

粤水电 (002060)

推荐

行业：水利工程

清洁能源开发进展顺利，混合所有制经营正式起航

事件：公司发布 14 年半年报，上半年实现营业收入 24.8 亿元(+0.23%)，归母净利润 4967 万元(+28.1%)，EPS0.08 元。预计前三季度业绩同比增长 30%-60%。同时公司混合所有制改革取得突破性进展，拟由全资子公司轨道交通公司和建筑安装公司引入战略投资者进行混合所有制经营，合作方式拟采用并购民间盾构设备增加公司设备数量和资产总量、或与金融机构进行低于 5 亿元的融资融债合作。

投资要点：

◆ **公司上半年业绩符合预期，清洁能源贡献显著。**由于上半年安江水电站和金塔光伏均实现完全发电，公司清洁能源项目收入达 2.5 亿元，净利润达 6948 万元。收入增长对冲了公司施工主业收入 3.4% 的下滑，而高盈利能力使得公司整体毛利率同比上升 1.31 点至 12.56%，虽然财务费用率上升至 5.66%(+2.06pp)，但清洁能源业务对公司整体业绩增长贡献仍相当显著。考虑到布尔津二期 49.5MW 已于 7 月并网发电，公司下半年业绩弹性将持续向上。

◆ **清洁能源业务开发仍然处于高速增长期。**加上新疆富蕴合作协议，公司目前在手储备清洁能源项目预计在 3.5-4GW，其中新疆木垒风电一、二期共计 100MW 的项目预计明年初并网发电，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稳步推进，我们认为公司清洁能源业务仍然维持突出的成长性。保守估计至 16 年，公司有望实现约 700MW 清洁能源发电装机量，贡献利润 2.3-2.5 亿元；如果进一步考虑公司在手资源的滚动开发，市值和业绩弹性将更为巨大。公司上半年经营现金流净额为 0.82 亿元，主要源于清洁能源优异的现金流贡献，加上公司尚未发行的二期公司债和低成本金融贷款，后续项目滚动开发的资金需求能得到有效保障。

◆ **已成广东国企改革排头兵，混改经营正式起航。**公司今日拟通过两家子公司实现引入战投进行混合所有制经营，是继 18 日广东政府国企改革方案对外公布(目标到 2020 年混改企业比重将有明显提升)以来，动作最为迅速的国企，战略标杆和示范意义均非常显著。我们认为公司混改若顺利成型，一方面有望提升施工主业盈利能力和改善资金需求，加速在手订单执行，助力轨道交通业务业绩释放；另一方面，混改引入民资夯实主业后，可使现有货币资金更为专注加码清洁能源项目开发。总体来看，混改并不能短期贡献实在业绩，但中长期将给公司带来深远影响。

◆ **维持公司“推荐”评级。**我们上调公司 16 年盈利预测，预计 14-16 年 EPS 为 0.2、0.26、0.4 元。考虑公司国企改革已通过混改形式实现战略性推动，加上新能源业务领域成长性突出，维持公司推荐评级，目标价上调至 7.8 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	6197	6986	7783
收入同比(%)	20%	15%	13%	11%
归属母公司净利润	89	123	159	239
净利润同比(%)	56%	38%	30%	50%
毛利率(%)	11.7%	12.4%	13.2%	14.0%
ROE(%)	3.6%	4.8%	5.8%	8.1%
每股收益(元)	0.15	0.20	0.26	0.40
P/E	45.20	32.84	25.33	16.89
P/B	1.64	1.57	1.48	1.36
EV/EBITDA	15	12	10	8

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： 7.8

当前股价： 6.75

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)	41
流通市值(亿元)	41
成交量(百万股)	12.36
成交额(百万元)	82.17

股价表现



相关报告

《粤水电-布尔津二期风电项目并网发电，利好今年业绩向上》 2014-07-16
 《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	一期测风完成, 正在可研	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	14 年 6 月开工建设	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					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4647	4722	5622	6129	营业收入	5398	6197	6986	7783
现金	771	500	750	800	营业成本	4766	5431	6062	6692
应收账款	885	985	1079	1203	营业税金及附加	170	186	210	233
其它应收款	742	880	993	1107	营业费用	0	0	0	0
预付账款	417	462	515	569	管理费用	120	130	143	156
存货	1629	1624	1994	2135	财务费用	223	303	353	385
其他	202	271	290	316	资产减值损失	33	30	40	40
非流动资产	6449	7084	8086	8342	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	96	96	96	96	投资净收益	11	15	15	15
固定资产	3903	4100	4523	5002	营业利润	96	131	194	293
无形资产	60	67	72	77	营业外收入	7	9	10	12
其他	2390	2822	3394	3167	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	11096	11807	13708	14471	利润总额	100	137	201	302
流动负债	4929	5540	7280	7803	所得税	10	14	40	60
短期借款	1638	2151	3397	3538	净利润	90	124	161	241
应付账款	1154	1358	1637	1807	少数股东损益	1	1	2	2
其他	2137	2031	2247	2458	归属母公司净利润	89	123	159	239
非流动负债	3681	3676	3676	3676	EBITDA	533	685	830	1006
长期借款	3166	3166	3166	3166	EPS (元)	0.15	0.20	0.26	0.40
其他	515	509	509	509					
负债合计	8611	9216	10956	11478					
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	868	1106					
归属母公司股东权益	2462	2567	2726	2965					
负债和股东权益	11096	11807	13708	14471					
现金流量表									
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	主要财务比率				
经营活动现金流	199	382	540	787	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	90	124	161	241	成长能力				
折旧摊销	214	250	284	328	营业收入	19.6%	14.8%	12.7%	11.4%
财务费用	223	303	353	385	营业利润	32.0%	37.4%	47.5%	50.8%
投资损失	-11	-15	-15	-15	归属于母公司净利润	56.2%	37.6%	29.6%	50.0%
营运资金变动	-331	-264	-253	-165	获利能力				
其它	14	-17	11	13	毛利率	11.7%	12.4%	13.2%	14.0%
投资活动现金流	-1313	-678	-1184	-492	净利率	1.7%	2.0%	2.3%	3.1%
资本支出	1086	700	1200	500	ROE	3.6%	4.8%	5.8%	8.1%
长期投资	-109	-24	-24	-24	ROIC	4.5%	5.5%	5.3%	6.3%
其他	-336	-2	-8	-16	偿债能力				
筹资活动现金流	849	25	894	-245	资产负债率	77.6%	78.1%	79.9%	79.3%
短期借款	482	513	1246	141	净负债比率	58.83	58.80	60.82	59.28
长期借款	657	0	0	0	流动比率	0.94	0.85	0.77	0.79
普通股增加	99	0	0	0	速动比率	0.61	0.56	0.50	0.51
资本公积增加	-100	0	0	0	营运能力				
其他	-289	-488	-352	-385	总资产周转率	0.52	0.54	0.55	0.55
现金净增加额	-265	-271	250	50	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	0.40
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.63	0.90	1.31
					每股净资产(最新摊薄)	4.10	4.27	4.53	4.93
					估值比率				
					P/E	45.20	32.84	25.33	16.89
					P/B	1.64	1.57	1.48	1.36
					EV/EBITDA	15	12	10	8

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

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