

掌商业地产利器在手，净利增长提速

——中国水电（601669）事件点评

2013年5月11日

推荐/维持

中国水电

事件点评

建筑工程行业分析师

郑闵钢

 电话：010-66554031
 zhengmg@dxzq.net.cn

执业资格证号：S1480510120012

张鹏

 电话：010-66554029
 zhangpeng@dxzq.net.cn

执业资格证号：S1480512060003

事件：

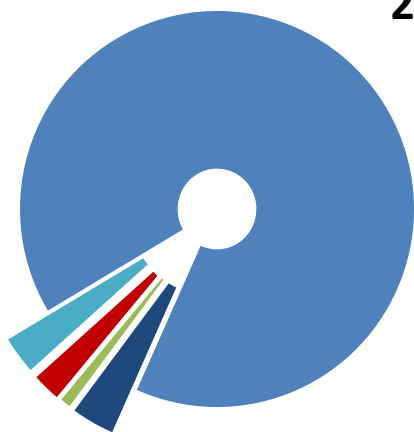
5月11日公司发布公告，公司下属控股子公司水电地产公司取得南国置业实际控制权。

1、地产业务才起步，发展空间巨大

公司的主营业务由四大板块构成，分别是工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁和房地产，其中工程承包是公司的传统业务。截止2012年末公司营业收入1254.04亿元，其中建筑工程承包1131.71亿元，占比为90.25%；电力投资与运营44.10亿元，占比为3.52%；房地产开发28.80亿元，占比为2.30%；设备制造与租赁10.81亿元，占比为0.86%；其它38.62亿元，占比为3.07%。公司是国资委规定可从事房地产开发的16家央企之一，虽然公司房地产业务起步较晚，但近二年发展速度较快。目前公司房地产开发项目主要位于北京、成都、长沙等大中城市，初步建立了以“京津冀都市圈”、“成渝经济区”、“长株潭城市群”、“武汉城市圈”、“环渤海经济圈”等城市群为核心多项目、跨区域的战略格局。结合新城市化以质量为本的发展思路，公司将积极创新房地产的商业模式，房地产业务发展空间很大。

图 1：公司 2012 年收入构成

2012年收入构成



- 建筑工程承包(%)
- 电力投资与运营(%)
- 设备制造与租赁(%)
- 房地产(%)
- 其它 (%)

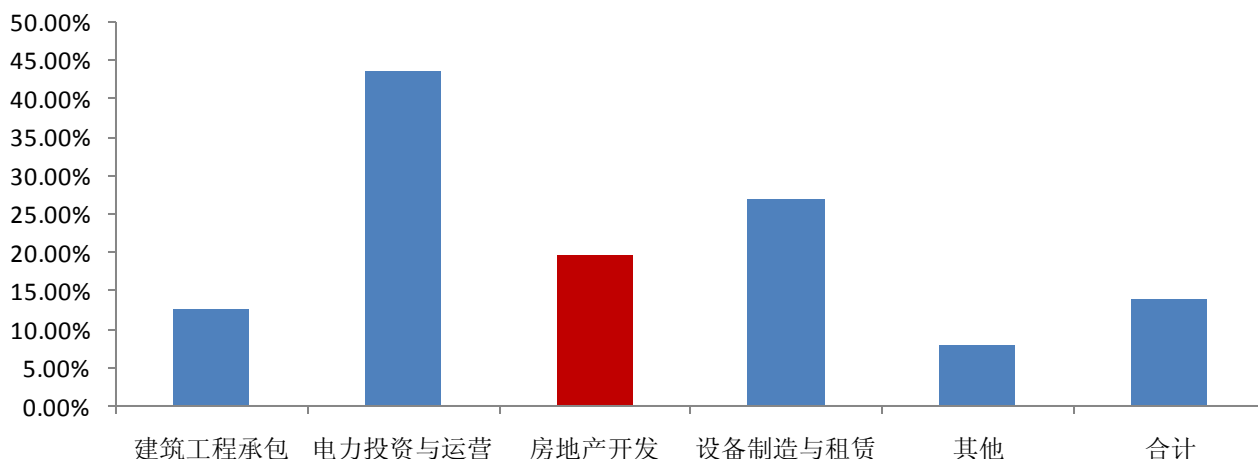
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2、取得南国置业实际控制权极有利于公司做大做强房地产

2012年，房地产业务的毛利率为19.68%，较上年28.40%减少8.72个百分点。毛利率低的主要原因是目前公司开发的房地产项目以中低端项目居多，毛利水平较低。2012年除土地一级开发外，开发的房地产项目经济适用房和保障房的收入占比增加。公司房地产开发项目急待向中高端发展，只有向中高端发展才能提高公司取得更多城市的房地产开发项目的的能力。而在之前中国水电在房地产商业项目开发上缺少开发能力，在与其它强势房地产公司的竞争中，在城市综合性开发土地的取得上缺乏优势。

图 2：公司 2012 年各板块业务毛利率情况

2012年公司各板块的毛利率（%）

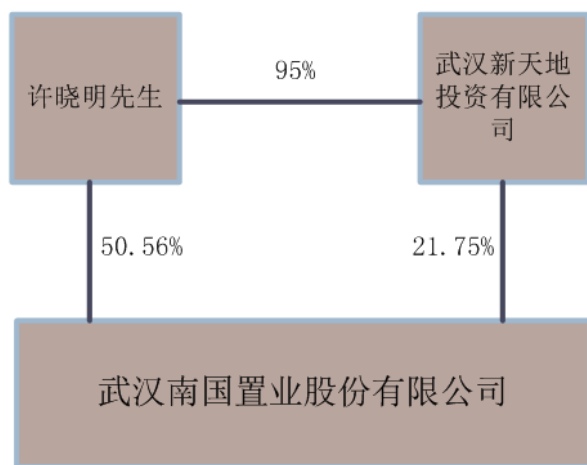


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

之前公司下属控股子公司水电地产通过收购南国置业控股股东许晓明先生的权股（收购武汉新天地投资有限公司100%股权及武汉南国置业股份有限公司不超过8%股权），收购后中国水电地产公司合计持有南国置业总股本的29.75%，为南国置业的第二大股东。目前公司发布公告，南国置业第一大股东许晓明先生已同意在其作为南国置业第一大股东时，放弃其所持南国置业15%股权对应的表决权，并认可水电地产取得南国置业的实际控制权。至此，中国水电下属控股子公司水电地产取得南国置业实际控制权。

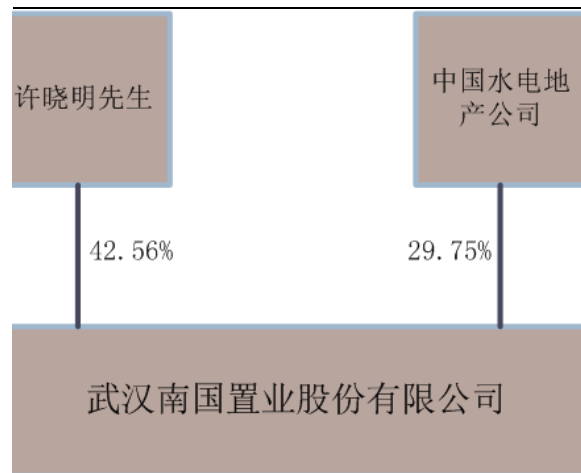
南国置业是武汉地区房地产开发企业的龙头，精于商业地产的开发、专于商业和物业的运营。南国置业1999年的“南国·中央花园”首次将“家园+公园”的理念引入社区，初步打开市场；2001年的“南国·南湖都会”项目则是南国置业做商业地产的首次尝试，并获得了巨大成功，南国置业从此开始了商业地产之路。2005年，南国置业打造“南国·大武汉家装”项目获得巨大成功，形成了专业市场、城市广场和住宅三大系列产品，目前，南国置业的“物业销售、统一经营、收益共享”经营模式具备竞争优势，南国置业拥有的优势商业运营能力已被市场证明并进入一个快速扩张期。现在中国水电取得对南国置业的实际控制权，使得中国水电的房地产开发业务拥有商业地产的利器，公司房地产业务发展将提速，公司盈利能力将大大提高。

图 3：南国置业原股权结构图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 4：南国置业现股权结构图



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

结论

2013年公司各项业务将有一个良好上升，水电水利业务在国内和国际上的市场份额将进一步扩大，行业地位也将进一步提升。公司是国资委规定可从事房地产开发的16家央企之一，目前公司房地产开发项目主要位于北京、成都、长沙等大中城市，初步建立了以“京津冀都市圈”、“成渝经济区”、“长株潭城市群”、“武汉城市圈”、“环渤海经济圈”等城市群为核心多项目、跨区域战略格局。结合新城市化以质量为本的发展思路，公司将积极创新房地产的商业模式，房地产业务发展空间巨大。南国置业是武汉地区房地产开发企业的龙头，精于商业地产的开发、专于商业和物业的运营。中国水电下属控股子公司水电地产取得南国置业实际控制权，有利于公司房地产业务的提升和扩展。中国水电房地产开发业务已拥有商业地产的利器，公司房地产业务发展有望提速，公司盈利能力也将大大提高。预计公司2013-2015年实现营业收入1512.84亿元、1749.33亿元和1940.66亿元，每股收益分别为0.55元、0.66元和0.76元。对应PE分别为6.29、5.26和4.60。按照公司13年业绩10倍PE计算，公司6个月目标价5.55元，维持公司“推荐”评级。

资产负债表	单位:百万元				利润表	单位:百万元			
	2012A	2013E	2014E	2015E		2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	100766	114063	130785	144548	营业收入	127037	151284	174933	194066
货币资金	27080	30257	34987	38813	营业成本	109458	130825	150751	166897
应收账款	18585	22796	26360	29243	营业税金及附加	2985	3631	4198	4658
其他应收款	5218	6213	7185	7971	营业费用	195	242	280	311
预付款项	7003	7657	8411	9245	管理费用	6127	6505	8047	8927
存货	38901	43011	49562	54870	财务费用	2656	3217	3478	3937
其他流动资产	356	380	404	423	资产减值损失	442.83	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	80760	74198	72227	70551	公允价值变动收益	-7.27	4.00	4.00	4.00
长期股权投资	2208	2208	2208	2208	投资净收益	148.72	180.00	180.00	180.00
固定资产	40919.06	40904.06	41040.38	41640.89	营业利润	5314	7049	8364	9521
无形资产	16501	14851	13201	11550	营业外收入	291.07	200.00	200.00	200.00
其他非流动资产	562	562	1000	1000	营业外支出	89.36	100.00	100.00	100.00
资产总计	181527	188261	203013	215099	利润总额	5516	7149	8464	9621
流动负债合计	86135	84425	90817	94528	所得税	1155	1501	1777	2020
短期借款	8151	796	1838	1214	净利润	4361	5648	6686	7600
应付账款	28263	34050	39237	43439	少数股东损益	267	320	320	320
预收款项	23142	23142	23142	23142	归属母公司净利润	4094	5328	6366	7280
非流动负债合计	60531	68066	75470	82797	EBITDA	28595	16209	18250	20134
长期借款	42712	49712	56712	63712	BPS (元)	0.43	0.55	0.66	0.76
其他非流动负债	333	747	1151	1478	主要财务比率				
负债合计	146666	152491	166286	177324		2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	3931	4251	4571	4891	成长能力				
实收资本(或股本)	9600	9600	9600	9600	营业收入增长	12.0%	19.09%	15.63%	10.94%
资本公积	10894	10894	10894	10894	营业利润增长	385.7%	32.64%	18.65%	13.83%
未分配利润	10082	10116	10434	10798	归属于母公司净利润增长	244.7%	30.12%	19.50%	14.36%
归母公司股东权益合计	30930	31105	31741	32469	获利能力				
负债和所有者权益	181527	187846	202598	214684	毛利率(%)	14%	14%	14%	14%
现金流量表	单位:百万元				净利率(%)	3%	4%	4%	4%
	2012A	2013E	2014E	2015E	总资产净利润(%)	2%	3%	3%	3%
经营活动现金流	189	10472	9746	12429	ROE(%)	13%	17%	20%	22%
净利润	4361	5648	6686	7600	偿债能力				
折旧摊销	20625.18	0.00	6408.90	6676.17	资产负债率(%)	81%	81%	82%	83%
财务费用	2656	3217	3478	3937	流动比率	1.17	1.35	1.44	1.53
应付帐款的变化	0	5787	5186	4202	速动比率	0.72	0.84	0.89	0.95
预收帐款的变化	0	0	0	0	营运能力				
投资活动现金流	0	815	-4254	-4816	总资产周转率	0.74	0.82	0.90	0.93
公允价值变动收益	0	4	4	4	应收账款周转率	7.26	7.31	7.12	6.98
长期投资	2208	2208	2208	2208	应付账款周转率	4.76	4.86	4.77	4.69
投资收益	149	180	180	180	每股指标(元)				
筹资活动现金流	0	-8111	-762	-3787	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.55	0.66	0.76
短期借款	8151	796	1838	1214	每股净现金流(最新摊薄)	0.03	0.33	0.49	0.40
长期借款	42712	49712	56712	63712	每股净资产(最新摊薄)	3.22	3.24	3.31	3.38
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	10	0	0	0	P/E	8.18	6.29	5.26	4.60
财务费用	0.00	-3217	-3478	-3937	P/B	1.08	1.08	1.06	1.03
现金净增加额	189	3176	4730	3827	EV/EBITDA	2.65	4.45	4.14	3.88

分析师简介

郑闵钢

房地产、建筑工程行业资深研究员，基础产业小组组长，东南大学土木工程系毕业，2007年加盟东兴证券研究所从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。

张 鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010年起在证券业从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐： 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。