

2010 年 7 月 7 日

粤水电

BT 项目是亮点，业绩释放前景是焦点

A
未有评级

002060.SZ- 人民币 7.29

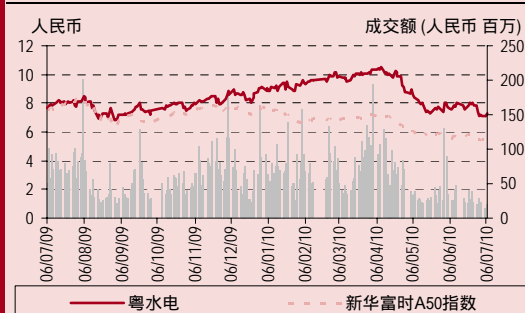
李攀

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300207090249

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(20)	(5)	(29)	(5)
相对新华富时 A50 指数(%)	9	(2)	(6)	24

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	332.4
流通股 (%)	61
流通股市值 (人民币 百万)	1501
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	45
净负债比率 (%)	38
主要股东 (%)	
广东省水电集团公司	39

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

粤水电是广东省最大的水利水电建筑施工企业，水利水电类项目业务范围覆盖广东、四川、贵州、云南等 15 个省份，公司工程订单储备量比较充足，未来收入具有一定保障，同时在盾构施工方面具有较强竞争实力，但未来业绩释放的进度仍需进一步观察。公司昨日又公告了绥芬河市棚户区旧城改造（一期）BT 项目，投资规模 5 亿元人民币。短期内基建及水利水电行业投资无亮点，BT 项目是公司新的利润增长点。

主要发现：

- 订单较为充足，未来收入有一定保障。按照经验值推断，每年在手订单大约保持在 2-3 年的公司收入，我们预计公司目前在手订单在 100 亿左右。BT 类项目施工总额目前有三十多亿，水利相关的 BT 工程规模目前在七八亿左右。
- 区域龙头，高毛利业务具备较强竞争优势。公司在盾构施工方面的项目集中在广州和深圳。在广州地铁项目评比中粤水电取得第一名，并取得广深城际第一标，具备较强实力。一般市政项目毛利率在 9% 左右，而盾构类项目的毛利率可以达到 14-15%。公司现有盾构八台，公司拟利用非公开增发资金增购四台盾构进一步加强这方面的优势。
- 多元化经营对公司近两年净利润贡献有限。公司拟用非公开增发资金投入的湖南怀化安江水电站项目，估计 2014 年才能运营，目前仍进行前期造堤工作。2010 年 6 月 28 日，公司与内蒙古扎鲁特旗人民政府签订风电开发及塔筒制造项目协议书，拟陆续开发 100 万千瓦风电项目。多元化项目未来两年对公司净利润贡献有限。

图表 1. 投资摘要（市场一致预期）

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万元)	2,364	3,233	5,087	6,322	6,697
增长率(%)	7	37	57	24	6
归属母公司股东净利润(百万元)	77	85	169	218	225
增长率(%)	0	10	98	29	3
摊薄每股收益(元)	0.28	0.26	0.51	0.66	0.68
市盈率(倍)	26	28	14	11	11
每股经营现金流量(元)	0.52	0.23	0.68	1.15	1.51

资料来源：公司数据及万得资讯

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

传统施工项目进展。公司目前水利水电施工类项目业务范围覆盖广东、四川、贵州、云南、湖南、新疆、黑龙江、河北、广西等 15 个省份，海外项目量大约 2-3 亿，主要在越南。年初迄今公司新签订单总量不详。按照经验值推断，每年在手订单大约保持在 2-3 年的公司收入，目前在手 100 亿左右。水利水电市场上，公司保持了省属企业的龙头地位。BT 类项目施工总额目前有三十多亿。公司水利相关的 BT 工程规模目前在七八亿左右，其他 BT 项目包括湛江 27 亿的 BT 项目（市政项目，公司获项目收益的三分之一，公司负责施工）、揭阳 10 亿的 BT 项目（市政项目，与子公司联合中标，施工公司来做）。公司昨日又公告了绥芬河市棚户区旧城改造（一期）BT 项目，投资规模 5 亿元人民币。盾构施工方面，目前公司施工项目集中在广州和深圳。不久前广州地铁项目评比，粤水电取得第一名，并取得广深城际第一标。公司在当地轨道项目的其他对手包括**中国中铁**(601390.SS/人民币 4.23; 0390.HK/港币 5.36, 买入)、**中国铁建**(601186.SS/人民币 7.39; 1186.HK/港币 10.42, 买入)、广东基础公司、广州盾建等。公司现有盾构八台，三菱的有两台，海瑞克的有几台，单价加上备件每台在 6,000 万至 7,000 万左右。公司拟利用非公开增发资金中的 4.4 亿元增购 4 台 8.7 米直径的盾构。公司目前水利水电项目毛利率区间在 11-13%，而市政项目毛利率在 9% 左右（其中盾构类项目的毛利率可以达到 14-15%）。

公司多元化项目进展。运营中的桃江水电站年发电量约 2.3 亿度，装机容量 6.5 万千瓦，年收入 7,000 多万，09 年净利润约 300 多万，已经运营了两年左右。随着桃江项目进入成熟运营期，年均净利润应该在 1,000 多万的水平。该项目的上网电价为 0.326 元/千瓦时。前段时间的广东暴雨对于桃江水电影响不大（有三次影响，每次影响仅一两天）。海南风电项目装机总规模 49.5 MW，计划安装 33 台 1,500 KW 机组，迄今安装了 20 多台。2010 年 4 月已经部分并网，并网发电的有十几台，上网电价 0.6499 元/千瓦时。长期来看，该项目的利润水平为 1,000 多万，如果将 CDM 补贴计入，预计总利润水平 1,600-1,800 万。目前每吨碳排放的补贴标准为 8 欧元，正在申请中。风电的盈亏平衡期是比较长的。33 台机组如果投入正常运营，年度发电量可能在 1.1 亿度。公司拟用非公开增发资金投入的湖南怀化安江水电站项目（总投资规模 15.9 亿，需要 4 亿的资本金投入）装机容量 14 万千瓦，估计 2014 年才能运营，目前仍进行前期造堤工作。项目进入成熟期的年发电量约为 5.5 亿度。2010 年 6 月 28 日，公司与内蒙古扎鲁特旗人民政府签订风电开发及塔筒制造项目协议书，拟陆续开发 100 万千瓦风电项目。多元化项目未来两年对公司净利润贡献有限。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年 1 季度	10 年 1 季度	同比变动%
营业收入	777	1,080	38.9
营业成本	(704)	(988)	40.2
营业税金及附加	(25)	(35)	40.3
销售费用	0	0	N.M
管理费用	(17)	(19)	9.9
财务费用	(13)	(17)	34.7
资产减值损失	0	0	(84.0)
公允价值变动	0	0	N.M
投资收益	0	0	N.M
汇兑净收益	0	0	N.M
营业利润	18	21	14.9
营业外收入	0	0	2.4
营业外支出	(0)	(1)	6.3
利润总额	18	21	14.8
所得税费用	(3)	(3)	19.7
净利润	15	18	13.9
少数股东损益	(0)	0	N.M
归属于母公司所有者的净利润	15	18	15.2

资料来源：公司数据

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371