

绿色高效专业工程服务商，新业务拓展及资产整合可期

华电重工（601226.SH）

暂无评级

合理估值区间：13.75-16.50 元

核心观点：

分析师

鲍荣富

建筑行业首席分析师

☎：021-68097609

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

联系人

周松

☎：021-68596786

✉：zhousong_yj@chinastock.com.cn

梁清对本报告亦有贡献

相关研究

- **以技术为核心、工程总承包为主的工程整体方案服务商。**公司业务集工程系统设计、工程总承包以及核心高端装备研发、设计、制造于一体，主要包括物料输送系统工程、热能工程及高端钢结构工程三大业务板块。公司收入的主要来源为物料输送系统工程，2013 年的营收占比为 66%。公司 2013 年收入/归母净利润 47.45/3.57 亿元，2011-2013 年营收 CAGR 为 11.1%，净利润 CAGR 为 16.3%。公司控股股东为华电工程，持股比例为 80.65%，实际控制人为华电集团。
- **物料输送行业下游需求广泛，行业齐力拉动增长。**公司下游行业主要为电力、港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等，下游广阔的市场以及对产品、服务质量要求的提高为行业提供了稳定的增长空间，国民经济持续稳定发展、固定资产投资额不断增加也为物料输送行业提供了良好的发展机遇。
- **公司竞争优势突出：**（1）一体化服务优势：凭借完整的业务体系，公司能够为客户提供物料输送系统工程、热能工程、高端钢结构工程以及新业务领域工程项目的整体解决方案。（2）核心装备自主研发制造优势：公司拥有曹妃甸重工、武汉华电、河南华电以及重工机械四家生产基地，可将相关领域的技术成果快速产业化。（3）技术和品牌优势：公司先后参与了国内外百余项重大工程，与海内外多家大型企业建立了长期友好合作关系，在各业务领域均产生了良好的品牌效应。（4）人才优势：公司具有一大批专业技术人员，骨干人员平均从业年限均超过 20 年。
- **募投项目增强核心竞争力，新业务储备丰富，上市后有望整合母公司资产。**公司募投资金用于曹妃甸重工装备制造基地项目、物料输送系统核心产品扩能及配套项目、高端钢结构产品扩能项目和研发中心建设，增强公司核心竞争力。公司业务具有环保、高效、资源节约特色，在煤炭清洁高效利用领域已取得成效，并拓展海上风电、煤化工、噪声处理、油气等新业务，发展前景广阔。公司作为华电工程唯一的上市公司，未来有可能成为华电工程业务的整合平台。
- **风险因素：**固定资产投资波动；回款风险；原材料价格波动等。
- **合理估值区间 13.75-16.50 元：**我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.55/0.63/0.71，相对合理估值 13.75-16.50 元（对应 14 年 25-30 倍 PE），合理市值为 105.5-126.6 亿元。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万）	4426	4745	5341	5998	6704
增长率（%）	27.9	7.2	12.58	12.28	11.78
归母净利润（百万）	299	357.1	422.33	483.68	543.43
增长率（%）	31.8	19.3	18.27	14.53	12.35
每股收益	0.39	0.46	0.55	0.63	0.71

数据来源：wind，中国银河证券研究部 注：假定公司 2014 年公开发行 15000 万股，计算 2013-2016 年 EPS 所用的总股本分别为 62000、77000、77000、77000 万股。

目 录

一、公司概况	3
(一) 公司简述	3
(二) 股权结构	3
二、物料输送行业分析：下游行业齐力拉动需求	4
(一) 物料输送行业概况	4
(二) 行业空间：下游行业齐力拉动需求	4
(三) 行业竞争格局及公司的行业地位	6
三、公司分析	6
(一) 公司主营业务及收入构成	6
(二) 公司财务分析	8
(三) 竞争优势	12
(四) 公司未来业绩的驱动因素	13
四、募投项目分析	14
五、盈利预测与估值	15
六、风险提示	17

一、公司概况

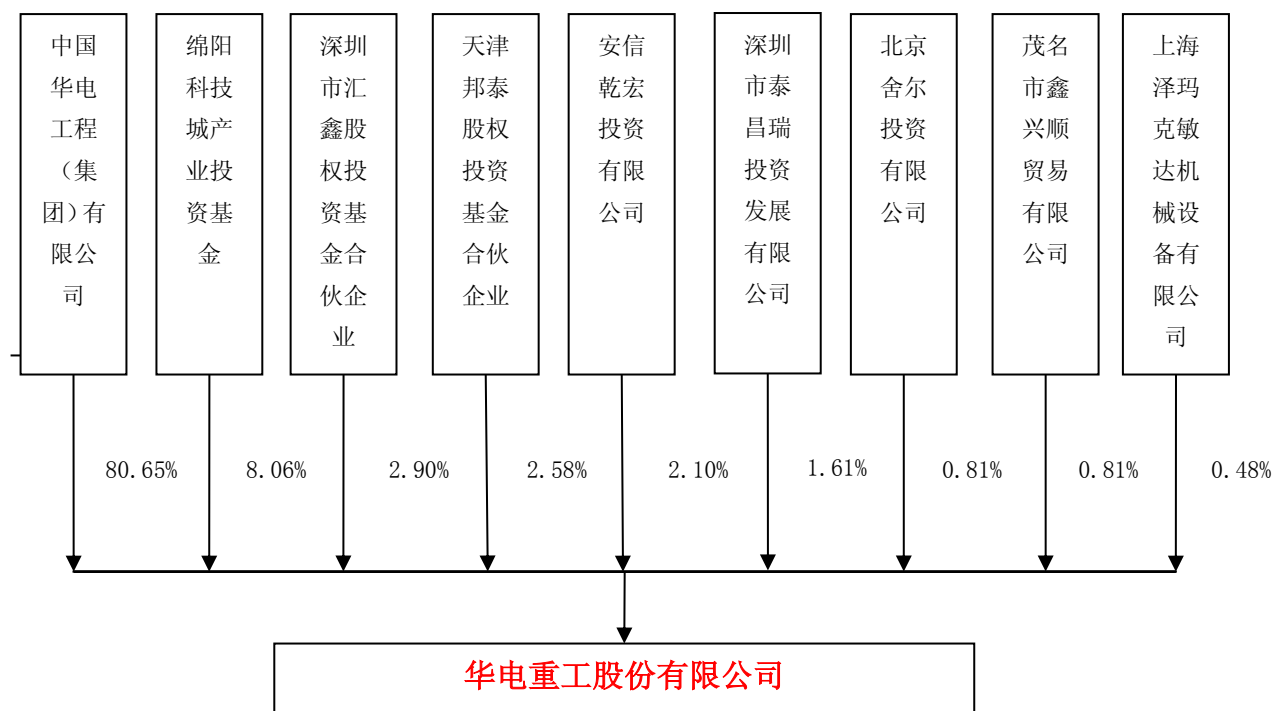
(一) 公司简述

公司作为工程整体解决方案提供商,业务集工程系统设计、工程总承包以及核心高端装备研发、设计、制造于一体,主要包括物料输送系统工程、热能工程及高端钢结构工程三大业务板块,业务涵盖国内外电力、煤炭、石化、矿山、冶金、港口、水利、建材、城建等领域。公司在煤炭清洁高效利用领域已取得初步成效,并大力拓展海上风电、油气服务等新兴业务。公司是“北京市高新技术企业”和“中关村国家自主创新示范区十百千工程企业”,具有业内领先的科研实力,拥有各类专利技术一百多项,获得政府机构、行业协会颁发等颁发的“科学技术奖”等各类奖励 30 余项。

(二) 股权结构

公司控股股东为华电工程,持有公司 5 亿股股份,持股比例为 80.65%。华电工程为华电集团的全资子公司,注册资本 84,315 万元。公司实际控制人为华电集团,华电集团是 2002 年底国家电力体制改革时组建的五家全国性国有独资发电企业集团之一,注册资本 147.92 亿元。

图 1: 华电重工股权结构图



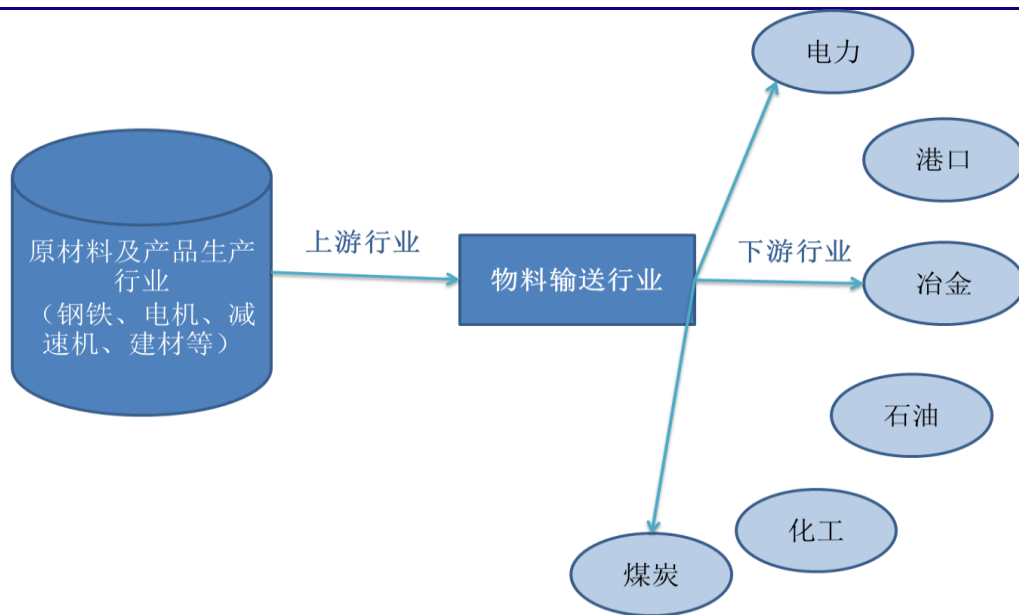
资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

二、物料输送行业分析：下游行业齐力拉动需求

（一）物料输送行业概况

公司的物料输送系统工程业务适用于有大宗散货装卸、储存、输送需求的行业，该业务涉及工程设计服务、重型机械制造、工程建设等领域。物料输送行业的行政主管部门包括国家发改委、工信部、住建部、国家质检总局等。

图 2：物料输送行业上下游关系图



资料来源：中国银河证券研究部

物料输送行业的上游主要为钢材、胶带、电机、减速机、建材等原材料及产品生产行业，其中钢铁行业是最主要的上游行业。钢材等上游产品的价格直接影响本行业内企业的产品成本。

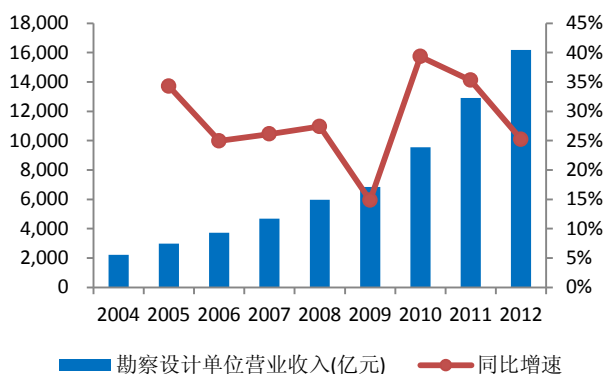
物料输送行业的下游主要为电力、港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等多个行业，该等行业的快速发展一方面为本行业带来稳步增长的市场需求，另一方面对本行业产品及服务质量要求不断提高，促进本行业的技术升级。

（二）行业空间：下游行业齐力拉动需求

物料输送行业为下游相关行业提供物料输送系统的工程设计服务和相关核心设备，兼具工程设计服务业和重型机械制造业的诸多基本特征。国民经济持续稳定发展、固定资产投资额不断增加，为物料输送行业提供了良好的发展机遇。

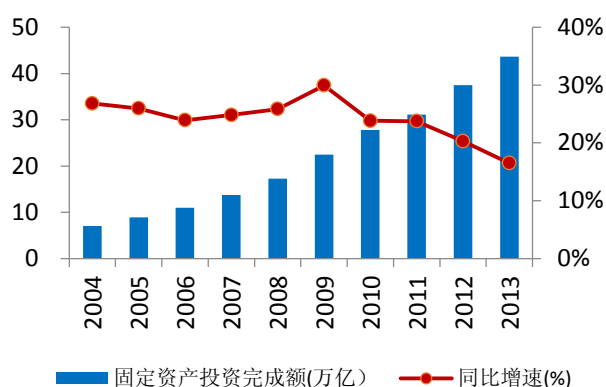
电力、冶金、化工、煤炭等基础行业的投资规模大幅扩张，相应增加了对物料输送装备等重型机械装备的需求。根据中国重型机械工业协会第 118 期统计简报，2013 年我国重型机械行业营业收入达到 11,299.25 亿元，同比增长 10.83%。

图 3: 2004-2012 年勘察设计企业收入



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 4: 2004-2013 年全社会固定资产投资完成额

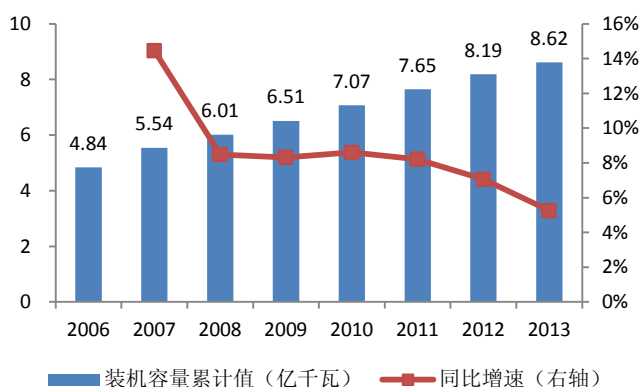


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

电力领域: 火力发电目前仍然是电力行业的主力军, 2006 年至 2013 年, 全国火电装机容量从 48,405 万千瓦增加到 86,238 万千瓦, 年均复合增长率为 8.60%。随着火电装机容量的不断增加, 火电行业对物料输送行业的需求将保持持续增长。

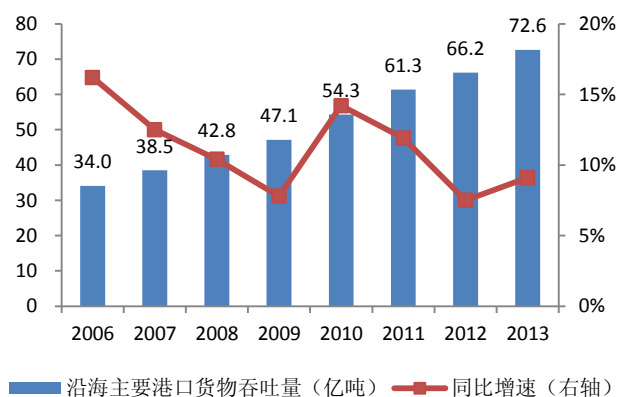
港口领域: 根据国家统计局数据, 2013 年全国规模以上港口货物吞吐量已达到 72.59 亿吨。未来五年, 新建铁矿石码头和煤炭公用接卸码头将继续保持对物料输送系统的旺盛需求。

图 5: 2006-2013 年全国火电装机容量累计值及增速



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

图 6: 2006-2013 年全国沿海港口货物吞吐量及增速

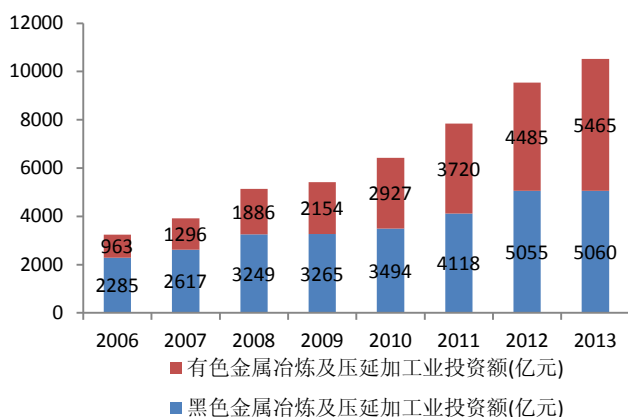


资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究部

冶金领域: 我国经济的快速发展拉动了对钢铁和有色金属的需求。根据《钢铁工业“十二五”发展规划》, 2015 年的粗钢消费量将达到 7.1-8.1 亿吨。另根据《有色金属工业“十二五”发展规划》, 2015 年十种有色金属的消费量将达到 4,900 万吨。上述需求将促进我国黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业的固定资产投资总额在未来几年继续保持增长, 进而促进物料输送行业的较快发展。

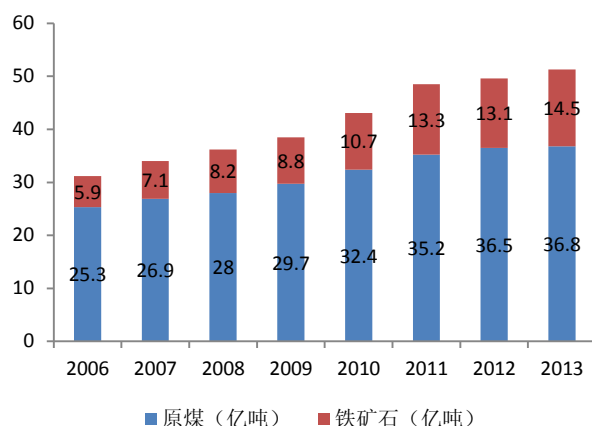
采矿领域: 2011 年-2015 年, 我国拟新增煤炭查明储量 5000 亿吨, 新增铁矿查明储量 60 亿吨。随着适合露天开采的矿山逐步以露天方式进行采掘, 物料输送系统以及大型排土机等绿色采矿装备的市场容量将保持不断增长。

图 7：2006-2013 年我国金属冶炼及压延加工业投资额



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

图 8：2006-2013 年我国原煤及铁矿石开采量



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究部

除了上述行业以外，物料输送系统还广泛应用于粮食、建材等行业。整体而言，未来五年，下游行业将对物料输送系统的整体需求将呈现持续增长的态势。

（三）行业竞争格局及公司的行业地位

除本公司外，物料输送行业主要还有三类参与者：第一类为设计院，如电力、钢铁、冶金、港口等行业的各类专业设计院，该类参与者根据项目需求进行针对性设计，提出技术解决方案；第二类为设备制造商，该类参与者根据设计和合同标准进行各部件设备生产并组装，主要作为物料输送系统设备提供商；第三类为建筑施工企业，主要提供物料输送系统的建设施工安装服务。一般而言，同时具备系统设计能力、大型项目管理能力、关键设备供应能力的企业在行业竞争中占据优势地位。

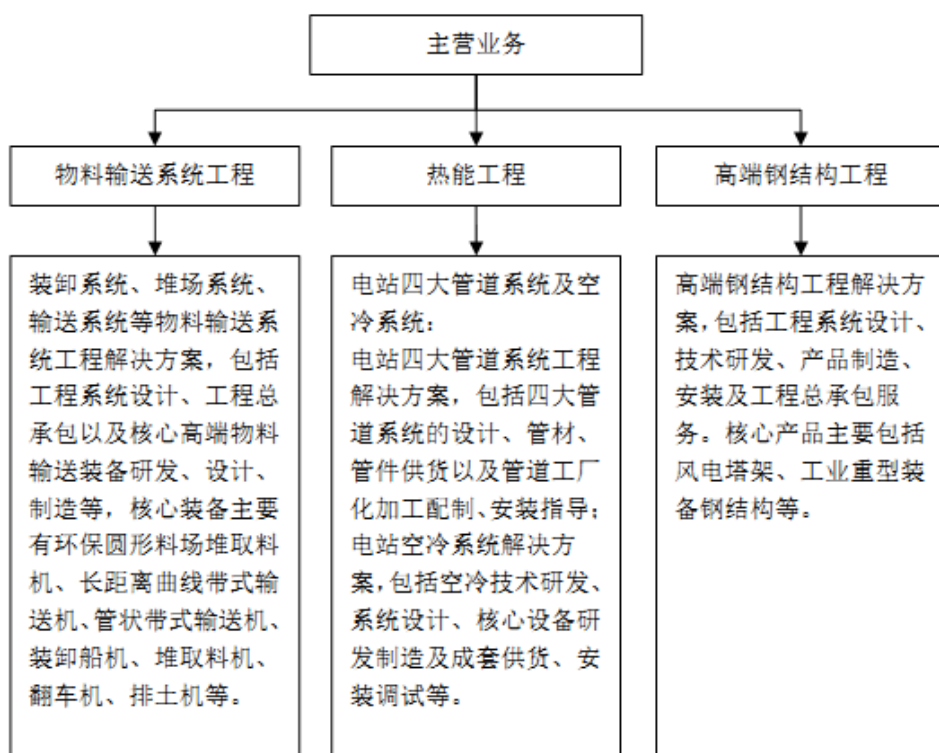
三、公司分析

（一）公司主营业务及收入构成

1、公司主营

公司的主营业务包括物料输送系统工程、热能工程以及高端钢结构工程三大板块。**物料输送系统工程**：公司是国内主要的物料输送系统工程整体解决方案提供商，主要从事环保圆形料场系统、港口码头装卸系统、电厂输煤系统以及露天矿半连续开采系统等物料输送系统的工程总承包项目。**热能工程**：公司的热能工程业务主要包括电站四大管道系统业务和空冷系统业务。公司具备电厂热力系统压力部件及管道系统的设计能力，在高参数机组四大管道系统领域拥有较高的市场占有率。**高端钢结构工程**：公司拥有钢结构制造特级资质、轻型钢结构工程设计专项甲级资质、建筑行业乙级工程设计资质、环境工程专项乙级设计资质，能够开展各类钢结构工程业务。

图 9：公司主营业务

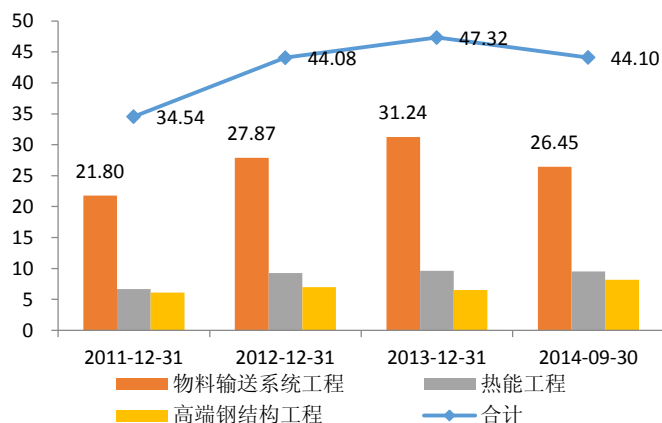


资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

2、公司主营构成

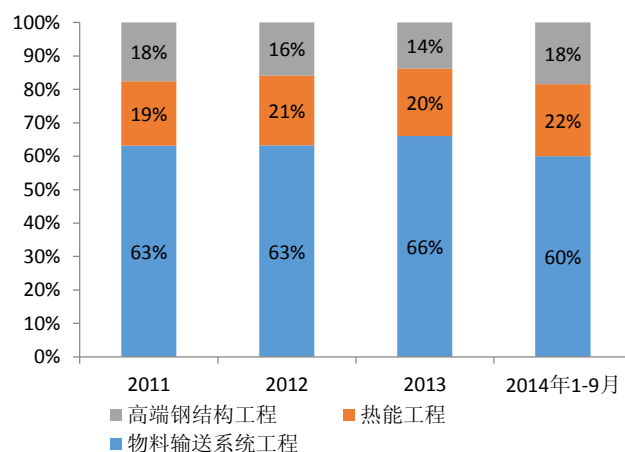
2011-2014 年 9 月，物料输送系统工程业务收入占主营业务收入比重分别为 63.14%、63.22%、66.01%和 63.63%。2011 年公司重组后逐渐形成自主拥有的先进系统集成能力，可为客户开发量身定做的、适应复杂作业环境的、具备长距离及高效率的机械化综合物料输送系统，业务量增长较快。热能工程业务收入占主营业务收入比重分别为 19.23%、20.94%、20.26%和 23.03%。热能工程业务的发展主要受火电站开工率的影响。

图 10：历年主营收入和细分（亿元）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 11：历年主营业务行业占比（%）



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

3、公司的营业收入和利润

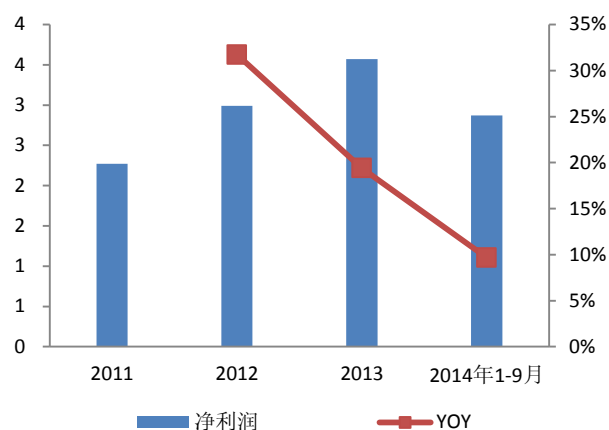
随着公司业务规模的不断扩大，公司收入保持稳定增长。2011-2014 前三季度，公司分别实现营业收入 34.6 亿元、44.3 亿元、47.4 亿元、44.2 亿元，同比增长 27.9%、7.2%和 24.8%。实现归属于母公司股东的净利润分别为 2.3 亿元、3.0 亿元、3.6 亿元、2.9 亿元，同比增长 31.7%，19.4%，9.7%。2014 年前三季度利润的增速小于营收的增速一方面公司的毛利率有所下降，另一方面公司的资产减值损失同比增长较多。

图 12: 公司营业收入(亿元)及增长率



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

图 13: 公司净利润(亿元)及增长率



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

(二) 公司财务分析

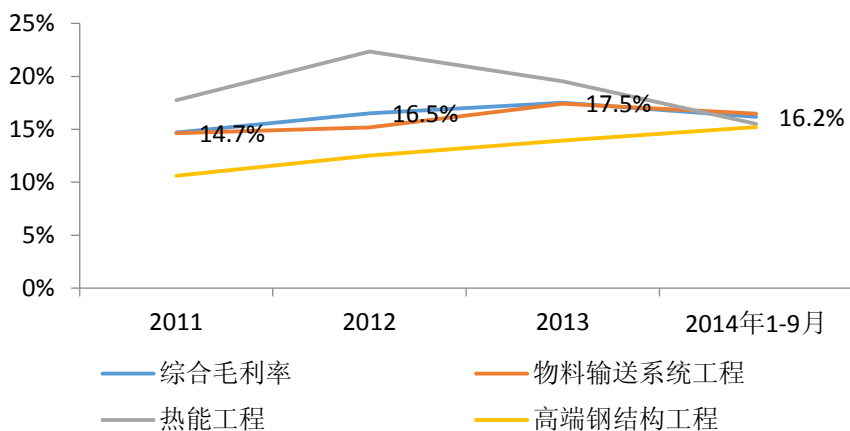
1、毛利率分析

公司物料输送系统工程业务毛利率稳中有升,主要是公司物料输送系统工程板块积极开拓港口、采掘等其他下游行业业务,随着业务开拓的深入和成熟,议价能力有所加强。

公司热能工程业务在 2013 年度毛利率同比下降 2.81 个百分点,主要是因为毛利率较低的电站空冷业务占比上升。

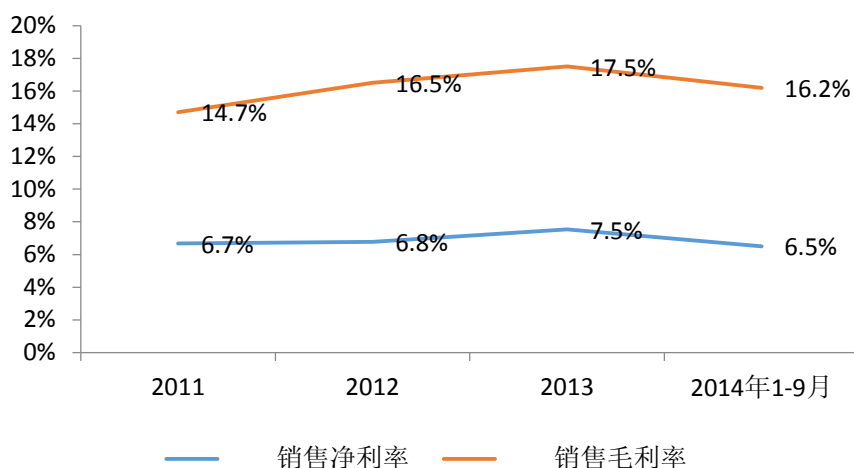
公司高端钢结构工程业务毛利率稳步增长,要因为 2013 年新签的高端钢结构工程项目公司仅提供设计、安装等劳务服务,不再提供原材料,提供劳务的毛利率高于提供原材料的毛利率。

图 14: 各细分业务毛利率



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

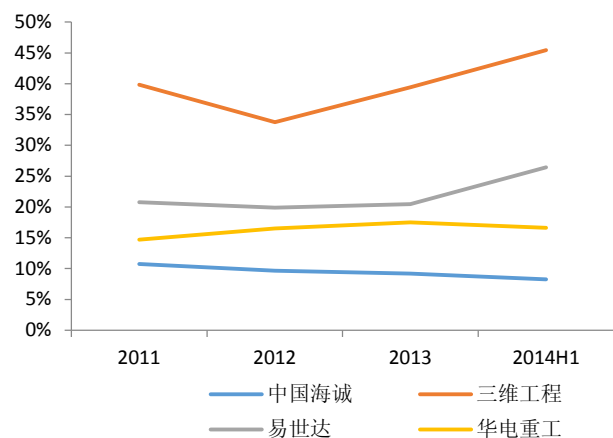
图 15: 公司毛利率和净利率



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

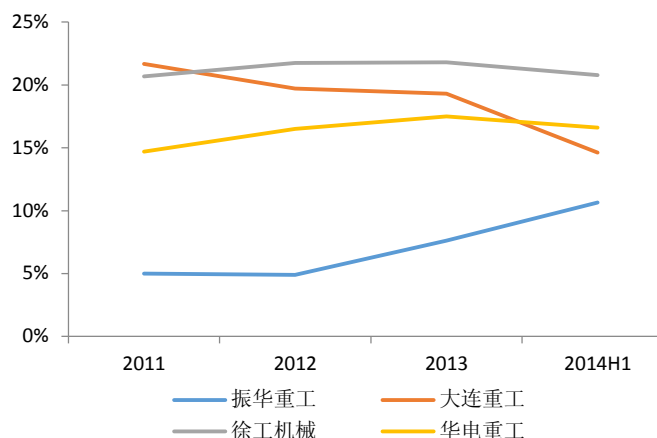
由于细分行业、公司规模及具体的经营模式差异, A 股中尚无与本公司在主营业务、竞争领域和产品服务结构一致的公司。专业技术服务业和专用设备制造业中的上市公司间, 毛利率存在较大差距。

图 16: 专业技术服务公司毛利率比较



资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

图 17: 专用设备制造公司毛利率比较

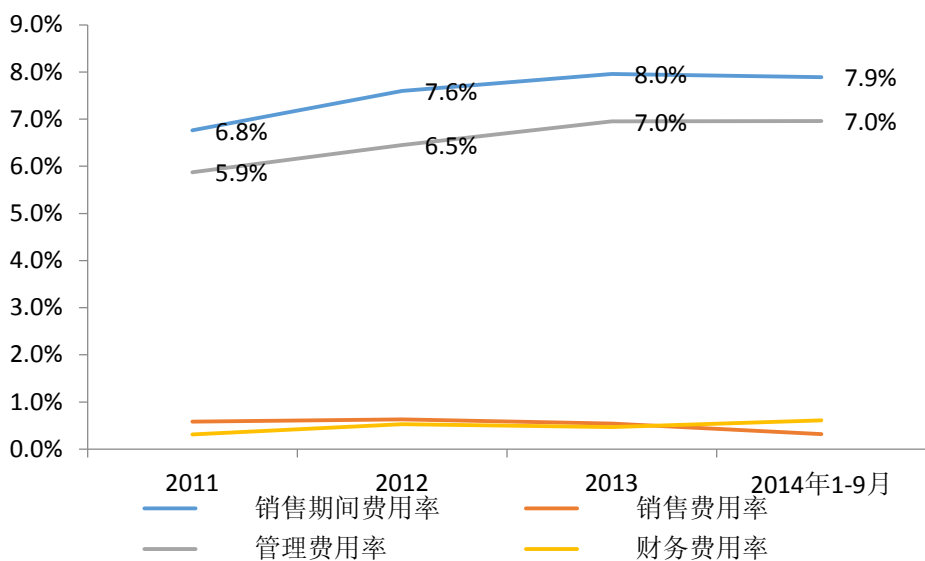


资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

2、期间费用率

2011-2014 年前三季度, 公司销售期间费用占营业收入的总比例分别为 6.76%、7.60%、7.96%、7.89%, 公司期间费用上升的主要原因是管理费用增长, 管理费用占当期营业收入的比例分别为 5.87%、6.45%、6.95%和 7.68%。管理费用中, 工资及奖金、差旅费、房租、税金占比较高。

图 18: 公司的期间费用率

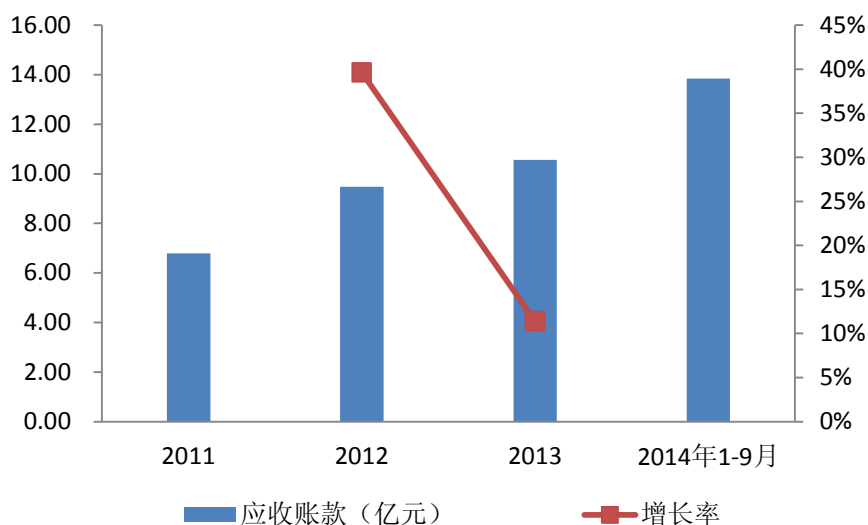


资料来源: 招股说明书, 中国银河证券研究部

3、应收账款

公司 2012 年末和 2013 年末应收账款均同比增速均高于营业收入增速, 主要原因为公司业务量的增长和营业收入的提升, 个别客户的付款能力受到宏观经济影响所致, 不能及时付款。

图 19: 公司应收账款及增长率

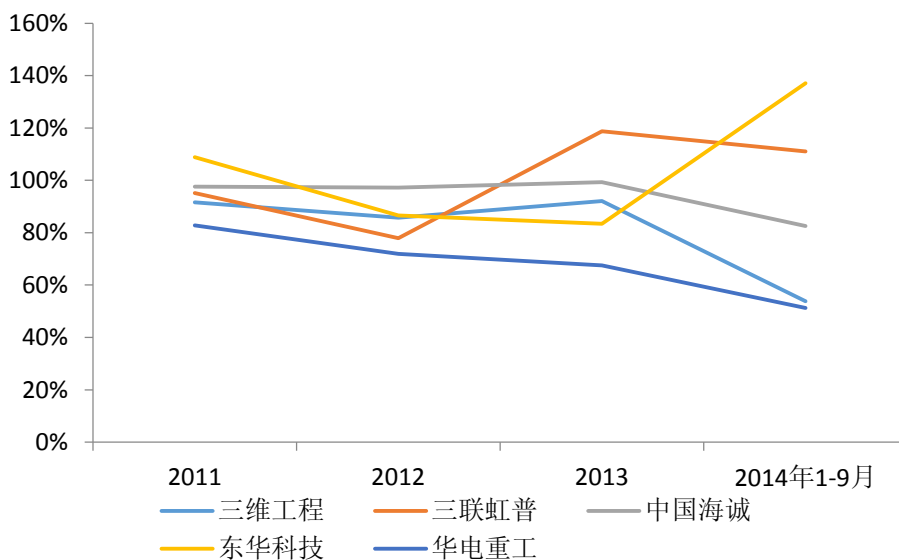


资料来源: wind, 招股说明书, 中国银河证券研究部

4、现金流

公司 2011-2014 年前三季度的收现比率分别为 82.9%、71.9%、67.5%和 51.2%。收现比逐年下降，公司的收款能力有所降低。受宏观经济环境的影响，整个行业的收现比率在今年都出现了下降。

图 20: 报告期内公司的收现比率



资料来源: wind, 招股说明书, 中国银河证券研究部

（三）竞争优势

公司作为专注于生产绿色化、运营高效化、资源集约化的工程系统方案提供商，业务体系完整，人才结构比较合理，专业及资源协同优势明显。

（1）完整的业务体系，优质的整体解决方案提供商

公司形成了集系统设计、工程总承包以及核心高端装备研发、设计、制造于一体的完整业务体系，能够为客户提供物料输送系统工程、热能工程、高端钢结构工程以及新业务领域工程项目的整体解决方案，使得工程建造效率更高、质量更好、投资更低，确保公司顺应综合工程项目规模不断扩大、对项目管理能力要求不断提高的发展趋势。

（2）领先的技术研发实力及创新能力

公司拥有北京、上海、郑州、天津四个研发中心，技术研发人员约占公司员工总人数的 20%。共取得百余项专利，获得多项科技奖项，在相关科研开发领域处于领先地位。公司自主研发的长距离曲线带式输送机、节能型长距离下运带式输送机及势能发电综合利用技术、环保圆形料场系统技术、大型管状带式输送机系统技术、中频弯管技术、A335P92 耐热合金钢焊接技术、带式输送机栈桥一体化技术等通过中电联等行业组织的技术鉴定，已达到国内领先水平，部分技术性能达到国际先进水平。

（3）丰富的工程经验

公司先后参与了国内外百余项重大工程，业务范围涵盖电力、港口、冶金、石油、化工、煤炭、建材及采矿等多个行业，并拓展至澳大利亚、印尼、越南、菲律宾、印度、沙特等十余个国家，承建的项目创造了多个得到业内高度认可的典型案例。

（4）核心高端装备的自主研发制造能力

公司拥有曹妃甸重工、武汉华电、河南华电以及重工机械四家生产基地，通过自建生产基地，公司可将相关领域的技术成果快速产业化，同时可对核心高端设备的质量、生产周期实施更严密地控制，确保项目按时完工并提高项目整体质量，使公司在市场竞争中始终处于有利地位。

（5）客户和品牌优势

本公司与五大发电集团、宝钢集团有限公司、鞍山钢铁集团公司、华润（集团）有限公司、国家开发投资公司、神华集团有限责任公司、中国石油化工集团公司、新疆生产建设兵团、万华化学集团股份有限公司、等海内外多家大型企业及其子公司等建立了长期友好合作关系。公司承做的项目管理有序、质量可靠、进度可控，多次受到客户嘉奖，在各业务领域均产生了良好的品牌效应。

（6）管理和人才优势

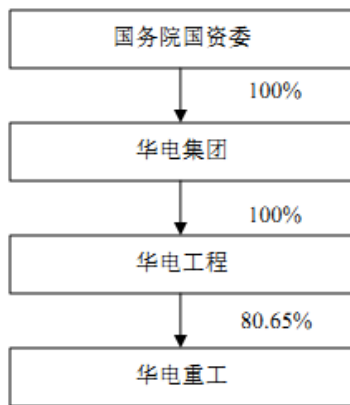
本公司的高级管理人员平均业内从业经验超过 20 年，具有各类注册执业资格人员 129 人，中级及以上职称人员 399 人，教授级高级工程师 14 人。

（四）公司未来业绩的驱动因素

1、驱动因素之一：母公司存在进一步整合的预期

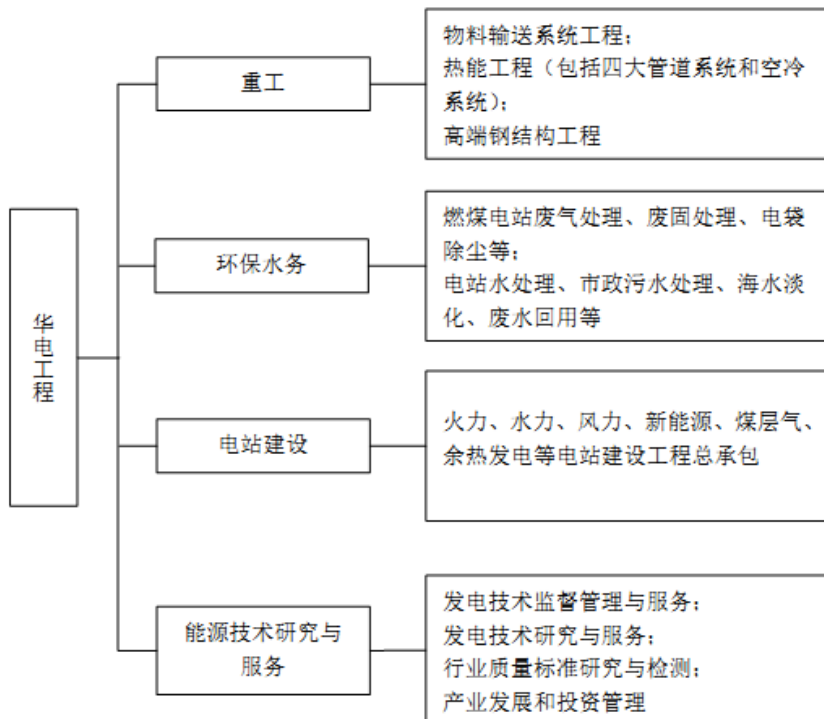
华电重工母公司华电工程是中国华电集团公司下属的全资企业，华电工程目前拥有重工、环保水务、电站总承包、清洁能源、能源服务五大板块业务，华电重工是目前唯一的上市平台，未来有可能成为华电工程业务整合平台。

图 21：公司实际控制人的股权结构



资料来源：招股说明书，中国银河证券研究部

图 22：母公司华电工程主营业务



资料来源：wind，招股说明书，中国银河证券研究部

2、驱动因素之二：新业务储备丰富，增长空间大

公司在海上风电、新型煤化工、油气服务、噪声处理等领域已经有相当的技术储备和项目经验，未来发展空间广阔。公司在河南安阳总承包的煤焦油加氢项目经济效益显著，技术成熟，未来有可能进一步推广。公司的正在研发的项目包括海洋风电基础设计及优化分析，工业噪声控制设备的性能检测关键技术等新业务，有望为公司打开新的增长空间。公司将抓住中国页岩气发展的战略机遇，积极开拓非常规油气工程服务业务，向油田服务产业链的上下游延伸，未来有望成为油气田全产业链一体化系统解决方案提供商。

3、驱动因素之二：业务聚焦节能环保，发展前景广阔

公司自主研发的绿色采矿系统能够有效提高露天采矿效率、减少扬尘、降低能耗；自主研发的封闭式圆形料场机械系统、管状带式输送机等产品被中国资源综合利用协会列入《当前国家鼓励发展的环保产业设备（产品）目录》。公司不断加强“节能降耗、绿色环保”的技术和产品研发，为公司未来在节能环保领域的发展奠定了基础，前景广阔。

四、募投项目分析

华电重工本次拟发行不超过15,000万股，计划融资14.46亿元，公司拟将本次发行股票所募集的资金（扣除发行费用），围绕主营业务并按轻重缓急顺序投资于华电曹妃甸重工装备有限公司曹妃甸重工装备制造基地二期项目、华电重工物料输送系统核心产品扩能及配套项目、华电重工高端钢结构产品扩大产能项目和华电重工研发中心建设项目、补充工程项目运营资金项目（包括置换募集资金到位前已预先投入该等项目的自筹资金），具体情况如下表所示：

表 1：公司募集资金使用（万元）

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟使用量（万元）
1	华电曹妃甸重工装备有限公司曹妃甸重工装备制造基地二期项目	54760	54760
2	华电重工物料输送系统核心产品扩能及配套项目	30752	30752
3	华电重工高端钢结构产品扩大产能项目	23936.62	23936.62
4	华电重工研发中心建设项目	16522	16522
5	补充工程项目运营资金项目	37111	18609.38
	合计	163,081.62	144,580.00

资料来源：招股意向书，中国银河证券研究部

华电曹妃甸重工装备制造基地二期项目：项目投资总额为 54,760 万元，将建设一座联合厂房（内含原材料车间、钢结构车间、变电所等）、一座表面处理厂房（内含大型喷丸室和喷漆室）、露天装场和码头等，并配套建设公用动力和配电、环保、消防等设施以及厂区管网系统、道路、围墙。项目产品为排土机、转载机、浮吊、连续卸船机、集装箱岸桥、海上风电塔基。预计项目计算期年均销售收入为 102,542.75 万元，年均利润总额 12,402.75 万元。

华电重工物料输送系统核心产品扩能及配套项目：项目投资总额为 30,752 万元，建设内容包括：新建一座电气控制系统联合生产车间及配套的仓库和试验室、焊培中心、理化试验室等；将原有结构制造车间改造为机加工车间；购置电气控制系统生产设备以及机加工、组装和检测

设备等。项目产品为堆取料机、翻车机、电气控制系统、机加工件，预计项目达产年销售收入为 48,504.27 万元，利润总额 5,818.84 万元。

华电重工高端钢结构产品扩大产能项目：项目投资总额为 23,936.62 万元，建设内容包括新建联合厂房、焊培中心、理化实验室以及购置设备等。项目产品为火电锅炉钢结构、胶带机钢结构、桥梁钢结构、建筑钢结构。项目建成达产年实现销售收入 44,572.65 万元，利润总额 4,303.01 万元。

华电重工研发中心建设项目：项目投资总额为 16,522 万元，项目内容包括建设研发中心大楼、采购先进的工程模拟及远程监测等软硬件设施、引进高端的技术人才。项目顺利建成后，公司将立足于主营业务的同时拓展相关领域，执行科研课题的研发，一方面巩固物料输送系统工程、热能工程和高端钢结构工程等主营业务的核心技术优势，另一方面开展主营业务相关领域的技术创新，拓展公司的科研领域，从深度和广度上提升公司的研发实力和技术创新能力。

补充流动资金项目：公司拟投入 18,609 万元用于补充流动资金，以保证公司经营所需资金。补充工程项目运营资金，有利于增强本公司的整体资金实力，保证现有工程项目的顺利实施，同时进一步提升公司开拓新项目的能力。

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

2011-2013 年，公司主营业务收入分别为 34.61/44.26/47.45 亿元，2012、2013 年的同比增速分别为 27.87%和 7.19%，持续增长但增速有所下滑。2014 年 1-9 月实现营收 44.19 亿元，同比增长 24.81%。经济转型换挡期，受益于下游行业的需求、处于成长阶段的物料运输行业仍然方兴未艾，且热能工程产值稳定提升、高端钢结构工程前景良好。因此，我们预计公司未来三年营业收入年均复合增速在 12.22%左右。

表 2：公司收入预测表（百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入合计	3461.41	4426.24	4744.57	5341.47	5997.60	6704.37
增长率		27.87%	7.19%	12.58%	12.28%	11.78%
物料输送系统工程	2180.43	2786.81	3123.75	3592.31	4095.24	4627.62
增长率		27.81%	12.09%	15.00%	14.00%	13.00%
热能工程	664.04	922.87	958.55	1054.41	1159.85	1275.83
增长率		38.98%	3.87%	10.00%	10.00%	10.00%
高端钢结构工程	609.12	698.33	649.81	682.30	730.06	788.47
增长率		14.65%	-6.95%	5.00%	7.00%	8.00%
其他	7.82	18.23	12.46	12.46	12.46	12.46
增长率		133.20%	-31.68%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：wind，中国银河证券研究部

结合公司未来发展规划，我们对毛利率和期间费用等相关参数做如下假设：

表 3：公司分项毛利率假设

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
综合毛利率	14.70%	16.51%	17.50%	17.60%	17.80%	17.79%
其中：物料输送系统工程	14.63%	15.18%	17.41%	17.50%	17.50%	17.50%
热能工程	17.76%	22.34%	19.53%	20.00%	21.00%	21.00%
高端钢结构工程	10.61%	12.53%	13.93%	13.50%	13.50%	13.50%
其他	94.63%	77.54%	68.81%	68.81%	68.81%	68.81%

资料来源：wind，公司招股说明书，中国银河证券研究部

表 4：公司期间费用率及税率假设

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	0.58%	0.63%	0.54%	0.58%	0.58%	0.58%
管理费用率	5.87%	6.45%	6.95%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用率	0.31%	0.53%	0.47%	0.40%	0.34%	0.30%
实际所得税率	16.10%	16.90%	16.05%	16.00%	17.00%	17.00%

资料来源：wind，公司招股说明书，中国银河证券研究部

在上述假设下，经模型测算，公司 2014 年、2015 年和 2016 年净利润分别为 4.22 亿元、4.84 亿元和 5.43 亿元，复合增长率为 15.02%，按发行后总股本 77000 万股计算的 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.55/0.63/0.71 元。

（二）合理估值与投价建议

按照上述盈利预测，我们假定公司主营业务收入未来三年（2014-2016 年）仍将保持 12.22% 的年均复合增速，2017-2023 年增速由 12% 逐渐下降至 5%，永续阶段增长率为 5%。

表 5：FCF 计算（百万元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBIT	564.48	643.58	718.71	814.51	898.26	986.03	1104.62	1189.65	1281.38	1363.76
所得税率	16.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%	17.00%
EBIAT	474.16	534.17	596.53	676.04	745.55	818.41	916.84	987.41	1063.54	1131.92
加：折旧和摊销	98.96	130.06	131.91	114.78	119.93	80.25	86.09	92.32	98.98	106.11
减：运营资金追加	-22.35	86.09	96.58	148.09	67.27	106.28	82.16	99.06	106.80	98.66
资本性支出	1017.92	103.00	111.00	86.85	89.90	75.16	78.65	82.39	86.39	90.68
FCF	-422.46	475.14	520.86	555.89	708.31	717.23	842.11	898.29	969.33	1048.68

资料来源：wind，中国银河证券研究部

表 6：估值参数假定

股票 Beta	1.05	T	17.00%
无风险利率	3.7%	Ka	14.20%
风险溢价	10.00%	Ke	14.20%

有息负债总额 (D)	432.9	E/(D+E)	50.00%
现金和投资 (百万元)	1,389.8	D/(D+E)	50.00%
Kd	5.80%	WACC	9.51%

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

结合上述参数假定, 我们得到公司绝对 DCF 估值价格为 16.84 元。

参考相近公司的估值情况, 结合公司未来的成长性 (2014-16 年 EPS 为 0.55/0.63/0.71, 我们认为公司相对合理价值区间为 13.75-16.50 元 (对应 14 年 25-30 倍 PE), 合理市值为 105.5-126.6 亿元。

表 7: A 股可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E
002469.SZ	三维工程	13.01	0.48	0.49	0.63	0.80	27.1	26.6	20.6	16.3
300384.SZ	三联虹普	81.42	2.00	1.78	2.16	2.55	40.7	45.8	37.8	31.9
002116.SZ	中国海诚	14.53	0.78	0.66	0.82	1.01	18.6	21.9	17.7	14.4
002140.SZ	东华科技	18.18	0.53	0.63	0.88	1.24	34.3	29.0	20.7	14.7
行业平均							30.2	30.8	24.2	19.3

资料来源: 公司招股说明书, 中国银河证券研究部

注: 表中收盘价为 11 月 17 日价格, EPS 取自万得一致预测

六、风险提示

固定资产投资规模波动风险: 公司主营业务与国家固定资产投资关系密切, 若未来宏观经济状况出现恶化或出现经济危机, 电力、港口、冶金等下游行业陷入衰退, 将导致公司承接的工程项目缓建、停工等风险。

应收账款发生坏账损失风险: 随着公司销售收入的增加, 应收账款余额呈现上升趋势。公司的客户比较集中, 可能出现重大应收账款不能收回的情况, 影响公司经营成果和报表净利润。

原材料价格波动风险: 公司业务开展的原材料, 如钢材、钢板、铝带等价格可能出现一定幅度波动, 并直接或间接地影响经营成本。

技术风险: 公司业务技术集成度高, 技术研发能力目前处于行业领先水平, 但也面临着国际、国内市场上竞争对手日益激烈的技术竞争, 技术能否的原因将对公司未来的经营业绩有一定影响。

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,426	4,745	5,341	5,998	6,704	货币资金	711	653	1,390	1,741	2,126
营业成本	3,695	3,914	4,401	4,930	5,512	存货	1,334	1,985	2,230	2,498	2,793
毛利率	16.5%	17.5%	17.6%	17.8%	17.8%	应收账款	948	1,056	1,189	1,335	1,492
营业税金及附加	20	23	22	25	27	其他流动资产	379	693	746	836	935
营业费用	28	26	31	35	39	流动资产	3,371	4,387	5,555	6,410	7,345
营业费用率	0.63%	0.54%	0.58%	0.58%	0.58%	固定资产	526	777	1,524	1,519	1,515
管理费用	285	330	347	390	436	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	6.45%	6.95%	6.50%	6.50%	6.50%	无形资产	207	205	399	388	376
财务费用	23	22	21	20	20	其他长期资产	177	53	33	24	21
财务费用率	0.53%	0.47%	0.40%	0.34%	0.30%	非流动资产	910	1,035	1,956	1,931	1,912
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	4,281	5,421	7,510	8,341	9,257
营业利润	352	417	493	573	643	短期借款	10	14	0	0	0
营业利润率	7.95%	8.79%	9.24%	9.55%	9.60%	应付账款	1,164	1,874	2,108	2,361	2,639
营业外收入	10	9	10	11	12	其他流动负债	1,233	1,344	1,589	1,780	1,983
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	2,407	3,233	3,697	4,141	4,622
利润总额	361	425	503	583	655	长期负债	457	399	399	399	399
所得税	61	68	80	99	111	其他长期负债	28	38	38	38	38
所得税率	16.9%	16.0%	16.0%	17.0%	17.0%	非流动性负债	484	437	437	437	437
少数股东损益	1	0	0	0	0	负债合计	2,891	3,669	4,134	4,577	5,059
归属于母公司股东的净利润	299	357	422	484	543	股本	620	620	770	770	770
净利率	6.76%	7.53%	7.91%	8.06%	8.11%	资本公积	308	308	1,457	1,457	1,457
EPS (元)	0.39	0.46	0.55	0.63	0.71	股东权益合计	1,359	1,716	3,353	3,740	4,175
						少数股东权益	23	24	24	24	24
						负债股东权益总计	4,281	5,421	7,510	8,341	9,257
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	增长率(%)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	299	357	422	484	543	营业收入	27.87	7.19	12.58	12.28	11.78
少数股东权益	1	0	0	0	0	营业利润	37.84	18.47	18.38	16.02	12.39
折旧和摊销	42	49	99	130	132	净利润	31.85	19.33	18.27	14.53	12.35
营运资金变动	-256	-332	20	-88	-99	利润率(%)					
其他	48	41	34	46	48	毛利率	16.51	17.50	17.60	17.80	17.79
经营现金流	134	114	575	571	625	EBIT Margin	8.98	9.52	10.10	10.31	10.31
资本支出	-164	-120	-1,018	-103	-111	EBITDA Margin	9.94	10.54	11.95	12.48	12.28
投资收益	0	0	0	0	0	净利率	6.76	7.53	7.91	8.06	8.11
资产变卖	221	220	0	0	0	回报率(%)					
其他	-239	-220	0	0	0	净资产收益率	22.02	23.23	16.66	13.64	13.73
投资现金流	-183	-120	-1,018	-103	-111	总资产收益率	7.03	7.40	6.56	6.12	6.19
发行股票	0	0	1,299	0	0	其他(%)					
负债变化	52	-20	-14	0	0	资产负债率	67.53	67.68	55.04	54.88	54.65
股息支出	-30	-32	-84	-97	-109	所得税率	16.90	16.05	16.00	17.00	17.00
其他	0	0	-21	-20	-20	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
融资现金流	22	-52	1,179	-117	-129						
现金及现金等价物	-26	-58	737	351	385						

资料来源：中国银河证券研究部测算

插图目录

图 1: 华电重工股权结构图	3
图 2: 物料输送行业上下游关系图	4
图 3: 2004-2012 年勘察设计企业收入	5
图 4: 2004-2013 年全社会固定资产投资完成额	5
图 5: 2006-2013 年全国火电装机容量累计值及增速	5
图 6: 2006-2013 年全国沿海港口货物吞吐量及增速	5
图 7: 2006-2013 年我国金属冶炼及压延加工业投资额	6
图 8: 2006-2013 年我国原煤及铁矿石开采量	6
图 9: 公司主营业务	7
图 10: 历年主营收入和细分 (亿元)	7
图 11: 历年主营业务行业占比 (%)	7
图 12: 公司营业收入(亿元)及增长率	8
图 13: 公司净利润(亿元)及增长率	8
图 14: 各细分业务毛利率	9
图 15: 公司毛利率和净利率	9
图 16: 专业技术服务公司毛利率比较	10
图 17: 专用设备制造公司毛利率比较	10
图 18: 公司的期间费用率	10
图 19: 公司应收账款及增长率	11
图 20: 报告期内公司的收现比率	11
图 21: 公司实际控制人的股权结构	13
图 22: 母公司华电工程主营业务	13

表格目录

表 1: 公司募集资金使用（万元）	14
表 2: 公司收入预测表（百万元）	15
表 3: 公司分项毛利率假设	16
表 4: 公司期间费用率及税率假设	16
表 5: FCF 计算（百万元）	16
表 6: 估值参数假定	16
表 7: A 股可比公司估值情况	17

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，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（600237.SZ）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.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
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
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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