



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态

证券研究报告

2011年9月20日

建筑与工程

研究部

张松

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010055

zhangs2@cicc.com.cn

吴慧敏

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511030004

wuhm@cicc.com.cn

投资价值分析 无评级

中国水电 (601669.SH)

中国最大的水利水电建设集团

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	60,795	75,540	101,494	122,248	141,764
(+/-%)		24%	34%	20%	16%
营业利润	1,730	3,242	4,021	5,427	6,470
(+/-%)		87%	24%	35%	19%
净利润	1,266	2,290	2,911	3,910	4,617
(+/-%)		81%	27%	34%	18%
摊薄每股盈利(元)	0.13	0.23	0.29	0.39	0.46
净资产收益率(%)	n.a.	23.3%	27.0%	12.6%	13.6%
净利润率	2.1%	3.0%	2.9%	3.2%	3.3%
总资产回报率	n.a.	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%
资产负债率	n.a.	87.9%	88.8%	78.9%	79.2%

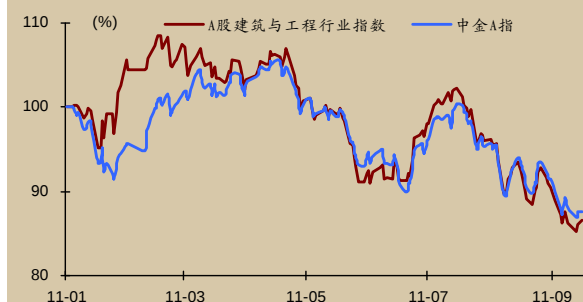
股票信息

	A股
股票代码	601669.SH
发行股数(百万股)	10,100
本次发行(百万股)	3,500
主要股东(持股比例)_发行前	中国水利水电建设集团(99.0%)
主要股东(持股比例)_发行后	中国水利水电建设集团(61.3%)

最近估值走势

	近一周	1个月	3个月	年初至今
上证A指	-2.40	-3.80	-7.03	-13.16
A股建筑指数	-1.50	-4.74	-7.02	-12.94

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

投资亮点:

中国水利水电建设集团公司(简称“中国水电”),是我国乃至全球特大型综合建设集团之一,是全球水利水电建设行业的引领者,中国最大的水利水电建设集团。

► **中国最大的水利水电建设集团:**中国水电是中国最大的水利水电建设承包商,二十世纪五十年代以来,公司建设了中国65%以上的大中型水电站和水利枢纽工程,截至2011年6月30日累计完成总装机容量1.46亿千瓦。公司作为行业龙头企业,代表中国水利水电建设的最高水平;

► **建筑业务多元化,非水利水电业务获长足发展:**中国水电积极实施相关产业多元化战略,积极进入铁路、公路、城市工民建等市场。未来,公司将围绕“大集团、大土木、大市场、大品牌”的经营理念开展市场营销,加大对基础设施建设市场尤其是高端市场的开拓力度,努力扩大市场份额;

► **上下游一体化,占据利润制高点,完善产业链:**中国水电利用建筑业务的技术、施工及经验积极进行上下游一体化。占据利润制高点:进军电站运营和房地产业务,成为公司未来利润的稳定来源;完善产业链:积极发展水工设备制造和施工机械租赁业务,增强公司抗风险能力;

► **海外工程从“低端”向“高端”延伸的典型代表:**国际工程承包市场发展潜力巨大,根据住建部编制的“十二五”规划,2015年我国可实现国际工程承包营业额2,200亿美元以上,年均复合增长率达到20%。在政府“走出去”战略下,同时拥有海外工程承包、水电开发及矿产资源开发业务的中国水电将成为这一过程的典型代表和主要受益者。

财务预测:

预计公司2011、2012年收入达1,222、1,418亿元,同比增长20.4%、16.0%。净利润为39.1和46.2亿元,同比增长34.3%和18.1%,对应摊薄后(假设发行35亿股)每股收益0.39和0.46元。

估值与建议:

综合考虑公司所处行业地位及长期发展前景,我们认为公司上市后合理交易价格区间为4.3-5.8元,对应2011年PE11.0-15.0倍,2012年PE9.3-12.7倍。

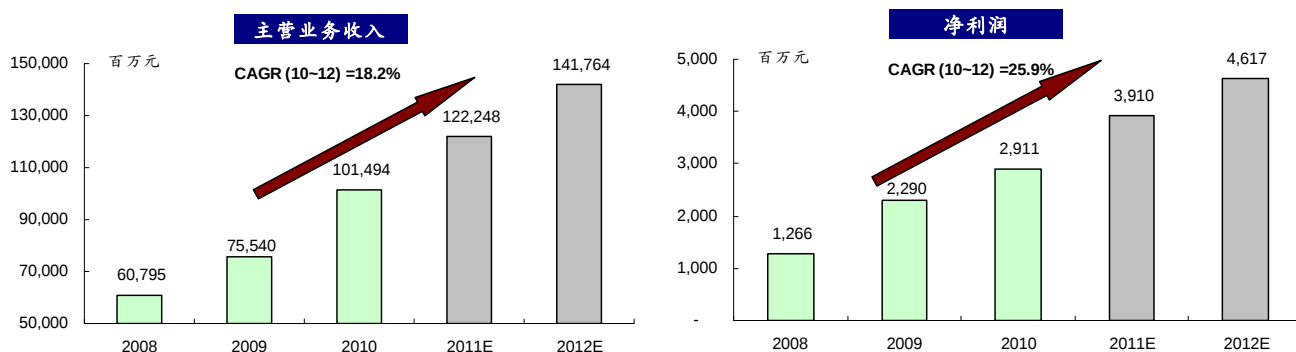
风险:

宏观经济周期波动风险、产业政策风险、原材料及人工成本上涨风险、国际政治风险。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

财务和业务数据摘要

图表 1：中国水电收入、净利润指标（2008-2012E）



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

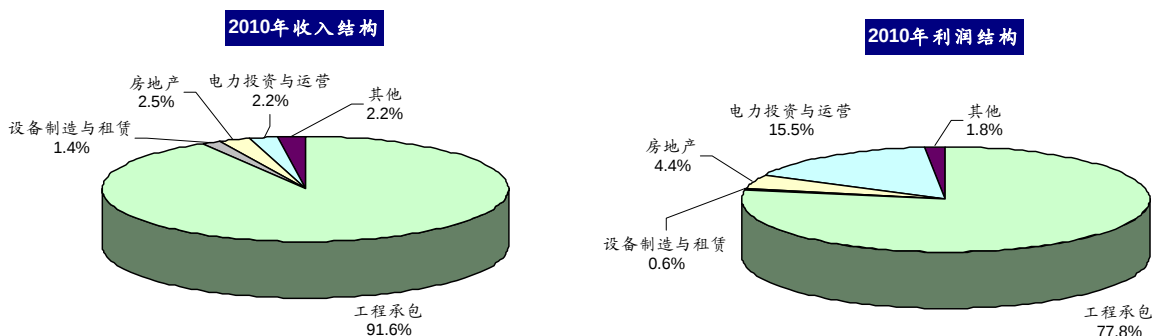
图表 2：中国水电总资产、净资产（2009-2012E）



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

注：仅指归属母公司股东权益

图表 3：中国水电收入及分部利润结构



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

注：各项指标均为未进行分部抵销前占比

图表 4：中国水电核心财务指标及预测数据

截至12月31日	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
损益表（人民币百万元）					
主营业务收入	60,795	75,540	101,494	122,248	141,764
主营业务利润	6,060	8,523	10,222	12,900	15,207
减：营业费用	88	151	161	244	276
管理费用	2,805	3,566	4,159	5,108	5,952
财务费用	1,062	1,212	1,859	1,934	2,242
营业利润	1,730	3,242	4,021	5,427	6,470
税前利润	1,694	3,236	4,034	5,419	6,436
减：所得税	282	703	808	1,084	1,287
减：少数股东损益	146	243	315	425	531
净利润	1,266	2,290	2,911	3,910	4,617
资产负债表（人民币百万元）					
应收款项	n.a.	23,381	25,640	34,608	41,947
存货	n.a.	19,974	23,661	32,245	39,725
货币资金	n.a.	11,254	13,209	23,625	18,152
流动资产合计	n.a.	54,610	62,524	90,493	99,843
固定资产	n.a.	25,978	32,113	38,093	44,762
应付款项	n.a.	48,101	56,209	69,013	79,112
短期借款	n.a.	9,089	9,143	10,143	11,143
流动负债合计	n.a.	60,016	67,129	83,983	98,141
长期借款	n.a.	22,425	33,955	36,955	39,955
负债合计	n.a.	89,369	107,839	127,495	144,466
股东权益	n.a.	9,812	10,785	30,916	34,047
总资产	n.a.	101,662	121,471	161,683	182,316
现金流量表（人民币百万元）					
经营活动现金流	n.a.	4,513	2,675	4,343	6,304
投资活动现金流	n.a.	(11,244)	(9,899)	(15,763)	(15,555)
筹资活动现金流	n.a.	6,814	9,563	21,785	3,728
现金及现金等价物净增加额	n.a.	98	2,030	10,316	(5,573)
期初现金及现金等价物余额	n.a.	10,923	11,021	13,050	23,366
期末现金及现金等价物余额	n.a.	11,021	13,050	23,366	17,793
财务指标					
毛利率	10.0%	11.3%	10.1%	10.6%	10.7%
经营利润率	2.8%	4.3%	4.0%	4.4%	4.6%
净利率	2.1%	3.0%	2.9%	3.2%	3.3%
资产收益率	n.a.	2.3%	2.4%	2.4%	2.5%
净资产收益率	n.a.	23.3%	27.0%	12.6%	13.6%
资产负债率	n.a.	87.9%	88.8%	78.9%	79.2%
净现金/股东权益	n.a.	222.9%	290.8%	90.4%	118.7%
每股盈利	0.13	0.23	0.29	0.39	0.46
每股分红	n.a.	n.a.	n.a.	0.12	0.14
每股净资产	n.a.	0.97	1.07	3.06	3.37

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

目录

投资概要.....	6
中国最大的水利水电建设集团	6
财务指标.....	7
估值与投资建议.....	7
公司简介和发行方案介绍.....	8
历史悠久，产业链完善	8
发行方案介绍	10
中国最大的水利水电建设集团	11
水利建设是“十二五”重中之重，关注灌溉、防洪和供水三大方向	11
水电建设新一轮项目审批起步，未来五年任务饱满	13
中国水电是中国最大的水利水电建设承包商	15
建筑多元化，非水利水电业务获长足发展.....	17
“十二五”非水利水电建筑中更看好保障房、水路和城市轨道交通	17
建筑业务多元化，非水利水电市场创造佳绩	18
上下游一体化，占据利润制高点，完善产业链.....	20
电力投资与运营，电力建设产业链的高端.....	20
地产业务立足北京，面向全国	23
设备制造与租赁，完善产业链之必须.....	25
海外工程从“低端”向“高端”延伸的典型代表.....	27
国际工程承包市场发展潜力巨大.....	27
中国水电：国际化实力最强的国内建筑企业之一	28
发展海外投资，低端向高端转型的典型代表.....	30
财务分析与预测.....	32
财务分析.....	32
未来盈利预测	35
公司估值.....	40
投资风险.....	41
附录：电力改革，资产注入测算.....	42

图表

图表 1：中国水电收入、净利润指标（2008-2012E）	2
图表 2：中国水电总资产、净资产（2009-2012E）	2
图表 3：中国水电收入及分部利润结构	2
图表 4：中国水电核心财务指标及预测数据	3
图表 5：中国水电建筑业务多元化，上下游一体化	6
图表 6：中国水电与主要可比公司在业务领域及行业地位上相对比.....	7
图表 7：公司组织结构图	8
图表 8：公司主要子公司情况.....	9
图表 9：公司收入结构变化	9
图表 10：公司毛利结构变化	10
图表 11：募集资金用途.....	10
图表 12：A 股发行前后股权结构（假设 A 股发行股数为 35 亿股）	10
图表 13：近期国家领导多次强调要加强水利建设.....	11
图表 14：2011 年一号文件的焦点为水利建设	11
图表 15：水利建设未来两年迎来爆发式增长.....	12
图表 16：水利投资历史欠账较多，预计“十二五”投资达到 2 万亿以上	12
图表 17：我国水利建设按照使用用途类型划分	13
图表 18：中国水电装机容量及预测	13
图表 19：近几年水电核准容量远小于投产规模	14
图表 20：近期水电核准速度明显加快.....	14
图表 21：水电投资占比虽小幅下降，但单位在建规模投资呈现稳定提升	15

图表 22: 水电建设投资重新进入稳步增长通道	15
图表 23: 水利水电领域, 公司市场份额最高	15
图表 24: 中国水电历史上主要代表性项目	16
图表 25: 公司主要技术实力	16
图表 26: 保障房, 又一个五万亿的诞生	17
图表 27: 最近三个五年计划中, 公路和铁路占比显著提升	17
图表 28: 基建子行业十二五规划	18
图表 29: 中国城市轨道交通规划	18
图表 30: 公司主要完成项目汇总	19
图表 31: 公司主要在建项目汇总	19
图表 32: 公司非水利水电业务近三年发展迅速	19
图表 33: 1996-2012E 我国电力供需分布	20
图表 34: 1995-2015 年电源装机增速预测	20
图表 35: 电源结构变化对比	21
图表 36: 电站运营的利润率远高于普通建筑业务	21
图表 37: 公司电站装机容量结构	22
图表 38: 近三年电力投资与运营业务收入、毛利和分部利润占比显著提升	22
图表 39: 公司在建及筹建的电站项目	22
图表 40: 公司电力投资与运营业务稳定增长	23
图表 41: 进入到 2009 年, 公司房地产业务收入迅猛增长	23
图表 42: 土地储备列表	24
图表 43: 十二五期间保障性住房占比提升	24
图表 44: 房地产业务板块收入预测	25
图表 45: 公司设备制造主要产品	25
图表 46: 设备制造板块收入预测	26
图表 47: 我国国际工程承包市场发展潜力巨大	27
图表 48: 我国国际工程承包新签合同额、完成营业额实现快速增长	27
图表 49: 中国水电在 2010 年海外营业额及新签合同额在国内建筑企业位居前列	28
图表 50: 中国水电排名稳步上升	28
图表 51: 中国水电 9 个项目群为特点的大型国别市场	29
图表 52: 中国水电海外完成及在建的代表性项目	29
图表 53: 中国水电新签合同额按业务类型和区域分类	29
图表 54: 我国海外“资源储备”战略快速实施	30
图表 55: 中国水电海外投资项目	30
图表 56: 公司海外工程承包业务发展空间广阔	31
图表 57: 中国水电收入和净利润实现大幅增长 (2008-2010)	32
图表 58: 中国水电毛利率水平较高 (2008-2010)	32
图表 59: 中国水电净利率水平较高 (2008-2010)	33
图表 60: 中国水电总资产收益率处于行业平均水平 (2009-2010)	33
图表 61: 中国水电三项费用率较高 (2008-2010)	33
图表 62: 中国水电利息保障倍数相对较低 (2008-2010)	34
图表 63: 中国水电周转率处于行业平均水平 (2009-2010)	34
图表 64: 中国水电与五家建筑公司分部盈利能力比较	35
图表 65: 中国水电收入和净利润未来实现快速增长 (2008-2012E)	35
图表 66: 中国水电各业务收入增长及预测 (2008-2012E)	36
图表 67: 中国水电各业务毛利率变化及预测 (2008-2012E)	36
图表 68: 中国水电分部利润结构预测 (2010-2012E)	36
图表 69: 中国水电损益表主要指标及预测数据	37
图表 70: 中国水电资产负债表主要指标及预测数据	38
图表 71: 中国水电现金流量表主要指标及预测数据	39
图表 72: 国际国内建筑类可比公司估值	40
图表 73: 2010 年中水顾问集团各项财务指标占上市公司中国水电比例	42

投资概要

中国最大的水利水电建设集团

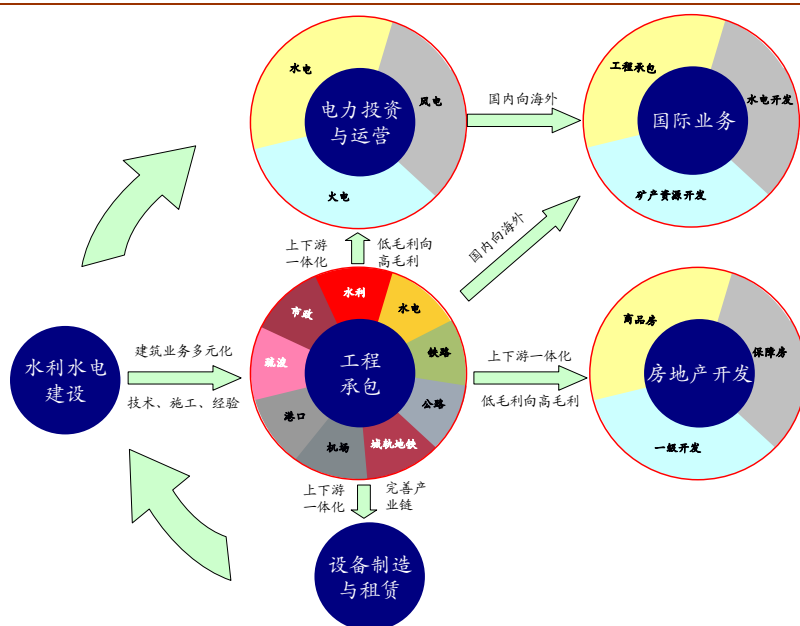
中国水利水电建设集团公司（简称“中国水电”），是我国乃至全球特大型综合建设集团之一，是全球水利水电建设行业的引领者，中国最大的水利水电建设集团。

自 1999 年以来，连续入选“全球 225 家最大承包商”，2011 年排名全球第 15 位，在列入此排名的中国公司中居第 6 位；2010 年在“中国企业 500 强”排名第 78 位；自 1999 年以来，公司还连续入选国内最大 50 家名外经企业（商务部评选），2010 年在中国对外承包工程企业中经营额排名第 3 位，新签合同额排名第 2 位；

与其它建筑企业相比，中国水电的竞争力主要体现在以技术、经验和施工贯穿始终的建筑多元化、上下游综合一体化，具体表现在：

- ▶ **中国最大的水利水电建设集团：**中国水电是中国最大的水利水电建设承包商，二十世纪五十年代以来，公司建设了中国 65% 以上的大中型水电站和水利枢纽工程，一直是中国江河治理、水电开发的骨干力量，截至 2011 年 6 月 30 日累计完成总装机容量 1.46 亿千瓦。公司作为行业龙头企业，代表中国水利水电建设的最高水平；
- ▶ **建筑业务多元化，非水利水电业务获长足发展：**中国水电积极实施相关产业多元化战略，积极进入铁路、公路、城市工民建、城市地铁、机场、港口、码头、疏浚吹填、水利水务工程等市场。未来，公司将围绕“大集团、大土木、大市场、大品牌”的经营理念开展市场营销，加大对基础设施建设市场尤其是高端市场的开拓力度，努力扩大市场份额；
- ▶ **上下游一体化，占据利润制高点，完善产业链：**中国水电利用建筑业务的技术、施工及经验积极进行上下游一体化。占据利润制高点：进军电站运营和房地产业务，成为公司未来利润的稳定来源；完善产业链：积极发展水工设备制造和施工机械租赁业务，增强公司抗风险能力；
- ▶ **海外工程从“低端”向“高端”延伸的典型代表：**国际工程承包市场发展潜力巨大，根据住建部编制的“十二五”规划，2015 年我国可实现国际工程承包营业额 2,200 亿美元以上，年均复合增长率达到 20%。政府“走出去”战略下，同时拥有海外工程承包、水电开发及矿产资源开发业务的中国水电将成为这一过程的典型代表和主要受益者。

图表 5：中国水电建筑业务多元化，上下游一体化



资料来源：公司数据、中金公司研究部

- 与国内上市的其它四家大型建筑企业以及葛洲坝相比：中国水电在水利水电施工、电站运营、水工设备等领域优势显著；

图表 6：中国水电与主要可比公司在业务领域及行业地位上相对比

	工程承包	电力投资与运营	设备制造与租赁	房地产开发	国际业务
中国水电	中国最大水利水电承建商 8项水利水电特资质 进军铁路、公路市政等多领域	公司稳定的利润贡献点 开发权的控股装机容量1,352万千瓦 已发电的权益装机容量336万千瓦	生产制造水工机械及施工机械的租赁业务	立足北京、面向全国 土地储备326万平米	工程承包、水电运营和资源开发 ENR国际承包商排名24位
	收入贡献：91.6% 利润贡献：77.8%	收入贡献：2.2% 利润贡献：15.5%	收入贡献：1.4% 利润贡献：0.6%	收入贡献：2.5% 利润贡献：4.4%	收入贡献：25.9% 利润贡献：n.a.
中国中铁	中国最大铁路承包商 国内领先的公路集团 桥梁/隧道/城轨建设	N.A	全球最大的道岔制造商 中国桥梁钢结构的领先制造商之一	土地资源分散 中铁置业有一定品牌 土地储备2,552万平米	工程承包、矿产资源开发 ENR国际承包商排名33位
	收入贡献：86.3% 利润贡献：66.2%	收入贡献：n.a. 利润贡献：n.a.	收入贡献：2.5% 利润贡献：5.3%	收入贡献：2.5% 利润贡献：10.9%	收入贡献：5.0% 利润贡献：n.a.
中国铁建	中国最大铁路承包商 最大公路承包商之一 桥梁/隧道/城轨建设	N.A	中国最大的大型养路机械装备制造企业，高速道岔定点生产企业之一	土地资源分散 土地储备2,114万平米	工程承包、矿产资源开发 ENR国际承包商排名29位
	收入贡献：89.5% 利润贡献：56.6%	收入贡献：n.a. 利润贡献：n.a.	收入贡献：1.9% 利润贡献：6.0%	收入贡献：n.a. 利润贡献：n.a.	收入贡献：4.8% 利润贡献：n.a.
中国建筑	全球最大的房屋建筑商 基建成长最快的企业 15项特级资质，43项一级资质	N.A	N.A	最大房地产企业集团 中海地产品牌优势 土地储备6,357万平米	工程承包 ENR国际承包商排名20位
	收入贡献：85.2% 利润贡献：42.2%	收入贡献：n.a. 利润贡献：n.a.	收入贡献：n.a. 利润贡献：n.a.	收入贡献：12.3% 利润贡献：55.5%	收入贡献：8.3% 利润贡献：n.a.
中国中冶	全球最大冶金工程承包商 中国海外冶金工程承包主力军 进入房建，基建领域	N.A	我国大型的冶金设备制造企业之一，我国最大的钢结构制造企业	中国最大的保障房承建商之一 保障性住房在手项目规划建筑面积合计达3,062万平方米	工程承包、矿产资源开发 ENR国际承包商排名61位
	收入贡献：75.2% 利润贡献：64.5%	收入贡献：n.a. 利润贡献：n.a.	收入贡献：5.2% 利润贡献：-1.9%	收入贡献：12.1% 利润贡献：31.7%	收入贡献：8.3% 利润贡献：n.a.
葛洲坝	中国第二大水利水电建设公司 一项水利水电特级资质	投资建设的水电装机容量20万KW， 规划建设装机容量超过100万KW	N.A	房地产业务已拓展至 北京、新疆、海南等地， 形成了新的战略布局	工程承包 ENR国际承包商排名71位
	收入贡献：76.4% 利润贡献：56.3%	收入贡献：0.5% 利润贡献：1.9%	收入贡献：n.a. 利润贡献：n.a.	收入贡献：3.0% 利润贡献：4.2%	收入贡献：12.4% 利润贡献：n.a.

资料来源：公司数据、年报、2011ENR、中金公司研究部

注：1. 收入贡献及利润贡献皆为2010年数据；2. 利润贡献指分部利润占比（葛洲坝为毛利）；3. 收入及利润贡献皆按照未扣除各分部间抵消项前计算；4. 土地储备为截止2011年6月30日数字；

财务指标

近年来中国水电保持了较高的增速和盈利水平，显示其行业龙头地位；我们认为，随着中国大力发展水利建设，中国水电将是最大受益者，预计公司2011、2012年收入达1,222、1,418亿元，同比增长20.4%、16.0%。净利润为39.1和46.2亿元，同比增长34.3%和18.1%，对应摊薄后（假设发行35亿股）每股收益0.39和0.46元。

估值与投资建议

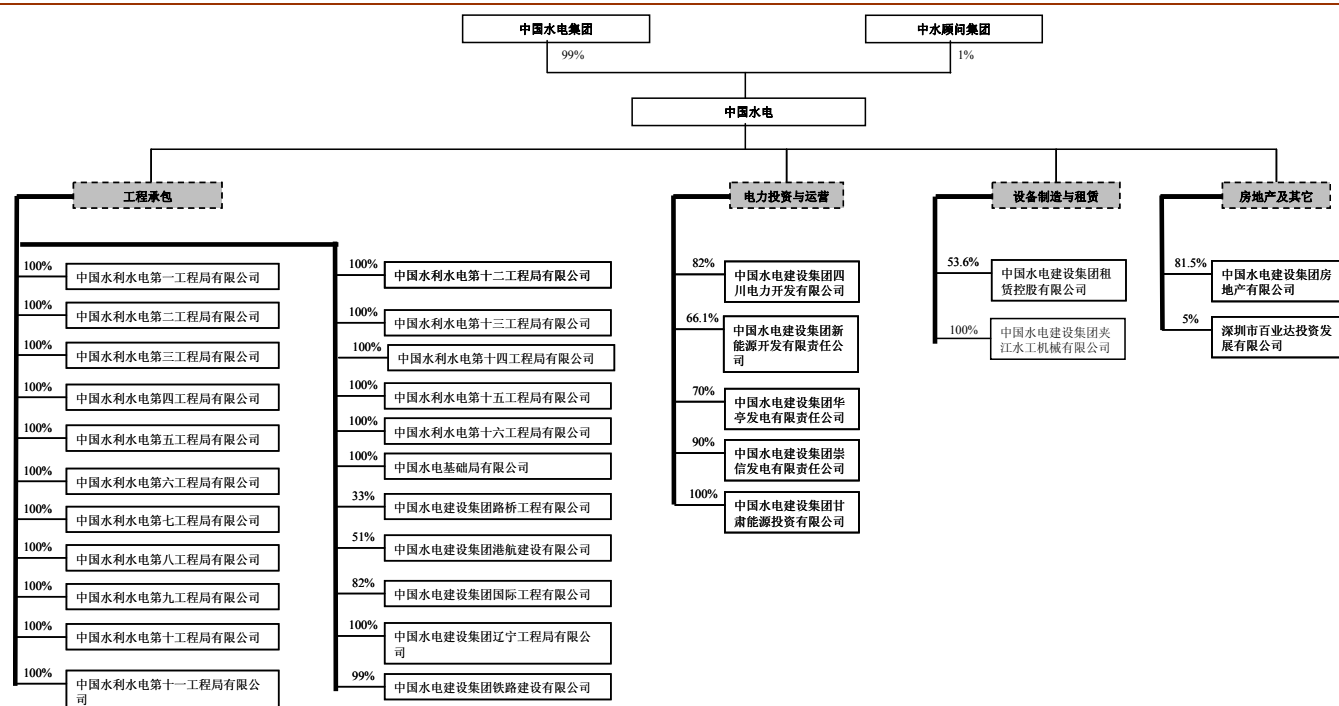
中国水电是我国最大的水利水电建设集团，是中国大力发展水利建设的最大受益者，同时兼具资产注入预期。综合考虑公司所处行业地位及长期发展前景，我们认为公司上市后合理交易价格区间为4.3-5.8元，对应2011年PE11.0-15.0倍，2012年PE9.3-12.7倍。

公司简介和发行方案介绍

历史悠久，产业链完善

公司发起人中国水电集团始建于二十世纪五十年代初，时称燃料工业部水力发电建设总局，承担水利水电勘测设计、施工任务，隶属于中央燃料工业部。2009 年 11 月联合中水顾问集团联合发起成立中国水利水电建设股份公司（简称“中国水电”）。作为特大型综合性工程建设企业集团，二十世纪五十年代以来，中国水电建设了中国 65% 以上的大中型水电站和水利枢纽工程，一直是中国江河治理、水电开发的骨干力量。目前公司主要拥有 20 家全资二级子公司，10 家直接控股子公司，1 家参股子公司；

图表 7：公司组织结构图



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表8：公司主要子公司情况

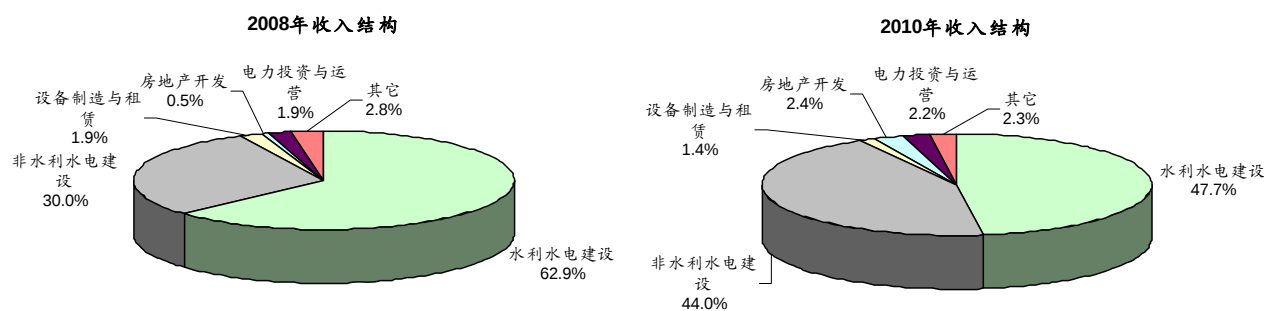
业务板块	子公司	注册地	直接（间接）持股比例合计	2010年底总资产（百万元）	2010年底净资产（百万元）	2010年底净利润（百万元）	ROA	ROE
工程承包	中国水利水电第七工程局有限公司	成都市	100%	12,012	2,007	595	5.0%	29.7%
	中国水电建设集团国际工程有限公司	北京市	100%	22,341	2,770	535	2.4%	19.3%
	中国水利水电第十四工程局有限公司	昆明市	100%	7,750	1,425	372	4.8%	26.1%
	中国水利水电第八工程局有限公司	长沙市	100%	6,741	1,129	370	5.5%	32.8%
	中国水利水电第四工程局有限公司	西宁市	100%	7,446	1,341	238	3.2%	17.8%
	中国水利水电第十三工程局有限公司	天津市	100%	5,183	1,123	233	4.5%	20.7%
	中国水电建设集团路桥工程有限公司	北京市	90%	11,060	1,797	223	2.0%	12.4%
	中国水利水电第五工程局有限公司	成都市	100%	4,583	965	182	4.0%	18.9%
	中国水利水电第三工程局有限公司	西安市	100%	3,067	575	118	3.8%	20.5%
	中国水利水电第十工程局有限公司	都江堰市	100%	2,627	582	110	4.2%	18.9%
	中国水利水电第十一工程局有限公司	三门峡市	100%	5,419	1,090	75	1.4%	6.9%
	中国水利水电第六工程局有限公司	丹东市	100%	1,922	549	73	3.8%	13.3%
	中国水利水电第一工程局有限公司	长春市	100%	2,087	368	65	3.1%	17.7%
	中国水利水电第二工程局有限公司	北京市	100%	3,006	231	65	2.2%	28.1%
	中国水电建设集团十五工程局有限公司	西安市	100%	2,147	448	63	2.9%	14.1%
	中国水利水电第九工程局有限公司	贵阳市	100%	2,009	210	61	3.0%	29.0%
	中国水电基础局有限公司	天津市	100%	1,219	280	46	3.8%	16.5%
	中国水利水电第十六工程局有限公司	福州市	100%	2,159	357	45	2.1%	12.6%
	中国水利水电第十二工程局有限公司	杭州市	100%	2,633	452	38	1.4%	8.3%
	中国水电建设集团港航建设有限公司	天津市	100%	2,249	288	11	0.5%	3.7%
	中国水电建设集团辽宁工程局有限公司	沈阳市	100%	898	111	(93)	-10.3%	-84.0%
	中国水电建设集团铁路建设有限公司	北京市	99%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
	中国水电建设集团四川电力开发有限公司	成都市	88%	16,549	3,379	242	1.5%	7.2%
	中国水电建设集团新能源开发有限责任公司	北京市	100%	3,670	655	34	0.9%	5.2%
电力投资与运营	中国水电建设集团华亭发电有限责任公司	甘肃省华亭县	70%	1,214	125	(78)	-6.5%	-62.8%
	中国水电建设集团崇信发电有限责任公司	甘肃省崇信县	90%	3,664	790	4	0.1%	0.5%
	中国水电建设集团甘肃能源投资有限公司	兰州市	100%	33	30	n.a.	n.a.	n.a.
设备制造与租赁	中国水电建设集团夹江水工机械有限公司	四川省夹江县	100%	495	248	27	5.5%	10.9%
	中国水电建设集团租赁控股有限公司	北京市	100%	1,550	420	45	2.9%	10.7%
房地产及其他	中国水电建设集团房地产有限公司	北京市	100%	7,471	745	213	2.9%	28.6%
	深圳百业达机械设备租赁有限公司	深圳市	100%	58	33	4	7.6%	13.4%

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

建筑业务多元化，上下游一体化

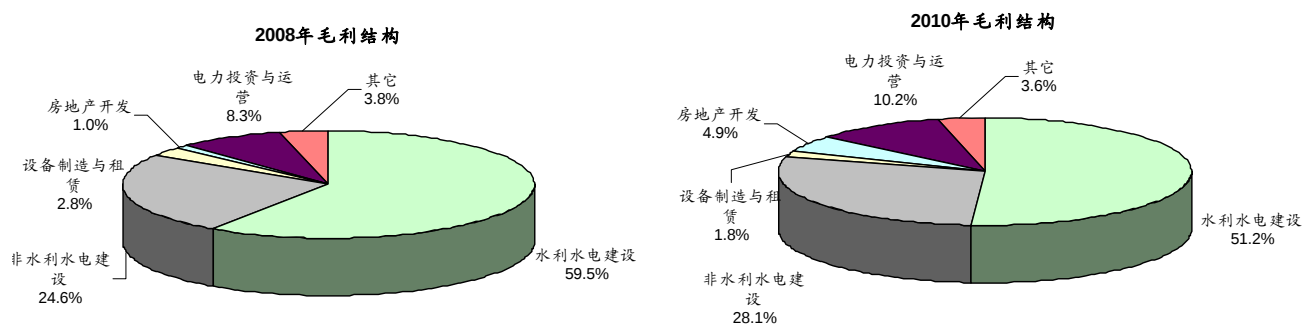
目前公司主营业务为工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁和房地产开发。在传统的工程承包领域，公司从水电建设起家，向多元化发展，积极进入铁路、公路、城市工民建、城市地铁、机场、港口、码头、疏浚填筑、水利水务工程等市场。同时公司以建筑业务为起点，从上游的设备制造到下游的电站运营、房地产开发，从低毛利业务向高毛利业务延伸，初步完成上下游一体化发展。

图表9：公司收入结构变化



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

图表 10：公司毛利结构变化



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

发行方案介绍

公司拟发行不超过 35 亿股，发行募集资金扣除发行费用主要用于设备采购、清洁能源电力投资、公共基础设施建设和补充流动资金；

图表 11：募集资金用途

项目类型	募集资金使用项目	使用募集资金（亿元）
设备采购	工程施工设备采购项目	88.4
	柬埔寨甘再水电站BOT 项目	6.0
清洁能源电力投资	甘肃酒泉干河口风电项目	10.0
	四川毛尔盖水电站项目	5.0
公共基础设施建设	四川成简快速路BT 项目	3.7
补充流动资金	补充流动资金	60.0
合计		173.2

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

假设发行 35 亿股，发行完成后，公司发起人股东中国水利水电建设集团公司持股比例将从 99%下降至 61.3%，仍为控股股东。

图表 12：A 股发行前后股权结构（假设 A 股发行股数为 35 亿股）

	本次A 股发行前		本次A 股发行后	
	持股数（万股）	所占比例	持股数（万股）	所占比例
中国水电集团	6,534	99.0%	6,188	61.3%
中水顾问集团	66	1.0%	63	0.6%
全国社会保障基金理事会	-	-	350	3.5%
公众投资者	-	-	3,500	34.7%
总计	6,600	100.0%	10,100	100.0%

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

中国最大的水利水电建设集团

中国水电未来发展动力来自：1) 水利方面：中国水利建设长期滞后，近年长期洪涝灾害暴露出我国水利设施的不足，中央一号文件明确指出，今后十年年均水利建设投资将在 2010 年的基础上增加一倍，以此计算，未来十年水利建设投资将达到 4.6 万亿，十二五期间投资约 2 万亿；2) 水电方面：2010 年下半年开始，发改委重新开始新一轮水电项目审批，我们预计，“十二五”期间水电建设投资总规模有望达到 8,000 亿元，是“十一五”期间的 1.9 倍，其中，将主要集中在金沙江、大渡河、雅砻江、怒江、澜沧江等沿线地区；

中国水电是中国最大的水利水电建设承包商，二十世纪五十年代以来，公司建设了中国 65% 以上的大中型水电站和水利枢纽工程，一直是中国江河治理、水电开发的骨干力量，截至 2011 年 6 月 30 日累计完成总装机容量 1.46 亿千瓦。公司作为行业龙头企业，代表中国水利水电建设的最高水平。

水利建设是“十二五”重中之重，关注灌溉、防洪和供水三大方向

国务院一号文件剑指水利建设，投资落实力度将显著加大。2011 年 1 月 29 日，《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》正式公布。这是新中国成立 62 年来中共中央首次系统部署水利改革发展全面工作的决定，一号文件正式吹响了大力加强水利建设的号角。2011 年 7 月，胡总书记和温总理主持召开了中央水利工作会议，又一次从国家战略层面上强调了中央对于加强水利建设的决心。

图表 13：近期国家领导多次强调要加强水利建设

时间	会议	领导人	主要内容
2009.10	全国水利发展“十二五”规划编制工作会议	水利部部长陈雷	水利发展相对滞后是当前和今后一个时期经济社会发展的突出瓶颈，水利建设需要全面提速。
2010.03	云南考察旱情和抗旱工作时的讲话	总理温家宝	抗旱基础设施建设滞后，水源工程不足，灌溉设施不配套，山区人畜饮水困难，是地区经济社会发展的突出问题。要痛定思痛，下更大的决心，采取更有力的措施，加强水利建设。
2010.07	国务院常务会议		加强水利建设放在突出位置，尽快启动水利重点薄弱环节的工程建设。
2010.12	中央农村工作会议	副总理回良玉	重点研究加快水利改革发展问题，全面部署 2011 年农业农村工作，会议讨论了《中共中央、国务院关于加快水利改革发展的决定（讨论稿）》
2010.12	全国水利工作会议	水利部部长陈雷	我国将在 5 到 10 年内从根本上扭转水利建设明显滞后的局面。到 2020 年，基本建成防洪抗旱减灾体系、水资源合理配置和高效利用体系、水资源保护和河湖健康保障体系、有利于水利科学发展的制度体系。
2011.07	中央水利工作会议	胡总书记、温总理	新中国成立以来首次以中共中央名义召开的水利工作会议，又一次从战略层面上强调了中央对于加强水利建设的决心，但尚缺乏相应的支持性细节措施

资料来源：发改委，中金公司研究部

图表 14：2011 年一号文件的焦点为水利建设

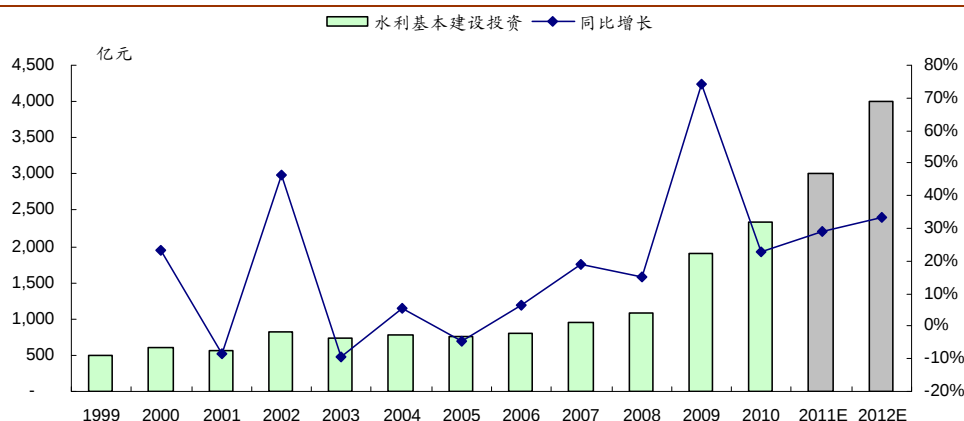
年份	一号文件主题
2004	千方百计促进农民增收
2005	提高农业综合生产能力
2006	建设社会主义新农村
2007	发展现代农业是建设新农村的首要任务
2008	进一步夯实农业基础
2009	把保持农业农村经济平稳较快发展作为首要任务
2010	加大统筹城乡发展力度 进一步夯实农业农村发展基础
2011	加快水利改革发展

资料来源：发改委，中金公司研究部

根据水利部数据，2010 年全国水利建设投资完成 2,328 亿元，同比增长 22.9%。根据中央一号文件的规定，今后 10 年全社会水利年均投入比 2010 年高出一倍。据此估算，今后十年水利建设将至少完成投资 4.6 万亿元。

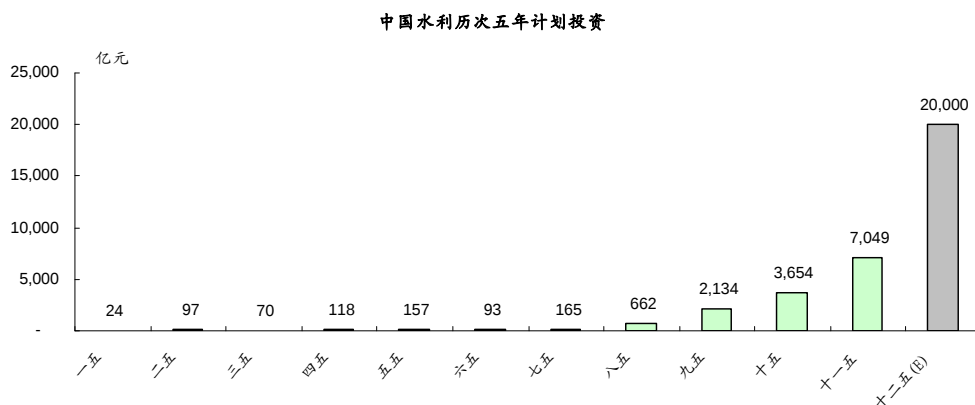
从短期来看，由于水利建设历史欠账较多，水利建设投资将迎来爆发性增长，我们预计 2011、2012 年水利建设投资有望完成 3,000、4,000 亿元，复合增长率达 30% 以上，“十二五”期间总投资有望完成 2 万亿以上，是“十一五”期间投资的 3 倍。

图表 15：水利建设未来两年迎来爆发式增长



资料来源：水利部，中金公司研究部

图表 16：水利投资历史欠账较多，预计“十二五”投资达到 2 万亿以上



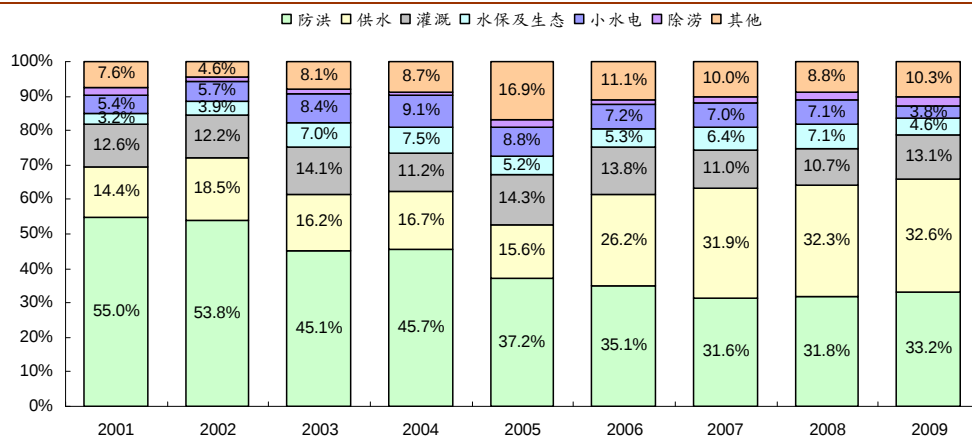
资料来源：水利部，中金公司研究部

水利建设主要包括防洪、供水、灌溉、水土保持及生态、小水电和除涝等，2009 年水利建设构成中，防洪和供水分别占水利建设投资的 1/3；

从中央一号文件来看，文件突出加强农田水利等薄弱环节的建设。

- 1) 着重强调大兴农田水利，新增农田有效灌溉面积 4000 万亩，大力发展节水灌溉，配合完成全国新增千亿斤粮食生产能力规划的实施；
- 2) 加快中小河流治理和小型水库除险加固。“十一五”期间，我国大江大河的治理取得了显著成效，但近年来中小河流和山洪地质灾害导致死亡失踪人数和直接经济损失分别占 70%和 2/3 以上，今后的重点将转移至中小河流的治理；
- 3) 抓紧解决工程性缺水问题。加快推进西南等工程性缺水地区重点水源工程建设，基本解决缺水城镇、人口较集中乡村的供水问题。

图表 17：我国水利建设按照使用用途类型划分

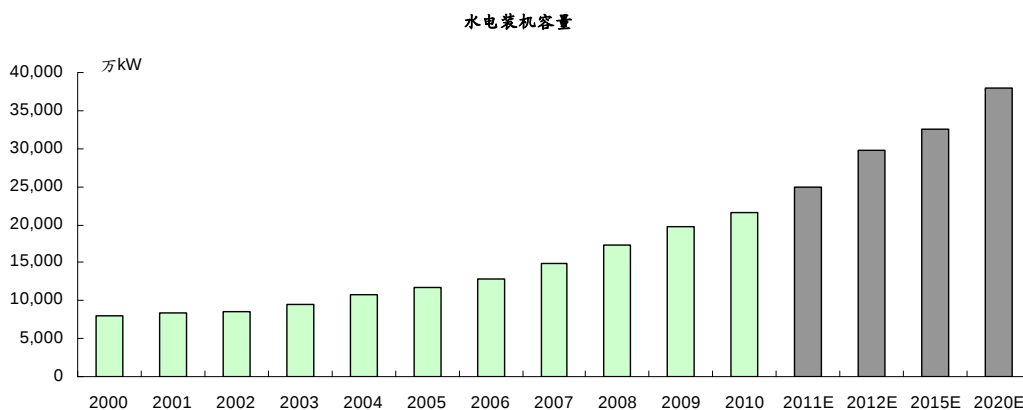


资料来源：水利部，中金公司研究部

水电建设新一轮项目审批起步，未来五年任务饱满

按照我国 2007 年制定的《可再生能源中长期发展规划》，水电 2010 年的装机容量目标是 1.9 亿千瓦，2020 年装机容量目标为 3.0 亿千瓦，同时我国可再生能源占能源消费的比例提升至 15%。在中国水电百年大会上，国家能源局局长张国宝表示，根据最新规划，为实现 2020 年节能减排目标，届时水电装机容量须达到 3.8 亿千瓦。更有新闻报道¹，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。

图表 18：中国水电装机容量及预测

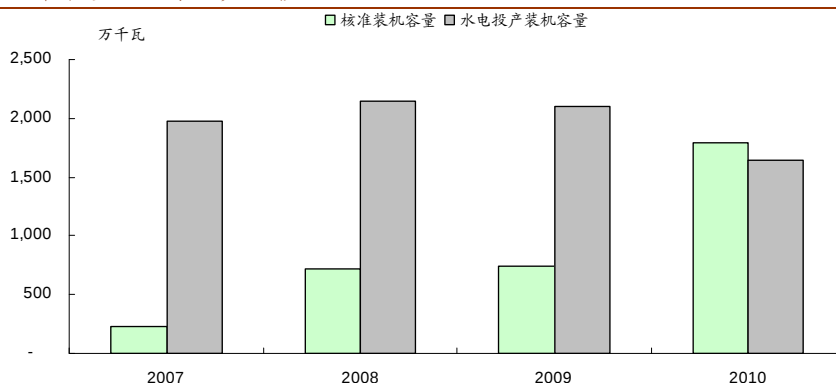


资料来源：CEIC，中金公司研究部

中国水电开发在“十一五”期间进入了沉寂期，发改委鲜有批复水电站的开工。根据中国电力企业联合会 7 月发布的《2009 年全国电力工业统计年报》显示，2007、2008、2009 年全国核准的水电容量分别仅有 234 万千瓦、724 万千瓦和 737 万千瓦，远小于这几年的投产规模，2010 年水电核准与投产量基本持平。“十一五”的规划核准容量是至少 7,000 万千瓦，但实际核准的不足 4,000 万千瓦。

¹ <http://www.examda.com/imcp/list6/20101212/090043961.html>

图表 19：近几年水电核准容量远小于投产规模



资料来源：发改委，中电联，中金公司研究部；

图表 20：近期水电核准速度明显加快

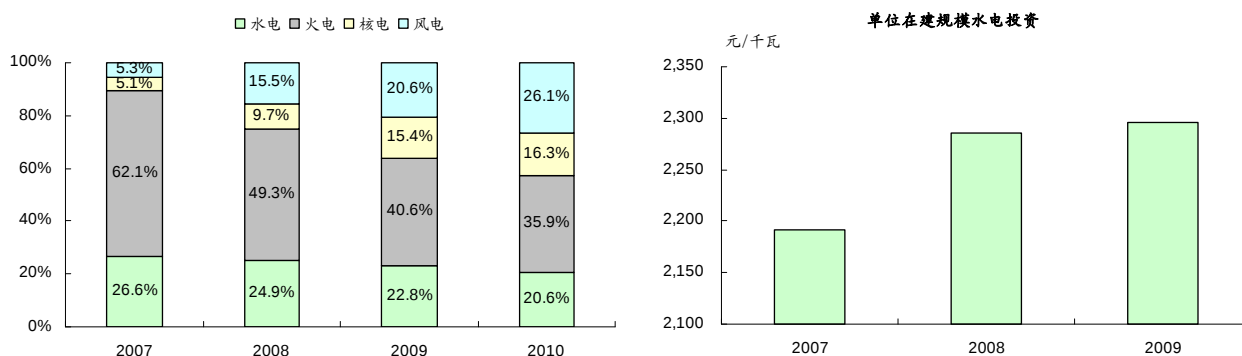
项目名称	装机容量 (万kW)	批准时间	项目名称	装机容量 (万kW)	批准时间
甘肃黄河炳灵水电站项目	24	2007-02	广东清远抽水蓄能电站	128	2009-05
湖北汉水江坪水电站	45	2007-06	江西洪屏抽水蓄能电站	240	2010-03
云南大盈江四级水电站	70	2007-06	浙江仙居抽水蓄能电站	150	2010-03
西藏巴河老虎嘴水电站	10	2007-12	广西岩滩水电站扩建工程	121	2010-06
四川黑水河毛尔盖水电站	42	2008-02	湖南黑麂峰抽水蓄能电站二期	60	2010-07
福建仙游抽水蓄能电站	120	2008-03	西藏藏木水电站	51	2010-07
湖南怀化沅江托口水电站	83	2008-03	云南金沙江中游金安桥水电站	240	2010-07
贵州清水江白市水电站	42	2008-03	四川雅砻江桐子林水电站	60	2010-09
江苏溧阳抽水蓄能电站	150	2008-11	四川雅砻江官地水电站	240	2010-09
红水河大化水电站扩建工程	57	2008-11	四川大渡河长河坝水电站	260	2010-11
云南红河马堵山水电站工程	29	2008-12	贵州乌江沙沱水电站	112	2010-12
重庆乌江银盘水电站	60	2008-12	四川大渡河大岗山水电站	260	2010-12
贵州北盘江董箐水电站	88	2009-02	金沙江阿海水电站	200	2011-01
青海黄河积石峡水电站	102	2009-03	大渡河黄金坪水电站	85	2011-02
四川大渡河泸定水电站	92	2009-03	云南澜沧江糯扎渡水电站	585	2011-03
安徽佛子岭抽水蓄能电站	16	2009-05	青海黄河黄丰水电站	23	2011-07
云南澜沧江功果桥水电站	90	2009-05	湖北堵河小漩水电站	5	2011-07
2007年小计	149				
2008年小计	582				
2009年小计	516				
2010年小计	1,794				
2011年小计	898				

资料来源：发改委，中金公司研究部；注：由于发改委批复项目中不含小水电项目，所以发改委项目统计装机容量小于中电联数据

按照中国电力联合会的统计口径，中国水电投资的增速自 2007 年起基本处于停滞状态，水电投资一直保持在 850 亿元左右。从水电投资占整个电源投资的比重来看，呈小幅下降的趋势，但单位在建规模投资占比却呈现稳步提升，所以我们预计随着水电在建规模的上升，水电投资将实现稳定增长。

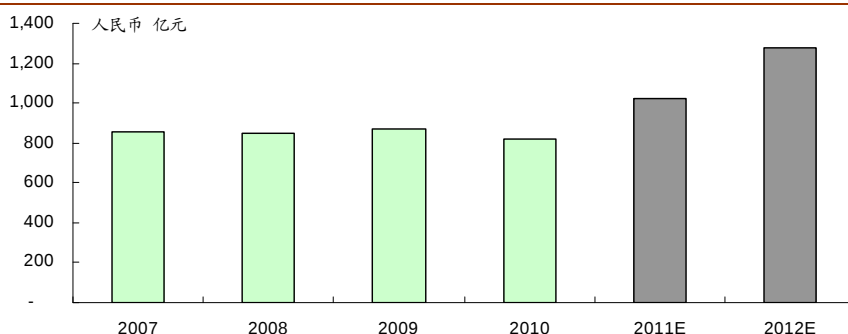
截止到 2010 年底，我国的水电装机容量为 2.16 亿千瓦，按照 2015 年实现常规水电装机容量 2.84 亿千瓦，抽水蓄能 4,100 万千瓦计算，未来五年的增量为 1.1 亿千瓦。按照单位投资成本 7,000 元/千瓦计算，我们预计，“十二五”期间水电建设投资将达到 8,000 亿元，是“十一五”期间的 1.9 倍。

图表 21：水电投资占比虽小幅下降，但单位在建规模投资呈现稳定提升



资料来源：中电联，中金公司研究部

图表 22：水电建设投资重新进入稳步增长通道



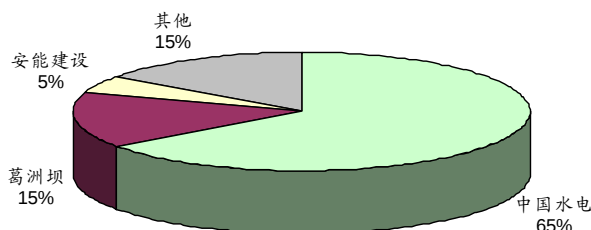
资料来源：中电联，中金公司研究部

中国水电是中国最大的水利水电建设承包商

中国水电是中国最大的水利水电建设承包商，二十世纪五十年代以来，公司建设了中国 65% 以上的大中型水电站和水利枢纽工程，一直是中国江河治理、水电开发的骨干力量。公司作为行业龙头企业，代表中国水利水电建设的最高水平。

- ▶ 自 1999 年以来，连续入选“全球 225 家最大承包商”，2011 年排名全球第 15 位，在列入此排名的中国公司中居第 6 位；
- ▶ 2010 年在“中国企业 500 强”排名第 78 位；
- ▶ 自 1999 年以来，公司还连续入选国内最大 50 家名外经企业（商务部评选），2010 年在中国对外承包工程企业中经营额排名第 3 位，新签合同额排名第 2 位；

图表 23：水利水电领域，公司市场份额最高



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

专业化经营历史最久、项目经验最为丰富

公司在半个多世纪的发展历程中，承担并建成了包括长江三峡、刘家峡、李家峡、公伯峡、鲁布革、龙羊峡、小浪底、二滩、龙滩、南水北调等在内的国内大部分具有标志性和代表性的大中型水电站和水利工程项目。

图表 24：中国水电历史上主要代表性项目

项目名称	项目概述	公司业绩	奖项荣誉	竣工日期
三峡水利枢纽工程	位于湖北宜昌，防洪发电和航运综合性水利枢纽，总库容393亿立方米，地面有26台混流式机组，装机容量1,820万千瓦，是世界上规模最大的水电站，也是中国有史以来建设的最大型的工程项目。	主要承建大坝、输水系统隧洞、船闸、左右岸厂房、地下厂房、拌和系统、人工砂石料系统、围堰工程、金结及机电安装等工程	2002 年获全国优秀焊接工程奖、中国电力科学技术奖；2009 年获新中国成立六十周年百项经典暨精品工程奖	2009 年12 月
龙滩水电站	位于红水河上游的广西天峨县境内，总装机容量630万千瓦，安装9台70万千瓦的水轮发电机组，年发电量187亿千瓦时，相应水库正常蓄水位400米，总库容273亿立方米。	主要承建地下引水发电工程、大坝工程、金结及机电安装等	2008 年获四川省建设工程天府杯金奖；2007 年获中国大坝委员会、西班牙大坝委员会联合组织的第五届碾压混凝土坝国际研讨会颁发的国际碾压混凝土里程碑工程奖	2009 年6 月
二滩水电站	位于四川雅砻江干流下游河段上，大坝为混凝土双曲拱坝，最大坝高240米，水库总库容58亿立方米，水电站装机容量330万千瓦。	主要承建了二滩水电站拱坝工程、溢洪洞进口开挖、泄洪闸门制作、机电安装标等合同	2005 年获第六届詹天佑土木工程大奖	1999 年12 月
李家峡水电站	位于尖扎县和化隆县交界处的李家峡峡谷中段，是黄河上游龙羊峡至青铜峡段梯级开发的第三级大型水力发电站，是我国第一座采用双排机布置的水电站。电站的大型引水压力钢管裸露于坝背，属国内首创。总装机容量为200万千瓦，年发电量59亿千瓦时。	承建电站主体枢纽工程等	2004 年获青海省江河源杯优质工程奖；2006 年获中国建筑工程鲁班奖（国家优质工程）和中国电力优质工程奖	1999 年4 月
水布垭水电站	坝址位于湖北省巴东县境内，是清江梯级开发的龙头枢纽，为一等大(1)型水利水电工程。水库正常蓄水位400米，总库容45.8亿立方米，装机容量184万千瓦。	主要承建尾水建筑与金属结构安装工程、人工砂石料加工系统、地下厂房、机电安装工程等	2009 年获詹天佑土木工程奖；2007 年获湖北省科技进步一等奖	2009 年12 月
小浪底水利枢纽工程	位于河南省洛阳市以北40公里孟津县，是黄河干流三门峡以下峡谷河段唯一能够取得较大库容的控制性工程。总库容126.5亿立方米，装机容量180万千瓦。工程集防洪、减淤、防凌、灌溉、供水和发电六大功能于一身，是根治黄河水患、开发黄河水利的关键。	承建导流洞、大坝、金属结构及机电安装、主坝混凝土防渗墙、人工砂石料生产、辅助交通工程	2009 年获新中国成立六十周年百项经典暨精品工程奖；2009 年获中国水利工程协会颁发中国水利工程优质（大禹）奖	2008 年12 月

资料来源：公司资料、中金公司研究部

专业实力突出

从水利水电施工建设子行业角度看，在中央投资的大型水利水电枢纽工程项目上，由于存在较高的技术门槛，竞争程度相对较低。根据住房和城乡建设部统计，截至目前，全国具有水利水电工程施工总承包特级资质的企业有10家，其中8家为中国水电及下属全资子公司；

另外，截至本招股说明书签署之日，公司共获得国家科技进步奖9项，省部级科技进步奖114项；中国建筑工程鲁班奖25项，国家优质工程金奖1项、银奖12项，詹天佑土木工程大奖6项，中国电力优质工程奖31项，水利部优质工程（大禹奖）11项。拥有国家级工法55项，省部级工法226项。近三年制（修）订国家及行业标准47项，目前正在主持或参编的国家级标准42项；

图表 25：公司主要技术实力

综合施工能力	具备年完成土石方开挖50,000万立方米、混凝土浇筑5,000万立方米、水轮发电机组安装3,000万千瓦、水工金属结构制作安装80万吨、地基基础处理灌浆500万延米、防渗墙50万平米的综合施工能力
坝工成套建造技术	公司正在建设的锦屏一级和小湾水电站的混凝土薄拱坝坝高分列世界第一、第二，公司坝工建造技术总体处于国际领先水平
混凝土施工技术	公司具有先进的混凝土施工技术，具备了国际先进的施工技术水平
土石方施工与高边坡开挖加固技术	总体技术水平达到国际领先水平
地下工程施工技术	在建的向家坝水电站地下厂房工程主厂房是目前世界最宽、最高的地下厂房；溪洛渡水电站地下厂房及引水工程，是当今国内外规模最大的地下厂房工程
地基基础处理技术	总体施工技术水平国际领先
水电站机电安装施工技术	水电站机电安装施工技术国际领先
大型金属结构设备制造安装技术	具有年制造安装80万吨的装备制造安装能力，在水工金属结构设备制造，压力钢管以及转轮、座环、蜗壳等水轮机部件现场制造加工，缆机、门机、塔机等起重设备制造方面处于国际领先水平
特大型环保砂石骨料加工系统制作安装技术	具有国内领先的砂石骨料生产技术，向家坝砂石骨料加工系统是目前国内水电工程中最大的天然砂石骨料加工系统，骨料胶带长达31.1公里，为同类工程所罕见
江河截流技术	具备了国际先进的施工水平

资料来源：招股说明书、中金公司研究部

建筑多元化，非水利水电业务获长足发展

中国水电积极实施相关产业多元化战略，积极进入铁路、公路、城市工民建、城市地铁、机场、港口、码头、疏浚吹填、水利水务工程等市场。完成了杭甬高速公路、沈铁高速公路、楚大高速公路，润扬大桥、洋江大桥等多个路桥工程的建设；承建了上海浦东国际机场、广州新白云国际机场、厦门国际机场、福州长乐国际机场和成都双流国际机场等工程。公司在加大水利水电业务发展力度的同时，非水利水电业务亦取得了快速发展。

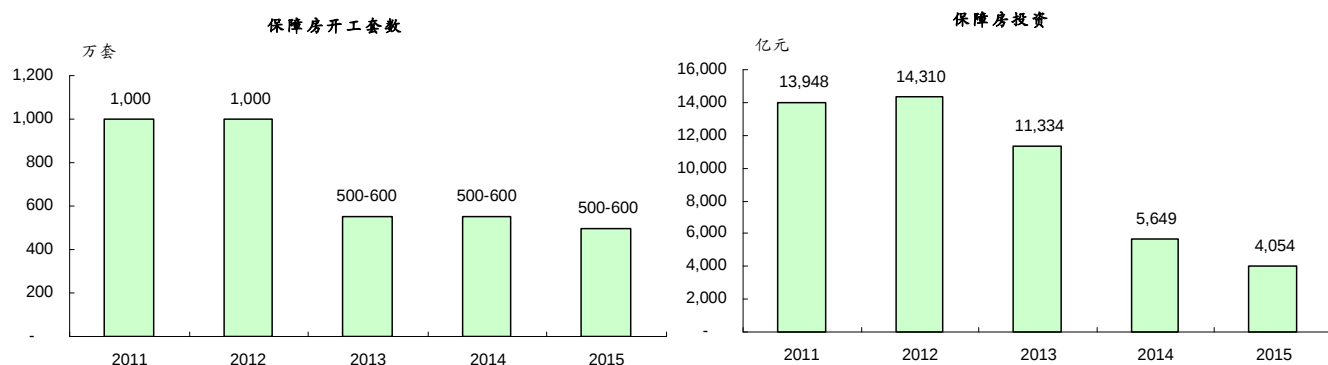
未来，公司将围绕“大集团、大土木、大市场、大品牌”的经营理念开展市场营销，加大对基础设施建设市场尤其是高端市场的开拓力度，努力扩大市场份额。

“十二五”非水利水电建筑中更看好保障房、水路和城市轨道交通

保障房是“十二五”的投资热点之一，根据《国民经济与社会发展十二五规划纲要》，中国在十二五期间将建设 3,600 万套保障房，其中：2011 和 2012 年各 1,000 万套，2013-2015 年年均 500-600 万套；

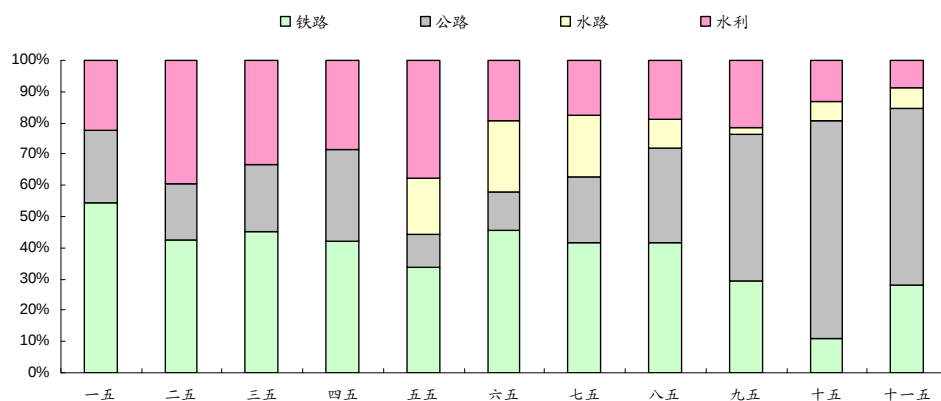
基建方面，我们汇总了从“一五”以来对基础设施建设投资的结构发展，从近期趋势上看，过去三个五年规划，国家重点完成了“土”的建设，主要体现在“九五”、“十五”期间公路及“十一五”期间铁路的大规模建设；从各基建子行业的“十二五”规划来看，水利同比增长最高，达 180% 以上，其次是水路和城市轨道交通，同比增长在 100% 以上，公路和铁路虽然总量在各子行业中最大，但增速明显放缓。

图表 26：保障房，又一个五万亿的诞生



资料来源：固定资产投资年鉴，CEIC，铁道部，交通部，水利部，中金公司研究部

图表 27：最近三个五年计划中，公路和铁路占比显著提升



资料来源：固定资产投资年鉴，CEIC，铁道部，交通部，水利部，中金公司研究部

图表 28：基建子行业十二五规划

十亿元	2006	2007	2008	2009	2010	十一五	十二五	2011-2015E CAGR	十二五比 十一五增长
水利	79	94	109	189	233	705	2,000	18.6%	183.7%
水路	87	89	94	103	117	490	1,000	18.4%	104.1%
城市轨道交通	52	75	91	147	191	555	1,270	9.7%	128.9%
铁路	155	177	338	601	709	1,980	2,800	-7.8%	41.4%
公路	623	649	665	967	1,148	4,052	5,000	-4.6%	23.4%

资料来源：铁道部，水利部，发改委，中金公司研究部

图表 29：中国城市轨道交通规划

城市	截至2010年运营里程(km)	新增运营里程(km)			截至2012年运营里程(km)	新增运营里程(km) 2013-2020	截至2020年运营里程(km)	新增运营里程(km) 2020-2050	截至2050年运营里程(km)
		2011	2012	2011-2012					
北京	319	30	115	145	463	587	1,050	-	1,050
上海	413	-	129	129	542	428	970	-	970
天津	79	60	-	60	139	159	297	-	297
广州	231	-	56	56	288	312	600	126	726
南京	85	-	-	-	85	246	330	287	617
武汉	29	-	44	44	73	154	227	313	540
沈阳	28	-	22	22	50	78	128	272	400
长春	55	-	-	-	55	63	119	87	206
重庆	19	57	19	76	95	108	203	310	513
深圳	68	109	-	109	177	246	423	162	585
杭州	-	4	85	90	90	42	132	317	449
哈尔滨	-	-	14	14	14	68	82	61	143
青岛	-	-	-	-	-	232	232	288	519
大连	87	-	42	42	129	58	187	119	305
苏州	-	-	26	26	26	155	181	199	380
西安	-	26	-	26	26	76	102	149	252
成都	19	-	22	22	41	100	141	133	274
郑州	-	-	-	-	-	180	180	25	205
南昌	-	-	-	-	-	51	51	117	168
宁波	-	-	-	-	-	230	230	-	230
合肥	-	-	-	-	-	181	181	141	323
无锡	-	-	-	-	-	100	100	57	158
东莞	-	-	-	-	-	59	59	205	264
南宁	-	19	-	19	19	67	86	92	178
长沙	-	-	-	-	-	103	103	77	180
福州	-	-	-	-	-	56	56	124	180
贵阳	-	-	-	-	-	59	59	83	142
昆明	-	-	44	44	44	119	162	-	162
佛山	-	-	-	-	-	92	92	226	318
厦门	-	-	-	-	-	-	-	165	165
兰州	-	-	-	-	-	202	202	-	202
常州	-	-	-	-	-	66	66	63	129
乌鲁木齐	-	-	-	-	-	53	53	98	151
石家庄	-	-	-	-	-	242	242	-	242
太原	-	-	-	-	-	70	70	261	332
济南	-	-	-	-	-	-	-	262	262
总计	1,431	305	618	924	2,355	5,041	7,395	4,823	12,218

资料来源：地方政府网站，中金公司研究部

建筑业务多元化，非水利水电市场创造佳绩

在“大集团、大土木、大市场、大品牌”的经营理念下，公司不断开拓非水利水电市场。完成了杭甬高速公路、沈铁高速公路、楚大高速公路，润扬大桥、洋江大桥等多个路桥工程的建设；承建了上海浦东国际机场、广州新白云国际机场、厦门国际机场、福州长乐国际机场和成都双流国际机场等工程；2008 年 1 月，公司以 142.4 亿元中标京沪高速铁路土建工程 3 标段，成为承建中国第一条具有世界先进水平的高速铁路的 4 家中央企业之一。

图表 30：公司主要完成项目汇总

类别	项目名称	竣工时间	获奖	项目概述
铁路	浙江衢常线铁路工程	2007年8月	n.a.	衢常铁路全长42.613公里，是国内首条民资参股干线铁路，公司承建第二段，全长19.18千米。
公路，桥梁	国道213线昆明至玉溪高速公路工程	1999年4月	荣获2002年度中国建筑工程鲁班奖	昆玉高速公路是昆（明）曼（谷）国际大通道的起始路段，也是国道213线的重要路段，全长85.71公里，是云南，同时也是西南地区第一条6车道高速公路。公司承建第五合同段，全长3千米。
	汉江桥闸工程	2007年9月	荣获2008年中国建筑工程鲁班奖	汉江三号桥是连接汉江两岸的重要交通枢纽，又是西汉高速公路进入汉中市的重要通道，并且担负着川北、川中进入关中地区公路运输的过境交通任务。汉江三号桥闸工程是我国市政建设工程中技术最复杂、涉及专业最多的工程，因而新技术、新材料的应用最多。是汉中建筑桥梁史上单体投资规模最大、技术含量最高、施工难度最大、涉及面最广的市政基础设施建设项目和人文景观，其工程整体规模居世界同类桥闸第二，我国第一。
	砚山至平远街高速公路工程	2003年7月	荣获2006年国家优质工程银质奖	砚平高速公路是云南省建设三纵三横，九大通道框架网的重点工程之一，是云南省连接广西出海通道的的主要通道，主线全长67.13公里。公司承建第八合同段。
城市轨道交通	广州地铁二号线和三号线工程	二号线工程于2002年1月完工；三号线林和西站工程于2005年11月完工	n.a.	广州地铁二号线使用了很多国内乃至国际上都处于领先地位的技术，是世界上全线都在建成时就安装了屏蔽门的地铁线路之一。公司先后承建了广州地铁2、3号线城市中心区的火车站地铁车站、中晓区间隧道和林和西地铁站三个工程。
机场	上海浦东国际机场工程	第二跑道2005年3月投入使用；第三跑道与货运中心于2008年3月投入使用	荣获2006年度“全国市政工程示范金杯奖”、“新中国成立六十周年百项经典精品工程”、2009年度“国家优质工程银质奖”	上海浦东国际机场是中国（包括港、澳、台）三大国际机场之一，与北京首都国际机场、香港国际机场并称中国三大国际航空港。公司承建第二跑道、第三跑道、西货运区扩建工程。
工业与民用建筑工程	开远电厂2×300兆瓦工程	2006年8月	荣获2007年度“2007年度中国电力优质工程”及鲁班奖。	开远电厂2×300万千瓦工程是国家“西电东送”的战略部署和《云南电力发展“十五”计划和2015年远景规划》的重点火电建设项目之一，是国家发改委确定的国内第一个国产化30万千瓦循环流化床锅炉项目，也是大唐国际发电股份有限公司在云南省控股建设的第一个火电项目。公司承建二标段工程
市政	济南市济微路综合改造工程	2006年6月	荣获2008年度全国市政金杯示范工程。年6月	济南济微路北起经十路，南至二环南路，全长4.1千米。公司承建项目第二标段。
疏浚/吹填工程	曹妃甸综合服务区围海造地五期工程	2009年6月	n.a.	曹妃甸工程先后被河北省、唐山市列为“一号工程”；2005年10月被列为国家首批发展循环经济试点产业园区。2006年3月，被列入国家“十一五”发展规划。公司承建曹妃甸综合服务区围海造地第五期吹填砂工程。

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

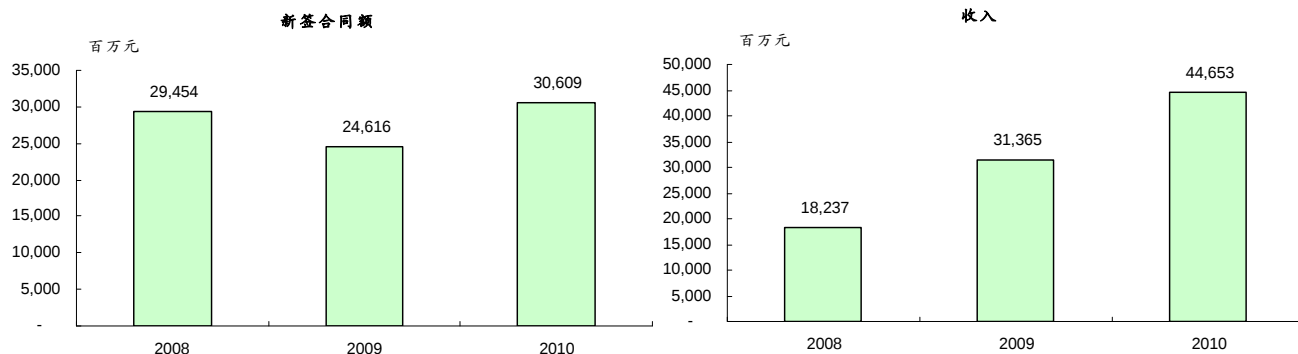
图表 31：公司主要在建项目汇总

类别	项目名称	开工时间	预计竣工时间	合同额（亿元）	概述
铁路	京沪高速铁路	2008年1月	2011年	142.7	京沪高铁是目前世界上在建的里程最长的高速铁路，是我国“四纵四横”客运专线南北向主骨架，是《中长期铁路网规划》中投资规模最大、技术含量最高的一项工程，也是我国第一条具有世界先进水平的真正意义上的高速铁路，全线为新建双线，设计时速350千米。
公路/桥梁工程	福建武邵高速公路	2007年10月	2012年10月	35.0	是福建省“三纵四横”高速公路网的重要组成部分，是国家高速公路网京台线与福银线的联络线，是《海峡西岸经济区高速公路网规划》中武夷山至建宁高速公路的重要组成部分，全长91.72千米。
城市轨道交通建设	西安地铁一号线工程	2009年1月	2012年3月	2.1	工程为西安市五路口车站和康复路车站土建施工项目。公司承建10标段工程。
工业与民用建筑	西岸观邸项目	2009年10月	2011年3月	1.7	公司承建项目二期一标段
市政工程	天津大道工程	2008年12月	2012年10月	5.7	天津大道工程是惟一条海河以南的快速通道，定位为中长距离快速客运生态大道。公司承建项目二合同段。
疏浚与吹填工程	钱塘江中上游衢江（衢州段）航运开发工程红船豆枢纽及船闸工程	2010年10月	2013年6月	1.9	钱塘江中上游衢江（衢州段）航运开发工程红船豆枢纽及船闸工程已由浙江省发展和改革委员会浙发改设计[2009]101号文批准建设，并已列入2010年度省基本建设计划，项目建设规模为III等工程。

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

经过近几年的发展，公司在非水利水电市场新签合同额和营业收入均取得迅猛发展，2010年国内非水利水电业务收入是2008年的2.45倍。

图表 32：公司非水利水电业务近三年发展迅速



资料来源：招股说明书，中金公司研究部

上下游一体化，占据利润制高点，完善产业链

中国水电利用建筑业务的技术、施工及经验积极进行上下游一体化。占据利润制高点：进军电站运营和房地产业务，成为公司未来利润的稳定来源；完善产业链：积极发展水工设备制造和施工机械租赁业务，增强公司抗风险能力。

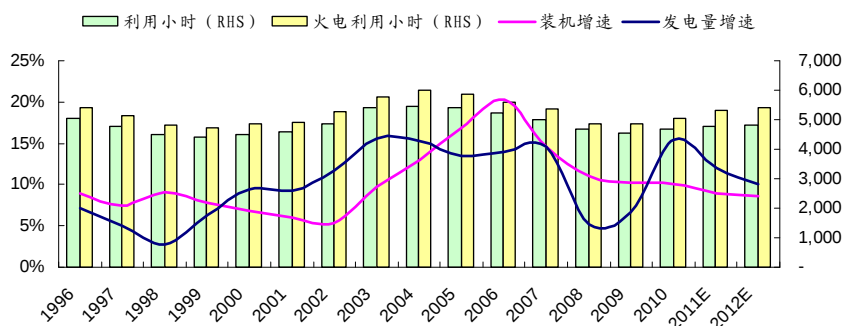
电力投资与运营，电力建设产业链的高端

公司利用在水电工程建设市场的优势，切入到产业链的利润高点——发电领域，逐步构筑起了以水电等可再生清洁能源为主的电力投资与运营业务，形成了包括以水电为主，积极发展风电，稳健开发火电的投资格局，为公司形成稳定的利润贡献来源；

电源扩张、电力消费增速均回落、企稳

2010年发电量和电力装机容量分别增长15.4%和10.1%，展望2011-2012年，电力需求增速稳步回落维持在10%-12%，同期电源装机增速维持在9%。

图表 33：1996-2012E 我国电力供需分布

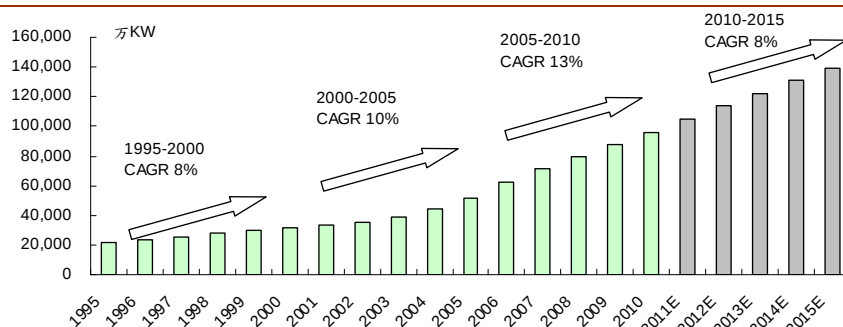


资料来源：公司数据、中金公司研究部

发电端：逐步降低火电装机占比、风电、核电装机占比提升

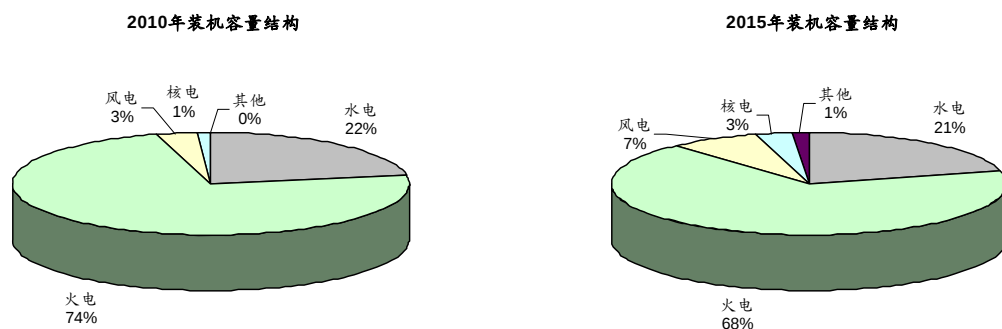
- ▶ 水电投资维持稳定，“十一五”、“十二五”期间我国水电新增装机均在1亿KW左右，预计到2015年末，我国水电装机超过3亿KW，装机占比维持在21%左右；
- ▶ 风电规模快速攀升，“十二五”期间年均新增风电装机1200-1400万KW，预计到2015年末，我国风电装机近1亿KW，装机占比维持在7%左右；

图表 34：1995-2015 年电源装机增速预测



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 35：电源结构变化对比



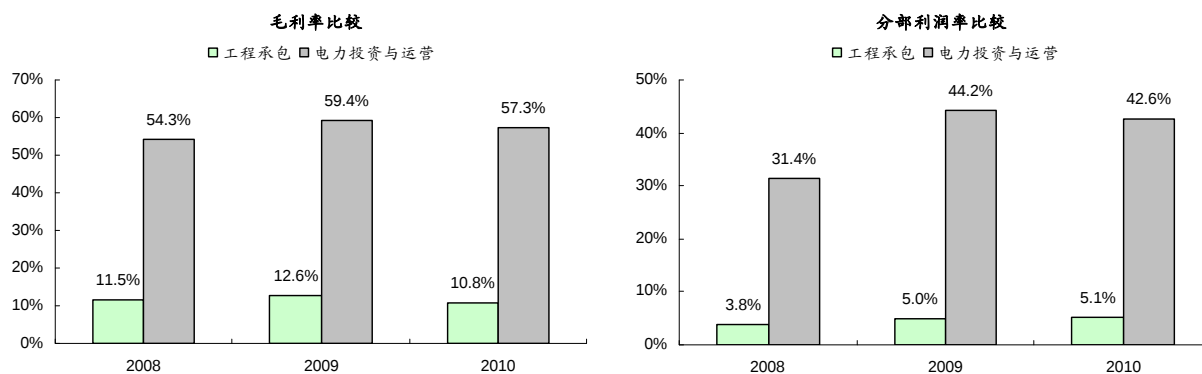
资料来源：公司数据、中金公司研究部；

电站运营：建筑产业链上的高端

公司作为中国水电建设的龙头企业和第一品牌，在建设运营水电站上有着丰富的经验和专业技术，公司还向风电、火电投资行业进军，构筑起投资运营整个电力行业的版图，使得电力投资运营业务成为公司一个新的、稳定的利润增长源；

相比于建筑业务，电站运营是建筑产业链上的利润至高点。2010 年电站运营业务的毛利率和分部利润率分别高于建筑业务 46.5 和 37.5 个百分点。

图表 36：电站运营的利润率远高于普通建筑业务



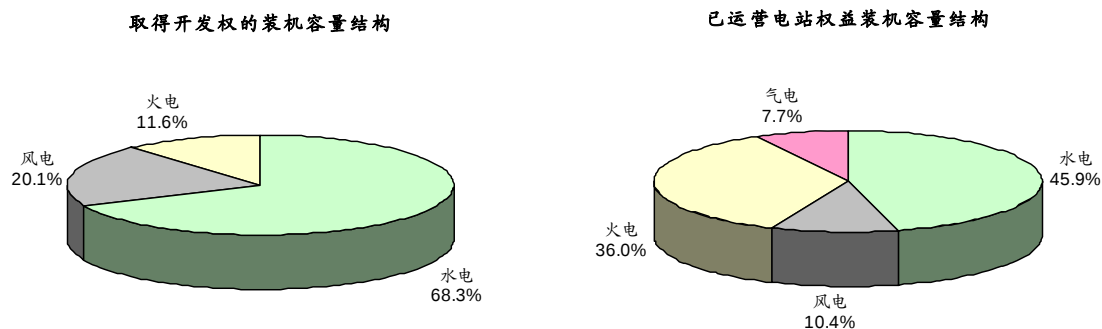
资料来源：公司资料、中金公司研究部

以水电为重点，电站运营版图初现

截止 2011 年 6 月 30 日，公司已经取得在国内外取得开发权的控股装机容量为 1,285 万千瓦，其中水电占比 68.3%，已发电的控、参股权益装机容量为 336 万千瓦，其中水电占比 45.9%；

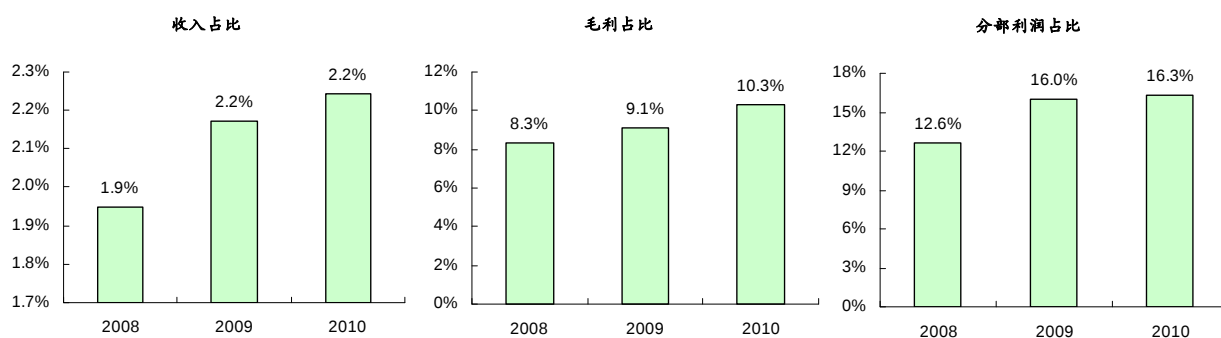
2010 年公司电力投资运营业务占公司收入比例为 2.2%，毛利占比达 10.3%，分部利润占比高达 16.3%。

图表 37：公司电站装机容量结构



资料来源：招股说明书、中金公司研究部

图表 38：近三年电力投资与运营业务收入、毛利和分部利润占比显著提升



资料来源：招股说明书、中金公司研究部

图表 39：公司在建及筹建的电站项目

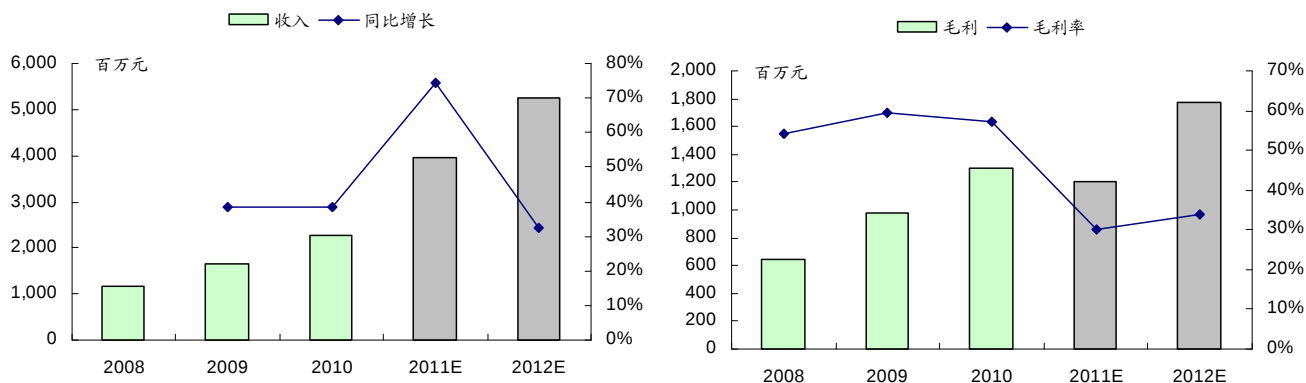
电源类别	电站	装机容量（万千瓦）	年发电量（亿千瓦时）	拟投资额（亿元）
水电	毛尔盖电站	42.0	19.9	68.7
	久隆斜卡电站	13.0	5.2	17.2
	九龙溪谷电站	24.9	10.6	28.8
	安谷电站	76.0	32.9	91.0
	岷江航电老木孔电站	37.4	15.3	115.2
	岷江航电犍为电站	48.0	23.1	90.3
风电	瓜州干河口第四风电场	20.0	4.4	20.2
	江苏如东国家潮间带示范风电项目	10.0	2.1	15.5
	辽宁北票风电项目	5.0	1.0	5.0
	辽宁阜新风电项目	5.0	1.0	5.0
	黑龙江青冈风电项目	5.0	1.1	4.6
合计		286.2	116.56	461.35

资料来源：招股说明书、中金公司研究部

电力投资与运营业务稳定增长

随着公司在建电站的投入运营，公司装机容量增长显著。我们预计公司 2011、2012 年公司控股电站装机容量将达到 512 和 549 万千瓦；收入达 39.7 和 52.6 亿元，同比增长 74.6% 和 32.4%；毛利 12.0 和 17.7 亿元，同比下降 7.8% 和增长 47.8%；

图表 40：公司电力投资与运营业务稳定增长



资料来源：招股说明书、中金公司研究部

地产业务立足北京，面向全国

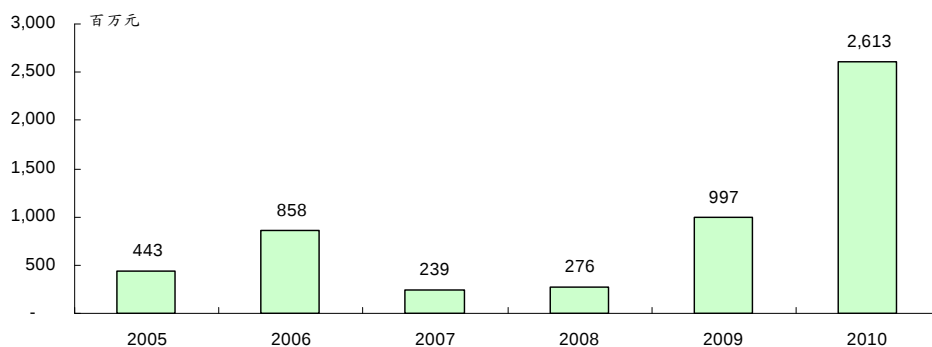
房地产是国民经济的支柱产业，受益于我国经济快速发展、人均收入稳步提升、人口红利得以持续、人民币加速升值等因素，我国房地产业发展前景十分广阔；

中国水电是国资委鼓励和支持发展房地产业务的 16 家中央企业之一，早在 20 世纪 90 年代就开始从事房地产开发业务，开发项目主要位于北京、成都、长沙等大中城市，凭借中国水电地产品牌，公司计划立足北京，面向全国，同时大力实施保障性住房的开发建设；

基数小，增长迅猛

虽然公司在上世纪 90 年代开始从事房地产业务，但历史上公司房地产业务发展较为缓慢，进入 2009 年以来，随着国内房地产行业的复苏以及中国水电成为 16 家获准发展房地产为主业的央企之一，公司房地产业务开始迅速发展。公司房地产业务 2010 年开复工面积 100 万平方米，预计 2011 年开复工面积 120 万平方米，2012 年开复工面积 150 万平方米。

图表 41：进入到 2009 年，公司房地产业务收入迅猛增长



资料来源：公司数据、中金公司研究部，注：2005-2007 年数据为公司房地产业务产值数据

土地储备丰富，足够未来 2-3 年发展

截止 2011 年 6 月 30 日，公司未开发的土地储备为 326 万平米，足够支持其未来 2-3 年的发展。同时，由于公司现有土地储备主要分布在二、三线城市，土地成本较为便宜，预计未来几年可为公司带来较好的利润空间。

图表 42：土地储备列表

项目	城市	占地面积 (百万平方米)	规划建筑面积 (百万平方米)	五证取得情况	用地性质
在建					
成都西岸观邸项目	成都	0.05	0.32	齐全（销售证为预售证）	城镇混合住宅用地
长兴太阳城项目	绵阳	0.15	0.30	齐全（销售证为预售证）	住宅
平凉华电小区	平凉	0.10	0.20	齐全（销售证为预售证）	住宅
绵阳海赋外滩	绵阳	0.01	0.10	土地证、建设用地规划许可证、施工许可证	住宅
拟建					
大禹房地产	三门峡	0.00	0.00	国有土地使用证	住宅
成都云立方项目	成都	0.09	0.43	国有土地使用证、建设用地规划许可证	住宅
中国水电·首郡	唐山	0.14	0.35	国有土地使用证	住宅
储备					
都江堰青云阶项目	都江堰	0.53	0.36	已签出让合同	商住用地
长沙暮云项目	长沙	0.20	0.39	已签出让合同	商住用地
抚顺小甲邦 6、7 号地项目	抚顺	0.20	0.69	已签出让合同	商住用地
北京昌平北郡嘉源项目	北京	0.05	0.10	已签出让合同	住宅用地
合计		1.52	3.26		

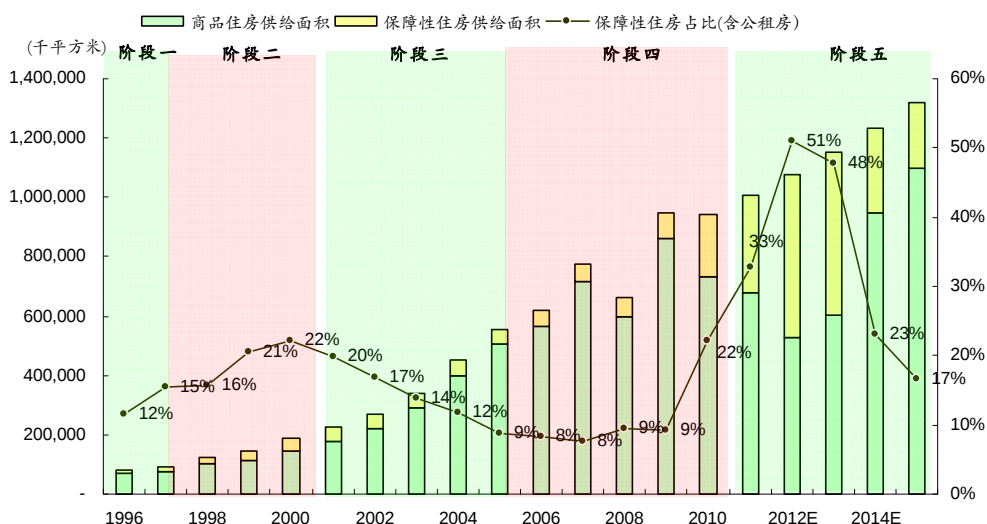
资料来源：公司数据，中金公司研究部

保障性住房：公司发展新机遇

保障性住房将是贯穿 2011 年的核心投资主题，“十二五”规划明确提出，未来五年将新建 3,600 万套保障性住房，包括 2011 年 1,000 万套，2012 年 1,000 万套，2013-2015 年共 1,600 万套。根据我们房地产组的预测，2011-2015 年保障性住房的供给面积占比将显著提升；

我们认为保障房为公司房地产业务的发展提供了新的发展机遇，因为公司拥有建筑+地产的综合优势，上市后现金流相对充裕，目前公司已经签订了昌平区两限房项目，规划建筑面积 10 万平米；

图表 43：十二五期间保障性住房占比提升

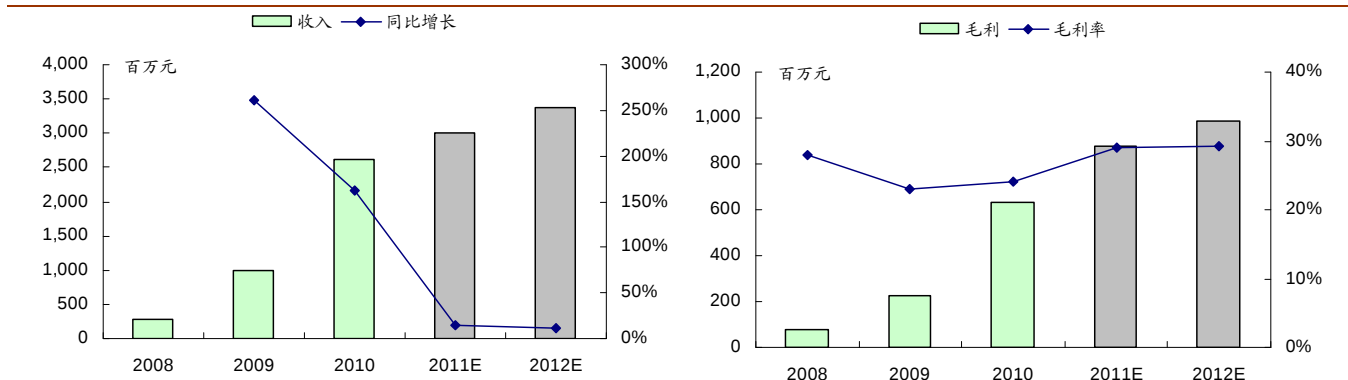


资料来源：地方政府网站，中金公司研究部

公司房地产业务有望实现稳定发展

我们预计，随中国房地产市场的逐步稳定，中国水电房地产业务有望实现稳定发展，2011、2012 年公司房地产业务收入将达到 30.1、33.7 亿元，同比增长 15% 和 12%，毛利达 8.7 和 9.9 亿元，同比增长 39% 和 13%。

图表 44：房地产业务板块收入预测



资料来源：招股说明书、中金公司研究部

设备制造与租赁，完善产业链之必须

中国水电的设备制造业务主要由夹江公司承担。夹江公司主要为国内及国际水利水电工程提供永久性设备和施工机械，包括水电站各类闸门设备、闸门启闭机械设备、缆索起重机、大坝升船机和混凝土施工机械等。目前，公司已经为全国各大江河流域的几十座电站提供了 30 多万吨金属结构件和 3,000 余台套的机电设备。此外，还将产品出口至巴基斯坦、伊朗、泰国、缅甸、土库曼斯坦、哈萨克斯坦、苏丹等十多个国家。

另外公司以租赁公司为平台开展施工机械经营租赁、融资租赁两种类型的租赁业务。以改变设备使用率偏低和使用效益不高的情况，提高公司资产运。

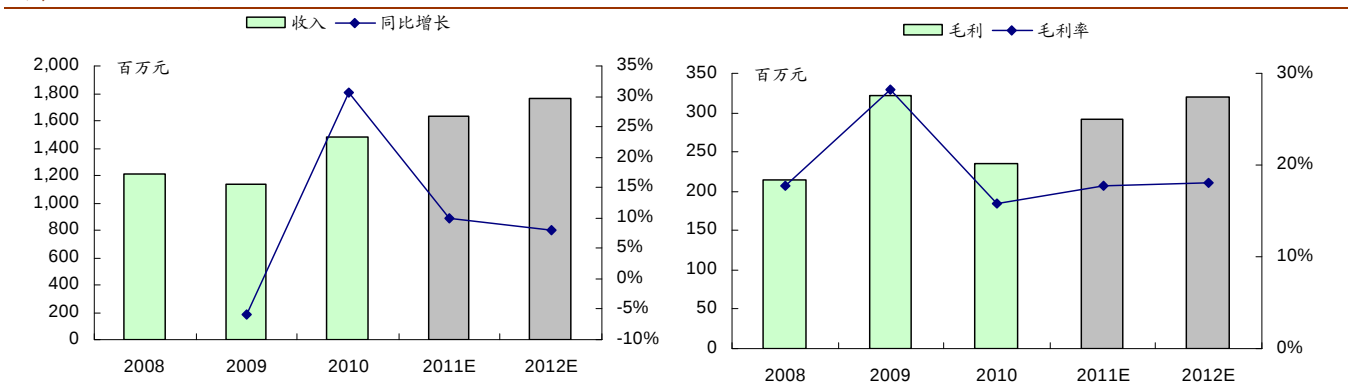
我们预计公司设备制造与租赁业务板块未来将取得稳定增长，2011、2012 年收入达 16.4 和 17.7 亿元，同比增长 10% 和 8%，毛利达 2.9 和 3.2 亿元，同比增长 23.9% 和 9.8%；

图表 45：公司设备制造主要产品



资料来源：招股说明书、中金公司研究部

图表 46：设备制造板块收入预测



资料来源：招股说明书、中金公司研究部

海外工程从“低端”向“高端”延伸的典型代表

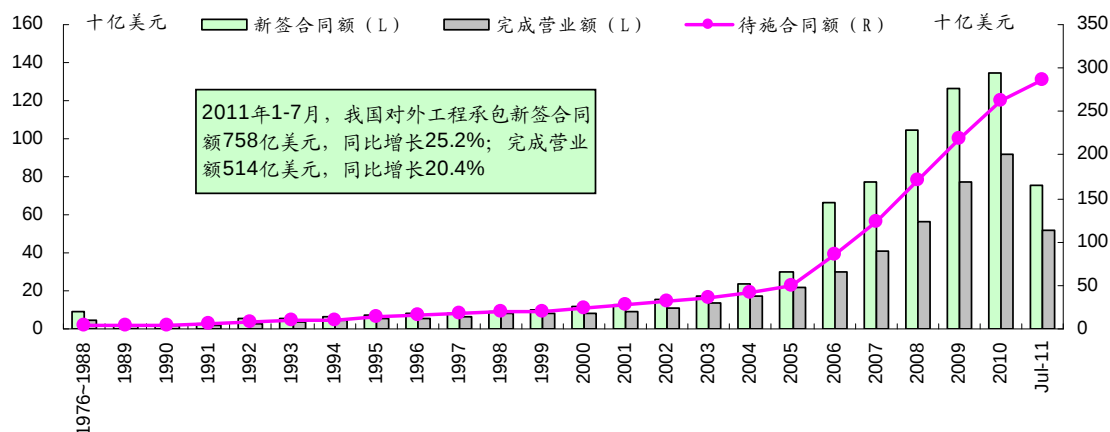
国际工程承包市场发展潜力巨大，根据住建部编制的“十二五”规划，2015 年我国可实现国际工程承包营业额 2,200 亿美元以上，年均复合增长率达到 20%。政府“走出去”战略下，同时拥有海外工程承包、水电开发及矿产资源开发业务的中国水电将成为这一过程的典型代表和主要受益者。

国际工程承包市场发展潜力巨大

受益于世界经济的全球化发展、我国综合国力的提升，我国国际工程承包业务近年来快速发展，2010 年新签合同额和完成营业额分别实现 1,344 亿美元和 922 亿美元，同比增长 6.5%和 18.7%。

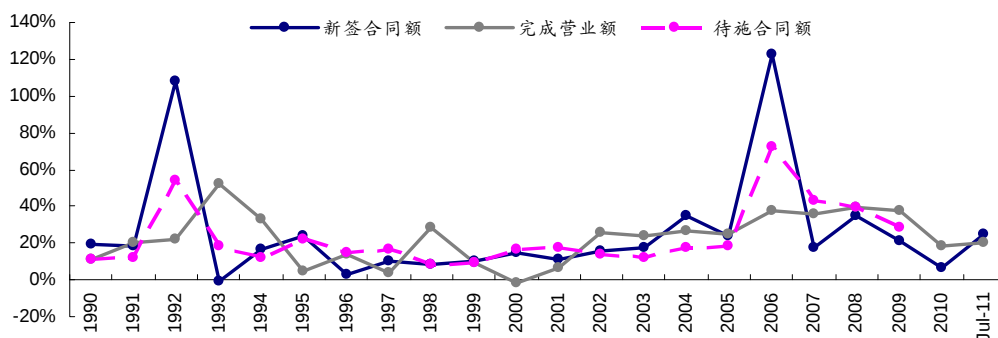
展望未来，随我国建筑企业国际竞争力的提高及政府“走出去”战略的大力支持，根据住建部编制的“十二五”规划，2015 年我国可实现国际工程承包营业额 2,200 亿美元以上，年均复合增长率达到 20%。

图表 47：我国国际工程承包市场发展潜力巨大



资料来源：商务部合作司、中国统计年鉴、中金公司研究部

图表 48：我国国际工程承包新签合同额、完成营业额实现快速增长



资料来源：商务部合作司、中国统计年鉴、中金公司研究部

中国水电：国际化实力最强的国内建筑企业之一

- ▶ **海外业务规模大：**2010 年公司完成海外营业额 40 亿美元，位居国内建筑企业第 3 位；2010 年新签海外合同额达 66.9 亿美元，位居国内建筑企业第 2 位；从历史排名来看，中国水电完成营业额从 2004 年的第八位上升至 2010 年的第三位，新签合同额从 2006 年的第十位上升至 2010 年的第二位；同时在 ENR225 家最大国际承包商排名中列 24 位，在列入此排名的中国公司中列第 3 位；
- ▶ **海外布局合理：**截至 2011 年 6 月 30 日，公司已在 55 个国家设立了 73 个驻外机构，形成了东南亚、北非、南非、东非、中东等区域化的相对稳定市场，安哥拉、卡塔尔、利比亚、苏丹、老挝和印尼等项目群国别市场，并逐步向南美洲、大洋洲及欧洲区拓展业务；
- ▶ **海外经验丰富：**自 20 世纪九十年代以来，公司积极贯彻和实施我国政府提出的“走出去”战略，施工经验丰富，在跨文化、跨区域管理等方面具备较强优势；
- ▶ **低端向高端延伸正在进行中：**公司海外业务经营模式已从单纯工程承包，发展到 EPC、BOT，同时进入矿产资源投资业务等高端领域，形成了以工程承包为核心业务、资产经营为重点的业务结构，由低端向高端的延伸正在进行中；

图表 49：中国水电在 2010 年海外营业额及新签合同额在国内建筑企业位居前列

排名	企业名称	新签合同额 (百万美元)	排名	企业名称	完成营业额 (百万美元)
1	华为技术有限公司	8,306	1	华为技术有限公司	6,923
2	中国水利水电建设集团公司	6,691	2	中国建筑工程总公司	4,872
3	中国建筑工程总公司	5,261	3	中国水利水电建设集团公司	4,017
4	中国中铁股份有限公司	4,800	4	中国石油工程建设(集团)公司	3,296
5	中国土木工程集团公司	4,654	5	中信建设有限责任公司	3,253
6	中国葛洲坝集团股份有限公司	4,568	6	中国电工设备总公司	2,154
7	中工国际工程股份有限公司	4,045	7	中国港湾工程有限责任公司	2,100
8	山东电力建设第三工程公司	4,044	8	上海振华重工(集团)股份有限公司	1,616
9	中国电工设备总公司	3,485	9	上海建工(集团)总公司	1,612
10	上海电气集团股份有限公司	3,444	10	山东电力建设第三工程公司	1,580

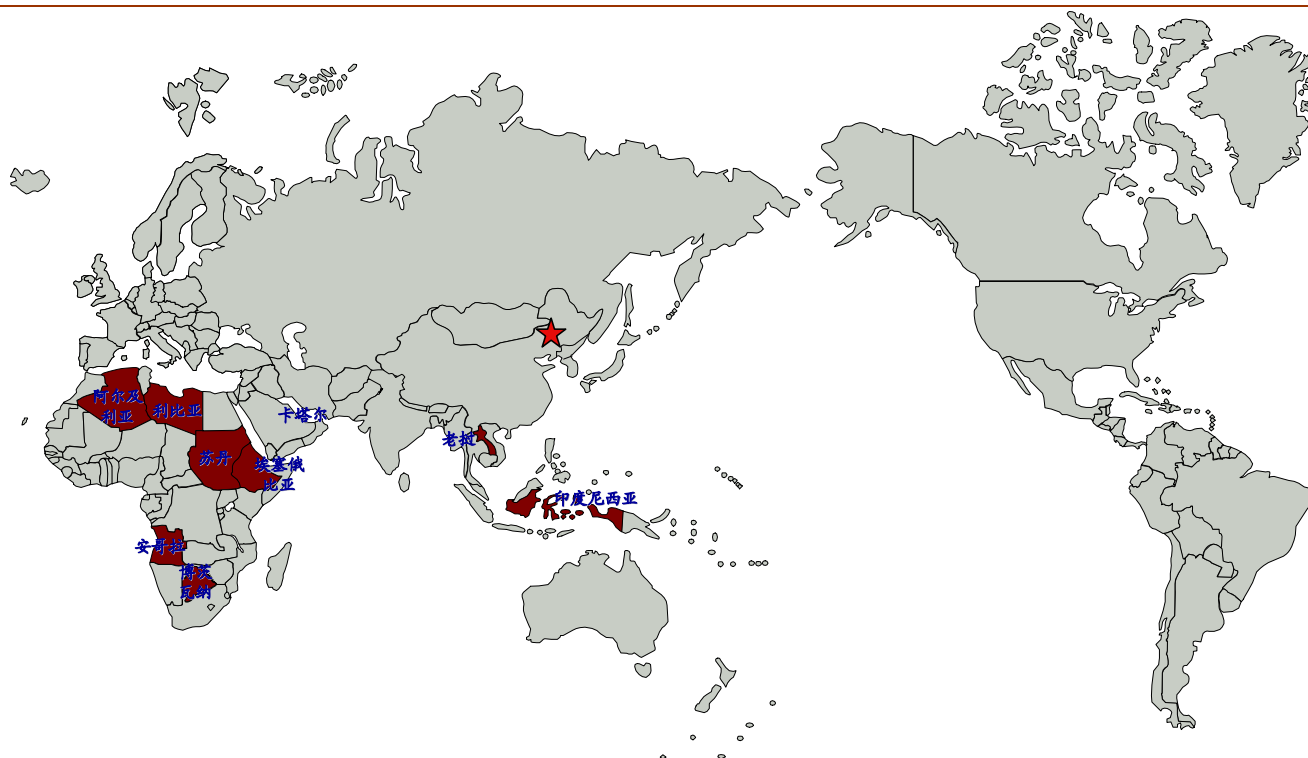
资料来源：商务部网站、中金公司研究部

图表 50：中国水电排名稳步上升

年份	排名	新签合同额 (百万美元)	年份	排名	完成营业额 (百万美元)
2010	2	6,691	2010	3	4,017
2009	6	4,489	2009	5	2,228
2008	6	3,607	2008	4	1,806
2007	8	2,614	2007	4	1,406
2006	10	1,410	2006	4	980
2005	n.a.	n.a.	2005	6	460
2004	n.a.	n.a.	2004	8	307

资料来源：商务部网站、中金公司研究部

图表 51：中国水电 9 个项目群为特点的大型国别市场



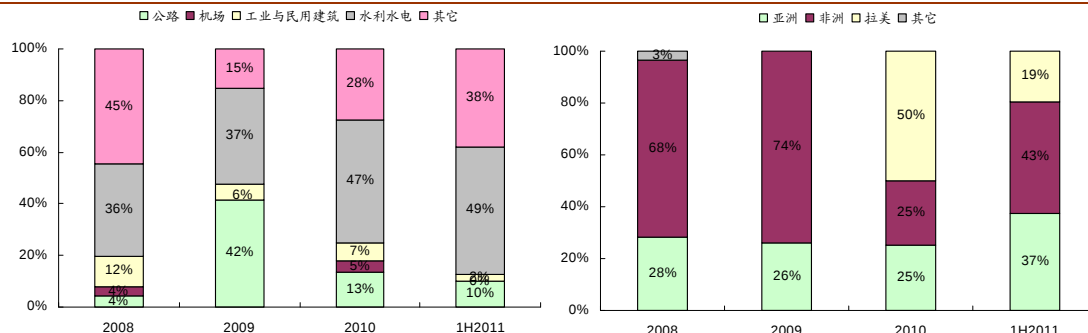
资料来源：招股说明书、中金公司研究部

图表 52：中国水电海外完成及在建的代表性项目

项目名称	工程开始日期	(计划) 完成日期	合同价值 (百万元)	工程简要情况和特点
卡塔尔路赛开发区疏浚、吹填和场地准备工程	2006 年 2 月	2009 年 2 月	4,428	该项目施工区域长 7 公里，宽 5 公里，横跨多哈西海岸北部的海岸线，通过开挖三条航道与互通港口，修筑海堤、护岸、挡土墙和景观沙滩，将原海岸线区域建造成一个集新建岛屿、航道和其它设施相结合的新区。
埃塞俄比亚泰可泽水电站	2002 年 10 月	2009 年 12 月	2,268	该项目是非洲最大的水利枢纽工程之一，电站装机容量 30 万千瓦，主坝为混凝土双曲拱坝，最大坝高 185 米。
泰国科隆泰丹水坝工程	1999 年 11 月	2004 年 10 月	1,272	该项目是以防洪、灌溉兼旅游性的水利项目，由泰国皇室投资。该水库坝型为碾压混凝土坝，是世界上首屈一指的巨型碾压混凝土坝。
伊朗塔里干水电枢纽工程	2002 年 3 月	2006 年 1 月	1,214	该项目是本公司利用中国政府出口信贷进行融资竞标，以 EPC 方式承建的大型国际工程项目。整个工程分大坝工程和发电工程两大部分，装机容量 2×0.89 万千瓦。
卡塔尔新多哈国际机场道面、隧道和集水池工程	2005 年 7 月	2011 年 10 月	7,215	该项目包括二条长度分别为 4.85 公里和 4.25 公里的跑道，三条平行的滑行道，5 座碾压混凝土停机坪、排水系统、灯光系统、四个集水池，一条长约 1,000 米的双向六车道的交通隧洞的施工。
苏丹麦洛维水电站工程	2003 年 7 月	2011 年 9 月	6,481	该项目是在尼罗河上修建的大型水利水电工程，其大坝总长约 9.2 千米，总装机容量 125 万千瓦。
马来西亚巴鲁水电站工程	2002 年 10 月	2011 年 12 月	5,427	该项目是马来西亚规模最大的水电站，装机容量 240 万千瓦。
加纳布维水电站工程	2008 年 4 月	2012 年 12 月	4,799	该项目为加纳的第二大水电站。电站装机 40 万千瓦，年发电量 10 亿度。枢纽建筑主要有坝高 110 米的碾压混凝土大坝和坝后式厂房。本公司以 EPC 形式中标承接该项目。

资料来源：招股说明书、中金公司研究部

图表 53：中国水电新签合同额按业务类型和区域分类



资料来源：招股说明书、中金公司研究部

发展海外投资，低端向高端转型的典型代表

全球经济波动下，我国政府积极采取“资源储备”战略，通过提供贷款、基础设施援建等方式来支持资源类国家发展，以换取支持我国长期发展的稀有资源；在合作模式上，主要体现为贷款换资源、工程换资源及直接海外收购；我们认为，巨额外汇储备下，我国海外“资源储备”战略将得以加速实施；

中国水电海外业务经营模式已从单纯工程承包，发展到 EPC、BOT，同时进入矿产资源投资业务等高端领域，形成了以工程承包为核心业务、资产经营为重点的业务结构，由低端向高端的延伸正在进行中。

- ▶ **水电站经营：**公司利用在国内水电站经营的丰富经验，以 BOT、BOOT 等模式进军海外水电站投资业务。目前公司在建的海外投资水电站有柬埔寨甘再水电站 BOT 项目、老挝南俄 5 水电站 BOT 项目；
- ▶ **矿产资源开发：**公司矿业资源投资项目开发主要是采取直接投资形式，正在尝试在所在国设立实体有限公司或合资公司，实施本土化运营。当前公司拥有的海外矿产资源包括老挝万象平原钾盐矿项目、刚果（金）SICOMINES 铜钴矿项目和老挝甘蒙塔克水泥厂项目；

图表 54：我国海外“资源储备”战略快速实施

模式	代表性案例
贷款换资源	2009年2月中巴达成协议，巴西同意按市价每日向中国供应10万至16万桶石油，而中国向巴西国有能源公司巴西石油提供高达100亿美元的贷款，以帮助后者开发在巴西南海岸新发现的深藏海底的石油储备。
	2009年2月中俄协议，中方方向俄方提供250亿美元贷款以换取俄罗斯未来20年每年1500万吨原油的供给
工程换资源	2006年8月，中信建设集团在委内瑞拉签订2万套社会住房项目，中国国家开发银行提供合同总价75%的融资贷款，委石油公司增加向中国的石油出口并将该收入作为还款来源。
	2009年7月，中国中铁在委内瑞拉签订75亿美元铁路建设合同，项目从中委联合融资基金获得融资。中委联合融资基金由中国出资2/3，根据中委双方合作协议，未来两国将展开能源合作。
海外投资并购	2009年6月，中石化近73亿美元收购瑞士的Addax石油公司，中国油气领域最大海外并购，截至2008年12月31日，Addax拥有2P储量（探明储量+概算储量）5.36亿桶 2008年2月，中铝联合美国铝业公司斥资140亿美元，收购了矿业巨头力拓公司12%的股份，其中美铝进出资12亿美元，力拓是全球前三大铁矿石生产商之一

资料来源：商务部网站、中金公司研究部

图表 55：中国水电海外投资项目

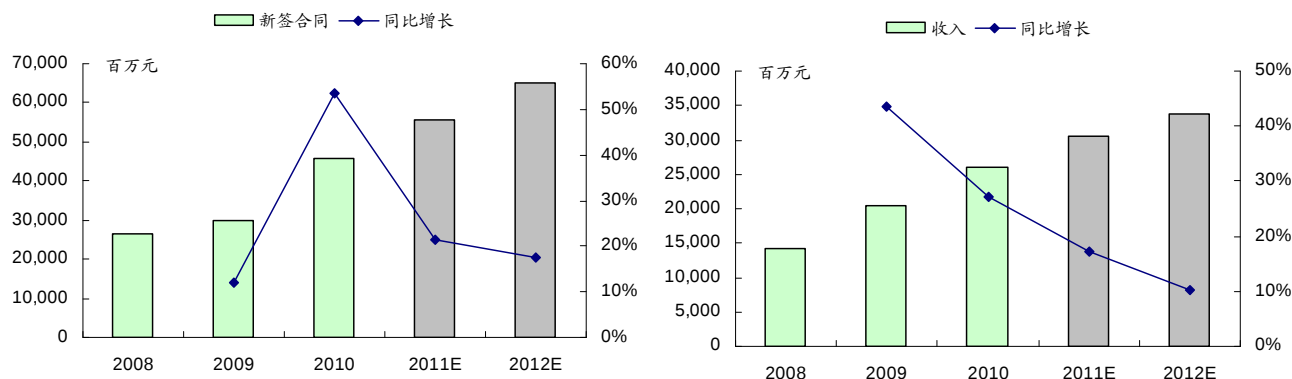
项目名称	工程开始日期	工程完成/计划完成日期	预计总投资额	公司持股比例	项目简介
完成项目					
老挝水泥工业有限公司100万吨水泥生产线	2006年3月	2007年10月	6,800 万美元	45%	该项目坐落在老挝甘蒙境内，设计年产水泥100万吨。已在2007年正式投入商业运营，效益良好。
在建项目					
柬埔寨甘再水电站BOT项目	2007年9月	2011年8月	2.805 亿美元	100%	甘再水电站位于柬埔寨西南部的大象山区的甘再（Kamchay）河上，电站总装机193.2兆瓦，年平均发电量为4.98亿千瓦时。项目特许经营期44年，其中施工期4年，商业运行期40年。目前正处于施工期的第三年，首台机组已经于2009年9月26日成功试运行72小时，并于2009年12月7日在项目现场举行了象征性的首台机组发电启动仪式，项目计划于2011年4月1日下闸蓄水，于2011年8月1日全部机组投产进入商业运行。
老挝南俄5水电站BOT项目	2008年9月	2012年5月	1.9975 亿美元	85%	南俄5水电站位于老挝Nam Ngum河上游右岸支流Nam Ting河上，装机容量为2×60兆瓦，多年平均发电量为5.04亿千瓦时。建设期4年，特许经营期25年。目前项目主体土建工程已全面展开，预计2011年底可实现发电目标。
老挝万象平原钾盐矿项目	2006年2月	2012年6月	9,469 万美元	70%	老挝万象年产12万吨氯化钾生产能力，年实现销售额3.6亿元。老挝万象平原钾盐矿初期工作全部结束，首期开发年产12万吨可行性研究报告已获国家发改委批准，已开始着手建厂，中期年产100万吨和远期年产200万吨方案将循序渐进进行详勘和可行性研究。
刚果（金）SICOMINES铜钴矿项目	2010年7月	2014年7月	32.4 亿美元	20%	SICOMINES铜钴矿区位于刚果（金）加丹加省科卢韦齐市（KOLWEZI）西南7千米处，估算的整个矿区矿石量为2.2亿吨。其中控制的矿石量1.28亿吨，推断的矿石量0.93亿吨。该项目由中方企业集团和刚方共同投资开发，其中中方股份为68%，刚方为32%的干股。本项目竣工投产运营后运营期19年。

资料来源：公司数据、中金公司研究部

海外业务发展空间广阔

在中国对外承包工程快速增长的背景下，公司作为行业龙头，承包业务发展空间广阔，另外公司已经开始向高端转型，随着公司投资的水电站和资源业务的投产，公司海外业务盈利水平将显著提升。我们预计公司 2011、2012 年公司海外承包业务新签合同额将达到 554 和 651 亿元，分别同比增长 21.3%和 17.4%；收入达 305 和 337 亿元，同比增长 17.2%和 10.3%；运营业务中柬埔寨甘再水电站和老挝南俄 5 水电站分别将于 2011 和 2012 年投产；

图表 56：公司海外工程承包业务发展空间广阔



资料来源：招股说明书、中金公司研究部

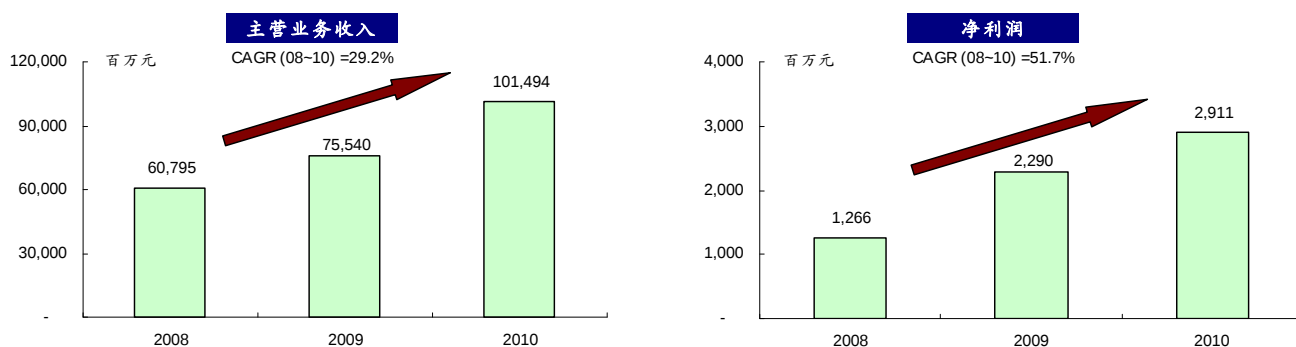
财务分析与预测

财务分析

成长性：业绩实现快速增长

受益于国内外建筑市场的良好发展，近年来公司业务实现快速扩张，2008-2010年收入和净利润复合增长率分别达到29.2%和51.7%，高于行业平均水平。

图表 57：中国水电收入和净利润实现大幅增长（2008-2010）



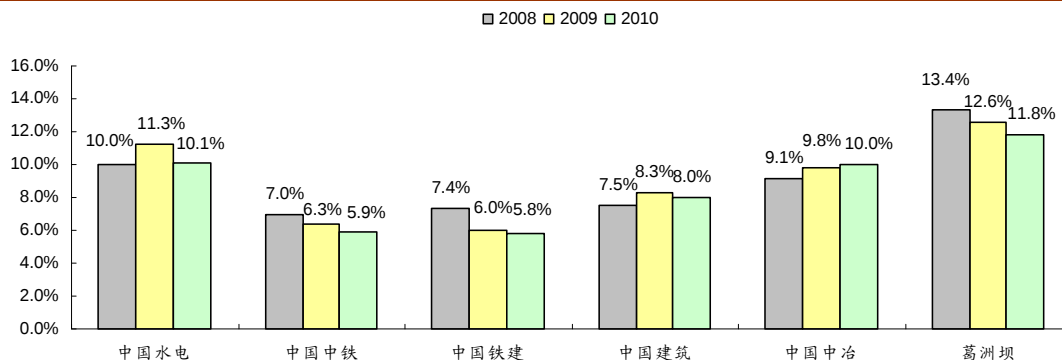
资料来源：公司数据、中金公司研究部。

盈利能力：综合盈利能力较强

公司所处建筑行业由于市场竞争激烈，与其它行业相比，利润率相对较低。但是，近年来公司通过由低端向高端发展、由建筑向运营转变等方式有效提高了公司整体运营的盈利水平；同时，公司水利水电建设盈利水平普遍高于房屋建筑和其他基础设施建设。公司毛利率高于中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶，略低于葛洲坝。

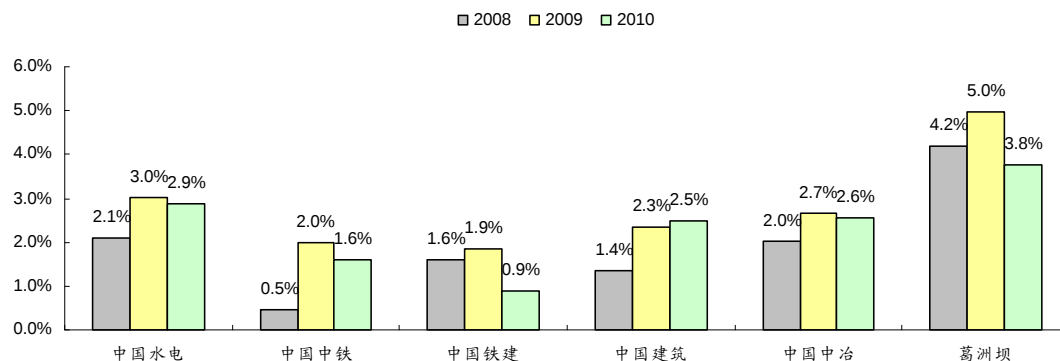
- ▶ 毛利率 2008、2009、2010 年分别达到 10.0%、11.3%和 10.1%。
- ▶ 净利率 2008、2009、2010 年分别达到 2.1%、3.0%和 2.9%。
- ▶ 资产回报率 2009、2010 年分别达到 2.4%和 1.9%。

图表 58：中国水电毛利率水平较高（2008-2010）



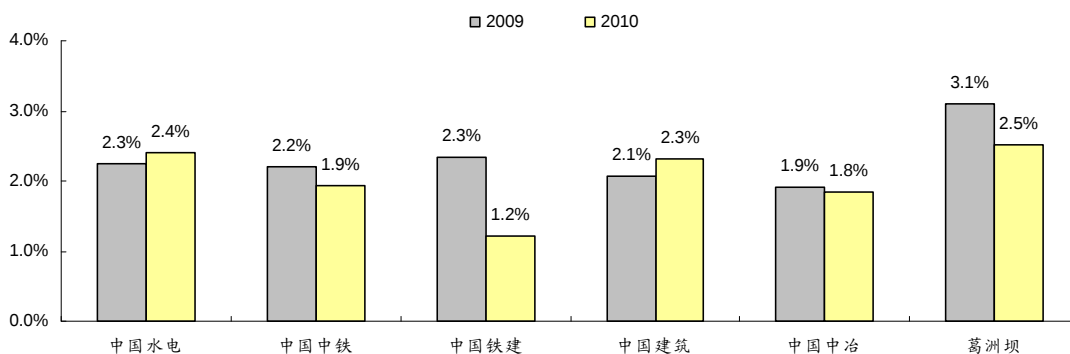
资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 59：中国水电净利率水平较高（2008-2010）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 60：中国水电总资产收益率处于行业平均水平（2009-2010）

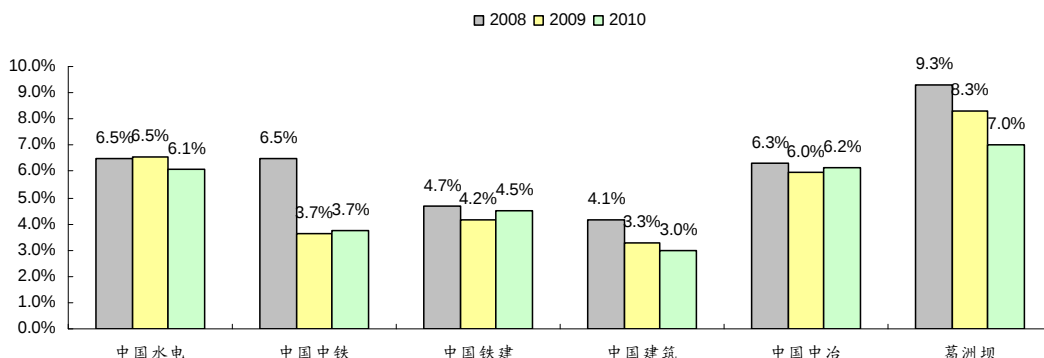


资料来源：公司数据、中金公司研究部

三项费用率：高投入的研发以及利息支出导致三项费用率较高

公司研发支出占收入比例在 1% 左右，显著高于其他建筑企业，另外公司有息负债较高导致利息支出增加，与其它可比公司相比，中国水电三项费用率 2008、2009、2010 年分别为 6.5%、6.5% 和 6.1%，略高于其他大型建筑企业，低于葛洲坝。

图表 61：中国水电三项费用率较高（2008-2010）

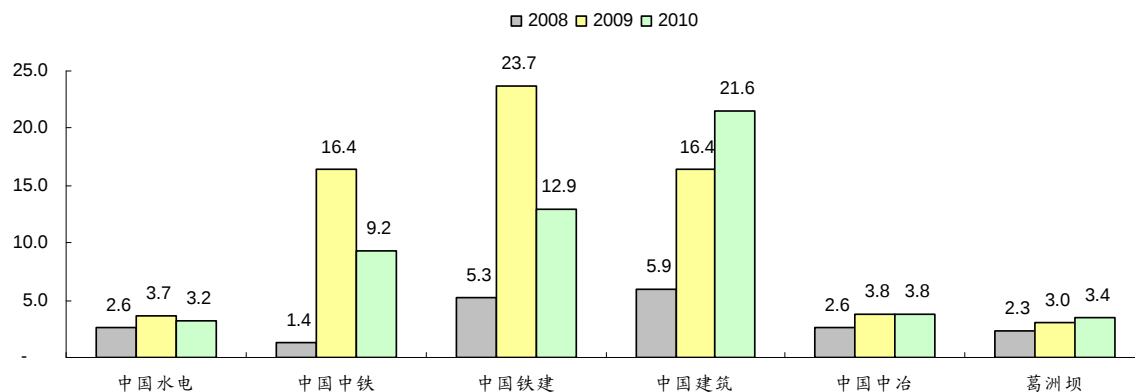


资料来源：公司数据、中金公司研究部，三项费用率 = (营业费用 + 管理费用 + 财务费用) / 营业收入

偿债能力：负债率较高，利息支出较大

建筑行业的特点决定了建筑企业资产负债率普遍较高，资金压力较大；从利息保障倍数角度衡量，公司 2008、2009、2010 年计算的利息保障倍数分别为 2.6、3.7 和 3.2，与中国中铁，中国铁建，中国中冶等 06、07 年末上市时较为可比，低于大型建筑公司上市后水平。

图表 62：中国水电利息保障倍数相对较低（2008-2010）



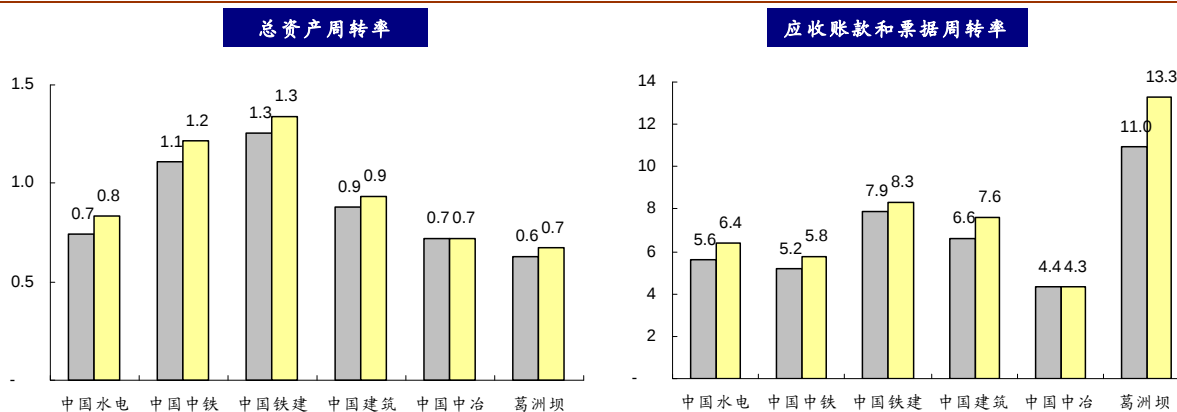
资料来源：公司数据、中金公司研究部，注：利息保障倍数=（息税前利润+折旧摊销）/利息支出

周转能力：行业平均水平，尚有提升空间

公司周转能力良好，且处于行业平均水平，应收账款和票据周转率 2009、2010 年分别为 5.6 和 6.4，高于中国中铁，和中国中冶，低于中国铁建和葛洲坝。

公司资产周转率 2009 和 2010 年分别为 0.7 和 0.8，高于中国中冶和葛洲坝，低于中国中铁和中国铁建。

图表 63：中国水电周转率处于行业平均水平（2009-2010）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

注：应收账款和票据周转率=营业收入/（年末应收账款+年末应收票据），资产周转率=营业收入/年末总资产

业务分部比较：

- ▶ 中国水电主营业务包括工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁、房地产开发四大板块。其中，工程承包业务是公司收入和利润的主要来源。
- ▶ 2010 年工程承包占主营业务收入的 91.6%，占分部利润合计的 77.8%。
- ▶ 总体看，中国水电的综合毛利率要略好于可比公司。按分布业务看，中国水电工程承包业务毛利率均高于可比公司，电力投资与运营业务与可比公司基本持平，设备制造和房地产略低于可比公司，而工程承包业务在集团占比较大，使得公司整体盈利能力大大增强。

图表 64：中国水电与五家建筑公司分部盈利能力比较

	收入占比		毛利润占比		毛利率		分部利润占比		分部利润率	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
工程承包										
中国水电	92.8%	91.6%	82.6%	79.7%	12.6%	10.8%	76.2%	77.8%	5.0%	5.1%
中国中铁	88.8%	86.3%	78.4%	73.7%	8.1%	7.7%	79.2%	66.2%	2.6%	2.0%
中国铁建	90.0%	89.5%	83.5%	82.4%	8.5%	8.2%	63.3%	56.6%	1.6%	0.8%
中国建筑	82.7%	85.2%	47.4%	50.5%	4.7%	4.7%	34.8%	42.2%	2.3%	2.7%
中国中冶	82.4%	75.2%	78.6%	66.6%	11.7%	11.5%	82.5%	64.5%	4.7%	3.7%
葛洲坝	79.4%	76.4%	65.2%	56.3%	12.4%	10.4%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
电力投资与运营										
中国水电	2.1%	2.2%	8.9%	10.1%	59.4%	57.3%	15.4%	15.5%	44.2%	42.6%
葛洲坝	0.5%	0.5%	1.8%	1.9%	53.1%	59.1%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
设备制造与租赁										
中国水电	1.5%	1.4%	2.9%	1.8%	28.3%	15.8%	2.1%	0.6%	8.8%	2.5%
中国中铁	2.6%	2.5%	4.8%	4.6%	16.7%	16.3%	5.1%	5.3%	5.3%	5.2%
中国铁建	2.3%	1.9%	3.3%	3.9%	13.6%	17.9%	5.9%	6.0%	6.0%	3.9%
中国中冶	5.5%	5.2%	5.5%	4.0%	12.3%	10.1%	0.8%	-1.9%	0.7%	-1.6%
房地产开发										
中国水电	1.3%	2.5%	2.1%	4.9%	22.9%	24.1%	1.4%	4.4%	6.8%	10.6%
中国中铁	1.6%	2.5%	4.5%	6.5%	26.3%	23.7%	6.9%	10.9%	12.8%	11.5%
中国建筑	14.6%	12.3%	46.3%	44.4%	34.5%	41.7%	62.3%	55.5%	23.1%	24.8%
中国中冶	5.7%	12.1%	9.8%	21.5%	21.0%	23.2%	11.8%	31.7%	9.8%	11.5%
葛洲坝	0.2%	3.0%	0.3%	4.2%	24.7%	19.5%	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

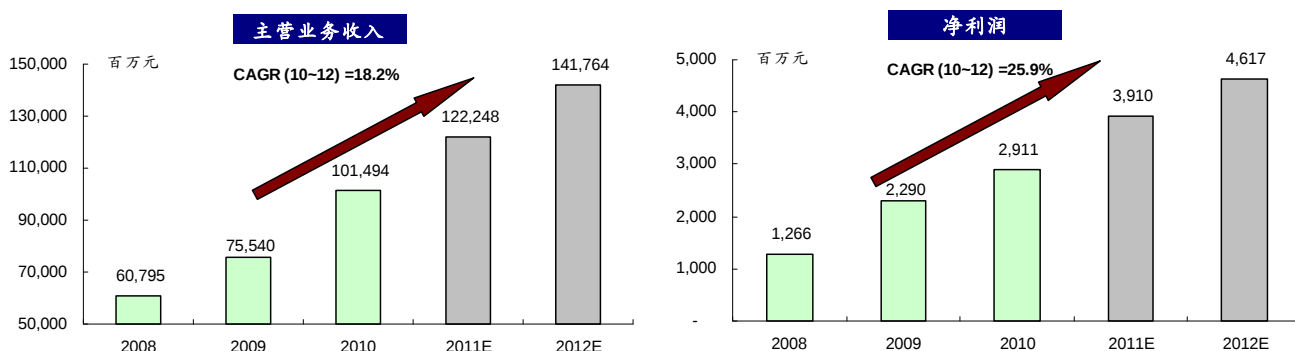
资料来源：公司数据、中金公司研究部；注：各项比例均为未进行分部抵销前占比

未来盈利预测

公司整体指标

- **收入稳步增长：**预计公司 2011、2012 年收入水平有望实现 1,222、1,418 亿元，同比增长 20.4%、16.0%，2010-2012 年收入复合增长率达到 18.2%。
- **盈利大幅提升：**预计公司 2011、2012 年净利润有望达到 39.1 和 46.2 亿元，同比增长 34.3%和 18.1%，2010-2012 年净利润复合增长率达到 25.9%。

图表 65：中国水电收入和净利润未来实现快速增长（2008-2012E）



资料来源：公司数据、中金公司研究部

各业务板块盈利预测

- **各业务板块收入稳步增长：**公司工程承包业务保持快速增长，预计2010-2012年收入年均复合增长率实现17.5%；电力投资与运营业务实现大幅增长，预计2010-2012年收入年均复合增长率达到52.1%；房地产开发和设备制造与租赁复合增长率分别为13.5%和9.0%
- **综合毛利率水平有所提高：**公司通过改善业务流程、加强集中管理将逐步提高各业务板块毛利率水平。其中：工程承包板块，由于2010年公司承建的京沪高铁项目毛利率较低，导致公司2010年工程承包板块毛利率仅为10.8%，随着京沪高铁的投入运营，公司2011、2012年毛利率水平将恢复正常水平；电力投资与运营2011年毛利率下降至30.2%，主要由于2011年新投产的崇信火电厂项目由于煤价高企，毛利率较低，拉低了整体毛利率水平，而水电项目基本都保持40%以上的毛利率；
- **建筑业务贡献率保持高位，其他业务板块平稳增长：**建筑业务仍将是公司利润的主要来源，预计2012年，工程承包、电力投资与运营、设备制造与租赁、房地产等业务对公司盈利贡献分别为71.8%、17.2%、1.0%及6.2%。

图表 66：中国水电各业务收入增长及预测（2008-2012E）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	CAGR (10-12)
工程承包	57,608	72,106	94,989	113,258	131,112	17.5%
YoY %		25.2%	31.7%	19.2%	15.8%	
电力投资与运营	1,184	1,641	2,275	3,972	5,261	52.1%
YoY %		38.7%	38.6%	74.6%	32.4%	
设备制造与租赁	1,209	1,137	1,486	1,635	1,765	9.0%
YoY %		-5.9%	30.6%	10.0%	8.0%	
房地产开发	276	997	2,613	3,005	3,365	13.5%
YoY %		261.6%	162.0%	15.0%	12.0%	
其它	1,693	1,849	2,305	2,996	3,296	19.6%
YoY %		9.2%	24.7%	30.0%	10.0%	

资料来源：公司年报、中金公司研究部

图表 67：中国水电各业务毛利率变化及预测（2008-2012E）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
工程承包	11.5%	12.6%	10.8%	11.5%	11.4%
电力投资与运营	54.3%	59.4%	57.3%	30.2%	33.7%
设备制造与租赁	17.7%	28.3%	15.8%	17.8%	18.1%
房地产	28.1%	22.9%	24.1%	29.1%	29.3%
其它	17.4%	21.2%	19.8%	20.3%	20.5%
合计	12.7%	14.1%	12.5%	13.0%	13.1%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 68：中国水电分部利润结构预测（2010-2012E）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
工程承包	71.3%	76.2%	77.8%	72.4%	71.8%
电力投资与运营	12.0%	15.4%	15.5%	12.9%	17.2%
设备制造与租赁	2.4%	2.1%	0.6%	1.0%	1.0%
房地产	0.2%	1.4%	4.4%	6.2%	6.2%
其它	14.1%	4.8%	1.8%	7.5%	3.8%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 69：中国水电损益表主要指标及预测数据

(人民币百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	60,795	75,540	101,494	122,248	141,764
YoY %		24.3%	34.4%	20.4%	16.0%
主营业务成本	53,077	64,858	88,832	106,408	123,148
YoY %		22.2%	37.0%	19.8%	15.7%
成本率	87.3%	85.9%	87.5%	87.0%	86.9%
主营业务税金	1,657	2,159	2,440	2,939	3,409
税金率	2.7%	2.9%	2.4%	2.4%	2.4%
主营业务利润	6,060	8,523	10,222	12,900	15,207
YoY %		40.6%	19.9%	26.2%	17.9%
毛利率	10.0%	11.3%	10.1%	10.6%	10.7%
加：公允价值变动收益	0	0	5	6	7
资产减值损失	299	363	132	331	397
减：营业费用	88	151	161	244	276
营业费用率	0.15%	0.20%	0.16%	0.20%	0.20%
管理费用	2,805	3,566	4,159	5,108	5,952
管理费用率	4.61%	4.72%	4.10%	4.18%	4.20%
财务费用	1,062	1,212	1,859	1,934	2,242
财务费用率	1.75%	1.60%	1.83%	1.58%	1.58%
投资收益	-75	11	105	137	123
营业利润	1,730	3,242	4,021	5,427	6,470
YoY %		87.4%	24.0%	35.0%	19.2%
营业利润率	2.8%	4.3%	4.0%	4.4%	4.6%
营业外收入	166	161	157	165	173
减：营业外支出	202	168	144	172	207
利润总额	1,694	3,236	4,034	5,419	6,436
减：所得税	282	703	808	1,084	1,287
有效税率	16.7%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
减：少数股东损益	146	243	315	425	531
净利润	1,266	2,290	2,911	3,910	4,617
YoY %		80.9%	27.1%	34.3%	18.1%
净利润率	2.1%	3.0%	2.9%	3.2%	3.3%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 70：中国水电资产负债表主要指标及预测数据

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产：				
货币资金	11,254	13,209	23,625	18,152
其中：受限制的货币资金	233	159	259	359
货币现金	11,021	13,050	23,366	17,793
短期投资	0	14	16	20
应收帐款和票据	13,468	15,896	21,077	25,775
其它应收款	3,305	3,287	4,890	5,671
预付帐款	6,608	6,041	7,640	9,451
发放贷款及垫款	0	416	1,000	1,050
应收款项合计	23,381	25,640	34,608	41,947
存货	19,974	23,661	32,245	39,725
流动资产合计	54,610	62,524	90,493	99,843
长期应收款	165	3,008	3,610	4,331
长期投资净额	1,235	1,266	1,519	1,823
固定资产净额	25,978	32,113	38,093	44,762
在建工程	7,783	8,273	11,917	13,830
无形资产	8,920	11,649	13,151	14,536
长期待摊费用	73	49	53	59
其他长期资产	2,900	2,588	2,847	3,132
非流动资产合计	47,052	58,947	71,189	82,473
总资产	101,662	121,471	161,683	182,316
(+/-%)		19.5%	33.1%	12.8%
流动负债：				
短期借款	9,089	9,143	10,143	11,143
一年内到期的长期借款	1,609	1,470	4,470	7,470
应付帐款及票据	15,674	20,865	24,746	28,310
预收帐款	22,558	25,331	31,346	36,822
应付职工薪酬	871	857	2,000	2,100
应交税费	1,622	1,703	2,078	2,410
应付利息	100	85	100	7
其它应付款	7,277	7,368	8,732	9,451
预计负债	0	0	11	12
应付款项合计	48,101	56,209	69,013	79,112
应付股利	93	191	229	275
其它流动负债	1,123	117	129	142
流动负债合计	60,016	67,129	83,983	98,141
长期借款	22,425	33,955	36,955	39,955
应付债券	2,476	2,480	2,480	2,480
长期应付款	4,406	4,113	3,907	3,712
其他长期负债	45	162	170	178
负债合计	89,369	107,839	127,495	144,466
(+/-%)		20.7%	18.2%	13.3%
少数股东权益	2,482	2,847	3,272	3,803
股本	6,600	6,600	10,100	10,100
资本公积	2,601	719	14,719	14,719
外币报告折算差额	-6	-9	-59	-109
未分配利润	146	2,913	5,650	8,882
其它	471	563	506	456
股东权益合计（本公司）	9,812	10,785	30,916	34,047
负债及股东权益	101,662	121,471	161,683	182,316
(+/-%)		19.5%	33.1%	12.8%

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 71：中国水电现金流量表主要指标及预测数据

(人民币百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流：				
净利润	2,290	2,911	3,910	4,617
加：少数股东损益	243	315	425	531
加：折旧和摊销	0	3,275	4,197	5,015
加：营运资本减少	-2,706	-5,476	-4,747	-4,721
加：财务费用	1,264	1,614	1,524	1,882
加：投资损失	-11	-105	-137	-123
加：资产减值损失	363	132	331	397
其它	3,071	9	-1,159	-1,294
经营活动产生的现金流量净额	4,513	2,675	4,343	6,304
投资活动现金流：				
购、建固定资产投资及其他资产	-11,176	-9,935	-15,652	-15,380
长期及短期投资变动	-143	-7	-256	-307
加：投资收益	79	20	137	123
其他与投资活动有关的现金	-3	24	8	8
投资活动产生的现金流量净额	-11,244	-9,899	-15,763	-15,555
融资活动现金流：				
股权融资	1,560	634	17,500	0
公司借款变动	7,351	11,481	7,000	7,000
分配股利及偿付利息等	-2,207	-2,683	-2,715	-3,272
筹资活动产生的现金流量净额	6,814	9,563	21,785	3,728
汇率变动对现金的影响额	15	-310	-50	-50
现金及现金等价物净增加额	98	2,030	10,316	-5,573
期初现金及现金等价物余额	10,923	11,021	13,050	23,366
期末现金及现金等价物余额	11,021	13,050	23,366	17,793

资料来源：公司数据、中金公司研究部

公司估值

中国水电是我国最大的水利水电建设集团，是中国大力发展水利建设的最大受益者，同时兼具资产注入预期。综合考虑公司所处行业地位及长期发展前景，我们认为公司上市后合理交易价格区间为4.3-5.8元，对应2011年PE11.0-15.0倍，2012年PE9.3-12.7倍。

图表 72：国际国内建筑类可比公司估值

公司名称	当前股价 2011-9-19	市值 (百万美元)	摊薄每股盈利			市盈率			CAGR	市净率			净资产收益率			资产负债率	毛利率	净利率
			10A	11E	12E	10A	11E	12E	10-12	10A	11E	12E	10A	11E	12E	最近会计年度		
美国	(USD)	(USD)	(USD)	(USD)	(USD)													
Fluor Corp.	60.57	10,527	2.01	3.31	3.95	30.1	18.3	15.3	40.2%	3.0	2.8	2.4	11%	16%	15%	54%	3%	2%
Jacobs Engineering Group	36.54	4,661	1.98	2.58	3.00	18.5	14.2	12.2	23.2%	1.6	1.4	1.3	9%	10%	10%	39%	13%	2%
Shaw Group Inc	23.85	1,723	1.10	0.30	2.34	21.7	78.5	10.2	45.8%	1.3	1.5	1.2	10%	-3%	11%	74%	8%	1%
KBR Huston	29.13	4,392	2.08	2.35	2.62	14.0	12.4	11.1	12.2%	1.9	1.7	1.5	14%	15%	14%	59%	8%	3%
平均值		5,326				21.1	30.8	12.2	30.4%	1.9	1.9	1.6	11%	10%	13%	56%	8%	2%
中间值		4,527				20.1	16.3	11.6	31.7%	1.7	1.6	1.4	11%	13%	13%	56%	8%	2%
欧洲																		
VINCI SA (EUR)	32.86	25,317	3.35	3.50	3.77	9.8	9.4	8.7	6.1%	1.6	1.4	1.3	16%	16%	15%	77%	n.a.	5%
Bouygues Corp. (EUR)	24.94	12,477	3.03	3.17	3.62	8.2	7.9	6.9	9.3%	1.0	0.9	0.8	12%	12%	12%	70%	n.a.	3%
Skanska Ab-B Shs (SEK)	96.30	6,061	9.76	11.73	8.61	9.9	8.2	11.2	-6.1%	2.0	1.8	1.7	19%	32%	16%	73%	10%	3%
Hochtief AG (EUR)	43.61	4,586	4.31	1.26	4.94	10.1	34.7	8.8	7.1%	1.1	1.0	0.9	10%	5%	13%	72%	n.a.	1%
平均值		12,110				9.5	15.0	8.9	4.1%	1.4	1.3	1.2	14%	16%	14%	73%	10%	3%
中间值		9,269				9.8	8.8	8.8	6.6%	1.3	1.2	1.1	14%	14%	14%	72%	10%	3%
日本	(JPY)	(JPY)	(JPY)	(JPY)	(JPY)													
Shimizu Corp.	331	3,399	-8.73	14.84	16.04	-37.9	22.3	20.6	n.a.	0.9	0.8	0.9	-1%	4%	4%	80%	6%	0%
Kajima Corp.	253	3,484	13.03	14.74	16.26	19.4	17.2	15.6	11.7%	1.0	1.0	1.0	5%	6%	7%	85%	5%	1%
Taisei	208	3,089	19.74	11.61	11.45	10.5	17.9	18.2	-23.8%	0.8	0.8	0.8	7%	4%	5%	80%	9%	1%
Obayashi	387	3,637	-74.21	23.08	26.76	-5.2	16.8	14.5	n.a.	0.8	0.8	0.8	-15%	5%	6%	77%	1%	-4%
平均值		3,402				-3.3	18.5	17.2	-6.1%	0.9	0.8	0.9	-1%	5%	5%	81%	5%	-1%
中间值		3,442				2.7	17.5	16.9	-6.1%	0.9	0.8	0.8	2%	5%	5%	80%	5%	0%
香港	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)	(HK\$)													
中国中铁	1.82	9,013	0.42	0.42	0.48	4.3	4.4	3.8	6.7%	0.5	0.4	0.4	11%	10%	11%	81%	6%	2%
中国铁建	3.33	8,039	0.41	0.83	0.84	8.1	4.0	4.0	43.4%	0.6	0.5	0.5	13%	13%	12%	83%	6%	1%
中交建	5.08	9,662	0.79	1.03	1.13	6.4	4.9	4.5	19.2%	1.1	0.9	0.8	16%	18%	17%	77%	9%	4%
中交建 (A股IPO后)	5.08	9,662	0.64	0.83	0.91	7.9	6.1	5.6	19.2%	1.1	0.9	0.8	16%	18%	17%	77%	9%	4%
中国中冶	1.85	8,439	0.33	0.35	0.38	5.6	5.3	4.8	7.8%	0.7	0.6	0.5	12%	11%	11%	81%	10%	3%
中国建筑国际	4.95	2,278	0.29	0.41	0.53	17.1	12.2	9.3	35.5%	3.8	1.8	1.6	22%	15%	17%	75%	11%	9%
平均值		7,510				8.3	6.2	5.3	22.5%	1.3	0.8	0.7	15%	13%	13%	80%	8%	3%
中间值		9,050				6.4	4.9	4.5	19.2%	0.7	0.6	0.5	13%	13%	12%	81%	9%	3%
国内A股	(RMB)	(RMB)	(RMB)	(RMB)	(RMB)													
中国中铁	3.00	9,013	0.35	0.34	0.39	8.5	8.9	7.8	4.8%	1.0	0.9	0.8	11%	10%	11%	81%	6%	2%
中国铁建	4.45	8,039	0.34	0.67	0.68	12.9	6.6	6.5	40.8%	1.0	0.9	0.8	7%	13%	12%	83%	6%	1%
中国建筑	3.45	16,210	0.31	0.41	0.51	11.2	8.5	6.7	29.2%	1.3	1.2	1.1	12%	14%	16%	74%	8%	2%
中国中冶	3.05	8,439	0.28	0.28	0.31	11.0	10.8	9.7	6.1%	1.3	1.2	1.1	12%	11%	11%	81%	10%	3%
葛洲坝	8.46	4,621	0.39	0.54	0.70	21.4	15.8	12.0	33.4%	2.9	2.6	2.2	13%	16%	19%	76%	12%	4%
中铁二局	5.97	1,364	0.67	0.76	0.84	8.9	7.9	7.1	12.3%	1.8	1.5	1.3	20%	19%	18%	83%	4%	2%
隧道股份	9.23	1,060	0.75	0.72	0.85	12.2	12.7	10.9	6.1%	1.5	1.4	1.3	12%	11%	12%	78%	9%	4%
粤水电*	9.76	508	0.27	0.35	0.46	35.7	28.2	21.3	29.5%	2.2	2.1	2.0	6%	8%	9%	76%	8%	2%
安徽水利*	12.98	680	0.61	0.58	0.74	21.4	22.4	17.6	10.3%	5.1	4.0	3.3	24%	18%	19%	75%	14%	5%
平均值		5,548				15.9	13.5	11.1	19.2%	2.0	1.7	1.5	13%	13%	14%	79%	8%	3%
中间值		4,621				12.2	10.8	9.7	12.3%	1.5	1.4	1.3	12%	13%	12%	78%	8%	2%

资料来源：Bloomberg、中金公司研究部

投资风险

宏观经济周期波动风险：公司主营业务所属的建筑业、房地产行业与宏观经济运行密切相关；受经济周期影响，国民经济增长速度放缓或宏观经济出现周期性波动，将对公司的经营情况产生不利影响，公司收入的增速可能有所放缓。

产业政策风险：水电，作为可大规模商业开发的清洁能源，在国家发展清洁能源的战略转型下，水电得以快速发展。但随着水利水电开发牵涉的环境保护、移民、征地等问题日益受到重视，若国家对水电开发行业的产业政策发生调整，水电开发速度和力度可能发生变化，从而对水电投资及水利水电施工建设行业产生影响

国际市场风险：公司的国际工程承包、水电开发及矿产资源业务遍及多个国家和地区，公司项目所在国政治局势变动、经济政策发生重大变化、发生自然灾害或国家之间的外交关系和政策发生变化，均可能影响公司已有项目的实施或新业务的开拓，从而影响公司海外业务的经营业绩和增长。同时，全球经济危机下，公司海外业务还将面临项目停工、汇率波动等风险。

管理风险：公司是一家拥有几百家分、子公司的控股公司，业务经营区域覆盖全国大部分地区以及海外 50 多个国家和地区，公司的主营业务涉及水利水电建设、非水利水电建设、电站运营、房地产开发等领域，管理难度和风险都较高。

财务风险：公司资产负债率相对较高，存在偿还债务风险；同时，公司建筑施工项目的业主多按工程进度付款，在项目执行过程中，可能发生业主拖延支付，或由于意外事件导致业主支付能力不佳等情况，使公司不能及时回收工程款或应收账款发生实际坏账损失。

附录：电力改革，资产注入测算

根据《电网企业主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案》，拟将国家电网公司、中国南方电网有限责任公司河北、吉林、上海等 14 个（区、市）公司所属辅业单位以及中国水电集团、中水顾问集团重组，组建为中国电力建设集团有限公司。

参与重组的中水顾问集团主营业务为水电及风电等新能源的勘察、设计、监理、咨询等；电网辅业单位主要涉及发电工程及电网勘察设计、火电及输变电工程施工、火电辅机及输配设备制造等三部分业务；在具体实施中，拟以中国水电作为资本运作平台，水电及风电等新能源的勘察、设计、监理、咨询业务先行注入上市公司，再将电网辅业企业相关业务注入上市公司，由于电网辅业资产的改制和整合尚未完成，并且辅业资产质量良莠不齐，所以电网辅业资产的注入时间和范围目前尚无法确定。

根据公司招股说明书，中水顾问集团 2010 年总资产 192 亿元，归属母公司股东净资产 44.0 亿元，归属母公司股东净利润为 14.8 亿元，分别占中国水电上市公司资产规模的 15.8% 和净利润规模的 50.7%。

图表 73：2010 年中水顾问集团各项财务指标占上市公司中国水电比例

百万元	总资产	归属母公司股东净资产	归属母公司股东净利润
中水顾问集团	19,217	4,396	1,476
中国水电	121,471	10,785	2,911
中水顾问/中国水电	15.8%	40.8%	50.7%

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

我们认为，电网主辅分离，资产注入将对上市公司产生正面影响：

- ▶ 中水顾问在水电设计市场的垄断地位：中水顾问集团先后完成了长江水系、黄河水系、淮河水系、珠江水系及其它内陆水系和边境河流的流域水电规划，规划装机总容量约 30 万兆瓦。自 1980 年以来，承担了全国 80% 的大中型水电项目前期规划、勘测和设计工作，完成或正在进行前期规划、勘测和设计工作的水电装机容量约 20 万兆瓦。承担并完成 30 余个水电建设项目（包括长江三峡工程）的安全鉴定工作，约占安全鉴定全部项目的 70%；
- ▶ 1+1>2 的协同效应：设计勘探作为工程施工的上游行业，设计施工一体化，将有助于完善施工产业链，产生 1+1>2 的协同效应。

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED