

## 水利行业再迎利好，上调目标价至 16.5 元

公司简报

### ◆事件:

近日李克强总理调研水利部，指出集中力量建设重大水利工程，像推进棚户区改造、中西部铁路建设一样，是群众急需、迟早要干的事情，是政府应提供的重要公共产品。要加大资产投入和政策支持，同时创新投融资机制，敞开大门鼓励社会资本投入。

### ◆看好明年水利板块的主要理由

从政府角度看，1) 解决水安全问题，维系民心。多年来我国水安全问题突出，每年洪涝与旱灾遭受的损失超过 2000 亿元，目前也尚有超过 1 亿农村居民饮水安全得不到保障；2) 稳定经济发展，一方面水利建设有助于拉动投资，增加就业，另一方面水利工程也是经济发展必需的配套工程。

从行业角度看，1) 项目构成中大型项目占比有望提升。近年来水利投资保持 20% 以上增速，但中小型项目偏多，重大水利项目因环保、移民、回报期长等原因建设缓慢，导致几家上市公司的水利订单增长并不明显，但未来在政府主导、投融资体质量理顺的背景下，有望明显改善；2) 规划执行力度有望显著增强，我们认为本次李总理调研讲话反映了政府在推动重大水利项目的决心，后续有望配套政策有望落地。

### ◆公司传统优势有望上演“王者归来”

公司是安徽水利龙头，省内水利工程领域市占率约 30%，目前水利部积极推动总投资规模 4 万亿的 172 项重大水利工程，安徽省也在推进总投资规模 736 亿元的 22 项重大水利工程，公司有望充分受益。另外公司 2016 年 24.61 万千瓦装机容量将全部并网发电，预计贡献营收 2.5 亿元，相比 2013 年增长 400%，并有望受益于水电并网价格上调。我们认为未来公司“水利”标签更具意义，水利水电领域的传统优势有望上演“王者归来”。

### ◆维持“买入”评级，上调目标价至 16.5 元

我们上调目标价理由：1) “降息”释放地产业务风险，业绩有望超预期；2) 水利行业景气大幅提升；3) 国企改革临近，“一路一带”主题持续催化，系统性估值提升。预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.48 元、0.59 元、0.77 元，假设明年完成资产注入，2015 年 EPS 预计 1.10 元，我们认为给予明年 15 倍 PE 较为合理，目标价 16.5 元，维持“买入”评级。

### ◆风险提示：资产注入进度慢于预期风险、地产下滑风险

### 业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	6,490	6,812	7,977	9,758	11,845
营业收入增长率	22.16%	4.96%	17.10%	22.32%	21.39%
净利润(百万元)	258	203	240	298	386
净利润增长率	2.05%	-21.30%	18.28%	24.18%	29.64%
EPS(元)	0.51	0.40	0.48	0.59	0.77
ROE(归属母公司)(摊薄)	19.03%	13.07%	13.54%	14.57%	16.09%
P/E	23	29	24	19	15
P/B	4	4	3	3	2

## 买入(维持)

当前价/目标价：11.57/16.50 元

目标期限：6 个月

### 分析师

杜市伟 (执业证书编号：S0930514060002)

021-22169105

[dusw@ebsec.com](mailto:dusw@ebsec.com)

### 联系人

### 市场数据

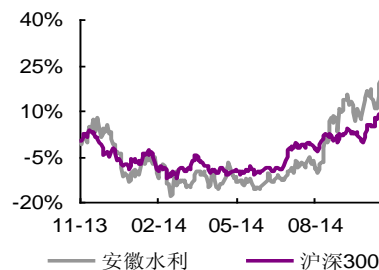
总股本(亿股)：5.02

总市值(亿元)：58.07

一年最低/最高(元)：6.67/11.75

近 3 月换手率：282.11%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	15.79	34.79	26.99
绝对	28.13	48.33	38.98

### 相关研报

远被低估的多重政策受益标的，重申“买入”评级

..... 2014-11-10  
水利水电业务专项研究——传统优势有望上演“王者归来”

..... 2014-10-16  
业绩回暖与国企改革共振，盛宴将启

..... 2014-09-08

## 附录

### 李克强考察水利部：解决饮水安全 建设重大水利

来源：中国新闻网

(<http://www.chinanews.com/gn/2014/11-25/6814347.shtml>)

中新社北京 11 月 25 日电 (记者 蒋涛)中国国务院总理李克强 24 日到水利部考察并主持召开座谈会。他强调，要解决饮水安全，惠及亿万群众，建设重大水利，支撑经济发展。

李克强首先来到农村水利司，详细了解农村饮水安全工程规划进展情况，得知今年部署的农村饮水安全任务已基本完成，李克强叮嘱大家，这项工作十分艰巨，要保质保量，让群众满意。他强调，对所有的民生工程，各级政府都要担起责任，狠抓落实，务见成效，兑现对人民的硬承诺。

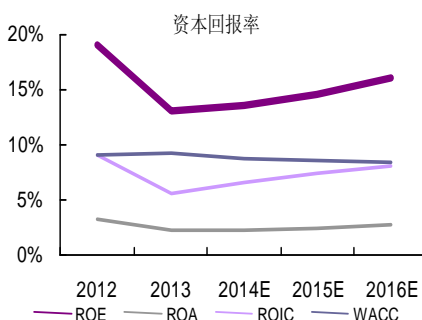
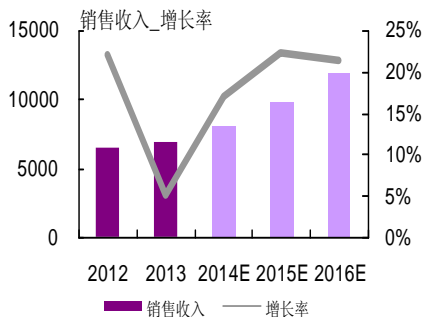
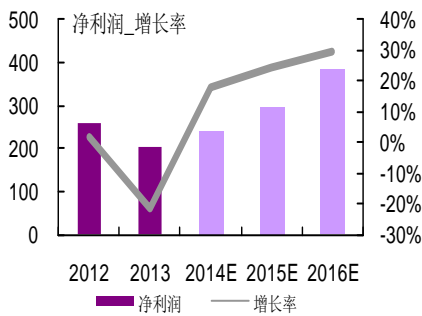
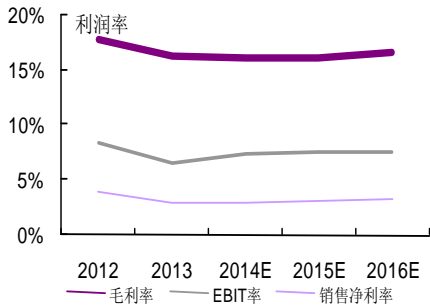
在重大水利工程推进情况展板前，李克强听取引水调水、骨干水源等投资建设汇报。他说，水是生命之源、生活之本、发展之要。兴水治水关系国泰民安，是工业化、城镇化和农业现代化的重要支撑，功在当代、利在千秋，要让每一项水利工程都经得起历史检验。

随后，李克强主持召开座谈会，在听取水利部负责人汇报后，李克强说，中国水利事业的长足发展和发挥的重大作用，凝聚着广大水利干部职工的辛勤奉献。水利建设一头连着基本民生，一头连着未来发展。努力让所有农村居民喝上干净水，为群众创造最基本的生存条件，是政府应尽职责。明年是决战年，剩下的都是“硬骨头”，但再硬的骨头也要啃下来，这关系政府的公信力，必须打赢这场攻坚战。有关部门和地方要加大资金投入和政策支持，按照统一的工程标准，加快建设进度，提高完工率。针对农村特别是中西部自然条件差、人口居住分散的情况，要注意摸清底数，对遗漏的，也要科学提出目标，如期完成。在此基础上，结合“十三五”规划编制，统筹谋划，逐步提高饮水安全标准，切实把农村饮水安全成果巩固住、不反复。

李克强指出，集中力量建设重大水利工程，像推进棚户区改造、中西部铁路建设一样，是群众急需、迟早要干的事，是政府应提供的重要公共产品。水利建设不仅有利于水资源利用和保护，而且能够拉动有效投资，促进就业和农民增收，带动相关产业，发挥稳增长的关键作用。要利用原材料成本相对较低的时机，按照国务院部署，加快建设关系全局、具有较强辐射带动作用的 172 项重大水利工程，特别要在中西部地区建设一批重大调水工程、大型水库和节水灌溉骨干渠网，有效解决区域性缺水。在建项目要抓紧建设，具备条件的要尽快开工，正在论证的要加快前期工作，对经济增长形成持续

拉动力。当前，中国近一半农田仍是“望天田”，今冬明春要加强农田水利建设，完善末级渠系，加快解决农田灌溉“最后一公里”问题。

李克强指出，水利建设要通过深化改革，更多运用市场机制。在加大政府投入、盘活存量的同时，创新投融资机制，敞开大门鼓励社会资本投入，积极推行政府与私营部门合作等模式，形成利益共享、风险分担机制，让民间资本在水利建设运营领域尝到甜头、大显身手。更好发挥政策性金融支持水利的作用，建立合理的水价机制，用改革的红利促进水利事业发展。(完)



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>6,490</b>	<b>6,812</b>	<b>7,977</b>	<b>9,758</b>	<b>11,845</b>
营业成本	5,329	5,705	6,696	8,182	9,884
折旧和摊销	59	77	79	81	83
营业税费	273	267	311	381	486
销售费用	26	31	36	44	54
管理费用	231	263	287	381	462
财务费用	192	126	211	259	289
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-3	9	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>354</b>	<b>327</b>	<b>379</b>	<b>476</b>	<b>615</b>
<b>利润总额</b>	<b>376</b>	<b>339</b>	<b>380</b>	<b>478</b>	<b>617</b>
少数股东损益	0	2	3	8	15
<b>归属母公司净利润</b>	<b>257.77</b>	<b>202.86</b>	<b>239.94</b>	<b>297.96</b>	<b>386.29</b>

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>总资产</b>	<b>8,163</b>	<b>9,416</b>	<b>11,414</b>	<b>13,251</b>	<b>15,556</b>
流动资产	6,323	7,114	9,227	10,917	13,067
货币资金	931	1,022	1,835	2,244	2,724
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	2,426	3,030	3,995	4,521	5,322
应收票据	11	12	14	17	20
其他应收款	466	569	638	781	948
存货	2,395	2,380	2,678	3,273	3,954
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	59	67	67	67	67
固定资产	684	849	823	793	747
无形资产	274	197	188	178	169
<b>总负债</b>	<b>6,413</b>	<b>7,445</b>	<b>9,220</b>	<b>10,776</b>	<b>12,710</b>
无息负债	4,424	4,920	5,531	6,746	8,086
有息负债	1,989	2,525	3,689	4,029	4,625
<b>股东权益</b>	<b>1,749</b>	<b>1,971</b>	<b>2,194</b>	<b>2,476</b>	<b>2,846</b>
股本	335	502	502	502	502
公积金	194	155	179	208	247
未分配利润	751	799	995	1,239	1,556
少数股东权益	395	419	422	430	445

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-92</b>	<b>-222</b>	<b>-172</b>	<b>402</b>	<b>235</b>
净利润	258	203	240	298	386
折旧摊销	59	77	79	81	83
净营运资金增加	385	248	956	476	810
其他	-793	-750	-1,448	-453	-1,045
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-358</b>	<b>11</b>	<b>54</b>	<b>-50</b>	<b>-30</b>
净资本支出	-87	-36	-47	-50	-30
长期投资变化	59	67	0	0	0
其他资产变化	-329	-20	101	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>447</b>	<b>302</b>	<b>932</b>	<b>58</b>	<b>275</b>
股本变化	0	167	0	0	0
债务净变化	420	536	1,163	341	595
无息负债变化	1,581	496	611	1,215	1,339
<b>净现金流</b>	<b>-2</b>	<b>91</b>	<b>813</b>	<b>410</b>	<b>480</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	22.16%	4.96%	17.10%	22.32%	21.39%
净利润增长率	2.05%	-21.30%	18.28%	24.18%	29.64%
EBITDA/EBITDA 增长率	10.31%	-14.32%	28.42%	21.97%	21.00%
EBIT/EBIT 增长率	10.22%	-19.12%	32.80%	24.59%	23.11%
<b>估值指标</b>					
PE	23	29	24	19	15
PB	4	4	3	3	2
EV/EBITDA	12	18	15	13	11
EV/EBIT	13	22	17	14	12
EV/NOPLAT	19	36	27	23	19
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	17.90%	16.25%	16.06%	16.15%	16.56%
EBITDA 率	9.37%	7.65%	8.39%	8.36%	8.34%
EBIT 率	8.46%	6.52%	7.39%	7.53%	7.64%
税前净利润率	5.79%	4.98%	4.76%	4.90%	5.21%
税后净利润率 (归属母公司)	3.97%	2.98%	3.01%	3.05%	3.26%
ROA	3.15%	2.17%	2.13%	2.31%	2.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	19.03%	13.07%	13.54%	14.57%	16.09%
经营性 ROIC	9.01%	5.49%	6.49%	7.30%	7.94%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.08	1.07	1.09	1.09	1.10
速动比率	0.67	0.71	0.78	0.77	0.76
归属母公司权益/有息债务	0.68	0.61	0.48	0.51	0.52
有形资产/有息债务	3.91	3.61	3.04	3.24	3.33
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.51	0.40	0.48	0.59	0.77
每股红利	0.05	0.04	0.05	0.06	0.08
每股经营现金流	-0.18	-0.44	-0.34	0.80	0.47
每股自由现金流(FCFF)	0.09	0.32	-0.98	0.12	-0.23
每股净资产	2.70	3.09	3.53	4.07	4.78
每股销售收入	12.93	13.57	15.89	19.44	23.60

资料来源：光大证券、上市公司

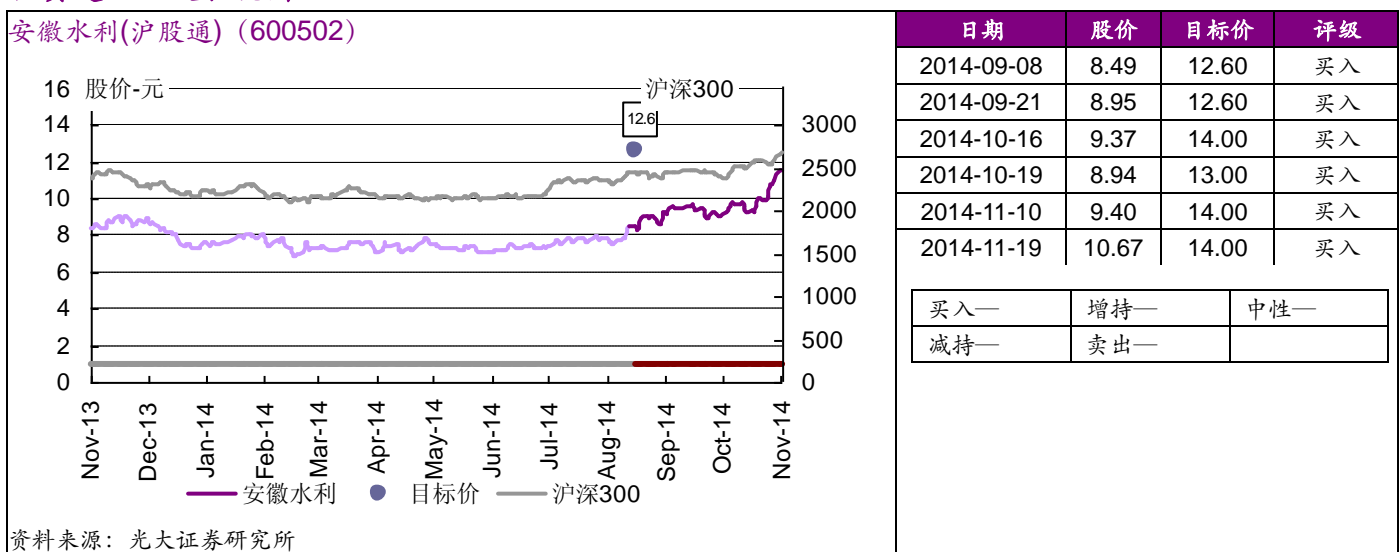
### 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

杜市伟，上海交通大学金融学硕士，2年工程行业经验，2012年开始从事证券行业研究，2014年加盟光大证券，覆盖包括装饰园林、水利工程、房屋建筑、专业工程等在内的建筑与工程行业，对行业有着较为深刻的认识，熟悉公司：金螳螂、洪涛股份、天广消防、围海股份、安徽水利、中化岩土、铁汉生态等

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
  - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
  - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
  - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
  - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	郝辉	010-58452028	-	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebsecn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebsecn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebsecn.com
	严非	021-22169086	-	yanfei@ebsecn.com
上海	周薇薇	021-22169087	-	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	-	liqiang88@ebsecn.com
	奚亦扬	021-22169091	-	xiyy@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	-	zhanggong@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixxy1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83553249	-	huanglh@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	-	-	wangyuanfeng@ebsecn.com
	机构客户业务部	姓名	办公电话	手机
上海	濮维娜(总经理)	021-62152373	13611990668	puwn@ebsecn.com
	张辉	021-22167108	13611990668	zhanghui1@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18621181721	jishuang@ebsecn.com
	吉喆	021-22169129	18918212345	jizhe@ebsecn.com
北京	朱林	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebsecn.com
	徐放	010-56513051	18618469955	xufang@ebsecn.com
国际业务	陶奕(副总经理)	021-62152393	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	威德文(执行董事)	021-22169152	13585893550	qidw@ebsecn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebsecn.com