

粤水电 (002060. sz)

09 年业绩低于预期，10 年仍值期待

王飞 研究员
电话: 020-87555888-638
eMail: wf2@gf.com.cn

2009 年营业收入同比增长 36.76%

公司 2009 年实现营业收入 32.325 亿元，同比增长 36.76%，略高于我们预期，主要原因在于 2009 年公司的市场开发取得突出成效。在以投资换订单的 BT 业务带领下，预计 2009 年新签合同达到 95 亿元，相比 2008 年大幅增长 277%。

利润仅增长 2.75%，毛利率下滑是根本原因

毛利率下降是利润增长大幅低于收入的根本原因，按照我们的预测模型，1.02 亿的利润对应的毛利率水平大致为 10.8%，相比 2008 年的 11.79% 下降约 1 个百分点，在 2009 年中期 11.12% 的基础上又下降 0.32 个百分点。

投资建议

2010 年施工业务毛利率回升值得期待，收入大幅增长和毛利率回升双重因素下将带来盈利的显著提升。维持关于公司 2010 年、2011 年每股收益 0.57 元、0.7334 元的预测，公司股价自我们 2009 年 9 月首次推荐已累计上涨 30.5%，考虑到公司良好的成长性和中小板中相对较低的估值水平，维持“买入”评级，目标价 11.5 元

风险提示： 利率能否如预期回升，风力发电业务 2010 年投产后能否盈利

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	2,202.01	2,363.59	3232	5754	7220
EBITDA(百万元)	171.98	234.06	276	335	386
净利润(百万元)	77.23	77.42	86.47	189.69	250.51
净利润增长率	14.03%	0.25%	10.32%	119.4%	32.06%
每股收益(元)	0.351	0.320	0.26	0.5707	0.7537
市盈率	31.47	20.16	38.15	17.40	13.16
市净率	2.66	2.07	1.85	1.64	1.32
EV/EBITDA	30.49	15.88	11	8	5.6
每股红利(元)	0.12	0.06	0.06	0.06	0.06
股息率(%)	1.09	0.93	0.6	0.6	0.6

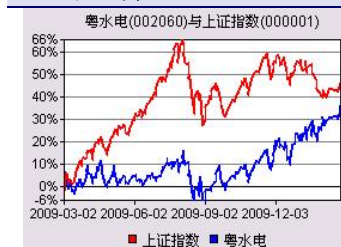
来源：广东水电二局股份有限公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	9.92
目标价格(元)	11.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.71%	18.94%	42.48%
上证综指	6.32%	-3.32%	77.88%

股票数据

总股本(万股)	33,240.00
流通 A 股(万股)	20,588.40
主要股东:	

广东省水电集团有限公司	
主要股东持股比例	39.18%
流通 A 股比例	61.94%

财务比率

ROE	5.83%
ROA	2.20%
资产负债率	61.80%
每股净资产(元)	4.79

2008 年报数据。

事件

2月27日，粤水电（SZ.002060）发布2009年度业绩快报，公司2009年实现营业收入32.325亿元，同比增长36.76%；实现利润1.02亿元，同比增长2.75%；实现归属母公司的净利润8541.52万元，同比增长10.32%；基本每股收益0.26元，同比下降18.75%。业绩低于我们的预期。

我们的观点

收入快速增长源于2009年新签合同同比大幅提升

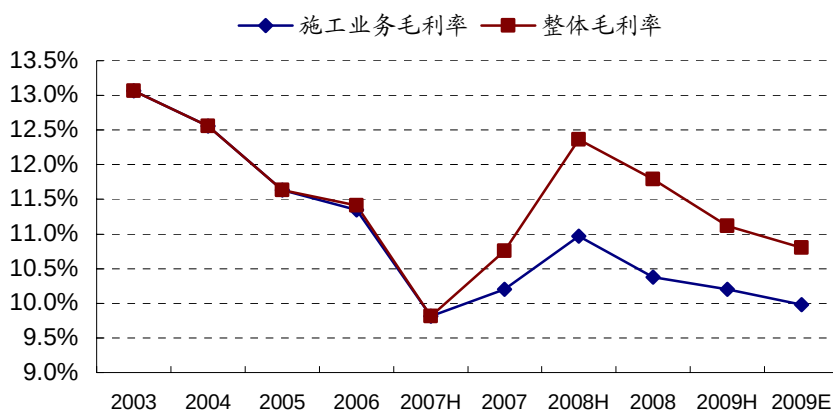
公司2009年实现营业收入32.325亿元，同比增长36.76%，略高于我们预期，主要原因在于2009年公司的市场开发取得突出成效。在以投资换订单的BT业务带领下，预计2009年新签合同达到95亿元，相比2008年大幅增长277%，新签合同的爆发性增长直接带动公司营业收入的同步提升。需要说明的是，在公司2009年新签的95亿合同中，BT合同共计37亿，占比39%，我们认为2009年公司新签合同的非常态增长在2010年不可持续。

利润仅增长2.75%，大幅低于收入增速

毛利率下降是利润增长大幅低于收入的根本原因，按照我们的预测模型，1.02亿的利润对应的毛利率水平大致为10.8%，相比2008年的11.79%下降约1个百分点，在2009年中期11.12%的基础上又下降0.32个百分点，这样的下降幅度在建筑施工企业中是比较少见的，也是较为异常的。按照我们的预测模型，施工业务的毛利率在2008年10.38%的基础上继续下降至9.98%，同比下降了0.4个百分点。

我们此前预期的毛利率水平在2009年四季度回升的情况并未发生。

图1：公司毛利率历史变动趋势



数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

注1：2007年以前公司并未有水力发电业务，所以2007年以前的施工业务

毛利率即公司整体毛利率

注2：2007年毛利率出现较大下滑是由于：1）原在管理费用中列支的职工社会保险金等按其性质计入相应项目的成本费用，增加了营业成本；2）根据相关规定，以建筑安装施工收入计提的安全生产费计入成本。

2010年展望：毛利率回升仍值得期待

公司2009年的经营情况较大幅度低于此前市场的预期，毛利率的较大下滑幅度是难以预计的。展望2010年，我们仍坚持此前的判断：考虑到2009年公司新签合同以水利水电工程为主，且包括两个较大额的BT项目，我们对于2010年施工业务毛利率保持乐观预期，认为施工业务毛利率将从2010年开始回升。另一方面，得益于公司2009年新签合同的爆发性能增长，我们预测2010年的收入增速将达到78%。收入大幅增长和毛利率回升双重因素下将带来盈利的显著提升。

此外，公司的海南东方感城风电场开始投产发电，我们预计其边际收益贡献将在2011年开始显著体现。

投资建议

维持我们之前关于公司2010年、2011年每股收益0.57元、0.7334元的盈利预测，对应的PE分别为17.4倍和13.5倍，公司股价自我们2009年9月首次推荐已累计上涨30.5%，考虑到公司良好的成长性和中小板中相对较低的估值水平，维持“买入”评级，目标价11.5元。

表1：粤水电分项业务估值结果（基于2010年业绩）

分项业务	净利润 (亿元)	占比	每股收益(元)	合理市盈率 X(2010)	每股价值贡献 (元)
工程施工	1.807	94.8%	0.5436	20	10.972
水力和风力发电	0.1	9.11%	0.03	20	0.6
合计	1.907	100%	0.5736	20.88	11.572

数据来源：广发证券发展研究中心

表2：公司主要财务指标历史数据及假设

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
工程施工毛利率	11.35%	10.20%	10.38%	9.98%	10.55%	10.60%
整体毛利率	11.41%	10.76%	11.79%	10.80%	11.40%	11.46%
营业税金/收入	3.18%	3.20%	3.26%	3.20%	3.30%	3.25%
管理费用率	3.20%	2.38%	2.56%	2.50%	2.40%	2.40%
财务费用率	0.33%	1.07%	2.59%	1.90%	1.75%	1.80%
实际所得税税率	15.64%	8.61%	22.43%	16%	16%	16%

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

注1：2007年毛利率出现较大下滑是由于原在管理费用中列支的职工社会保险金等按其性质计入相应项目的成本费用，增加了营业成本；因此同时导致管理费用率有较大成都下滑；

注2: 财务费用率2009年有较大程度下降, 主要考虑了2008年央行连续大幅降息的结果, 公司前半年的情况已表面这种影响;

注3: 2009年2月公司被认定为高新技术企业, 享受15%的优惠税率, 2008年实际所得税率高达22.43%是因为产生了732万元的递延所得税费用, 如提出则实际税率为15.08%。

表3: 公司2008—2010年新签合同对2010年的收入贡献测算

签约时间	合同	金额(亿)	施工周期	2010年确认
2008年				
2008-02-04	珠三角城际快速轨道广州-佛山项目施工 13 标段	1.14	2 年*	0
2008-03-13	国道205深圳段改建工程土建 G5102标	3.75	2 年*	0
2008-06-26	深圳地铁2 号线东延线工程土建 2226 标段	3.93	2008.7.20—2010.5.30	0.8
2008-07-21	茂名市茂港区城区防洪二期工程	1.15	2008.8—2011.7	0.3833
2008-08-28	湖南省双牌县五里牌水电站厂房土建工程施工合同	0.3848	2008.8.28—2010.8.31	0.15
	广州国际生物岛堤岸整治工程	0.7078	2 年*	0.18
2008-09-23	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	3 年*	0.78
2008-10-22	广州至佛山段项目施工 9A 标段	2.41	2 年*	1
	其他	9.2	2 年*	2
08年共计		25		5.30
2009年				
2009-01-20	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	4.82	3 年	1.6
2009-02-05	云南省红河马堵山水电工程	6.19	40 个月	1.8
2009-02-13	番禺区清河东路改造工程第二标段工程施工总承包	1.22	2 年*	0.61
2009-02-28	湛江市鉴江供水枢纽工程 BT	27	36 个月	8
2009-06-06	广东乐昌峡水利枢纽拦河坝工程	2.15	2.5 年*	0.86
2009-06-15	广西桂林市防洪及漓江补水枢纽工程川江水利枢纽	1.88	2.5 年	0.75
2009-07-21	揭阳BT	10	2009.7-2010.12	6
2009-08-05	汕头市澄海区连阳桥船闸重建工程土建及金属结构制造安装	2.14	2009.8-2011.8	1.07
2009-08-12	广州沥窖系统污水收集工程和泰沙路排污工程施工	1.61	2009.8.10起240天	0.6
2009-8-15	台山核电南生活区二期工程	1.06	2009.8.12起352天	0.62
2009-09-18	穗莞深城际SZH-2标	12.08	2009.9.22—2011.4.20	7.55
2009-09	安江水电站	7.5	2009.06—2011.12	3
已公布统计		77.65		
其他		22.35	2 年	11.2
2009共计		100		43.66

说明：假定2009年新签合同为100亿，同比增长300%，公司目前已公告合同累计78亿，我们认为这一预测并不过分乐观，**2009年结算部分按照为25%计算**

2010 年			
上半年	25	2.5 年	-
下半年	25	2.5 年	-
2010 共计	50		7.5

说明：假设 2010 年公司新签合同 50 亿，本年度结算部分占全部新签之比约为 **15%**

2010 年施工收入统计： 56.46

说明：预计 2009 年工程施工收入 31 亿，则 2010 年同比增长 **82.13%**

数据来源：公司资料、广发证券发展研究中心

注1：安江水电站工程说明：该水电站是公司收购并自建开发项目，工程项目概算总投资15.2亿，由公司整体承建，假设工程施工和设备安装占总投资60%；

注2：标识*的施工期是工程合同没有公布的，我们自行假设，但从公司公布的合同来看基本没有超过2.5年的，我们如此假定也是基于谨慎性考虑。

表4：粤水电盈利预测（单位：百万元）

项目/年度	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	2363.59	3232	5754	7220
减：营业成本	2085.02	2883	5098	6393
营业税金及附加	77.02	103	190	234.65
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	60.44	81	138	173.28
财务费用	61.21	61	100.70	129.96
资产减值损失	-5.39	0	0	0
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	14.97	-	-	-
二、营业利润	100.26	103	227.283	289.52
加：营业外收入	0.68	0.5	0	8
减：营业外支出	1.22	-1	-2	0
三、利润总额	99.71	102.94	225.283	297.52
减：所得税	22.36	16.47	35.59	47.01
四、净利润	77.36	86.47	189.69	250.51
归属于母公司所有者的净利润	77.42	86.47	189.69	250.51
净利润增速	0.25%	10.32%	119.4%	32.06%
少属股东损益	-0.06	0	0	0
五、每股收益（元）	0.32	0.26	0.5707	0.7537

数据来源：广发证券发展研究中心

注：2011年的盈利预测中，“营业外收入”一览中800万元为风力发电CDM减排补偿所带来的收益，我们在2010年的盈利预测中并未包含这一因素，意味着我们预计2010年底或2011年将获得批准，如果扣除这一因素，2011年净利润同比增长28.51%。

风险提示

1、毛利率是否如预期回升

工程施工业务2010年的盈利同比大幅增长一方面来自于2009年新签巨额订单的集中释放，另一方面则来自施工业务毛利率的提升。我们关于公司2009年施工业务的毛利率预测假设值为10.3%（半年报为10.2%），2010年的假设值提高为10.55%，能否实现这0.25个百分点的提升对于最终的盈利预测有影响。但敏感性分析显示0.05个百分点的波动影响甚小，因此除非毛利率有较大幅度的异常变化，否则这种风险还是相对可控的。

2、风力发电业务能否盈利

我们无法对风力发电业务在投产第一年的2010年能否盈利做出准确判断，我们根据公司公布的该项目的财务指标进行测算，在年发电量按照设计量的60%进行折算计算的净利润为864万元，但是能否按照协议电价0.599元/KWh（不含税）收购、年发电小时数会否低于设计数值以及能否全额收购等不确定因素可能使得最终盈利数值和我们的判断存在差异。也正是基于这种考虑，我们从谨慎角度将水力发电和风力发电两块业务合并简单处理，仅给予1000万的盈利预测值。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

粤水电(002060)行情走势



相关研究报告

公司跟踪报告：2010 年：确定的增长，爆发性体现

王飞

2009-9-25

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市深南东路 5045 号 深业中心 20 楼	北京市月坛北街 2 号月坛 大厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518010	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。