

公司研究/季报点评

2017年04月30日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 11.94  
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

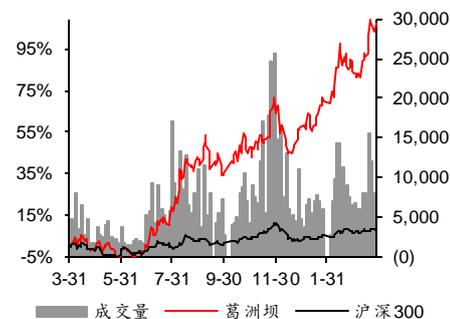
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1《葛洲坝(600068,买入): 投资/环保助成长, 中国万喜正启航》2017.04
- 2《葛洲坝(600068,买入): 再获大额框架协议, 订单业绩无忧》2017.04
- 3《葛洲坝(600068,买入): PPP 显著提升, 环保投资齐头并进》2017.03

股价走势图



资料来源: Wind

# Q1 收入大幅增长, 环保提升空间大

## 葛洲坝(600068)

**事件:** 公司披露 2017 年一季报, 实现营收 231.85 亿元, 同比增长 37.86%; 实现归母净利润 7.46 亿元, 同比增长 15.59% (扣非后增长 19.38%), 符合预期。由于扣除可续期公司债及永续债计提利息 1.44 亿元, 导致 Q1 加权 ROE 下降 0.523 个百分点至 2.637%, EPS 降至 0.131 元。3 月末总资产 1596.74 亿元, 较年初增长 5.58%。经营现金流净流出 59.38 亿元, 较去年同期 33.41 亿元有所扩大。

### 房地产/环保/PPP 致收入同比大增, 全年收入有望维持高增速

公司 2017Q1 收入同比大增 37.86%, 较去年全年增速 21.85% 增加 16.01 个百分点, 我们预计主要是地产、环保和 PPP 工程确认收入均增加导致。地产业务增长 (预计主要是北京葛洲坝龙湖置业公司) 导致 Q1 少数股东损益大幅增长 153.44% 至 2.39 亿元; 环保业务由于可比期内新增了葛洲坝兴业和展慈两家控股孙公司, 收入预计有所增长; 2016 年末公司 24 个 PPP 项目剩余合同金额 848.92 亿元, Q1 预计确认收入较上期增加。营改增因素导致公司 Q1 营业税金及附加同比下降 14.91%, 营业税金占收入比重由去年同期的 1.76% 降至 1.09%, 我们预计全年收入将维持较快增速。

### 期间费用率趋于下降, 环保盈利提升空间大

公司 2017Q1 综合毛利率为 11.26%, 较去年同期的 14.97% 和全年 13.05% 均有所下降, 我们预计与营改增及低盈利环保业务收入占比上升有关。目前公司环保业务尚处于培育期, 2016 年毛利率仅为 2.14%, 未来提升空间大。公司 Q1 期间费用率 6.64%, 较去年同期下降 1.46 个百分点, 主要是管理费用率和财务费用率分别同比下降 0.52、1.01 个百分点, 销售费用因环保、水泥和地产业务增长而增长 47.97%。由于环保业务获得政府补助较大, 公司 Q1 实现营业外收入 4.17 亿元, 同比大幅增长 447.89%。

### 地产/PPP 增加经营现金流流出, 负债率管理良好

由于公司本期房地产板块竞拍土地和 PPP 项目相继开工, Q1 经营现金流净流出 59.38 亿元, 较去年同期 33.41 亿元有所扩大。投资现金流因投资款收回减少及水泥板块基建投资增加, 导致净流出 8.71 亿元, 较去年净流出 2.93 亿元继续扩大。3 月末在手货币资金 175.46 亿元, 较年初减少 18.10%, 但同比上升 33.14%; 3 月末资产负债率为 68.47%, 较期初上升 0.83 个百分点, 但在可比央企中仍然处于较低水平。

### PPP/海外助力新签合同继续同比大增, 维持“买入”评级

2017 年 1-3 月公司累计新签合同 690.16 亿元, 同比增长 42.55%, 主要是 PPP 和海外大幅增长, 其中新签 PPP 合同 333.96 亿元, 新签海外合同占比 39.57%, 同比大增 147.35%。预计公司 2017-19 年 EPS 0.98/1.22/1.48 元, 参考历史估值及考虑到公司未来的高成长性, 认可给予公司 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: 宏观经济波动、PPP 项目盈利下降、海外投资低于预期等。

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)	5.70-12.22
总市值(百万元)	55,580
总资产(百万元)	151,229
每股净资产(元)	8.37

资料来源: 公司公告

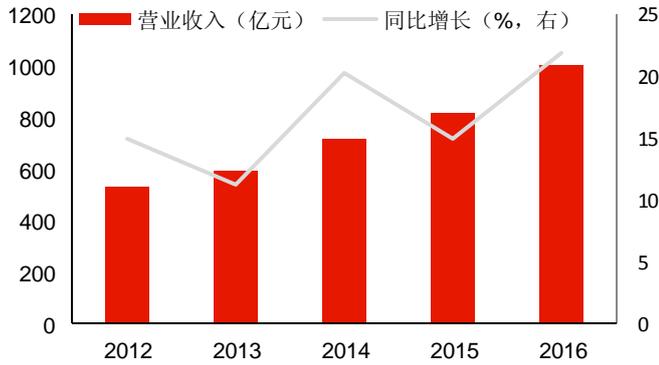
经营预测指标与估值

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

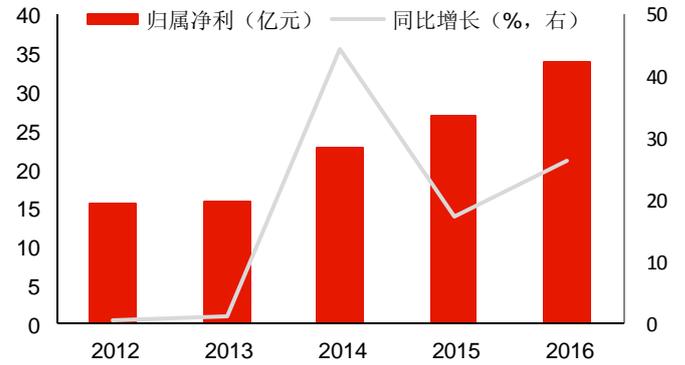
公司经营情况概览

图表1: 近五年公司收入及增长



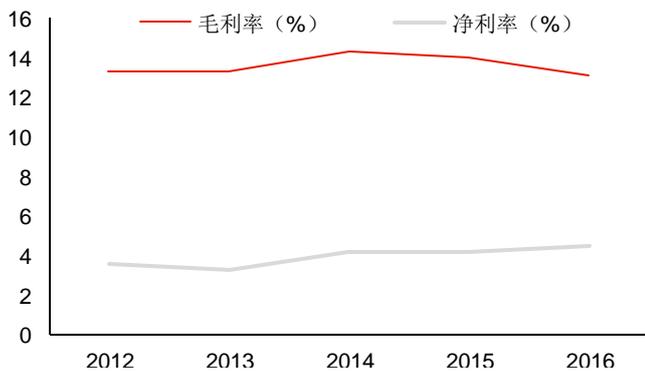
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 近五年公司归母净利润及增长



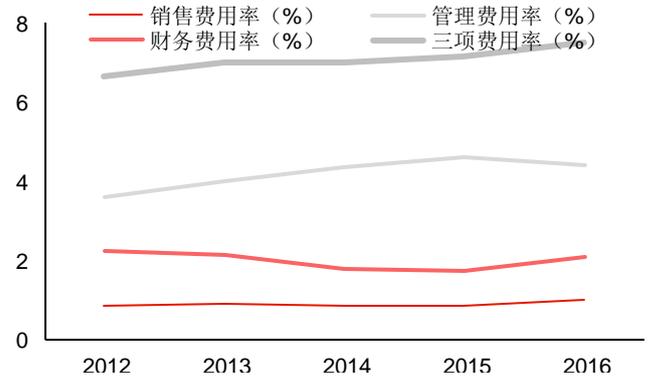
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 近五年公司盈利能力趋于提升



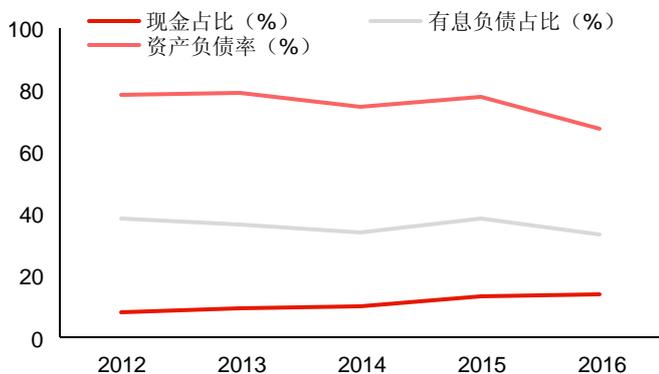
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 近五年公司期间费用率趋于上升



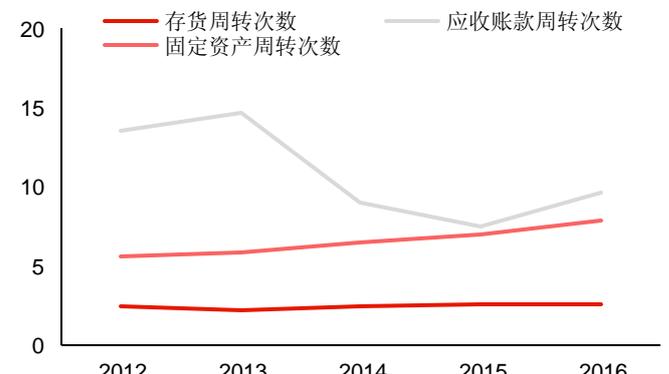
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 近五年公司负债率稳中有降



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

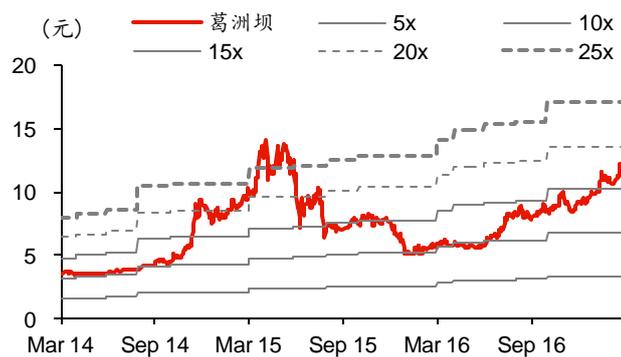
图表6: 近五年公司营运能力整体提升



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

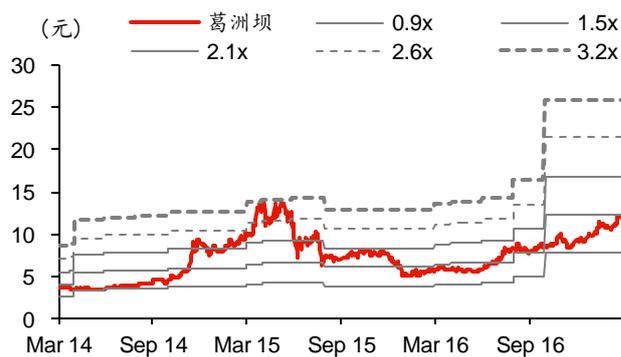
**PE/PB - Bands**

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
固定资产投资	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：AOK809

©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 1063211166/传真：86 1063211275

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