

粤水电（002060）：净利润微增，09 年签约计划已提前完成 中性（维持）

建筑业

当前股价：9.15 元

报告日期：2009 年 3 月 25 日

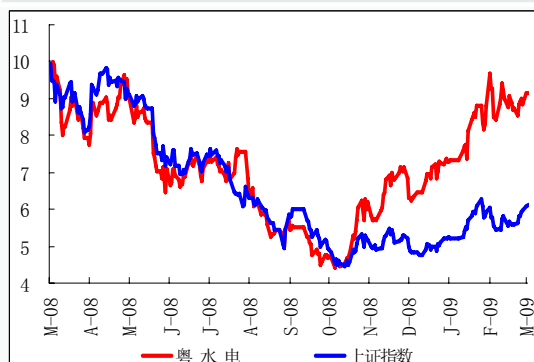
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	2,194	2,364	2,831	3,110
(+/-)	9.52%	7.73%	19.76%	9.88%
营业利润	85	100	141	179
(+/-)	3.07%	17.78%	40.45%	27.07%
归属于母公司 的净利润	77	77	125	152
(+/-)	12.12%	0.25%	60.82%	21.73%
每股收益（元）	0.28	0.28	0.45	0.55
市盈率（倍）	33	33	20	17

公司基本情况（2008 年 12 月 31 日止）

总股本/非限售流通股（万股）	27,700/17,157
非限售流通市值（亿元）	15.70
每股净资产（元）	4.79
资产负债率（%）	61.79

股价表现（最近一年）



联系人一天相建筑建材组

010-66045419 wangd@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 公司2008年实现营业收入23.6亿元，同比增长7.7%；营业利润1.0亿元，同比增长17.8%；归属母公司净利润7,742万元，同比微增0.25%；基本每股收益0.32元，按最新股本摊薄为0.28元；分配预案为每10股送2股派0.6元（含税）。其中第四季度实现营收6.1亿元，EPS为0.08元。
- **新签合同额快速增长，全年计划仅用3个月实现：**公司08年在原有水利水电承包业务基础上，大举进军城市轨道施工工业，全年新签合同额25.2亿元，而进入09年后，累计公告重大项目中标金额达到39亿元，已经超过08年全年水平，也提前实现了今年33亿元承接合同的计划，大规模基建投资对公司的积极影响开始显现。新签项目中湛江市鉴江供水枢纽工程BT项目金额27亿元，是近年来金额最大的中标项目，其规模超过公司当前1年的产能。根据我们的测算，目前公司在手订单超过70亿元，是08年营业收入的2.9倍，丰富的合同储备将成为公司未来收入稳步增长的有力保障。
- **毛利率增加0.99个百分点，未来仍有提升空间：**08年综合毛利率为11.19%，同比增加0.99个百分点，主要原因合并报表范围发生变化，盈利能力较强的广水桃江公司的水力发电业务占比有所提升。由于钢材成本占公司总成本约30%，而09年以来全国主要钢材品种跌幅约15%，我们预计公司综合毛利率仍将有一定的回升空间。
- **四川地区业务增长最快，广东仍为最大市场：**08年公司成功利用灾后重建的契机，四川地区业务增长迅猛，营收同比增长77.3%。而其他地区业务结构基本保持稳定，收入变动均在10%之内。在中央4万亿投资中，仅地震恢复建设投资就达到1万亿元，四川地区市场潜力巨大，随着嘉陵江凤仪航电枢纽工程等合同的签订，预计公司四川地区业务仍有望保持快速增长。08年广东仍是公司第一大市场，收入同比增长3.2%，占全部收入的59.2%。根据广东省政府扩大内需促进经济发展的相关政策，2009至2012年将安排4,000亿元投资，主要投向交通、电网、水利设施建设等，并提出2020年要在全中国率先实现水利现代化的发展目标，上述规划都将为公司业务提供广阔的发展空间。

- **09年财务压力将有所减轻：**受到利率上升的影响，公司08年利息支出大幅增长，财务费用同比增长158.6%，期间费用率达到5.15%，同比提升1.68个百分点。随着贷款利率的下降，预计公司09年期间费用率将有明显的回落。
- **顺利完成增发，提升装备能力：**公司于去年8月成功增发5,700万股，共募集资金4.1亿元，主要用于地铁盾构设备改造、水利水电设备改造和东方感城风电场等项目。设备改造项目有助于提升公司的接单能力，扩大业务规模，而风电项目有望于年末投产，成为新的利润增长点。
- **盈利预测与评级：**公司计划09年实现营业收入27.2亿元以上，净利润超过8,520万元。由于前三个月新签订单远超预期，我们认为公司09年经营计划显得较为保守。预计粤水电2009~2011年EPS分别为0.45元、0.55元和0.61元（暂不考虑本次送股摊薄因素），当前股价对应的动态PE为20倍、17倍和15倍，仍维持“中性”的评级。
- **风险提示：**主要关注国家水利设施建设和地震灾后重建投资规模低于预期的风险和行业竞争加剧导致毛利率下降的风险等。

图表 1：粤水电 2008 年以来公告的重大项目中标情况

公告日期	项目名称	金额(亿元)
08.02.05	珠江三角洲城际快速轨道交通广州至佛山段项目施工13标段	1.47
08.03.13	国道205深圳段改建工程土建G5102标	3.75
08.06.27	深圳地铁2号线东延线工程土建2226标段	3.93
08.07.22	茂名市茂港区城区防洪二期工程（袂花江整治）工程施工合同	1.15
08.08.28	湖南省双牌县五里牌水电站厂房土建工程施工合同	0.38
08.08.28	广州国际生物岛堤岸整治工程[标段2]	0.71
08.09.23	四川嘉陵江凤仪航电枢纽工程右岸泄洪闸及船闸土建工程	2.33
08.10.23	珠江三角洲城际快速轨道交通广州至佛山段项目施工9A标段	2.40
09.01.21	湛江市雷州青年运河灌区续建配套与节水改造工程总承包EPC	4.82
09.02.06	云南省红河马堵山水电站工程	6.19
09.02.14	广州市番禺区清河东路改造工程第二标段工程	1.22
09.03.02	湛江市鉴江供水枢纽工程BT项目	27.00

资料来源：公司公告、天相投顾

图表 2：粤水电（002060）盈利预测（万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	219,390	236,359	283,058	311,011	338,026
营业收入增长率	9.52%	7.73%	19.76%	9.88%	8.69%
减：营业成本	195,703	208,502	248,001	271,067	293,375
毛利率	10.80%	11.79%	12.38%	12.84%	13.21%
营业税金及附加	7,162	7,702	9,228	10,139	10,817
资产减值损失	398	-539	226	249	169
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	5,246	6,044	6,850	7,309	7,775
财务费用	2,367	6,121	4,670	4,354	4,563
期间费用率	3.47%	5.15%	4.07%	3.75%	3.65%
投资净收益	0	1,497	0	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
二、营业利润	8,512	10,026	14,082	17,894	21,328
营业利润率	3.88%	4.24%	4.97%	5.75%	6.31%
加：营业外收入	70	68	708	93	101
减：营业外支出	136	123	142	156	169
其中：非流动资产处置净损失	0	4	0	0	0
三、利润总额	8,446	9,971	14,648	17,831	21,262
减：所得税	727	2,236	2,197	2,675	4,252
实际所得税率	8.60%	22.42%	15.00%	15.00%	20.00%
四、净利润	7,720	7,736	12,451	15,157	17,009
净利润增长率	12.07%	0.21%	60.96%	21.73%	12.22%
归属母公司所有者的净利润	7,723	7,742	12,451	15,157	17,009
母公司净利润增长率	12.12%	0.25%	60.82%	21.73%	12.22%
净利率	3.52%	3.28%	4.40%	4.87%	5.03%
少数股东权益	-4	-6	0	0	0
每股收益(元)	0.28	0.28	0.45	0.55	0.61

资料来源：公司公告、天相投资分析系统（所有年份 EPS 均按当前股本 27,700 万股摊薄）

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002