

中国水电 (601669)

多元化驱动持续成长, 13年业绩有望提速

推荐 (首次)

现价: 3.42 元

主要数据

行业	平安建筑和工程
公司网址	www.sinohydro.com/gufen
大股东/持股	中国水利水电建设集团公司/66.05%
实际控制人/持股	中国电力建设集团有限公司/66.71%
总股本(百万股)	9,600
流通 A 股(百万股)	3,003
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	337.92
流通 A 股市值(亿元)	105.71
每股净资产(元)	3.31
资产负债率(%)	81.3

行情走势图



相关研究报告

《行业景气迎高潮, 水利股投资有机会》行业深度研究报告 20130412

证券分析师

励雅敏

投资咨询资格编号
S1060513010002
021-38635563
liyamin860@pingan.com.cn

研究助理

杜市伟

一般证券从业资格编号
S1060112040036
021-38639691
DUSHIWEI395@pingan.com.cn

投资要点

■ 全球水利水电建设巨头, 非水利水电基建业务快速发展

中国水电是国内少数几个拥有水利水电施工总承包特级资质的企业之一、国内规模最大的水利水电建设企业, 占据国内大中型水利水电工程 65% 的市场份额。2012 年公司位列全球最大 225 家国际承包商第 14 位, 国内上榜企业中第 6 位。公司业务包括建筑工程承包、电力投资与运营、房地产开发、租赁与设备制造以及其他, 其中工程承包是公司核心业务, 贡献公司近 90% 收入。近年来公司非水利水电工程业务发展快, 2012 年新签合同中约 2/3 为非水利水电基建业务; 分地区看, 海外业务收入占比稳步提升, 2012 年达到 27.7%。

■ 行业增速放缓, 关注水利水电和轨道交通细分领域

2012 年国内建筑市场超过 22 万亿, 预计未来 5 年增速将放缓至 15%-20%, 带给建筑企业影响是, 一方面行业竞争分化将加剧, 优势企业市场份额提升; 另一方面整体利润率将会回落。“十二五”规划目标压力下, 未来三年水电核准速度有望加快; 2012 年发改委批复各地轨道交通规划投资近万亿元, 未来几年有望呈现爆发性增长。从业内竞争格局上看, 水电、铁路工程市场垄断格局受资质限制影响难以在短期内被打破, 而其他基建类有望呈现多极化发展。

■ 多元化驱动持续成长, 地产将成公司 13 年业绩亮点

作为国资委直属企业控股企业、国内最大水利水电建设企业, 公司在信息资源、信贷资源优势较为明显, 加上其完善的营销网络、丰富的工程经验, 公司竞争优势突出。以此为基础实施多元化经营有助于充分挖掘区域市场潜力, 进而实现持续成长。2013 年南国置业将合并报表, 贡献约 30 亿元房地产业务收入, 另外水电地产项目竣工面积大幅增加, 预计实现 80 亿元收入, 两者合计 13 年地产业务收入将达到 110 亿元, 增长 282%, 成公司 13 年业绩亮点。

■ 首次覆盖给予“推荐”评级, 目标价 4.24 元

我们预计公司 2013-2014 年实现归属母公司股东净利润分别为 51.0 亿元 (YoY 24.6%)、60.1 亿元 (YoY 17.8%), 对应 EPS 分别为 0.53 元、0.63 元, 目前股价对应动态 PE 为 6.6 倍、5.6 倍。中水顾问资产注入、大型水电项目核准将催化公司股价, 考虑公司成长的确定性、低估值、催化剂等因素, 首次覆盖给予“推荐”评级, 目标价 4.24 元。

■ 风险提示:

工程进度慢于预期、海外政治经济风险、地产调控风险

	2011A	2012A	2013E	2014E
营业收入(百万元)	113,471	127,037	159,118	192,673
YoY(%)	11.8	12.0	25.3	21.1
净利润(百万元)	3,619	4,094	5,102	6,008
YoY(%)	24.3	13.1	24.6	17.8
毛利率(%)	14.4	13.8	14.0	13.8
净利率(%)	3.2	3.2	3.2	3.1
ROE(%)	13.3	13.2	14.2	14.5
EPS(摊薄/元)	0.38	0.43	0.53	0.63
P/E(倍)	9.3	8.3	6.6	5.6
P/B(倍)	1.2	1.1	0.9	0.8

正文目录

一、全球水利水电建设巨头	6
二、基建空间大，水利水电与轨道交通成 13 年结构性亮点	7
2.1 行业空间超过 20 万亿，增速放缓将导致竞争分化	7
2.2 水电建设：国内核准速度有望加快，亚非拉等海外市场诱人	9
2.3 基建投资逆周期重现，轨道交通建设成新亮点	10
2.4 业内竞争格局：水电、铁路工程垄断继续，其他基建类有望呈多极化发展.....	15
三、多元化驱动持续成长，地产业务将成 13 年业绩亮点	16
3.1 特色明显，股东背景强大、营销网络完善、工程经验丰富构筑竞争优势	16
3.2 工程板块：业务领域及模式逐步多元化，预计 13 年收入增速 21%	18
3.3 地产业务：携手南国置业再次起飞，预计 2013 年收入增长 282%.....	20
3.4 电力投资业务、设备制造与租赁业务稳步开展.....	21
四、订单保障性强，费用控制有待进一步提高	23
4.1 订单保持高增长，业绩增长确定性强	23
4.2 财务对比：中国水电毛利率与费用率双高	24
五、盈利预测与投资建议	26
5.1 预计 2013 年净利润增长 24.6%，实现 EPS 0.53 元.....	26
5.2 估值及投资建议：首次覆盖给予“推荐”评级	27
六、风险提示.....	28

图表目录

图表 1	公司股权结构	6
图表 2	07-12 年公司营收复合增速 20.2%	6
图表 3	07-12 年公司净利润复合增速 17.6%	6
图表 4	海外收入占比逐步提高	7
图表 5	海外业务毛利率明显高于国内	7
图表 6	建筑工程承包业务贡献公司近 90%收入	7
图表 7	FAI 增速维持在 20%以上 (单位: %)	8
图表 8	我国经济面临下行压力 (单位: %)	8
图表 9	建筑企业数量持续增加	8
图表 10	建筑企业产值利润率稳步提高	8
图表 11	预计 2020 年水电装机容量占比 22%	9
图表 12	2011 年电力装机容量结构	9
图表 13	近年来水电核准装机容量逐步提高	10
图表 14	全球各区域水电开发程度	10
图表 15	12 年以来基建投资增速步入上行通道	11
图表 16	铁路建设投资不断提高	11
图表 17	公路固定资产投资出现萎缩	11
图表 18	水利水电投资增速不断加快	11
图表 19	未来 3 年公路规划投资额年均 8300 亿元	12
图表 20	2013 年铁路规划投资增速仅 0.3%	12
图表 21	建筑工程承包业务贡献公司近 90%收入	12
图表 22	06-08 年国内大中型水利水电工程市场格局	15
图表 23	水利与房建资质企业数量对比 (单位: 家)	15
图表 24	中交建 2012 年新签合同分业务结构	16
图表 25	2012 年中国建筑新签合同结构	16
图表 26	2012 年中国中铁新签合同结构	16
图表 27	2012 年中国铁建新签合同结构	17
图表 28	2012 年中国水电新签合同结构	17
图表 29	公司工程经验丰富	17
图表 30	公司进入城市轨道交通领域的里程碑——深圳地铁 7 号线	18
图表 31	公司新签合同量逐步提高	19
图表 32	海外合同占比逐步提高	19
图表 33	公司海外收入占比不断提升	19
图表 34	海外业务毛利率明显高于国内	19
图表 35	预计公司 2013 年工程业务收入 1373 亿元	19

图表 36	公司地产业务收入“四年十倍”	20
图表 37	公司地产项目的地区分布	20
图表 38	南国置业部分项目案例	20
图表 39	08-12 年公司电力业务复合增速 38.9%	22
图表 40	公司电力装机容量结构	22
图表 41	电力运营毛利率保持高位	23
图表 42	12 年设备租赁与制造业务毛利率继续提升	23
图表 43	各公司 12 年存量订单与 12 年收入比值	23
图表 44	2012 年公司新签订单结构	23
图表 45	中国水电订单增速相对稳定	24
图表 46	中国水电综合毛利率最高	24
图表 47	2012 年中国水电工程毛利率最高	24
图表 48	中国水电期间费用率最高	25
图表 49	中国水电销售费用率较低	25
图表 50	中国水电管理费用率略高于其他央企	25
图表 51	中国水电财务费用率明显偏高	25
图表 52	中国水电资产负债率处于平均水平	26
图表 53	中国水电长期负债率高	26
图表 54	公司主营业务分产品预测假设表	26
图表 55	各大建筑央企估值对比	27

报告要点

主要观点与逻辑

1. 行业增速放缓，业内竞争将分化，水利水电和轨道交通成结构性亮点。行业市场空间足够大，未来增速在 15%以上，但相比之前有所放缓，大型企业市场份额有望提升，但毛利率将随着竞争加剧有所下滑。水电、铁路工程市场的垄断格局受资质限制影响难以在短期内被打破，而其他基建类有望朝多头垄断格局发展。在“十二五”规划压力下，未来三年水电核准速度有望加快；2012 年发改委批复各地轨道交通规划投资近万亿元，未来几年有望呈现爆发性增长。
2. 多元化驱动公司持续成长。作为国资委直属企业控股企业、国内最大水利水电建设企业，在信息资源、信贷资源优势较为明显，加上其完善的营销网络、丰富的工程经验，公司竞争优势突出。以此为基础实施多元化经营有助于充分挖掘区域市场潜力，进而实现持续成长。
3. 我们预计公司 2013-2014 年实现归属母公司股东净利润分别为 51.0 亿元 (YoY 24.6%)、60.1 亿元 (YoY 17.8%)，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.63 元，目前股价对应动态 PE 为 6.6 倍、5.6 倍。考虑公司成长的确定性、低估值、催化剂等因素，首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 4.24 元。

与市场不同之处

1. 我们预计 2013 年公司地产业务增长 282%，这是业绩超出市场预期的主要因素。一方面是由于合并南国置业报表，贡献 30 亿元收入，另一方面是由于公司 2013 年竣工面积将大幅增加，有望实现 80 亿元收入。
2. 经营业务多元化是公司发展的必然，也是公司业绩持续增长的重要保障。公司在水利水电建设市场的垄断地位是无法撼动的，从“水利水电工程——>其他基建类”拓展比从“其他基建类——>水利水电工程”拓展难度要小得多，这也是公司相对于其他建筑央企的优势之一。
3. 我们采用“分年度、不同结转率”方法，以过去 5 年新签合同额为基础，来预测未来工程业务收入，这与行业特征相匹配。

关键假设

公司项目施工周期平均为 5 年，假设某年度新签合同在后续五年中结转收入比例分别为 15%、20%、20%、20%、25%；公司地产项目进度及销售情况良好。

股价催化剂

1. 中水顾问资产注入；

目前电建集团正在稳步推进企业改制等各项工作，2012 年中水顾问集团净利润约为 21 亿元，达到中国水电 12 年净利润的 52%，一旦资产实现注入，将显著增厚公司业绩。另外中水顾问净利润率高达 15%左右，将显著提升公司盈利能力。

2. 大型水电站被发改委核准。

11 年、12 年水电核准速度因环保和移民问题放缓，但在“十二五”规划目标以及节能减排目标任务要求下，水电核准速度必须加快。我们认为发改委对新项目的核准有望带动公司订单增长，同时提升公司估值。

风险提示

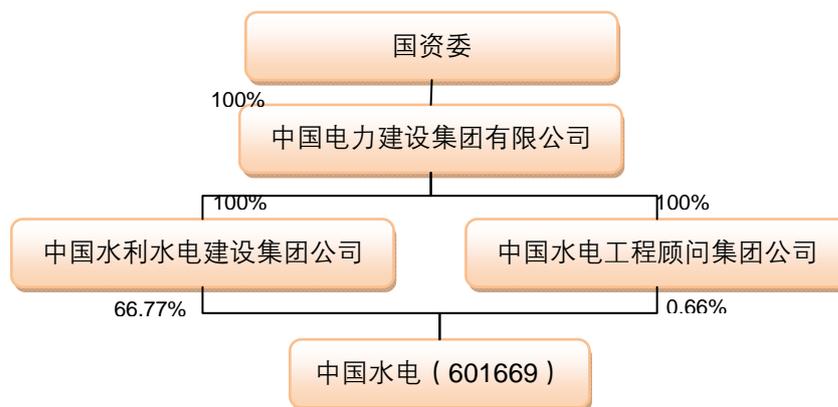
工程进度慢于预期、海外政治经济风险、地产调控风险。

一、全球水利水电建设巨头

中国水电是世界五百强企业——中国电力建设集团的骨干公司，中国规模最大的水利水电建设企业。2012年公司实现营业收入1270亿元，位列全球最大225家国际承包商第14位，国内上榜企业中位居第6位。

公司是国内少数几个拥有水利水电施工总承包特级资质的企业之一，先后承担了包括三峡、小浪底、二滩、小湾、龙滩、溪洛渡、向家坝、锦屏、拉西瓦、南水北调等在内的国内大部分大中型水电站和水利工程的主要建设任务。目前公司已经与全球60多个国家和地区进行了工程承包建设和经济技术合作，在大中型水利水电工程领域拥有国内65%、全球50%的市场份额。

图表1 公司股权结构



资料来源：公司资料、平安证券研究所

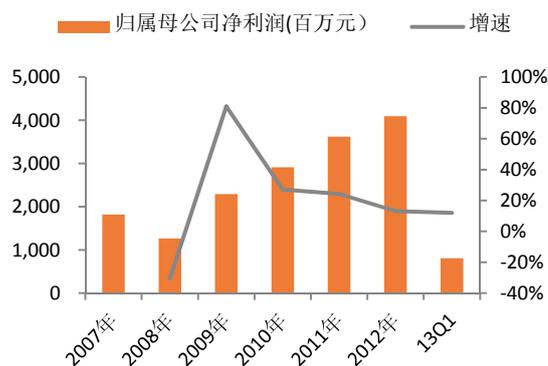
近年来公司持续增长，并于2010年步入千亿企业行列。2007-2012年公司营业收入与归属母公司股东净利润复合增速分别为20.2%和17.6%。其中海外业务占比呈上升态势，非水利水电业务快速发展导致了公司水利水电业务占比有所下滑。

图表2 07-12年公司营收复合增速20.2%



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表3 07-12年公司净利润复合增速17.6%

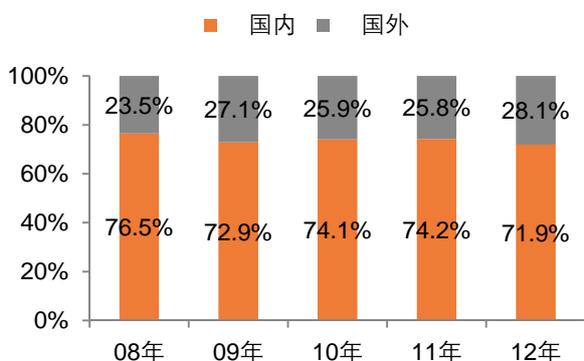


资料来源：公司报告，平安证券研究所

海外收入占比逐步提高

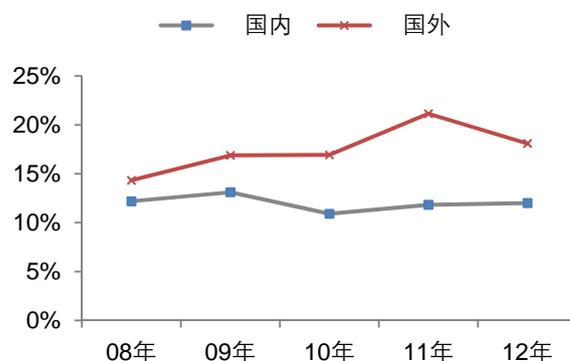
从公司过去经验看，海外业务毛利率明显高于国内。从收入构成上看，2012年公司海外业务实现业务收入352亿元，占总收入比重从08年的23.5%提高至28.1%。预计公司未来海外收入占比将进一步提升。

图表4 海外收入占比逐步提高



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表5 海外业务毛利率明显高于国内

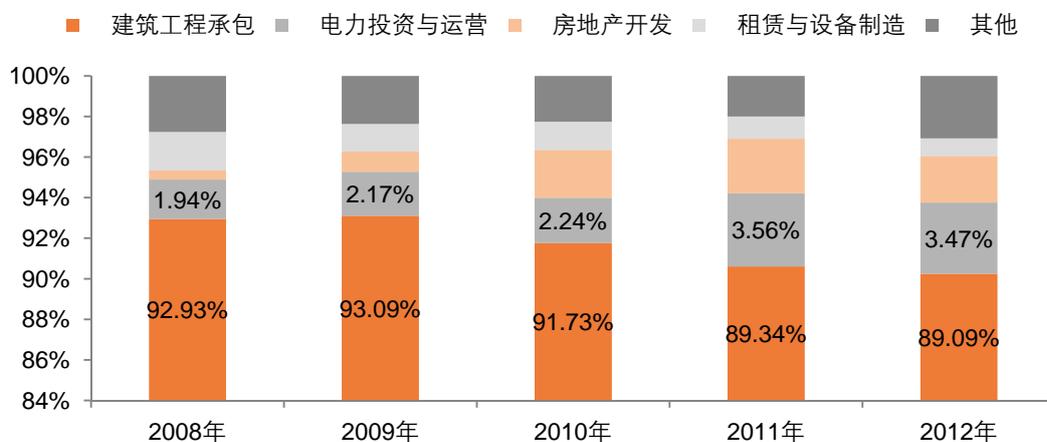


资料来源：公司资料，平安证券研究所

业务结构：以建筑工程承包为核心业务

目前公司业务主要包括建筑工程承包、电力投资与运营、房地产开发、租赁与设备制造以及其他。其中工程承包业务贡献公司全部收入近九成，其次是电力投资与运营业务(2012年收入占比3.47%)、房地产开发业务(2012年收入占比2.27%)。

图表6 建筑工程承包业务贡献公司近90%收入



资料来源：公司资料，平安证券研究所

二、基建空间大，水利水电与轨道交通成13年结构性亮点

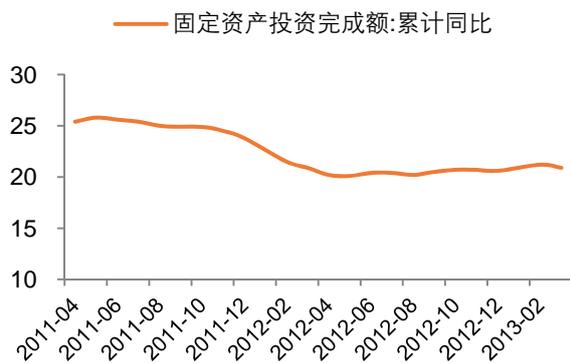
2.1 行业空间超过20万亿，增速放缓将导致竞争分化

■ 2012 年建筑工程行业市场超过 22 万亿元，预计未来 5 年复合增速区间为 15-20%

2012 年我国固定资产投资总额高达 37.5 万亿元，《中国统计年鉴》数据显示，全社会每年的固定资产投资中超过 60%用于建筑安装工程，我们按照 60%比例计算，2012 年建筑工程行业市场容量超过 22 万亿元。

投资依赖的经济增长模式难以改变，未来行业增速保持在 15%以上。尽管投资拉动的经济模式一直被诟病，但在消费惯性、成本高涨以及人民币升值压制下的出口等制约下，投资依然是经济较快增长的最佳保障，也是政府较为倾向的方式。无论是 2009 年推出的“四万亿”经济刺激计划，还是目前各地约 20 万亿的投资规划，都充分证明了这点。根据平安宏观研究组预测，未来 5 年我国投资增速在 15%以上，相应建筑工程市场增速也在 15%以上。

图表7 FAI增速维持在20%以上（单位：%）



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表8 我国经济面临下行压力（单位：%）

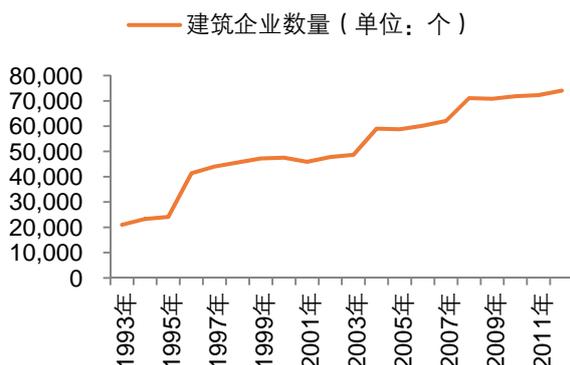


资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

■ 行业增速放缓将导致利润率回落、行业竞争分化

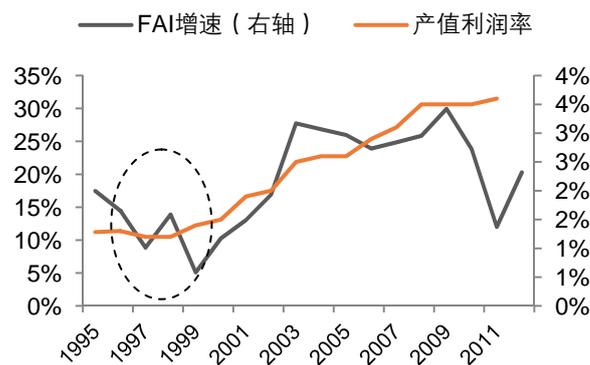
建筑行业集中度非常低，中国建筑作为国内最大的建筑工程承包企业，其市场份额不足 2%，中国水电仅为 0.5%左右。这与行业特征密切相关，1) 建筑异质性特征明显，加之项目单体的地域分散特征，导致企业难以规模化生产；2) 行政区域划分导致的区域壁垒。

图表9 建筑企业数量持续增加



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表10 建筑企业产值利润率稳步提高



资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

行业增速下滑将导致竞争加剧，对大型企业的主要影响是利润率的下降。我国固定资产投资经过多年高速增长之后，向较快平稳增长过渡是大概率事件。从行业整体以及历史角度看，在投资增速持续下滑阶段（1995-1999 年）行业产值利润率出现了小幅下滑，之后随着经济的高速发展，行业产

值利润率得到了稳步提升，产生这种现象的逻辑是：投资增速下滑——>行业竞争加剧——>利润率下降。我们预计随着未来一段时间投资增速下滑，行业整体的利润率水平将会出现小幅回落。

行业竞争加剧的另外一种结果就是加速行业分化，强者恒强的局面将进一步强化。行业竞争加剧的直接体现有：1) 工程报价竞争更加激烈；2) 附加服务要求更高。作为大型企业，其资金、渠道、品牌优势较为突出，其市场份额有望持续提升。

2.2 水电建设：国内核准速度有望加快，亚非拉等海外市场诱人

■ 我国水资源丰富，但目前水电开发程度不足 3 成

我国水电资源丰富，水力资源理论蕴藏量平均功率为 6.9 亿千瓦；技术可开发装机容量 5.42 亿千瓦，年发电量 2.47 万亿千瓦时，经济可开发装机容量 4.02 亿千瓦，年发电量 1.75 万亿千瓦时，三项指标均居世界第一。

截止到 2012 年底，我国水电装机容量约为 2.49 亿千瓦，其中东部水电已开发完毕，中部水电开发程度也已将近八成。2011 年我国水电发电量共计 6507 亿千瓦时，按照技术可开发量计算，目前我国水电开发程度仅为 27% 左右。

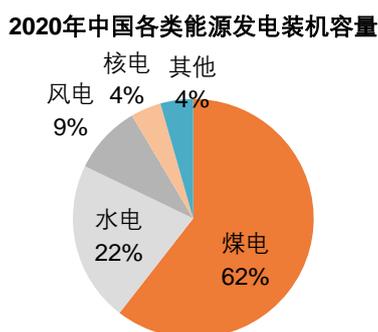
■ “十二五”开局水电核准速度慢于预期，生态破坏、移民补偿与安置制约水电发展

2011 年、2012 年发改委新核准水电装机容量 1268 万千瓦，1890 万千瓦，低于至少 2400 万每年的规划预期。造成进度缓慢的主要原因是水电建设涉及的移民问题和环保问题。

水电站建设必然导致一定程度的生态破坏，兴利除弊难题增加论证及技术开发难度。一方面，由于水能的利用一般采用抬高水位修建水库，这样会淹没一些植被以及部分生物的生长环境；另一方面导致河道改道，原河道水生生物生存环境发生变化，进而导致部分种群减少或者死亡。

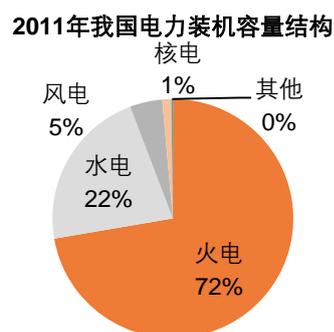
移民补偿与安置的现实问题是制约水电发展的另一重要因素。目前移民环节主要面临两个方面的问题，一是拆迁补偿标准及公平性问题，另一方面是移民搬迁后的生存发展问题。

图表11 预计2020年水电装机容量占比22%



资料来源：《电力工业十二五规划滚动研究报告》，平安证券研究所

图表12 2011年电力装机容量结构



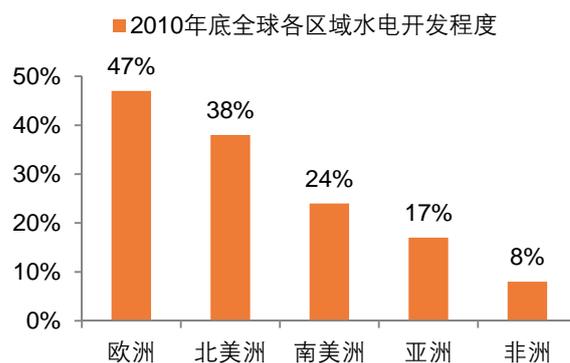
资料来源：中电联，平安证券研究所

图表13 近年来水电核准装机容量逐步提高



资料来源: 发改委, 平安证券研究所

图表14 全球各区域水电开发程度



资料来源: 能源局、平安证券研究所

■ 规划目标压力之下, 2013年起水电核准有望加速

国家发改委 2007 年 8 月发布的《可再生资源中长期发展规划》指出, 力争到 2020 年可再生能源消费量达到能源消费总量的 15%。原国家能源局局长张国宝曾表示, 为达到 2020 年节能减排目标, 2020 年中国水电装机容量须达到 3.8 亿千瓦, 其中常规水电 3.3 亿千瓦, 抽水蓄能 5,000 万千瓦。

国家能源局于 2012 年 7 月发布的《水电发展十二五规划》指出, “十二五”期间水电应新增投产 7400 万千瓦, 开工 1.2 亿千瓦以上, 照此计算“十二五”期间每年新开工水电约 2040 万千瓦以上。而 2011、2012 年水电核准速度缓慢, 如果要完成“十二五”规划以及 2020 年节能减排要求, 加快水电核准速度将是必然选择。

■ 海外市场诱人, 亚非拉地区市场潜力大

全球水能资源理论蕴藏量约为 39.9 万亿千瓦时, 技术可开发量约 14.6 万亿千瓦时, 经济可开发量约 8.7 万亿千瓦时。到 2010 年底, 全球水电装机容量超过 10 亿千瓦, 开发程度约为 25%。分区域看, 欧美开发程度最高, 而非洲开发程度最低, 不足 10%。

亚洲、南美洲将于 2025 年左右完成水电大规模开发任务, 非洲市场外资机会大。发达国家基本完成了水电开发; 亚洲、南美洲等地区的多数国家已经制定了发展规划, 计划在 2025 年左右基本完成水电大规模开发; 非洲部分地区水资源丰富, 但资金、技术缺乏, 外资企业的机会比较大。

2.3 基建投资逆周期重现, 轨道交通建设成新亮点

■ 基建投资增速不断上扬, 超出固定资产投资增速近 5 个百分点

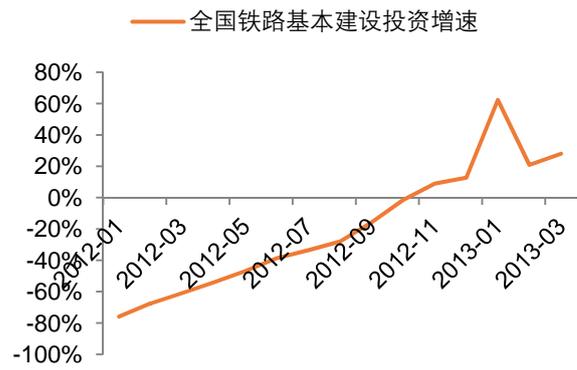
与不断下滑的固定资产投资增速明显不同, 我国基建投资增速从 12 年开始就进入上行通道, 2013 年一季度基建投资增速上升至 25.6%, 高出同期 FAI 增速近 5 个百分点, 逆周期特征再次得到验证。其中铁路、水利投资增速较快, 2013Q1 全国铁路基本建设投资增速高达 28%, 水利管理业固定资产投资增速高达 33.6%。

图表15 12年以来基建投资增速步入上行通道



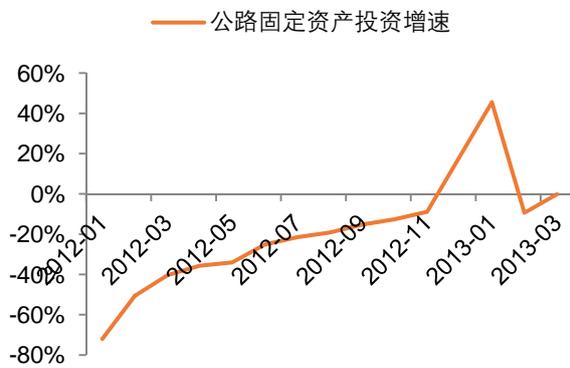
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表16 铁路建设投资不断提高



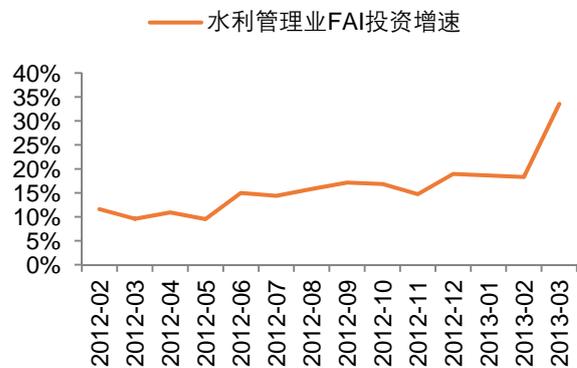
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

图表17 公路固定资产投资出现萎缩



资料来源: 交通部, 平安证券研究所

图表18 水利水电投资增速不断加快



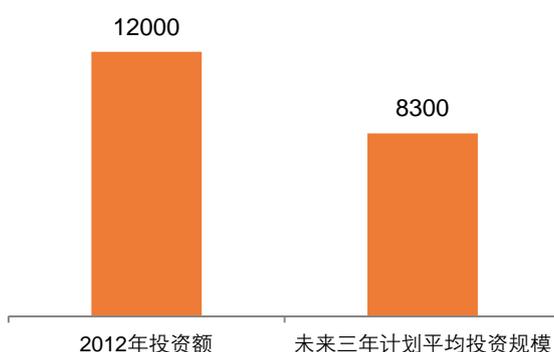
资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

■ 除非投资大幅超规划, 否则铁路、公路投资高点已经过去

根据原铁道部规划, 2013 年铁路投资规模将达到 5200 亿元, 相比 2012 年增幅仅为 0.3%。除非铁路投资规划大幅超预期, 否则铁路投资年内高点已经过去。

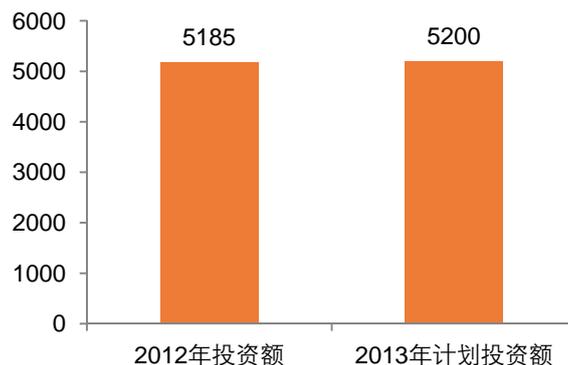
同样对于公路投资也是如此。2013Q1 全国公路固定资产投资增速-0.15%。根据规划, “十二五”后三年, 公路投资规模 2.5 万亿元, 年均投资规模约 8300 亿元, 相比 12 年接近 1.2 万亿的投资规模, 有所下滑, 因此年内公路投资不容乐观。

图表19 未来3年公路规划投资额年均8300亿元



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

图表20 2013年铁路规划投资增速仅0.3%



资料来源：国家统计局、平安证券研究所

■ 2012年新批复轨道交通规划投资近万亿，成基建投资新亮点

随着城市发展以及人口聚集，交通拥堵成为城市发展的主要障碍之一，而轨道交通成为缓解此难题的主要方式之一。2012年国家发改委密集批复各地轨道交通项目及规划所涉及的投资规模总额高达9234亿元，其中包括各地轨道交通项目投资2772亿元以及轨道交通规划投资6462亿元，未来几年国内轨道交通投资有望迎来投资高峰。

图表21 建筑工程承包业务贡献公司近90%收入

序号	批复时间	项目	投资额 (亿元)	资金来源	工期
1	2012年12月	上海市轨道交通11号线北段(罗山路~迪士尼乐园)工程	43.7	资本金19亿元, 占总投资的43.5%, 由上海申通地铁集团有限公司和浦东新区政府承担; 资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。	3年6个月
2	2012年12月	南宁轨道交通2号线	126.7	资本金31.67亿元, 占总投资的25%, 由南宁市财政承担; 资本金以外的资金利用国内银行贷款解决	4年10个月
3	2012年12月	合肥市轨道交通2号线	192.8	资本金57.85亿元, 占总投资的30%, 由合肥市财政承担; 资本金以外的资金利用国内银行贷款解决	4年5个月
4	2012年12月	福州市轨道交通2号线	182.3	资本金75.1亿元, 占总投资的41.2%, 由福州市财政承担; 资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。	4年
5	2012年11月	南昌市轨道交通2号线一期工程	145.2	资本金59.54亿元, 占总投资的41%, 由南昌市财政承担; 资本金以外的资金利用世界银行贷款2.5亿美元, 其余资金通过国内银行贷款解决。世行贷款本息(费)由江西省负责偿还。	4年10个月
6	2012年8月	苏州市轨道交通4号线及支线工程	357.5	资本金125.12亿元, 占总投资的35%, 由苏州市财政承担; 资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。	4年6个月
7	2012年8月	成都市1号线南延线工程及海洋公园站	40.1	资本金10.02亿元, 占总投资的25%, 由成都市财政承担; 资本金以外的资金利用国内银行贷款解决	3年

8	2012年8月	青岛市地铁2号线一期工程	175.5	资本金61.43亿元,占总投资的35%,由青岛市财政承担;资本金以外的资金利用国内银行贷款解决	54个月
9	2012年8月	深圳市轨道交通7号线	254.9	资本金127.46亿元,占总投资的50%,主要来源为轨道交通上盖及沿线土地的开发收入,在土地收益不能满足需求时由市财政资金投入。资本金以外的利用国内银行贷款解决。	5年
10	2012年8月	深圳市轨道交通11号线	333.2	资本金166.61亿元,占总投资的50%,主要来源为轨道交通上盖物业及沿线土地出让收益,在土地收益不能满足需求时由市财政资金投入。资本金以外的资金利用国内银行贷款等方式解决。	4年6个月
11	2012年8月	苏州市轨道交通2号线延伸线工程	99.1	资本金34.67亿元,占总投资的35%,由苏州市财政承担;资本金以外的资金利用国内银行贷款解决	4年
12	2012年7月	广州市轨道交通7号线一期工程	94.7	资本金37.57亿元,约占总投资的39.7%,由广州市财政承担;资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。	4年
13	2012年7月	宁波市轨道交通1号线二期工程	70.2	工程总投资70.22亿元。其中,资本金17.56亿元,占总投资的25%,由宁波市财政承担;资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。	4年
14	2012年7月	天津市地铁5、6号线调整及6号线延伸线工程	656.4	调整后的5号线工程投资为258.22亿元。其中资本金129.11亿元,占总投资的50%,由天津市财政承担;资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。调整并延伸后的6号线工程投资为398.15亿元。其中资本金199.08亿元,占总投资的50%,由天津市财政承担;资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。	4年
合计			2772		
1	2012年12月	长沙市城市轨道交通近期建设规划	637	资本金比例44.5%,计283.65亿元,由长沙市财政资金解决。资本金以外的资金采用国内银行贷款等融资方式解决。	12-18年
2	2012年11月	北京市城市轨道交通近期建设规划调整	707	资本金282.8亿元,占总投资的40%,由北京市财政资金解决;资本金以外的资金利用银行贷款等融资方式解决。	07-16年
3	2012年11月	乌鲁木齐市城市轨道交通近期建设规划	312.4	资本金占总投资的40%,计125亿元,由新疆自治区和乌鲁木齐市财政资金共同解决,并由中央预算内投资给予适当补助。资本金以外的资金采用国内银行贷款等融资方式解决。	12-19年
4	2012年7月	石家庄市城市轨道交通近期建设规划	421.9	近期建设项目总投资为421.94亿元。其中资本金占总投资的40%,计168.78亿元,由石家庄市政府财政资金解决。资本金以外的资金采用国内银行贷款等融资方式解决。	12-20年

5	2012年6月	太原市城市轨道交通近期建设规划	309.3	近期建设项目总投资为309.29亿元。其中，资本金占总投资的35%，计108.26亿元，由太原市政府财政资金解决。其他采用国内银行贷款等。	12-18年
6	2012年6月	兰州市城市轨道交通近期建设规划	229.2	近期建设项目总投资为229.22亿元。其中，资本金占总投资的27.48%，计63亿元，由甘肃省和兰州市、区级财政资金共同解决。其他采用国内银行贷款等融资方式解决。	12-20年
7	2012年6月	上海市城市轨道交通近期建设规划调整方案	167.9	新增项目估算总投资为167.91亿元，其中资本金71亿元，占总投资的42%，由上海市、区两级财政资金解决；其他资金利用银行贷款解决。	12-15年
8	2012年6月	广州市城市轨道交通近期建设规划	1241	近期规划建设项目总投资为1241亿元，其中资本金占总投资的45%，计558.45亿元，由广州市财政资金解决。其他资金采用国内银行贷款等融资方式解决。	12-18年
9	2012年6月	哈尔滨市城市轨道交通近期建设规划调整方案	562.2	总投资562.2亿元。资金来源为：资本金229.3亿元，占总投资的比例为40.8%，由哈尔滨市财政资金解决。其他资金利用国内银行贷款解决。	08-18年
10	2012年6月	沈阳市城市轨道交通近期建设规划	610.4	近期建设项目总投资为610.38亿元。其中，资本金占总投资的30%，计183.11亿元，由沈阳市政府财政资金解决。其他资金采用国内银行贷款等融资方式解决。	12-18年
11	2012年5月	厦门市城市轨道交通近期建设规划	503.7	近期建设项目总投资为503.7亿元。其中，资本金占总投资的40%，计201.5亿元，由厦门市政府财政资金解决。其他资金采用国内银行贷款等融资方式解决。	11-16年
12	2012年5月	常州市城市轨道交通近期建设规划	336.5	近期建设项目总投资为336.5亿元。其中，资本金占总投资的40%，计134.6亿元，由常州市政府财政资金解决。资本金以外的资金采用国内银行贷款等融资方式解决。	12-18
13	2012年5月	西安市地铁3号线一期工程可行性研究报告	180.3	资本金45.1亿元，占总投资的25%，由西安市财政承担；资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。	5年
14	2012年4月	长春市地铁2号线一期工程可行性研究报告	128.3	资本金32.1亿元，占总投资的25%，由长春市财政承担；资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。	5年
15	2012年4月	成都市地铁3号线一期工程可行性研究报告	114.8	资本金28.71亿元，占总投资的25%，由成都市财政承担；资本金以外的资金利用国内银行贷款解决。	5年
合计			6462		

资料来源：公司资料、平安证券研究所

2.4 业内竞争格局：水电、铁路工程垄断继续，其他基建类有望呈多极化发展

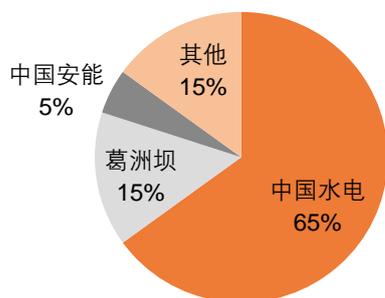
■ 大中型水利水电工程领域呈垄断格局，区域性水利工程多由地方资源优势企业承建

建筑施工行业的典型特征是行业分散，然而对于水利行业来说，尤其是大中型水利枢纽工程领域，却呈现明显的垄断格局，这主要是由其较高的技术壁垒，资质管理相对严格等导致的。

中国水电、葛洲坝占国内大中型水利水电枢纽工程份额 65%、15%

目前我国水利水电施工总承包特级资质企业仅有中国水电、葛洲坝以及中国安能（武警水电部队）等企业，国内大中型水利水电枢纽工程也主要由这几家企业承建。根据《中国水力发电年鉴》统计，2006-2008 年国内大中型水利水电枢纽工程市场，特级企业市占率超过 85%。

图表2206-08年国内大中型水利水电工程市场格局



资料来源：《中国水力发电年鉴》、平安证券研究所

图表23水利与房建资质企业数量对比（单位：家）

总承包资质级别	水利水电施工	房屋建筑施工
特级	22	300
一级	307	5711
二级	1420	14771

资料来源：平安证券研究所

■ 铁路垄断格局难以打破

目前我国铁路建设市场基本由中国中铁、中国铁建两家公司垄断，其中中国中铁在国内大中型铁路基建的市场份额为 45%左右，中国铁建约 40%。尽管铁道部大部制改革已经启幕，但与水利水电行业类似，目前我国仅有的 51 个铁路工程施工总承包特级资质企业基本全部为中国中铁、中国铁建及其子公司所有。

尽管铁道部大部制改革已启幕，铁路建设将逐步引入竞争，中国交建、中国建筑、中国水电等大型建筑央企也逐步进入铁路建设领域，但我们认为行业垄断的市场格局在近几年内难以被打破，原因是资质壁垒较高。

■ 其他基建类有望呈多极化趋势

截止到目前，全国拥有公路工程施工总承包特级资质的企业数量为 44 家，但与水利水电工程、铁路工程不同的是，拥有特级资质的企业并非属于少数几家企业的子公司。从竞争格局上看，公路工程竞争相对激烈。龙头企业中国交建在等级公路市场占有率约在 25%左右，而中国中铁、中国铁建基本都在 10%左右，还有中国建筑、中国水电及一些地方性龙头企业在公路建设领域也具有较强的竞争力。

截止到目前，我国拥有市政公用工程施工总承包特级资质企业数量仅为 17 家，全国地铁等施工基本由这些企业完成，其中中国中铁市场份额较高，约占 50%，另外中国中铁市场份额也较高。中国建筑、中国交建、中国水电也逐步进入地铁施工。

我们认为相对来说，水利水电和铁路建设企业资质获取较难，同时技术壁垒也较高，因此其垄断格局有望持续；但是对于公路建设、地铁施工来说，竞争相对激烈，未来有望呈现多极化趋势。

三、多元化驱动持续成长，地产业务将成 13 年业绩亮点

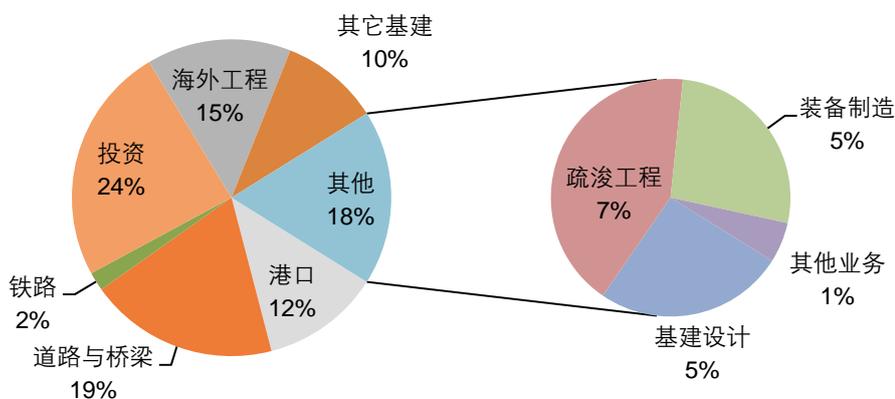
3.1 特色明显，股东背景强大、营销网络完善、工程经验丰富构筑竞争优势

■ 水利水电工程构成公司特色

自成立以来，公司承建了国内 65%以上的大中型水电站和水利枢纽工程，一直是中国江河治理、水电开发的骨干力量，这也是公司区别于其他建筑央企的重要特征。尽管中国建筑、中国交建、中国中铁、中国铁建、中国水电等几家央企均介入国内基建领域，但各企业业务侧重点不同。

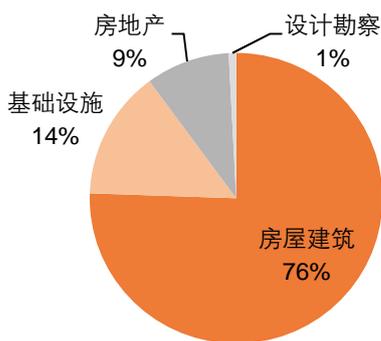
在 2012 年新签合同中，中国建筑以房屋建筑为主；中交建主要是道路桥梁、港口、疏浚工程等为主；铁路、公路、轨道交通在中国中铁、中国铁建两家企业中占比较高。而水利水电业务新签合同占中国水电全年新签合同的 1/3 左右，无论是结构占比，还是绝对量上看，水利水电工程都可以说是公司的特色。

图表24 中交建2012年新签合同分业务结构



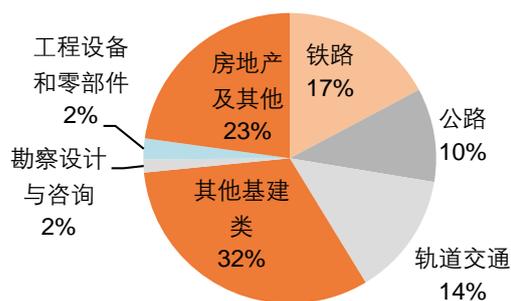
资料来源：中国交建年报、平安证券研究所

图表25 2012年中国建筑新签合同结构



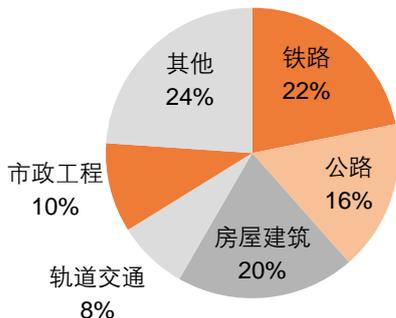
资料来源：中国建筑年报、平安证券研究所

图表26 2012年中国中铁新签合同结构



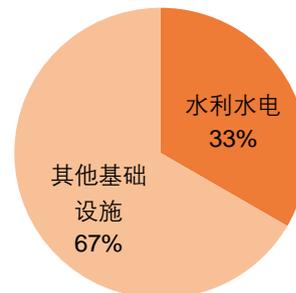
资料来源：中国中铁年报、平安证券研究所

图表27 2012年中国铁建新签合同结构



资料来源: 中国铁建年报、平安证券研究所

图表28 2012年中国水电新签合同结构



资料来源: 平安证券研究所

■ 国资委直属央企背景，信息及信贷资源优势明显

母公司中国电力建设集团是国资委直属企业，国资委间接持有公司超过 67% 股权。相对于地方性国企或者民企来说，公司在信息资源、信贷资源方面优势较为明显。

一方面与发改委、五大发电厂等信息沟通更为便利，这为公司制定发展战略以及跟踪项目信息等提供了极大便利；另一方面，公司在获取信贷支持上有明显优势。作为轻资产、资金密集型行业来说，信贷资源尤宝贵。公司作为国资委管辖企业，在外汇贷款、银行贷款上具有明显优势。

■ 完善的营销网络、丰富的工程经验

营销网络遍布全球。在长期的市场竞争中，公司形成了遍布全国的庞大的市场营销网络，截止到目前已经在世界 68 个国家承接了数百项工程项目，形成了 9 个以项目群为特点的大型国别市场，分布在亚洲、非洲、拉丁美洲、大洋洲、欧洲等。2012 年，公司成功开辟了蒙古国、波黑、白俄罗斯、波兰、塞内加尔、利比里亚、几内亚七国市场，实现了在欧盟高端市场“零”的突破。

工程经验丰富。一方面，公司业务范围广泛，公司业务涵盖了水利水电、火电、风电、公路、桥梁、机场、港口、航道、城市管网、房屋建设等多个领域；从业务模式上说，包括单纯的工程施工、EPC 总包、BT/BOT 的等模式；

另一方面，公司历史业绩丰富。承建或参建了包括长江三峡、南水北调、拉西瓦、刘家峡、岩滩、黄河小浪底、二滩、小湾、龙滩等具有世界影响的大型、特大型水利水电枢纽工程。在国际上也承担了上百项单项合同额超过 1 亿美元的项目，如印度尼西亚贾迪格底水电站、柬埔寨甘再水电站、苏丹麦洛维大坝等。

图表29 公司工程经验丰富



黄河小浪底水利枢纽

丹江口大坝

广州地铁



曹妃甸填海造地工程



上海浦东机场



苏丹麦洛维大坝

资料来源：平安证券研究所

3.2 工程板块：业务领域及模式逐步多元化，预计 13 年收入增速 21%

■ 业务领域多元化，打造“大基建”格局

中国水电依托水利水电建设优势，积极开拓其他建筑市场，向交通基础设施工程、市政公用工程、工业与民用建筑以及疏浚与吹填工程等非水利水电建设领域发展，完成了诸如京沪高铁、衢常铁路、广州地铁、上海浦东国际机场、济南市济微路综合改造工程、曹妃甸围海造地工程等一批有影响力的工程建设项目。

中标深圳轨道交通 7 号线工程成为公司发展史上的新里程碑。2012 年公司成功中标深圳市城市轨道交通 7 号线 BT 项目，合同总金额超过 168 亿元，是公司在非水利水电领域规模最大的基建项目，成为公司发展史上的新里程碑。

图表30公司进入城市轨道交通领域的里程碑——深圳地铁7号线



资料来源：平安证券研究所

■ 业务模式多元化，融投资业务逐步增加

随着公司市场份额逐步提高，公司积极探索新的工程承包模式，以 BOT、BT、EPC 等模式承包的项目多达上百项。目前 BT 业务合同占公司新签合同近 50% 左右，说明公司在业务模式上已经突破了单一承包模式，逐步走向多元化。

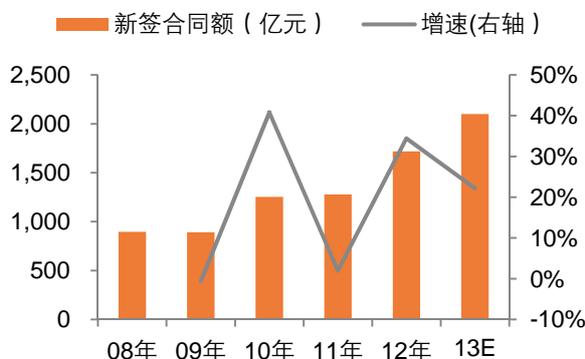
■ 预计未来几年国际业务占比不断提升，2013 年收入增速达到 21%

2008-2012 年间，公司新签合同额由 896 亿元上升至 1719 亿元，年均复合增速为 17.7%。2013Q1 公司新签订单 428.4 亿元，同比增长 28.4%。根据公司计划，2013 年公司计划新签合同 2002 亿元 (YoY16.5%)，鉴于 2013 年公司基建投资增速不断上扬，我们预计公司新签订单有望达到目标。

国际业务合同比重不断提高，预计未来几年公司国际业务收入占比将不断提升，进而带动毛利率不断提高。从过去几年的订单结构上看，公司海外合同占比不断提高，受此驱动，未来几年公司海外

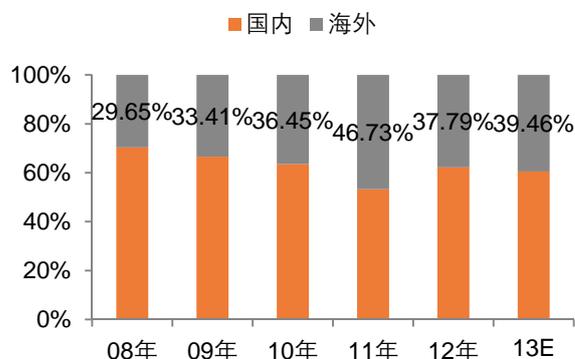
业务占比将不断提高。同时由于海外业务毛利率一般高于国内，因此预计公司未来几年毛利率将呈上升趋势。

图表31 公司新签合同量逐步提高



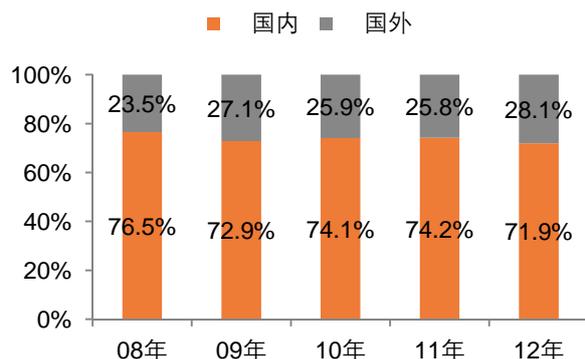
资料来源: 公司资料、平安证券研究所

图表32 海外合同占比逐步提高



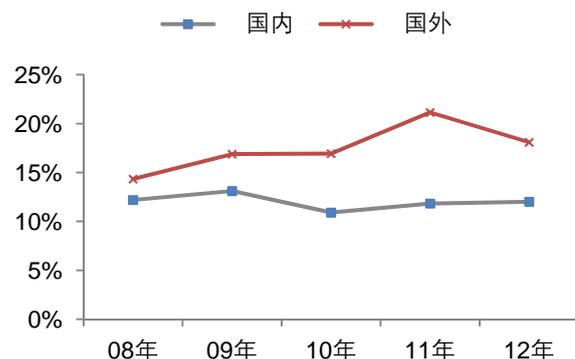
资料来源: 公司资料、平安证券研究所

图表33 公司海外收入占比不断提升



资料来源: 公司资料、平安证券研究所

图表34 海外业务毛利率明显高于国内



资料来源: 公司资料、平安证券研究所

公司项目平均施工周期为 4-5 年, 预计公司 2013 年工程业务实现收入 1373 亿元, 同比增长 21.3%。一般来说, 大型水电项目施工周期在 5 年以上, 公路、铁路等也在 2-3 年, 就整体而言, 公司项目平均施工周期为 4-5 年, 那么通过合同周转的方法测算公司 2013 年建筑工程业务收入有望达到 1373 亿元, 同比增长 21.3%。

图表35 预计公司2013年工程业务收入1373亿元

	08年	09年	10年	11年	12年	13E	合计
新签合同量	896	890	1,254	1,278	1,719	2,002	
合同在 2012 年收入确认比例	25%	20%	20%	20%	15%		100%
合同在 2012 年收入确认值(预测值)	224	178	251	256	258		1,166
2012 年收入实际值							1132
合同在 2013 年收入确认比例		25%	20%	20%	20%	15%	
合同在 2013 年收入确认值 (预测值)		223	251	256	344	300	1,373

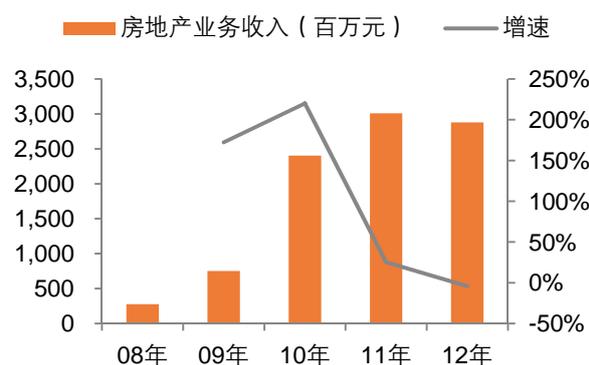
资料来源: 平安证券研究所

3.3 地产业务：携手南国置业再次起飞，预计 2013 年收入增长 282%

中国水电地产是股份公司地产业务的开发主体，具有房地产开发企业一级资质，是国资委批准的 16 家以地产为主业的央企之一，依托中国电建强大的资源、技术、资金等，实施快区域发展战略，逐步成为面向全国市场，集土地一级开发、房地产开发与经营、建设投资为一体，产品覆盖住宅、写字楼、零售物业、酒店等多种物业的房地产品牌综合运营商。

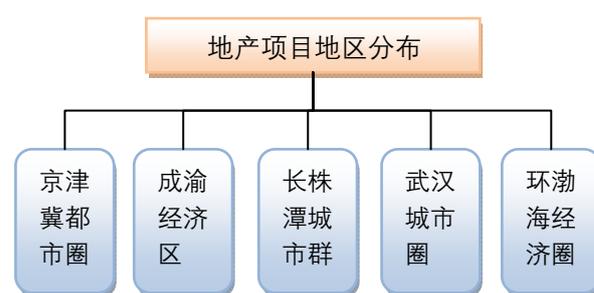
公司地产业务起步晚，发展快。该板块收入贡献从 08 年的 2.76 亿元迅速上升至 2012 年的 28.8 亿元，4 年之间提高了 10 倍之多。2012 年公司地产业务有所下滑，其主要原因是公司在 08 年、09 年新增土地储备不足导致。

图表36 公司地产业务收入“四年十倍”



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表37 公司地产项目的地区分布



资料来源：公司资料，平安证券研究所

■ 土地储备充足，战略布局逐步完善

2012 年底公司拥有土地储备面积约 800 万平方米，相比 11 年底增长近 10%。从区域分布上看，公司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。

■ 携手南国置业，地产业务再次起飞

2013 年中国水电地产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 8% 股权，累计持有南国置业 29.75% 股权。2013 年 5 月南国置业第一大股东同意放弃其所持有的占公司总股本 15% 股份的表决权，中国水电地产实际拥有的公司表决权已超过许晓明，成为拥有公司表决权数最多的股东，成为南国置业的实际控制人。

南国置业地产运作经验丰富，商业模式成熟

南国置业项目开发类型包括商业中心、家装建材专业市场、lifestyle 主题式街区、精品住宅等，经过多年商业地产开发运营实践，南国置业的商业地产开发运营经验不断丰富，商业运营管理体系日臻成熟。

图表38 南国置业部分项目案例

类型	项目	简介
商业中心	南国中心	项目位于武汉市城市主干道汉口解放大道与江汉北路交汇处及规划的地铁 2 号线和轻轨 1 号线换乘站的循礼门区域，为城市商业中心一类核心地段重要节点，建筑面积约为 40 万平方米，为武汉市商业中心重要节点上的大型都市综合体。

类型	项目	简介
	南湖都会	以街区形式组织空间，融合了广场、步行街、水景、钟楼等丰富的城市元素，总建筑面积 3.2 万 m ² ，汇集了麦当劳、中商平价、苏宁电器、户部巷、南湖生鲜市场等一系列品牌主力店，已成为大南湖区域居民购物、休闲、餐饮、娱乐的中心和居民享受精彩城市生活的舞台。
	南湖城市广场	项目位于武昌最大的居住组团--南湖新城内，是一个包含超市、影院、零售、餐饮、娱乐、公寓等业态多元化、功能复合化于一体的都市综合体，总建筑面积约 7.4 万平方米。
家装建材专业市场	南国大武汉家装	项目位于汉西传统建材市场“中国建材第一市”核心驻地，项目一期已于 2006 年 4 月开业，汇聚了 400 家国内外品牌建材，经过三年的稳健运营，已成为武汉消费者“家装建材首选市场”，其人流量、车流量均居武汉建材市场首位。
主题式街区	南国首义汇	南国·首义汇项目坐落于千年黄鹤楼脚下，总建筑面积约 4.4 万平方米，采用亲切的开放式休闲街区形态，将历史人文氛围、商业活力与新首义广场和谐相融，是武汉首个纯粹 lifestyle 休闲游憩街区。项目成功引进了横店影城、COSTA 咖啡、猫屎咖啡等众多品质休闲商家，旨在打造武昌乃至武汉市品质休闲、情调休闲首选地。
住宅	中央花园	项目位于武昌南湖花园城，总建筑面积 30 万 m ² ，多次被授予“文明社区典型”。2005 年，被中央文明办、国家文化部评为“全国文明社区”。

资料来源：平安证券研究所

携手南国置业，有望将“南国模式”实现全国性复制扩张

南国置业历史开发项目多在以武汉市为核心、向湖北省内重要地级市（如武昌、汉口等）区域内，省外业务扩张受到资金、资源等限制。而中国水电地产尽管业务规模不大，在区域拓展上优势明显，一方面由于公司央企身份，另一方面得益于公司过往工程案例与当地政府建立的长期良好合作关系。

对于南国置业来说，公司目前储备项目建筑面积约 120 万平方米，均位于武汉市规划的中心商业区和市级商业副中心区的重要节点上、地铁换乘枢纽和地铁覆盖位置，及省内二线城市的核心区域。中国水电地产的入驻必将大幅提升公司获取重要交通节点特别是沿城市轨道交通站点区域大型综合体开发用地的实力。

2013 年南国置业将要并表，中国水电地产业务增长 280%以上

由于南国置业实际控制权已明确归属中国水电，根据会计准则，2013 年南国置业将被合并报表。考虑合并报表后，我们预计公司 2013 年地产销售收入可以得到 110 亿元，成为公司业绩新的增长点。

南国置业 2013 年预计收入 30 亿元。2013 年公司计划竣工项目 4 个，竣工建筑面积 51.3 万平方米，预计实现销售收入 30 亿元。

中国水电地产预计 2013 年实现收入 80 亿元。2013 年中国水电计划开工 15 个地产项目，新开工土地面积 224 万平方米，开工建筑面积 430 万平方米，竣工 117 万平方米，预计实现销售收入 80 亿元。

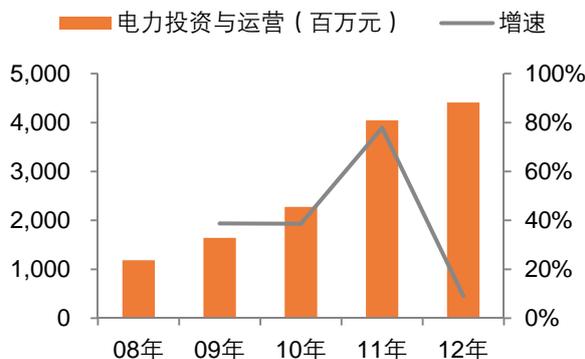
3.4 电力投资业务、设备制造与租赁业务稳步开展

电力投资：水电为主，逐步形成水电、火电、风电全面投资格局

2012 年公司电力投资与运营业务实现营收 44.1 亿元，同比增长 9.02%，08-12 年间复合增速高达 39%，该业务板块毛利占公司主营业务毛利总额比重为 11.1%。分结构看，主要分为水电、火电、与风电，其中清洁能源水电与风电比重逐步增加。

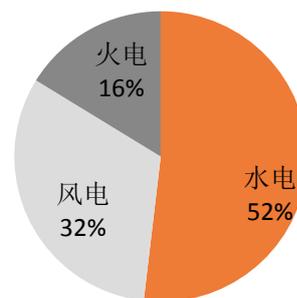
2012年新增水电装机容量31.3万千瓦，总装机容量达到约242万千瓦，未来仍将保持较快增长。公司从事水电投资业务的公司主要是四川电力公司、水电七局、新能源公司、国际公司及水电四局等。2012年公司柬埔寨甘再水电站（19.32万千瓦）、老挝南俄5水电站（12万千瓦）投产，获得老挝南欧江流域开发权，该项目计划总装机容量达115.60万千瓦。目前在建水电工程包括老挝南乌江梯级水电站（一期项目）、安谷水电站（76万千瓦）、溪古水电站（24.9万千瓦）等。

图表39 08-12年公司电力业务复合增速38.9%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表40 公司电力装机容量结构



资料来源：公司资料，平安证券研究所

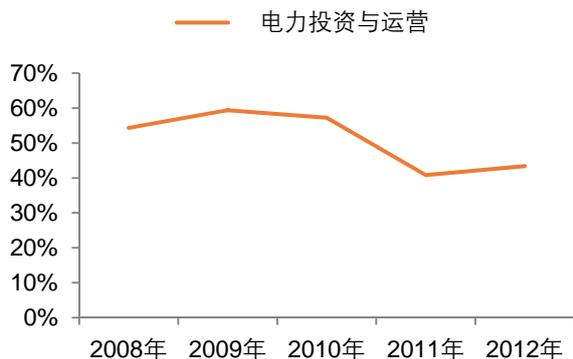
火电装机容量149万千瓦，煤炭渠道多样化、煤电一体化将提高火电盈利能力。公司从事火电业务主要是华亭公司和崇信公司，都隶属甘肃能源投资有限公司，两家已经运营的装机容量分别为29万千瓦、120万千瓦。2011年、2012年甘肃能源公司持续亏损，主要是受煤炭价格波动影响，未来公司煤炭渠道将逐步多样化，同时西北坑口煤电一体化项目逐步推进，未来火电盈利能力将会得到提升。

风电装机容量75.7万千瓦。公司目前从事风电业务的是新能源公司、水电十四局等，2012年新建成并运营已建成运营甘肃瓜州干河口第四风电场（20万千瓦）、内蒙古锡林郭勒盟贝力克风电场（4.95万千瓦）、吉林长岭王子风电场（3.45万千瓦）、云南大理者磨山风电场（7.875万千瓦）。

设备制造与租赁业务：释放潜力，盘活资产，提高运营效率

2012年公司设备制造与租赁业务实现收入10.8亿元，毛利率为26.9%，在公司总营业收入中占比不足1%。该业务主要以融资租赁为中心，逐步延伸经营租赁和营销贸易，整合公司内部、国内、国际三个市场，不仅盘活了公司内部闲置设备等资源，也提高了公司盈利能力。其中融资租赁主要面向系统外市场，经营租赁主要面向系统内市场。

图表41 电力运营毛利率保持高位



资料来源: 公司资料、平安证券研究所

图表42 12年设备租赁与制造业务毛利率继续提升



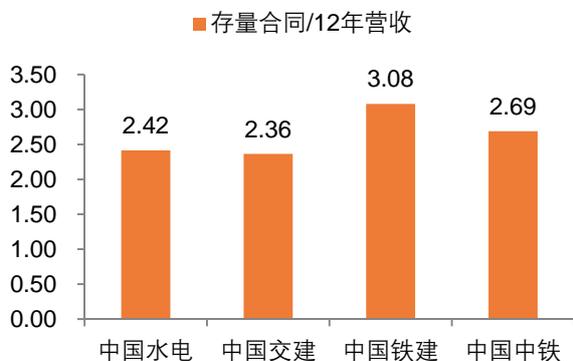
资料来源: 公司资料、平安证券研究所

四、订单保障性强，费用控制有待进一步提高

4.1 订单保持高增长，业绩增长确定性强

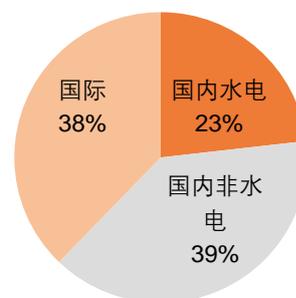
2012年底中国水电存量合同额 3069 亿元，为公司 12 年收入的 2.42 倍，该值高于中国交建，但低于中国中铁和中国铁建，我们认为铁路建设滞后导致的订单拖延是主要原因。2013 年一季度公司新签合同同比增长 28.4%，继续保持高速增长，这主要得益于公司在大基建领域的不断开拓。

图表43 各公司12年存量订单与12年收入比值



资料来源: 平安证券研究所

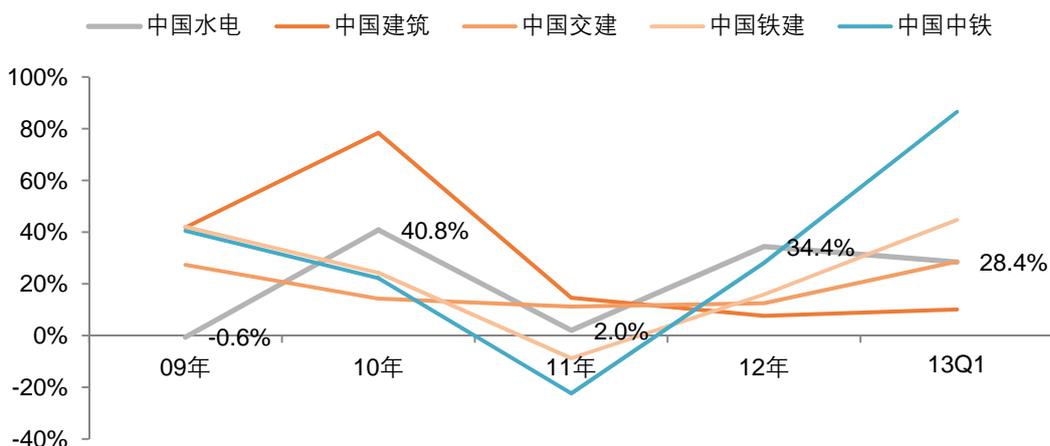
图表44 2012年公司新签订单结构



资料来源: 公司资料、平安证券研究所

从几家建筑央企历史订单增速上看，中国水电增速相对稳定，这主要得益于公司多元化经营战略以及水利水电基础设施建设需求相对稳定。

图表45 中国水电订单增速相对稳定



资料来源：平安证券研究所

4.2 财务对比：中国水电毛利率与费用率双高

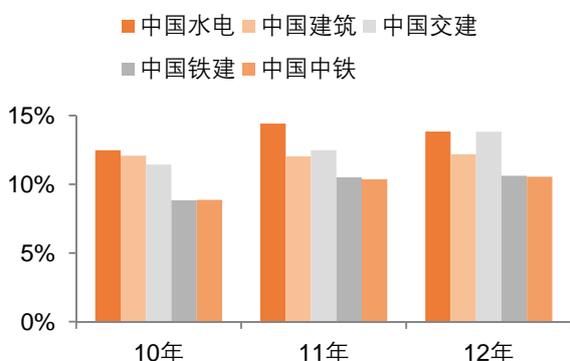
与其他建筑央企相比，公司毛利率较高，但偏高的财务费用侵蚀了公司利润

与中国建筑等其他建筑央企相比，公司综合毛利率较高。就单工程承包业务来看，中国水电也高于其他企业，原因在于水利水电工程技术相对复杂，门槛高，毛利率也相对较高。另外我们认为投资性工程占比较高可能也是影响因素之一，但遗憾的是各公司并没有公开投资性工程对其毛利率贡献数据。

中国水电费用率偏高，财务费用高是主要原因。与其他建筑央企相比，近三年来中国水电期间费用率处于较高水平，其中财务费用率明显高于其他企业。2012年公司期间费用率高达7.07%，财务费用率高达2.09%，高于其他建筑央企。

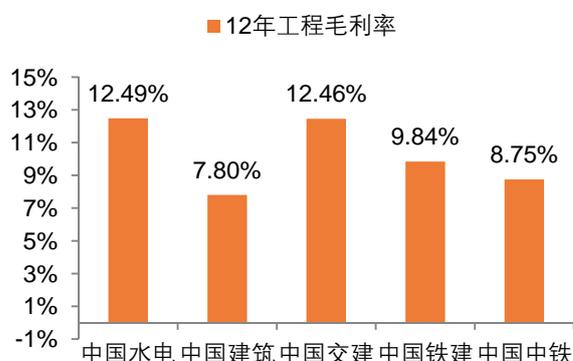
水利水电工程领域稳定的市场格局导致公司销售费用率明显低于其他企业。公司销售费用率基本维持在0.15%的水平，显著低于其他企业，主要原因是公司在水利水电建筑领域市场份额稳定，与五大发电企业均有密切和长期的良好合作关系。

图表46 中国水电综合毛利率最高



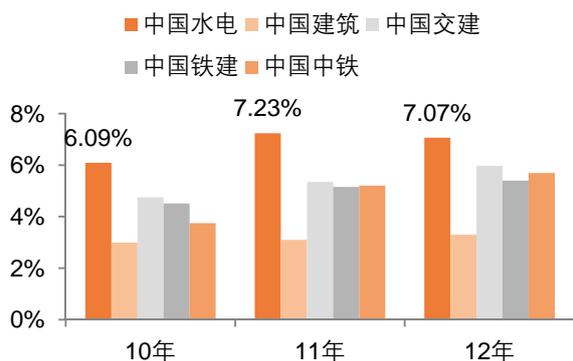
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表47 2012年中国水电工程毛利率最高



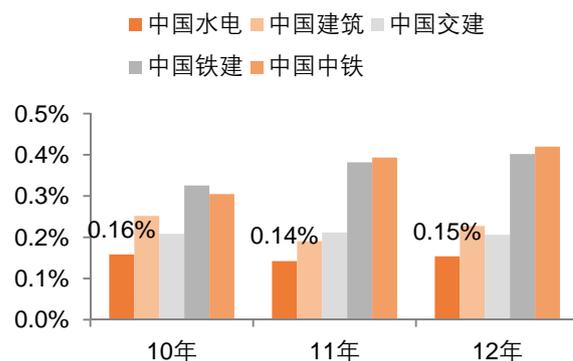
资料来源：平安证券研究所

图表48 中国水电期间费用率最高



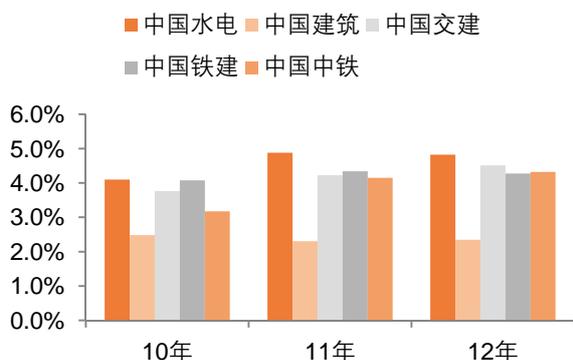
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表49 中国水电销售费用率较低



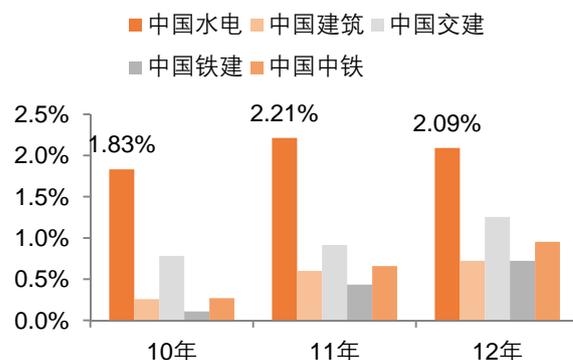
资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表50 中国水电管理费用率略高于其他央企



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表51 中国水电财务费用率明显偏高

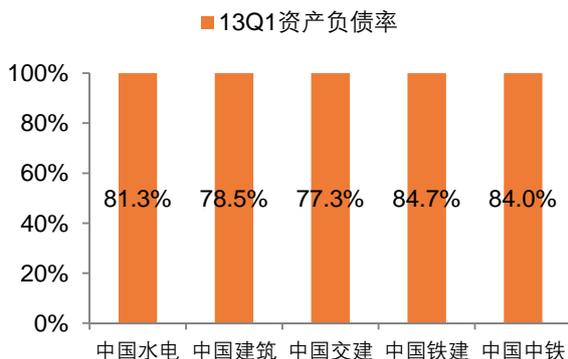


资料来源: WIND, 平安证券研究所

资产负债率适中，长期负债率明显高于其他企业

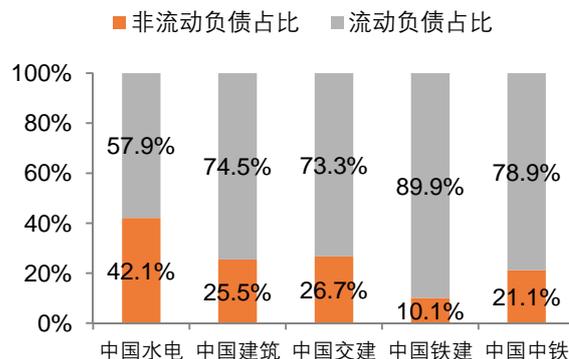
截止到2013年一季度末，公司资产负债率为81.3%，低于“两铁”，略中国建筑和中国交建。分结构看，公司长期负债率明显高于其他企业，这是与公司较长的项目施工周期相匹配的。这种资本结构也是公司财务费用率明显偏高的主要原因。

图表52 中国水电资产负债率处于平均水平



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表53 中国水电长期负债率高



资料来源: WIND, 平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 预计 2013 年净利润增长 24.6%，实现 EPS 0.53 元

关键假设

1. 考虑国际业务占比提升、水电占比下降、国内竞争加剧等因素，13、14 年工程承包毛利率分别为 12.3%和 12.1%。
2. 公司项目施工周期平均为 5 年，假设某年度新签合同在后续五年中结转收入比例分别为 15%、20%、20%、20%、25%。
3. 南国置业 13 年合并报表，13-14 年公司地产收入分别为 110 亿元和 137.5 亿元。
4. 公司费用率基本保持稳定，财务费用率略有下降。

根据相关假设，我们预计公司 13-14 年实现归属母公司股东净利润分别为 51.0 亿元、60.1 亿元，同比增速分别为 24.6%和 17.8%，对应 EPS 分别为 0.53 元、0.63 元。

图表54 公司主营业务分产品预测假设表

类型		2012A	2013E	2014E
建筑工程承包	收入	113,171	137,276	165,830
	增速	11.6%	21.3%	20.8%
	毛利率	12.49%	12.3%	12.1%
电力投资与运营	收入	4,410	5,072	6,340
	增速	9.0%	15.0%	25.0%
	毛利率	43.39%	44.2%	45.0%
房地产开发	收入	2,880	11,000	13,750
	增速	-4.3%	282.0%	25.0%
	毛利率	19.68%	22.0%	21.0%
租赁与设备制造	收入	1,081	1,135	1,192
	增速	-11.9%	5.0%	5.0%
	毛利率	26.86%	26.5%	26.5%

类型		2012A	2013E	2014E
其他	收入	3,862	4,635	5,562
	增速	72.4%	20.0%	20.0%
	毛利率	7.75%	9.0%	9.0%
合计		127,037	159,118	192,673
增速		12.1%	25.3%	21.1%
综合毛利率		13.8%	14.0%	13.8%

资料来源：平安证券研究所

5.2 估值及投资建议：首次覆盖给予“推荐”评级

建筑央企估值对比，中国水电处于较低水平

根据我们预测，公司 13、14 年分别实现 EPS 为 0.53 元和 0.63 元，目前股价对应 2013 年、2014 年动态 PE 分别为 6.6 倍和 5.6 倍，与其他建筑央企相比处于较低水平。

图表55 各大建筑央企估值对比

公司	股价	EPS			PE			港股价格	A 股溢价
		12A	13E	14E	12A	13E	14E		
中国建筑	3.88	0.52	0.61	0.71	7.40	6.35	5.43	NA	
中国交建	5.08	0.74	0.82	0.92	6.88	6.20	5.51	7.58	-16.2%
中国铁建	5.33	0.69	0.77	0.80	7.76	6.90	6.69	8.09	-17.6%
中国中铁	2.91	0.35	0.39	0.44	8.43	7.39	6.65	4.13	-11.9%
中国水电	3.52	0.43	0.53	0.63	8.25	6.64	5.59	NA	

资料来源：平安证券研究所

注：采取 2013 年 5 月 17 日收盘价

估值提升催化剂：资产注入、水电核准速度加快

催化剂 1：中水顾问资产注入显著增厚公司业绩，提高盈利能力。根据国资委相关文件，拟将中水顾问集团、电力辅业单位等资产注入上市公司中国水电。其中中水顾问集团为第一批注入资产，该公司主营业务为水电及风电等新能源的勘察、设计、监理、咨询等。目前电建集团正在稳步推进企业改制等各项工作。**2012 年中水顾问集团净利润约为 21 亿元，达到中国水电 12 年净利润的 52%，一旦资产实现注入，将显著增厚公司业绩。另外中水顾问净利润率高达 15% 左右，将显著提升公司盈利能力。**

催化剂 2：水电核准速度加快。前两年水电核准速度因环保和移民问题放缓，但在“十二五”规划目标以及节能减排目标任务要求下，水电核准速度必须加快。我们认为发改委对新项目的核准有望带动公司订单增长，同时提升公司估值。

投资建议：首次覆盖给予“推荐”评级

考虑到公司估值较低，同时有发生概率较大的催化剂，加上公司相对较小的市值(330 亿元左右)，我们认为给予公司 2013 年 PE8 倍较为合适，目标价 4.24 元，相对目前股价有 24% 的涨幅空间，对公司首次覆盖，给予“推荐”评级。

六、风险提示

工程进度慢于预期。在实际工程实践中，工程进度往往因某些客观原因造成拖延，如拆迁、移民、业主资金等。一旦公司合同出现较大程度的放缓，那么有可能造成业绩不达预期。

海外政治经济风险。海外政治与经济风险。公司海外市场占比较高，海外经济与政治动荡很可能对公司项目进度、收入确认等造成影响，另外汇率波动对公司业务也将产生重要影响，宏观调控导致项目进度放缓风险。

地产调控风险。在我们假设中，地产业务爆发是公司业绩超出市场预期的主要原因之一。一旦地产调控力度不断加大，那么有可能造成公司地产竣工、销售情况，进而造成地产业务不达预期。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
流动资产	95849	100766	123962	152302	营业收入	113471	127037	159118	192673
现金	32912	27080	35795	44677	营业成本	97113	109458	136853	166051
应收账款	16427	18585	23526	28420	营业税金及附加	2824	2985	3723	4509
其他应收款	4636	5218	6935	8395	营业费用	161	195	240	290
预付账款	6641	7003	9048	10923	管理费用	5535	6127	7614	9171
存货	30819	38901	44892	55690	财务费用	2513	2656	3388	4124
其他流动资产	4414	3980	3765	4198	资产减值损失	576	443	450	400
非流动资产	67366	80760	81238	90165	公允价值变动收益	0	-7	3	3
长期投资	1656	2208	3000	4000	投资净收益	190	149	155	159
固定资产	37129	40919	50545	58482	营业利润	4938	5314	7008	8290
无形资产	15256	16501	17890	19575	营业外收入	152	291	150	150
其他非流动资产	13325	21133	9803	8107	营业外支出	104	89	80	80
资产总计	163215	181527	205200	242467	利润总额	4987	5516	7078	8360
流动负债	82054	86135	105360	124689	所得税	1045	1155	1481	1750
短期借款	14025	8151	14659	18638	净利润	3941	4361	5597	6610
应付账款	25124	28263	34455	42355	少数股东损益	322	267	495	602
其他流动负债	42905	49721	56246	63696	归属母公司净利润	3619	4094	5102	6008
非流动负债	49565	60531	59378	71212	EBITDA	11508	12409	15502	18995
长期借款	40704	42712	51255	61506	EPS (元)	0.38	0.43	0.53	0.63
其他非流动负债	8861	17819	8123	9707					
负债合计	131619	146666	164737	195901					
少数股东权益	4334	3931	4426	5028	主要财务比率				
股本	9600	9600	9600	9600	会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
资本公积	10884	10894	10894	10894	成长能力				
留存收益	6581	10310	15412	20910	营业收入	11.8%	12.0%	25.3%	21.1%
归属母公司股东权益	27262	30930	36037	41537	营业利润	22.8%	7.6%	31.9%	18.3%
负债和股东权益	163215	181527	205200	242467	归属于母公司净利润	24.3%	13.1%	24.6%	17.8%
					获利能力				
					毛利率(%)	14.4%	13.8%	14.0%	13.8%
					净利率(%)	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
					ROE(%)	13.3%	13.2%	14.2%	14.5%
					ROIC(%)	10.9%	8.9%	11.3%	11.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	80.6%	80.8%	80.3%	80.8%
					净负债比率(%)	43.12%	38.03%	42.41%	43.09%
					流动比率	1.17	1.17	1.18	1.22
					速动比率	0.79	0.71	0.75	0.77
					营运能力				
					总资产周转率	0.80	0.74	0.82	0.86
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	4.36	4.10	4.36	4.32
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.43	0.53	0.63
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.25	1.96	1.34
					每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.22	3.75	4.33
					估值比率				
					P/E	9.34	8.25	6.62	5.62
					P/B	1.24	1.09	0.94	0.81
					EV/EBITDA	7	6	5	4

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2011A	2012A	2013E	2014E
经营活动现金流	5804	2423	18810	12871
净利润	3941	4361	5597	6610
折旧摊销	4057	4439	5106	6580
财务费用	2513	2656	3388	4124
投资损失	-190	-149	-155	-159
营运资金变动	-5023	-9238	5325	-4500
其他经营现金流	507	353	-451	215
投资活动现金流	-13433	-14129	-12024	-15035
资本支出	13846	15248	10004	12006
长期投资	-294	1031	787	1000
其他投资现金流	119	2149	-1234	-2029
筹资活动现金流	27376	5724	1929	11045
短期借款	4882	-5874	6508	3979
长期借款	6749	2008	8542	10251
普通股增加	3000	0	0	0
资本公积增加	10165	10	0	0
其他筹资现金流	2580	9580	-13122	-3185
现金净增加额	19452	-6080	8715	8882

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257