

粤水电 (002060)

——广东国企改革实施方案出台，公司盈利能力有较大提升空间

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据： 2014年11月11日

收盘价(元)	7.03
一年内最高/最低(元)	7.49/3.92
上证指数/深证成指	2470/8313
市净率	1.7
息率(分红/股价)	0.43
流通A股市值(百万元)	4225

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2014年09月30日

每股净资产(元)	4.09
资产负债率%	79.10
总股本/流通A股(百万)	601/601
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

陆玲玲 A0230513040001
lull@swsresearch.com

研究支持

李杨 A0230114080001
liyong@swsresearch.com

联系人

李杨
(8621)23297818x7201
liyong@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	5,398	20	89	56	0.15	11.7	3.6	47	14
14Q1-3	3,743	4	66	42	0.11	11.7	2.7		
2014E	5,778	7.0	107	19.9	0.18	11.8	4.2	41.5	17.2
2015E	6,181	7.0	139	29.7	0.23	12.3	5.2	32.0	15.8
2016E	6,804	10.1	183	31.9	0.30	12.8	6.5	24.3	14.1

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

- **广东省属深化国有省属企业改革的实施方案出台：**继续分类改革的原则，总的目标是，到 2020 年，广东准公共性企业基础设施项目实现混合持股，二级及以下竞争性企业基本发展成为混合所有制企业，国有资本流动性显著提升，国有资本功能进一步放大，到时要形成 15 家左右营业收入或资产超千亿的大型骨干企业集团。
- **给予“增持”评级：**预计公司 14/15/16 年净利润为 1.07 亿/1.39 亿/1.83 亿，增速分别为 20%/30%/32%；14 年和 15 年 EPS 为 0.18 元/0.23 元，对应 PE 分别为 41.5X/32.0X，给予增持评级。
- **关键假设：**新能源电站开发如期推进，水利及市政工程业务利润率稳定。
- **我与大众的不同：**(1) **混合所有制改革将增强企业活力，提升净利率水平。**混合所有制改革包括改制上市、引入战略投资者和国企发展基金、探索员工持股等方式，目的是增强企业活力和管理效率，公司 13 年净利率仅 1.6%，较同行业中国电建 3.59% 的净利率水平还有较大提升空间。今年 8 月，公司已经公告全资子公司粤水电轨道交通建设有限公司、粤水电建筑安装建设有限公司拟引入战略投资者进行股权合作，相信未来会有更多改革方案出台。(2) **集团内唯一上市平台，可成为集团提高资产证券化率的路径。**公司是控股股东广东省水电集团下的唯一上市公司，集团旗下还有优质的水力发电、医院、旅游度假、房地产等资产，ROE 比建筑行业高。(3) **拓展新能源发电业务，资源储备丰富。**公司近几年大力发展清洁能源，目前已经有 213MW 水电站、150MW 风电站、50MW 光伏电站并网。项目储备丰富，目前公司在新疆、广东、湖南、内蒙古等地新能源发电储备项目约 5200MW，其中风电 3500MW，光伏 1700MW（部分协议存在失效风险）。(4) **工程业务受益国家基建投资提速。**广州预计 2017 年底将开通 20 条地铁线路，目前有 11 条在建，还有多条线路在前期规划，14 年广州地铁规划投资 170 亿元，较 13 年增长 37.5%，未来几年仍将高速增长。公司也加快了水利水电工程的省外扩张，明后年有望初见成效。
- **股价表现的催化剂：**国企改革有实质性进展，新能源电站开发加速等。**核心假设的风险：**电站并网受阻，国家基建投资放缓等。

表 1：公司新能源发电项目开发及储备情况

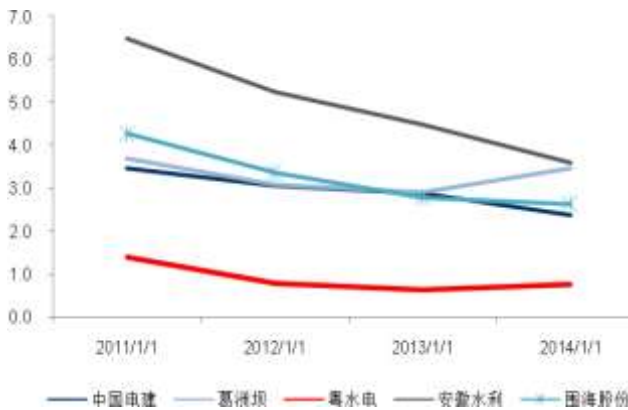
项目	装机容量 (万千瓦)	预计年发电 小时数	上网电价 (税后)	总投资 (亿元)	总规划	位置	状态
水电							
桃江水电	6.5	3000-4000	0.277	1.65	无	广东	03年运营
新源水电	0.8	3200	0.277	0.35	无	广东	03年运营
安江水电	14	4000	0.277	4.78	无	广东	14年运营
风电							
布尔津一期	4.95	2280	0.495	4.4		新疆	12年10月运营
布尔津二期	4.95	2300	0.495	4.4		新疆	14年7月运营
海南感城	4.95	1800	0.599			海南	运营
扎鲁特旗风电	10					内蒙	小路条
木垒县老君庙一期	4.95	2020	0.436	6.84 (收购价)	二期 50WM	新疆	大路条, 在建
乳源县一期	4.95				总共 500MW	广东	小路条
沅江风电一期	10				总共 300MW	湖南	小路条
阿勒泰风电	4.95			4.4			小路条
新疆达坂城风电	5	2740	0.4957	4.16		乌鲁木齐	小路条
阿勒泰富蕴	100			135亿 (含光伏)		新疆	小路条
辽宁葫芦岛	20			18		辽宁	小路条
广东省始兴县	15			14.4		广东	小路条
光电							
甘肃金塔县一期	4.95	1700	1	5	总共 500mw	甘肃	13年6月并网
阿勒泰市光伏发电一期	4.95	1700	1	5	总共 500mw	新疆	小路条
阿勒泰青河县光伏	15					新疆	小路条
牡丹江宁安 50 兆瓦	4.95	1700	1	5	无	黑龙江	小路条
阿勒泰富蕴	50			135亿 (含光伏)		新疆	小路条

资料来源：公司公告、申万研究

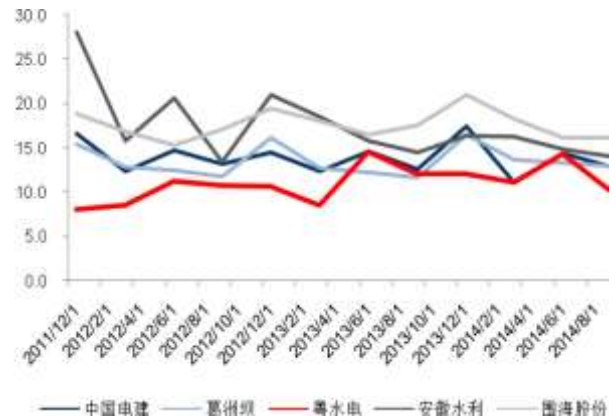
表 2：广东省水电集团旗下主要资产

公司名称	简介
红河广源水电开发有限公司	负责开发云南红河流域梯级电站，总装机 72 万 kw
广州翠岛水电度假村有限责任公司	位于从化，度假村占地 6.7 万平方米
广东省水电医院	省属二级综合性医院
韶关富万家房地产开发有限公司	

资料来源：申万研究

图 1：公司的 ROIC 相对同业最低


资料来源：wind，申万研究

图 2：公司的毛利率水平相对同业较低


资料来源：wind，申万研究

表 3：子公司 14 年上半年经营情况 (单位：亿元)

公司名称	主要产品或服务	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润
广水桃江水电开发有限公司	电力生产与销售	5.58	1.91	0.51	0.20	0.15
海南新丰源实业有限公司	新能源开发，水资源开发，公路交通投资	4.52	1.17	0.32	0.10	0.11
布尔津县粤水电能源有限公司	风电项目投资	8.78	2.31	0.36	0.10	0.10
金塔县粤水电新能源有限公司	投资、开发、经营管理太阳能发电项目、节能环保项目	5.35	1.48	0.40	0.14	0.14
广水安江水电开发有限公司	水力发电；水电开发经营；水利、水电技术培训；旅游开发	17.56	5.10	0.88	0.25	0.19

资料来源：申万研究

表 1：预计公司 14 和 15 年 EPS 分别为 0.18 元/0.23 元

百万元、元	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	4,024	4,512	5,398	5,778	6,181	6,804
二、营业总成本	3,959	4,447	5,313	5,669	6,036	6,610
其中：营业成本	3,633	4,049	4,766	5,095	5,424	5,933
营业税金及附加	132	142	170	185	198	218
销售费用	0	0	0	0	0	0
管理费用	119	114	120	127	124	122
财务费用	68	135	223	243	266	302
资产减值损失	7	7	33	19	25	35
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	8	11	9	9	10
三、营业利润	73	72	96	118	154	203
加：营业外收入	8	3	7	6	5	6
减：营业外支出	4	3	3	3	3	3
四、利润总额	77	72	100	120	156	206
减：所得税	6	15	10	12	16	21
五、净利润	71	58	90	108	140	185
少数股东损益	(0)	0	1	1	2	2
归属于母公司所有者的净利润	71	57	89	107	139	183
六、基本每股收益	0.20	0.11	0.15	0.18	0.23	0.30
全面摊薄每股收益	0.12	0.10	0.15	0.18	0.23	0.30

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。