

## 新签合同快速增长,公司估值安全边际显现

中国水电 (601669.SH)

**推荐** 维持评级

### 一、事件

公司发布2012年中报,今年上半年公司实现收入551.9亿元,同比增长9%。实现归属母公司的净利润20.1亿元,同比增长11%。上半年公司的每股收益为0.21元,符合我们的预期。

### 二、我们的分析与判断

- **新签合同快速增长,国内水利水电待立项的项目金额还有较大潜力。**上半年公司新签合同约人民币951.31亿元,同比增长82.18%。分市场区域来看,国内市场是新签增长的主要动力,上半年国内新签同比增长69%,远高于海外31%的增速水平。国内新签工程合同中,水利水电领域同比增长44%,非水利水电同比增长56%,均保持良好增势。根据我们的统计,截至8月底今年国内水电新核准的装机容量为1200万千瓦,预计全年将达到2000万千瓦;而明年将获批的项目中,仅长江白鹤滩、乌东德两个大型水电站其规划装机容量就将达到2200万千瓦,公司未来仍面临良好的行业机遇。
- **国内收入结算暂时放缓,公司海外收入占比首次上升至30%。**上半年受宏观经济增长放缓的影响,公司部分国内订单的执行进度略有放缓,导致期间国内结算收入385.2亿元,同比增长5.0%;公司海外项目执行状态良好,上半年实现收入159.6亿元,同比增长18.2%。上半年公司海外收入占比达到30%,较去年提升4个百分点。
- **财务费用率小幅上升,毛利率及净利率基本稳定。**上半年公司部分在建电站项目完成竣工后转记为固定资产,导致对应贷款的利息支出从以前的资本化转记为利息费用,上半年公司财务费用增长42%,财务费用率为2.3%,同比提升0.6个百分点。毛利率方面,公司国内、外业务分别为11.7%、18.5%,同比仅微幅变动。上半年公司净利率3.7%,同比提高0.1个百分点,公司整体盈利能力保持稳定。

### 三、投资建议

**维持推荐的投资评级。**国内水利水电市场稳定增长,公司海外开拓稳健而不失效率。公司当前股价7倍的P/E及1倍的P/B估值安全边际明显,后续设计类资产的整合注入将进一步巩固公司行业龙头地位。预计12-14年EPS分别为0.43、0.52和0.61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	130143	152085	174441
收入同比	12%	15%	17%	15%
归属母公司净利	3619	4146	5001	5887
净利润同比	24%	15%	21%	18%
毛利率	14.4%	14.3%	14.2%	14.3%
ROE	13.3%	13.2%	13.7%	13.9%
每股收益(元)	0.38	0.43	0.52	0.61
P/E	8.2	7.2	6.0	5.1
P/B	1.1	0.9	0.8	0.7

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 2012-8-30

上证综合指数 2,053

公司收盘价 3.11

总股本(百万) 9,600

流通股本(百万) 3,000

流通市值(亿) 93.3

EPS (TTM) 0.40

每股净资产(元) 3.02

资产负债率 80.8%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国水电	-19.8	-31.9	-31.1
上证综指	-2.7	-13.5	-16.6

### 相关研究

中国水电-水利及市政工程领域发力,国内新签合同快速上升

20120605

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 公司上半年收入的分类构成

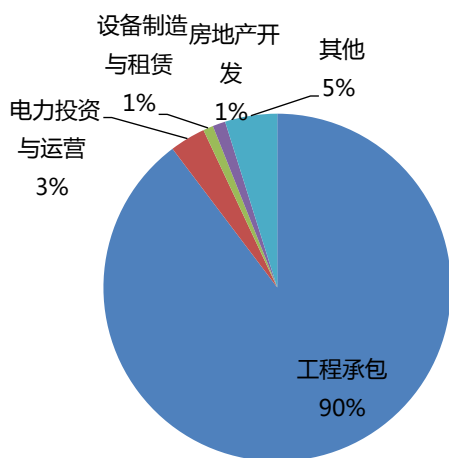
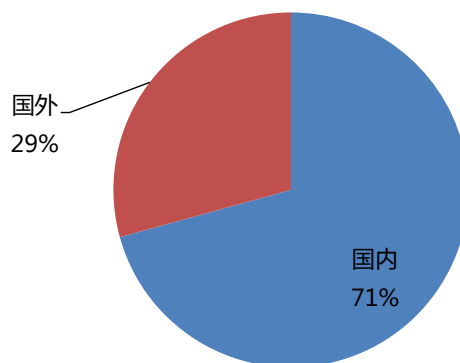


图 2 公司上半年收入的地域构成



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

图 3 2010-2012 年公司单季度收入对比

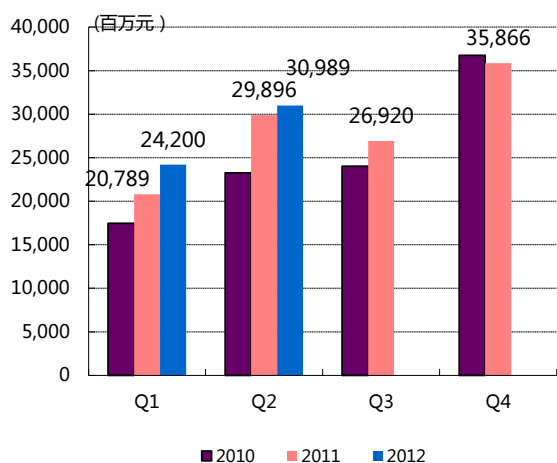
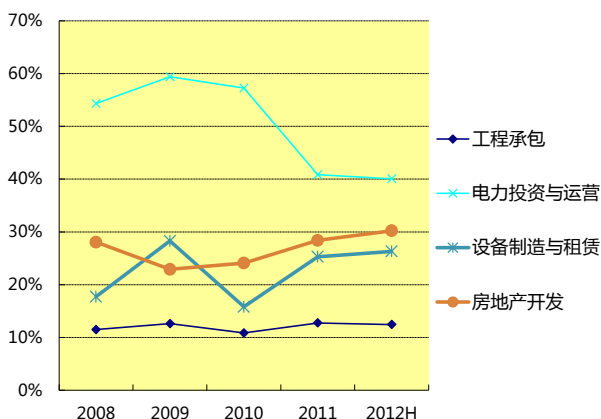


图 4 公司历年各类业务的毛利率



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

表 1 公司单季度的损益表对比分析 (单位: 百万元)

	2011				2012		Q2 单季度 同比(%)	Q2 单季度 环比(%)
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		
一、营业总收入	20,789.06	29,895.88	26,919.90	35,866.05	24,200.01	30,989.03	3.7%	28.1%
二、营业总成本	20,066.55	28,315.41	25,892.02	34,448.31	23,319.34	29,416.77	3.9%	26.1%
营业成本	18,174.97	25,628.62	23,398.66	29,911.05	21,198.59	26,392.23	3.0%	24.5%
<b>毛利率</b>	<b>12.6%</b>	<b>14.3%</b>	<b>13.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>12.4%</b>	<b>14.8%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.4%</b>
销售费用	25.08	29.13	33.82	73.35	35.89	30.85	5.9%	-14.0%
<b>销售费用率</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
管理费用	1,006.28	1,129.66	1,258.17	2,141.18	1,060.97	1,448.37	28.2%	36.5%
<b>管理费用率</b>	<b>4.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.7%</b>	<b>6.0%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.3%</b>

财务费用	369.16	512.77	632.71	997.98	523.36	733.07	43.0%	40.1%
资产减值损失	-14.90	259.66	3.22	328.02	38.89	112.08	-56.8%	188.2%
减值损失率	-0.1%	0.9%	0.0%	0.9%	0.2%	0.4%	-0.5%	0.2%
四、营业利润	769.89	1,630.16	1,061.71	1,476.45	886.79	1,688.35	3.6%	90.4%
加：营业外收入	19.95	64.80	31.45	35.97	17.43	55.20	-14.8%	216.7%
减：营业外支出	48.39	20.17	19.50	15.81	30.21	21.77	7.9%	-27.9%
五、利润总额	741.45	1,674.79	1,073.66	1,496.61	874.00	1,721.78	2.8%	97.0%
减：所得税	44.06	375.32	150.15	475.90	131.95	378.83	0.9%	187.1%
所得税率	5.9%	22.4%	14.0%	31.8%	15.1%	22.0%	-0.4%	6.9%
六、净利润	697.39	1,299.47	923.51	1,020.71	742.05	1,342.94	3.3%	81.0%
减：少数股东损益	24.40	152.12	169.15	-23.69	20.97	49.59	-67.4%	136.5%
归属于母公司净利润	672.98	1,147.34	754.36	1,044.40	721.08	1,293.35	12.7%	79.4%
净利率	3.2%	3.8%	2.8%	2.9%	3.0%	4.2%	0.3%	1.2%
单季度 EPS(元)	0.07	0.12	0.08	0.11	0.08	0.13	12.7%	79.4%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 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	105169	117205	130984	营业收入	113471	130143	152085	174441
现金	32912	33526	36686	42198	营业成本	97113	111533	130429	149489
应收账款	16427	19142	22370	25658	营业税金及附加	2824	3188	3726	4274
其它应收款	4636	5221	6101	6998	营业费用	161	182	228	279
预付账款	6641	7584	8869	10165	管理费用	5535	6247	7224	8286
存货	30819	35136	38520	41206	财务费用	2513	3366	3564	3678
其他	4414	4560	4658	4759	资产减值损失	576	350	450	600
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	200	250	250
固定资产	37129	43187	43995	44191	营业利润	4938	5476	6714	8086
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	176391	191690	208132	利润总额	4987	5526	6764	8136
流动负债	82054	90734	100622	110677	所得税	1045	1050	1353	1749
短期借款	14025	15000	15000	15000	净利润	3941	4476	5411	6387
应付账款	25124	28999	33911	38867	少数股东损益	322	330	410	500
其他	42905	46735	51711	56810	归属母公司净利润	3619	4146	5001	5887
非流动负债	49565	49534	49534	49534	EBITDA	11508	13425	15702	17802
长期借款	40704	40704	40704	40704	EPS (元)	0.38	0.43	0.52	0.61
其他	8861	8830	8830	8830					
负债合计	131619	140268	150157	160212					
少数股东权益	4334	4664	5074	5574					
股本	9600	9600	9600	9600					
资本公积	10884	10884	10884	10884					
留存收益	6581	10727	15728	21614					
归属母公司股东权益	27262	31459	36459	42346					
负债和股东权益	163215	176391	191690	208132					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	5804	11442	15329	17794	成长能力				
净利润	3941	4476	5411	6387	营业收入	11.8%	14.7%	16.9%	14.7%
折旧摊销	4057	4583	5424	6039	营业利润	22.8%	10.9%	22.6%	20.4%
财务费用	2513	3366	3564	3678	归属于母公司净利润	24.3%	14.6%	20.6%	17.7%
投资损失	-190	-200	-250	-250	获利能力				
营运资金变动	-5023	-1003	987	1770	毛利率	14.4%	14.3%	14.2%	14.3%
其它	507	220	193	171	净利率	3.2%	3.2%	3.3%	3.4%
投资活动现金流	-13433	-8471	-8605	-8605	ROE	13.3%	13.2%	13.7%	13.9%
资本支出	13846	6000	6000	6000	ROIC	10.9%	12.2%	13.6%	15.1%
长期投资	-294	-57	200	200	偿债能力				
其他	119	-2528	-2405	-2405	资产负债率	80.6%	79.5%	78.3%	77.0%
筹资活动现金流	27376	-2357	-3564	-3678	净负债比率	75.5%	67.0%	50.7%	32.4%
短期借款	4882	975	0	0	流动比率	1.17	1.16	1.16	1.18
长期借款	6749	0	0	0	速动比率	0.79	0.77	0.78	0.81
普通股增加	3000	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	10165	0	0	0	总资产周转率	0.80	0.77	0.83	0.87
其他	2580	-3332	-3564	-3678	应收账款周转率	7	7	7	7
现金净增加额	19452	614	3160	5512	应付账款周转率	4.36	4.12	4.15	4.11

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。本报告清晰准确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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20257811 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)