

## 中国水电 (601669.SH) 建筑施工行业

评级: 增持 维持评级

公司点评

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

## 中国水电联合中标尼日利亚水电站项目点评

## 事件

- 近期,中国水电下属国际公司联合中国电力工程有限公司中标尼日利亚宗格鲁水电站 EPC 项目并正式签署了项目合同,合同总金额约为 12.94 亿美元,其中中国水电下属国际公司所占合同份额约为 67.5%。

## 评论

**新签项目体量较大:** 1、此次联合体中标 12.94 亿美元,折合成人民币约为 80.62 亿元,公司下属国际公司所占合同份额 67.5%,约为 54.42 亿元,占公司 2011 年营业收入的 4.80%; 2、从合同条件来看,一千瓦对应合同金额约为 1.15 万元; 3、该项目整个工期为 58 个月,一方面由于项目体量较大,另一方面由于海外项目一般施工速度要慢于国内。

**公司海外业务发展良好:** 1、**订单方面**,从 12 年半年报来看,公司海外订单新签 293.58 亿元,同比增长 32.88%,截至 12 年 3 季度末,公司新签海外订单 413.13 亿元; 2、**收入方面**,12 年半年报时,公司海外业务收入增速达到 18.21%,好于国内业务,海外收入和利润占比不断提升; 3、**毛利率方面**,以 12 年半年报为例,海外毛利率为 18.50%,好于国内 11.69%; 4、**战略方面**,公司非常重视海外业务发展,提出“优先发展国际业务”。

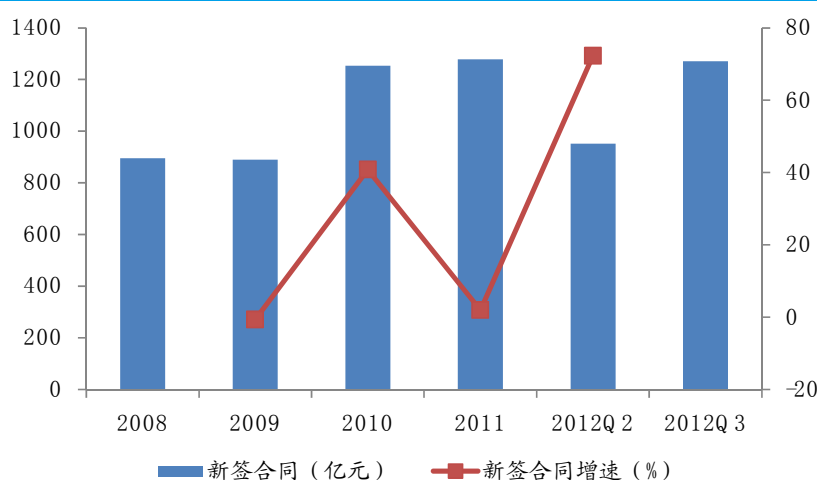
## 我们目前对于中国水电观点:

- 1、12 年水利投资在预期比较高的情况下迟迟未见明显进展,但在目前时点,我们认为未来大型项目审批通过概率在逐步加大,13 年水利投资整体情况要好于 12 年;
- 2、目前公司在手订单充足,截止 12 年年 3 季度末,新签订单 1270.56 亿,预计在手订单已经超过 2800 亿,充足的新签和在手订单可以很好的保证公司未来发展;
- 3、13 年,中水顾问有望注入中国水电,如若达成,强强联合,将会推动中国水电在多领域更好更快发展;
- 4、积极看好公司未来发展,建议大资金将其作为重要考虑品种。

## 投资建议

预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.44、0.54、0.69 元,分别对应 9、7、5 倍估值水平,维持“增持”评级。

图表 1: 公司 12 年新签订单保持较快增速



来源: 国金证券研究所

图表2: 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

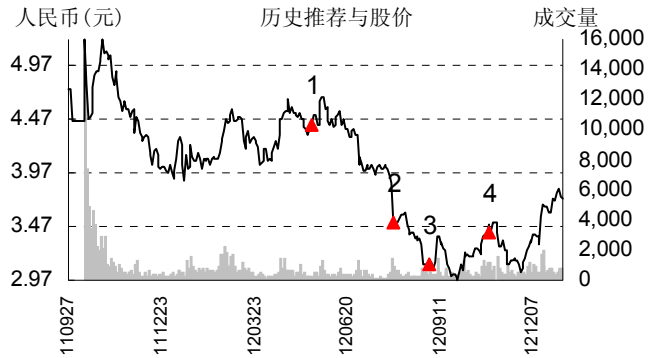
比率分析

	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%

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
3	2012-08-31	增持	3.11	N/A
4	2012-10-31	增持	3.41	N/A

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

**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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net