

公司研究/公告点评

2017年04月11日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.83  
合理价格区间(元): 14.70~17.64

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

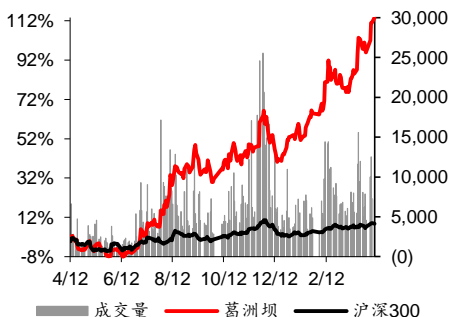
**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

**方晏荷** 021-28972059  
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《葛洲坝(600068,买入): PPP 显著提升, 环保投资齐头并进》2017.03
- 2《葛洲坝(600068,买入): 品牌价值凸显, 业绩增长动力充足》2017.02
- 3《葛洲坝(600068,买入): PPP 高增长, 16 年新签订单超预期》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

# 再获大额框架协议, 订单业绩无忧

## 葛洲坝(600068)

**事件**

公司 4 月 10 日晚公告, 与四川省人民政府签订战略合作协议, 公司十三五期间将在四川就提高盆周城市和跨二级城市基础设施水平, 以及流域综合治理等方面投资 2000 亿元以上, 重点包括交通、环保、市政民生、能源装备等领域。本协议签订后, 公司未来订单及业绩保障程度再度提升。

**云贵川区域累计框架协议已超 3000 亿元, 未来订单业绩充分保障**

本次签订的框架协议是公司过往签订的最大的框架协议, 此前公司已分别和四川省环保厅签订 500 亿元水生态框架协议, 与贵州签署 400 亿元铁路合作协议、与云南签署 500-1000 亿战略协议, 公司累计在云贵川区域已签约十三五阶段投资框架协议 3400-3900 亿元, 对公司十三五阶段的订单和业绩形成了充分保障。

**框架协议涉及工程类型广泛, “大建筑+大环保” 战略再提速**

本次合作框架协议涉及交通、市政、环保、能源装备等多个领域, 合作内容多元化, 凸显了公司在基础设施建设领域的强大综合实力。协议特意强调了盆周城市和跨二级城市基础设施水平及流域综合治理, 既符合地区发展需求, 也与公司“大建筑+大环保”战略高度契合。公司 16 年环保收入主要来源于环嘉的再生资源业务, 本次协议以及公司过往签订的 500 亿元水生态框架协议, 将对公司进入高毛利的水生态环保领域产生较大推动作用, 此前公司已在黄石、荆门和昆明滇池等地的水域治理工程中取得突破。

**公司框架协议主要与政府签订, 自上而下推动落地保障充分**

公司签订框架协议对手方均为省级政府或行业主管部门, 与一般市场主体间框架协议主要体现双方合作意向相比, 更深层次上体现了政府主管部门对公司的支持和对下级政府机构选择项目承建方时的指导作用, 后期落地时间和金额的保障力度均更高。由于框架协议中的合作领域均为由高级别政府自上而下推动, 其后续项目的审批落地和融资渠道也将更为顺畅。

**受益 PPP 及一带一路, 在手订单饱满, 维持“买入”评级**

公司作为央企 PPP 标杆企业, 2016 年新签国内订单中 PPP 订单占比超过 50%, 公司 PPP 项目平均净利率 6.5%, 高于公司当前综合净利率。一带一路持续推进下, 公司持续推进海外工程与投资业务, 2016 年公司海外工程订单占工程订单总额 49%; 公司收购的巴西 SPSS 公司 IRR 达到 15.3%, 海外投资有望提升公司整体投资收益。2016 年末公司在执行合同总额 5264 亿元, 剩余合同额 2698 亿元, 2017 年计划新签 2400 亿元, 在手订单饱满, 我们维持原盈利预测, 即 2017-19 年 EPS 0.98/1.22/1.48 元 (未扣除永续债股利), 参考历史估值认可 17 年 15-18 xPE, 对应价格区间 14.70-17.64 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 框架协议落地不及预期, PPP 及投资业务收益不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	4,605
流通 A 股 (百万股)	4,605
52 周内股价区间 (元)	5.70-12.83
总市值 (百万元)	59,079
总资产 (百万元)	151,229
每股净资产 (元)	8.37

资料来源: 公司公告

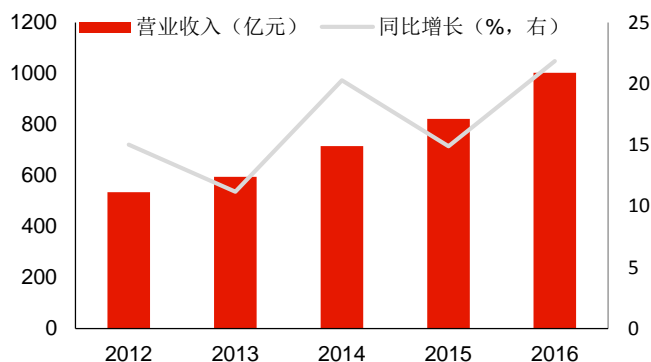
经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	82,275	100,254	125,387	155,025	186,846
+/-%	14.90	21.85	25.07	23.64	20.53
净利润 (百万元)	2,683	3,395	4,491	5,638	6,820
+/-%	26.02	26.55	32.26	25.55	20.97
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.74	0.98	1.22	1.48
PE (倍)	20.39	16.11	12.18	9.70	8.02

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

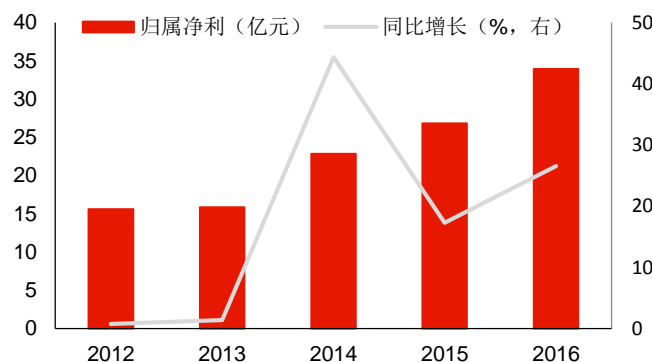
## 公司主要经营数据

图表1: 公司营收(亿元)及增速(%)



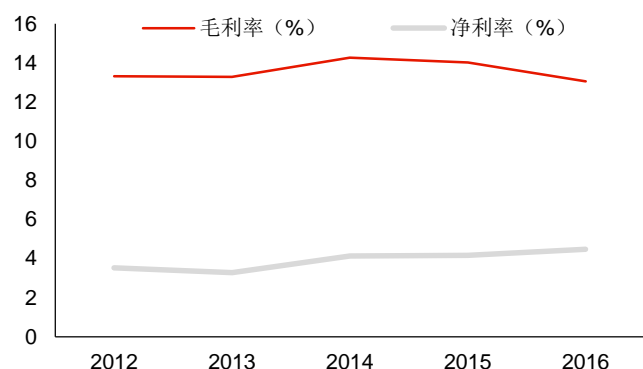
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润(亿元)及增速(%)



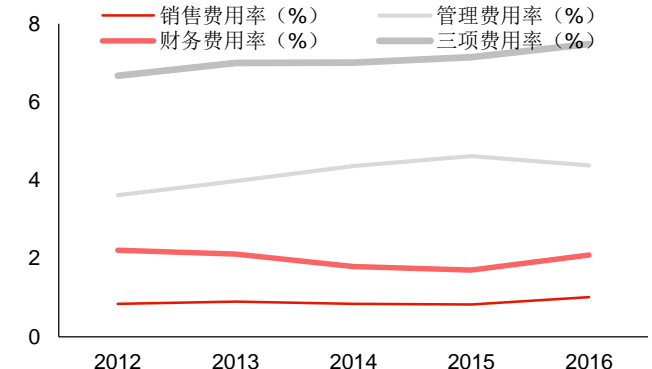
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司利润率(%)



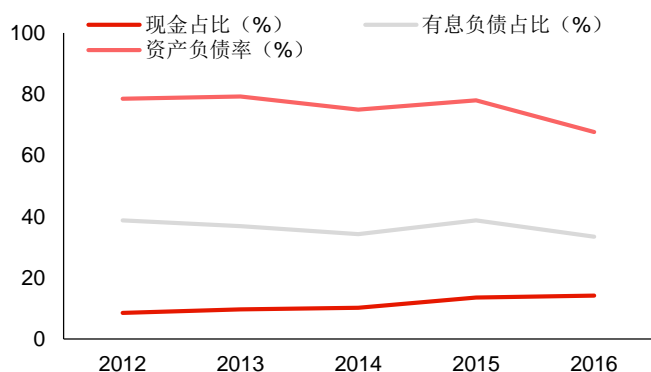
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司三费费率(%)



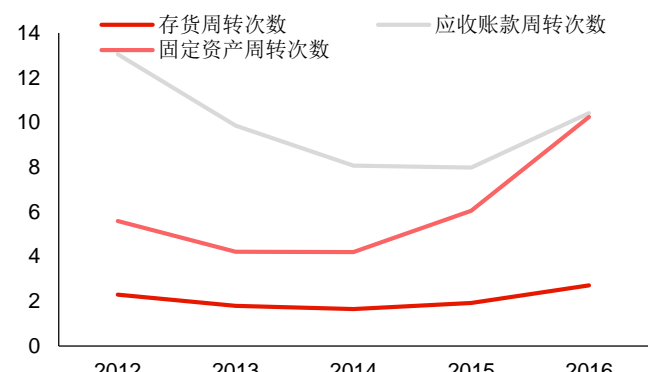
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司资产负债情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

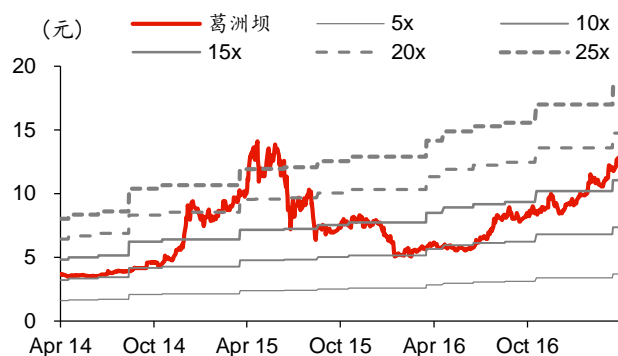
图表6: 公司营运周转率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

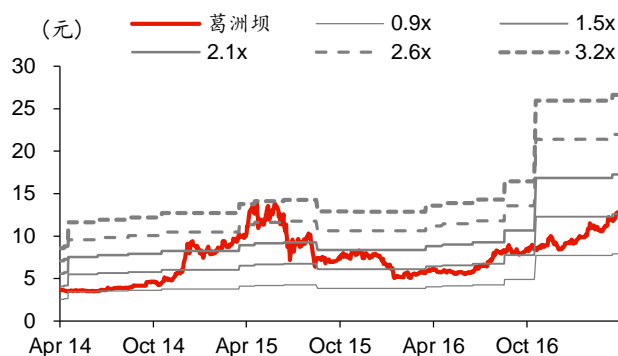
### PE/PB - Bands

图表7: 葛洲坝历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 葛洲坝历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	79,577	100,536	123,634	153,502	183,950
现金	17,361	21,424	26,795	33,129	39,929
应收账款	10,149	10,599	14,368	17,076	20,996
其他应收账款	4,838	7,055	8,155	10,496	12,401
预付账款	14,812	18,791	23,224	28,859	34,667
存货	28,543	38,854	46,436	58,698	69,916
其他流动资产	3,873	3,814	4,657	5,245	6,041
非流动资产	48,053	50,693	54,196	53,510	52,746
长期投资	2,877	5,428	5,428	5,428	5,428
固定投资	11,829	13,909	15,033	15,386	15,281
无形资产	15,549	15,352	15,193	14,821	14,555
其他非流动资产	17,798	16,003	18,542	17,875	17,482
资产总计	127,630	151,229	177,831	207,013	236,695
流动负债	69,741	59,589	84,747	104,961	124,983
短期借款	17,771	7,127	23,528	34,820	44,513
应付账款	16,454	22,520	28,238	34,836	41,999
其他流动负债	35,516	29,942	32,981	35,305	38,471
非流动负债	29,788	42,705	39,198	42,135	44,596
长期借款	23,997	26,153	28,153	30,153	32,153
其他非流动负债	5,791	16,552	11,045	11,982	12,443
负债合计	99,529	102,293	123,944	147,096	169,578
少数股东权益	7,860	10,413	11,822	13,562	15,633
股本	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
资本公积	7,513	7,585	7,585	7,585	7,585
留存公积	6,734	9,089	29,874	34,165	39,294
归属母公司股	20,241	38,522	42,065	46,355	51,484
负债和股东权益	127,630	151,229	177,831	207,013	236,695

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(4,750)	(3,428)	269.30	(2,787)	557.31
净利润	3,431	4,479	5,899	7,378	8,892
折旧摊销	1,671	1,687	1,957	2,194	2,375
财务费用	1,402	2,098	1,750	2,312	2,701
投资损失	(312.72)	(191.26)	(250.78)	(251.59)	(231.21)
营运资金变动	(11,145)	(11,370)	(9,257)	(14,487)	(13,305)
其他经营现金	203.25	(131.36)	170.15	67.72	125.50
投资活动现金	(4,972)	(1,276)	(5,324)	(1,376)	(1,499)
资本支出	3,706	3,003	1,498	1,500	1,500
长期投资	1,224	(37.81)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(42.30)	1,690	(3,827)	124.41	0.62
筹资活动现金	16,271	8,614	10,426	10,496	7,742
短期借款	9,552	(10,643)	16,400	11,293	9,693
长期借款	2,767	2,156	2,000	2,000	2,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	291.47	72.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	3,661	17,028	(7,974)	(2,796)	(3,951)
现金净增加额	6,674	3,989	5,371	6,334	6,800

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	82,275	100,254	125,387	155,025	186,846
营业成本	70,745	87,167	109,302	134,840	162,567
营业税金及附加	1,911	1,210	1,254	1,550	1,868
营业费用	680.73	1,013	1,066	1,318	1,588
管理费用	3,798	4,390	5,491	6,789	8,182
财务费用	1,402	2,098	1,750	2,312	2,701
资产减值损失	13.76	(0.36)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(41.63)	(5.42)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	312.72	191.26	250.78	251.59	231.21
营业利润	3,996	4,561	6,775	8,468	10,170
营业外收入	443.70	1,195	658.38	701.47	735.65
营业外支出	41.19	83.64	58.97	60.90	62.09
利润总额	4,398	5,673	7,374	9,108	10,843
所得税	967.22	1,194	1,475	1,731	1,952
净利润	3,431	4,479	5,899	7,378	8,892
少数股东损益	748.23	1,084	1,409	1,740	2,071
归属母公司净利润	2,683	3,395	4,491	5,638	6,820
EBITDA	7,069	8,346	10,482	12,974	15,247
EPS (元)	0.58	0.74	0.98	1.22	1.48

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.90	21.85	25.07	23.64	20.53
营业利润	18.03	14.15	48.52	24.99	20.10
归属母公司净利润	26.02	26.55	32.26	25.55	20.97
获利能力 (%)					
毛利率	14.01	13.05	12.83	13.02	12.99
净利率	3.26	3.39	3.58	3.64	3.65
ROE	13.26	8.81	10.68	12.16	13.25
ROIC	7.91	7.55	8.28	9.09	9.73
偿债能力					
资产负债率 (%)	77.98	67.64	69.70	71.06	71.64
净负债比率 (%)	48.53	37.85	46.08	47.87	48.42
流动比率	1.14	1.69	1.46	1.46	1.47
速动比率	0.73	1.04	0.91	0.90	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.72	0.76	0.81	0.84
应收账款周转率	7.33	9.50	9.88	9.70	9.65
应付账款周转率	4.45	4.47	4.31	4.28	4.23
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.74	0.98	1.22	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.03)	(0.74)	0.06	(0.61)	0.12
每股净资产(最新摊薄)	4.40	8.37	9.14	10.07	11.18
估值比率					
PE (倍)	20.39	16.11	12.18	9.70	8.02
PB (倍)	2.70	1.42	1.30	1.18	1.06
EV_EBITDA (倍)	11.74	9.94	7.92	6.40	5.44

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com