



买入

27% ↑

目标价格: 人民币 5.00

601669.SS

价格: 人民币 3.93

目标价格基础: 11 倍 2012 年市盈率

板块评级: 中立

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(4)	(7)	-	-
相对新华富时 A50 指数	(6)	(8)	-	-

发行股数 (百万)	9,600
流通股 (%)	31
流通股市值 (人民币 百万)	11,790
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	625
净负债比率 (%) (2011E)	102
主要股东 (%)	
中水电集团	65

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 1 月 16 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

工业: 建筑及基建

李攀*

(8610) 6622 9073

pan.li@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120035

*李大振为本报告重要贡献者

中国水电

大中型水利水电项目启动推动业务发展

中国水电在国内水电施工市场份额达到 65% 以上, 大型水利项目如南水北调的市场份额接近 50%, 新签订单中近 60% 来自水利水电项目, 未来有望充分受益逐步加速的国内水利水电投资。2011 年公司全年新签订单 1,287 亿元, 与上一年基本持平, 但是随着大中型水利投资项目和大型水电站建设项目启动, 预计公司未来订单将实现较快增长。此外, 中水顾问集团将在两年内注入到上市公司中, 注入后其设计业务将对公司的施工业务起到推动作用, 二者的协同发展有望进一步提高盈利能力。我们认为大型水利水电项目的渐行渐近将推动公司业务发展, 同时公司会受益于可能推出的财政刺激计划, 继续维持公司的买入评级。

支撑评级的要点

- 水利行业投资保持较快增长, 大中型水利项目逐步启动: 2011 年水利投资接近 3,341 亿, 同比增长 23.4%, 其中中央投资首次突破千亿, 同比增长 70.5%。投资中大部分是用于中小型病险水库的加固, 所以对公司订单未形成实质推动; 2012 年水利部的目标除了加固 5,400 个小水库, 还将全面启动大中型水库和大型水利建设, 预计辽西北调水工程、引汉济渭等大型水利工程在 2012 年将逐步进入招标期。
- 2011 年订单同比基本持平, 大型水电站启动后公司订单增长预期强烈: 2011 年公司全年新签订单 1,287 亿元, 其中国内 681 亿, 国外 597 亿, 国内水电约占 37%, 订单总量与去年基本持平。今年以来国内的经济形势, 尤其是铁路等原因导致公司订单增长较缓, 另外白鹤滩和乌东德水电站项目基本确定但尚未签订, 目前未纳入到订单统计之中。
- 海外项目受国家支持, 毛利率维持高位, 未来仍将保持较快增长: 公司海外业务收入约占总收入 30%, 但净利润占比超过 50%, 在中东集中在卡塔尔、科威特等国家。在出口买方信贷等政策支持下未来毛利率预计将维持在高位, 预计 2012 年海外收入增长 15-20%。
- 中水顾问设计资产注入后将增厚业绩, 推动设计施工一体化发展: 中水顾问完成和正在开展着我国 80% 以上的大中型水电站和抽水蓄能电站、50% 以上的风电勘测设计项目, 2011 年中水顾问收入增长 20% 以上, 净利润增长 18% 以上。公司已经在集团公司层面成立了重组办公室, 预计会在两年内实现注入的目标, 同时中水顾问的设计业务与上市公司的施工业务的协同发展有望进一步提高盈利能力。

估值

- 我们对公司 2011-2013 年每股收益预测为 0.381、0.458、0.564 元, 水利水电是基建中较少的有明确增长预期的子行业, 公司是水利水电行业中的绝对龙头, 我们认为大型水利水电项目的渐行渐近将推动公司业务发展, 同时公司会受益于可能推出的财政刺激计划, 给予目标价 5.00 元, 对应 2012 年 11 倍市盈率, 继续维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入 (人民币 百万)	75,540	101,494	120,824	144,116	172,582
变动 (%)		34	19	19	20
净利润 (人民币 百万)	2,290	2,911	3,657	4,401	5,413
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.347	0.441	0.381	0.458	0.564
变动 (%)		27.1	(13.6)	20.3	23.0
市场预期每股收益 (人民币)			0.403	0.480	0.588
核心每股收益 (人民币)	0.391	0.455	0.408	0.488	0.597
变动 (%)		16.4	(10.4)	19.7	22.2
全面摊薄市盈率 (倍)	11.3	8.9	10.3	8.6	7.0
核心市盈率 (倍)	10.1	8.6	9.6	8.1	6.6
每股现金流量 (人民币)	0.68	0.41	0.46	0.59	0.53
价格/每股现金流量 (倍)	5.7	9.7	8.6	6.6	7.4
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	6.8	6.7	6.2	6.0	5.7
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.114	0.138	0.169
股息率 (%)	0.0	0.0	2.9	3.5	4.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	75,540	101,494	120,824	144,116	172,582
销售成本	(64,858)	(88,832)	(105,143)	(125,958)	(150,898)
经营费用	(3,040)	(3,521)	(4,207)	(4,833)	(5,850)
息税折旧前利润	7,642	9,141	11,474	13,326	15,834
折旧及摊销	(2,836)	(3,240)	(4,284)	(5,253)	(6,141)
经营利润(息税前利润)	4,806	5,902	7,189	8,073	9,693
净利息收入/(费用)	(1,212)	(1,859)	(1,893)	(1,702)	(1,870)
其他收益/(损失)	(359)	(9)	(167)	(197)	(231)
税前利润	3,236	4,034	5,130	6,174	7,592
所得税	(703)	(808)	(1,077)	(1,297)	(1,594)
少数股东权益	(243)	(315)	(395)	(476)	(585)
净利润	2,290	2,911	3,657	4,401	5,413
核心净利润	2,579	3,002	3,914	4,686	5,728
每股收益(人民币)	0.347	0.441	0.381	0.458	0.564
核心每股收益(人民币)	0.391	0.455	0.408	0.488	0.597
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.114	0.138	0.169
收入增长(%)	n.a.	34	19	19	20
息税前利润增长(%)	n.a.	23	22	12	20
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	20	26	16	19
每股收益增长(%)	n.a.	27	(14)	20	23
核心每股收益增长(%)	n.a.	16	(10)	20	22

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	3,236	4,034	5,130	6,174	7,592
折旧与摊销	2,836	3,240	4,284	5,253	6,141
净利息费用	1,212	1,859	1,893	1,702	1,870
运营资本变动	(2,505)	(5,408)	(6,031)	(6,347)	(9,123)
税金	0	0	0	0	0
其他经营现金流	(266)	(1,049)	(899)	(1,089)	(1,354)
经营活动产生的现金流	4,513	2,675	4,377	5,693	5,125
购买固定资产净值	(11,256)	(9,983)	(12,882)	(12,191)	(10,892)
投资减少/增加	79	48	0	0	0
其他投资现金流	(68)	37	36	28	19
投资活动产生的现金流	(11,244)	(9,899)	(12,846)	(12,163)	(10,873)
净增权益	1,560	634	13,000	0	0
净增债务	7,351	11,481	5,206	1,306	1,706
支付股息	0	0	0	(1,097)	(1,320)
其他融资现金流	(2,096)	(2,552)	(1,874)	(1,690)	(1,856)
融资活动产生的现金流	6,814	9,563	16,332	(1,481)	(1,470)
现金变动	83	2,339	7,863	(7,950)	(7,217)
期初现金	10,923	11,021	13,050	20,913	12,963
公司自由现金流	(6,767)	(7,365)	(8,337)	(6,142)	(5,558)
权益自由现金流	(644)	2,644	(5,156)	(6,866)	(5,911)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	11,021	13,064	20,927	12,977	5,759
应收帐款	16,990	19,329	26,730	33,930	43,308
库存	19,974	23,661	29,577	36,971	46,214
其他流动资产	6,624	6,470	7,497	8,698	10,104
流动资产总计	54,610	62,524	84,731	92,576	105,385
固定资产	35,216	41,450	49,701	56,252	60,577
无形资产	9,269	11,999	12,004	12,017	12,030
其他长期资产	2,568	5,498	6,197	7,027	8,024
长期资产总计	47,052	58,947	67,903	75,296	80,631
总资产	101,662	121,471	152,634	167,872	186,016
应付帐款	38,231	46,196	53,174	61,232	70,516
短期债务	10,699	10,613	13,513	14,613	16,213
其他流动负债	11,086	10,321	12,042	13,920	16,171
流动负债总计	60,016	67,129	78,729	89,765	102,899
长期借款	24,901	36,435	38,735	38,935	39,035
其他长期负债	4,452	4,275	4,485	4,707	4,939
股本	6,600	6,600	9,600	9,600	9,600
储备	3,212	4,185	17,842	21,147	25,239
股东权益	9,812	10,785	27,442	30,747	34,839
少数股东权益	2,482	2,847	3,242	3,718	4,303
总负债及权益	101,662	121,471	152,634	167,872	186,016
每股帐面价值(人民币)	1.49	1.63	2.86	3.20	3.63
每股有形资产(人民币)	0.08	(0.18)	1.61	1.95	2.38
每股净负债/(现金)(人民币)	3.72	5.15	3.26	4.23	5.16

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.1	9.0	9.5	9.2	9.2
息税前利润率(%)	6.4	5.8	6.0	5.6	5.6
税前利润率(%)	4.3	4.0	4.2	4.3	4.4
净利率(%)	3.0	2.9	3.0	3.1	3.1
流动性					
流动比率(倍)	0.9	0.9	1.1	1.0	1.0
利息覆盖率(倍)	3.5	2.9	3.0	3.5	4.3
净权益负债率(%)	199.9	249.4	102.1	117.8	126.5
速动比率(倍)	0.6	0.6	0.7	0.6	0.6
估值					
市盈率(倍)	11.3	8.9	10.3	8.6	7.0
心业务市盈率(倍)	10.1	8.6	9.6	8.1	6.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	12.8	11.0	12.3	10.2	8.4
市净率(倍)	2.6	2.4	1.4	1.2	1.1
价格/现金流(倍)	5.7	9.7	8.6	6.6	7.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.8	6.7	6.2	6.0	5.7
周转率					
存货周转天数	95.1	89.6	92.4	96.4	100.6
应收帐款周转天数	67.7	65.3	69.6	76.8	81.7
应付帐款周转天数	155.9	151.8	150.1	144.9	139.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	25.9	28.3	19.1	15.1	16.5
资产收益率(%)	4.2	4.2	4.1	4.0	4.3
已运用资本收益率(%)	11.6	11.2	10.8	10.2	11.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测