

证券研究报告—深度报告

建筑建材

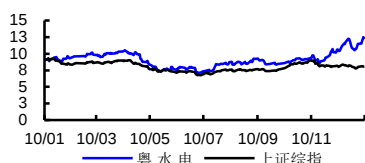
建筑工程

粤水电(002060)
推荐

 合理价值 13.14~16.13 元 昨收盘: 13.42 元 (上调评级)
 敬意: 16.13

2011年1月13日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

 总股本(百万股) 332.4/205.9
 总市值(百万元) 4,048.6/2,507.7
 沪深300/深圳成指 2,838.80/12,573.94
 12个月最高/最低(元) 12.50/7.13

相关研究报告:

《粤水电: 预期中的需求提速及盈利增长正逐步兑现》——2009-2-25

证券分析师: 邱波

电话: 0755-82133390

E-mail: qiubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120021

联系人: 刘萍

电话: 0755-82130678

E-mail: liuping@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

水利项目 BT 模式建设的“急先锋”

● 水利水电建设大潮下的充分受益者

我们在专题报告中分析指出: 水利水电将迎来全新发展期。以中小型水库、地区性农田水利设施、农村饮水工程、区域水资源调配为方向的水利建设将火热展开。以西南地区百万千瓦级大型水电站为主, 中部、东部地区抽水蓄能电站为辅, 全国各地众多清洁能源机制小水电为补充的水电建设大潮将拉开序幕。公司作为广东水利建设的龙头、全国水电建设的重要参与者, 具有较高规模扩张弹性, 将成为水利水电建设大潮下的充分受益者。

● BT 模式大幅提升利润率的同时撬动业务的规模化扩张

作为广东省水利水电工程承包的绝对龙头(55%的市占率), 公司是省水利投资加速的最大受益者, 不仅如此, 广东是国内唯一以 BT 模式建设水利项目的省份, 公司作为本省试行这一模式的唯一平台, 受益的不仅是未来工程利润率的大幅提升, 还能以水利 BT 项目撬动市政业务, 从而实现业务的规模化扩张。

● 有望成为广东省内最具实力的轨道交通承包企业

未来十年, 广东地区在建和待建的城市和城际轨道交通达到 1630 公里, 总投资达 4528 亿, 其中土建规模为 2400 亿, 年均投资额 240 亿。较“十一五”期间年均投资增长 150%。公司在广东省内轨道交通市场的占有率大约为 10%, 每年理论上可获得的地铁合同可达 24 亿左右, 是目前轨道业务年合同规模的 185%。若增发顺利完成, 公司将以 13 台盾构的数量成为省内最具实力的轨道交通工程承包企业。

● 风险提示

跨区域扩张能力有待观察; 负债率可能进一步提高, 财务费用率上升。

● 合理价值在 13.14~16.13 元/股之间, 给予“推荐”评级

合理价值为 13.14~16.13 元/股, 因一系列促进水利改革发展的政策将陆续出台, 以 BT 模式建设水利项目未来有可能较大幅度提升公司毛利率同时助力市政工程的规模化扩张, 股价催化剂具有较大确定性, 给予“推荐”的评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,360.56	3,232.87	4,333	5,485	6,451
(+/-%)	7.60%	36.95%	34.0%	26.6%	17.6%
净利润(百万元)	77.42	85.45	98	144	183
(+/-%)	0.25%	10.37%	14.6%	47.1%	26.7%
每股收益(元)	0.28	0.26	0.30	0.43	0.55
EBIT Margin	6.69%	5.32%	5.1%	5.5%	5.7%
净资产收益率(ROE)	5.81%	6.14%	6.8%	9.5%	11.4%
市盈率(PE)	43.58	47.38	40.6	28.2	21.1
EV/EBITDA	17.65	18.7	20.4	17.3	15.6
市净率(PB)	2.53	2.91	2.42	2.30	2.17

投资摘要

估值与投资建议

未来十年，水利投资年均投资额将达到 4000-5000 亿，较“十一五”期间年均 1174 亿的规模同比增长 240%；保守测算，未来十年将新增水电装机容量 1.7 亿千瓦，总投资为 1.36 万亿，年均投资额 1360 亿，较“十一五”期间的年均 839 亿增长 62%。（详情请参阅我们之前推出的系列水利专题报告）

粤水电作为区域水利水电建设的绝对龙头将充分受益：首先公司凭借在广东大中型水利水电项目 55% 的市占率将实现水利施工业务规模的大幅扩张，其次，公司是国内唯一以 BT 模式建设水利项目的企业，模式创新不仅为公司带来工程业务利润率的提升（从 2.65% 的水平提高到 11% 左右），还将撬动市政业务的规模扩张，此外还能带来土地一级开发较高的利润回报。

据我们统计，未来十年广东地区在建和待建的城市和城际轨道交通达到 1630 公里，总投资达 4528 亿，其中土建的年均投资额 240 亿。较“十一五”期间增长 150%。公司在广东省内轨道交通市场的占有率约 10%，未来每年理论上可获得的地铁合同可达 24 亿左右，按 2010 年 13 亿的新签合同计算，增幅为 85%。

尽管公司目前可再生能源还处起步阶段，但是根据公司现有项目测算，未来有望实现营收 16 亿，净利润 2.17 亿，成为公司远期业绩的增长点。

预计公司 10-12 年每股盈利分别为 0.30、0.43 和 0.55 元，目前股价（12.18 元）对应动态市盈率分别是 41 倍、28 倍和 22 倍。根据我们综合绝对估值和相对估值的结果，在不考虑增发的假设下，公司合理价值为 13.14-16.13 元/股，公司股价催化剂具有较大确定性，给予“推荐”的评级。

核心假设或逻辑的变化

我们仅假设公司 2010-2012 年的水利水电施工增长 15%、18%、20%，而市政工程施工（含轨道交通）同比增长 51%、30% 和 15%，水利水电业务毛利率略有所提升。

我们的盈利预测没有考虑土地一级开发的收益，我们认为随着大规模水利水电投资的展开以及广东省内轨道交通的大发展，公司水利水电业务的增长完全有可能提升到 30% 以上，而市政业务在未来三年也能保持 30% 以上的增长，若一级土地出让顺利，未来业绩很可能大幅超预期。

与市场预期的差异之处

市场认为粤水电长远发展方向在风电，我们认为可再生能源仅是公司多元化的一个尝试，暂不会成为公司未来业务发展的核心，公司业务重点仍在水利水电施工业务，而 BT 模式在水利工程中的试点为公司做强主业提供了一个契机，公司受益的不仅是未来更高的工程业务利润率，还有以水利 BT 项目撬动的市政工程合同，从而实现市政工程的规模化扩张。

股价变化的催化因素

我们认为从中央层面对水利建设异于往年的大力度支持将成为公司股价上涨的政策催化，包括即将到来的 2011 年 1 号文、水利建设“十二五”规划，可再生能源“十二五”规划等都将强化市场对水利投资政策倾斜的预期；随着大规模投资建设展开带来的合同增长将成为公司股价的第二个催化，而公司以 BT 模式承建水利项目将带来工程业务利润率显著提升和市政工程包括土地一级开发扩展所打开的盈利空间，将实现公司股价催化的第三步——业绩催化。

核心假设或逻辑的主要风险

1、公司总体来说仍是区域性水利公司，未来在省外及国外的业务拓展是否顺利还有待观察；

2、公司负债率较高，由于承接了大量 BT 工程，负债率仍有进一步提高的可能，在加息的背景下，财务费用率可能继续攀升，从而吞噬利润。

内容目录

投资摘要	2
内容目录	4
图表目录	5
估值与投资建议.....	6
绝对估值法：12.54~13.75 元/股	6
相对估值法：15.05~17.20 元/股	7
给予“推荐”的投资评级	7
水利水电将迎来全新发展期	7
加大水利投资迫在眉睫	8
水利投资将迎来跨越式发展	8
“十二五”期间年均通过审批项目装机容量有望超过 2400 万千瓦	9
主业突出的区域性水利水电龙头	10
水利水电业务或迎来拐点	11
省内地位牢固、省外扩张顺畅、国际业务牛刀初试	11
BT 模式运营水利项目的急先锋	12
广东首开全国水利建设 BT 模式先河	12
BT 模式提升利润率的同时撬动市政工程规模化扩张	14
土地一级开发打开利润增长空间	14
轨道交通发展空间巨大	15
广东省内轨道交通“十二五”期间年均投资将增长 150%	15
粤水电有望成为广东省内实力最强的轨道交通施工企业	17
新能源业务尚处起步阶段	17
在手合同充足	19
财务分析	19
盈利预测	20
核心判断的主要风险	21
附表 1：财务预测与估值	22
国信证券投资评级	23
风险提示	23
证券投资咨询业务的说明	23

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	6
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	6
表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	6
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	6
表 5: 中国铁建历史估值水平.....	7
表 6: 水利水电受益公司估值比较	7
图 1: 粮食增产难度大	8
图 2: 洪涝和旱灾在自然灾害直接经济损失中占比加大.....	8
图 3: “十一五”和“十二五”水利年均投资规模对比	8
图 4: 水利投资主要区域分布.....	8
表 7: 水电装机容量测算相关假设	9
表 8: 水电装机容量测算.....	9
图 5: “十一五”和“十二五”年均水电投资规模对比	10
图 6: “十一五”和“十二五”年均开工的装机容量对比.....	10
图 7: “十五”期间水电项目工程造价.....	10
图 8: 2006 年水电项目工程造价构成	10
图 9: 公司 2009 年营收构成 (按行业)	11
图 10: 2009 年营收构成 (按细分市场)	11
图 11: 公司承建的广东飞来峡水利枢纽	11
图 12: 公司承建的东深供水改造工程---金湖泵站.....	11
图 13: 09 年公司营收地理分布	12
图 14: 08 年公司营收地理分布	12
表 9: 广东水利工程试行 BT 模式指导意见中对投融资企业的要求	13
图 15: 广东水利项目 BT 运作模式	13
表 10: 广东首批启动以 BT 模式建设的水利项目	14
表 11: 粤水电近两年签订的水利 BT 项目	14
图 16: 土地一级开发项目位于遂溪县城郊遂溪河两岸	15
图 17: 遂溪县位置	15
表 12: 土地一级开发收益对成本和地价的情景分析	15
表 13: 广东省轨道交通发展规划	16
表 14: 粤水电近两年签订的轨道交通合同	17
图 18: 轨道交通投资构成.....	17
图 19: 珠三角城际轨道交通网规划图	17
表 15: 粤水电可再生能源业务.....	18
表 16: 合同统计	19
图 20: 2010 年公司新签合同结构	19
图 21: 公司在手合同结构	19
图 20: 近年来公司毛利率和净利率都有所下降	20
图 21: 公司分项业务毛利率	20
表 17: 分项业务盈利预测.....	20

估值与投资建议

绝对估值法：12.54~13.75 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司在 2012 年之前将获得高于行业发展的速度，出于谨慎的目的，我们假设在最后几年增长率逐步下降。由于公司承接了大量的 BT 项目，我们预计公司未来几年长期贷款将持续增加，我们这里没有考虑公司增发，据此得到粤水电绝对估值的合理区间在 12.54 ~ 13.75 元之间，价值中枢为 13.14 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	9.9%	7.3%	36.8%	34.0%	26.6%	17.6%	10.0%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%
销货成本 / 销售收入	89.2%	88.2%	89.2%	89.4%	89.1%	88.9%	89.1%	89.0%	89.0%	89.1%	89.0%	89.0%
管理费用 / 销售收入	2.4%	2.5%	2.6%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
所得税税率	8.6%	22.4%	16.0%	16.0%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
股利分配比例	56.7%	113.3%	75.1%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	16%
无风险利率	2.50%	Ke	9.61%
行业平均 Beta	0.84	风险溢价	6.50%
公司市值 (E)	3486	E/(D+E)	73.54%
债务总额(D)	1255	D/(D+E)	26.46%
Kd	5.3%	WACC	8.25%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: WACC 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.5%	15.14	16.45	18.01	19.90	22.24
9.0%	13.36	14.43	15.69	17.18	19.00
9.5%	11.84	12.72	13.75	14.96	16.39
10.0%	10.53	11.27	12.11	13.10	14.26
10.5%	9.39	10.01	10.72	11.53	12.48

资料来源：国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
8.7%	13.47	14.17	14.97	15.91	17.01
9.2%	12.41	12.99	13.66	14.43	15.33
9.7%	11.48	11.97	12.54	13.18	13.92
10.2%	10.65	11.08	11.56	12.10	12.71
10.7%	9.93	10.29	10.70	11.16	11.68

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：15.05~17.20 元/股

我们预测粤水电 10-12 年每股盈利为 0.30、0.43 和 0.55 元，动态市盈率为 41 倍、28 倍和 21 倍。公司在建筑行业中，估值水平处于中高端，我们认为水利水电投资未来将进入长期高度景气周期，资金面与政策面都会向之倾斜，粤水电作为区域水利建设的龙头，是国内首个试行以 BT 模式建设水利项目的是企业，公司未来将受益于 BT 模式相对较高的毛利率和由此带动的市政工程规模化扩张，同时公司也是轨道交通大发展的受益者，理应享有一定的估值溢价，因此我们参照铁路建设 08 年启动之初，市场给予中国中铁和中国铁建的估值水平作为粤水电合理估值水平的参考，试图对公司的合理价值做出正确判断，在分析过程中我们同样假设现有股东的利益不被摊薄。

表 5、中国铁建历史估值水平

	4Q08-1Q09 股价	08 年 EPS	09 年 EPS	对应 08 年 PE	对应 09 年 PE
中国铁建	9.6~10.45	0.32	0.53	30~33	18~20
中国中铁	5.5~6.0	0.05	0.32	110~120	17~19

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

2011 年是水利水电建设投资启动的元年，参考市场给予铁路建设投资在 2008 年的估值水平以及公司中小板的优势，我们认为，可以给予粤水电 2011 年 35-40 倍 PE 估值，对应价值区间 15.05~17.2 元，价值中枢为 16.13 元。

目前整个建筑板块对应 2011 年的 PE 在 15 倍左右，但是由于细分行业的景气周期差别较大，我们认为用整个板块的平均估值水平作为参照是不合理的，我们在专题报告《水利水电或迎来全新发展期》和 2011 年度策略中都曾强调，建筑行业子板块景气高度分化，因此，我们用子板块的平均估值水平作为参照对象，我们选取的 5 家公司也是我们在专题报告中重点推荐的 5 家水利水电类受益个股，粤水电在 5 家公司中估值水平居中。

表 6：水利水电受益公司估值比较

公司	EPS		股价 12.13	PE	
	2010E	2011E		2010E	2011E
葛洲坝	0.45	0.63	12.310	27	20
粤水电	0.30	0.43	12.180	41	28
国统股份	0.65	0.95	31.300	48	33
青龙管业	1.02	1.24	40.680	40	33
安徽水利	0.28	0.45	14.000	50	31
平均				41	29

资料来源：国信证券经济研究所

给予“推荐”的投资评级

综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 13.14~16.13 元/股，价值中枢为 14.63 元，一系列促进水利改革发展的政策将陆续出台，从中央到地方都将加大对水利建设的投入，以 BT 模式建设水利项目未来有可能较大程度提升公司利润率的同时助力市政工程的规模扩张，股价催化剂具有较大确定性，因此我们给予“推荐”的评级。

水利水电将迎来全新发展期

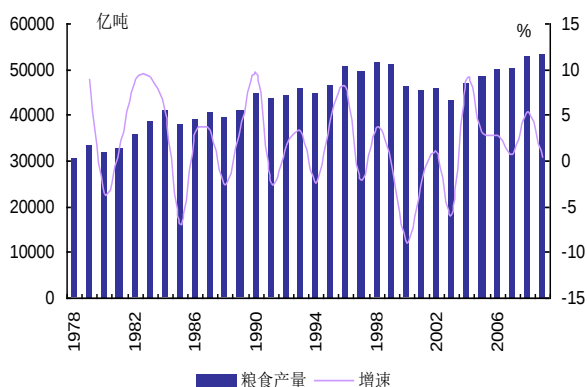
我们在专题报告《水利水电或迎来全新发展期》中曾分析到水利水电将迎来贯穿“十二五”、“十三五”的大规模投资期，落后的水利基础设施、频发的旱涝灾害、节能减排的刚性要求是本轮水利水电投资提速的导火索，我们认为，

大规模的水利水电建设将于 2011 年正式启动，预计今后几年的水利水电投资规模将“激增”，且持续时间长，水利水电的行业景气周期即将来临，将贯穿“十二五”，甚至“十三五”，长期前景灿烂。

加大水利投资迫在眉睫

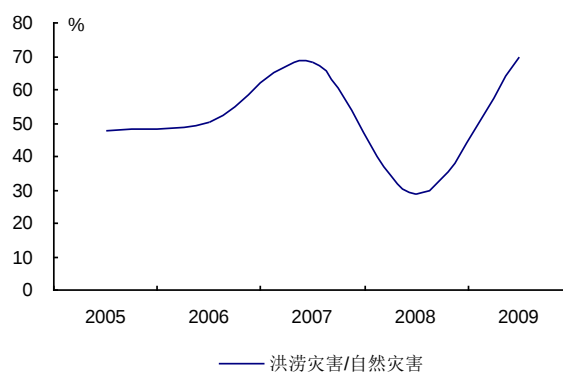
如我们在专题报告中指出，因政府过去数年在水利投资欠账较多，2010 年以来粮食价格上涨速度较快、幅度较大、通胀预期加强，自然灾害频繁发生，确保粮食增长困难重重，加大水利建设力度，加快水利发展改革已成为政府不得不重视的大事、要事，必须从全局角度统一认识，加快水利改革发展。

图 1：粮食增产难度大



资料来源：WIND，国信证券经济研究所

图 2：洪涝和旱灾在自然灾害直接经济损失中占比加大

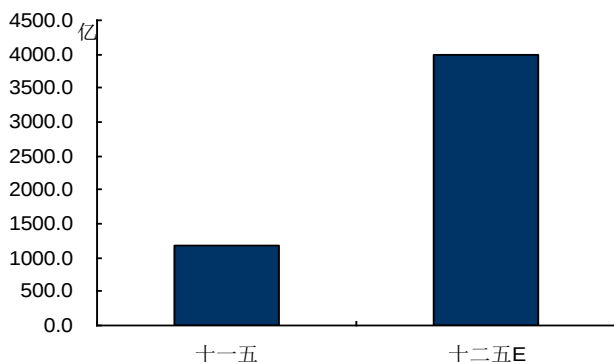


资料来源：WIND，国信证券经济研究所

水利投资将迎来跨越式发展

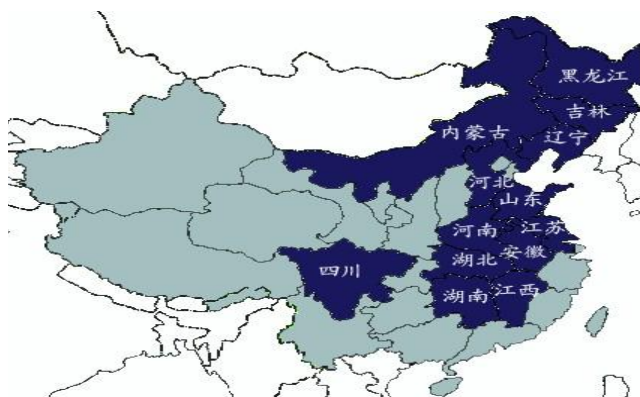
“十五”、“十一五”期间，固定资产投资的重点仍然是交通基础设施建设，在全国公路建设已具规模，铁路建设已步入高铁时代后，水利建设有望代替“铁公机”成为固定资产投资的“重中之重”，中央农村经济会议明确表示“财政支出重点向农业农村倾斜，确保用于农业农村的总量、增量均有提高；预算内固定资产投资重点用于农业农村基础设施建设”。我们预计，未来十年，年均水利投资额将达到 4000-5000 亿，较“十一五”期间年均 1174 亿的规模同比增长 240%，其中农田水利投资主要向十三个粮食主产区集中。

图 3：“十一五”和“十二五”水利年均投资规模对比



资料来源：电监会，国信证券经济研究所

图 4：水利投资主要区域分布



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所

“十二五”期间年均通过审批项目装机容量有望超过 2400 万千瓦

目前对于水电开发在 2011-2020 年的规模有三个口径的数据，根据《可再生能源中长期规划》，到 2020 年，全国水电装机容量达到 3 亿千瓦，其中大中型水电 2.25 亿千瓦，小水电 7500 万千瓦。由于截止 2009 年底，全国水电装机容量已达到 1.9 亿千瓦，我们预计 2010 年底，全国水电装机容量达到 2 亿千瓦，如果按照这一口径，未来十年需新增水电装机容量 1 亿千瓦。

而另一个口径是，有相关报道称，国家能源局初步规划，2020 年时水电装机能力应达 3.8 亿千瓦，其中常规水电 3.3 亿千瓦以上，年发电量 1.15 万亿千瓦时。如果按这一口径，未来十年，我国将新增水电装机容量 1.8 亿千瓦。

最新的数据来自中国证券报，报道称，国家对水电开发支持力度将加码。到 2020 年，水电投产目标从原来初步确定的 3.8 亿千瓦提升到约 4.3 亿千瓦，“十二五”期间水电开工规划目标可能随之上调 5000 万千瓦，其中常规水电开工目标从 6300 万千瓦上调到 8300 万千瓦，抽水蓄能电站开工目标从 5000 万千瓦上调到 8000 万千瓦，共上调 5000 万千瓦。

三个口径的数据表明，水电装机容量在未来十年最少要增加 1 亿千瓦，而更可能的是增加 1.8-2.3 亿千瓦。

由于此次水电发展的机遇缘于节能减排，我们按照节能减排的要求，即 2020 年可再生能源占一次能源消费的 15%，对水电装机容量进行测算，我们的测算以 2005 年 GDP 总量和单位能耗为基础，我们假设 2020 年单位 GDP 能耗较 2005 年降低 40%。

表 7：水电装机容量测算相关假设

项目	基数	单位
2005 年 GDP 总量	18.39	万亿元
2005 年单位能耗	1.22	吨/万元
2020 可再生能源占比	15	%
单位 GDP 能耗较 2005 年降低	40	%
每万千瓦装机容量年发电	0.44	亿度
每度电煤耗	300	克/度

注：年均发电量按 10 年新通过项目设计发电量均值计算；2009 年单位煤耗为 337

资料来源：统计局，国信证券经济研究所

表 8：水电装机容量测算

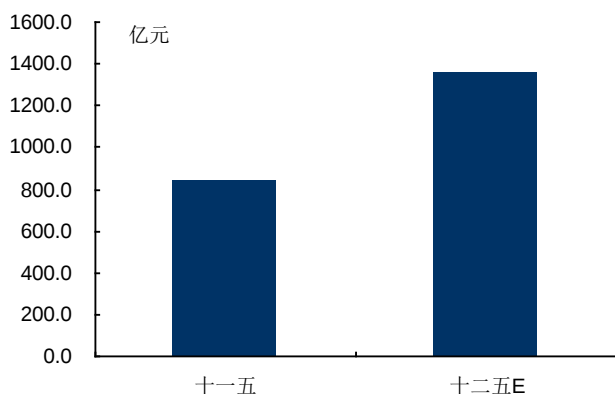
GDP 增速	2020GDP 总量 (万亿)	单位能耗 (吨/万元)	需一次能源 (亿吨标准煤)	折合为发电量 (亿度)	可再生能源 亿度	折算为装机容量 (万千瓦)	水电装机容量 (万千瓦)
8%	64	0.73	47	156184	23428	53245	37271
9%	72	0.73	52	174460	26169	59475	41633
10%	80	0.73	58	194663	29199	66362	46454

注：GDP 测算按 2005 年不变价格计

资料来源：统计局，国信证券经济研究所

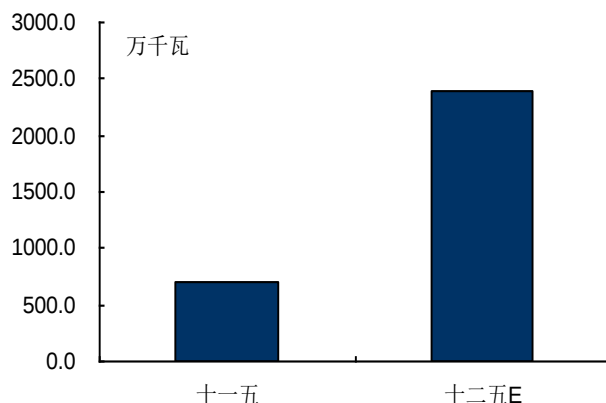
以 3.7 亿千瓦可作为 2020 年水电装机容量的下限，由此，我们可测算出未来十年需新增水电装机容量 1.7 亿千瓦，而水电的开发周期为 3-7 年，即所有项目必须在 2017 年以前开工，年均开工装机容量 2429 万千瓦。

图 5：“十一五”和“十二五”年均水电投资规模对比



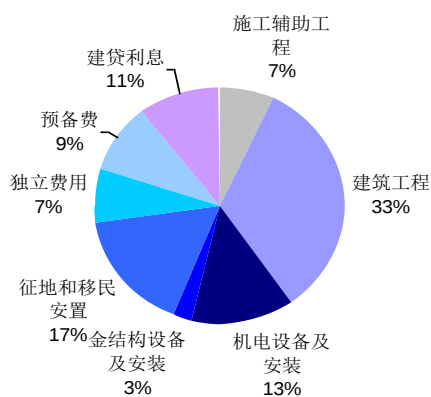
资料来源：电监会，国信证券经济研究所

图 6：“十一五”和“十二五”年均开工的装机容量对比



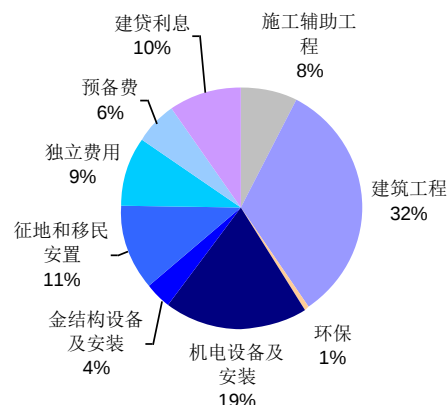
资料来源：电监会，国信证券经济研究所

图 7 “十五”期间水电项目工程造价



资料来源：电监会，国信证券经济研究所

图 8：2006 年水电项目工程造价构成



资料来源：公开资料，国信证券经济研究所

十五期间，水电项目平均工程造价为 7992 元/千瓦，我们根据 2010 年新通过审批的 6 个常规水电站静态投资概算测算的造价为 7586 元/千瓦，而一般总投资较静态投资高出 15%-20%，即按照动态投资概算测算的造价为 8724 元。

按照 8000 元/千瓦的造价保守测算，1.7 亿千瓦装机容量的总投资为 1.36 万亿，年均投资额 1360 亿，较“十一五”期间的年均 839 亿增长 62%，而从水电投资项目的构成看，与建筑工程相关的比例约为 40%（建筑工程+施工辅助工程），由此得出的与建筑工程相关的年均投资额为 584 亿元，事实上，一般施工企业还会参与结构和机电设备的安装，因此，我们的测算相对保守。

主业突出的区域性水利水电龙头

粤水电具有近 50 年的水利水电工程施工经验，是广东省最大且实力最雄厚的施工单位。公司具有水利水电工程、公路工程、市政公用工程五项施工

总承包壹级和地基与基础工程施工专业承包壹级以及城市轨道交通工程专业承包资质，同时具有中华人民共和国对外承包工程经营资格。

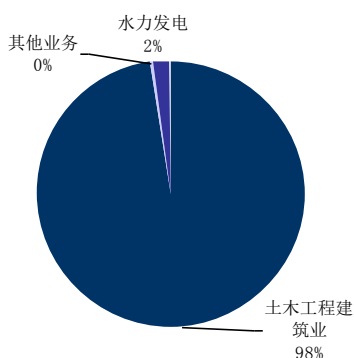
水利水电业务或迎来拐点

公司主营业务突出，营业收入主要来源于工程施工，近 3 年，工程施工收入占主业收入总额的比重在 95% 以上，其中，水利水电施工和市政工程施工是公司的核心业务，09 年两项业务占总收入比重分别为 40.7% 和 39.8%，两项业务合计占总收入比为 80.4%。

近三年，一方面由于广东省内水电开发几近饱和，另一方面全国性的水电项目审批几乎停滞，水电项目开工大幅减小，水电开发陷入低潮，公司水利水电业务占营业收入的比例有减小的趋势，2007 年水利水电业务占公司营收的比例为 56%，到 09 年底，这一比例已下降至 40%。

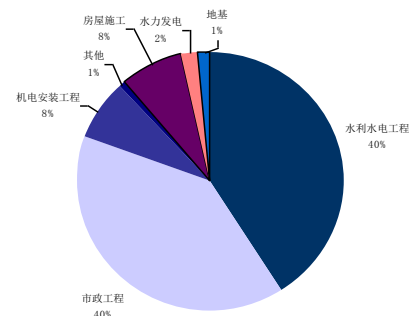
我们认为，随着水利水电大规模投资期的到来，公司相关业务将重回上升轨道。在公司主营收入中的比例也有望见底回升。公司未来水利业务的重点在省内，而水电业务的重点在省外。

图 9： 公司 2009 年营收构成（按行业）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 10： 2009 年营收构成（按细分市场）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

省内地位牢固、省外扩张顺畅、国际业务牛刀初试

公司承建了广东省内绝大部分的大中型水利水电工程（省内大中型水利水电项目的市场份额在 55% 以上）以及污水处理厂、公路、桥梁等市政工程，尤其在广州、深圳地铁市场具有较强的竞争力。

图 11： 公司承建的广东飞来峡水利枢纽



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

图 12： 公司承建的东深供水改造工程---金湖泵站

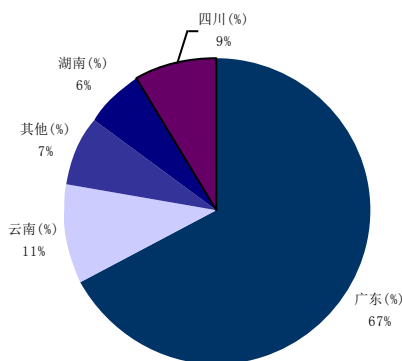


资料来源：公司网站，国信证券经济研究所

多年来公司实施走出“两门”（省门和国门）的市场扩张战略，目前公司在站稳广东省建筑市场的同时，中南和西南地区业务发展迅速。东北、西北、华北等地区的业务也有了突破性进展。国际工程方面公司在越南相继承建了昆江水电站工程、嘉兴水电站工程、占化水电站工程建设项目，公司明确表示，今后将加大力度承建国际工程。

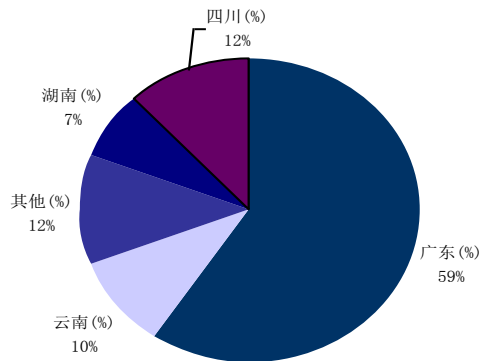
从 2009 年的营收分布看，广东省内占比为 67%，省外最有优势的地区是云南（11%），公司先后承建了云南红河南沙水电站和马堵山水电站，公司在云南的竞争优势得益于大股东的支持。公司控股股东广东省水电集团控股的广源水电开发公司拥有云南红河干流的开发权。广源水电将滚动开发红河干流红河州境内 4 个梯级水电站（大黑公电站装机容量 18~20 万 KW、南沙电站装机容量 9~10 万 KW、马堵山电站装机容量 26~30 万 KW、新街电站装机容量 5~6 万 KW）。目前南沙水电站已建成投产，马堵水电站已动工，而装机容量第二大的大黑公和新街尚未开建，发改委已批准大黑工水电站开展前期工作，项目进入可研阶段，我们认为，粤水电获得相关电站的总包合同只是时间问题。

图 13: 09 年公司营收地理分布



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 14: 08 年公司营收地理分布



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

BT 模式运营水利项目的急先锋

广东首开全国水利建设 BT 模式先河

水利投资主要依赖于财政投入，在很大性质上具有公益性，大部分项目由政府主导，没有明确的经济回报，因此很难引导财政以外的资金投入其建设，未来十年的水利大发展仍然是以财政投入为主，尤其是中央投入为主，而市场的担忧在于地方政府未必有动力落实相关的投资计划，同时，在地方政府财力有限的背景下，如何解决水利跨越式发展所需要的资金问题，因此吸引民间资本进入水利建设投融资领域是关乎水利投资能否顺利进行的大事，我们认为，以 BT 方式建设水利项目很好地解决了这一问题。

一方面，吸引社会资本进入水利建设的投融资领域，另一方面也缓解了地方政府的财政压力，广东省于 2010 年初出台了《广东省水利建设工程试行 BT 模式的指导意见》，意见要求总投资 3000 万元人民币以上或需融资 2000 万元人民币以上的地方公益性水利建设工程项目，经项目所在地方政府批准，可以

试行 BT 模式。即大中型项目都可以运用 BT 模式投融资。

而对于投融资单位的要求则是单位必须具备独立法人资格、具备符合工程项目要求的相关资质、注册资金达到 5000 万元（净资产 6000 万元）以上、管理水平先进、专业技术力量雄厚、业绩突出、信誉良好；且须以自有资金和中长期融资能力作为项目建设保障，不得做项目反担保；投融资单位能支配的资金必须是拟投标项目所需融资资金的 30% 以上、能用于拟投标项目的自筹资金必须为项目所需融资资金的 1 倍以上、单位净资产必须是项目所需融资资金的 2 倍以上。

表 9：广东水利工程试行 BT 模式指导意见中对投融资企业的要求

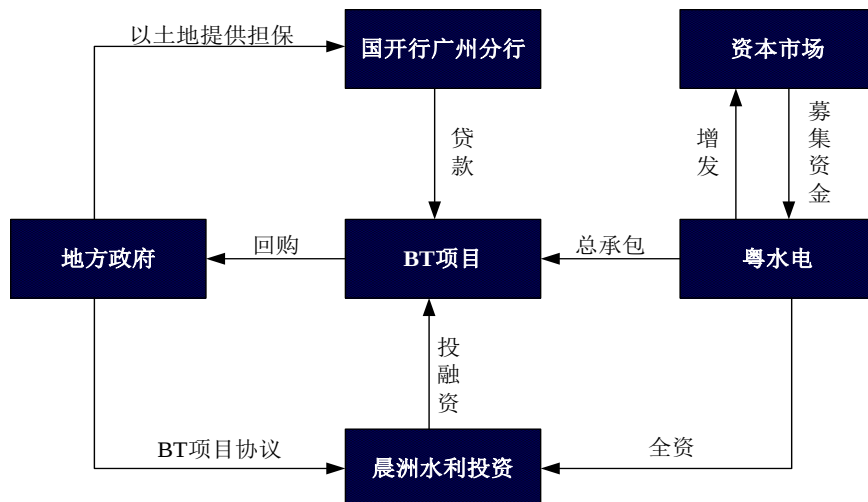
对项目的要求		
规模	性质	审批
总投资 3000 万元人民币以上或需融资 2000 万元人民币以上	地方公益性水利建设工程项目	项目所在地方政府批准
对投融资主体单位要求		
基本要求	资金要求	其它
注册资金达到 5000 万元（净资产 6000 万元）以上，相应资质	能支配的资金必须是拟投标项目所需融资资金的 30% 以上、能用于拟投标项目的自筹资金必须为项目所需融资资金的 1 倍以上、单位净资产必须是项目所需融资资金的 2 倍以上	专业技术力量雄厚、业绩突出、信誉良好；

资料来源：广东省水利厅，国信证券经济研究所

广东是全国首个采用运 BT 模式对水利水电项目进行投融资的省份，而粤水电作为广东最具实力的建筑企业理所当然成为试点的重要载体，目前，公司已专门成立运作水利 BT 项目的公司—晨洲水利投资，这是广东省内第一家也是唯一一家专门为水利项目搭建的投融资平台。

晨洲水利投资与国家开发银行广州分行建立战略合作伙伴关系，从该行获得项目融资贷款后，作为投融资主体参与广东省内水利工程建设。融资贷款的前提是在省水利厅的支持和推动下，由地方政府提供符合金融机构要求的土地担保条件，保证项目融资，规避回购风险。同时，实行工程概预算总承包建设形式，由粤水电对水利投资公司运作的 BT 项目实行工程概预算总承包。工程竣工并验收完毕后，在确保总承包单位合理收益的前提下，项目业主回购该工程项目。

图 15：广东水利项目 BT 运作模式



资料来源：国信证券经济研究所

目前广东省首批启动的试点项目有七个，总投资 50 亿左右，我们预计这些项目所在地政府未来都将陆续与粤水电签订相关 BT 合同。

表 10: 广东首批启动以 BT 模式建设的水利项目

项目名称	总投资（亿元）
阳江市海堤达标加固	15.4
汕头大围	12.96
汕尾市海堤	11.5
阳江市城市防洪二期工程	6.11
廉江市城市防洪工程	1.68
怀集城市防洪工程	1.35
罗定市城区堤防	0.66
合并	49.66

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所

BT 模式提升利润率的同时撬动市政工程规模化扩张

2010 年以来公司共签订 BT 项目 5 个，均为水利项目或水利与市政打包的项目，总投资额 31.4 亿，BT 项目一般利润率 11%-15%（公司以前工程业务净利润率 2.6%），我们按照下限 11% 的回报率保守测算，5 个项目可带来收益 2.9 亿元，公司未来利润率有望显著提高。

从粤水电水利 BT 项目的签订情况，我们还可以看到另一个特点，就是水利与市政打包，揭阳市 11 亿的 BT 项目，水利部分不足 3 亿，其余为市政，遂溪县防洪 BT 项目是与土地一级开发协议同时签订的，我们认为，粤水电以水利 BT 项目为切入点，获取当地市政项目的模式仅只是一个开始，未来公司将以此模式获得更多打包项目。

公司的水利施工在广东省内的市场占有率已足够高，规模扩张的幅度有限，而 BT 模式无疑成为公司内生式增长的较好选择，广东是国内唯一以 BT 模式建设水利项目的省份，而公司是广东省内试行这一模式的唯一平台，公司受益的不仅是未来更高的工程毛利率，还有以水利 BT 项目带动的市政工程合同，从而实现市政工程的规模化扩张。

表 11: 粤水电近两年签订的水利 BT 项目

项目	总投资（元）	权益	回报（元）
2010 年			
汕头大围六个应急堤段达标加固工程 BT 项目	1,304,000,000	67.00%	96,104,800
怀集县县城防洪工程 BT 项目	217,000,000	100.00%	23,870,000
兴宁市城市防洪排涝工程和合水水库加固扩建移民安置工程捆绑 BT 项目	119,113,498	100.00%	13,102,485
揭阳市区水利市政工程 BT 项目	1,100,000,000	100.00%	121,000,000
遂溪县城市防洪工程 BT 项目	400,000,000	80.00%	35,200,000
合计	3,140,113,498		289,277,285
2009 年			
湛江市鉴江供水枢纽工程 BT 投资建设合同	2,700,000,000	33.30%	98,901,000

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

土地一级开发打开利润增长空间

公司与遂溪县签订防洪工程 BT 项目的同时也签订了土地一级开发的协议，根据协议规定，土地一级开发项目也是以 BT 模式建设，但是考虑到其收益模式与普通 BT 项目不同，故单独进行分析。

该项目涉及土地一级开发面积 5000 亩，分期滚动开发，由公司与广东鸿晟投资按 80%和 20%的比例组成项目公司，项目需投融资 21 亿元，由项目公司负责，每期土地开发完成后一年内，已开发土地将纳入遂溪县土地储备计划并通过招、拍、挂等公开交易方式出让，出让完成后三个月内完成项目结算，扣除必要的交易税费及本项目的总成本，剩余收益由甲、乙双方按比例分配。

收益的分配比例为：土地交易价格在平均 100 万元/亩以内时，按甲方 55%、乙方 45%的比例分享剩余土地收益；如地价超过 100 万/亩，按甲方 60%、乙方 40%的比例分配。

图 16：土地一级开发项目位于遂溪县城郊遂溪河两岸



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 17：遂溪县位置



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

由于相关地块未来用途的具体规划还没有出台，从多方了解的信息判断，未来这一区域可能规划为商业区，我们对遂溪 2010 年以来出让的两宗商业用地的统计来看，地价均超过 100 万/亩。我们预计，未来该区域土地超过 100 万是大概率事件。

根据我们的测算，如果按照 100 万/亩的价格、50 万/亩的开发成本测算，则粤水电可获得税后利润为 8.4 亿元，折合每股收益 2.5 元。

表 12：土地一级开发收益对成本和地价的情景分析

万 / 亩	80	90	100	110	120
45	59062.5	75937.5	92812.5	97500.0	112500.0
50	50625.0	67500.0	84375.0	90000.0	105000.0
55	42187.5	59062.5	75937.5	82500.0	97500.0
60	33750.0	50625.0	67500.0	75000.0	90000.0
65	25312.5	42187.5	59062.5	67500.0	82500.0
70	16875.0	33750.0	50625.0	60000.0	75000.0

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

轨道交通发展空间巨大

广东省内轨道交通“十二五”期间年均投资将增长 150%

根据我们的统计，未来十年，广东地区在建和待建的城市和城际轨道交通达到 1630 公里，总投资达 4528 亿，根据经验，土建一般占到总投资的 53%，按此计算的土建规模为 2400 亿，年均投资额 240 亿。而“十一五”期间，广东省内地铁和城际轨道的总投资约为 900 亿，年均投资额仅 180 亿，按 53%

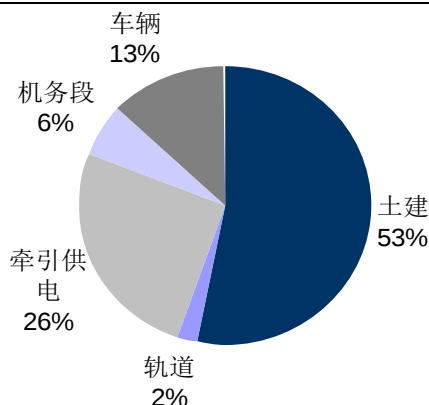
的比例测算的年均土建投资为 95 亿，也就是说，“十二五”和“十三五”期间年均轨道交通土建投资将较“十一五”期间增长 150%。

表 13: 广东省轨道交通发展规划

线路	运营里程	开竣工时间	总投资
深圳市轨道交通			
1 号线续建工程	23.6 公里	2007-2011	93
2 号线	33.1 公里	2007-2011	56
3 号线	41.7 公里	2007-2011	94
4 号线续建工程	15.8 公里	2007-2011	58
5 号线	42.4 公里	2007-2011	63
4 号线北延段	7.3 公里	2011-2020	27
6 号线	37.2 公里	2011-2020	161
7 号线	28.9 公里	2011-2020	171
8 号线	25.9 公里	2011-2020	117
9 号线	17.8 公里	2011-2015	212
10 号线	42.2 公里	2015-2020	151
11 号线	49.7 公里	2011-2015	128
12 号线	36.4 公里	2011-2020	27
合计	402 公里		1357
广州市轨道交通			
四号线	46.56 公里	2005-2010	149
六号线	20.81 公里	2006-2010	80
六号线二期	17.6 公里	2010-2012	71
七号线一期	17.1 公里	2010-2012	86
九号线	19.8 公里	2010-2012	83
十三号线	59.8 公里	2012-2017	274
十一号线	42.4 公里	2011-2015	254
四号线南延线	11.7 公里	2013-2015	35
十四号线	64.6 公里	2011-2015	198
	300.37 公里		1229
东莞市轨道交通石龙至长安（R2 线）	60 公里	2009-2015	155
珠三角城际轨道交通			
广珠城际轨道交通	144 公里	2005-2010	182
广佛城际轨道交通	38 公里	2007-2012	180
穗莞深城际轨道交通	94 公里	2008-2013	268
佛山至肇庆城际轨道交通	79.6 公里	2009-2013	176
东莞至惠州城际轨道交通	99 公里	2009-2012	253
广州至清远城际轨道交通	50 公里	2010-2013	110
中山—南沙—虎门城际轨道	54 公里	2013-2020	108
佛山—东莞城际轨道	75.7 公里	2010-2013	231
广州—佛山—江门—珠海城轨	172 公里	2011-2020	308
珠海市区—珠海机场城际轨道	35 公里	2013-2020	49
广佛环线	129 公里	2010-2020	413
深圳—惠州城际轨道	113 公里		298
肇庆—南沙城际轨道	89 公里		134
江门—开平—恩平城际轨道	152 公里		202
广州—增城—惠州城际轨道	121 公里		165
合计	1445.3 公里		3077

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所

图 18: 轨道交通投资构成



资料来源: 国信证券经济研究所

图 19: 珠三角城际轨道交通网规划图



资料来源: 互联网, 国信证券经济研究所

粤水电有望成为广东省内实力最强的轨道交通施工企业

粤水电是广东省内最具竞争实力的轨道交通建设承包商之一, 在广州、佛山两地的隧道工程项目建设中成绩斐然, 是标杆企业, 有良好的信誉, 目前已拥有 8 台盾构机, 具有丰富的盾构机选型、论证、使用维修、盾构施工技术创新等方面的经验, 也有一批有丰富施工管理和施工技术的专家。

公司在广东省内轨道交通市场的占有率大约为 10%, 如果按照 240 亿的年均投资规模测算, 则公司未来每年理论上可获得的地铁合同可达 24 亿左右, 按 10 年 13 亿的新签合同计算, 增幅为 85%。

表 14: 粤水电近两年签订的轨道交通合同

项目名称	合同金额 (元)	签订时间
南昌市轨道交通 1 号线一期工程土建施工项目九标段	615,288,570	2010 年 10 月
广州市轨道交通十三号线首期工程	705,136,178	2010 年 10 月
莞深城际轨道交通项目	1,208,218,928	2009 年 11 月
广州地铁佛山市南海区地铁金融城裙楼和地下室工程	299,108,468	2009 年 12 月
	2,827,752,144	

资料来源: 公开资料, 国信证券经济研究所

如果简单以拥有盾构机数量作为衡量施工企业的实力的标准, 粤水电目前在广东省内排第二, 目前广东省属地铁施工单位现有盾构机情况为: 广东省基础公司 12 台盾构机; 粤水电 8 台盾构机; 广东盾建公司 6 台盾构机; 广东源天公司 2 台盾构机。公司 2010 年公告了增发预案, 募投项目之一即为购买四台 $\Phi 8780\text{mm}$ 土压平衡式盾构机, 同时公司计划以自有资金购置一台 $\Phi 6260$ 盾构机, 如果顺利完成增发, 公司将拥有 13 台盾构机, 届时公司将成为广东省内实力最强的轨道交通施工企业。

新能源业务尚处起步阶段

公司利用产业政策积极切入可再生能源的投资建设及运营, 水电、风电方面均有突破。

水电方面, 目前公司持有广水桃江水电开发有限公司 (简称桃江水电) 100% 股权, 投资期为 50 年。桃江水电的修山水电站位于资水干流下游湖南

省桃江县的修山镇境内,属低水头河床式电站,坝址以上流域面积 27000km²,年均降雨量 1478.3 毫米。装机规模 65MW (5 × 13MW),年均发电量为 27645 万千瓦时,考虑有效发电量系数和厂用电后的上网发电量为 2.68 亿度。根据湘价函(2003)123 号文湖南省关于桃江县修山水电站上网电价问题的复函,上网电价为每千瓦时 0.327 元(含增值税)。

公司还计划通过增发投资安江水电站,安江水利水电枢纽工程位于湖南省洪江市境内沅江干流中游,是沅江干流规划中的第九级电站,项目是一个以发电为主,兼顾航运等综合利用的水电站工程,地理位置优越,坝址紧临怀邵高速公路,公路、航运均可与坝址相通,更有焦柳、湘黔铁路在怀化交汇,交通方便。

安江水电站坝址位于沅江干流中游的安江镇上游约 7.9km,坝址控制流域面积 40,101km²,坝址多年平均流量 830m/s。正常蓄水位为 165m,死水位 163m,属 III 等工程,主要建筑物为 3 级,设计洪水位为 170.53m,校核洪水位为 175.79m,总装机容量为 14 万千瓦,安装 4 台 35MW 水轮发电机,设计年平均发电量为 5.62 亿度,上网电价 0.326 元/度(含税)。预计项目总投资 159,825.69 万元,项目资本金 30%,建设期 4 年。

风电方面,公司已建成投产海南省东方感城风电场(一期),整个项目总投资规模为 5 亿元,工程装机规模 49.5MW, 安装 33 台 1500kW 风力发电机组,设计年上网电量 1.1 亿度,上网电价 0.6499 元/度(含税),公司还启动内蒙古 100 万 KW 的风电项目(从 2012 年开始每年至少投产 10 万 KW),新疆 4.95 万千瓦风电项目。

预计所有项目投产后,风电可为公司贡献收入 12.7 亿(新疆、内蒙上网电价按 0.5 元/度)以上,目前风电毛利率在 18%-20%左右,按 8%的净利率计算,可实现净利润 1.02 亿,水电可为公司贡献收入 2.68 亿元,按 30%净利率计算(长江电力为 40%),可实现净利润 0.8 亿元,由于小水电属清洁能源机制水电,可获得财政补贴,保守估计每年 3500 万元,合计为公司贡献净利润 1.15 亿元。

按照现有项目全部实现规划投产后,可再生能源每年可为公司带来营收 16 亿,净利润 2.17 亿,是公司远期发展的增长点。

表 15: 粤水电可再生能源业务

风电	权益	装机容量 兆瓦	年均发电量 亿度	上网电价 元/度	权益收入 亿元	投产时间
海南	100%	49.5	1.1	0.6499	0.71	2010
内蒙	100%	1000	23	-	-	2012 年以后
新疆	100%	49.5	1.1	-	-	2012 年以后
合计		1099	4.5		0.71	
水电						
桃江电站	100%	65	2.68	0.327	0.77	2007
新源水电	80.00%	8	0.23	0.45	0.08	
安江电站	94.19%	140	5.62	0.326	1.73	2014
合计		213	8.53		2.68	

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

在手合同充足

据我们统计，2010 年以来，公司新签合同超过 54.6 亿（我们的统计仅包含重大合同），是 2009 年工程施工收入的 1.7 倍，其中占比最大的为水利，2010 年新签合同 27 亿，占全年新签合同比例的 49.46%，其次是市政工程和轨道交通，分别新签合同 13.3 亿、13.2 亿，占全年新签合同的 24.3%和 24.1%。

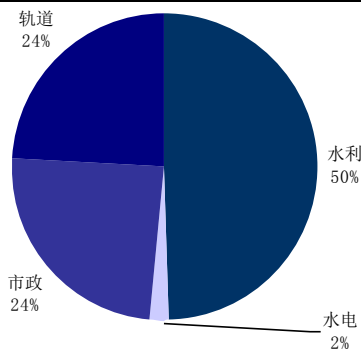
目前未完工合同 163.52 亿，扣除已结算部分，我们预计公司目前在手合同大约在 110 亿左右，是 2009 年工程施工收入的 3.5 倍。合同储备充足，较好地保障了未来持续增长。

表 16: 合同统计

分类	金额（亿元）	占比（%）
2010 年新签合同		
水利	27.04	49.46
水电	1.13	2.06
市政	13.30	24.33
轨道	13.20	24.15
合计	54.68	
未完工合同		
水利	65.94	40.33
水电	45.25	27.67
市政	30.71	18.78
轨道	20.56	12.58
核电	1.06	0.65
合计	163.52	

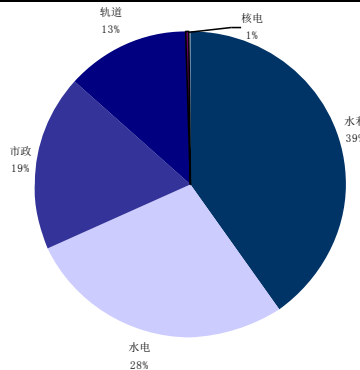
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 20: 2010 年公司新签合同结构



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

图 21: 公司在手合同结构



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所

财务分析

未来仍有可能面临资金紧缺

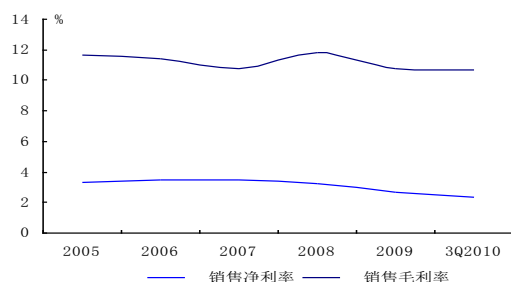
BT 项目需要大量资金，但由于有广东省相关政策保驾护航，项目可以大量依赖贷款，一般自有资金占到 20%，六个 BT 项目在近三年需要投入自有资金大约 11（按 30%自有资金比例计算）亿元，而遂溪土地一级开发需由公司融资 21 亿元，按 30%（实际低于此比例，一般在 20%左右）的自有资金计，

需要 6.3 亿，两项合计为 17.3 亿，年投入 6 个亿左右，截止目前来看，资金尚无缺口，但是由于 BT 模式建设水利项目目前仍处在起步阶段，首批 7 大项目尚未完全启动，我们预计未来粤水电将获取更多的水利 BT 项目，资金需求仍可能进一步增加，公司未来可能面临资金紧缺。

净利率有望迎来拐点

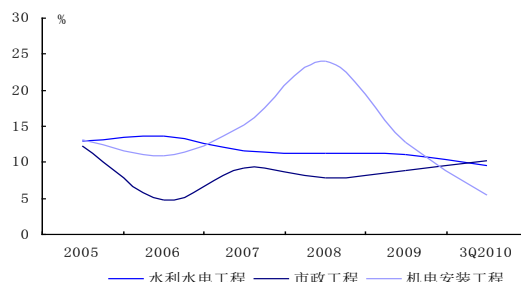
公司综合毛利率以及净利润率近年来有所降低，主要原因是水利水电工程毛利率有所下降同时费用率上升，由于公司未来水利项目更多以 BT 模式建设，BT 模式净利润率可达 11%-15%，显著高于一般工程承包（公司 09 年净利率 2.6%），因此公司净利率有望迎来拐点。

图 20：近年来公司毛利率和净利率都有所下降



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

图 21：公司分项业务毛利率



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所

盈利预测

根据公司当前基本面情况，我们仅假设公司 2010-2012 年的水利水电施工增长 15%、18%、20%，而市政工程施工（含轨道交通）同比增长 51%、30%和 15%，水利水电业务毛利率略有提升，根据这些假设，我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.30、0.43 和 0.55 元。

历史上公司一直是稳健增长的公司，所以我们的假设趋于保守，我们的盈利预测也没有考虑土地一级开发的收益，我们认为随着大规模水利水电投资的展开以及广东省内轨道交通的大发展，公司水利水电业务的增长完全有可能提升到 30%以上，而市政业务在未来三年也能保持 30%以上的增长，如果一级土地出让顺利，未来业绩很可能大幅超预期。

表 17：分项业务盈利预测

(百万)	2009	2010E	2011E	2012E
水利水电工程				
营业收入	1314.04	1511.15	1783.15	2139.78
增速%	11.98	15.00	18.00	20.00
营业成本	1167.79	1362.30	1600.38	1918.32
市政工程				
营业收入	1285.92	1941.74	2524.26	2902.90
增速%	115.74	51.00	30.00	15.00
营业成本	1156.69	1740.77	2257.95	2596.64

水利发电				
营业收入	66.59	63.93	65.20	65.20
增速%	4.00	-4.00	2.00	0.00
营业成本	30.18	25.57	27.39	27.39
风力发电				
营业收入		32.00	70.40	70.40
增速%		0.00	120.00	0.00
营业成本		24.00	50.69	50.69

公司资料，国信证券经济研究所

核心判断的主要风险

- 1、公司总体来说仍然是区域性公司，未来在省外及国外的业务拓展是否顺利还有待观察；
- 2、公司负债率较高，由于承接了大量 BT 工程，负债率有进一步提高的可能，在加息的背景下，财务费用率可能继续攀升，吞噬公司利润；
- 3、增发事项不能顺利完成。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	528	637	497	452
应收款项	594	794	1002	1175
存货净额	1212	1591	1987	2274
其他流动资产	469	610	766	915
流动资产合计	2803	3633	4252	4816
固定资产	1487	1600	1671	1726
无形资产及其他	7	7	7	6
投资性房地产	116	116	116	116
长期股权投资	10	10	10	10
资产总计	4423	5366	6056	6675
短期借款及交易性金融负债	504	500	520	652
应付款项	520	793	1022	1139
其他流动负债	1161	1636	2056	2384
流动负债合计	2185	2929	3597	4176
长期借款及应付债券	555	755	755	755
其他长期负债	276	225	174	123
长期负债合计	831	980	929	878
负债合计	3016	3909	4526	5054
少数股东权益	15	15	16	16
股东权益	1393	1442	1514	1605
负债和股东权益总计	4423	5366	6056	6675

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.26	0.30	0.43	0.55
每股红利	0.19	0.15	0.22	0.27
每股净资产	4.19	4.34	4.56	4.83
ROIC	6%	8%	10%	11%
ROE	6%	7%	10%	11%
毛利率	11%	11%	11%	11%
EBIT Margin	5%	5%	5%	6%
EBITDA Margin	8%	8%	8%	8%
收入增长	37%	34%	27%	18%
净利润增长率	10%	15%	47%	27%
资产负债率	69%	73%	75%	76%
息率	1.8%	1.4%	2.1%	2.6%
P/E	40.8	35.6	24.2	19.1
P/B	2.5	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	25.5	20.4	17.3	15.6

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3233	4333	5485	6451
营业成本	2884	3873	4886	5735
营业税金及附加	107	141	177	206
销售费用	0	0	0	0
管理费用	86	98	122	142
财务费用	56	100	123	145
投资收益	5	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(4)	(5)	(6)	(6)
其他收入	(0)	0	0	0
营业利润	101	117	171	217
营业外净收支	1	1	2	1
利润总额	102	118	173	217
所得税费用	16	19	28	35
少数股东损益	0	1	1	0
归属于母公司净利润	85	98	144	183

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	85	98	144	183
资产减值准备	9	1	0	0
折旧摊销	100	142	163	179
公允价值变动损失	4	5	6	6
财务费用	56	100	123	145
营运资本变动	44	(22)	(162)	(213)
其它	(9)	(0)	0	(0)
经营活动现金流	233	222	152	154
资本开支	(352)	(260)	(240)	(240)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(346)	(260)	(240)	(240)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	169	200	0	0
支付股利、利息	(64)	(49)	(72)	(91)
其它融资现金流	58	(4)	20	132
融资活动现金流	268	147	(52)	41
现金净变动	154	109	(140)	(45)
货币资金的期初余额	373	528	637	497
货币资金的期末余额	528	637	497	452
企业自由现金流	(78)	45	13	35
权益自由现金流	149	192	(21)	109

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
吴土金	0755-82130833-1332	刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
余爱斌	0755-82133400	李 君	021-60933156	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646	左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147
		罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 峰	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
		黄 磊	0755-82151833		
		高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				李遵庆	0755-82133055
新兴产业		研究支持		指数与产品设计	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	彭甘霖	0755-82133259
		袁 剑	0755-82139918	阳 瑾	0755-82133538
		余 辉	0755-82130741	周 琦	0755-82133568
		王越明	0755-82130478	赵学昂	0755-66025232
				邓 岳	0755- 82150533
投资基金		量化投资		交易策略	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
刘舒宇	0755-82133568	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康 亢	010-66026337	林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566	赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928
李 腾	0755-82130833-6223	程景佳	010-88005326		
		郑 云	021-60875163		
		毛 甜	021-60933154		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						严小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	