



**买入** **18% ↑**  
目标价格: 人民币 3.80

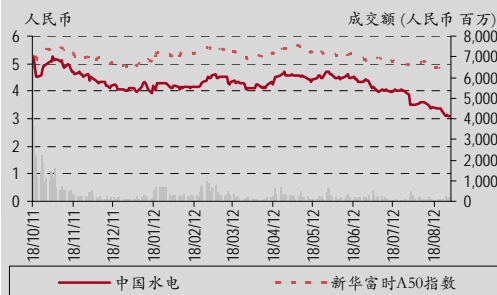
601669.CH

股价: 人民币 3.11

目标价格基础: 9倍12年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(22)	(20)	(34.1)	-
相对新华富时A50指数	(19)	(15)	(20.4)	-

发行股数(百万)	9,600
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	9,330
3个月日均交易额(人民币 百万)	362
净负债比率(%) (2012E)	98
主要股东(%)	
中水电集团	65

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2012年8月30日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

李大振

(8610) 6622 9353

dazhen.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080001

# 中国水电

## 2012年中期业绩符合预期

中国水电2012年上半年实现营业收入551.9亿元, 同比增长8.89%, 实现归属于上市公司股东的净利润20.1亿元, 较去年同期增长10.66%, 对应每股收益0.21元。公司综合毛利率为13.69%, 同比略有提升。新签合同人民币951.31亿元, 实现较快增长。上半年水利水电建设行业受宏观经济环境以及业主方资金紧张影响, 增速有所放缓, 但水利水电投资仍是基建领域内的优先之选, 未来伴随着稳增长政策的推动和下游资金情况的好转, 公司有望恢复较快增长。我们将目标价格调整至3.80元, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 受外部环境影响, 上半年收入和净利润增速较以往有所放缓。从行业来看, 水利水电建设是建筑板块中景气度较高的子行业, 但上半年经济增长放缓、下游资金紧张对公司产生一定负面影响, 公司建筑工程板块收入增速为8.47%, 增速较以往放缓。
- 上半年公司综合毛利率13.69%, 同比提升0.31个百分点。其中占比91%的建筑工程板块毛利率为12.44%, 同比提升0.71个百分点; 占比3%的电力投资与运营业务毛利率为40.06%, 同比提升6.89个百分点。
- 上半年新签合同额951.31亿元, 同比增长82%。其中国内水利和电力订单290.24亿元, 同比增长48%, 国内非水利电力订单367.49亿, 同比增长248%, 扣除深圳市BT项目订单后同比增长88%。国外新签订单293.58亿元, 同比增长33%。
- 国际业务保持快速发展。上半年, 公司国际业务实现营业收入折合人民币约159.57亿元, 同比增长18.21%, 毛利率为18.5%, 继续稳定维持在较高水平, 但较去年20.68%的水平有所下降, 国际业务收入占比由去年同期的26.6%上升到29.3%。

### 估值

- 我们对公司2012-2014年每股收益预测调整为0.422、0.479、0.540元, 给予目标价3.80元, 对应2012年9倍市盈率, 继续维持买入评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	101,494	113,471	125,730	144,936	168,516
变动(%)	34	12	11	15	16
净利润(人民币 百万)	2,911	3,619	4,049	4,598	5,179
全面摊薄每股收益(人民币)	0.441	0.377	0.422	0.479	0.540
变动(%)	27.1	(14.5)	11.9	13.6	12.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.474	0.592	0.723
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.458	0.564	-
调整幅度(%)	-	-	(8.0)	(15.0)	-
核心每股收益(人民币)	0.455	0.420	0.448	0.509	0.573
变动(%)	16.4	(7.6)	6.6	13.4	12.6
全面摊薄市盈率(倍)	7.1	8.2	7.4	6.5	5.8
核心市盈率(倍)	6.8	7.4	6.9	6.1	5.4
每股现金流量(人民币)	0.41	0.60	0.87	0.80	0.74
价格/每股现金流量(倍)	7.7	5.1	3.6	3.9	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	5.2	5.3	5.0	4.7
每股股息(人民币)	0.000	0.038	0.063	0.072	0.081
股息率(%)	0.0	1.2	2.0	2.3	2.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

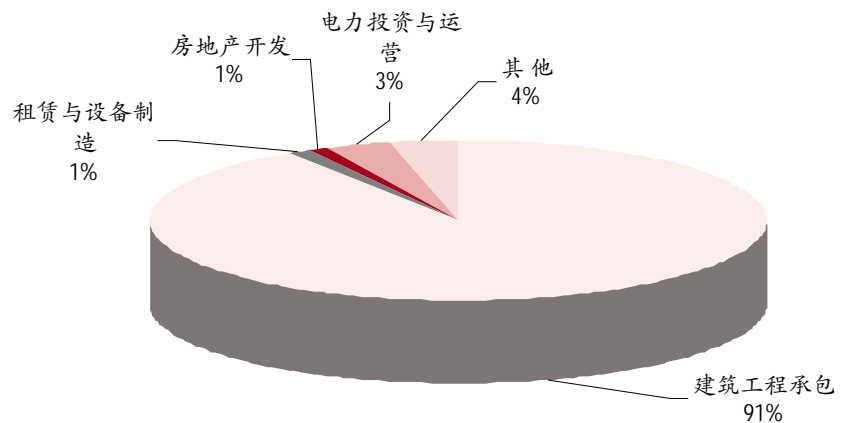
**图表 1. 2011 年公司业绩摘要**

(人民币, 百万)	11 年上半年	12 年上半年	同比变动(%)
营业收入	50,685	55,189	8.9
营业成本	(43,804)	(47,591)	8.6
营业税金及附加	(1,262)	(1,162)	(7.9)
销售费用	(54)	(67)	23.1
管理费用	(2,136)	(2,509)	17.5
财务费用	(882)	(1,256)	42.5
资产减值损失	(245)	(151)	(38.3)
公允价值变动	(7)	(9)	34.7
投资收益	104	131	26.5
营业利润	2,400	2,575	7.3
营业外收入	85	73	(14.3)
营业外支出	(69)	(52)	(24.2)
利润总额	2,416	2,596	7.4
所得税费用	(419)	(511)	21.8
净利润	1,997	2,085	4.4
少数股东损益	(177)	(71)	(60.0)
归属于母公司所有者的净利润	1,820	2,014	10.7

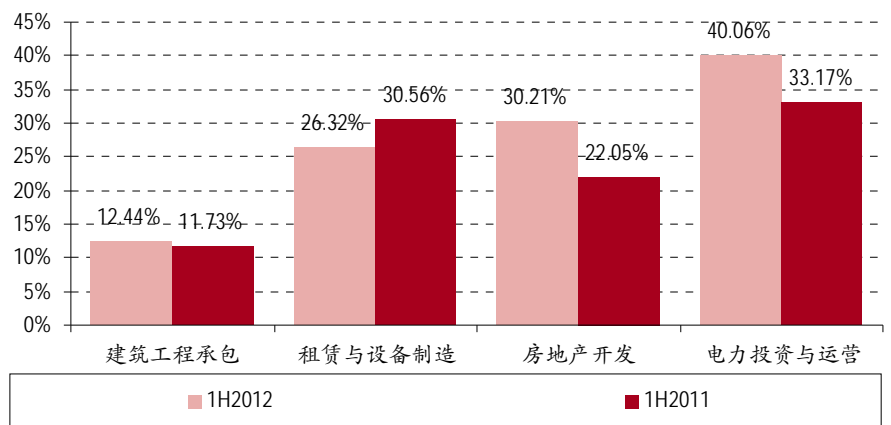
资料来源: 公司数据

受外部环境影响, 上半年收入和净利润增速较以往有所放缓。公司上半年实现营业收入 551.9 亿元, 同比增长 8.89%, 实现归属于上市公司股东的净利润 20.1 亿元, 较去年同期增长 10.66%。从行业来看, 水利水电建设是建筑板块中景气度较高的子行业, 但上半年经济增长放缓、下游资金紧张对公司产生一定负面影响, 上半年占公司收入比重 91% 的建筑工程板块收入增速为 8.47%, 增速较以往明显放缓。

综合毛利率同比有所提升。上半年公司综合毛利率 13.69%, 同比提升 0.31 个百分点, 其中占比最高的建筑工程板块毛利率为 12.44%, 同比提升 0.71 个百分点; 电力投资与运营业务毛利率为 40.06%, 同比提升 6.89 个百分点。毛利率同比上升的主要原因包括: 毛尔盖水电项目去年下半年开始投入运营, 本年上半年进入平稳运营期; 二是国内煤炭价格持续走低, 公司火力发电成本有所下降。设备制造与租赁业务的毛利率 26.32%, 较去年同期下降 4.24 个百分点, 房地产业务毛利率为 30.21%, 较去年同期下降 8.16 个百分点。

**图表 2. 2012 年上半年公司各板块收入占比**


资料来源: 公司公告

**图表 3.2012 年上半年与 2011 年上半年板块毛利率对比**


资料来源：公司公告

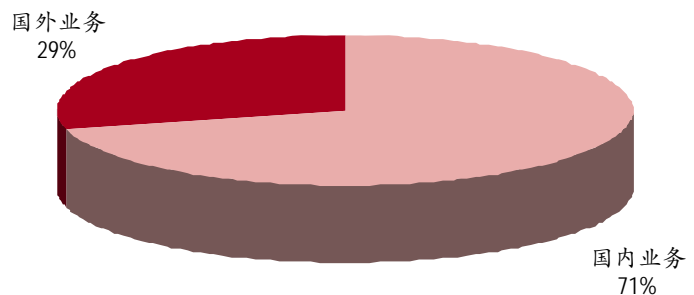
**订单实现较快增长：**公司 2012 年上半年新签合同额 951.31 亿元，同比增长 82%，其中国内水利和电力订单 290.24 亿元，同比增长 48%，国内非水利电力订单 367.49 亿（其中 6 月新签的深圳市城市轨道交通 7 号线 BT 项目订单为 168.53 亿），同比增长 248%，扣除深圳市 BT 项目订单后同比增长 88%。国外新签合同 293.58 亿元，同比增长 33%。

**图表 4.中国水电 2012 年上半年订单情况**

(人民币, 百万)	11 年上半年	12 年上半年	同比增幅(%)
中国地区	30,125	65,773	118
其中：水利电力	19,566	29,024	48
非水利电力	10,559	36,749	248
中国以外地区	22,094	29,358	33
<b>合计</b>	<b>52,219</b>	<b>95,131</b>	<b>82</b>

资料来源：公司公告

**国际业务保持快速发展。**上半年，公司国际业务实现营业收入折合人民币约 159.57 亿元，同比增长 18.21%，毛利率为 18.5%，继续稳定维持在较高水平，但较去年 20.68% 的水平有所下降，国际业务收入占比由去年同期的 26.6% 上升到 29.3%。

**图表 5. 2012 年上半年公司国内国际收入占比**


资料来源：公司公告

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	101,494	113,471	125,730	144,936	168,516
销售成本	(88,832)	(97,113)	(108,482)	(125,018)	(145,375)
经营费用	(3,521)	(4,620)	(4,509)	(5,058)	(5,891)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>9,141</b>	<b>11,737</b>	<b>12,739</b>	<b>14,860</b>	<b>17,250</b>
折旧及摊销	(3,240)	(3,900)	(4,981)	(5,881)	(6,828)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>5,902</b>	<b>7,837</b>	<b>7,758</b>	<b>8,979</b>	<b>10,422</b>
净利息收入(费用)	(1,859)	(2,513)	(2,049)	(2,481)	(3,087)
其他收益/(损失)	(9)	(338)	(127)	(160)	(195)
<b>税前利润</b>	<b>4,034</b>	<b>4,987</b>	<b>5,582</b>	<b>6,338</b>	<b>7,140</b>
所得税	(808)	(1,045)	(1,172)	(1,331)	(1,499)
少数股东权益	(315)	(322)	(360)	(409)	(461)
<b>净利润</b>	<b>2,911</b>	<b>3,619</b>	<b>4,049</b>	<b>4,598</b>	<b>5,179</b>
<b>核心净利润</b>	<b>3,002</b>	<b>4,036</b>	<b>4,304</b>	<b>4,883</b>	<b>5,497</b>
每股收益(人民币)	0.441	0.377	0.422	0.479	0.540
核心每股收益(人民币)	0.455	0.420	0.448	0.509	0.573
每股股息(人民币)	0.000	0.038	0.063	0.072	0.081
收入增长(%)	34	12	11	15	16
息税前利润增长(%)	23	33	(1)	16	16
息税折旧前利润增长(%)	20	28	9	17	16
每股收益增长(%)	27	(15)	12	14	13
核心每股收益增长(%)	16	(8)	7	13	13

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	4,034	4,987	5,582	6,338	7,140
折旧与摊销	3,240	3,900	4,981	5,881	6,828
净利息费用	1,859	2,513	2,049	2,481	3,087
运营资本变动	(5,408)	(4,867)	(3,242)	(5,913)	(8,669)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(1,049)	(727)	(997)	(1,124)	(1,258)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>2,675</b>	<b>5,804</b>	<b>8,373</b>	<b>7,663</b>	<b>7,128</b>
购买固定资产净值	(9,983)	(13,846)	(12,191)	(10,892)	(11,053)
投资减少/增加	48	600	0	0	0
其他投资现金流	37	(187)	34	24	12
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(9,899)</b>	<b>(13,433)</b>	<b>(12,157)</b>	<b>(10,868)</b>	<b>(11,041)</b>
净增权益	634	14,567	0	0	0
净增债务	11,481	12,260	417	5,523	10,729
支付股息	0	0	(365)	(607)	(690)
其他融资现金流	(2,552)	549	(2,047)	(2,462)	(3,051)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>9,563</b>	<b>27,376</b>	<b>(1,995)</b>	<b>2,454</b>	<b>6,989</b>
现金变动	2,339	19,747	(5,779)	(751)	3,076
期初现金	11,021	13,050	32,502	26,723	25,972
公司自由现金流	(7,365)	(7,729)	(3,309)	(2,904)	(3,634)
权益自由现金流	2,644	1,950	(5,416)	(163)	3,729

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	13,064	32,516	26,737	25,986	29,062
应收帐款	19,329	21,984	25,749	31,400	38,700
库存	23,661	30,819	38,524	48,155	60,193
其他流动资产	6,470	10,531	11,659	12,980	14,526
<b>流动资产总计</b>	<b>62,524</b>	<b>95,849</b>	<b>102,670</b>	<b>118,521</b>	<b>142,481</b>
固定资产	41,450	46,190	53,012	57,597	61,356
无形资产	11,999	15,605	15,618	15,631	15,643
其他长期资产	5,498	5,570	6,004	6,606	7,322
<b>长期资产总计</b>	<b>58,947</b>	<b>67,366</b>	<b>74,635</b>	<b>79,835</b>	<b>84,322</b>
<b>总资产</b>	<b>121,471</b>	<b>163,215</b>	<b>177,304</b>	<b>198,356</b>	<b>226,803</b>
应付帐款	46,196	50,996	58,622	67,417	77,541
短期债务	10,613	16,055	16,155	21,455	31,505
其他流动负债	10,321	15,002	16,912	19,149	21,691
<b>流动负债总计</b>	<b>67,129</b>	<b>82,054</b>	<b>91,689</b>	<b>108,021</b>	<b>130,737</b>
长期借款	36,435	45,170	45,370	45,470	46,020
其他长期负债	4,275	4,395	4,604	4,824	5,055
股本	6,600	9,600	9,600	9,600	9,600
储备	4,185	17,662	21,346	25,337	29,827
<b>股东权益</b>	<b>10,785</b>	<b>27,262</b>	<b>30,946</b>	<b>34,937</b>	<b>39,427</b>
少数股东权益	2,847	4,334	4,694	5,103	5,564
<b>总负债及权益</b>	<b>121,471</b>	<b>163,215</b>	<b>177,304</b>	<b>198,356</b>	<b>226,803</b>
每股帐面价值(人民币)	1.63	2.84	3.22	3.64	4.11
每股有形资产(人民币)	(0.18)	1.21	1.60	2.01	2.48
每股净负债/(现金)(人民币)	5.15	2.99	3.63	4.27	5.05

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	9.0	10.3	10.1	10.3	10.2
息税前利润率(%)	5.8	6.9	6.2	6.2	6.2
税前利润率(%)	4.0	4.4	4.4	4.4	4.2
净利率(%)	2.9	3.2	3.2	3.2	3.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.9	1.2	1.1	1.1	1.1
利息覆盖率(倍)	2.9	2.3	2.6	2.7	2.7
净权益负债率(%)	249.4	90.9	97.6	102.3	107.8
速动比率(倍)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	7.1	8.2	7.4	6.5	5.8
核心业务市盈率(倍)	6.8	7.4	6.9	6.1	5.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.4	9.0	8.5	7.5	6.6
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.9	1.1	1.0	0.9	0.8
价格/现金流(倍)	7.7	5.1	3.6	3.9	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.1	5.2	5.3	5.0	4.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	89.6	102.4	116.7	126.5	136.0
应收帐款周转天数	65.3	66.4	69.3	72.0	75.9
应付帐款周转天数	151.8	156.3	159.1	158.7	157.0
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	0.0	10.1	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	28.3	19.0	13.9	14.0	13.9
资产收益率(%)	4.2	4.4	3.6	3.8	3.9
已运用资本收益率(%)	11.2	11.3	9.2	9.6	9.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371