



缩股低价发行，建议参与申购

公告内容：

经证监会批准，公司首次公开发行A股30亿股。回拨机制启动前，网下发行数量不超过150,000万股，占本次发行数量的50%；网上发行数量不超过150,000万股，占本次发行数量的50%。

本次发行价格区间为4.50元/股-4.80元/股（含上限和下限），由于网上发行时本次发行价格尚未确定，参与网上资金申购的投资者须按照本次发行价格区间上限（4.80元/股）进行申购。

- **发行规模缩水。**公司原本拟发行不低于 35 亿股 A 股，募集资金 173 亿元。新发行方案股本和募集资金分别减少了 5 亿股和 29-38 亿人民币。
- **发行价格不高。**本次发行价格区间为 4.50-4.80 元/股，按发行后总股本 960,000 万股全面摊薄计算，对应 2010 年扣除非经常损益后每股收益的 PE 为 15-16 倍，对应的 2011 年动态 PE 为 11.1-11.9 倍，对应的 2012 年动态 PE 为 8.7-9.3 倍。发行价格不高，为二级市场留出了空间。
- **风险因素。**产业政策、汇率及海外政治经济环境波动风险。。
- **盈利预测及申购建议。**我们预计公司 2011-2013 年全面摊薄后的每股收益为 0.40 元、0.52 元和 0.63 元，二级市场合理股价区间为 5.2-6.5 元/股。我们看好公司身为全球水利水电航母的实力和中国电建集团整体上市的前景，建议积极申购。

分析师

周蓉姿

电话：010-88085996

Email：zhourongzi@hysec.com

执业证书编号：S1180210060004

联系人：刘纯钦

本次发行情况

发行前总股本（百万股）	66,00
本次发行（百万股）	30,00
发行后总股本（百万股）	96,00
2010 年每股收益（摊薄后）	0.29 元

主要指标（2010 年）

每股净资产	3.74 元
毛利率	12.48%
流动比率	0.64 倍
速动比率	0.57 倍
应收账款周转率	6.39 次
资产负债率(合并报表)	88.51%
净资产收益率（加权平均）	26.99%

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万)	75540.17	101494.48	116619.45	136057.73	158558.69
同比增长率	24.25%	34.36%	14.90%	16.67%	16.54%
净利润（百万）	2289.73	2911.07	3881.94	4972.55	6066.98
同比增长率	80.90%	27.14%	33.35%	28.09%	22.01%
每股收益(元)	0.239	0.303	0.404	0.518	0.632
净资产收益率	23.34%	26.99%	13.54%	15.00%	15.71%

利润表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	101494.5	116620	136057.7	158558.7
减：营业成本	88832.21	101567.	118289.8	137598.8
营业税金及附加	2440.33	2740.56	3197.36	3726.13
销售费用	160.92	174.93	204.09	237.84
管理费用	4159.47	4548.16	5238.22	6025.23
财务费用	1859.09	1768.16	1699.16	1927.39
资产减值损失	132.42	100.00	100.00	100.00
加：投资收益	105.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	5.16	0.00	0.00	0.00
营业利润	4020.61	5720.57	7329.14	8943.35
加：其他非经营损益	13.08	5.00	5.00	5.00
利润总额	4033.69	5725.57	7334.14	8948.35
减：所得税	807.81	1431.39	1833.54	2237.09
净利润	3225.88	4294.18	5500.61	6711.26
少数股东损益	314.81	412.24	528.06	644.28
母公司所有者净利润	2911.07	3881.94	4972.55	6066.98
现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	3260.06	14986	14701.49	16704.94
投资性现金净流量	-9898.65	-111.25	-49.39	-40.42
筹资性现金净流量	9562.82	3416.17	-1738.24	-1582.73
现金流量净额	2614.66	18290.9	12913.86	15081.79
收益率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	12.48%	12.91%	13.06%	13.22%
三费/销售收入	6.09%	5.57%	5.25%	5.17%
EBIT/销售收入	5.23%	6.53%	6.34%	6.26%
EBITDA/销售收入	8.57%	13.33%	12.18%	11.26%
销售净利率	3.18%	3.68%	4.04%	4.23%
资产获利率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
ROE	26.99%	13.54%	15.00%	15.71%
ROA	4.47%	5.72%	5.96%	6.25%
ROIC	24.10%	30.48%	13.73%	18.35%
资本结构指标	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	88.51%	76.00%	74.48%	72.90%

资料来源：宏源证券

资产负债表(百万)

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	11149.3	29440.2	42354.1	57435.9
应收和预付款项	25211.5	27443.8	31491.0	34972.9
存货	23661.3	25883.6	29134.9	33410
其他流动资产	429.39	511.00	512.00	513.20
长期股权投资	1266.01	1266.01	1266.01	1266.01
投资性房地产	301.37	263.04	224.71	186.38
固定资产和在建工程	41451.8	34767.0	28009.9	21240.6
无形资产和开发支出	12017.3	10843.2	9664.59	8482.77
其他非流动资产	3144.66	2629.57	2110.61	1310.61
资产总计	118633	133047	144768	158818
短期借款	9142.71	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	53563.2	57959.5	64826.5	73072.4
其他负债	42295.1	43150.3	43000.3	42700.3
负债合计	105001	101110	107827	115773
股本	6600.00	9600.00	9600.00	9600.00
资本公积	719.04	12119.0	12119.0	12119.0
留存收益	3466.10	6959.84	11435.1	16895.4
归属母公司股东权益	10785.1	28678.9	33154.2	38614.5
少数股东权益	2846.57	3258.81	3786.87	4431.15
股东权益合计	13631.7	31937.7	36941.0	43045.6
负债和股东权益合计	118633	133047	144768	158818
每股指标	2010A	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.303	0.404	0.518	0.632
每股经营性现金流	0.494	2.271	2.227	2.531
增长率指标	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入增长率	34.36%	14.90%	16.67%	16.54%
EBIDA 增长率	19.03%	78.59%	6.62%	7.76%
净利润增长率	27.36%	33.12%	28.09%	22.01%
经营营运资本增长率	220.80%	63.41%	98.08%	34.45%
估值指标	2010A	2011E	2012E	2013E
PE	—	—	—	—
PB	—	—	—	—
EV/EBITDA	0.91	1.18	0.45	-0.31

分析师简介：

分析师姓名：周蓉姿，宏源证券研究所建筑工程行业研究员，东北大学管理学硕士，2007 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：棕榈园林、金螳螂、亚厦股份、洪涛股份、中国建筑、延长化建、东华科技、中材国际、中国化学、鸿路钢构、江河幕墙等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张琚 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。