

新能源转型见成效，国企改革大幕开启

粤水电 (002060.SZ)

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件

公司发布2014年中报：2014H1实现营业收入24.80亿元，同比增长0.23%；归属于上市公司股东净利润49,67.48万元，同比增长28.09%。EPS0.08元。前三季度业绩预增30-60%，对应EPS0.10-0.12元。

2. 我们的分析与判断

(一) 业绩主要来自新能源及投资收益贡献

公司广水桃江水电、广水安江水电、海南新丰源水电、布尔津风电、金塔太阳能等5家并表新能源控股子公司共实现权益净利润6705.36万元(比去年同期4家权益净利润增长36%)；公司联营企业广州山河装饰本期实现净利润3313.16万元，仅此两项贡献净利润约10018.52万元，意味着其他业务亏损5051万元。我们判断主要是由于：(1)公司建筑主业依然实现较大数额亏损；(2)新疆木垒及布尔津等新能源项目前期投入较大，未产生收入，预计产生一定亏损。随着布尔津城南风电(二期)项目于2014年7月13日并网发电，新能源业务对公司业绩的贡献将进一步增加。

(二) 施工业务拖累毛利率，现金流明显改善

公司2014H1综合毛利率为12.56%，同比提高1.3pct。其中，施工业务实现收入22.25亿元，YOY-34.2%，其中市政YOY-23.97%，地基YOY+63.2%，房建YOY+55.5%。施工业务毛利率6.1%，同比下降1.3pct，其中下降较快的分别是市政(同比下降4.6pct)、房建(同比下降1.7pct)。

新能源业务实现收入2.5亿元，同比增长48.97%，综合毛利率69.74%，同比上升6.6pct。其中水电实现收入1.4亿元，YOY+52%，毛利率同比上升11.1pct，主要来自湖南安江水电站增量贡献；风电实现收入6823万元，同比下降8%，毛利率64%，同比下降1.9个百分点，主要是由于布尔津一期营业利润率大幅下降16.2pct。(3)太阳能发电实现收入3985万元，毛利率71.2%，主要是甘肃金塔项目新增贡献。

经营性现金流明显改善，2014H1经营净现金流为8235万元，2013H1为-8812万元。收现比同比99.4%，同比上升2.8pct。

(三) 混合所有制拉开序幕，国企改革值得期待

公司发布混合所有制改革方案，轨道交通、建安公司拟引入社会资本不超过10亿元。其中轨道交通公司拟引入战略投资者进行

分析师

鲍荣富

电话：021-20252629

邮箱：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

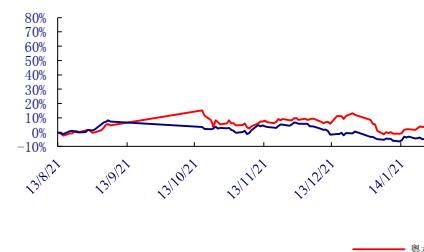
傅盈

执业证书编号：S0130514050008

市场数据 时间 2014.08.20

A股收盘价(元)	6.71
A股一年内最高价(元)	7.10
A股一年内最低价(元)	3.85
上证指数	2366.14
市净率	1.64
总股本(万股)	60113.10
实际流通A股(万股)	60103.20
限售的流通A股(万股)	9.90
流通A股市值(亿元)	40.33

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《建筑工程专题报告之四：国企改革风来，建筑蓝筹起舞》2014/8/1



股权合作，引入不低于一套盾构机设备或低于 5 亿元资金，拓展轨道交通及污水管网、深隧、电力管缆等新市场；建筑安装公司拟引入低于 5 亿元资金，向智慧城市业务转型。

我们判断，公司在建筑公司中率先向新能源大幅转型，新能源项目储备丰富，资金需求较大，公司做大市值动力强烈。作为广东国企改革的排头兵，公司后续在国企改革、商业模式创新、金融模式创新领域或将有所作为。

(四) 新能源项目储备丰富，业绩弹性高

公司风场、光伏电站储备丰富，业绩弹性高。公司在新疆、广东、湖南、内蒙古等地新能源发电储备项目约 4660MW，其中风电 2850MW，光伏 1700MW，新疆项目约占一半，盈利及并网条件良好。布尔津二期 49.5MW 风电已于 7 月 13 日并网发电，木垒前二期 100MW 风电预计于明年 1 季度并网发电，达坂城 50MW 风电项目下半年将开工。新能源发电进入正式运营期后，毛利率普遍高于 60%，且受益于国家战略新兴产业规划，2013 年该板块实现净利润 1 亿元，2014-15 年预计 CAGR 达 55%，未来有望实现业绩估值戴维斯双升。

3. 投资建议

我们预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.22/0.31/0.41 元，鉴于公司 14 年清洁能源业务发展势头良好，我们认为可给予公司 2014 年 35 倍 PE，对应目标价 7.7 元，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

主业施工进度低于预期、清洁能源发电项目进度低于预期等。

表 1：粤水电盈利预测及估值表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	4512	5398	6632	7847	9150
增长率 YoY%	12.13	19.63	22.86	18.33	16.60
净利润(百万元)	57.12	89.24	133.65	186.42	244.62
增长率 YoY%	-19.51	56.24	49.77	39.48	31.22
毛利率%	10.3	11.7	11.1	11.4	11.5
净资产收益率 ROE%	2.40	3.69	5.33	7.10	8.77
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.10	0.15	0.22	0.31	0.41
每股净资产(元)	4.74	4.09	4.25	4.49	4.79
PE	71	45	30	22	16
PB	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：中国银河证券研究部；股价为 2014 年 8 月 20 日收盘价

表 2：粤水电风力、光伏发电项目统计

项目名称	签约时间	目前进展	项目类别	预计装机规模 (MW)	预计总投资 (亿元)
内蒙古通辽项目	2010/6	前期准备	风电	1000	80
甘肃金塔项目	2011/9	一期并网	光伏	500	70
黑龙江宁安市项目	2012/2	前期准备	光伏	50	5
广东乳源县项目	2013/1	前期可研	风电	400-500	30-40
新疆阿勒泰市项目	2013/12	前期准备	光伏	500	55
湖南沅江项目	2014/2	前期准备	风电	300	30
新疆布尔津县项目	2014/4	二期并网	风电	49.5	4.4
新疆青河县项目	2014/4	前期准备	光伏	150	15
新疆富蕴县项目	2014/5	前期可研	风电/光伏	1500	135
新疆达坂城风电项目	2014/6	前期准备	风电	50	4.16
合计				4499.5-4599.5	428.56-438.56

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

注：甘肃金塔项目一期 50MW 已于去年年中并网发电，新疆富蕴县项目 1500MW 中含风电 1000MW，光伏 500MW。

表 3：粤水电新能源控股子公司 2014H1 经营情况

公司名称	业务	持股比例	净资产	营业收入	营业利润	净利润	权益净利润
广水桃江水电开发有限公司	水电	100%	19095.37	5061.17	2014.30	1519.02	1519.02
海南新丰源实业有限公司	水电	80%	11725.79	3197.41	1012.62	1117.24	893.79
布尔津县粤水电能源有限公司	风电	100%	23059.83	3625.25	1033.53	1033.53	1033.53
金塔县粤水电新能源有限公司	太阳能	100%	14821.95	3984.68	1365.04	1376.40	1376.40
广水安江水电开发有限公司	水电	98.96%	50989.66	8811.83	2500.22	1902.40	1882.62
合计			119692.60	24680.34	7925.70	6948.59	6705.36

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 4：粤水电 2014H1 主要财务指标变动情况

资产负债表项目	年末数	年初数	增减额	增减比例	增减原因
货币资金	1,242.45	771.18	471.26	61.11%	本期项目筹措款暂未支付
预付款项	606.10	417.25	188.86	45.26%	新增项目预付的设备款及工程款未结算
应付票据	10.47	17.80	-7.33	-41.18%	本期承兑了部份票据
应付利息	19.32	35.39	-16.07	-45.42%	上期计提的全年应付企业债券利息于本期支付完毕
应付股利	-	2.00	-2.00	-100.00%	子公司新源水利本期支付了少数股东股利
一年内到期的非流动负债	85.86	260.76	-174.90	-67.07%	子公司广水安江、金塔粤水电待抵扣进项税减少
专项储备	0.32	5.15	-4.83	-93.78%	本期使用的安全生产费增加
<hr/>					
利润表项目	本年数	上年同期数	增减额	增减比例	增减原因
财务费用	140.31	89.03	51.28	57.60%	借款增大从而利息支出增加
投资收益(净损失以-号填列)	37.83	0.10	37.72	36858.27%	联营企业广州山河装饰工程公司本期实现净利润增加
营业外收入	4.15	2.56	1.58	61.74%	全资子公司金塔能源公司收到工业园区返还基础配套设施费
营业外支出	1.19	1.85	-0.66	-35.67%	无大额的特别营业外支出项目
所得税费用	13.25	5.62	7.63	135.93%	广水安江期间所得税费用增加
<hr/>					
现金流量表项目	本年数	上年同期数	增减额	增减比例	增减原因
经营活动产生的现金流量净额	82.35	-88.12	170.47	上期为负，本期增加	(1) 工程施工类业务规模扩大，收到的款项增加； (2) 发电收入增加导致收到的款项增多；
投资活动产生的现金流量净额	-349.61	-655.59	305.98	上期为负，本期增加	本期购建固定资产支出减少
筹资活动产生的现金流量净额	749.66	448.25	301.41	67.24%	新增贷款增加

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，傅盈，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（6002375.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn