

## 建筑装饰

2017年01月17日

## 葛洲坝 (600068)

——国内订单增长超预期，混改助力业绩快速成长

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

市场数据：2017年01月16日

收盘价(元)	9.23
一年内最高/最低(元)	10.29/5.05
市净率	1.1
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	38291
上证指数/深证成指	3103.43 / 9712.80

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年09月30日

每股净资产(元)	8.15
资产负债率%	72.12
总股本/流通A股(百万)	4605/4149
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《迎接PPP时代到来，把握基建供给侧改革机遇——PPP投资策略分析(PPT)》  
2016/11/22《葛洲坝(600068)点评：业绩略超预期，收入增速提升，现金流略有好转》  
2016/10/31

## 证券分析师

李杨 A0230516080004  
liyong@swsresearch.com

## 研究支持

李峙屹 A0230115080003  
lizy@swsresearch.com

## 联系人

李峙屹  
(8621)23297818x7373  
lizy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

- 事件：2016年公司新签合同额人民币2135.99亿元，比去年同期增长17.62%。新签国内工程合同额人民币1430.37亿元，比去年同期增长27.62%；新签国际工程合同额折合人民币705.62亿元，比去年同期增长1.51%。
- 有别于大众的认识：(1) 全年订单增长实现反转，未来快速增长有保障。公司前三季度订单同比下滑16.65%，其中国内订单同比下滑14.54%，我们曾指出前三季度订单下滑主要为基数原因，全年订单成功实现反转，国内订单增长27.62%超市场预期，为15年营业收入的2.23倍，给未来业绩增长提供充足保障。全年海外订单增速不快主要是由于公司今年只统计生效的海外订单，实际海外业务的拓展比数据显示要好，公司为国内第四大的国际工程承包商，海外竞争力强，一带一路+PPP模式未来将贡献更多利润。(2) 公司对PPP业务的理解、操作和把控认识深刻，已经成长为国内央企中开展PPP业务的标杆企业。公司较早认识到PPP模式的战略机遇，凭借央企背景所带来的谈判、融资等诸多优势对市场上的大量项目进行了跟踪和筛选，我们统计16年中重大PPP项目952.1亿，项目质量好，利润率水平高，且15年签的PPP项目基本都已经开工，17年PPP贡献的利润将大幅提升。(3) 布局大环保产业，成长路径清晰。2014年开始葛洲坝开启环保转型大幕，公司以绿园科技为环保运营平台，目前主要布局资源再利用领域，2016年上半年实现环保收入49.34亿，目前正在加紧通过区域布局提高收入规模，并通过深加工进一步挖掘利润空间。(4) 随着公司优质成长性逐步被证明，估值将进一步提升。公司是综合建筑央企中体量最小、增长最快、业务结构最好、估值第二低的公司，预计未来能长期保持25%-30%的增长，且环保和PPP占比越来越高，17年仅10倍估值，提升空间大。
- 股价表现的催化剂：环保业绩加速；混改取得突破；获得大的PPP项目；业绩超预期等。
- 维持盈利预测，维持“增持”评级：维持盈利预测，预计公司16年-18年净利润为32.77亿/40.53亿/50.88亿，增速分别为22%/24%/26%；对应PE分别为13X/11X/8X。

## 财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	82,275	63,327	92,238	104,964	120,899
同比增长率(%)	14.90	21.75	12.11	13.80	15.18
净利润(百万元)	2,683	2,243	3,277	4,053	5,088
同比增长率(%)	17.32	24.96	22.14	23.68	25.54
每股收益(元/股)	0.58	0.49	0.71	0.88	1.10
毛利率(%)	14.0	13.0	14.4	14.7	15.2
ROE(%)	13.3	6.0	14.8	15.5	16.3
市盈率	16		13	11	8

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

## 财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	59,528	71,605	82,275	92,238	104,964	120,899
营业收入同比增长率 (yoy)	11.19%	20.29%	14.90%	-	-	-
减: 营业成本	51,618	61,389	70,745	78,949	89,564	102,582
毛利率 (%)	13.29%	14.27%	14.01%	14.40%	14.70%	15.20%
减: 营业税金及附加	1,423	1,927	1,911	2,103	2,383	2,732
主营业务利润	6,487	8,289	9,619	-	-	-
主营业务利润率 (%)	10.90%	11.58%	11.69%	-	-	-
减: 销售费用	535	605	681	763	829	931
减: 管理费用	2,369	3,124	3,798	4,197	4,702	5,271
减: 财务费用	1,260	1,285	1,402	1,425	1,429	1,584
经营性利润	2,324	3,275	3,739	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	10.60%	40.92%	14.16%	-	-	-
经营性利润率 (%)	3.90%	4.57%	4.54%	-	-	-
减: 资产减值损失	44	67	14	36	45	66
加: 投资收益及其他	58	248	313	282	298	324
营业利润	2,363	3,542	3,996	5,070	6,332	8,057
加: 营业外净收入	231	363	403	332	366	367
利润总额	2,594	3,905	4,398	5,403	6,698	8,424
减: 所得税	639	945	967	1,212	1,515	1,918
净利润	1,955	2,960	3,431	4,190	5,183	6,507
少数股东损益	371	673	748	914	1,130	1,419
归属于母公司所有者的净利润	1,585	2,287	2,683	3,277	4,053	5,088
净利润同比增长率 (yoy)	1.42%	44.31%	17.32%	-	-	-
全面摊薄总股本	3,487	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
每股收益 (元)	0.45	0.53	0.58	0.71	0.88	1.10
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.66%	3.19%	3.26%	-	-	-
ROE	11.61%	11.03%	13.26%	14.80%	15.50%	16.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

## 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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 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。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。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。

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。

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。