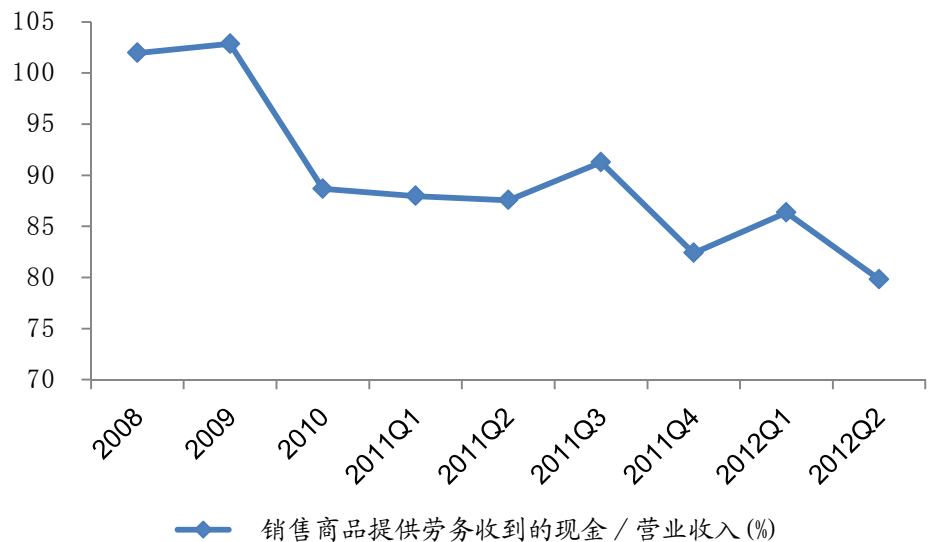


来源: 公司公告 国金证券研究所

应收款增加, 收现比指标下滑

- 报告期内, 公司应收款持续增长, 上半年新增预收款相比去年增量减少, 使得公司经营性现金流净额由正转负, 收现比指标也相应下滑。

图表3: 公司收现比指标下滑



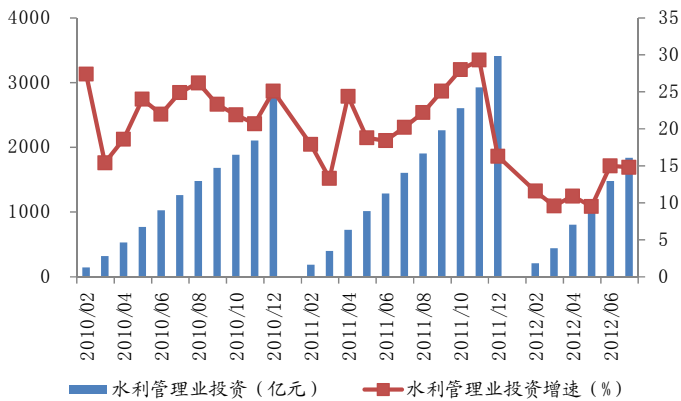
来源: 公司公告 国金证券研究所

关注施工进度, 紧跟订单动向

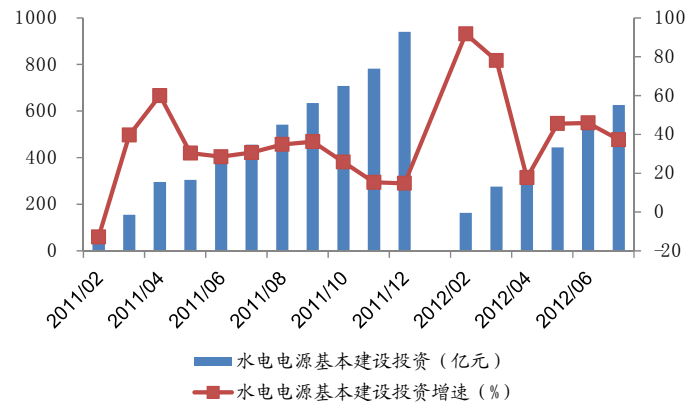
上半年水利水电投资低于预期

- 上半年, 水利投资实际增速低于市场普遍预期, 一方面是针对公益性质的水利项目, 政府资金支持不足, 另一方面是针对规模较大项目, 评审论证时间较长, 影响了投资。从目前情况来看, 水利月度投资增速有所回升。

图表4: 水利管理业投资增速有所回升



图表5: 水电电源基本建设投资及增速



来源: 国金证券研究所

公司订单承接情况较好

- 1-6 月公司新签合同额 951.31 亿元，完成全年计划的 61.37%，保持了较快增速，国内新签合同额为人民币 657.73 亿元，其中水利电力新签合同额为 290.24 亿元，非水利电力新签合同额为 367.49 亿元；国外新签合同额折合人民币约 293.58 亿元。
- 公司 2011 年底合同存量 2424.84 亿元，考虑到收入及新签订单情况，目前公司在手订单将超过 2800 亿元，充足的在手订单和新签订单可以有效保证公司未来发展。

国外业务拓展带动公司发展

- 报告期内，公司“优先发展国际业务”的发展战略效果显现，国外收入增速达到 18.21%，收入占公司总收入比例提升到 28.9%，毛利率 18.5%，在提升公司整体业务增速同时，也拉升了公司综合毛利率。
- 目前公司在手国外订单近 1400 亿元，接近在手订单总量的一半，随着优先发展国际业务战略拓展，国外业务对于公司贡献将逐步增强。

投资建议

- 从上半年的股价表现来看，明显低于我们预期，低于预期的主要原因在于水利投资在预期比较高的情况迟迟未见明显进展，从而预期受到较大影响，当然从基本面来看，利润表表现尚可，但现金流量表有一定恶化也使一个重要原因。（也就是周转变慢了）
- 目前时点来看，我们虽然不能确定水利水电投资到底何时能达到我们预期的进度大规模启动，但从自上而下的方向来看还是比较确定的，不论从规划还是从发改委审批上看，水利水电投资都处于优先地位。因此，我们建议大资金组合从安全防御的角度的出发，可以将中国水电作为一个重要考虑的品种。
- 预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.44、0.54、0.69 元，分别对应 7、6、5 倍 PE，维持“增持”评级。

图表6: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	75,540	101,494	113,471	127,208	144,189	176,931
增长率		34.4%	11.8%	12.1%	13.3%	22.7%
主营业务成本	-64,858	-88,832	-97,113	-108,526	-122,928	-150,078
% 销售收入	85.9%	87.5%	85.6%	85.3%	85.3%	84.8%
毛利	10,682	12,662	16,358	18,682	21,260	26,853
% 销售收入	14.1%	12.5%	14.4%	14.7%	14.7%	15.2%
营业税金及附加	-2,159	-2,440	-2,824	-3,180	-3,605	-4,423
% 销售收入	2.9%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
营业费用	-151	-161	-161	-191	-216	-265
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-3,564	-4,159	-5,535	-6,233	-7,065	-8,670
% 销售收入	4.7%	4.1%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
息税前利润 (EBIT)	4,808	5,902	7,837	9,077	10,374	13,495
% 销售收入	6.4%	5.8%	6.9%	7.1%	7.2%	7.6%
财务费用	-1,212	-1,859	-2,513	-3,050	-2,884	-4,135
% 销售收入	1.6%	1.8%	2.2%	2.4%	2.0%	2.3%
资产减值损失	-363	-132	-576	-544	-689	-784
公允价值变动收益	0	5	0	0	0	0
投资收益	11	105	190	200	200	200
% 税前利润	0.3%	2.6%	3.8%	3.5%	2.8%	2.3%
营业利润	3,244	4,021	4,938	5,684	7,001	8,775
营业利润率	4.3%	4.0%	4.4%	4.5%	4.9%	5.0%
营业外收支	-5	13	48	40	40	40
税前利润	3,240	4,034	4,987	5,724	7,041	8,815
利润率	4.3%	4.0%	4.4%	4.5%	4.9%	5.0%
所得税	-703	-808	-1,045	-1,202	-1,479	-1,851
所得税率	21.7%	20.0%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
净利润	2,537	3,226	3,941	4,522	5,562	6,964
少数股东损益	245	315	322	350	350	350
归属于母公司的净:	2,292	2,911	3,619	4,172	5,212	6,614
净利率	3.0%	2.9%	3.2%	3.3%	3.6%	3.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	0	3,226	3,941	4,522	5,562	6,964
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	3,527	4,423	5,056	5,804	9,528
非经营收益	0	1,396	2,358	3,379	3,369	4,620
营运资金变动	0	-5,476	-5,023	3,770	1,445	2,789
经营活动现金净流	0	2,674	5,698	16,727	16,181	23,901
资本开支	-11,177	-9,935	-13,246	-5,115	-6,770	-60,770
投资	-143	42	-294	0	0	0
其他	75	11	107	200	200	200
投资活动现金净流	-11,245	-9,882	-13,433	-4,915	-6,570	-60,570
股权募资	1,560	634	14,567	0	-62	0
债权募资	7,351	11,481	16,456	-6,003	-4,692	42,777
其他	-2,082	-2,862	-3,943	-3,722	-4,857	-6,108
筹资活动现金净流	6,829	9,253	27,080	-9,725	-9,611	36,669
现金净流量	-4,416	2,045	19,345	2,088	0	0

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	11,233	13,209	32,912	35,000	35,000	35,000
应收款项	16,328	19,170	21,573	23,443	25,956	31,346
存货	19,785	23,661	30,819	29,733	33,679	41,117
其他流动资产	6,523	6,483	10,544	11,394	12,373	14,219
流动资产	53,869	62,524	95,849	99,570	107,008	121,682
% 总资产	53.5%	51.5%	58.8%	59.5%	60.6%	50.0%
长期投资	1,669	4,575	4,447	4,447	4,447	4,447
固定资产	35,197	41,450	46,190	47,421	49,256	101,462
% 总资产	35.0%	34.1%	28.3%	28.3%	27.9%	41.7%
无形资产	9,221	12,066	15,698	15,113	14,972	14,832
非流动资产	46,758	58,857	67,210	67,881	69,575	121,641
% 总资产	46.5%	48.5%	41.2%	40.5%	39.4%	50.0%
资产总计	100,628	121,380	163,059	167,451	176,583	243,323
短期借款	10,497	10,613	16,055	14,340	9,648	52,424
应付款项	44,871	53,563	60,234	68,169	77,241	94,529
其他流动负债	3,718	2,967	5,765	5,005	5,505	6,464
流动负债	59,087	67,143	82,054	87,513	92,394	153,416
长期贷款	22,425	33,955	40,704	40,704	40,704	40,705
其他长期负债	6,924	6,741	8,861	4,466	4,466	4,466
负债	88,436	107,839	131,619	132,684	137,564	198,588
普通股股东权益	9,191	10,695	27,106	30,083	33,985	39,351
少数股东权益	2,482	2,847	4,334	4,684	5,034	5,384
负债股东权益合计	100,109	121,380	163,059	167,451	176,583	243,323

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.347	0.441	0.377	0.435	0.543	0.689
每股净资产	1.393	1.620	2.824	3.134	3.540	4.099
每股经营现金净流	0.681	0.405	0.605	1.742	1.686	2.490
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	24.94%	27.22%	13.35%	13.87%	15.34%	16.81%
总资产收益率	2.29%	2.40%	2.22%	2.49%	2.95%	2.72%
投入资本收益率	8.00%	7.79%	6.68%	7.61%	8.73%	7.49%
增长率						
主营业务收入增长率	24.25%	34.36%	11.80%	12.11%	13.35%	22.71%
EBIT增长率	51.78%	22.75%	32.80%	15.82%	14.28%	30.09%
净利润增长率	80.84%	27.02%	24.32%	15.28%	24.93%	26.90%
总资产增长率	31.74%	21.25%	34.34%	2.69%	5.45%	37.80%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.1	51.7	51.5	52.0	52.0	52.0
存货周转天数	94.6	89.3	102.4	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	72.2	70.1	83.7	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	125.5	115.5	119.4	108.4	98.2	186.1
偿债能力						
净负债/股东权益	207.02%	249.79%	90.01%	70.46%	50.76%	139.89%
EBIT利息保障倍数	4.0	3.2	3.1	3.0	3.6	3.3
资产负债率	88.34%	88.84%	80.72%	79.24%	77.90%	81.61%

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
买入	0	2	2	6	23
增持	0	2	2	2	10
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.38	1.33

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-05-21	增持	4.43	6.00~6.00
2 2012-08-01	增持	3.51	N/A

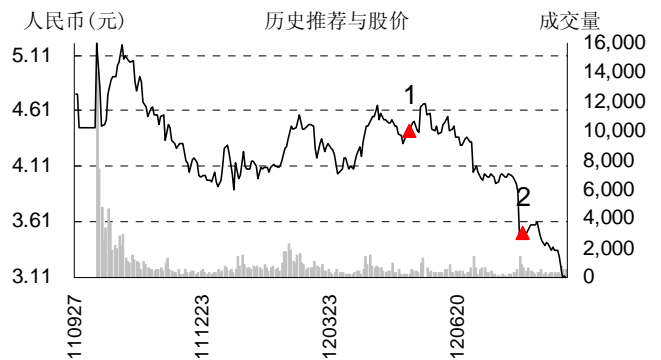
来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



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:

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上;
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-20%;
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以下。

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为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