

公司研究/深度研究

2017年04月24日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.96  
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

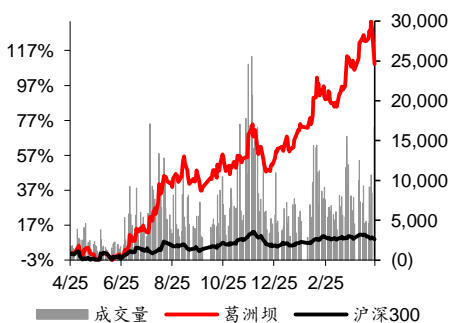
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《葛洲坝(600068,买入): 再获大额框架协议, 订单业绩无忧》2017.04
- 2 《葛洲坝(600068,买入): PPP 显著提升, 环保投资齐头并进》2017.03
- 3 《葛洲坝(600068,买入): 品牌价值凸显, 业绩增长动力充足》2017.02

股价走势图



资料来源: Wind

# 投资/环保助成长, 中国万喜正启航

## 葛洲坝(600068)

### 十年涨 16 倍, 国改业绩双轮驱动, 近年来公司 PE 存在一定估值瓶颈

公司自 2006 年股改以来, 共经历 6 次大的上涨行情, 期间最大超额收益 527%, 在 2011 年和 2015 年两次达到历史高点, 较 2006 年 3 月涨幅超 1600%。我们对公司历史股价驱动因素进行研究, 国企改革是公司大行情催化的必要条件, 而业绩的持续增长和盈利能力提升预期则是股价持续上涨的支撑。以 2012 年初为分水岭, 公司在前一阶段前瞻 PE 总体处于 15 倍以上, 而在后一阶段的前瞻 PE 顶部在 15X 左右, 我们通过研究发现, 公司-建筑行业-房地产行业存在估值递进关系, 市场长期将建筑行业整体估值作为公司估值基准是公司近年来 PE 出现瓶颈的原因所在。

### PPP 促建筑业去地产化, 行业估值核心因素升级

建筑业总产值与房地产投资从 09 年开始保持了非常紧密的正相关关系, 而建筑业整体盈利能力和议价能力均弱于下游地产, 是过去建筑业估值紧密跟随但始终无法超过地产业估值的重要原因。当前建筑业下游需求由房建向基建切换, 建筑业新签合同额与地产施工面积的相关关系被打破已构成建筑业需求转换的重要信号; PPP 为建筑业带来的商业模式大变革, 产业链向前后延伸提升了建筑龙头的议价能力; PPP 给建筑公司带来的利润率和收现改善也已初步体现。目前, 三大核心估值因素的变化已带动建筑业估值快速提升, 与地产行业估值关联性减弱且出现超过地产业的趋势。

### 投资/环保助公司去建筑化, 对标国际国内同行估值提升空间明显

公司历史上收入结构和盈利水平向中国建筑等主流建筑公司靠近是公司估值打上建筑印记的主要原因。但 2014 年以来公司工程业务收入占比快速下降, 当前 60% 水平远低于历史高位, 投资和环保业务的高速增长为公司估值带来新的参考因素。2017 年以来公司对外投资明显加快, 公司投资业务与 VINCI 发展路径相似度高, 可运营资产占比处于行业领先水平, 从 PB 角度看股价存在一定低估。而随着公司环保深加工生产线和产业园的投产以及水治理项目的落地, 环保业务盈利能力大概率快速接近行业平均水平, 参考 A 股上市可比公司最低 28X PE, 公司估值具有较大提升空间。

### 未来国改与业绩仍有超预期空间, 维持“买入”评级

公司 PPP/投资/环保业务均有望从规模和效率方面提升公司业绩, 未来投资与环保业务超预期发展可能性大。当前中国能建改革步伐已加快, 公司作为国改排头兵, 继续领跑央企国改可期。我们维持公司 2017-2019 年预测 EPS 0.98/1.22/1.48 元, CAGR 26%, 目前 A 股以非房建工程作为主业的大型央企 2017 年 PE 区间 11.44-21.77 倍, 整体平均 PE 14.57 倍, 综合上述分析, 认可给予公司 2017 年 15-18 倍 PE, 对应 16-18 复合增速 PEG 0.53-0.63, 低于行业平均水平, PB (LF) 1.76-2.1, 与行业平均水平相当, 对应合理价格区间 14.70-17.64 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 公司环保/投资业务开展进度不及预期; 市场竞争加剧导致 PPP 项目收益快速下降。

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)	5.70-13.37
总市值 (百万元)	55,073
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

## 正文目录

行情复盘：十年涨十六倍，国改与业绩双轮驱动.....	5
行情回顾：06 年至今最高涨幅超 16 倍，近年公司 PE 顶部在 15X 左右.....	5
股价历史驱动因素解析：业绩支撑，国改催化.....	7
大盘及行业估值整体下降，公司-建筑行业-地产行业存在估值递进关系.....	9
PPP 促建筑业去地产化，投资/环保助公司商业模式变革.....	12
建筑行业：下游需求结构向基建为主转变，PPP 模式提升整体盈利能力.....	12
PPP/投资业务引发公司商业模式变革，发展路径对标国际巨头万喜.....	13
环保业务迅猛发展助公司“去建筑化”进度大幅加快.....	16
估值核心因素升级，历史股价驱动力有望超预期.....	18
建筑业估值核心因素升级，传统估值天花板有望突破.....	18
投资/环保助公司切换估值基准，历史股价驱动因素仍有超预期空间.....	19
盈利预测与估值.....	23
关键假设.....	23
盈利预测与投资建议.....	23
风险提示.....	23
PE/PB - Bands.....	24

## 图表目录

图表 1: 葛洲坝上市以来累计涨幅变动 (前复权) .....	5
图表 2: 葛洲坝与大盘及行业板块涨幅走势图 .....	6
图表 3: 葛洲坝历次上涨行情梳理 .....	6
图表 4: 公司股价 (元)、动态 PE (X) 和预测 EPS (元, 右) 变动图 .....	7
图表 5: 公司及板块 PB (X) 变动趋势图 .....	7
图表 6: 公司国企改革关键事件与股价走势 .....	7
图表 7: 公司营收及归母净利润增速情况 (%) .....	8
图表 8: 公司高毛利业务营收增速 (%) .....	8
图表 9: 公司水泥、民爆和施工业务毛利率 (%) .....	8
图表 10: 公司历史 PE (TTM) 和 PE (FY1) 变动情况 (X) .....	9
图表 11: 公司与沪深 300PE (TTM) 变化走势 (X) .....	9
图表 12: 公司与建筑行业 PE (TTM) 变化走势 (X) .....	9
图表 13: GDP 季度累计同比增速 (%) .....	10
图表 14: 无风险收益率变化趋势 (%) .....	10
图表 15: 主要建筑公司工程板块毛利率 (%) .....	10
图表 16: 工程水电工程订单占工程订单总额比重 (%) .....	10
图表 17: 房地产与建筑业总产值历史同比增速 (%) .....	11
图表 18: 房地产板块与建筑板块历史 PE (TTM) (X) .....	11
图表 19: 基建和房地产建安费投资占建筑业总产值比重 (%) .....	12
图表 20: 基建和房地产建安工程投资增速及建筑业总产值增速 (%) .....	12
图表 21: 建筑业新签合同额增速与房地产施工面积增速 (%) .....	12
图表 22: 建筑板块营业利润率变化情况 (%) .....	13
图表 23: 建筑板块收现比变化情况 (%) .....	13
图表 24: 公司施工业务营收占比 (%) .....	13
图表 25: 公司工程施工营收及订单增速 (%) .....	13
图表 26: 各公司 2016 年 PPP 订单占总订单比重 (%) .....	14
图表 27: 公司非水电工程订单增速 (%) .....	14
图表 28: 公司和万喜投资业务发展路径对比 .....	15
图表 29: 公司 2017 年以来对外投资情况 .....	15
图表 30: 葛洲坝环保业务解构 .....	16
图表 31: 葛洲坝绿园科技再生资源深加工生产线厂房规划图 .....	17
图表 32: 再生资源可比上市公司毛利率情况 (%) .....	17
图表 33: 水生态治理可比上市公司毛利率情况 (%) .....	17
图表 34: 建筑业估值核心驱动因素变换 .....	18
图表 35: 再生资源可比上市公司毛利率情况 (%) .....	18
图表 36: 房地产板块与建筑板块历史 PE (TTM) (X) .....	18
图表 37: 主要 PPP 龙头股 2016 年以来累计涨幅变动 .....	19
图表 38: 凯丹水务业务分布 .....	19
图表 39: 葛洲坝与再生资源可比上市公司 PE (TTM) 比较 (倍) .....	20

图表 40: 各公司 PP&E 及特许经营权无形资产占总资产比重 (%)	20
图表 41: 各公司 PB (LF) (倍): 采用 4 月 21 日收盘数据	20
图表 42: 公司各项业务关系图	21
图表 43: 公司净利率, 期间费用率和 ROIC (%)	21
图表 44: 公司 ROE (左) 及资产负债率 (右) (%)	21
图表 45: 公司国企改革大事件梳理	22
图表 46: 公司工程业务收入 (左)、同比增速及占比 (右)	23
图表 47: 公司环保+投资业务收入 (左)、同比增速及占比 (右)	23
图表 48: 可比公司估值情况	24
图表 49: 葛洲坝历史 PE-Bands	24
图表 50: 葛洲坝历史 PB-Bands	24

## 行情复盘：十年涨十六倍，国改与业绩双轮驱动

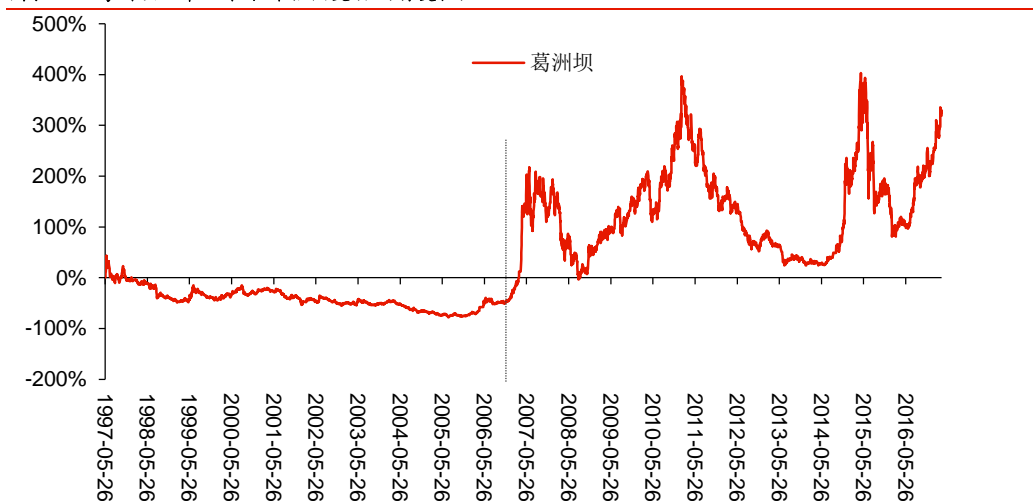
葛洲坝上市于1997年5月，至今已接近20年的时间。在上市的前9年中，公司股价持续低迷，直到2006年3月，公司才开始了第一轮大的上涨。在2006年至今的十几年间，公司股价随大盘经历了较大的波动，以2006年3月为参考，最大涨幅超过16倍，但也经历了估值水平的整体下移，我们对公司从2004年开始的基本面及行情做了梳理，发现国企改革预期、公司业绩持续增长是公司过去行情演化过程中的两个重要驱动因素，而业绩持续增长还可分为增速和盈利能力两个维度。

## 行情回顾：06年至今最高涨幅超16倍，近年公司PE顶部在15X左右

**2006年股权分置改革是公司股价重要分水岭，历史高点较2006年3月累计涨幅超1600%。**

葛洲坝上市于1997年5月，上市后至2006年3月期间，公司股价大部分时间低于刚上市时的价格，处于低位徘徊的状态且与市场关联度较小。2006年公司完成股权分置改革成为了公司二级市场表现的分水岭，公司5月完成股权分置改革，3月份公司股价开始快速上涨，公司价值得到快速修复。自此之后，公司股价开始随大盘走势及自身基本面变化情况波动，在2011年1月和2015年5月两次达到历史高点，较2006年3月1日涨幅超过1600%。

图表1：葛洲坝上市以来累计涨幅变动（前复权）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2006年3月以来，公司共经历6次大的上涨行情，期间最大超额收益527%。公司完成股权分置改革之后估值快速修复，叠加大盘出现牛市行情，15个月内公司股价上涨超过10倍，超额收益超过500%。在随后的时间里，葛洲坝保持着高于大盘的波动性，在2010年7月以后三次取得了超额收益在90%以上的阶段性大行情，股价弹性与超额收益在央企建筑蓝筹中均十分罕见。

图表2: 葛洲坝与大盘及行业板块涨幅走势图



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

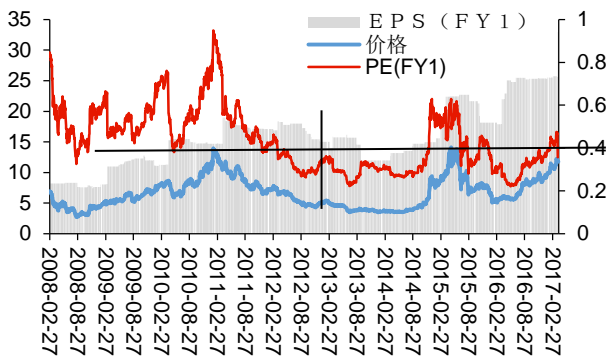
图表3: 葛洲坝历次上涨行情梳理

时间段	葛洲坝	沪深300	中信建筑	葛洲坝超额收益	行情特点
2006.3-2007.6	1007%	480%	431%	527%	大盘、板块及公司几乎同时启动, 葛洲坝达顶所用时间更短, 在顶部震荡较为剧烈
2008.8-2009.8	149%	141%	97%	8%	公司行情启动较早, 但大盘、板块和公司行情几乎同时结束
2009.9-2010.4	69%	26%	18%	43%	在这个阶段葛洲坝经过了和大盘相同的向下调整后继续快速上涨, 而大盘和中信建筑经过小幅反弹后继续下挫, 葛洲坝行情相对比较独立
2010.7-2011.1	131%	41%	40%	90%	这个阶段的大盘和建筑板块仍然只能用“反弹”来形容, 但葛洲坝在短暂调整后继续保持着快速向上的趋势
2014.6-2015.5	300%	150%	333%	150%	本轮上涨过程葛洲坝与大盘和建筑板块基本同时启动, 葛洲坝虽然跑赢大盘, 但是没能跑赢中信建筑板块, 这轮牛市的一个重要特点是中信建筑终于跑赢了大盘, 此前中信建筑一直都没能跑赢大盘
2016.2-至今	132%	22%	54%	110%	本轮“慢牛行情”当中, PPP和一带一路是最重要的两个主题, 因此建筑板块明显跑赢大盘, 建筑股受到广泛关注, 葛洲坝由于PPP占比比较大, 受到了深度挖掘, 而其本身拥有比较多的可运营资产, 在年后PPP资产证券化出台后继续了上涨态势并在4月19日盘中创历史新高

资料来源: 华泰证券研究所整理

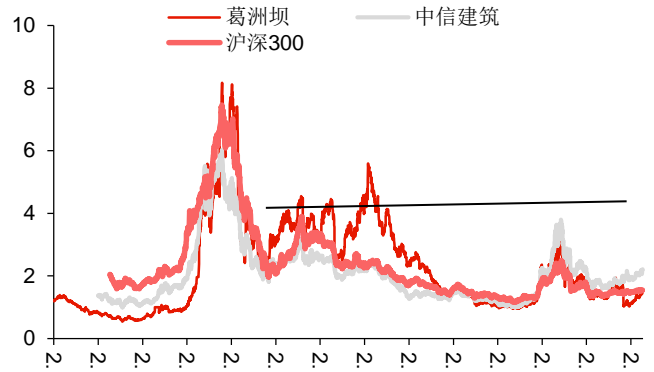
2011年以后公司估值出现向下移动趋势, 2012年以来公司前瞻PE的顶部在15X左右。我们以盈利预测Wind一致预期的数据范围作为研究对象发现, 公司PE在2011年底前大部分时间在15X以上, 而2012年以后除2015年大牛市期间, 基本都在15X以下, 当前动态PE12.7X, 处于2012年以后大部分时间中的较高水平。从PB角度来看, 公司在2014年10月以前绝大多数时间里PB均在大盘和中信建筑板块平均水平之上, 但之后公司PB优势逐渐消失, 目前公司PB接近沪深300平均水平, 低于中信建筑平均水平, 处于历史低位。

图表4： 公司股价（元）、动态 PE（X）和预测 EPS（元，右）变动图



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表5： 公司及板块 PB（X）变动趋势图

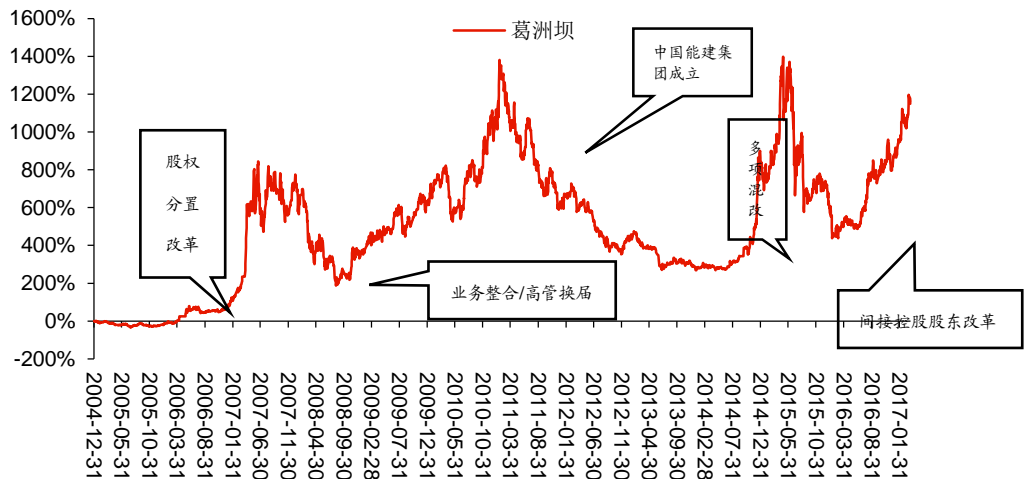


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

### 股价历史驱动因素解析：业绩支撑，国改催化

国企改革为大行情催化必要因素，股权分置改革、混改和大股东限制性股票均为向上行情开启的标志性事件，未来公司和中国能建的改革深化仍将形成实质利好。公司自 2004 年开始，在战略、股权结构、高管人员等多个方面都进行过深入的改革，改革广度与深度均位居建筑央企前列，在公司每次大行情的开始初期，都能找到一系列对公司具有重大意义的改革措施。我们认为，历次国企改革在公司治理、资产价值、管理效率和业绩等方面对公司形成了良性影响，当前公司已经是间接控股股东中国能建旗下最主要资产，而中国能建已经完成了限制性股票和股权划转国新、诚通等改革步骤，未来改革步伐有加快迹象。公司是最善于运用混改提升自身业务水平的建筑央企，未来在环保等快速发展的业务中深入推行混改值得期待。

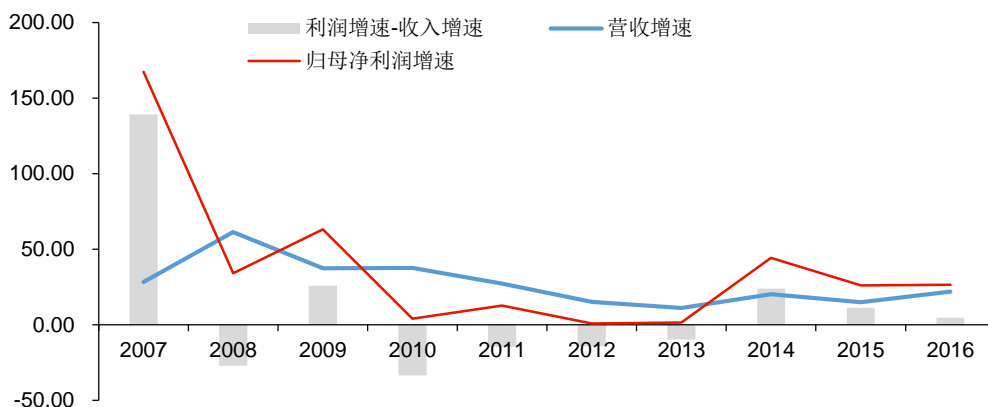
图表6： 公司国企改革关键事件与股价走势



资料来源：Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

业绩表现是支撑股价的核心因素，而业绩考量因素包含增速和盈利能力两个方面。公司股价的整体趋势与业绩表现及预期高度相关，2006 年改革以后，公司由于订单增加、管理能力增强和资产注入等原因实现了连续两年的业绩快速增长，此间净利润增速高于收入增速，2007 年，归母净利润增速下滑至收入增速以下，股价也相应回调，2010 年至 2013 年期间公司收入及业绩增速继续下滑，归母净利润增速连续几年在收入增速之下，而公司股价也迎来了股改以来最低迷的一段时间，随着 2014 年以后公司利润增速重新回到较高水平，公司股价又迎来了快速上涨。2016 年以来随着 PPP 的持续火热及公司环保、投资等业务的不断开展，我们预计公司将迎来又一个业绩增速和盈利能力同时提升的阶段。

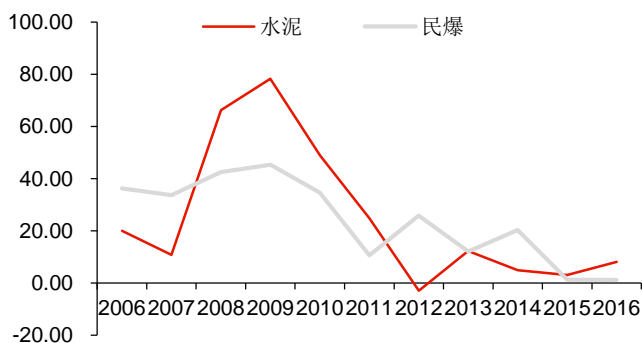
图表7： 公司营收及归母净利润增速情况（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

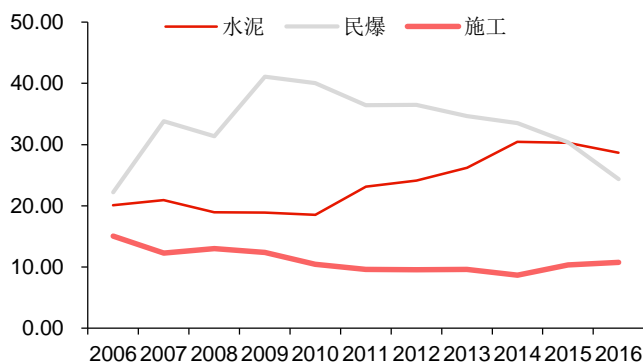
盈利能力提升预期是股价上涨重要变量，盈利能力提升取决于高毛利业务板块能否快速增长以及施工板块的盈利能否提升。从历史来看，公司盈利提升主要有两种方式，一种是高毛利率业务的营收规模和占比快速增长，主要体现为 07-09 年阶段水泥和民爆业务在整合与改革推动下的快速增长；另一种方式是占比最大的施工业务的盈利能力提升，主要体现为 2016 年以来市场广泛认可的 PPP 模式对施工企业盈利能力改善（2016 在营改增影响下公司施工毛利率不降反升）。在上述两个阶段，公司股价均取得了较高的相对收益，而在缺乏盈利能力提升因素的 10-13 年，公司股价较为低迷。当前公司环保业务占比已经超过 10%，预计未来几年将继续保持较快增长，而再生资源可比公司的毛利率远高于公司目前环保业务，未来公司再生资源等环保业务毛利率贡献度的提高将成为继 PPP 之后公司盈利能力提升预期的核心因素，从公司目前股价走势来看，环保业务未来的盈利提升能力尚未被充分反映。

图表8： 公司高毛利业务营收增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 公司水泥、民爆和施工业务毛利率（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

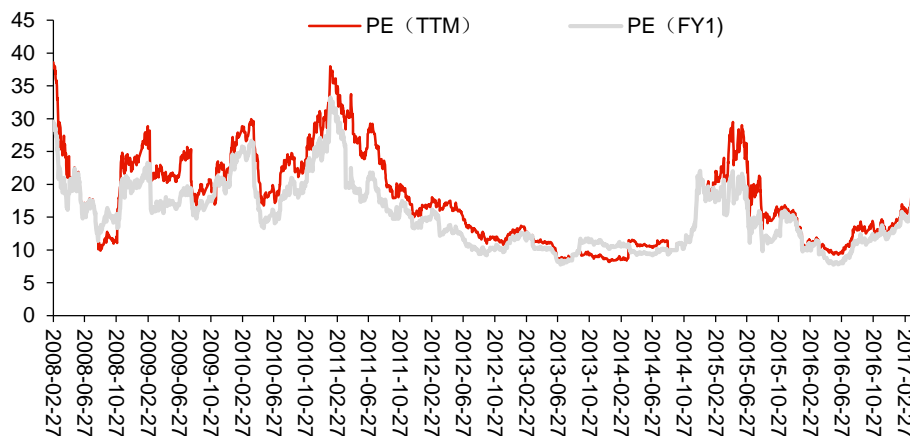
从逻辑上讲，国企改革为市场带来了公司营收利润规模扩大和盈利水平提升的信号，而业绩增速和盈利能力的提升则一步步验证了市场的国企改革预期。公司的业绩提升是股价最直接的驱动因素，而国企改革则被市场广泛视作公司业绩和效率提升的信号。我们认为，公司股价之所以能够在过去取得最高 16 倍的涨幅，一个重要原因就是公司的业绩和盈利能力在不断地验证着改革带来的向上预期。当前公司前瞻 PE 已经接近了 2012 年以来的最高水平，估值能否突破 15X 天花板将是公司未来走势的重要影响因素，下文我们将就公司历史估值做详细分析。



**大盘及行业估值整体下降，公司-建筑行业-地产行业存在估值递进关系**

公司历史前瞻 PE 可以分为两个阶段：第一阶段为 2012 年 2 月前，公司 PE 基本在 15 倍之上，从 PE 走势来看，15 倍可以看做是估值最低点；第二阶段是 2012 年 2 月之后，这个阶段公司 PE 逐渐下滑，虽然在 2014-2015 年大牛市中短暂超过 15 倍，但在 2015 年之后曾两次到达 15 倍左右然后回落，因此基本上可以判断，15 倍是 2012 年后公司前瞻 PE 的顶部。由于公司前瞻 PE 和 PE (TTM) 走势相关度很高，在下文的研究中，为方便起见，我们采用 PE (TTM) 进行研究。

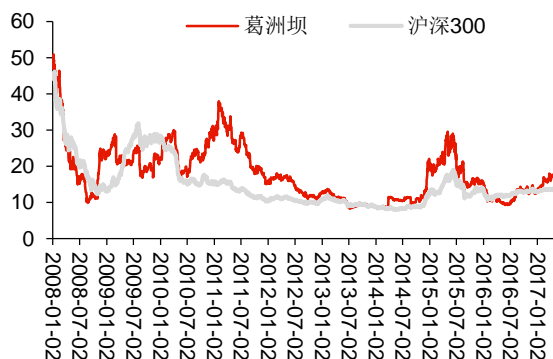
**图表10： 公司历史 PE (TTM) 和 PE (FY1) 变动情况 (X)**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2011 年以后大盘和建筑板块均出现了估值下移的情况，公司在 2013 年以后 PE 波动与大盘和建筑板块的联动性大幅增强，建筑行业整体 PE 水平是公司 PE 出现瓶颈的重要因素。2009 年之后，随着 GDP 增速变慢及无风险收益率的上升，A 股估值出现整体下移，公司及建筑板块 PE 也未能幸免。公司 PE 出现下行趋势晚于大盘和建筑板块，但调整速度更快，从 2012 年末开始，公司 PE 与建筑行业整体 PE 几乎重合，走势也开始高度一致，但在 2015 年下半年以后，公司的 PE 始终低于建筑行业 PE，建筑行业整体 PE 水平是公司 PE 出现瓶颈的重要因素。

**图表11： 公司与沪深 300PE (TTM) 变化走势 (X)**



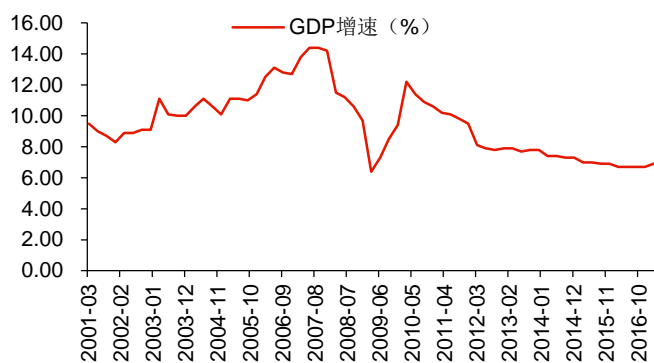
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表12： 公司与建筑行业 PE (TTM) 变化走势 (X)**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13: GDP季度累计同比增速(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

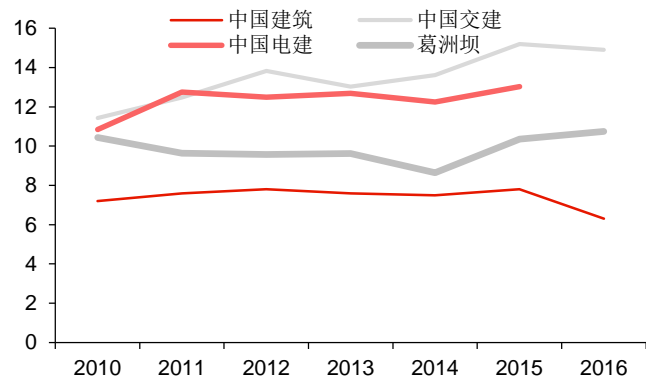
图表14: 无风险收益率变化趋势(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

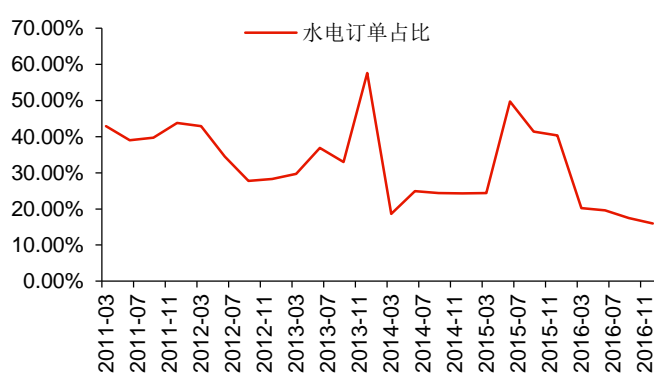
2012年以来公司业务结构向传统建筑企业靠拢, 工程业务占比维持高位, 水利水电等毛利率较高的工程占比下降, 公司工程毛利率与一般建筑工程公司十分接近, 是公司估值更加“建筑化”的重要原因。公司2011-2014年期间工程板块收入占比处在历史高位, 但传统主业水电工程的订单占比却总体处于下滑趋势, 两者作用的共同结果就是公司的整体业务结构与中国建筑式的传统建筑工程公司更加类似。从工程板块毛利率上来看, 2010年之前公司的毛利率与从事道路和电建工程的大型央企相近, 但2011年以后, 毛利率朝着以房建为主的中国建筑的水平发展。在这个阶段, 房地产、水泥、民爆等高毛利业务的收入占比整体下降也再一次强化了公司的建筑印记。

图表15: 主要建筑公司工程板块毛利率(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

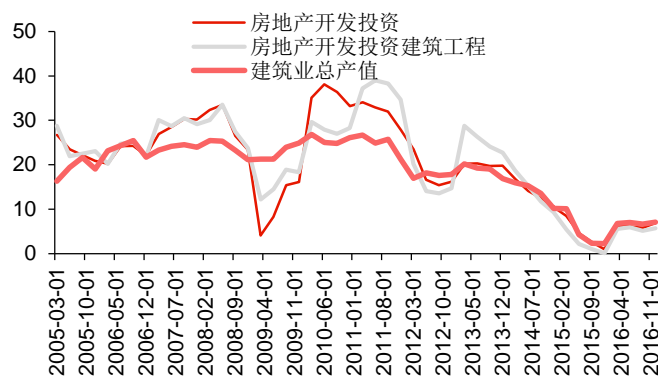
图表16: 工程水电工程订单占工程订单总额比重(%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

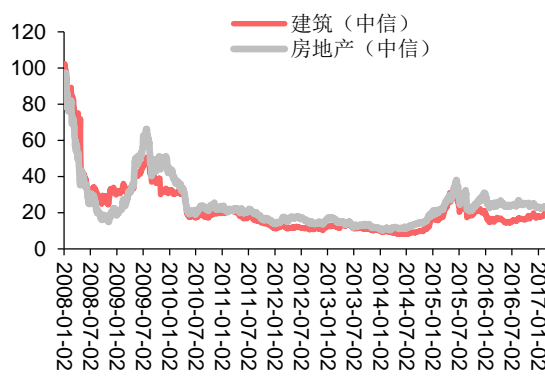
从历史情况来看, 建筑业增速受下游房地产行业增速影响大, 从上下游关系来看, 房地产板块是建筑板块估值天花板的重要构成因素。从2009年开始, 房地产开发投资、房地产开发投资中的建筑工程投资及建筑业总产值三项数据的同比增长率保持了非常紧密的正相关关系, 因此虽然房地产投资占固定资产投资的比重在下降, 但其仍然是影响建筑行业景气度的最重要因素。从板块估值角度来看, 房地产和建筑板块估值联动程度很高, 但2010年以后建筑板块整体估值几乎从未超过房地产板块。从产业链角度讲, 建筑业景气度与地产行业相关度高, 但行业集中度和盈利水平更低, 也在一定程度上对建筑行业的估值水平形成了压制。

图表17: 房地产与建筑业总产值历史同比增速 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 房地产板块与建筑板块历史 PE (TTM) (X)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

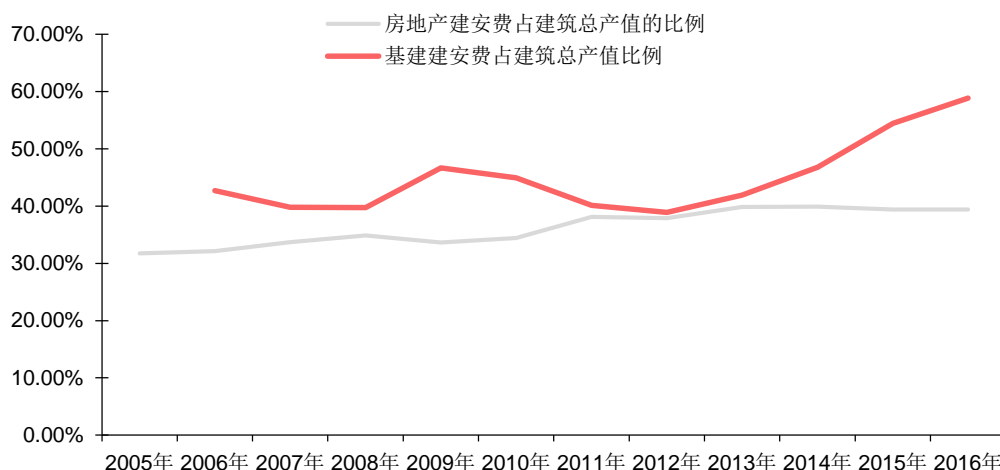
综合上述分析, 我们认为, 公司、建筑板块和房地产板块在历史上存在一定的估值递进关系。在 2011-2014 年这段时间, 公司的“建筑化”使得其估值更多的具备了建筑行业的特征, 而其作为大型央企, 市值和收入弹性均具备大盘股特征, 因此市场也以略低于建筑行业的整体估值作为公司估值的基准。而从产业链角度上讲, 建筑行业卖方议价能力弱于下游房地产行业, 加之两个行业的景气度高度关联, 一定程度上导致了建筑行业的整体估值始终紧随但却无法超越房地产行业。

## PPP 促建筑业去地产化，投资/环保助公司商业模式变革

### 建筑行业：下游需求结构向基建为主转变，PPP 模式提升整体盈利能力

2016 年建筑业下游需求中房地产占比保持稳定，基建占比继续快速提升。按照 Wind 可比口径数据，2016 年全国基建投资完成额增速 15.72%，增速已连续 5 年高于房地产投资。从基建和房地产投资中建安工程投资占建筑业总产值的比重来看，2012 年以前基建投资占比逐年下降，房地产占比提升，2012 年以后趋势对调，当前基建建安费已占到建筑业总产值的 59%，建筑业下游需求结构已经从房地产与基建二元均衡转向基建为主体的结构。

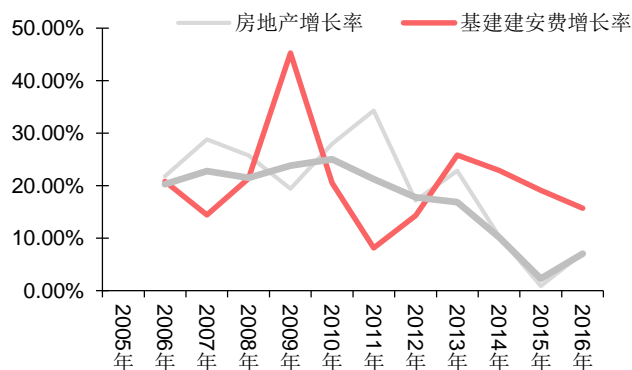
图表19：基建和房地产建安费投资占建筑业总产值比重（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

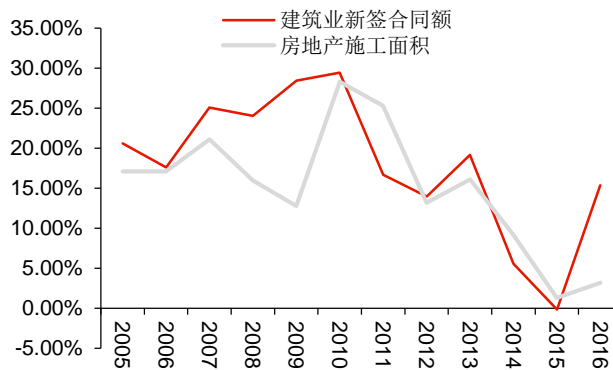
建筑业总产值仍然与房地产开发投资保持紧密关系，但建筑业新签订单已经打破了与房地产施工面积较为紧密的正相关关系，未来基建投资的增速预计将对建筑业增速影响更大。从图 20 来看，2013 年之前建筑业增速介于房地产建安投资和基建建安投资增速之间，从 2013 年开始，建筑业总产值的增速与房地产建安投资增速更为接近。我们认为，从逻辑上讲，当前基建投资增速远高于房地产建安费投资增速，随着基建建安费占比的扩大，建筑业总产值增速将更加接近基建建安费的增速。从 2010 年开始，建筑业新签合同额和房地产施工面积保持了相对接近的增速和变化趋势，但 2016 年建筑业新签合同额增速显著高于房地产施工面积增速，两者增速差接近 2009 年基建增速峰值时的水平，未来在订单转化为收入的过程中，基建将成为建筑业产值主要驱动因素大概率将得到验证。

图表20：基建和房地产建安工程投资增速及建筑业总产值增速（%）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：建筑业新签合同额增速与房地产施工面积增速（%）

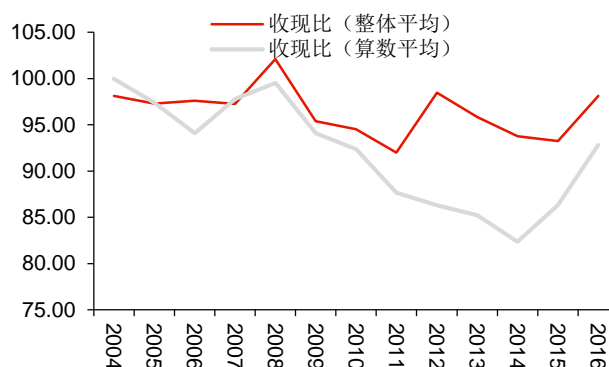
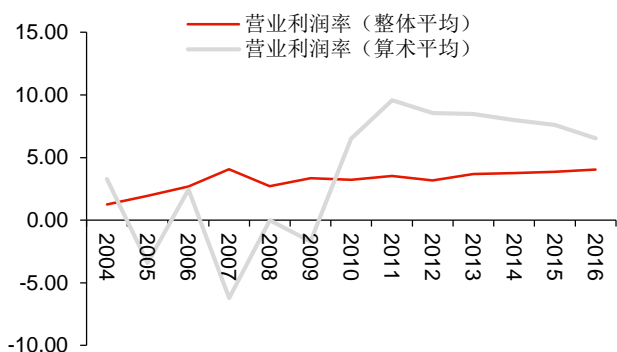


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**PPP模式对于建筑企业盈利和现金流改善的效果在2016年已经逐渐显现。**我们通过对中信建筑板块营业利润率和收现比的观察发现，近年来更多反映行业内收入规模较大的龙头公司盈利水平的行业整体营业利润率呈上升趋势，2016年提升0.17pct，为历年来的最大增幅，而算术平均营业利润率的下降则体现了建筑业目前部分子行业盈利能力仍在下降的事实，如房建、装饰和幕墙等。行业整体收现比相对算术平均值更高，体现了龙头公司更强的收现能力，而整体平均收现比2016年改善明显。根据我们之前的报告，PPP目前的主要参与者仍然是行业内的龙头公司，进入2016年，行业龙头与一般企业之间最大的变量就是PPP带来的企业基本面变化，因此我们判断，PPP对于龙头建筑企业盈利和现金流改善的效果已经得到部分显现，2017年PPP项目的落地速度大概率将比2016年更快，由此可以推断2017年建筑企业整体盈利和现金流的改善将更加明显。

图表22: 建筑板块营业利润率变化情况 (%)

图表23: 建筑板块收现比变化情况 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

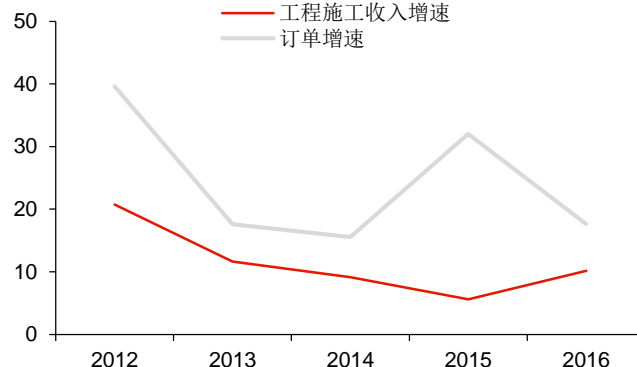
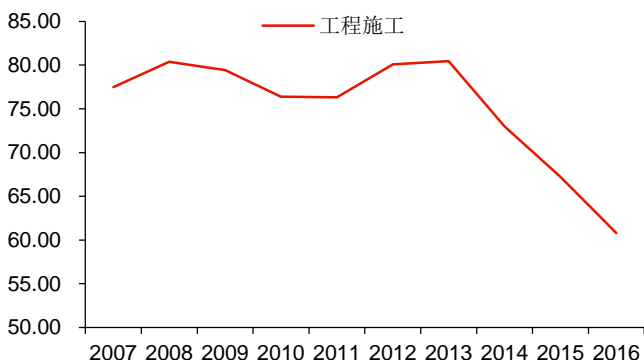
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### PPP/投资业务引发公司商业模式变革，发展路径对标国际巨头万喜

公司2016年施工业务收入已下降至历史低位，未来仍有可能进一步下降。公司在2007年注入大量建筑类子公司后，工程施工营收占比提升至80%左右，但从2013年以后，公司工程施工营收占比逐年下降，目前已降至60%左右。我们认为2013年以后公司工程业务占比的下降，一方面与行业整体环境相关，2013-2014年间行业和公司的订单增速均在下降，另一方面，与公司主动调整业务结构有关，2016年在PPP带动整个行业新签订单快速增长的情况下，公司订单增速相较2015年还有所下降，基本处于过去五年中的较低水平，我们判断，这是公司在订单筛选方面更加严格，主动减少非PPP类订单的结果。

图表24: 公司施工业务营收占比 (%)

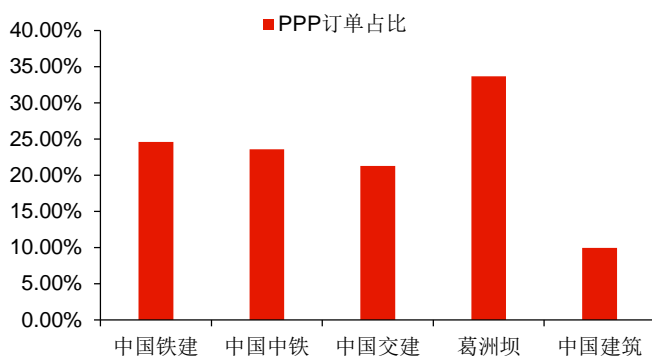
图表25: 公司工程施工营收及订单增速 (%)



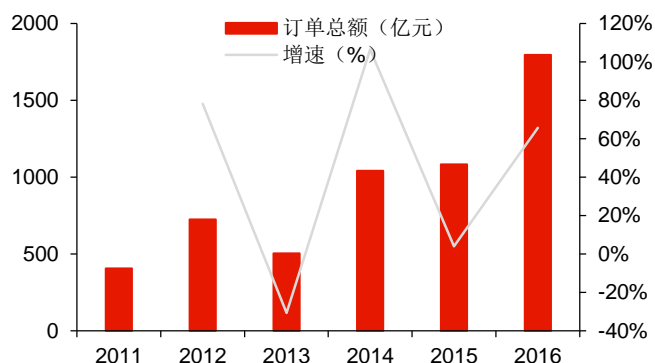
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

短期内 PPP 将提升公司施工订单增速，优化订单结构，提高施工业务盈利和收现能力，长期来看，PPP 是重塑公司商业模式的重要途径。公司 2016 年国内订单的 50.28% 为 PPP 项目，PPP 订单占比远超同行业央企。2016 年公司国内订单增速 27%（非水电业务增长 66%），低于 2015 年的 39%，但考虑到 2015 年公司 5 个特大项目合同总额已达到 636 亿元，占全部国内订单 56.7%，而 2016 年公司新签订单体量均比较平均，因此从订单数量上来讲，公司新签订单增速有所提高。公司通过 PPP 调整订单结构实现了两方面优化：第一，水电工程订单占比下降至 15%，非水电订单快速增长，使得公司未来订单增速不会因为水电订单的间歇性而剧烈波动；第二，通过 PPP 项目改善工程板块盈利能力。公司 2016 年工程施工毛利率 10.74%，在可比公司均因为营改增毛利率下降之时逆势增长，与此同时收现比由 2015 年的 80.04% 提升至 84.59%，我们认为与公司 PPP 项目高占比有一定关系。未来，PPP 将不仅仅是提升公司施工业务，也将成为公司获取基建资产，转型基础设施运营商的重要途径。

**图表26： 各公司 2016 年 PPP 订单占总订单比重 (%)**


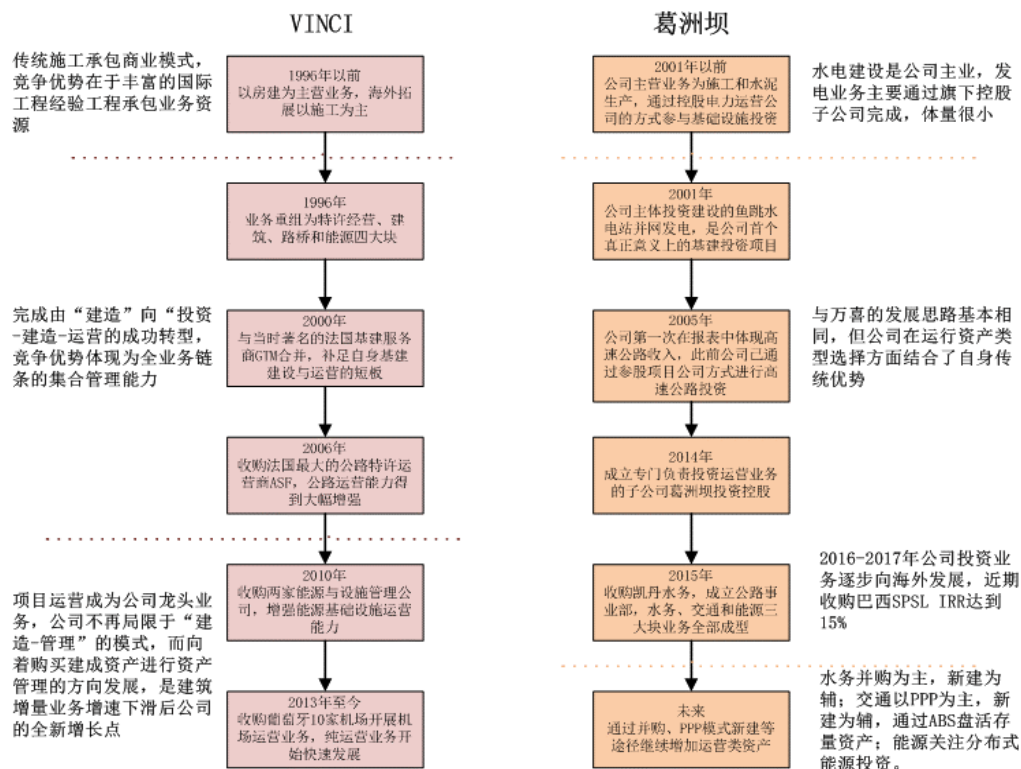
资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表27： 公司非水电工程订单增速 (%)**


资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司投资业务通过 PPP 和收购获取资产，与国际巨头万喜发展初期路径类似。公司投资业务毛利率保持在 50% 以上，是公司未来发展战略中最重要的组成部分之一，2016 年收入同比增长 18.68%。目前公司的投资业务战略已逐渐明晰，即通过 PPP 项目以及直接收购的方式获得基础设施运营权，通过运营基础资产获得投资收益。虽然公司目前运营项目类型与国际特许经营巨头万喜有一定差别，运营类资产比重和营收规模也与万喜差距较大，但公司投资业务发展路径与万喜相似度较高，从最终运营资产的选择上，两者也都涵盖能源和交通两大方面。

**图表28：公司和万喜投资业务发展路径对比**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司投资业务毛利率与万喜处在同一水平，2017年以来公司对外投资速度明显加快，投资业务在完成资产积累后利润贡献占比有望快速提升，而投资业务每提升1%收入占比可提升公司综合毛利率1.6-2pct。2016年公司投资业务毛利率56.55%，用1.80%的收入创造了公司7.80%的毛利，而2016年行业标杆万喜的特许经营业务用占营收总额16.5%的收入创造了70.8%的营业利润。可以看出，投资业务的营收占比每提升一个pct，其毛利占比可提升4-5个pct，按毛利率投资业务50%，其他业务10%计算，可提高公司整体毛利率1.6-2pct。我们研究发现，投资业务（特许经营）的收入占比的提升需要通过提升运营类资产占总资产的比重实现，2016年万喜PP&E和特许经营权资产合计占总资产比重达到45.86%，公司2016年为10.35%。公司2017年后明显加快对外投资节奏，截止4月份已公告投资项目已达到5项，除此之外，公司水处理设施建设也在加快。我们预计随着公司运营资产积累速度的加快，公司投资业务所占营收比重也将快速提高。

**图表29：公司2017年以来对外投资情况**

时间	项目	投资额（亿元）
20170113	日照（岚山）至菏泽公路枣庄至菏泽段高速公路项目	170.07
20170113	济南至泰安高速公路项目	118.83
20170113	四川省巴中至万源高速公路项目	173.17
20170113	国家高速德上线巨野至单县（鲁皖界）段高速公路项目	91.65
20170330	巴西圣保罗圣诺伦索供水项目相关的特许经营权	收购对价1.47亿美元，总投入不超过2亿美元

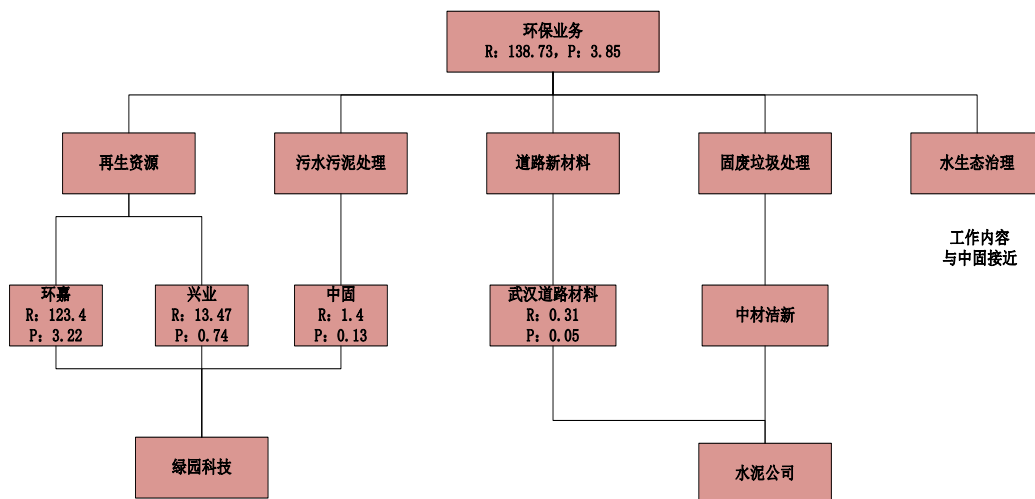
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

四川巴中万源高速公路项目公司持股99%。

## 环保业务迅猛发展助公司“去建筑化”进度大幅加快

环保业务 2015 年完成从 0 到 1 的突破，营收规模快速扩大，公司环保业务主要由绿园科技和水泥公司两大平台承接。绿园科技成立于 2014 年底，公司自 2015 年起开始计算环保收入，2016 年环保业务收入增速达到 111.5%，占全部收入百分比 13.84%，收入规模快速跃居非工程板块业务首位。从业务结构看，公司环保业务主要包含再生资源、污水污泥处理、道路新材料和固废垃圾处理四大板块，由绿园科技和水泥公司两大平台承接。公司近期与四川省政府签订的 2000 亿 PPP 框架协议中着重强调了流域治理，而此前公司已签订 500 亿元水生态治理框架协议，未来公司大概率在水环境治理领域也取得突破。

图表30：葛洲坝环保业务解构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

注：R 代表 2016 年收入，P 代表 2016 年利润，单位均为亿元

从市场空间和公司能够获取的资源角度讲，未来公司环保收入保持持续较高增长是大概率事件，而市场广泛关注的环保业务盈利较低问题预计未来也将显著改善。环保市场在“水十条”、“土十条”等相关政策推动下市场空间迅速打开，“十三五”期间全社会环保投资或将达到 17 万亿，我们在相关报告中已做详细分析，这里不做赘述，我们预计公司在 2017 年仍将实现环保业务收入翻倍增长。公司环保业务目前盈利能力较差，2016 年毛利率 2.14%，按公司年报中的数据净利润率 2.78%。

公司未来至少能够从两个方面提升环保业务盈利能力：

**第一，再生资源业务有望通过深加工（深加工生产线及环保产业园）不断提高盈利能力。**我们从调研中了解到的情况，公司目前再生资源业务盈利能力较低主要原因有三，一是在快速开拓市场中公司让利较多，当前公司市场拓展顺利，再生资源业务收入规模与可比上市公司相比优势明显；二是公司目前再生资源产业链未完全理顺，产业链环节尚未完全打通，三是公司深加工能力尚有待提高，废物利用率距离行业平均的 10% 仍有差距。公司 2017 年预计投入 30-50 亿元加强深加工生产线固定资产投资，延伸产业链，武汉深加工产业园预计将在年内挂牌，上海和深圳的千亩级环保产业园也在建设中。我们预计随着公司深加工能力不断提高，废物利用率达到行业平均水平，公司再生资源业务毛利率将迅速接近行业可比公司水平。虽然可比上市公司再生资源业务毛利率由于具体资源种类不同而差异较大，但总体毛利率水平在 10% 以上，龙头公司可达到 20% 以上，远高于公司目前毛利率。



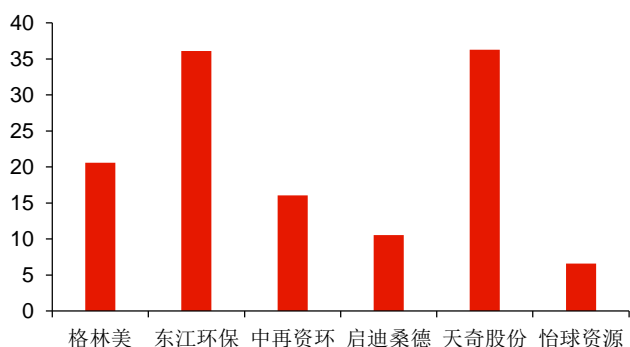
图表31: 葛洲坝绿园科技再生资源深加工生产线厂房规划图



资料来源: 绿园科技官网, 华泰证券研究所

第二, 中国公司污水污泥处理业务利润率明显高于其他业务, 公司水治理订单落地后也有望提升环保业务总体利润率。公司近日与四川省政府签订的合作框架协议中重点提及流域治理工程, 此前还签订了 500 亿元水治理项目框架协议。流域治理业务总体与中国公司污水污泥治理业务类似, 而从图 29 来看, 中国公司利润率 (9.28%) 远高于环嘉 (2.61%), 因此, 短期内公司水治理项目落地也将对环保业务总体盈利能力提升产生积极影响。

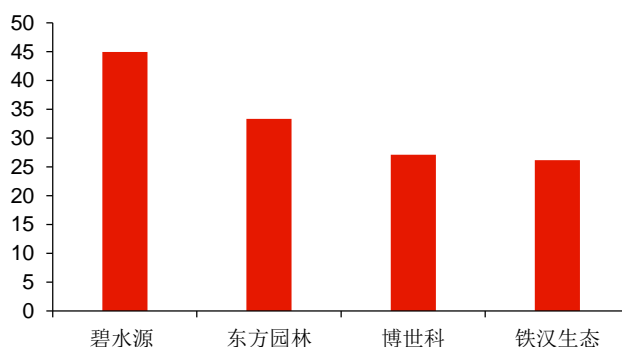
图表32: 再生资源可比上市公司毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

除中再资环外其余为 2016 数据, 东江环保和怡球资源主营业务绝大部分为再生资源业务, 毛利率为综合毛利率, 其余各家均为具体再生资源业务毛利率

图表33: 水生态治理可比上市公司毛利率情况 (%)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

碧水源为污水处理整体解决方案业务毛利率, 东方园林为水系治理毛利率, 博世科为环境综合治理毛利率, 铁汉生态为生态修复工程毛利率

## 估值核心因素升级，历史股价驱动力有望超预期

### 建筑业估值核心因素升级，传统估值天花板有望突破

从逻辑上讲，建筑业目前增长和盈利能力提升的核心推动力在发生改变，估值基准有望改变。从前文我们可以得知，当前建筑业产值中基建建安费比例已接近60%，且基建增速仍然维持在较高水平，从理论上讲未来基建需求将对建筑业需求起到主导作用，而从实际数据来看，2016年房地产施工面积增速与建筑业新签订单增速打破多年的紧密相关关系，出现背离，也在验证我们的观点。盈利能力低、回款差一直是以房地产作为主要下游需求的建筑企业的估值压制因素，但PPP模式广泛推行后，目前已能够初步看到其对建筑企业利润率和收现能力的改善。从基本面角度看，以房地产行业整体估值作为建筑板块估值的天花板已不能反映行业整体基本面情况。

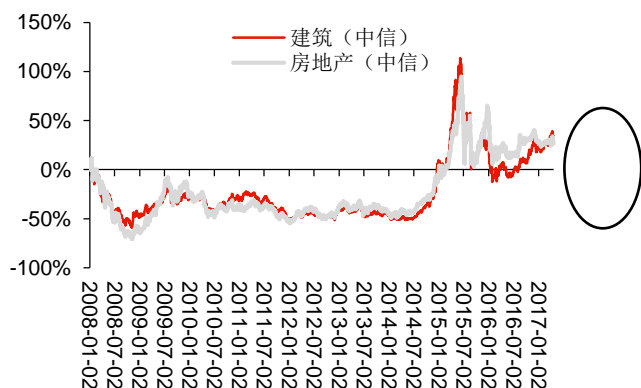
图表34：建筑业估值核心驱动因素变换



资料来源：华泰证券研究所

从近期行情来看，建筑行业走势明显强于房地产行业，估值快速提升，已有突破房地产行业天花板的趋势。中信建筑和中信房地产指数走势从2008年初至2016年初期间保持了很高的联动性，但进入2016年以来，建筑板块走势明显强于房地产走势，我们认为，建筑板块走强除2015年超跌后的补强因素之外，建筑行业基本面的变化也是建筑板块走势相对独立的重要原因。从估值角度来讲，2016年以来建筑板块估值快速修复，两板块估值呈现一升一降的趋势，相关性变弱，目前建筑板块PE已有突破传统房地产板块估值天花板的趋势。

图表35：再生资源可比上市公司毛利率情况(%)



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表36：房地产板块与建筑板块历史PE(TTM)(X)

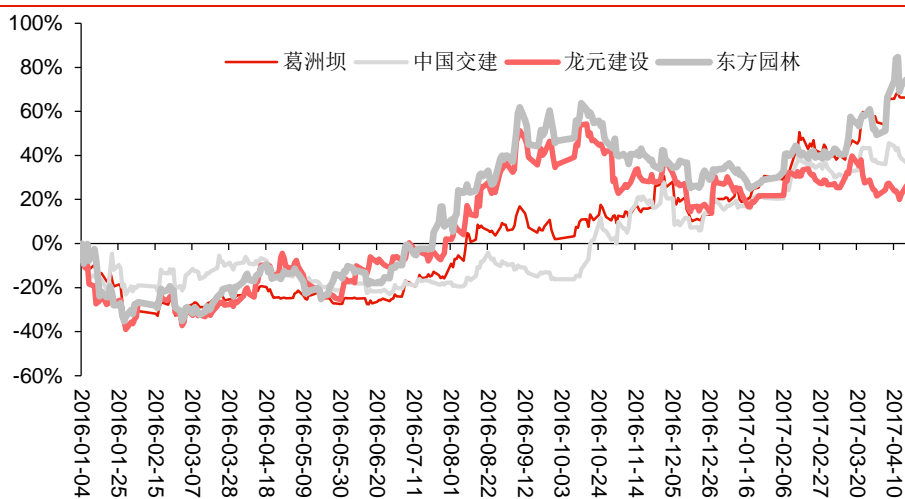


资料来源：Wind, 华泰证券研究所

### 投资/环保助公司切换估值基准，历史股价驱动因素仍有超预期空间

公司从 2016 年以来股价上涨的路径与主要 PPP 龙头企业类似，一定程度反映出公司过去的上涨逻辑仍然是 PPP 对建筑企业基本面的改善。从图 37 来看，2016 年至 2017 年 2 月，PPP 行情在民企和央企中的走势有所不同，民企中的龙元建设和东方园林走势一致性较高，而葛洲坝和中国交建的走势也比较相似。但从 2017 年 2 月以后，中国交建和龙元建设涨势趋缓，东方园林和葛洲坝的走势重合度较高。我们认为，四个 PPP 龙头企业的走势反映出如下两个因素：第一，后续 PPP 行情中的主要受益公司将是去年业绩兑现情况较好的公司（葛洲坝 16 年归母净利增速 26.55%，东方园林 115%）；第二，东方园林 3 月以后涨幅较大与其受益雄安新区及京津冀地区可能的生态建设投资增长有关，葛洲坝之前已签约大额水生态治理框架协议，凯丹水务在河北地区污水处理业务布局广泛，也因此受益。综上，公司 2016 年至今上涨逻辑基本上与业内龙头公司接轨，投资和再生资源环保业务估值仍然没有充分反映。

图表37： 主要 PPP 龙头股 2016 年以来累计涨幅变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

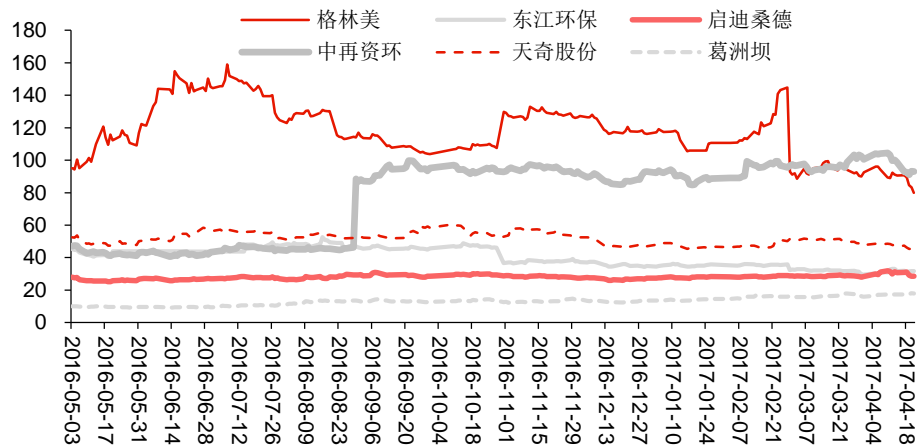
图表38： 凯丹水务业务分布



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

与 A 股再生资源可比上市公司相比，公司估值仍有较高的提升空间。按照公司未来规划与收入整体增长速度，我们预计公司环保业务收入占比在未来几年将迅速提升，17-19 年占比提升至 20-40%左右，若公司再生资源深加工产业园与生产线建设进展顺利，公司再生资源业务毛利率大概率将呈现明显改善趋势。再生资源可比公司毛利率远高于公司工程业务毛利率（图 32），若公司环保业务毛利率提升至行业平均水平，则其利润贡献占比将远超其收入占比，公司估值也将向环保行业可比公司进一步靠近。我们以行业内 PE(TTM) 最低的启迪桑德作为基准，假设公司其他业务 PE(TTM) 较中信建筑板块折价 10%（符合目前估值水平），则公司环保业务利润贡献占比在 10%、20%、30%、40% 的时候的 SOTP PE19-22 倍，较当前公司 17.8 仍有一定提升空间。

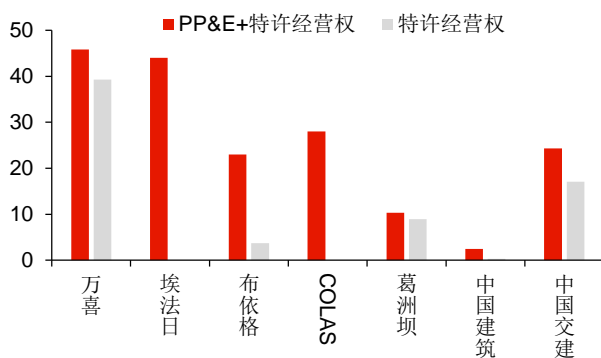
图表39：葛洲坝与再生资源可比上市公司 PE (TTM) 比较 (倍)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

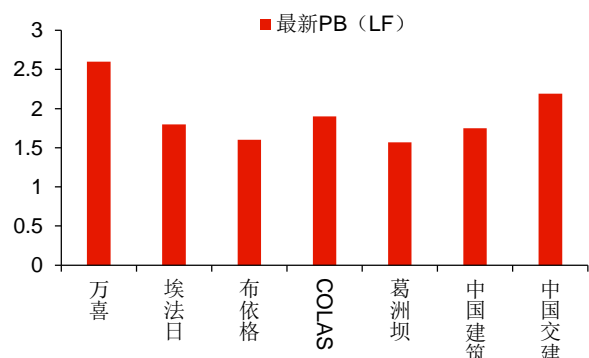
从国际经验来看，特许经营工程公司相比传统总承包类工程公司具有一定 PB 估值优势，公司可运营资产比例高于传统建筑公司，股价从 PB 角度看存在一定低估。我们选取四家在法国上市的建筑企业进行研究，相比更偏重工程建造的埃法日、布依格和 COLAS，特许经营业务占比较大的万喜在 PB 方面具有一定优势。从各公司报表数据来看，其运营资产可能记于公司 PP&E 和特许经营权无形资产下，我们对各家运营资产占总资产比重进行对比发现，运营资产比例较高的万喜 (39.3%) 和中国交建 (17.1%) PB 均超过 2，其他公司特许经营资产占比较小，PB 均在 1-2 之间。我们认为未来随着葛洲坝可运营资产快速增多，其 PB 有望得到一定提升。从逻辑上讲，类现金资产给予的 PB 应低于可运营类资产，与中国建筑和其他法国公司相比，葛洲坝特许经营资产比例 (8.94%) 较高，但 PB 相对较低，因此从 PB 角度讲公司股价存在一定低估。

图表40：各公司 PP&E 及特许经营权无形资产占总资产比重 (%)



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

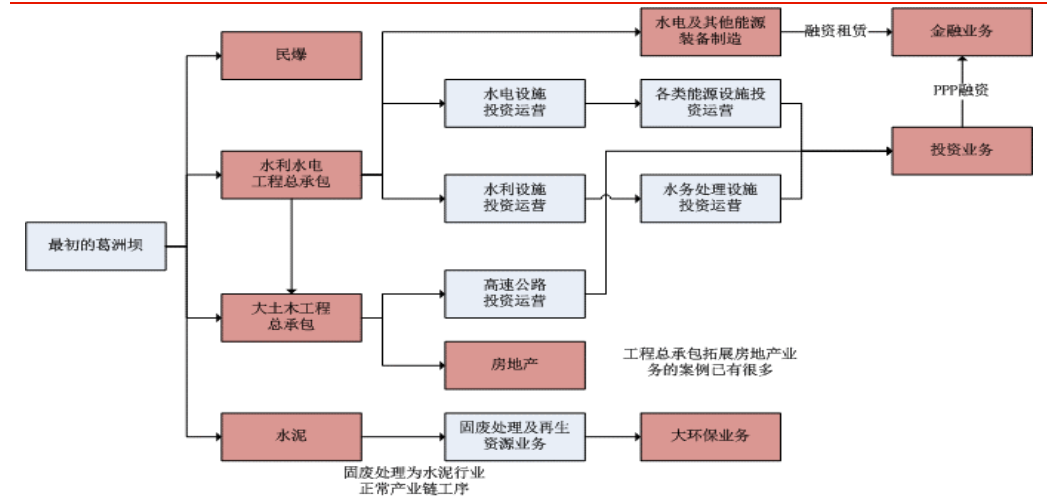
图表41：各公司 PB (LF) (倍)：采用 4 月 21 日收盘数据



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

公司多元化其实是传统优势业务在产业链上的自然延伸，并未拉低整体投资回报率，多项业务间有机整合能力较强，市场担心的由于多元化造成的估值折价并不合理。水电工程、水泥和民爆业务是公司2006年股改时便在进行的主营业务，而目前形成的八大业务均为公司核心业务在产业链上的自然延伸，并没有出现公司向完全陌生的领域进行跨界投资的情况，而将自身业务向产业链附加值较高的板块进行延伸是企业经营的自然发展途径。从数据来看，公司自股改以来的ROIC，ROE和净利润率均保持了相对稳定，09年后略有上升。新业务在开展初期往往投入较大，盈利能力相对较弱，公司各项盈利指标并未出现明显下滑说明既有业务盈利能力有所提高，从侧面证明了公司各业务之间的协同效应。因此我们认为，公司多元化并未造成公司管理效率和投资回报率的下降，因多元化而给公司带来的估值折价并不合理，未来随着公司盈利能力的进一步提高，我们的观点将逐步得到验证。

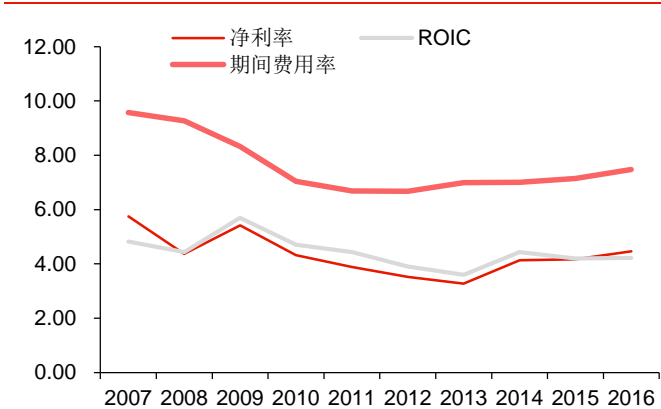
图表42：公司各项业务关系图



资料来源：华泰证券研究所

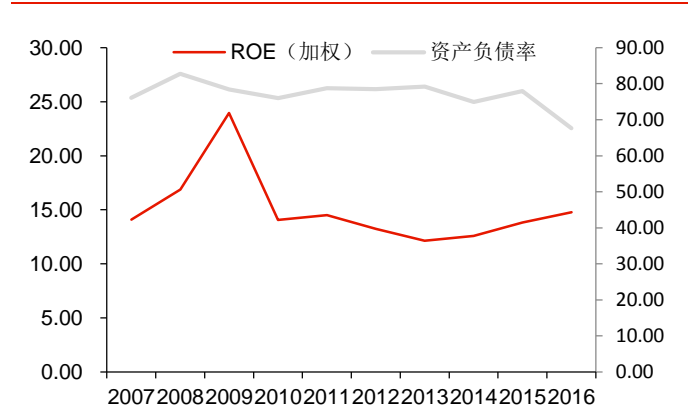
红色框内为目前公司的八大主营业务，各类工程总承包算作一项主营业务

图表43：公司净利率，期间费用率和ROIC (%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表44：公司ROE (左) 及资产负债率 (右) (%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

估值最终的落脚点是基本面，国企改革和业绩是历史上公司股价的最重要驱动因素，通过上述分析，我们认为二者在未来均存在超预期的机会。公司 PPP 工程业务、投资业务和环保业务未来均有望从收入规模和盈利能力两个方面来提升公司业绩，2017 年前四个月公司对外投资的大幅增长和公司环保深加工业务的投入均有可能使对应业务的扩张速度超出市场预期，而这也是公司估值提升的关键所在。公司作为最具有民企基因的央企，在混改等方面拥有绝对领先的经验，未来通过混改等方式继续提升整体竞争力值得期待。当前中国能建已完成限制性股票激励，部分股权已划转至诚通、国新，间接控股股东释放出加快改革的信号。公司是中国能建旗下最重要的资产，在历史上也是国改排头兵，未来的改革步伐预计将继续在央企中处于领先地位。

图表45： 公司国企改革大事件梳理

时间	改革范畴	主要内容与经营模式
2006	股权分置改革	股权分置改革，流通股股东每持有 10 股流通股将获得 10 的转增股份，相当于流通股股东每 10 股获得 3.42 股的对价，非流通股上市
2007	资产注入	吸收合并原控股股东水电工程公司后，承继了水电工程公司的全部资产、负债
2011	央企重组	中国葛洲坝集团公司与中国电力工程顾问集团公司，以及国家电网公司和南方电网公司所属部分省（区、市）公司勘测设计企业、火电施工企业、水电施工企业和修造企业组建中国能源建设集团有限公司于 2011 年 9 月 29 日挂牌成立
2013.05	人事	总经理、副总经理换届，任命和建生为公司总经理
2013.06	人事	董事长换届，任命聂凯为公司董事长
2013 年报	战略	确定了积极拓展产业链上下游、稳妥布局节能环保等新兴业务、深度开发国际能源市场、大力发展高端装备制造、有效放大房地产品牌效应，着力推进主营业务相关多元，彻底转变以建筑业务为主经营方式的战略
2013 年报	战略	率先改革投资业务：成立葛洲坝投资控股，集中管理公司高速公路和水电站等资产；确定投资兴业战略，重点投资水务、污染治理、高端装备制造和新能源等新兴产业；通过引战或与行业领先者合作等方式，进入分布式能源、水务处理、节能环保、矿渣利用等新兴产业
2014.02	激励制度	公司董事会成员与高级管理层增持公司股票，增持总数占总股本 0.05%
2014.11	混改	与民企湖北钟厦水泥有限责任公司合资设立葛洲坝钟祥水泥有限公司，葛洲坝控股 51%
2014.12	混改	与民企湖南石门特种水泥有限公司共同出资设立葛洲坝石门特种水泥有限公司，葛洲坝控股 55%
2015.01	混改	向泰和资管收购凯丹水务 75% 的股权
2015.01	国际工程	参股巴基斯坦境外水电站建设及运营，拓展海外投资业务
2015.02	多元合作	与德国 MDT 签订合作备忘录，在分布式能源、核电应急发电机组、全球电站项目等领域达成合作意向
2015.06	混改	与民企大连环嘉集团签署合作协议，共同出资设立葛洲坝环嘉再生资源有限公司，葛洲坝控股 55%
2015.09	多元合作	和中国华电集团清洁能源有限公司签订《框架合作协议》，扩展天然气官网，LNG 接收站建设业务
2016.04	股权结构	对下属财务公司进行股权结构调整，增加了母集团中国能建的持股比例，财务公司业务平台提高
2016.06	混改	与哈萨克斯坦坦纳克有限公司合资设立葛洲坝西里水泥有限责任公司，葛洲坝控股 70%
2016.07	多元合作	与英大国际信托有限责任公司清洁能源领域合作签署《合作意向协议》，布局光伏与风力发电
2015-2016	商业模式	与四川、贵州等地政府签署一系列 PPP 合作框架协议，中标多个 PPP 项目
2016.11	股权激励	间接控股股东中国能建完成限制性股票股权激励
2017.01	国有股权划转	中国能建集团将中国能建 6.76% 股权划转至中国国新，将 1.74% 股权划转至中国诚通

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 盈利预测与估值

### 关键假设

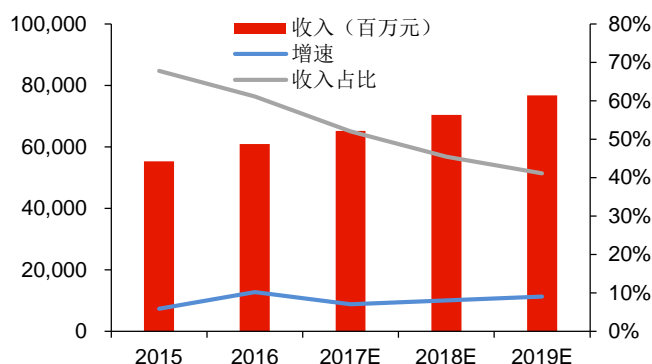
根据公司战略及过往经营情况，我们做出如下关键假设：

(1) 我们预计公司营业收入 2017-2019 年将保持 20%-25% 的增速，一方面公司目前储备 PPP 项目很多，另一方面储备的和已签约的项目将在未来 2-3 年内确认建筑施工业务收入。投资和环保业务随着工程业务的增加也将相应增长。

(2) 公司总体毛利率预计在未来三年有所增长，原因有三：第一，公司工程业务 PPP 项目占比达，PPP 项目毛利比传统工程业务高；第二，随着公司环保深加工业务的开展，环保业务毛利率预计将有所提高；第三，随着公司投资业务占比逐步上升，其 50% 左右的毛利率将拉动整体毛利率上升。

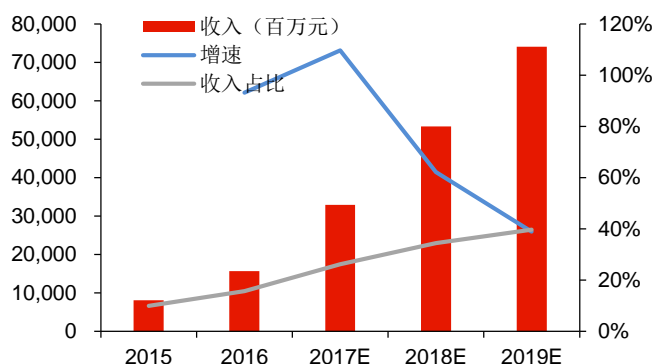
(3) 公司费用率基本保持 2015 年水平，税率由于营改增的原因将略有下滑。

图表46： 公司工程业务收入（左）、同比增速及占比（右）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表47： 公司环保+投资业务收入（左）、同比增速及占比（右）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

### 盈利预测与投资建议

我们维持之前对公司的盈利预测，2017-2019 年预测 EPS0.98/1.22/1.48 元，CAGR 26%，目前 A 股以非房建工程作为主业的大型央企 2017 年 PE 区间 11.44-21.77 倍，整体平均 PE 14.57 倍，综合上述分析，认可给予公司 2017 年 15-18 倍 PE，对应 16-18 复合增速 PEG 0.53-0.63，低于行业平均水平，PB (LF) 1.76-2.1，与行业平均水平相当，对应合理价格区间 14.70-17.64 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

公司环保/投资业务开展进度不及预期；市场竞争加剧导致 PPP 项目收益快速下降。

图表48: 可比公司估值情况

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)			PE (X)			PB (X) (LF)	CAGR (%)	PEG (2017)
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E			
601390.SH	中国中铁	2074.26	9.0800	0.55	0.63	0.71	16.51	14.41	12.79	1.48	13.62%	1.06
601186.SH	中国铁建	1818.30	13.3900	1.03	1.17	1.33	13.00	11.44	10.07	1.39	13.63%	0.84
601618.SH	中国中冶	1054.83	5.0900	0.24	0.28	0.31	21.21	18.18	16.42	1.50	13.65%	1.33
002051.SZ	中工国际	248.92	26.8300	1.38	1.63	1.92	19.44	16.46	13.97	3.49	17.95%	0.92
000928.SZ	中钢国际	132.05	18.9000	0.79	1.07	1.35	23.92	17.66	14.00	3.14	30.72%	0.57
000065.SZ	北方国际	145.18	28.3000	0.90	1.30	1.76	31.44	21.77	16.08	3.85	39.84%	0.55
601669.SH	中国电建	1237.69	8.0900	0.39	0.46	0.54	20.74	17.59	14.98	1.51	17.67%	1.00
601117.SH	中国化学	394.64	8.0000	0.48	0.60	0.70	16.67	13.33	11.43	1.44	20.76%	0.64
601800.SH	中国交建	2816.02	17.4100	1.04	1.18	1.37	16.74	14.75	12.71	2.01	14.77%	1.00
	<b>算数平均</b>						<b>19.96</b>	<b>16.18</b>	<b>13.61</b>	<b>2.20</b>		<b>0.88</b>
	<b>整体平均</b>						<b>16.82</b>	<b>14.57</b>	<b>12.69</b>	<b>1.84</b>		
600068.SH	葛洲坝	605.53	11.9600	0.74	0.98	1.22	16.16	12.20	9.80	1.43	28.40%	0.43

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

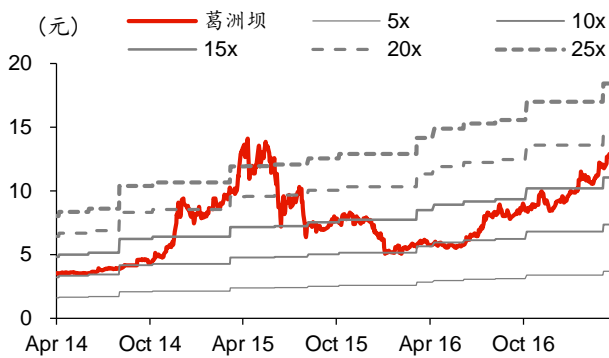
注: 1.北方国际与中国电建尚未公布2016年报, 北方国际16 EPS为Wind一致预测, 中国电建为华泰证券研究所预测, 其余标的为年报数值

2.中工国际、中钢国际和北方国际17-18年预测EPS为Wind一致预测, 其余为华泰证券研究所预测结果

3.数据截止2017年4月24日收盘价

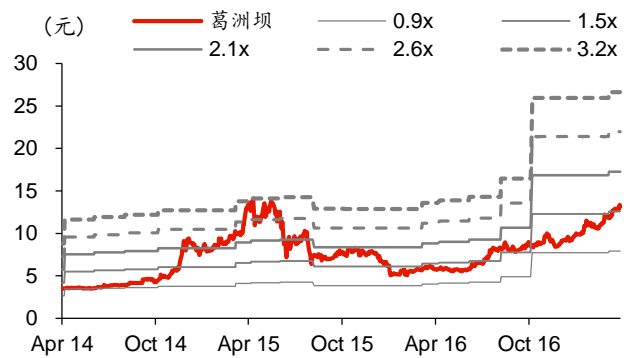
**PE/PB - Bands**

图表49: 葛洲坝历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表50: 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