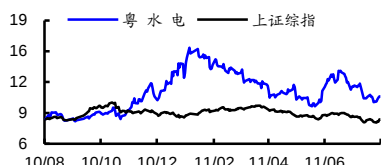


证券研究报告—动态报告
建筑建材
建筑工程
粤水电(002060)
推荐
半年报点评

(维持评级)

2011年8月29日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	332.4/326.8
总市值(百万元)	3,629.8/3,568.6
沪深300/深圳成指	2,612.19/11,568.17
12个月最高/最低(元)	15.94/8.33

相关研究报告:

《粤水电-002060-毛利提升还需时日》——2011-3-29

《粤水电-002060-水利项目BT模式建设的“急先锋”》——2011-1-12

《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: qjubo@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120021

联系人: 刘萍

电话: 0755-82130678

E-mail: liuping@guosen.com.cn

半年报点评

业绩低谷期、突破看明年

●净利润略低于预期

1H11 公司实现营业收入 21.89 亿元, 同比增长 10.50%, 实现利润总额 0.59 亿元, 同比下降 1.66%, 实现归属母公司所有者净利润 0.50 亿元, 同比增长 1.12%, 实现 EPS0.15 元, 公司上半年业绩平平, 略低于我们的预期。

●水利水电工程业务营收较快增长、毛利率略有上升

1H11 公司水利水电实现营收 10.84 亿元, 同比增长 33.38%, 毛利率 10.19%, 同比上升 0.62 个百分点, 市政工程实现营收 5.72 亿元, 毛利率 10.45%, 同比上升 0.21 个百分点, 综合毛利率 11.04%, 同比上升 0.65 个百分点。管理费用率和财务费用率分别为 2.59% 和 2.29%, 同比分别上升 0.49 和 0.39 个百分点。

●在手合同充足、BT 项目即将进入收获期

根据我们不完全统计, 上半年公司新签重大合同 44.52 亿, 其中水利水电合同 12.39 亿, 加上 10 年底结转的超过 20 亿, 我们预计目前在手合同应超过 65 亿。

1H11 公司长期应收款增至 9.04 亿元, 较年初增加 6.89 亿元, 主要是公司投资规模 10 亿元的揭阳市政 BT 项目已完工, 相关投入转入长期应收款, 该项目回购期 5 年, 等额支付, 我们预计该项目将从明年开始正式回购, 按照回购基数 10 亿元计, 如果央行维持现有贷款利率不变, 则明年将为公司贡献投资收益 0.71 亿元, 折合 EPS0.21 元, 同时该项目一次性审价差有望达到 0.9 亿元左右, 增厚公司 EPS0.29 元, 公司目前还有多个 BT 项目正在施工。

●维持“推荐”评级

尽管公司上半年业绩表现低于预期, 我们认为公司当前股价已反应了不利因素, 同时, 我们认为随着中央一号文件的落实, 以及公司前期水利 BT 项目逐渐进入收获期, 募集资金完成后轨道交通业务的大发展, 公司明年的业绩表现仍值得期待, 暂维持公司 11-13 年 EPS 分别为 0.37、0.50 和 0.64 元的盈利预测, 当前股价对应 PE 分别为: 30X、22X 和 17 X, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3,232	3,930	4,914	6,023	7,085
(+/-%)	36.9%	21.6%	25.0%	22.6%	17.6%
净利润(百万元)	86	91	122	168	212
(+/-%)	10.37%	6.22%	34.1%	37.7%	26.3%
每股收益(元)	0.26	0.27	0.37	0.50	0.64
EBIT Margin	3.2%	4.9%	5.1%	5.4%	5.7%
净资产收益率 (ROE)	6.1%	6.2%	8.0%	10.4%	12.4%
市盈率 (PE)	42.5	40.0	29.8	21.6	17.1
EV/EBITDA	22.3	18.7	18.7	16.8	15.9
市净率 (PB)	2.61	2.48	2.38	2.26	2.12

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。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	948	616	741	1167	营业收入	3930	4914	6023	7085
应收款项	780	901	1101	1291	营业成本	3502	4392	5366	6298
存货净额	1581	1788	2165	2481	营业税金及附加	127	160	194	227
其他流动资产	476	654	802	915	销售费用	0	0	0	0
流动资产合计	3785	3959	4809	5854	管理费用	104	112	135	157
固定资产	2027	2082	2096	2095	财务费用	85	100	123	145
无形资产及其他	57	55	54	52	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	248	248	248	248	资产减值及公允价值变动	(1)	(5)	(6)	(6)
长期股权投资	10	10	10	10	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6127	6354	7216	8258	营业利润	111	145	199	251
短期借款及交易性金融负债	808	505	520	540	营业外净收支	0	1	2	1
应付款项	700	897	1039	1254	利润总额	112	146	201	252
其他流动负债	1842	1965	2437	2989	所得税费用	20	23	32	40
流动负债合计	3350	3367	3996	4783	少数股东损益	1	1	1	0
长期借款及应付债券	1034	1234	1434	1634	归属于母公司净利润	91	122	168	212
其他长期负债	266	215	164	113					
长期负债合计	1300	1449	1598	1747	现金流量表 (百万元)				
负债合计	4650	4816	5594	6530		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	15	16	16	16	净利润	91	122	168	212
股东权益	1461	1522	1606	1712	资产减值准备	(3)	0	0	(0)
负债和股东权益总计	6127	6354	7216	8258	折旧摊销	88	202	222	237
					公允价值变动损失	1	5	6	6
					财务费用	85	100	123	145
					营运资本变动	155	(237)	(162)	97
					其它	3	0	1	0
					经营活动现金流	335	92	234	552
					资本开支	(624)	(260)	(240)	(240)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(624)	(260)	(240)	(240)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	479	200	200	200
					支付股利、利息	(89)	(61)	(84)	(106)
					其它融资现金流	(72)	(303)	15	20
					融资活动现金流	709	(164)	131	114
					现金净变动	420	(332)	125	426
					货币资金的期初余额	528	948	616	741
					货币资金的期末余额	948	616	741	1167
					企业自由现金流	(220)	(85)	95	432
					权益自由现金流	188	(265)	230	562

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.27	0.37	0.50	0.64
每股红利	0.27	0.18	0.25	0.32
每股净资产	4.40	4.59	4.84	5.16
ROIC	6%	6%	8%	10%
ROE	6%	8%	10%	12%
毛利率	11%	11%	11%	11%
EBIT Margin	5%	5%	5%	6%
EBITDA Margin	7%	9%	9%	9%
收入增长	22%	25%	23%	18%
净利润增长率	6%	34%	38%	26%
资产负债率	76%	76%	78%	79%
息率	2.5%	1.7%	2.3%	2.9%
P/E	40.0	29.8	21.6	17.1
P/B	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	29.1	18.7	16.8	15.9

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	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

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 weinng@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 骥	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
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn