

建筑建材小组

闵雄军

Tel: 021-68634518-8054

E-Mail: mxj2851@xcsc.com

刘正

Tel: 021-68634518-8078

E-Mail: lz2941@xcsc.com

6-12月目标 9.40元

评级 买入

昨收盘 7.47元

52周最低 6.71元

52周最高 10.50元

总股本 3.32亿

流通股本 2.06亿

总市值 24.80亿

投资要点

- **水电工程业务：收入稳增、比重渐降。**最近3年公司水电工程业务收入分别为12.38亿、11.73亿、13.14亿，08年主要受金融危机影响略有下滑，公司该项业务增速较为平稳，结合行业状况，我们预计公司10-12年增速分别为10%、12%、10%；公司不断开拓其他业务，如地铁盾构施工、发电业务，因此其占比逐渐下降，但该项业务未来仍将是公司主要收入来源之一，预计其占比不会大幅下降。
- **市政工程业务：地铁盾构高速增长。**该项业务07-09年占比分别为17.11%、25.22%、39.83%，呈快速上升态势。由于公司将新增4台盾构机，其占比还将逐步上升，成为公司最主要收入来源；市政工程中，地铁盾构施工业务毛利率13%-15%，除此之外的业务毛利率在7%-9%，预计市政工程业务中，地铁施工业务占比每年提升5-10%，因此我们预计该项业务未来3年毛利率分别为9.34%、9.79%、10.24%。
- **发电业务：迅速扩张。**发电业务占比不高，但其增速是所有业务中增速最快的。公司大力拓展发电业务主要是为了降低经营风险，获取稳定的现金流，我们预计公司未来仍将会风力发电和水力发电方面迅速扩张。
- **房地产业务：拓展BT项目保增长。**房地产面临重大调控的不确定性，公司房产施工业务将会受到影响，公司以BT方式来争取订单，我们预计公司未来3年的房产施工业务收入增速与水利工程业务相当，即分别为10%、10%、8%。
- 我们预计10-12年每股收益分别为0.36元、0.47元与0.59元。参照建筑类上市公司估值，给予公司11年20倍PE，我们认为公司6-12个月合理目标价格为9.40元，首次给予公司买入评级。
- 风险因素包括：固定资产投资低于预期、宏观经济恢复势头低于预期。

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3233	4415	5787	7080
收入同比(%)	37%	37%	31%	22%
归属母公司净利润	85	119	157	197
净利润同比(%)	10%	40%	31%	26%
毛利率(%)	10.8%	11.0%	10.9%	11.1%
ROE(%)	6.1%	8.0%	9.7%	11.2%
每股收益(元)	0.26	0.36	0.47	0.59
P/E	29.06	20.81	15.85	12.58
P/B	1.78	1.67	1.53	1.40
EV/EBITDA	12	10	9	8

目录

一、水利水电工程业务：收入稳增、比重渐降.....	4
1、水利水电工程行业展望	4
2、公司水电工程业务预测	4
3、订单估算 10 年水电业务收入	5
二、市政工程业务：地铁盾构施工高速增长.....	6
1、地铁盾构施工行业.....	6
2、公司市政工程业务预测	6
3、订单估算市政工程 10 年收入	7
三、发电业务：迅速扩张.....	8
1、发电业务收入预测.....	8
(1) 水力发电.....	8
(2) 风力发电.....	8
四、房产施工业务：拓展 BT 项目保增长.....	9
五、盈利预测与估值.....	10
1、其他业务及有关费用的假设	10
2、盈利预测与估值	10
六、风险提示.....	12
1、固定资产投资低于预期	12
2、国内经济恢复势头低于预期	12

图目录

图 110-12 年水利固定资产投资预测	4
图 210-12 年水利建设完成额预测	4
图 310-12 年公司水利工程收入及毛利率预测	5
图 410-12 年公司市政工程收入及毛利率预测	7
图 510-12 年公司发电业务收入及毛利率预测	9
图 610-12 年公司房产施工业务收入及毛利率预测	9

表目录

表 1 订单估算 10 年水电工程业务收入	5
-----------------------------	---

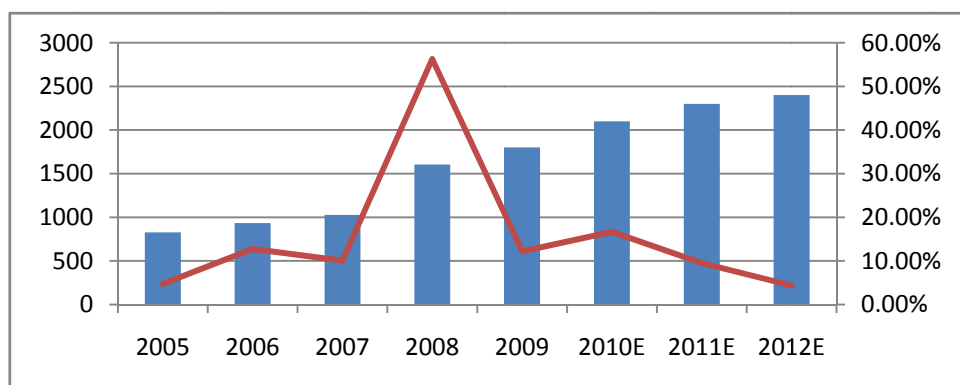
表 2 广东省未来轨道投资预测	6
表 3 订单估算 10 年市政工程业务收入	7
表 4 粤水电水力发电子公司	8
表 5 粤水电风力发电子公司	8
表 6 其他业务及有关费用假设	10

一、水利水电工程业务：收入稳增、比重渐降

1、水利水电工程行业展望

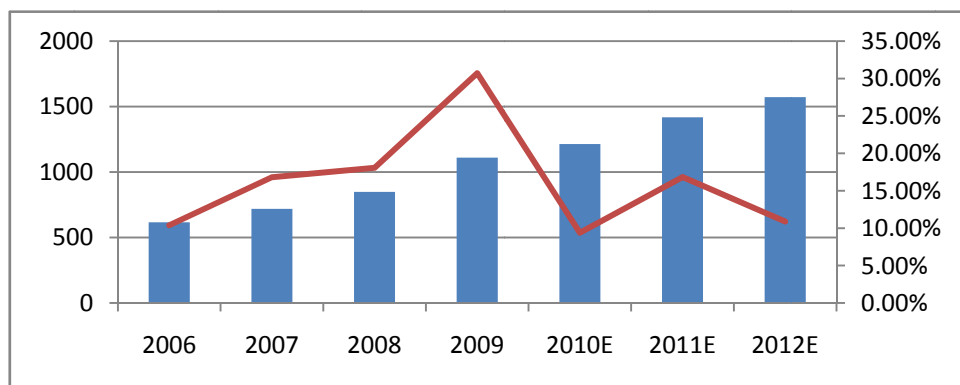
根据水利部的投资计划，我们预计10年新增水利投资分别为300亿。在调结构和经济复苏不稳定、外围形势仍不明朗的情况下，我们预计11年新增水利投资较10年略有下滑，与09年持平，即200亿。而12年将恢复至历史一般水平，即100亿左右的规模。据此预计相应的固定资产投资为2100亿、2300亿、2400亿。我们预计10-12年水利建设完成投资额占当年固定资产投资额分别为75%、80%、85%，据此测算相应水利建设完成额分别为1575亿、1840亿、2040亿；其中建筑工程（约占77.05%）分别为1213亿、1417亿、1571亿。

图 110-12 年水利固定资产投资预测



数据来源：水利部、湘财证券研究所

图 210-12 年水利建设完成额预测



数据来源：水利部、湘财证券研究所

根据我们的预测，水利水电工程行业10年增速相对于09年显著回落，在11年会反弹至历史次高水平附近，12年后开始回落。

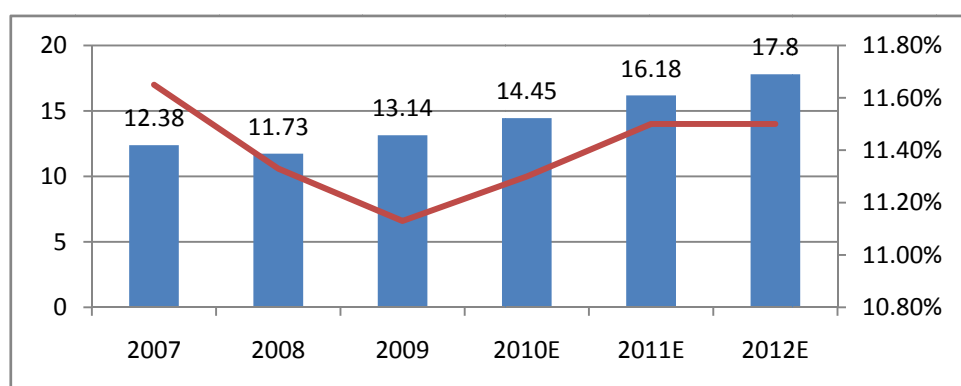
2、公司水电工程业务预测

最近3年公司水电工程业务收入分别为12.38亿、11.73亿、13.14亿。08年主要受金融危机影响略有下滑。公司该项业务增速较为平稳，结合行业状况，我们预计公司10-12年增速分别为10%、12%、10%。

该项业务07-09年占比分别为56.21%、49.65%、40.71%，呈稳步下滑态势。由于水电工程业务是公司起家业务，公司不断开拓其他业务，如地铁盾构施工、发电业务，因此其占比逐渐下降，但该项业务未来仍将是公司主要收入来源之一，预计其占比不会大幅下降，我们预计未来公司该项业务占比维持在30-40%之间。

该项业务是公司最传统业务，最近3年毛利率分别为11.65%、11.33%、11.13%。该项业务未来毛利率维持稳定，预计10-12年分别为11.30%、11.50%、11.50%。

图 310-12 年公司水利工程收入及毛利率预测



数据来源：公司资料、湘财证券研究所

3、订单估算 10 年水电业务收入

表 1 订单估算 10 年水电工程业务收入

时间	项目	10 年确认收入
08.7.21	茂名市防洪二期 1.15 亿	0.38 亿
08.8.28	湖南省双碑县水电厂房 0.38 亿	0.15 亿
08.8.28	广州生物岛堤岸整治工程 0.71 亿	0.14 亿
08.9.23	四川嘉陵泄洪闸 2.33 亿	0.70 亿
09.1.21	湛江市节水改造工程 4.82 亿	1.60 亿
09.2.5	云南红河水电站 6.19 亿	1.86 亿
09.2.28	湛江市枢纽工程 BT27 亿 (含设备)	6 亿
09.6.6	广东乐昌水利枢纽 2.15 亿	0.86 亿
09.6.15	广西桂林防洪工程 1.88 亿	0.75 亿

09.8.5	汕头市澄海区船闸工程 2.14 亿	1.02 亿
10.1.12	珠海市应急项目 1.56 亿	0.38 亿
10.2.21	怀集县防洪工程 BT2.17 亿	0.88 亿
10.3.23	兴宁市防洪 BT1.19 亿	1 亿
其他	10 亿	1.25 亿
合计	-	15.98 亿

资料来源：公司公告整理、湘财证券研究所

上述测算与我们预计的 14.45 亿比较接近。考虑到部分项目最终合同可能有所变更，部分项目可能会受到不可测因素影响，我们以从公司了解到的情况为准。

二、市政工程业务：地铁盾构施工高速增长

1、地铁盾构施工行业

盾构机是盾构法施工中的主要施工机械。在我国隧道施工中，6米左右盾构广泛用于地铁建设领域；10 米以上大直径盾构则主要用于城际轨道、越江隧道、公路、铁路等大型隧道工程；介于6 米和10 米之间的盾构可用于城际轨道、城市地铁、越江隧道、公路、铁路等工程。

公司目前的盾构施工业务主要集中在广东省内，而广东省目前是全国轨道交通发展最快的几个省份之一，其中：

表 2 广东省未来轨道投资预测

区域	投资额
1 小时生活圈	未来 10 年年均投资额高到 200-300 亿
广州	今后 3-5 年每年增加轨道 35 公里，约合投资 150 亿。
深圳	未来 10 年 8 条地铁线路年均投资额 107 亿

资料来源：公开资料整理

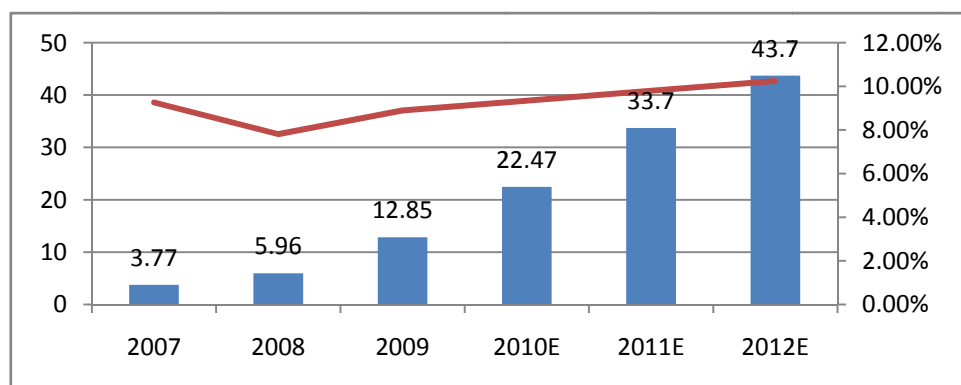
2、公司市政工程业务预测

公司该项业务 08、09 年同比增速分别为 58%、115.74%，主要原因是公司在 08 年定向增发购买了 4 台直径 6.25 米的盾构机；而公司准备在今年通过定向增发再购买 4 台直径 8.78 米的盾构机，其产能将在 11 年集中释放。根据地铁投资的规划和我们对公司的了解情况，我们预计 10-12 年公司市政工程业务增速分别为 120%、50%、30%。

该项业务 07-09 年占比分别为 17.11%、25.22%、39.83%，呈快速上升态势。由于公司将新增 4 台盾构机，其占比还将逐步上升，成为公司最主要收入来源，我们预计未来公司该项业务占比维持在 40%-50%之间。

该项业务最近 3 年毛利率分别为 9.26%、7.89%、8.89%。市政工程中，地铁盾构施工业务毛利率 13%-15%，除此之外的业务毛利率在 7%-9%。预计市政工程业务中，地铁施工业务占比每年提升 5%-10%，因此我们预计该项业务未来 3 年毛利率分别为 9.34%、9.79%、10.24%。

图 410-12 年公司市政工程收入及毛利率预测



数据来源：公司资料、湘财证券研究所

3、订单估算市政工程 10 年收入

表 3 订单估算 10 年市政工程业务收入

时间	项目	10 年确认收入
08.6.26	深圳地铁 2 号线东延线工程土建 3.93 亿	0.8 亿
08.10.22	广州至佛山段 2.41 亿	0.8 亿
09.2.13	番禺区清河东路改造工程 1.22 亿	0.61 亿
09.8.12	广东沥滘污水收集工程 1.61 亿	0.6 亿
09.8.15	台山核电南生活区 1.06 亿	0.6 亿
09.9.18	穗莞深城际轨道 12.08 亿	7.6 亿
10.1.4	河南公路 6.47 亿	2.61 亿
10.3.06	石化大道 1.82 亿	1.82 亿
10.5.31	揭阳市政 BT11 亿	4.53 亿
其余	20 亿	2.5 亿
合计	-	22.47 亿

资料来源：公司公告整理、湘财证券研究所

按照产能释放进度来看，公司 10 年市政工程业务将超过 25 亿；而根据公司订单推算，我们预计公司 10 年收入为 22.47 亿。根据保守原则我们预计最终收入为 22.47 亿。

三、发电业务：迅速扩张

1、发电业务收入预测

(1) 水力发电

公司目前有三个子公司从事水力发电：

表 4 粤水电水力发电子公司

公司	具体情况
桃江水电	全资子公司，装机容量为 6.5 万千瓦，03 年成立
新源水电	80%股权，装机容量为 0.8 万千瓦，03 年成立
安江水电	94.19%股权，装机容量 14 万千瓦，预计 13 年后开始发电

资料来源：公司资料整理

水力发电收入稳定，预计 10-12 年每年可实现不含税收入 $0.28 \times 2.68 + 0.385 \times 0.22 \times 80\% = 0.82$ 亿。

小水电的毛利率也较为稳定，公司最近 3 年水电毛利率分别为 55.77%、62.28%、54.68%，保守起见我们选择 10-12 年毛利率 55%。

水电属于清洁能源，可以申请 CDM 补助。由于目前水电项目尚未申请该补助，我们假定 12 年开始可获得该项补助。预计 12 年可获得 CDM 补助 1780 元。

(2) 风力发电

公司目前有三个子公司从事风力发电：

表 5 粤水电风力发电子公司

公司	具体情况
布尔津能源	全资，4.95 万千瓦装机容量，目前论证中
新丰源实业	全资，4.95 万千瓦装机容量，本年度可实现全部并网发电
扎鲁特旗风电	从 2012 年开始每年至少 10 万千瓦风电上网

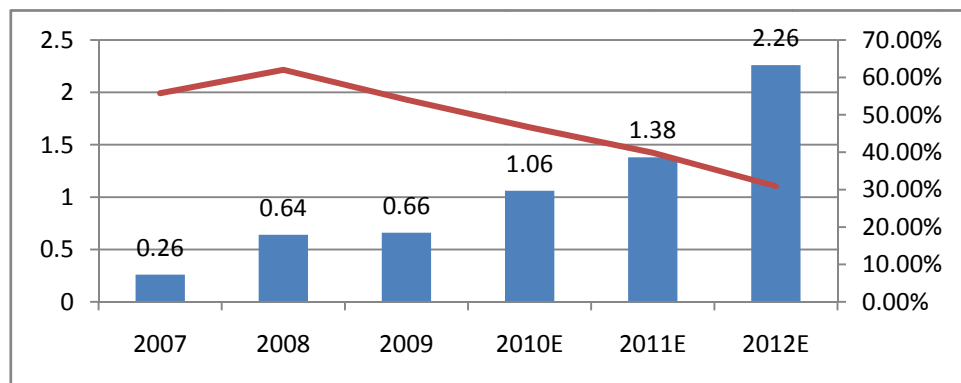
资料来源：公司资料整理

布尔津风电预计 12 年底甚至更晚开始发电，新丰源实业预计本能可发电为设计产能的 43%，扎鲁特旗我们按 12 年 10 万千瓦装机容量计算。按照 08-09 各地区风力发电平均利用小时数略高于最低水平即 2000 小时（全国平均水平在 2300 左右），上网电价 0.56 元/度、0.56 元/度、0.48 元/度（全国平均为 0.48 元，不含税）计算，风力发电 10-12 年实现收入 0.24 亿、0.56 亿、1.44 亿。

由于风力发电属于公司新开拓业务，我们选择在港交所上市的龙园电力作为参考来预测公司该项业务的毛利率，我们预计粤水电风力发电业务 10-12 年毛利率分别为 18.22%、18.22%、17.22%。

公司的青海风电项目正在申请 CDM 补助，我们预计 11 年开始可以获得该项补助，11-12 年的补助额度均为 723 万元。

图 510-12 年公司发电业务收入及毛利率预测



数据来源：公司资料、湘财证券研究所

四、房产施工业务：拓展 BT 项目保增长

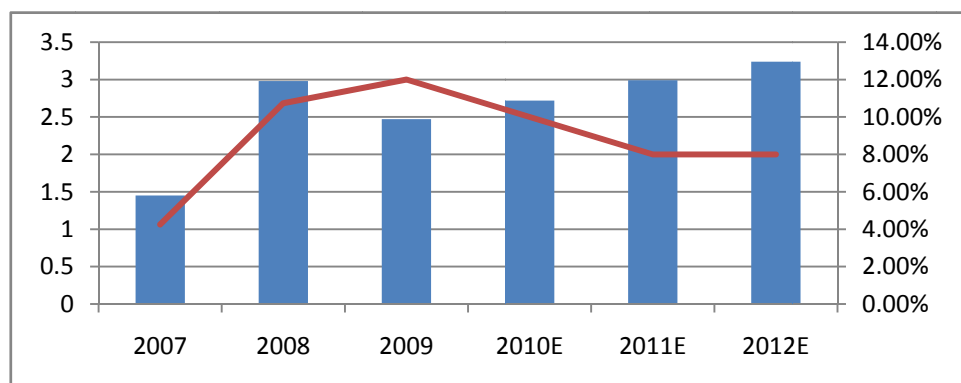
房地产面临重大调控的不确定性，公司房产施工业务将会受到影响，而公司采取了积极的应对策略，即以 BT 方式来争取订单，帮助客户缓解资金紧张的问题。

我们预计公司未来 3 年的房产施工业务收入增速与水利工程业务相当，即分别为 10%、10%、8%。

公司该项业务比重也会随着未来 3 年营收快速增长而逐步下降，但其比例不会低于 5%。

最近 3 年公司该项业务毛利率逐步提高，分别为 4.25%、10.73%、12.00%，我们预计随着行业调控和竞争以及获取订单方式的影响，毛利率会呈现小幅下降趋势，分别为 10%、8%、8%。

图 610-12 年公司房产施工业务收入及毛利率预测



数据来源：公司资料、湘财证券研究所

五、盈利预测与估值

1、其他业务及有关费用的假设

表 6 其他业务及有关费用假设

10-12 年预测			
其他业务增速	10%	5%	5%
其他业务毛利率	10%	10%	10%
营业税金及附加率	3.3%	3.3%	3.3%
三项费用率	4.4%	4.4%	4.4%
实际所得税率	16%	16%	16%
MI	0.32%	0.32%	0.32%

资料来源：湘财证券研究所

2、盈利预测与估值

假设前提：

- 1、有关固定资产投资符合我们的预期。
- 2、宏观经济形势符合我们的预期。
- 3、公司新增产能可以被有效消化。

根据以上假设以及我们对公司业务分析，以下是三表及有关财务指标的预测：

资产负债表

单位：百万元

利润表

单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2803	3530	4892	6127	营业收入	3233	4415	5787	7080
现金	528	948	1840	2663	营业成本	2884	3931	5156	6294
应收账款	210	311	406	498	营业税金及附加	107	146	191	234
其他应收款	381	533	699	855	营业费用	0	0	0	0
预付账款	469	590	773	944	管理费用	86	137	194	258
存货	1212	1142	1165	1157	财务费用	56	59	59	58
其他流动资产	4	7	8	10	资产减值损失	4	0	0	0
					公允价值变动收				
非流动资产	1620	1444	1357	1267	益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	1274	1293	1254	1186	营业利润	101	143	187	236
无形资产	7	7	8	8	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资	329	133	85	63	营业外支出	1	0	0	0

产

资产总计	4423	4974	6249	7395
流动负债	2185	2823	3849	4739
短期借款	380	500	900	1200
应付账款	520	786	1031	1259
其他流动负债	1285	1537	1918	2280
非流动负债	831	650	766	871
长期借款	555	641	756	861
其他非流动负				
债	276	9	10	10
负债合计	3016	3474	4615	5610
少数股东权益	15	15	16	16
股本	332	332	332	332
资本公积	683	683	683	683
留存收益	377	470	602	753
归属母公司股东权益	1393	1485	1618	1769
负债和股东权益	4423	4974	6249	7395

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	312	303	463	527
净利润	86	120	157	198
折旧摊销	103	90	95	98
财务费用	56	59	59	58
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	67	3	124	149
其他经营现金				
流	5	31	28	24
投资活动现金流	-585	-3	-4	-4
资本支出	498	0	0	0
长期投资	-29	-0	0	0
其他投资现金				
流	-116	-3	-4	-4
筹资活动现金流	427	121	432	300
短期借款	63	120	400	300
长期借款	169	87	114	105
普通股增加	55	0	0	0
资本公积增加	-9	0	0	0
其他筹资现金				
流	149	-86	-83	-105

利润总额	102	143	187	236
所得税	16	23	30	38
净利润	86	120	157	198
少数股东损益	0	0	1	1
归属母公司净利润	85	119	157	197
EBITDA	260	291	342	392
EPS (元)	0.26	0.36	0.47	0.59

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	37.0%	36.6%	31.1%	22.3%
营业利润	0.7%	41.3%	31.3%	25.9%
归属于母公司净利润	10.4%	39.6%	31.3%	26.0%
获利能力				
毛利率(%)	10.8%	11.0%	10.9%	11.1%
净利率(%)	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%
ROE(%)	6.1%	8.0%	9.7%	11.2%
ROIC(%)	6.8%	9.3%	13.0%	18.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	68.2%	69.8%	73.9%	75.9%
净负债比率(%)	35.10%	36.40%	38.55%	38.94%
流动比率	1.28	1.25	1.27	1.29
速动比率	0.73	0.84	0.97	1.05
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.94	1.03	1.04
应收账款周转率	13	15	14	14
应付账款周转率	5.63	6.02	5.67	5.50
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.26	0.36	0.47	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.91	1.39	1.58
每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.47	4.87	5.32
估值比率				
P/E	29.06	20.81	15.85	12.58
P/B	1.78	1.67	1.53	1.40

现金净增加额	154	421	891	823	EV/EBITDA	12	10	9	8
--------	-----	-----	-----	-----	-----------	----	----	---	---

数据来源：湘财证券研究所

根据以上预测，参照建筑类上市公司估值，给予公司 11 年 20 倍 PE，我们认为公司 6-12 个月合理目标价格为 9.40 元，首次给予公司买入评级。

六、风险提示

1、固定资产投资低于预期

公司主要业务与铁、公、基投资密切相关，若是相关投资大幅下滑低于我们的预期，则公司的业务可能会受到影响。

2、国内经济恢复势头低于预期

工程行业与宏观经济形势密切相关，如果经济恢复低于预期，相关投资也将低于我们的预期，从而对公司赢利产生不利影响。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。