

PPP和一带一路下环保装备制造成新增长点

——葛洲坝（600068）2016年财报点评

2017年3月30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年度公司实现营业收入1002.54亿元,同比上升21.85%;归属于母公司所有者的净利润为33.95亿元,同比增长26.55%;扣非后归属于上市公司股东的净利润29.71亿元,同比上升22.10%,实现每股收益为0.686元。每10股派息(含税)2.06元。

公司分季度财务指标

指标	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4
营业收入(百万元)	15623.75	18208.65	18180.49	30262.04	16816.98	22459.23	24050.49	36927.45
增长率(%)	10.42%	-15.43%	12.37%	53.26%	7.64%	23.34%	32.29%	22.03%
毛利率(%)	15.64%	15.71%	15.23%	11.42%	14.97%	12.01%	12.50%	13.18%
期间费用率(%)	8.01%	7.58%	8.73%	5.49%	8.10%	7.00%	7.60%	7.42%
营业利润率(%)	5.33%	6.77%	4.41%	3.73%	5.17%	5.25%	4.38%	3.95%
净利润(百万元)	707.39	986.79	641.22	1095.88	740.14	1005.70	938.90	1794.19
增长率(%)	22.07%	13.22%	8.64%	19.27%	4.63%	1.92%	46.42%	63.72%
每股盈利(季度,元)	0.111	0.162	0.117	0.193	0.140	0.173	0.174	0.250
资产负债率(%)	74.39%	77.35%	78.38%	77.98%	77.74%	77.90%	72.12%	67.64%
净资产收益率(%)	2.55%	3.79%	2.46%	3.90%	2.59%	3.34%	2.15%	3.67%
总资产收益率(%)	0.65%	0.86%	0.53%	0.86%	0.58%	0.74%	0.60%	1.19%

观点:

- 环保业务和装备制造增量带动公司收入增长。**2016年公司营业收入同比增长21.85%，主要的边际增长动力来自于环保和装备制造。2016年公司在环保领域营收增长111.49%，达到138.73亿元，公司依托自身技术优势，获得亚投行贷款的多个环保项目，并通过PPP模式参与环保和基建的项目。公司再生资源业务增长较快。装备制造领域营收11.02亿元，同比增148.52%，主要是公司大力发展分布式能源业务，在全球范围内取得像乍得、巴基斯坦、印尼等国际重点项目，子公司葛洲坝能源重工有限公司装备制造及安装业务增加较快。
- 毛利率下降和期间费用率提升影响营业利润增速。**2016年公司营业利润为45.61亿元，同比增长14.15%，低于营业收入增速，主要是公司综合毛利率下降和期间费用率上升所致。公司综合毛利率为13.05%，下降0.96个百分点，分行业看，建筑业务毛利率为10.74%，同比下降0.39个百分点；房地产毛利率为20.98%，同比下降5.14个百分点；装备制造行业毛利率同比减少6.39%。公司期间费用率7.48%，同比上升0.33%，

其中销售费用率上升0.18%，主要为收入带动的运输等费用的上升；财务费用率上升0.39%，主要系设定受益计划和汇兑损失所致；管理费用率下降0.24%。

- **受益PPP和一带一路，环保、装备制造成业务新增长点。**公司基建发力，签约订单数达19项，订单金额719.26亿元，继续领跑建筑行业。自国家大力提倡PPP建筑模式以来，建立了完善的项目管理、风险管控等模式，PPP市场综合竞争力强，受益大。

公司在环保和装备制造领域的营收均取得100%以上的大幅增长。公司在建筑与房地产等传统行业增长压力较大的情况下，积极布局新业务，围绕污水处理、钢废材处理等业务链搭建环保产业链，公司掌握有“零排放”垃圾焚烧发电等先进技术。在装备制造领域，公司通过与研究院所开展联合研发等形式展开能源装备的设计、制造等业务，优良的产品性能使签约率增大一倍多。随着一带一路政战略的进一步落地和PPP模式下环保业务的推动，环保和装备制造业成为公司新增长点。

- **盈利预测和投资评级：**预计公司2017到2019年公司的每股收益1.02元、1.25元和1.51元，以收盘价12.07元计算，对应的动态PE为12倍、10倍和8倍。考虑到公司综合竞争力强，业绩增长稳定，受益于PPP和一带一路战略较大，环保等业务拓展新的发展空间，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**PPP和一带一路受益程度低于预期。

公司盈利预测表

资产负	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	201	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合	795	100536.22	122482.19	154149.20	201911.97	营业收入	82274.93	100254.15	125773.31	160418.54	213173.64				
货币资金	173	21424.44	26538.17	33848.31	44979.64	营业成本	70744.81	87167.16	108517.05	138391.33	184612.18				
应收账款	101	10598.55	13297.51	16960.41	22538.00	营业税金	1910.82	1210.40	1521.86	1941.06	2579.40				
其他应收款	483	7054.82	8850.58	11288.55	15000.89	营业费用	680.73	1013.17	1257.73	1604.19	2131.74				
预付款项	148	18790.79	22046.30	26198.04	31736.40	管理费用	3797.88	4390.16	5508.87	7026.33	9337.01				
存货	285	38853.62	48461.04	61802.16	82443.25	财务费用	1402.04	2098.12	2403.01	3136.05	4235.58				
其他流动资产	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值	13.76	(0.36)	0.00	0.00	0.00				
非流动资产	480	50692.61	51691.07	53498.16	56565.05	公允价值	(41.63)	(5.42)	(5.42)	(5.42)	(5.42)				
长期股权投资	287	5428.31	5428.00	5428.00	5428.00	投资净收	312.72	191.26	191.26	191.26	191.26				
固定资产	118	13908.97	17786.94	21801.42	26739.63	营业利润	3995.99	4561.35	6750.63	8505.42	10463.57				
无形资产	155	15352.29	13817.06	12281.83	10746.60	营业外收	443.70	1195.21	1195.00	1195.00	1195.00				
其他非流动	191	539.33	539.00	539.00	539.00	营业外支	41.19	83.64	83.65	83.65	83.65				
资产总计	127	151228.83	174173.26	207647.35	258477.02	利润总额	4398.50	5672.92	7861.98	9616.77	11574.92				
流动负债合	697	59588.67	84239.63	106386.06	144342.09	所得税	967.22	1193.98	1654.95	2024.33	2436.52				
短期借款	177	7127.35	16268.42	27483.36	49191.86	净利润	3431.28	4478.94	6207.03	7592.44	9138.40				
应付账款	164	22519.69	27649.55	35261.35	47038.17	少数股东	748.23	1083.62	1489.69	1822.18	2193.22				
预收款项	650	8441.24	10830.93	13878.88	17929.18	归属母公	2683.05	3395.31	4717.34	5770.25	6945.18				
一年内到期	653	5436.60	6532.00	6532.00	6532.00	EBITDA	6967.02	8212.66	11923.21	14640.28	18018.63				
非流动负债	297	42704.60	32028.18	34228.18	36428.18	EPS (元)	0.58	0.69	1.02	1.25	1.51				
长期借款	239	26152.97	28352.97	30552.97	32752.97	主要财									
应付债券	115	11800.00	1150.00	1150.00	1150.00	务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
负债合计	995	102293.27	116267.81	140614.24	180770.27	成长能力									
少数股东权	786	10413.15	11902.83	13725.02	15918.23	营业收入	14.90%	21.85%	25.45%	27.55%	32.89%				
实收资本	460	4604.78	4604.78	4604.78	4604.78	营业利润	12.81%	14.15%	48.00%	25.99%	23.02%				
资本公积	751	7585.31	7585.31	7585.31	7585.31	归属于母	17.32%	26.55%	38.94%	22.32%	20.36%				
未分配利润	581	7887.35	12209.85	17497.13	23861.00	获利能力									
归属母公司	202	38522.42	25996.58	31766.84	38712.02	毛利率(%)	14.01%	13.05%	13.72%	13.73%	13.40%				
负债和所有	127	151228.83	174173.26	207647.35	258477.02	净利率(%)	3.26%	3.39%	3.75%	3.60%	3.26%				
现金流						总资产净		2.10%	2.25%	3.06%	3.10%				
						ROE(%)	13.26%	8.81%	18.15%	18.16%	17.94%				
经营活动现	(47)	(3428.48)	8142.88	116.09	(3876.29)	偿债能力									
净利润	343	4478.94	6207.03	7592.44	9138.40	资产负债	77.98%	67.64%	75.42%	75.56%	76.79%				
折旧摊销	156	1553.19	106.76	2998.82	3319.48	流动比率	1.14	1.69	1.45	1.45	1.40				
财务费用	0.0	0.00	(2403.01)	(3136.05)	(4235.58)	速动比率	0.73	1.04	0.88	0.87	0.83				
应付账款的	111	6065.53	5129.86	7611.80	11776.82	营运能力									
预收账款的	(28)	1938.43	2389.69	3047.95	4050.30	总资产周	0.71	0.72	0.77	0.84	0.91				
投资活动现	(49)	(1275.77)	(2046.96)	(3084.84)	(4665.31)	应收账款	2.56	2.59	2.49	2.51	2.56				
公允价值变	312	191.26	191.26	191.26	191.26	应付账款	7.45	9.66	10.53	10.60	10.79				
长期股权投资	182	2550.91	(0.31)	0.00	0.00	每股指标									
投资收益	(73.)	(87.33)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.58	0.69	1.02	1.25	1.51				
筹资活动现	162	8614.09	(982.20)	10278.90	19672.92	每股净现	1.42	0.85	1.11	1.59	2.42				
应付债券增	(50)	10650.00	(10650.00)	0.00	0.00	每股净资	4.40	8.37	5.65	6.90	8.41				
长期借款增	276	2156.24	2200.00	2200.00	2200.00	估值比率									
普通股增加	0.0	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	20.70	17.59	11.78	9.63	8.00				
资本公积增	169	72.60	0.00	0.00	0.00	P/B	2.75	1.44	2.14	1.75	1.44				
现金净增加	655	3909.84	5113.73	7310.14	11131.33	EV/EBITDA	12.58	10.31	6.82	5.97	5.56				

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。2016年东方财富中国最佳分析师评比全国100强分析师58名、建筑材料行业分析师第1名。2016年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第5名入围。

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。