

敢令东海变桑田

——水利专题投资报告

报告日期 2011-01-13

报告关键点:

- 十二五期间水利水电的投资大增，2011年的投资有望翻倍
- 加大投资不但利好水利工程行业，更会带动其上下游各类产业
- 而在这些产业中，水电设备、管道管材和工程建设最具有上升动力

报告摘要:

- 虽然水利投资在过去几年有所增加，但是水利占总固定资产投资的比例却逐年下降。抵御灾害、保护水资源、保障粮食供应以及寻求洁净能源等因素将促使国家大增水利水电的投资。预计今年水利方面的投资很可能翻倍接近4000亿元，约占总固定资产投资的1.2%。在整个十二五期间，我们预计与水利水电建设相关的各项工程总投资有望达到2万亿元。
- 水利投资不但直接推动其主体产业，还会带动上下游各类产业的需求，促进形成大水利的投资概念。其中包括工程建设，管道管材，水电设备，节水设施，水力发电和污水处理等板块。我们看好的板块依次为水电设备、管道管材和工程建设。
- 通过分析这些板块的估值增长比率（PEG）和利润弹性，我们发现工程建设和水电设备的PEG较低，是我们比较喜欢的板块。两者之中水电设备又略胜一筹，主要是因为这个行业的需求增长确定，市场份额集中。除了水电设备，我们还比较看好管道管材，则是因为管道供应商的经营模式和业务增长非常稳定，而且盈利增速和利润率更富有弹性。
- 由于中国的目标是在2020年再生能源比例达到15%，并希望水电能占整体耗能的9%-10%。因此我们相信未来5年国内将加速水电方面的投资。浙富股份是水电设备板块的首选标的，公司已经完成从小水电机组制造转向大中型水电机组制造的过程，其订单不断增长将成为估值提升的动力。我们维持公司目标价78元，以及“买入-A”投资评级。
- 加大水利水电投资力度也令工程公司显著受益。其中粤水电和安徽水利的水利水电工程业务占主营业务的比重分别为40%和30%左右，葛洲坝新签水电工程合同额约占新签合同总额46%左右，意味约有36%的业务将受益于水利水电的建设。根据受益排序，我们对三家公司的推荐次序为粤水电、葛洲坝和安徽水利。
- 水利投资的大幅增加还将带来输水管道的巨大需求，特别是对各种大口径输水管道，国统股份和青龙管业是管道板块中受益最大的公司。预计未来三年国统股份净利润年均增长39%左右，2012年PE30倍，目标价36元。青龙管业净利润年均增长28%左右，2012年PE25倍，目标价45.5元。我们看好两家公司长期发展前景，均给予“增持-A”评级。
- 在这些投资板块中存在的风险主要来自政府的水利水电投资额度未能达到预期。公司层面的经营策略执行失误，不能达到预定的市场份额。以及原材料的价格持续上涨，侵蚀企业的营业利润。

研究员

程定华 021-68766193 执业证书编号	首席策略分析师 chengdh@essence.com.cn S1450209070222
张龙 021-68766113 执业证书编号	首席行业分析师 zhanglong@essence.com.cn S1450209070217
黄守宏 010-66581627 执业证书编号	首席行业分析师 huangsh@essence.com.cn S1450210030003
诸海滨 021-68766170 执业证书编号	高级策略分析师 zhuhb@essence.com.cn S1450208090169
李孔逸 021-68763865 执业证书编号	行业分析师 liky@essence.com.cn S1450209090282

报告联系人

李科	021-68766135 like@essence.com.cn
-----------	-------------------------------------

前期研究成果

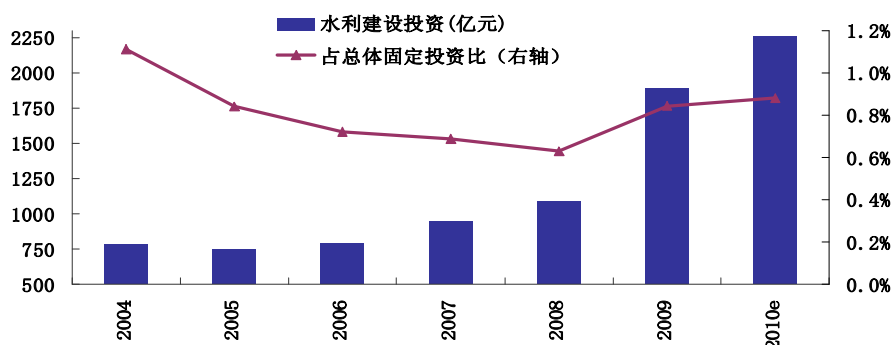
一元复始 万象更新	2010-12-31
稳物价，调结构	2010-12-13
上上下下的享受	2011-12-10

1. 聚焦水利

1.1. 加强发展、加大投资

水利水电事业一直是中国的重要国策。国家在 2007、2008 和 2009 年于水利方面的投资分别达到 945 亿、1088 亿和 1894 亿。但从总量来看，水利投资占总固定资产投资的比例在过去几年却是逐年下降的，从 2004 年占比 1.11% 下降到 2008 年的 0.63%，直至 2009 年才有所回升。近年来气候变化、灾害频发、资源紧缺都对水利形成了严峻的挑战。水利建设的滞后也为国家进一步的发展构成了制约。因此，在未来几年加强水利发展，加大水利投资；对珍贵的水资源进行综合配置和节约保护已经是刻不容缓的任务。我们预计 2010 年的水利投资将超过 2000 亿，今年很可能翻倍接近 4000 亿，约占 2011 年总固定资产投资的 1.2%。

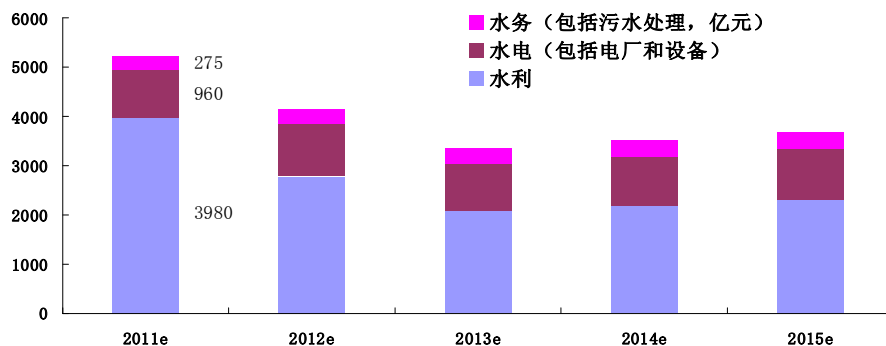
图 1 近年水利建设投资总额以及总体固定资产投资占比



数据来源：安信证券研究中心，水利部，WIND

在整个十二五期间，我们预计与水利建设相关的各项工程总投资有望达到 2 万亿元。我们称之为“大水利”概念。其中水利基础设施建设总投资有望达到 1.3 万亿；水力发电和电机设备可达 5 千亿；城市供水排水及污水处理等水务建设可达 1600 亿。由于水利工程周期较长，重要工程应该会在前期启动。水电和水务则在资金投入以及施工时段上比较平均。

图 2 预计十二五期间的大水利概念投资总额

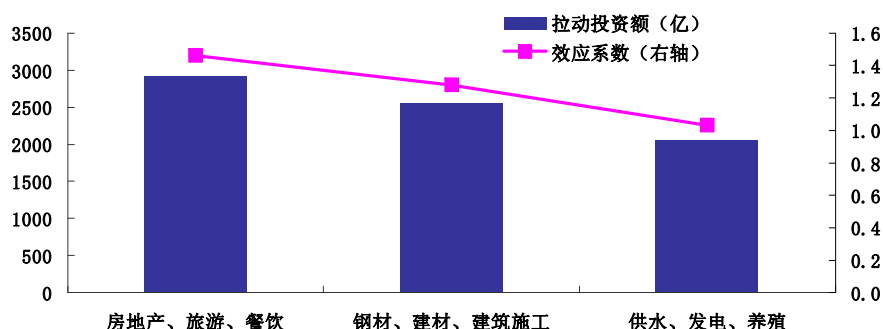


数据来源：安信证券研究中心，WIND

注：数据推测主要根据往年投资量和预计的增速

而政府的水利投资往往还会拉动其相关产业的投资。据水利部门统计，直接的水利投资对钢材、建材、建筑施工等上游产业的拉动效应为 1.28；对供水、发电、航运、养殖等下游产业的拉动效应为 1.03；对房地产、旅游、餐饮服务等其他产业的效应为 1.46。按照 2011 年新增 2000 亿水利投资的规模，我们预测水利建设将分别带动大约 2500 亿的上游产业，2000 亿的下游产业以及 2900 亿的其他产业投资。

图 3 水利投资所拉动的上下游产业投资



数据来源：安信证券研究中心，中国水利发展报告

如果对水利建设的原因和背景做出仔细分析，我们可以更加理解这项事业和相关行业的脉络，从而发现其中具有增长潜质的领域和公司。在此篇报告的第一部分，我们先探讨水利建设的背景；第二部分我们会分析与之相关的行业板块；在第三和第四部分我们还会对挑选的公司进行详细研究。

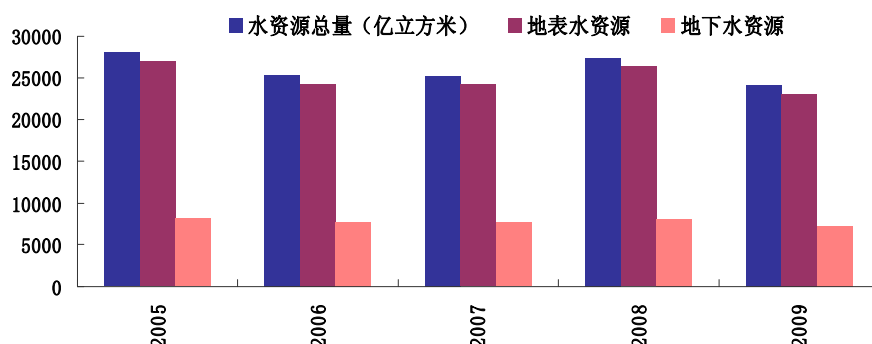
1.2. 气候变化、灾害频发

异常气候性灾害在最近这两年频频发生。2010 年年初的时候，西北部便遭受多次的大冰雪；年中西南地区又遭受持续多月的干旱，同时南方有多个省份遭遇洪涝灾害；全国多个地方出现寒潮、干旱、高温、暴雨、洪涝等各种极端天气。据统计 2010 年全国共有 18 个省份旱灾、26 个省份洪涝。这些气候灾害造成的受灾人口多、面积广，农民经济损失严重。而由于全球气候变化加剧，极端天气未来仍可能频繁出现。为了增强抵御水旱灾害，减少损失，加大水利基础设施建设实在具有必要性和紧迫性。

1.3. 资源紧缺、污染严重

当气候变化吸引人们关注的同时，一个同样紧迫的问题：淡水资源短缺的现象正日益突出。2005 年中国人均水资源量仅为 2145 立方米，仅比全球人均水资源的四分之一多一点。2009 年这个指标已经降至 1810 立方米，同年中国的水资源总量只有 24 万亿立方米，地表水资源 23 万亿，分别比 2005 年下降了 13.8% 和 14.3%。而用水需求仍然是以每年 100 亿立方米的速度增长，水危机应该是中国的最大忧患之一。

图 4 中国水资源总量，地表水总量以及地下水总量



数据来源：安信证券研究中心，水利部

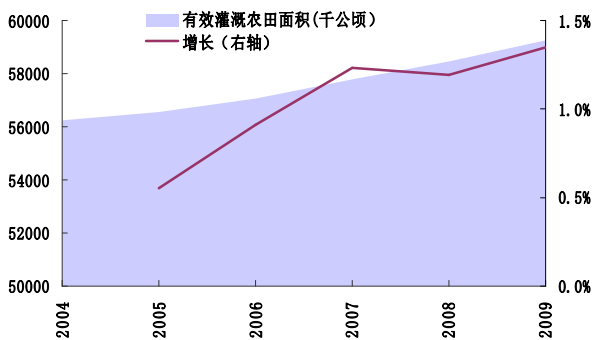
在紧缺的水资源当中，还存在着严重的水污染问题，目前中国近七成江河湖泊均受不同程度的污染。2010 年初国务院新闻办公室发布的《第一次全国污染源普查报告》显

示，中国废水化学需氧量（衡量水污染的一项指标）是政府原来统计数字的两倍，尤以三河三湖污染最为严重。

1.4. 支持农业、保障供应

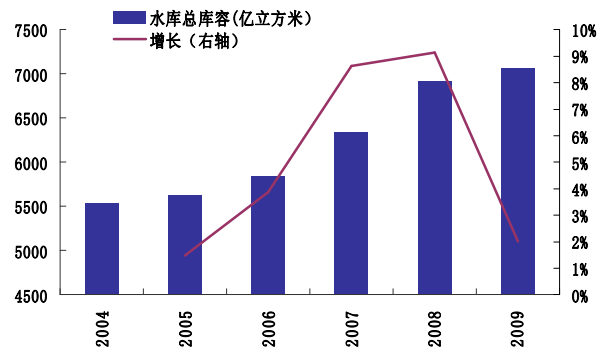
在另一方面，水利和农业密不可分。农村水利建设，特别是引水灌排是保证农产品收成，推动产业化，提高生产效益的基础。2010 年旱涝交加，给农业带来了严重的冲击，并成为此次农产品价格上涨的重要原因之一。提高粮食产量，保障农产品供应，将有助于减轻通货膨胀的压力。这也促使政府保障农业用水，加大农田水利的投资力度。回顾数据，2009 年全国有效灌溉的农田面积为 5900 万公顷，年增长缓慢，只有 1.3%；水库的总库容为 7000 亿立方米，年增长 2%。农村水利未来的发展重点将会着眼于效率更高的引水灌溉和节水灌溉。

图 5 有效灌溉农田面积及增长



数据来源：安信证券研究中心，水利部

图 6 水库总库容及增长

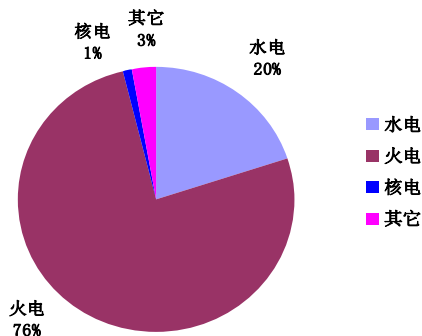


数据来源：安信证券研究中心，水利部

1.5. 水电能源、堪当大任

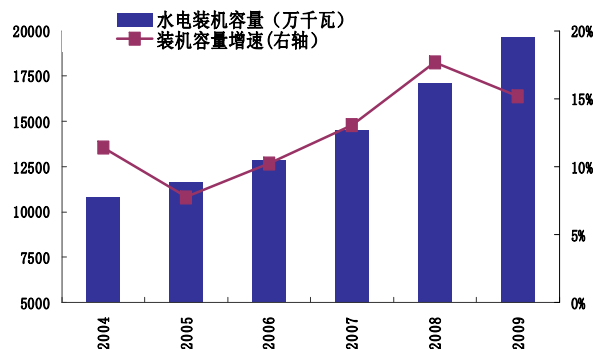
中国曾向国际社会承诺节能减排的目标是：2020 年非化石能源消费占整体能源消费的 15%。要达到这个目标，光是加速发展核能，风能，太阳能等清洁能源还远远不够，必须要尽快大力发展水电。这是因为现今核电的装机容量只占所有发电容量的 1.2%，而其它新兴能源全部的装机容量也只有 2.7%。由于基数太低，即使加速发展也不大可能在十年内显著地取代火电。相反，西部地区拥有丰富的水能资源，善加利用可以在发电环节以水代火，有效地减少温室气体的排放，有助达成 2020 年的节能减排目标。2009 年全国 6 千千瓦以上的水电装机量为 1.97 亿千瓦，占整体装机量的 20%，预计 2010 年将会突破 2.1 亿千瓦。

图 7 六千千瓦以上发电装机容量分布



数据来源：安信证券研究中心，WIND

图 8 水电发电装机容量增长



数据来源：安信证券研究中心，WIND

2. 大水利概念

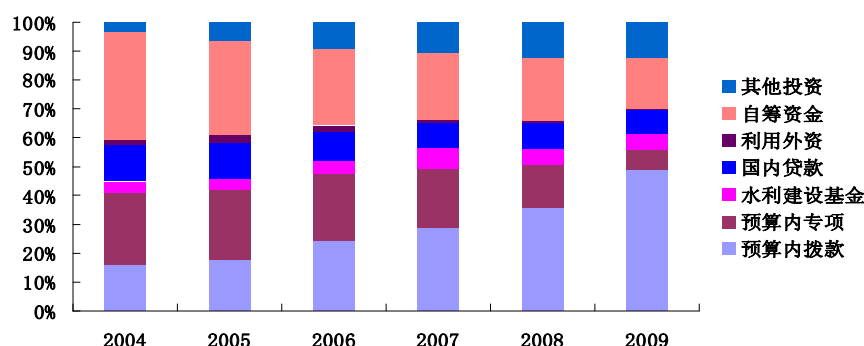
2.1. 行业板块

由于上文所述的四个原因，水利水电的建设投资于十二五期间将迎来快速的发展。在防洪工程、水电建设、南水北调等大型工程方面主要由政府主导投资，央企巨擘如葛洲坝集团和中国水利水电建设集团在工程业务上占据优势。可是我们认为水利投资不但会有利于其主体产业，还会带动上下游各类产业的需求，形成大水利的投资概念。其中包括工程管道，水电发电，节水设施和污水处理等。在这部分我们会从上至下，由宏观行业到公司板块对它们进行分析。其中我们最为看好的是水电设备，管道管材和工程建设。

2.2. 工程管道

作为政府主导投资特征明显的行业，水利工程的增速很大程度上与国家的投资规模有关。2009 年水利基建投资达 1894 亿元，同比增长 74%。从资金来源来看，预算内拨款、预算内专项和水利建设基金合计 1164 亿元，占投资总额的 61.5%。其中预算内拨款 930 亿元，较之 2008 年增幅达 138%。其它政府主导的拨款也显出逐年递增的态势。

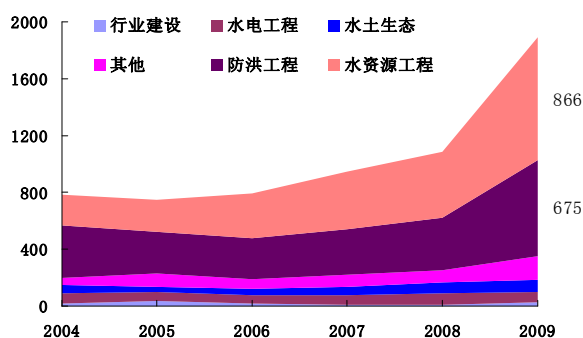
图 9 中国水利投资资金来源分布



数据来源：安信证券研究中心，水利部

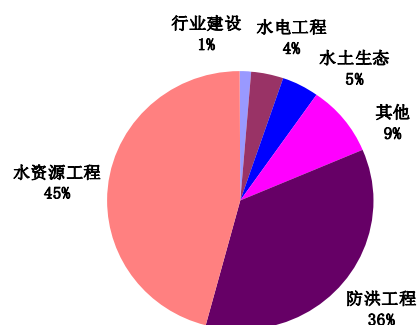
从投资方向上来看，水资源工程和防洪工程占主导。两类工程 2009 年增长明显，水资源达到 866 亿，增长 85%；防洪达 675 亿，增长 82%。二者合计约占投资总额的 81%。防洪工程主要包括有堤坝、河道整治工程、分洪工程和水库兴建修缮等。水资源工程主要包括农田水利工程，灌溉和排水工程，城镇给水排水以及跨地区大规模的输水工程，如南水北调、引黄工程等。

图 10 中国水利投资工程种类增长



数据来源：安信证券研究中心，水利部

图 11 零九年中国水利投资工程种类分布



数据来源：安信证券研究中心，水利部

预计未来两年水资源和防洪工程仍然会占水利工程的主要部分，投资额大幅提升。这

不但有利于实施工程的建设公司，还会拉动其相应上游板块如水泥、混凝土、管道、建材等。以水泥为例，按今年多增加 2000 亿投资的基准测算，虽然对于全国总体水泥需求的增幅不太明显，但是对工程较多的西部地区水泥厂家来说还是相当可观。我们估计在明后年，加大水利投资会对西部水泥厂家每年多贡献 4-5 个增长点。

在股票板块层面，我们用一致预期对公司的估值与增长进行分析，发现水利工程建设造的整体收入增长和盈利增长要高于全部 A 股的平均水平。预期此板块 2010-2012 年的年复合收入增长为 23%，高于市场的 17%；年复合盈利增长为 29%，也高于市场的 21%。当水利投资加码的政策逐渐被市场吸收消化，这些公司的增长速度很可能还会加快。

表 1 水利工程股票的估值与复合增长（2010-2012 年 CAGR）

公司	代码	流通市 值(亿)	收入 增长	PE 10 年	盈利 增长	PB	ROE 10 年	PEG
葛洲坝	600068.SH	429	24%	26	29%	3.4	13%	0.88
*ST 汇通	000415.SZ	36	N/A	N/A	N/A	12.6	4%	N/A
钱江水利	600283.SH	30	23%	35	11%	3.1	9%	3.05
安徽水利	600502.SH	31	27%	37	45%	4.4	12%	0.84
三峡水利	600116.SH	22	12%	53	56%	3.2	6%	0.94
粤水电	002060.SZ	25	24%	30	29%	2.8	9%	1.03
宏润建设	002062.SZ	20	15%	17	20%	3.2	19%	0.87
整体板块			23%	28	29%	3.5	13%	0.97

数据来源：安信证券研究中心，WIND

再把视线转到管道管材板块，我们看到这个板块的估值要高于整体 A 股市场。2010 年的市盈率是 43 倍，高于整体 A 股的 18 倍；最新季报的市净率是 4.6 倍，高于整体 A 股的 2.9 倍。用这个板块 32% 的预期盈利增长计算，我们计算出它的 PEG 数值是 1.37，高于整体 A 股市场的 0.85。它们的估值较高主要是因为管道供应商的收入在未来几年具有非常强的稳定性。

表 2 管道管材股票的估值与复合增长（2010-2012 年 CAGR）

公司	代码	流通市 值(亿)	收入 增长	PE 10 年	盈利 增长	PB	ROE 10 年	PEG
伟星新材	002372.SZ	14	36%	34	37%	3.7	11%	0.91
国统股份	002205.SZ	12	39%	48	35%	6.8	14%	1.37
青龙管业	002457.SZ	14	23%	39	23%	4.0	10%	1.68
*ST 国通	600444.SH	17	N/A	N/A	N/A	22.7	-7%	N/A
整体板块			32%	43	32%	4.6	11%	1.37

数据来源：安信证券研究中心，WIND

在本篇报告第三和第四部分，我们还会进行公司研究，探讨水利发展对个别股票的影响。

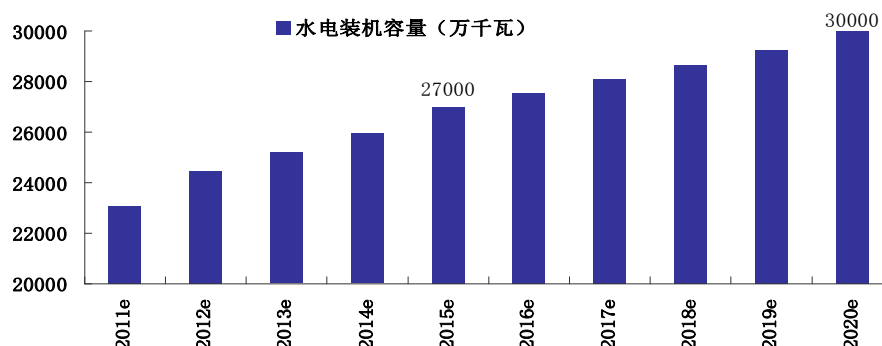
2.3. 水力发电

如上文所述，水电的重要性正在日益突出。截至 2010 年 10 月底，中国 6 千千瓦以上发电装机容量 8.9 亿千瓦，其中水电 1.78 亿千瓦，占比 20%。在 2005 至 2008 连续 4 年的高速增长后，近两年水电发电机装机量增速有所放缓。

然而中国目标在 2020 年再生能源比例达到 15%，并希望水电能占整体耗能的 9%-10%。因此我们相信未来 5 年国家将加速水电方面的投资，预计 2015 年常规水电装机量会

达到 2.7 亿千瓦，2020 年达到 3 亿千瓦。由于水电开发周期比较长，十二五期间需新开工将近 1 亿千瓦的发电机组，这对水电设备供应商是一个显著的利好。现时东方电气，哈尔滨动力和浙富股份 3 家生产商占据市场的一半份额，预计未来的份额还会有所提高，整个行业在未来 5 年的年复合收入增长将达到 12%-15%。

图 12 预计未来水电装机容量



数据来源：安信证券研究中心

在公司层面，东方电气和浙富股份在 A 股上市。浙富股份市值虽然较小，其收入和盈利增长却要高于东方电气。可是由于浙富股份的估值比较高，它的 PEG 值也要高于东方电气，达到 1.63。就整体板块而言，收入和盈利增长正好与 A 股市场相若。

表 3 水电设备股票的估值与复合增长 (2010-2012 年 CAGR)

公司	代码	流通市值 (亿)	收入增长	PE 10 年	盈利增长	PB	ROE 10 年	PEG
东方电气	600875.SH	521	17%	29	26%	6.2	21%	1.13
浙富股份	002266.SZ	31	31%	47	29%	6.5	14%	1.63
整体板块			17%	30	26%	6.3	21%	1.17

数据来源：安信证券研究中心，WIND

相比水电设备制造商，水电发电厂的增速则要慢得多。整体板块的收入增长和盈利增长分别只有 7% 和 8%。相应的估值也比较低，然而股本回报率却比我们预想的要高，达到了 12%。

表 4 水电发电股票的估值与复合增长 (2010-2012 年 CAGR)

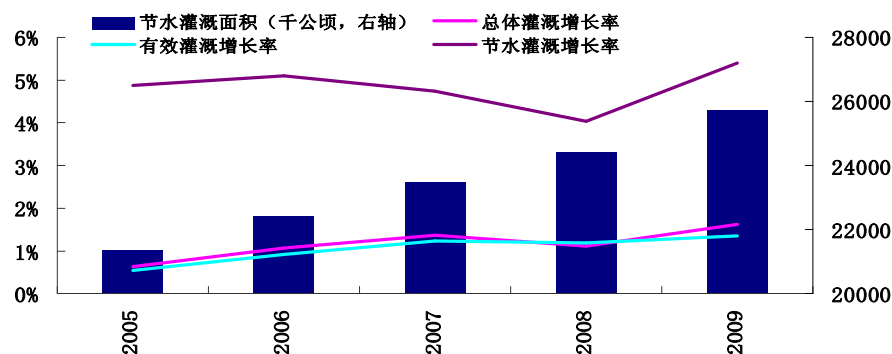
公司	代码	流通市值 (亿)	收入增长	PE 10 年	盈利增长	PB	ROE 10 年	PEG
长江电力	600900.SH	563	2%	16	6%	1.9	12%	2.92
桂冠电力	600236.SH	53	8%	19	10%	2.4	12%	1.91
桂东电力	600310.SH	51	14%	51	25%	4.5	9%	2.05
乐山电力	600644.SH	45	12%	69	35%	4.4	6%	1.96
明星电力	600101.SH	46	19%	35	13%	3.5	10%	2.71
闽东电力	000993.SZ	44	40%	32	13%	2.7	8%	2.48
文山电力	600995.SH	41	16%	41	30%	5.8	14%	1.36
西昌电力	600505.SH	34	11%	37	20%	6.8	18%	1.82
黔源电力	002039.SZ	26	26%	N/A	N/A	1.8	0%	N/A
*ST 岷电	600131.SH	29	33%	35	27%	6.7	19%	1.28
三峡水利	600116.SH	22	12%	53	56%	3.2	6%	0.94
整体板块			7%	19	8%	2.2	12%	2.28

数据来源：安信证券研究中心，WIND

2.4. 节水设施

在节水护水方面,《全国水资源综合规划》曾提出到 2020 年全国用水总量力争控制在 6700 亿立方米以内;万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量分别降低到 120 立方米及 65 立方米,均比 2008 年降低 50% 左右;农田灌溉水有效利用系数提高到 0.55;主要江河湖库水质达标率提高到 80%。要达到这样的目标,不但要在工业和城市用水进行合理的节约配置,在节水灌溉方面更需要加强力度。资料显示,直到 09 年节水灌溉面积占所有灌溉面积不到 40%。而过去 5 年节水灌溉面积的年增长平均约 5%,大幅高于总体灌溉面积的增长。

图 13 总体灌溉、有效灌溉、以及节水灌溉面积增长



数据来源：安信证券研究中心，水利部

换言之,越来越多的农田耕地正进行节水设备的铺设。考虑到水资源紧缺的形势,以及对粮食的需求保障,节水设施的投资会持续增加,节水灌溉企业的前景也十分广阔。根据《全国节水灌溉规划》,2006 至 2020 年期间全国节水灌溉项目总投资应为 4500 亿,而十一五期间实际投资不到 1500 亿,因此未来十年这方面的投资应该达到 3000 亿。预计未来 5 年节水灌溉行业的年收入复合增长将会达到 20%-30%。

表 5 节水设施股票的估值与复合增长 (2010-2012 年 CAGR)

公司	代码	流通市 值 (亿)	收入 增长	PE 10 年	盈利 增长	PB	ROE 10 年	PEG
大禹节水	300021.SZ	13	N/A	98	64%	7.5	8%	1.53
三川股份	300066.SZ	7	36%	42	32%	3.5	8%	1.31
利欧股份	002131.SZ	24	31%	40	37%	7.7	19%	1.08
整体板块			33%	49	40%	5.8	12%	1.23

数据来源：安信证券研究中心，WIND

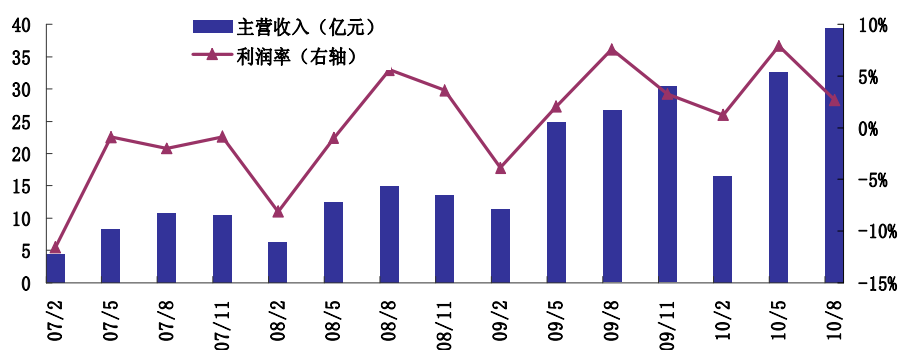
落到已上市公司的层面,大禹节水比较专注于节水灌溉业务。这家公司 2009 年的收入增长和盈利增长均为 27%,08 年收入增长为 45%和盈利增长 36%。但是在 10 年前 3 个季度,公司增速却有放缓的迹象,收入同比增长只有 7%,盈利同比只有 5%。同时公司毛利率由去年同期的 22%提升到 10 年 3 季度的 27%,净利率则保持在 10%左右。

2.5. 污水处理

过去十年政府加大城市供水排水等基础建设,污水处理设施也得到改善。城市污水处理率从 00 年的 34%提升至 09 年的 73%,但是距离发达国家的 90%污水处理率还有近 20%的提升空间。随着国家城市化的进程,对工业污水、农业污水、特种污水的处理要求也越来越高,加上偏低的处理费用应得到调整,这些都会给污水处理企业带来利好。过去几年行业开始启动,截至 2010 年 8 月,污水处理企业从 07 年的 101 家增

加到 287 家，业务收入由 23 亿上涨到 89 亿，年复合增长超过 50%，并且实现扭亏为盈。污水处理和再生利用的投资价值正在逐步显现，预计未来 5 年行业收入的年增长将超过 20%。

图 14 污水处理企业主营收入和利润率



数据来源：安信证券研究中心，水利部

可正是出于行业加速发展的憧憬，现时市场赋予这个板块的估值水平也比较高，10 年的 PE 达到了 36 倍，而最新季报的 PB 也达到了 4 倍。由于这些企业根据各自的地域分散运作，行业集中度不高，因此上市公司的收入和盈利增长空间不是特别大。在现时的价位显得比较昂贵。预计 10-12 的年复合分别为 24% 和 17%。计算其 PEG 数值，我们发现污水处理板块的估值增长比率数值并不低，已经达到了 2.08。

表 6 污水处理股票的估值与复合增长（2010-2012 年 CAGR）

公司	代码	流通市 值(亿)	收入 增长	PE 10 年	盈利 增长	PB	ROE 10 年	PEG
首创股份	600008.SH	149	16%	27	14%	2.0	7%	1.92
创业环保	600874.SH	76	N/A	36	N/A	2.9	8%	N/A
桑德环境	000826.SZ	82	37%	72	40%	11.1	15%	1.79
兴蓉投资	000598.SZ	46	13%	35	10%	6.1	18%	3.51
碧水源	300070.SZ	44	67%	95	71%	6.2	6%	1.33
万邦达	300055.SZ	35	66%	103	65%	9.0	9%	1.59
重庆水务	601158.SH	41	13%	31	13%	3.7	12%	2.41
武汉控股	600168.SH	39	N/A	36	N/A	2.3	6%	N/A
南海发展	600323.SH	33	23%	10	-31%	2.9	28%	-0.34
中山公用	000685.SZ	28	6%	19	17%	2.4	12%	1.14
洪城水业	600461.SH	25	27%	76	29%	7.2	10%	2.64
中原环保	000544.SZ	14	8%	46	14%	6.0	13%	3.27
国中水务	600187.SH	13	63%	78	33%	14.1	18%	2.35
整体板块			24%	36	17%	4.0	11%	2.08

数据来源：安信证券研究中心，WIND

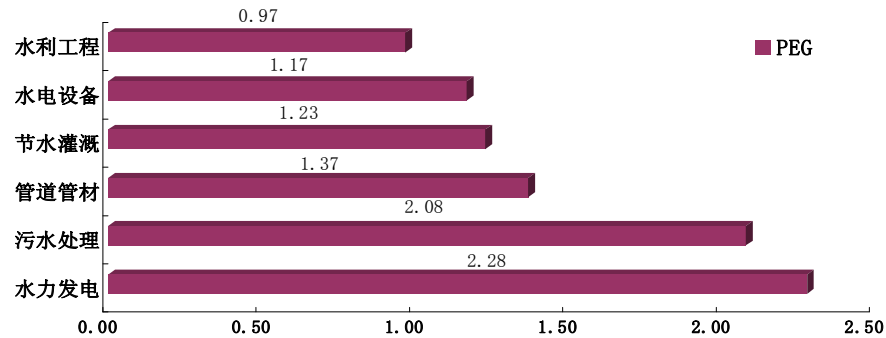
2.6. 板块比较

综合以上的分析，我们比较了一下与水利水电相关的六个板块。选用的指标有估值增长比率（PEG）和利润弹性。六个板块所属的行业性质不同，业务模式差异很大。纯粹用单一指标，例如估值，增长，或者利润率，都难以做出合理的比较。而选用同一统计口径计算的 PEG，则比较能够反映出各个板块经折算后的市场价值。

其中水利工程建设和水电设备的 PEG 是最低的，也是我们比较喜欢的板块。在这里面，

我们又最为看好水电设备，这主要是因为水电设备的需求增长确定性高，而且市场份额高度集中，技术壁垒和规模效益保障了它们的利润。而污水处理和水力发电的 PEG 值最高，加上其行业内资源分散，吸引力因而比较低。

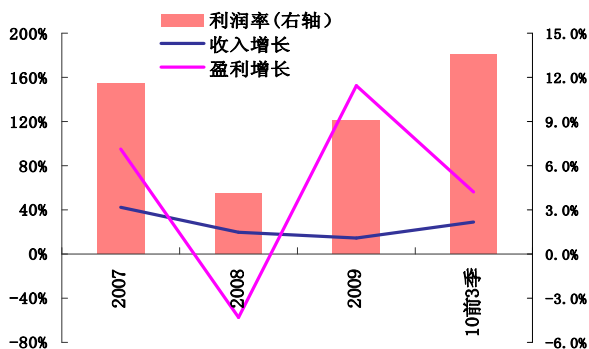
图 15 各个板块的估值增长比率（PEG）比较



数据来源：安信证券研究中心

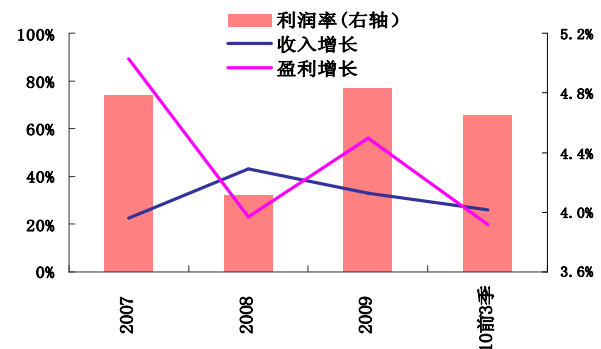
另外除了水电设备，我们还比较看好管道管材。主要是因为管道供应商在将来几年的业务比较稳定，而且盈利增速和利润率都比水利工程公司更富有弹性。在过去三年，管道厂商的利润率逐年增长至 14% 而工程企业的利润率却停留在 5%。两个行业同时在 09 年经历了业务好转，盈利反弹的阶段。但是管道管材的反弹力度却比工程行业大得多，这还是要归功于小行业和小公司比较灵活的竞争体制。

图 16 管道管材行业的利润情况



数据来源：安信证券研究中心，WIND

图 17 水利工程行业的利润情况



数据来源：安信证券研究中心，WIND

3. 水利水电工程板块

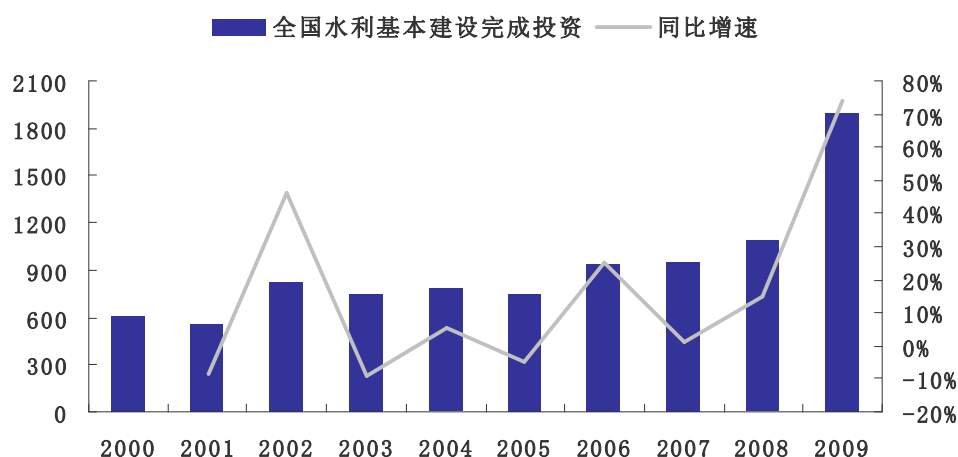
3.1. 旱涝灾害频发凸显水利设施建设滞后

自 2009 年 9 月开始到 2010 年 4 月，中国西南地区的云南、贵州、广西、重庆、四川等省（区、市）遭遇了大范围持续干旱，我国的水利基础设施在旱情中暴露出标准低、配套差、老化失修、功能退化的致命弱点，水利设施建设明显滞后于经济发展。

从工程基础看，隐患不容低估。虽然近年来国家已经加大了病险水库除险加固力度，但全国仍有 3 万多座水库不同程度存在病险隐患，加之每年都有不少水库因水毁形成新的病险，不仅不能很好地发挥水库的防洪减灾效益，而且还存在严重安全隐患。2008、2009 年，国家明显加大了水利建设的投资力度，2009 年全国水利基本建设完成投资额同比增长了 74%。

图 18 2000 年以来全国水利基本建设完成投资额

单位：亿元



数据来源：中国水利水电工程网，安信证券研究中心

2009 年，在中央应对国际金融危机政策带动下，中国水利基本建设完成投资规模高达 1894 亿元。干旱气候下，中国一些省区更是增加了水利建设。云南省今年将陆续开工建设 100 个骨干水源工程和 100 万个小山塘、小电灌站等“五小”水利工程。贵州省则继 2009 年开工建设历史规模最大的黔中水利枢纽工程后，还将同步进行“滋黔”工程、病险水库除险加固、烟水配套工程、农村饮水安全工程等水利项目，以提高农田有效灌溉面积。2010 年全国水利基本建设完成投资额预计超过 2000 亿元。

3.2. 水电工程建设提速

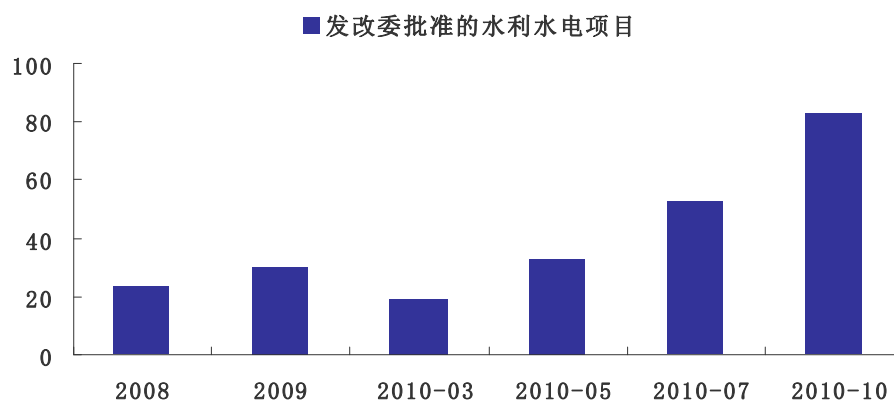
十一五期间水电建设历史欠账多，根据“十二五规划”，国家将更加重视节能减排与保障民生，水电基地工程又是十大可再生能源工程之一，因此水利水电建设在十二五期间有望获得高速发展。

根据中国水力发电工程学会副秘书长张博庭的说法，“十一五期间，本来预计核准 7000 万千瓦水电，实际只核准了 2000 万千瓦的水电项目。十一五未核准的很多项目需要到十二五来核准，再加上十二五需要核准的项目，预计 2011-2015 新核准 1 亿千瓦的水电项目。”

从长期来看，根据国家电力工业十一五规划和《可再生能源中长期发展规划》，2020 年水电装机规模将达到 3 亿千瓦，水电开发程度要达到 75% 以上，未来我国水利水电施工行业将持续增长。从中期看，为了完成我国向国际社会做出的非化石能源占一次能源消费比重达到 15% 左右承诺，保证 2020 年的碳目标实现，未来 5 年至少需要开工的水电项目超过 1 亿千瓦，我国水电开发将进入跨越式发展阶段。

2008、2009 年，国家发改委批准立项的水利水电项目分别为 23 和 30 个，2010 年前 7 月，国家发改委批准立项的水利水电项目已经达到了 53 个，相当于 2008 和 2009 年全年的量。

图 19 2008 年以来国家发改委批准的水利水电项目个数



数据来源：中国水利水电工程网，安信证券研究中心

随着十二五期间国家加大水利水电投资的力度，相关上市公司将显著受益。其中 2009 年，粤水电和安徽水利的水利水电工程业务占主营业务的比重分别为 40%和 30%左右，2009 年和 2010 年上半年，葛洲坝新签水电工程合同额约占新签合同总额的比例均为 46%左右，意味着公司约有 36%的业务将受益于水利水电的建设。根据受益排序，我们对三家公司的推荐次序为粤水电、葛洲坝和安徽水利。

表 7 水利水电工程行业估值比较

	EPS				复合 增长率	PE			01.12		
	2009	2010E	2011E	2012E		2010	2011	2012	股价	目标价	评级
葛洲坝	0.38	0.48	0.64	0.80	28.2%	26.9	20.2	16.2	12.93	16	增持-A
粤水电	0.26	0.40	0.50	0.70	39.1%	33.6	26.8	19.2	13.42	17.5	买入-A
安徽水利	0.20	0.34	0.50	0.63	46.6%	44.7	30.4	24.1	15.2	18.9	增持-A

数据来源：安信证券研究中心

3.3. 水电设备首选浙富股份

公司具备大中型型水电机组制造能力：浙富股份已经完成从小水电机组制造转向大中型水电机组制造的过程，已承接的单机容量最大的机组包括 36MW 的贯流机组、165MW 的轴流机组，公司具备了 400MW 混流机组制造能力，可以承建今后一段时间内建设的鲁迪拉、龙开口等大中型水电站机组，及抽水蓄能电站机组。

大订单已经成为现实：2008-2009 年由于水电项目基本停止审批，公司订单较少，特别是 2009 年订单少。随着水电建设开闸，公司订单趋于大型化；2010 年 10 月份中标的湖南沅水桃源水电站项目，中标金额 3.579 亿元；2010 年 12 月中标四川大渡河枕头坝一级水电站 4 台 180MW 轴流转桨式水轮发电机组及其附属设备项目，中标金额 4.85 亿元。我们期待公司能中标抽水蓄能项目。

股权激励将促进公司发展：公司已经股权激励授予，被授予对象的利益将与公司的利益及其他流通股东的利益趋于一致，将促进公司发展。本次股权激励费用 4271.51 万元，按照 48 个月摊销，我们预计每年摊销费用为 2010 年 266.97 万元，2011-2013 年 1067.88 万元，2014 年 800.91 万元。

订单不断增长将是公司估值提升的动力：公司水电机组新增订单 2010 年上半年只有约 4 亿元，我们预测 2010 年上半年将达到 16 亿元，2011 年订单 35 亿元，2012 年订单 40 亿元，2013 年订单 40 亿元。公司订单收入确认时间较长，按照订单型公司估值

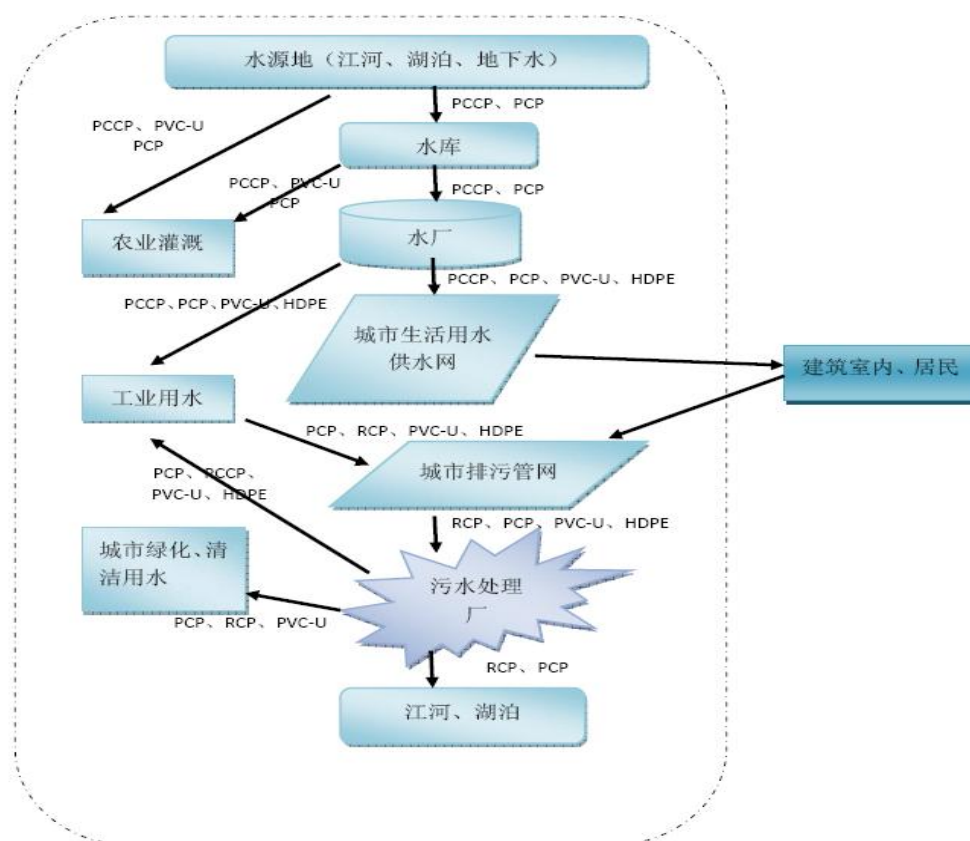
特点，订单增长将推高公司估值水平，收入最终实现的时候反而估值水平会降低。

盈利预测与公司估值：按照我们对公司收入确认准则的理解，预测公司 2010 年-2013 年收入将分别为 9.3 亿元、12.77 亿元、16.84 亿元、29.89 亿元。预测 2010-2013 年 EPS 分别为 0.95 元、1.29 元、1.66 元、2.96 元，2010-2013 年增长率分别为 11.5%、35.9%、29.1%、77.7%。维持公司 12 个月目标价位 78 元，维持“买入-A”投资评级。

4. 水利管道板块

水利投资的大幅增加，无疑将带来输水管道的巨大需求，特别是对各种大口径输水管道的需求。从目前 A 股上市公司来看，主营业务为大型输水管道的公司主要有国统股份和青龙管业，因此这 2 家公司是管道板块中受益最大公司。

图 20 大型输水管应用明细图



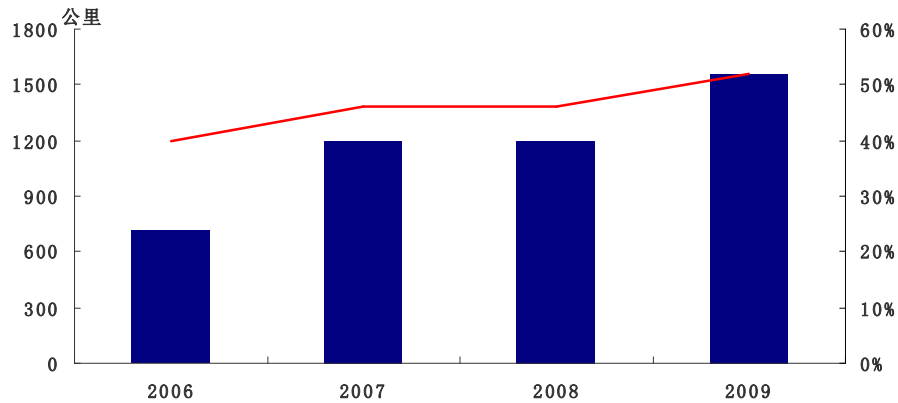
资料来源：青龙管业招股说明书 安信证券研究中心

4.1. 国统股份

国统股份现有主营产品为 PCCP 管和少量 PVC 管，目前新进入产品为地铁盾构环片。公司是国内 PCCP 管的全国性龙头企业之一，在非公开增发募集资金项目投产后公司产能将跃居国内首位。

PCCP 是世界上大中型输水工程中广泛使用的一种复合材料管材，是跨流域引水、城际间输配水重点工程以及城市输水大中口径主干管网中的主导产品。2005 年出台的《中国节水技术政策大纲》中明确提出积极鼓励、推广 DN>1200 PCCP 的应用。从 2007 年开始 PCCP 管在国内的应用出现了明显快速增长态势。我们预计十二五期间，PCCP 管的需求量将保持 20%以上的增长。国统股份在 PCCP 管行业具有明显的品牌优势，过去几年中标率在 80%以上，PCCP 管需求的大幅增长将使公司明显受益。

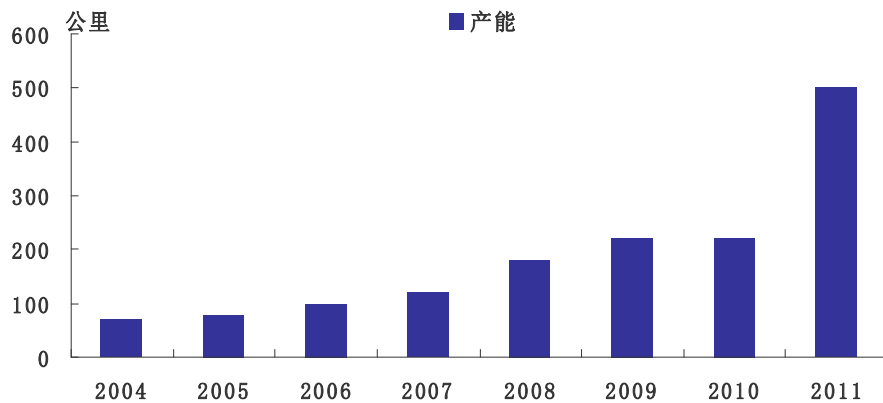
图 21 PCCP 管的产量和产能利用率



数据来源：中国混凝土与水泥制品网 安信证券研究中心

国统股份目前的产能约为 220 公里标准管，募集资金在建项目的产能为 260 公里标准管，如果考虑公司新收购和新建的子公司，预计公司在 2011 年底产能将突破 500 公里标准管，因此公司在 2011 年后业绩将大幅增长。而公司新进入的地铁盾构环片虽然毛利率相对较低，但需求巨大且较为稳定，将为公司贡献业绩和平滑 PCCP 管的季度业绩波动。

图 22 国统股份 PCCP 管标准管产能



数据来源：公司公告 安信证券研究中心

我们预计公司 2010 - 2013 年归属于母公司所有者净利润年均增长 39% 左右，EPS 分别为 0.62、0.81、1.20、1.65 元。我们看好公司长期发展前景，给予“增持-A”评级，按照 2012 年 30 倍 PE 给予目标价 36 元。

4.2. 青龙管业

青龙管业主营产品包括 PCCP、PCP、RCP 混凝土管道和 PVC、PE 塑料管道，是西北地区最大的供排水管道生产企业，也是国内最大的供排水管道生产企业之一。

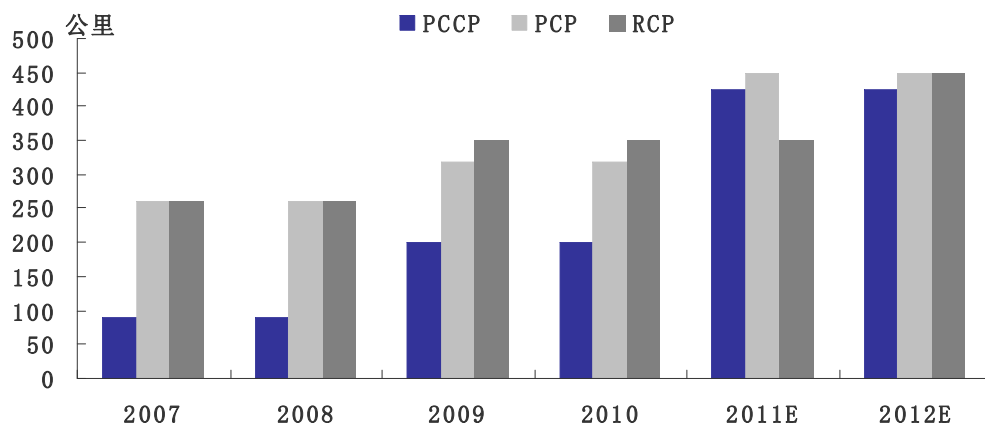
公司一直奉行“区域化、专业化”的发展战略，目标市场定位于西北地区及“京津唐”地区。公司在宁夏及周边四省区的市场占有率始终保持第一。2009 年，公司的 PCCP 和 PCP 产品在宁夏的市场占有率接近 95%，在宁夏周边四省区市场占有率达到 40% 以上。公司的 RCP 在宁夏的市场占有率也达到 60% 以上。由于十二五期间西北地区的水利投资增速将会大大高于全国平均水平，因此公司受益最大。例如宁夏地区十二五预计投资达到 320 亿元，较十一五期间的 88 亿元，同比增长了 2.6 倍。

从全国的角度来看，公司在 PCCP 行业的品牌知名度在国统股份之下，但在宁夏及周边四省仍占据绝对优势。同时由于其产品系列齐全，具有协同效应，在订单争取上仍具有较大优势。同时公司成立了新的销售公司，重新梳理其销售渠道，避免曾经出现

过的不同产品自相竞争的局面。

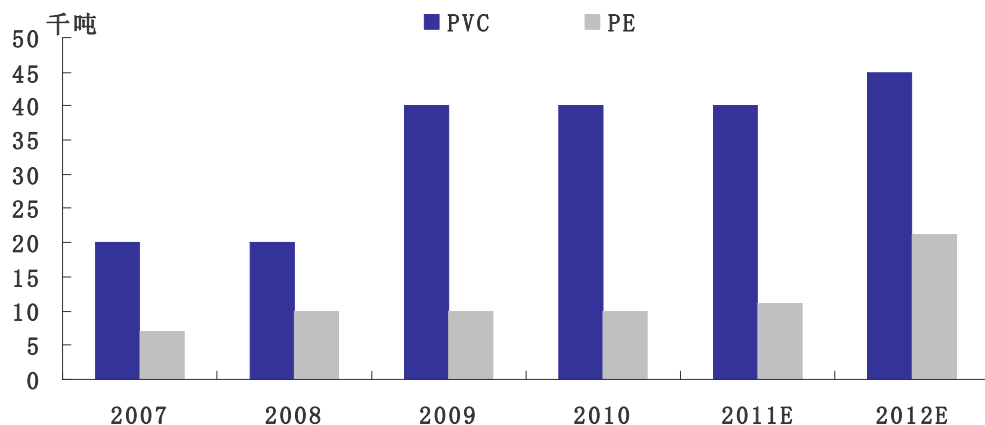
公司 2010 年在 A 股成功上市, 利用其募集资金开始了大规模的产能扩张, 预计到 2012 年公司混凝土管产能将扩张 52%, 塑料管产能将扩张 32%。

图 23 青龙管业混凝土管产能



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

图 24 青龙管业塑料管产能



数据来源: 公司公告 安信证券研究中心

我们预计公司 2010 - 2013 年归属于母公司所有者净利润年均增长 28% 左右, EPS 分别为 1.04、1.45、1.82、2.25 元。我们看好公司长期发展前景, 给予“增持-A”评级, 按照 2012 年 25 倍 PE 给予目标价 45.5 元。

表 8 管道公司估值比较

	EPS				复合增长率	PE				01.12		
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010	2011	2012	股价	目标价	评级
国统股份	0.52	0.62	0.81	1.20	32.1%	60.1	50.4	38.6	26.1	31.27	36	增持-A
青龙管业	0.84	1.04	1.45	1.82	29.4%	46.0	37.1	26.6	21.2	38.63	45.5	增持-A

数据来源: 安信证券研究中心

分析师简介

程定华，上海社会科学院经济学博士，七年证券投资与研究经验，曾担任光大证券投资决策委员会委员，获得上海市第五届哲学社会科学优秀著作一等奖。2007年4月加盟安信证券研究中心。

张龙，电力行业首席分析师，毕业于清华大学，工学硕士，2003年开始证券行业研究，2007年4月加盟安信证券研究中心。新财富2007年最佳分析师“电力及公用事业”行业第三名。

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。

分析师声明

程定华、张龙、黄守宏、诸海滨、李孔逸分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李国瑞	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人		
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034