

粤水电 (002060)
推荐
行业：水利工程

新能源业务稳步推进

事件：公司近期发布公告，拟由孙公司乌鲁木齐能源公司在新疆生产建设兵团十二师 104 团投资建设 50MW 风力发电项目，项目总投资 4.16 亿元，自有资金比例 20%。这是公司今年以来公告的第五个新能源运营项目的合作协议，我们认为公司“工程建设+实业投资+资本运营”的发展模式已在加速发酵，在政策扶持的春风下，新能源业务有望成为公司中长期持续成长的关键变量。

投资要点：

✧ **公司新能源运营业务已趋成熟。**目前公司正常运营水电站 3 个、风电项目 2 个、光伏项目 1 个，总计 360MW 装机总量。其中 13 年新疆布尔津风电一期全年高负荷发电，同时年中甘肃金塔光伏项目和湖南安江水电站投入运营使得公司去年业绩增长 56%。虽然新能源业务在公司收入占比较低(7%)，但毛利率水平高(60%-80%)，13 年毛利占比达到 39%，对整体业绩贡献较为显著。

✧ **项目储备丰富，电站开发持续推进给公司带来较大业绩弹性。**公司近两年与西北当地政府频繁签订电站开发框架性协议，目前在手储备新能源项目超过 2GW，在新能源企业中都将排在前列。今年公司在建电站包括布尔津风电二期 49.5MW，新疆木垒风电两期共 100MW，如果年底顺利完工并网发电，装机总量将达 510MW，预计 15 年将新增 5000-7000 万净利润。考虑到包括阿勒泰风电、广东韶关风电以及达坂城风电项目目前均在前期测风准备阶段，15 年开工建设 16 年实现并网假设下，我们认为公司电站持续开发进展确定，测算公司业绩 14-16 年复合增长率为 35%，弹性向上空间大。

✧ **政策扶持保障新能源业务收益率，资金不构成发展瓶颈。**目前国家处在节能环保转型期，中长期新能源都将是政府大力支持的发展方向。其中风电、光伏经历产能过剩周期已经见底复苏，项目弃风弃电情况好转。同时政府对于风电项目补贴 0.2-0.3 元/度，光伏项目 0.5-0.6 元/度，保障公司项目收益率高位稳定。另一方面，公司贷款的资金成本较低，尚有二期 4.7 亿公司债未发行，通过自有资金和金融贷款基本能解决电站建设资金问题，不构成发展瓶颈。

✧ **建筑施工主业平稳增长概率较大。**公司 13 年新签订单 91.7 亿元(+181%)。受水利部开始编制十三五计划利好，水利水电工程将止住下滑态势，个位数稳步增长可期；市政工程的地铁业务是公司传统业务的亮点，随着去年地铁订单逐步在今年二季度开工，加上之前 BT 项目完工结算逐渐兑现投资收益，今年主业业绩水平也将强于去年。

✧ **给予公司“推荐”投资评级。**我们预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.17、0.26、0.36 元，目前股价对应 PE28、18、13。考虑到公司在新能源业务领域成长性突出，首次给予公司推荐评级，目标价 6.25 元。

✧ **风险提示：**新能源项目审批和并网发电慢于预期、资金成本上升风险

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5398	6162	6974	7746
收入同比(%)	20%	14%	13%	11%
归属母公司净利润	89	102	154	219
净利润同比(%)	56%	14%	52%	42%
毛利率(%)	11.7%	12.0%	13.2%	13.8%
ROE(%)	3.6%	4.0%	5.7%	7.5%
每股收益(元)	0.15	0.17	0.26	0.36
P/E	31.93	28.04	18.47	12.99
P/B	1.16	1.11	1.05	0.97
EV/EBITDA	13	10	8	7

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：李凡

S0960511030012

0755-82026745

lifan@china-invs.cn

参与人：王博

S0960112100026

0755-82026754

wangbo3@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 6.25

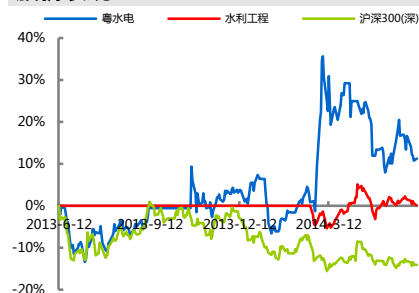
当前股价： 4.74

评级调整： 首次

基本资料

总股本(百万股)	601
流通股本(百万股)	601
总市值(亿元)	28
流通市值(亿元)	28
成交量(百万股)	3.19
成交额(百万元)	15.06

股价表现



相关报告

表 1 公司风电、光伏清洁能源运营业务近年来框架性协议及相关合同汇总

项目	签订时间	目前进展	项目类别	地区	预计装机规模
风电开发及塔筒制造项目协议	2010.6	前期准备	风电	内蒙古通辽	100 万千瓦
光伏发电项目投资建设合作协议	2011.9	一期 50MW 已于去年年中并网发电	光伏	甘肃金塔	500MW(70 亿元)
宁安市 50MW 光伏并网发电项目开发框架协议	2012.2	前期准备	光伏	黑龙江牡丹江宁安	50MW(一期 10MW)
乳源县大桥镇、大布镇风电项目开发协议	2013.10	前期准备	风电	广东韶关乳源	400-500MW(30-40 亿元)
阿勒泰市光伏太阳能发电项目协议	2013.12	前期准备	光伏	新疆阿勒泰	500MW(55 亿元)
沅江风电开发合同	2014.2	前期准备	风电	湖南沅江	300MW(30 亿元) 分三期开发, 每期 100MW
阿勒泰市风力发电项目协议	2014.4	前期准备	风电	新疆阿勒泰	49.5MW(4.4 亿元)
新疆阿勒泰青河县人民政府新疆粤水电能源有限公司项目投资开发合作协议	2014.4	前期准备	光伏	新疆青河	150MW(15 亿元)
新疆阿勒泰地区富蕴县招商局广东水电二局股份有限公司战略合作合同	2014.5	前期可研	风电、光伏	新疆富蕴	1500MW(风电 1000MW, 光伏 500MW, 总投资 135 亿元)
投资建设新疆达坂城风电场项目	2014.6	前期准备	风电	新疆达坂城	50MW(4.16 亿元)

资料来源: 公司公告、中投证券研究所

表 2 公司新能源业务盈利情况测算

	2011	2012	2013	2014E	2015E
水力发电					
安江					
装机容量(MW)			140.00	140.00	140.00
发电小时数(h)			1,932.36	3,000.00	3,200.00
销售价格(元/度, 不含税)			0.33	0.33	0.33
度电成本(元/度)			0.06	0.07	0.07

收入(百万元)			89.28	138.60	147.84
成本(百万元)			16.23	29.73	30.14
桃江					
装机容量(MW)	65.00	65.00	65.00	65.00	65.00
发电小时数(h)	3,282.31	4,093.54	3,836.92	3,800.00	3,800.00
销售价格(元/度，不含税)	0.30	0.32	0.32	0.32	0.32
度电成本(元/度)	0.14	0.12	0.14	0.14	0.14
收入(百万元)	64.01	84.08	78.81	79.04	79.04
成本(百万元)	29.87	31.93	34.92	34.05	34.99
新源					
装机容量(MW)	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
发电小时数(h)	1,238.75	2,562.50	3,540.00	2,800.00	3,000.00
销售价格(元/度，不含税)	0.43	0.43	0.44	0.44	0.44
度电成本(元/度)	0.26	0.14	0.10	0.13	0.12
收入(百万元)	4.26	8.82	12.46	9.86	10.56
成本(百万元)	2.58	2.87	2.83	2.91	2.95
风力发电					
海南新丰源					
装机容量(MW)	49.50	49.50	49.50	49.50	49.50
发电小时数(h)	2,069.00	2,125.83	2,271.99	2,300.00	2,300.00
销售价格(元/度，不含税)	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52

度电成本(元/度)	0.27	0.29	0.29	0.29	0.30
收入(百万元)	53.26	54.72	58.48	59.20	59.20
成本(百万元)	27.65	30.52	32.61	33.15	33.63
新疆布尔津					
装机容量(MW)		49.50	49.50	99.00	99.00
发电小时数(h)		834.34	3,626.26	1,400.00	2,800.00
销售价格(元/度，不含税)		0.50	0.50	0.50	0.50
度电成本(元/度)		0.07	0.11	0.16	0.15
收入(百万元)		20.65	89.75	69.30	138.60
成本(百万元)		2.89	19.74	21.95	42.23
新疆木垒					
装机容量(MW)					100
发电小时数(h)					2500
销售价格(元/度，不含税)					0.5
度电成本(元/度)					0.18
收入(百万元)					125
成本(百万元)					45.13
光伏发电					
甘肃金塔					
装机容量(MW)			50.00	50.00	50.00
发电小时数(h)			902.40	1,500.00	1,400.00

销售价格(元/度，不含税)	0.95	0.95	0.95
度电成本(元/度)	0.21	0.24	0.24
收入(百万元)	42.86	71.25	66.50
成本(百万元)	9.31	18.00	18.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所测算

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4647	4708	5616	6113
现金	771	500	750	800
应收账款	885	979	1077	1198
其它应收款	742	875	992	1101
预付账款	417	461	515	568
存货	1629	1621	1992	2131
其他	202	271	290	316
非流动资产	6449	7084	8086	8342
长期投资	96	96	96	96
固定资产	3903	4100	4523	5002
无形资产	60	67	72	77
其他	2390	2822	3394	3167
资产总计	11096	11792	13702	14455
流动负债	4929	5529	7282	7814
短期借款	1638	2151	3404	3562
应付账款	1154	1355	1635	1804
其他	2137	2023	2244	2449
非流动负债	3681	3676	3676	3676
长期借款	3166	3166	3166	3166
其他	515	509	509	509
负债合计	8611	9204	10958	11490
少数股东权益	23	24	26	28
股本	601	601	601	601
资本公积	1252	1252	1252	1252
留存收益	604	705	860	1079
归属母公司股东权益	2462	2564	2718	2937
负债和股东权益	11096	11792	13702	14455

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	199	364	533	770
净利润	90	102	156	222
折旧摊销	214	250	284	328
财务费用	223	303	353	386
投资损失	-11	-15	-15	-15
营运资金变动	-331	-260	-255	-162
其它	14	-17	11	12
投资活动现金流	-1313	-678	-1184	-492
资本支出	1086	700	1200	500
长期投资	-109	-24	-24	-24
其他	-336	-2	-8	-16
筹资活动现金流	849	43	900	-228
短期借款	482	513	1253	158
长期借款	657	0	0	0
普通股增加	99	0	0	0
资本公积增加	-100	0	0	0
其他	-289	-470	-352	-386
现金净增加额	-265	-271	250	50

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5398	6162	6974	7746
营业成本	4766	5421	6056	6680
营业税金及附加	170	185	209	232
营业费用	0	0	0	0
管理费用	120	129	143	155
财务费用	223	303	353	386
资产减值损失	33	30	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	11	15	15	15
营业利润	96	108	188	268
营业外收入	7	9	10	12
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	100	114	195	277
所得税	10	11	39	55
净利润	90	102	156	222
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	89	102	154	219
EBITDA	533	661	824	982
EPS (元)	0.15	0.17	0.26	0.36

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	19.6%	14.2%	13.2%	11.1%
营业利润	32.0%	12.6%	74.3%	42.7%
归属于母公司净利润	56.2%	13.9%	51.8%	42.2%
获利能力				
毛利率	11.7%	12.0%	13.2%	13.8%
净利率	1.7%	1.6%	2.2%	2.8%
ROE	3.6%	4.0%	5.7%	7.5%
ROIC	4.5%	5.2%	5.3%	6.1%
偿债能力				
资产负债率	77.6%	78.1%	80.0%	79.5%
净负债比率	58.83	58.87	60.87	59.43
流动比率	0.94	0.85	0.77	0.78
速动比率	0.61	0.56	0.50	0.51
营运能力				
总资产周转率	0.52	0.54	0.55	0.55
应收账款周转率	8	6	6	6
应付账款周转率	4.71	4.32	4.05	3.89
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.17	0.26	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.60	0.89	1.28
每股净资产(最新摊薄)	4.10	4.26	4.52	4.89
估值比率				
P/E	31.93	28.04	18.47	12.99
P/B	1.16	1.11	1.05	0.97
EV/EBITDA	13	10	8	7

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间
回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

李凡,中投证券研究所建材行业首席分析师,管理学硕士,4 年行业从业经验,7 年证券行业从业经验。
王博,中投证券研究总部建筑行业研究员。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434