

2017年03月30日

葛洲坝 (600068.SH)

业绩斐然，多业并举，PPP 及“一带一路”助推持续增长

■**事项：**公司发布 2016 年年度报告，实现营业收入 1002.54 亿元，同比增加 21.85%，实现归属于上市公司股东的净利润 33.95 亿元，同比增加 26.55%，扣非后增长 22.10%。实现 EPS 0.69 元，拟每 10 股派红 2.06 元（含税）。

■**业绩实现快速增长，营业外收入贡献较大：**报告期内公司营收及净利润均实现了 20% 以上的较快增长，分季度来看，公司 2016Q1-Q4 分别实现营收同比增速 7.64%、23.34%、32.29%、22.03%，实现归属于上市公司股东的净利润同比增速 26.85%、6.67%、48.44%、29.76%，两项指标下半年均较上半年呈现明显加速态势。值得注意的是，报告期内公司营业外收入达到 11.95 亿，同比增加 169.37%，主要为政府补助（10.90 亿）及处置资产利得（0.79 亿），如剔除后利润总额与 2015 年基本持平。

■**盈利水平同比基本持平，环保及装备制造成本上升较快：**报告期内，公司综合毛利率达到 12.96%，同比微降 1.06 个 pct。从业务结构来看，除工程施工外，其余业务毛利率水平同比均有不同降幅，主要由于营业成本增速较快所致，特别是环保和装备制造业务成本增长幅度分别达到 113.52%、167.94%；从地区结构来看，境内业务毛利率 13.62% 同比微降 0.89 个 pct，境外业务毛利率 9.88% 同比减少 2.37 个 pct。报告期内公司期间费用率为 7.48%，同比微增 0.33 个 pct，销售净利率达到 4.47%，同比提升了 0.3 个 pct。

■**货币资金余额达到历史最高，良好财务状况为 PPP 及海外发展打下坚实基础：**报告期末公司经营性净现金流为 -34.28 亿元，较 2015 年流出收窄 13.22 亿元；投资性净现金流为 -12.76 亿元，较 2015 年流出收窄 36.96 亿元，主要为收到 BT 项目回购本金及中央财政预算资金增加所致。公司在手货币资金达到 214.24 亿元，同比增加 23.41%，为上市以来的历史最高，体现出公司良好的现金管控能力。公司预收账款同比增加 29.81%、应付账款同比增加 36.86%，同时应收账款同比增加 4.43%，远小于营收增速 21.85%，占营收比例 10.57%，反映出公司当前财务状况良好，为后续公司加大国内 PPP 项目及海外市场开拓力度打下坚实基础。

■**多业并举协同发展，环保及水泥业务发展亮点突出：**公司多业并举，

公司快报

证券研究报告

建筑施工

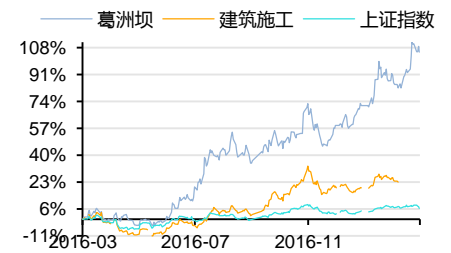
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**14.10 元**
股价 (2017-03-30) **11.86 元**

交易数据

总市值 (百万元)	54,612.66
流通市值 (百万元)	31,492.20
总股本 (百万股)	4,604.78
流通股本 (百万股)	2,655.33
12 个月价格区间	5.70/12.22 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.61	25.37	101.44
绝对收益	7.04	29.05	111.39

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030

zhanglong@essence.com.cn

021-35082939

王鑫

报告联系人

wangxin4@essence.com.cn

相关报告

葛洲坝：地产与 PPP 驱动 Q3 业绩加速增长，持续外延并购推动环保业务跨越式发展	2016-10-31
葛洲坝：环保业务表现强劲，PPP 施工及房地产下半年有望发力促业绩加速	2016-08-31
葛洲坝：框架落地斩获百亿大单，PPP 驱动业绩快速增长	2016-08-11
葛洲坝：深度改革激发内在动力，国际业务、PPP 及大环保开启跨越式发展	2016-07-12

报告期内建筑/环保/房地产/水泥/民爆/装备制造/投资业务营业收入分别同比增加 10.17%、111.49%、53.18%、8.08%、1.21%、148.52%、16.02%，其中环保业务在再生资源业务放量带动下呈现大基数下较快增长。2016 年葛洲坝环嘉实现营业收入 123.40 亿元、利润总额 3.22 亿元，分别同比增加 89.85%、107.74%，体现出良好的成长性和业绩贡献能力。2016 年公司水泥年产能 2430 万吨，熟料年产能 1647 万吨，位居全国水泥行业第 13 名，水泥业务综合实力位列 2016 年中国水泥上市公司第 4 位，并正在推进“一带一路”重点国家哈萨克斯坦日产 2500 吨/日水泥熟料生产线项目。我们看好公司未来培育出建筑业务外新的支柱性业务和利润增长点。

■在手订单充裕，PPP 和一带一路助推业绩持续增长：公司年报显示，2016 年公司新签合同额人民币 2135.99 亿元，同比增长 17.62%，其中国内新签 1430.37 亿元，同比增长 27.62%；国际新签折合人民币 705.62 亿元，同比增长 1.51%，占比 33.03%。国内全年新签 19 个 PPP 项目，总金额 719.26 亿元，占国内新签合同额的 50.28%。2016 年在“一带一路”市场中标巴基斯坦 DASU-MW-01 大坝及金结项目（约人民币 76 亿元）、巴基斯坦 DASU-MW-02 大坝地下厂房及金结项目（约人民币 42.95 亿元）等重大项目。充裕的 PPP 和“一带一路”项目订单为公司业绩持续增长提供了有力保障。

■投资建议：我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 22.4%、24.9%、23.0%，净利润增速分别为 27.1%、23.4%、22.5%，对应 EPS 分别为 0.94、1.16、1.42 元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 14.1 元，相当于 2017 年 15 倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济大幅波动风险，国内基建投资增速下滑风险，PPP 项目执行不达预期风险，海外项目执行不达预期风险，项目回款风险等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	82,274.9	100,254.2	122,661.0	153,142.2	188,391.8
净利润	2,683.1	3,395.3	4,315.1	5,327.0	6,527.9
每股收益(元)	0.58	0.69	0.94	1.16	1.42
每股净资产(元)	4.40	8.37	5.40	6.37	7.59
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	20.4	16.1	12.7	10.3	8.4
市净率(倍)	2.7	1.4	2.2	1.9	1.6
净利润率	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
净资产收益率	13.3%	8.8%	17.4%	18.1%	18.7%
股息收益率	1.5%	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%
ROIC	11.2%	11.9%	9.9%	14.1%	12.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	82,274.9	100,254.2	122,661.0	153,142.2	188,391.8	成长性					
减:营业成本	70,744.8	87,167.2	106,469.7	132,651.8	163,502.8	营业收入增长率	14.9%	21.9%	22.4%	24.9%	23.0%
营业税费	1,910.8	1,210.4	1,471.9	1,837.7	2,265.3	营业利润增长率	12.8%	14.1%	42.6%	24.5%	23.9%
销售费用	680.7	1,013.2	1,287.9	1,474.2	1,898.5	净利润增长率	17.3%	26.5%	27.1%	23.4%	22.5%
管理费用	3,797.9	4,390.2	5,461.4	6,864.6	8,360.8	EBITDA 增长率	10.2%	17.9%	18.6%	23.0%	17.1%
财务费用	1,402.0	2,098.1	1,779.4	2,433.2	2,550.2	EBIT 增长率	11.8%	23.4%	24.4%	27.1%	19.5%
资产减值损失	13.8	-0.4	10.0	7.8	5.8	NOPLAT 增长率	15.1%	24.9%	23.7%	27.1%	19.5%
加:公允价值变动收益	-41.6	-5.4	73.8	-28.0	-5.9	投资资本增长率	17.4%	48.3%	-10.6%	34.8%	-1.9%
投资和汇兑收益	312.7	191.3	250.8	251.6	231.2	净资产增长率	6.8%	74.1%	-25.3%	16.7%	17.8%
营业利润	3,996.0	4,561.3	6,505.1	8,096.4	10,033.5	利润率					
加:营业外净收支	402.5	1,111.6	625.8	713.3	816.9	毛利率	14.0%	13.1%	13.2%	13.4%	13.2%
利润总额	4,398.5	5,672.9	7,130.9	8,809.6	10,850.4	营业利润率	4.9%	4.5%	5.3%	5.3%	5.3%
减:所得税	967.2	1,194.0	1,533.1	1,894.1	2,332.8	净利润率	3.3%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
净利润	2,683.1	3,395.3	4,315.1	5,327.0	6,527.9	EBITDA/营业收入	8.5%	8.2%	7.9%	7.8%	7.5%
						EBIT/营业收入	6.6%	6.6%	6.8%	6.9%	6.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	51	46	39	29	21
						流动资产周转天数	58	86	83	85	91
						流动营业资本周转天数	311	323	315	304	297
						应收账款周转天数	71	59	68	66	64
						存货周转天数	121	121	124	122	123
						总资产周转天数	509	501	464	422	389
						投资资本周转天数	179	197	182	162	150
						投资回报率					
						ROE	13.3%	8.8%	17.4%	18.1%	18.7%
						ROA	2.7%	3.0%	3.4%	3.6%	4.0%
						ROIC	11.2%	11.9%	9.9%	14.1%	12.5%
						费用率					
						销售费用率	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
						管理费用率	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%
						财务费用率	1.7%	2.1%	1.5%	1.6%	1.4%
						三费/营业收入	7.1%	7.5%	7.0%	7.0%	6.8%
						偿债能力					
						资产负债率	78.0%	67.6%	77.8%	78.0%	76.5%
						负债权益比	354.2%	209.0%	350.9%	354.6%	325.0%
						流动比率	1.14	1.69	1.10	1.25	1.24
						速动比率	0.73	1.04	0.66	0.75	0.72
						利息保障倍数	3.85	3.17	4.66	4.33	4.93
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	-	0.14	0.17	0.21
						分红比率	30.0%	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%
						股息收益率	1.5%	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,431.3	4,478.9	4,315.1	5,327.0	6,527.9	EPS(元)	0.58	0.69	0.94	1.16	1.42
加:折旧和摊销	1,671.2	1,686.8	1,458.5	1,458.5	1,458.5	BVPS(元)	4.40	8.37	5.40	6.37	7.59
资产减值准备	13.8	-0.4	-	-	-	PE(X)	20.4	16.1	12.7	10.3	8.4
公允价值变动损失	41.6	5.4	73.8	-28.0	-5.9	PB(X)	2.7	1.4	2.2	1.9	1.6
财务费用	1,504.4	2,053.5	1,779.4	2,433.2	2,550.2	P/FCF	5.7	-3.2	2.6	-23.1	15.1
投资损失	-312.7	-191.3	-250.8	-251.6	-231.2	P/S	0.7	0.5	0.4	0.4	0.3
少数股东损益	748.2	1,083.6	1,282.6	1,588.6	1,989.7	EV/EBITDA	8.6	8.5	9.1	8.7	6.9
营运资金的变动	-6,560.0	-16,433.0	4,032.5	-21,858.3	677.3	CAGR(%)	26.3%	23.9%	23.7%	26.3%	23.9%
经营活动产生现金流量	-4,749.5	-3,428.5	12,691.2	-11,330.5	12,966.6	PEG	0.8	0.7	0.5	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-4,971.8	-1,275.8	307.0	305.1	176.8	ROIC/WACC	1.6	1.7	1.4	2.0	1.8
融资活动产生现金流量	16,271.4	8,614.1	-9,890.4	9,464.6	-7,855.9	REP	0.8	0.6	1.1	0.6	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

张龙声明，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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034