

## 环保和PPP提供新的发展和增长

——葛洲坝（600068）2016年中报点评

2016年8月31日

强烈推荐/维持

葛洲坝

财报点评

姓名	分析师 赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email: zhaojs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554088

### 事件:

2016年上半年度公司实现营业收入 392.76 亿元, 同比上升 16.09%; 实现营业利润 20.50 亿元, 较上年同期下降 0.71%; 实现归属于母公司所有者的净利润 14.42 亿元, 较上年同期增长 14.85%, EPS 为 0.31 元。公司总资产 1,364.66 亿元, 较年初增长 6.92%。

### 公司分季度财务指标

指标	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2
营业收入(百万元)	15623.75	18208.65	18180.49	30262.04	16816.98	22459.23
增长率(%)	10.42%	-15.43%	12.37%	53.26%	7.64%	23.34%
毛利率(%)	15.64%	15.71%	15.23%	11.42%	14.97%	12.01%
期间费用率(%)	8.01%	7.58%	8.73%	5.49%	8.10%	7.00%
营业利润率(%)	5.33%	6.77%	4.41%	3.73%	5.17%	5.25%
净利润(百万元)	707.39	986.79	641.22	1095.88	740.14	1005.70
增长率(%)	22.07%	13.22%	8.64%	19.27%	4.63%	1.92%
每股盈利(季度, 元)	0.111	0.162	0.117	0.193	0.140	0.173
资产负债率(%)	74.39%	77.35%	78.38%	77.98%	77.74%	77.90%
净资产收益率(%)	2.55%	3.79%	2.46%	3.90%	2.59%	3.34%
总资产收益率(%)	0.65%	0.86%	0.53%	0.86%	0.58%	0.74%

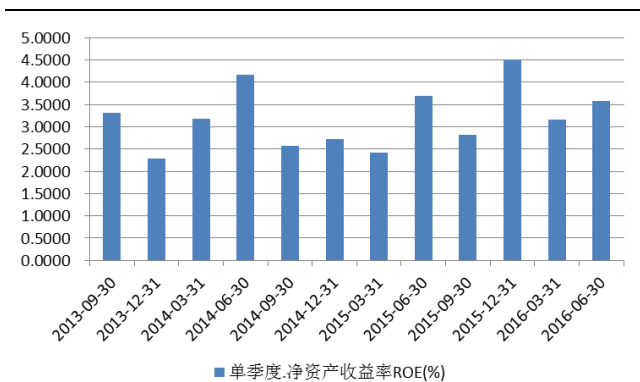
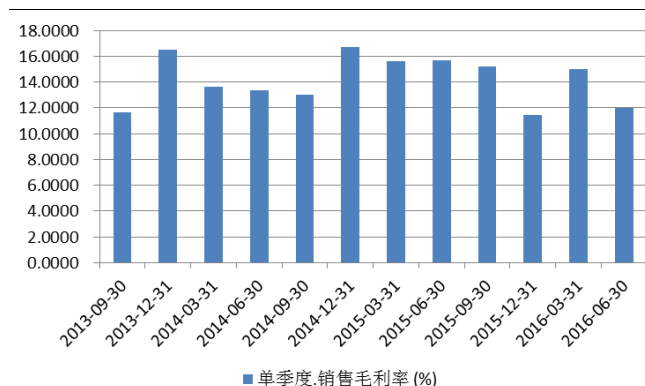
### 观点:

- **多原因造成营收低于年计划一半, 环保板块推动营业收入增长。**2016年上半年公司累计实现营业收入 392.76 亿元, 同比增速较 1 季度提升 8.45 个百分点。但占全年年计划营业收入 920 亿元仅为 42.69%, 主要是天气原因、国内经济下滑、上半年中标 PPP 项目尚未开工以及房地产销售通常在下半年确认收入。公司上半年营收收入增长主要来自环保板块葛洲坝环嘉(大连)再生资源有限公司, 2016 年上半年环保板块实现营业收入 49.34 亿元, 推动营业收入增速提升。同时业务中的投资板块营业收入为 15.56 亿元, 同比增长 34.49%, 装备制造营业收入为 4.43 亿元, 同比增长 46.75%。
- **毛利率除投资和建筑外其它均同比下降, 期间费用率略有下降。**2016 年上半年公司综合毛利率为 13.28%, 同比下降 2.40 个百分点。其中投资和建筑毛利率分别为 57.63% 和 10.35%, 同比提高分别为 1.27 和 1.70 个百分点。房地产、水泥、民用爆破、装备制造和其他业务的毛利率分别为 16.12%、30.31%、30.36%、8.39%, 同比分别下降 4.64、0.12、3.16、4.44 和 5 个百分点。拉动综合毛利率下降的主要原因是环保板

块的毛利率水平较低仅为3.06%、房地产业务结算项目和其它业务的毛利率下降所致。

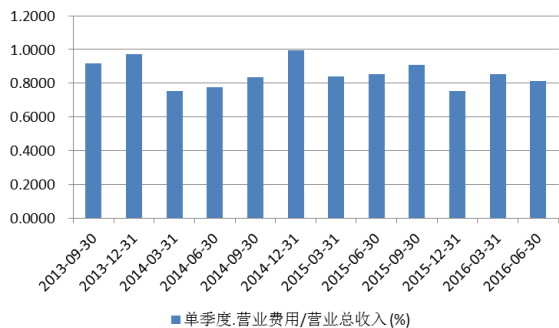
2016年上半年公司期间费用率为7.47%，同比下降0.31个百分点，其中销售费用下降0.02个百分点，管理费用率提高0.22个百分点，财务费用率下降0.59个百分点。

- **营业外收入、税收和少数股东损益提升利润同比增速。**2016年上半年公司营业利润为2.04亿元，同比下降0.71%，主要原因是毛利率的下降和投资收益的下降。2016年上半年公司投资收益为1.05亿元，同比下降67%，主要原因是权益法核算的长期股权投资收益亏损加大以及处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益下降所致。2016年上半年营业外收入为1.84亿元，同比增长20%，使得利润总额为2.21亿元，同比增长0.45%。同时所得税和少数股东损益下降的影响下，上半年归属于母公司所有者的净利润同比增长14.85%。
- **央企背景PPP项目提升公司业绩增长。**2016上半年公司新签合同金额为1084.55亿元，完成全年计划的54.23%，国内签约额为675.71亿元。其中PPP项目签约368亿元，占国内签约额的54.46%。成功中标遵义市汇川区棚改项目、惠阳市市政项目和渭南市中心区供水项目等多个PPP项目。公司在建工程中PPP项目有18个，剩余合同额为423.27亿元。作为国企公司在PPP项目的获取上具有天然的优势，为公司未来的持续高增提供基础。
- **环保新业务短期磨合影响利润，长期提供新的发展空间。**公司积极布局环保业务，子公司绿园公司与湖北兴业钢铁共同出资设立葛洲坝兴业再生资源有限公司，绿园公司子公司环嘉公司设立六家分公司，在全国布局。污水、污泥处理业务方面，成立四大市场部，新型道路材料获得高新技术企业证书，合同储备丰富；固废垃圾处理方面，老河口市水泥窑协同处置500吨/天生活垃圾示范线项目年处理老河口市及周边地区城市生活垃圾可达15.50万吨。虽然短期的磨合问题影响到毛利率水平，但长期看，公司的环保业务为公司发展提供新的广阔发展空间。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司2016到2018年公司的每股收益0.72元、0.88元和1.07元，以收盘价8.30元计算，对应的动态PE为11.5倍、9.5倍和7.8倍，考虑到公司估值具有安全边际、受益于一带一路政策、环保业务空间广阔，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**环保业务进展不及预期。

**图 1：单季度净资产收益率 ROE(%)变化情况**

**图 2：单季度销售毛利率 (%)变化情况**


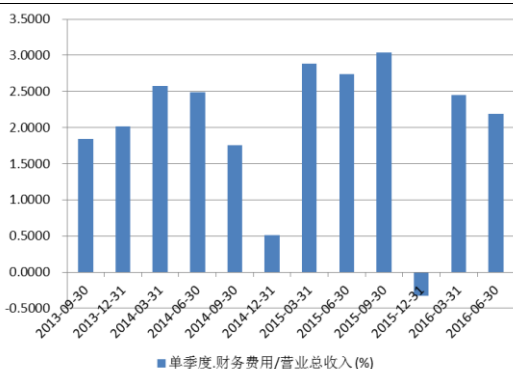
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 3: 单季度营业费用/营业总收入 (%)变化情况**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

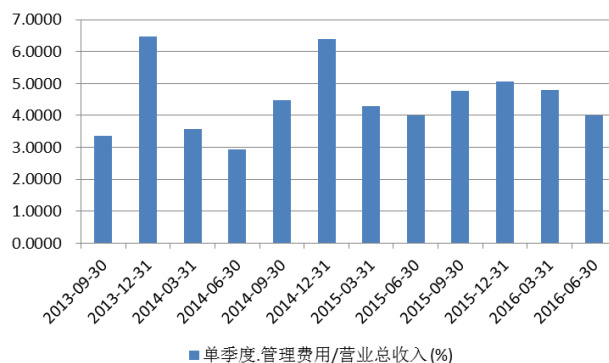
**图 5: 单季度财务费用/营业总收入 (%)变化情况**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

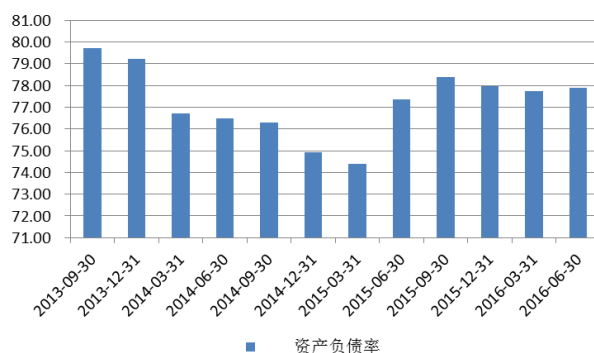
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 4: 单季度管理费用/营业总收入 (%)变化情况**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 6: 单季度资产负债率 (%)变化情况**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	6264	79576.90	82552.71	93860.02	109277.0	<b>营业收入</b>	71605.39	82274.93	92646.29	108212.7	129460.8
货币资金	1074	17360.75	16768.98	19586.51	23432.40	<b>营业成本</b>	61389.31	70744.81	78621.43	91808.94	109766.7
应收账款	1193	10149.25	11429.76	13350.19	15971.56	营业税金及	1927.09	1910.82	2130.86	2488.89	2977.60
其他应收款	5430.	4837.79	5447.63	6362.94	7612.33	营业费用	605.25	680.73	741.17	865.70	1035.69
预付款项	4841.	14812.45	14812.45	14812.45	14812.45	管理费用	3123.61	3797.88	4289.52	5010.25	5994.04
存货	2676	28543.29	31663.97	36975.11	44207.42	财务费用	1285.34	1402.04	2544.77	2618.86	2907.51
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损	66.74	13.76	10.00	10.00	10.00
<b>非流动资产合</b>	4225	48052.87	49572.52	51562.43	54223.71	公允价值变	85.69	(41.63)	50.00	50.00	50.00
长期股权投资	1049.	2877.40	2877.00	2877.00	2877.00	投资净收益	248.36	312.72	313.00	313.00	313.00
固定资产	1164	11828.61	15635.50	19546.15	23945.24	<b>营业利润</b>	3542.10	3995.99	4671.54	5773.12	7132.25
无形资产	1558	15548.79	13993.92	12439.04	10884.16	营业外收入	420.80	443.70	500.00	500.00	500.00
其他非流动资	1769.	1912.78	1912.78	1912.78	1912.78	营业外支出	57.62	41.19	41.20	41.20	41.20
<b>资产总计</b>	1049	127629.7	132125.2	145422.4	163500.7	<b>利润总额</b>	3905.27	4398.50	5130.34	6231.92	7591.05
<b>流动负债合计</b>	5429	69741.05	70286.90	77167.09	87767.95	所得税	945.15	967.22	1127.65	1369.78	1668.51
短期借款	8218.	17770.51	16653.11	20370.11	26663.56	<b>净利润</b>	2960.13	3431.28	4002.69	4862.14	5922.54
应付账款	1533	16454.16	18035.54	21060.72	25180.18	少数股东损	673.13	748.23	680.46	826.56	1006.83
预收款项	9347.	6502.81	6502.81	6502.81	6502.81	归属母公司	2286.99	2683.05	3322.23	4035.58	4915.71
一年内到期的	4868.	6532.48	6532.00	6532.00	6532.00	EBITDA	6323.00	6967.02	9868.89	11276.07	13209.53
<b>非流动负债合</b>	2428	29787.90	27671.94	27671.94	27671.94	<b>EPS (元)</b>	0.53	0.58	0.72	0.88	1.07
长期借款	2123	23996.73	23996.73	23996.73	23996.73	<b>主要财务比</b>					
应付债券	1650.	1150.00	1150.00	1150.00	1150.00	率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	7858	99528.95	97958.84	104839.0	115439.8	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	5577.	7860.26	8540.71	9367.28	10374.11	营业收入增	20.29%	14.90%	12.61%	16.80%	19.64%
实收资本(或	4604.	4604.78	4604.78	4604.78	4604.78	营业利润增	49.92%	12.81%	16.91%	23.58%	23.54%
资本公积	5821.	7512.70	7512.70	7512.70	7512.70	归属于母公	44.31%	17.32%	23.82%	21.47%	21.81%
未分配利润	7524.	5816.95	9048.81	12974.62	17756.62	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	2073	20240.57	22174.12	26209.70	31125.41	毛利率(%)	14.27%	14.01%	15.14%	15.16%	15.21%
<b>负债和所有者</b>	1049	127629.7	132125.2	145422.4	163500.7	净利率(%)	3.19%	3.26%	3.59%	3.73%	3.80%
<b>现金流量</b>	单位:百万元					总资产净利	2.18%	2.10%	2.58%	2.87%	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	11.03%	13.26%	14.98%	15.40%	15.79%
<b>经营活动现金</b>	1146.	(4749.52)	5271.98	4685.52	4383.11	<b>偿债能力</b>					
净利润	2960.	3431.28	4002.69	4862.14	5922.54	资产负债率	74.91%	77.98%	76.13%	74.66%	73.56%
折旧摊销	1495.	1568.99	106.76	2884.10	3169.76	流动比率	1.15	1.14	1.17	1.22	1.25
财务费用	0.00	0.00	(2544.77)	(2618.86)	(2907.51)	速动比率	0.66	0.73	0.72	0.74	0.74
应付帐款的变	4000.	1118.97	1581.38	3025.18	4119.46	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变	(2500)	(2844.79)	0.00	0.00	0.00	总资产周转	0.75	0.71	0.71	0.78	0.84
<b>投资活动现金</b>	(4563)	(4971.79)	(2201.12)	(2966.13)	(3923.16)	应收账款周	2.39	2.56	2.61	2.68	2.70
公允价值变动	248.3	312.72	313.00	313.00	313.00	应付账款周	9.01	7.45	8.59	8.73	8.83
长期股权投资	(1585)	1827.74	(0.40)	0.00	0.00	每股指标					
投资收益	(8.40)	(73.97)	0.00	0.00	0.00	每股收益(最	0.53	0.58	0.72	0.88	1.07
<b>筹资活动现金</b>	5662.	16271.43	(3662.64)	1098.14	3385.94	每股净现金	0.49	1.42	(0.13)	0.61	0.84
应付债券增加	(5.05)	(500.00)	0.00	0.00	0.00	每股净资产	4.50	4.40	4.82	5.69	6.76
长期借款增加	(554.)	2766.63	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增加	1117.	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	15.69	14.24	11.50	9.47	7.78
资本公积增加	2265.	1691.59	0.00	0.00	0.00	P/B	1.84	1.89	1.72	1.46	1.23
<b>现金净增加额</b>	2245.	6550.12	(591.78)	2817.53	3845.89	EV/EBITDA	10.03	10.09	7.07	6.27	5.54

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。2016年（暨2015年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第3名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。