

2017年05月01日

葛洲坝 (600068.SH)

## Q1 营收大幅增加，海外及 PPP 业务增长强劲

■**事项：**公司发布 2017 年第一季度报告，实现营业收入 231.85 亿元，较上年同期增 37.86%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.46 亿元，比上年同期增加 15.59%，扣非后同比增加 19.38%。实现 EPS 0.13 元。

■**Q1 营收增速较快，毛利率有所下滑，营业外收入大幅增加：**公司 2017Q1 实现营收增速 37.86%（同比+30.22 个 pct），相当于 2016 年全年营收规模的 23.13%；归母净利润增速 15.59%（同比-11.26 个 pct），相当于 2016 年全年归母净利润规模的 21.97%，营收增速快于归母净利润增速。报告期内，公司销售毛利率为 11.26%（同比-3.71 个 pct，比 2016 期末-1.79 个 pct），我们认为主要为“营改增”因素及较低毛利水平的环保业务收入占比提升影响；净利率为 4.25%，同比微降 0.15 个 pct；期间费用率为 6.64%（同比-1.46 个 pct），尽管销售费用率受环保、水泥及房地产业务销售费用增长影响有所增加（同比+0.06 个 pct），但管理费用及财务费用率分别同比-0.52、-1.01 个 pct。报告期内营业外收入 4.17 亿元（同比+447.89%），主要为是环保业务政府补助增长所致。

■**经营性净现金流流出增加，ROE 受可续期公司债及永续债扣息影响同比下降：**报告期末公司经营活动净现金流为-59.38 亿元，较 2016Q1 同比流出增加 25.97 亿元，较 2016 期末流出增加 25.1 亿元，主要是期内公司房地产板块竞拍土地和项目开发投入增加所致。预收款项同比增加 20.82%，较 2016 期末增加 16.87%，反映出公司工程及地产项目进展顺利；预付款项同比增加 60.12%，但较 2016 期末减少 34.54%，主要是地产业务完成土地移交手续，预付土地款转入存货。报告期内少数股东损益为 2.39 亿元（同比+153.44%），主要为地产业务确认北京葛洲坝龙湖置业有限公司少数股东损益增加所致。加权平均净资产收益率为 2.64%，比 2016 期末-0.52 个 pct，主要为期内公司可续期公司债及永续债已扣息 1.44 亿元，导致 ROE 及 EPS 同比下降。

■**海外新签合同额保持高速增长，充裕 PPP 订单带来强劲增长动能：**2017Q1 公司新签合同 690.16 亿元（同比+42.55%），其中国内新签合同 417.06 亿元（同比+11.59%），占比 60.43%（同比-16.77 个 pct），其中 PPP 项目签约 333.96 亿元，占国内新签合同额的 80.07%；海外新签合同 273.1 亿元（同比+147.35%），占比 39.57%（同比+16.77 个 pct）；新签国内外水电工程合同 131.89 亿元（同比+34.02%），约占新签合同总额的 19.11%（同比-1.1 个 pct）。公司 2016 年新签 PPP 订单 719.26 亿元，

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 (2017-04-28) **11.94 元**

交易数据

总市值 (百万元)	54,981.04
流通市值 (百万元)	31,704.63
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	5.70/13.37 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.03	20.63	102.07
绝对收益	-1.08	20.48	109.44

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

021-35082325

王鑫

报告联系人

wangxin4@essence.com.cn

相关报告

- 葛洲坝：业绩斐然，多业并举，PPP 及“一带一路”助推持续增长 2017-03-30
- 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：深化改革激发内在动力，国际业务、PPP 驱动业绩高速增长 2016-07-12

在手 PPP 订单已超千亿元以上，我们预计 2017-2018 年将进入 PPP 订单建设及施工结算高峰期，将为公司工程施工主业带来强劲的增长动能。此外公司 4 月 11 日公告与四川省签署战略合作协议，公司“十三五”期间拟在四川投资 2000 亿元以上，重点参与四川省公路桥梁、港口码头、轨道交通、水利水电、环保、市政基础设施等领域项目的投资建设，为公司后续在四川省的发展打下了坚实基础。

■**收购巴西供水 PPP 项目，海外发展及投资业务再上新台阶：**公司 3 月 30 日公告，全资子公司葛洲坝海投公司收购巴西 Andrade Gutierrez Engenharia S.A. (AG) 和 Construções e Comércio Camargo Corrêa S.A. (CC) 两公司共同持有的巴西圣保罗圣诺伦索供水系统公司 (SPSL) 100% 股权，以获取与巴西圣保罗圣诺伦索供水项目相关的特许经营权，项目总金额投入不超过 6.20 亿巴西雷亚尔（约 2.00 亿美元）。公司测算投资内部收益率为 10.7%，资本金内部收益率为 15.3%，投资回收期 9.8 年。此次收购有助于强化公司“投建营一体化”发展趋势，符合公司海外投资发展方向，有助于拓展巴西 PPP 项目投资和工程承包市场。

■**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
<b>盈利和估值</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
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
<b>营业收入</b>	82,274.9	100,254.2	122,661.0	153,142.2	188,391.8	<b>成长性</b>					
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%
<b>营业利润</b>	3,996.0	4,561.3	6,505.1	8,096.4	10,033.5	<b>利润率</b>					
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%
<b>利润总额</b>	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%
<b>净利润</b>	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%
						<b>运营效率</b>					
						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
						<b>投资回报率</b>					
						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%
						<b>费用率</b>					
						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%
						<b>偿债能力</b>					
						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
						<b>分红指标</b>					
						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%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-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
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4,971.8	-1,275.8	307.0	305.1	176.8	ROIC/WACC	1.6	1.7	1.4	2.0	1.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	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

苏多永声明，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