

粤水电 (002060)
推荐
行业：水利工程

布尔津二期风电项目并网发电，利好今年业绩向上

事件：公司于7月16日发布公告，新疆布尔津二期49.5MW的风电项目已于7月13日实现33台机组全部并网发电，此项目的并网发电进度超出我们之前预期。截至目前，公司已实现水电、风电、光伏运营项目总计410MW装机容量。此次布尔津二期风电项目并网发电后14年预计贡献约3500万元收入，我们大致测算可给公司今年增加1500-2000万元净利润。基于此，我们略微上调公司14年EPS至0.20元/股(原为0.17元/股)。公司新能源业务正如火如荼展开，将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加速发酵，未来两到三年将给公司带来较大业绩弹性。**公司近两年签订相关电站开发框架协议的速度明显加快，目前在手储备新能源项目预计超过2GW，考虑到新疆木垒风电一、二期共计100MW的项目年底大概率将顺利完工并网发电，明年公司将有510MW电站实现全年满产发电。同时包括阿勒泰风电、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，在15年能正常进行建设的假设下，我们认为16年公司新能源业绩仍将持续成长。虽然新能源运营业务在公司收入占比比较低(14年预测占比仅为7.5%)，但毛利率水平远高于传统施工业务，是目前公司净利润的主要贡献，我们测算公司14-16年业绩符合增长率为35%。

◆ **新能源项目盈利能力和后续资金建设均有保障。**清洁能源是国家经济转型中政府大力扶持的发展方向，通过政策性引导刺激国内下游需求，风电、光伏产业均已见底复苏，目前景气向上周期明显。我们认为政府对于西部核准的新能源项目补贴持续性不用过度担心(风电补贴0.2-0.3元/度，光伏补贴0.5-0.6元/度)，这将保障公司项目的高盈利能力。此外，公司受益于国企背景，银行贷款授信额度较高，且贷款资金成本较低，同时尚有二期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，相较于民企更有实力进行后续项目的滚动开发。

◆ **建筑施工主业平稳，轨道交通项目是看点。**公司13年新签订单91.7亿元(+181%)，今年一季度拿下11.64亿元订单，同时二季度公告重大订单约23亿元，在手订单丰厚，将保障今年建筑施工主业规模平稳增长。这其中轨道交通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。

◆ **维持公司“推荐”投资评级。**我们预计公司2014-2016年EPS为0.2、0.26、0.37元，目前股价对应PE26、20、14。考虑到下半年广东国资委方面国企改革存在实质性推动的预期，公司可能成为相关概念的潜在受益标的，加上新能源业务领域成长性突出，维持公司推荐评级，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	6196	6974	7746
收入同比(%)	20%	15%	13%	11%
归属母公司净利润	89	122	154	220
净利润同比(%)	56%	37%	26%	42%
毛利率(%)	11.7%	12.3%	13.2%	13.8%
ROE(%)	3.6%	4.8%	5.7%	7.5%
每股收益(元)	0.15	0.20	0.26	0.37
P/E	35.43	25.87	20.49	14.40
P/B	1.28	1.23	1.16	1.08
EV/EBITDA	13	10	9	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： 5.37
评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	601
流通股本(百万股)	601
总市值(亿元)	32
流通市值(亿元)	32
成交量(百万股)	7.56
成交额(百万元)	40.45

股价表现



相关报告

《粤水电·新能源业务稳步推进》

2014-06-11

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

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4647	4722	5616	6113
现金	771	500	750	800
应收账款	885	985	1077	1198
其它应收款	742	880	992	1101
预付账款	417	462	515	568
存货	1629	1624	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	11807	13702	14455
流动负债	4929	5541	7280	7812
短期借款	1638	2152	3401	3559
应付账款	1154	1358	1635	1804
其他	2137	2031	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	9216	10955	11487
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	708	862	1082
归属母公司股东权益	2462	2566	2721	2940
负债和股东权益	11096	11807	13702	14455

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	199	381	537	770
净利润	90	123	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	-264	-251	-162
其它	14	-17	10	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	26	897	-228
短期借款	482	513	1249	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	-488	-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	6196	6974	7746
营业成本	4766	5431	6056	6680
营业税金及附加	170	186	209	232
营业费用	0	0	0	0
管理费用	120	130	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	131	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	137	195	277
所得税	10	14	39	55
净利润	90	123	156	222
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	89	122	154	220
EBITDA	533	684	824	982
EPS (元)	0.15	0.20	0.26	0.37

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	19.6%	14.8%	12.5%	11.1%
营业利润	32.0%	36.7%	43.6%	42.8%
归属于母公司净利润	56.2%	36.9%	26.3%	42.2%
获利能力				
毛利率	11.7%	12.3%	13.2%	13.8%
净利率	1.7%	2.0%	2.2%	2.8%
ROE	3.6%	4.8%	5.7%	7.5%
ROIC	4.5%	5.5%	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	58.80	60.86	59.42
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	0.20	0.26	0.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.63	0.89	1.28
每股净资产(最新摊薄)	4.10	4.27	4.53	4.89
估值比率				
P/E	35.43	25.87	20.49	14.40
P/B	1.28	1.23	1.16	1.08
EV/EBITDA	13	10	9	7

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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

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

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

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