

强烈推荐-A (维持)

葛洲坝 600068.SH

目标估值: NA  
 当前股价: 10.27 元  
 2017年06月06日

基础数据

上证综指	3102
总股本(万股)	460478
已上市流通股(万股)	265533
总市值(亿元)	473
流通市值(亿元)	273
每股净资产(MRQ)	8.5
ROE(TTM)	8.9
资产负债率	68.5%
主要股东	中国葛洲坝集团有限
主要股东持股比例	42.34%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 《葛洲坝(600068)——一季度订单高增长, 吹响业绩增长号角》 2017-04-12
- 《葛洲坝(600068)——业绩增长符合预期, 现金流明显改善》 2017-03-30

卢平

021-68407841  
 luping@cmschina.com.cn  
 S1090511040008

研究助理

王彬鹏  
 021-68407543  
 wangbinpeng@cmschina.com.cn

研究助理

李富华  
 lifuhua@cmschina.com.cn

多元业务支撑转型发展, PPP+环保业务放量可期

- 公司自 1997 年上市至今, 实现集团的整体上市, 业务包括工程施工、环保、房地产、水泥、投资、民用爆破等, 其中工程施工占 60% 以上, 但比例有所下降。公司实际控制人为国务院国资委, 持有 42.34% 的股权。公司业务主要分布在国内, 但国外业务占比也在提升, 由 2007 年的 6.53% 提升到 2016 年达 17.46%。
- PPP 业务贡献增加, 快速发展值得期待。目前, 公司已经构建了较完整的运作体系, 设计了一整套 PPP 业务的规则、流程和模式, 是行业内 PPP 业务的标杆企业和领军企业。相比于行业内的其他竞争对手, 公司在融资、专业技术、资源整合、商务谈判等方面均具备相当的核心竞争优势。2017Q1 公司新签 PPP 订单 333.96 亿元, 占整体订单的 48.39%, 去年同期仅公告 PPP 订单 54.75 亿元, 可见公司 PPP 订单增长迅猛。根据 2015 年至今公告签订的 PPP 订单进度及工期来推算, 2017 年确认的 PPP 收入约为 175 亿元, 再加上未公告订单部分, 我们预计 2017 年 PPP 收入有望达 200-300 亿。
- 多措并举, 环保业务爆发可期。目前, 公司环保业务主要以再生资源回收为主, 兼顾水流域生态治理、固废处理等。公司环保业务规模较大, 16 年营收达 138.73 亿元, 同比增长 111.49%, 但受再生资源回收毛利率影响, 环保业务整体毛利率较低。凭借公司的优势, 及不断践行发展战略, 公司环保业务有望爆发, 2017 年有望实现大幅增长。此外, 公司进行费用控制和内部结构调整(内部资源整合, 使资源配置上效率更高), 以及延伸产业链, 实行精加工, 增加附加值, 环保业务毛利率有望提升。
- 一带一路战略推进, 海外业务大有可为。随着一带一路战略的不断推进, 海外发展环境正逐步改善。公司凭借其丰富的业务经验, 众多的海外业务网点, 大量的海外典型项目, 出众的技术优势, 强大的融资能力, 海外业务也取得了长足发展, 2017Q1 公司新签国际订单 273.1 亿元, 同比增长 147.4%, 随着一带一路战略的不断推进, 相信公司海外业务将实现飞速发展。
- 公司 PPP 业务迅猛发展, 海外业务有望突破, 环保业务爆发可期, 盈利水平也将提升, 其他业务稳步发展, 支撑业绩增长。我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.95 和 1.15 元/股, 对应 PE 分别为 10.8 和 9.0 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示: 投资不及预期; 地产调控超预期; 政策风险; 回款风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	82275	100254	122256	150909	186444
同比增长	15%	22%	22%	23%	24%
营业利润(百万元)	3996	4561	6123	7331	8351
同比增长	13%	14%	34%	20%	14%
净利润(百万元)	2683	3395	4377	5281	6093
同比增长	17%	27%	29%	21%	15%
每股收益(元)	0.58	0.74	0.95	1.15	1.32
PE	17.6	13.9	10.8	9.0	7.8
PB	2.3	1.2	1.1	1.0	.9

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、大型综合性基建央企，业务多元发展	4
1、上市至今二十载，集团资产整体上市	4
2、以工程施工为核心，多元业务协调发展	4
3、以国内业务为主，海外业务占比总体上升	6
4、公司股权集中，国资委作为实际控制人	7
二、PPP 业务能力强，快速发展值得期待	8
三、多措并举，环保业务爆发可期	9
1、再生资源回收量放量，盈利水平有望提升	9
1) 再生资源回收业务放量在即	10
2) 再生资源回收业务盈利能力有望提升	12
2、水流域生态治理等业务发展空间广阔	13
四、跟随一带一路战略，海外业务大有可为	13
五、其他业务扎实发展，支撑业绩增长	14
1、房地产业务稳步发展	14
2、投资业务是重要战略组成部分	15
3、民爆业务寻求转型突破	16
4、水泥业务协同发展，积极走出去	16
六、估值及业绩增速对比	17
七、风险提示	18

## 图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：近十年公司营收增速始终维持在 10%以上	5
图 3：2014 年以来公司净利润增速大幅回升	5
图 4：公司不同业务持续发展	5
图 5：工程施工业务为主要业务，但占比持续下降	5
图 6：公司近年来毛利率水平较为稳定	6
图 7：公司工程施工业务毛利率较为稳定	6
图 8：公司业务以国内为主，国外业务占比有所上升	6
图 9：国外新签合同额实现稳定增长	6

图 10: 公司股权集中, 国资委为实际控制人 .....	7
图 11: 公司环保业务承接平台 .....	10
图 12: 环嘉公司再生资源回收体系完善 .....	11
图 13: 环嘉公司全国连锁再生资源园区发展规划布局 .....	11
图 14: 公司可再生资源回收环保业务规模在上市公司中较大 .....	12
图 15: 公司可再生资源回收环保业务毛利率与上市公司仍有一定差距 .....	12
图 16: 公司新签国际合同额稳中趋缓 .....	13
图 17: 公司除施工、环保外, 其他业务具有一定贡献 .....	14
图 18: 水泥业务营收增速开始企稳回升 .....	16
图 19: 水泥业务毛利增速有所提升 .....	16
图 20: 公司水泥业务毛利率在 2014 年超过华新水泥 .....	17
图 21: 目前公司估值 (TTM) 处于历史较低水平 .....	17
<b>表 1: 2015 年至今, 公司公告 PPP 项目订单 .....</b>	<b>8</b>
<b>表 2: 公司获得的特级和一级资质 .....</b>	<b>9</b>
<b>表 3: 公司环保业务统计分析 .....</b>	<b>10</b>
<b>表 4: 2016 年至今重大新签国际合同一览 .....</b>	<b>14</b>
<b>表 5: 2016 年, 公司对外主要投资情况 .....</b>	<b>15</b>
<b>表 6: 年初至今, 公司对外投资的项目统计 .....</b>	<b>15</b>
<b>表 7: 公司与其他基建央企估值、业绩增速等对比 .....</b>	<b>18</b>
<b>附: 财务预测表 .....</b>	<b>19</b>

## 一、大型综合性基建央企，业务多元发展

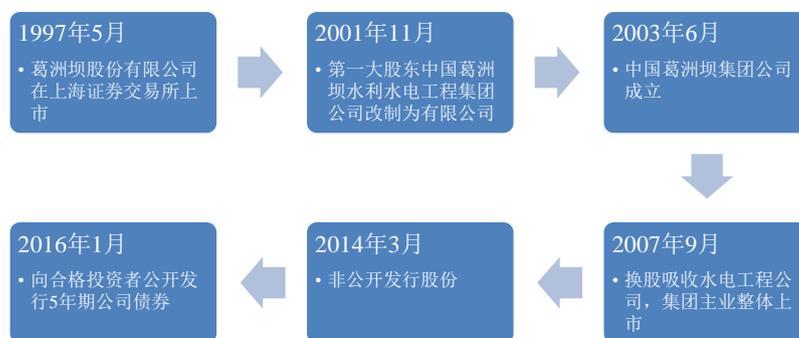
### 1、上市至今二十载，集团资产整体上市

1997年5月，公司公开发行1.71亿股社会公众股，并于上海证券交易所正式上市交易，中国葛洲坝水利水电工程集团公司作为独家发起人，成立了葛洲坝股份有限公司，主营建筑工程承包施工和水泥生产销售；2001年12月，公司第一大股东中国葛洲坝水利水电工程集团公司完成债转股，改制为“中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司”，其持有的公司49.78%股权由改制后的新公司持有。

2003年6月，中国葛洲坝集团公司在水电工程公司和原国家电力公司部分企业的基础上完成组建，包括18个全资企业以及水利水电工程公司等4个控股企业，是国务院国资委直接管理的大型国有独资企业。集团公司通过下属的水电工程公司间接控股葛洲坝股份有限公司，是水电工程公司和葛洲坝股份有限公司的共同实际控制人。

2007年9月，公司通过换股吸收合并控股股东中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司，公司成为存续公司，水电工程公司法人资格注销，且所有资产、负债、业务及相关权益均由存续公司承继。水电工程公司的股东通过将其出资额转换为存续公司的股权，实现了集团公司主业资产的整体上市。合并完成后，中国葛洲坝集团公司直接持有公司43.54%股权。月底，公司办理工商变更登记手续，并正式更名为中国葛洲坝集团股份有限公司。

图1：公司发展历程

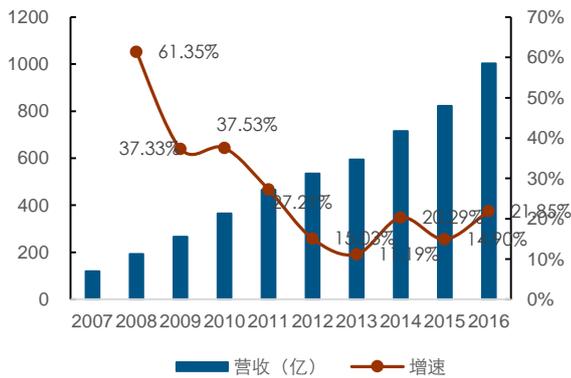


资料来源：公司公告、招商证券

### 2、以工程施工为核心，多元业务协调发展

公司业务在近十年取得稳定发展，营业收入在十年间几乎翻了10倍，营收增速始终维持在10%以上。2016年实现营收1002.54亿元，同比增长21.85%，营收首次突破千亿。公司业绩增速也呈现大幅回升的态势，2007年到2009年为公司业绩高增长期，归母净利润由6.18亿增至13.23亿，年均复合增速达46.31%；2010年到2013年为缓慢增长期，各年度净利润同比增速骤降至个位数，年均复合增速仅4.62%；自2014年以来，公司归母净利润增速大幅回升，一直保持在26%以上，2016年实现归母净利润33.95亿元，同比增长26.55%，这主要是因为更换了新的管理层，而且激励也更加到位。

图 2：近十年公司营收增速始终维持在 10% 以上



资料来源：Wind、招商证券

图 3：2014 年以来公司净利润增速大幅回升

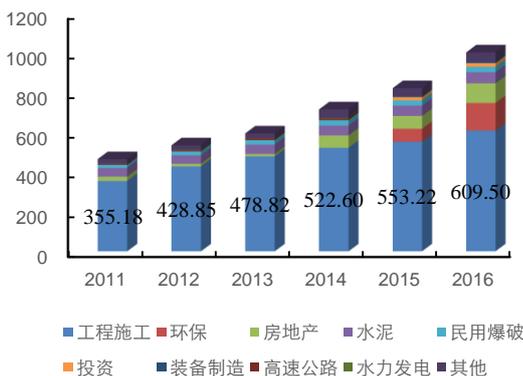


资料来源：Wind、招商证券

分行业来看，目前公司涵盖了投资、建筑、环保、房地产、水泥、民用爆破、装备制造和金融等业务。其中，工程施工业务作为公司的核心业务，近年来营收稳步上升，2016 年营收 609.50 亿元，六年内复合增速达 11.41%；营收占比始终保持在 60% 以上，但大体上呈下降的趋势，于 2016 年达到历史最低点 60.80%，主要是因为公司为调整结构、转型升级而陆续发展了多项新业务，随着转型升级的深入，环保业务占比的提升，未来施工业务占比将进一步下降。

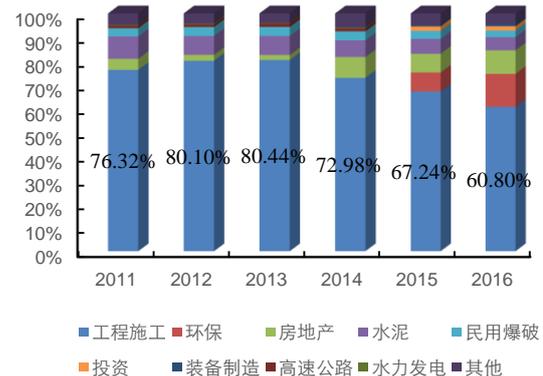
自 2013 年底，公司开始逐步涉足环保行业，陆续通过并购、成立新公司等方式开拓了道路新材料、污水污泥处理、固废垃圾处理、再生资源等业务。2015 年环保业务营收 65.60 亿元，占比 7.97%，跃居各业务营收占比第二位；2016 年营收 138.73 亿元，同比增长 111.48%，占比达到 13.84%，仅次于建筑业务。2016 年环保收入增幅较大系公司再生资源业务增长所致。

图 4：公司不同业务持续发展



资料来源：Wind、招商证券

图 5：工程施工业务为主要业务，但占比持续下降



资料来源：Wind、招商证券

房地产业务作为公司的传统业务，自 2013 年起营收增长较快，占比稳中有升。2016 年营收 98.99 亿元，同比增长 53.18%，占比提高至 9.87%，主要系公司本年度完工交付开发项目增加所致。与此同时，传统的水泥业务营收稳中略升，2016 年营收 55.50 亿元，但营收占比持续下降，由 2011 年的 9.37% 降至 2016 年的 5.54%。民用爆破业务近年来也呈现同样的特点，营收略升而占比略降，2016 年营收 27.79 亿元，同比增长 1.2%，占比 2.77%。

此外，公司为了业务转型升级，近三年陆续开拓了投资业务和装备制造业务，2016 年营收分别为 18.05 亿元、11.02 亿元，占比分别为 1.80%、1.10%。

从毛利率方面来看，公司的整体毛利率较为稳定，六年间上下浮动不超过 1.5 个 pp，始终维持在 13%-15% 之间。2016 年毛利率为 13.05%，达到历史低峰，比 2014 年的高点降低了 1.19 个 pp，但降幅有限。

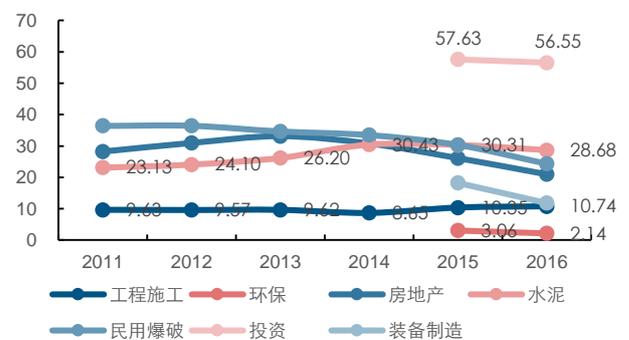
分行业来看，公司各项业务的毛利率近年来表现同样趋稳。其中，投资行业的毛利率最高，2015 年和 2016 年分别为 57.63%、56.55%；水泥行业次之，2016 年毛利率达 28.68%，大体上呈上升趋势；核心业务建筑行业的毛利率稳中有升，2016 年毛利率 10.74%，比上年增加 0.39 个 pp；而民用爆破、房地产、装备制造业务近年来均呈现小幅下降，2016 年毛利率分别为 24.35%、28.68% 和 11.83%；毛利率最低的是环保行业，2016 年毛利率为 2.14%，相比 2015 年下降了 0.92 个 pp，环保行业的低毛利率主要是由于资源回收利用业务的产业链较短，附加值低，未来将进行精加工及深加工，有效提升毛利率。

图 6：公司近年来毛利率水平较为稳定



资料来源：Wind、招商证券

图 7：公司工程施工业务毛利率较为稳定



资料来源：Wind、招商证券

### 3、以国内业务为主，海外业务占比总体上升

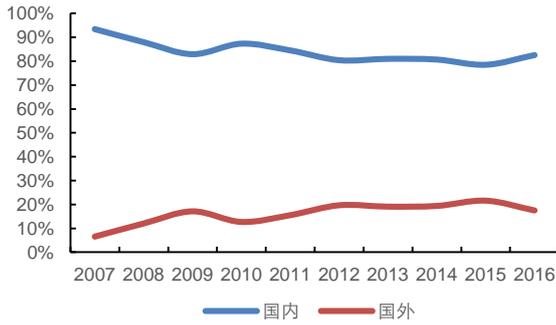
从地区分布来看，公司业务以中国大陆为主，但近年来海外业务占比总体呈上升趋势。2007 年境外地区营收 7.84 亿元，仅占比 6.53%，境内地区营收 112.21 亿元，占比达 93.47%，是营收贡献的绝对主力。自 2008 年开始，国内地区营业收入稳定增长，业务占比一直在 80% 附近徘徊，而国外地区占比维持在 18% 左右。2016 年数据显示，海外地区营收 174.03 亿元，业务占比 17.46%，较上一年度下滑了 4.08 个 pp，但表现仍然较为稳定。

作为公司营业收入的重要来源，近年来公司国内、国际的建筑业务营业收入持续稳步增长，合同签约额也实现增长。2016 年，新签订单总额达到 2135.99 亿元，同比增长 17.62%，十年间年均复合增速 19.41%。

在“一带一路”的政策机遇期，公司紧跟政策导向，深入开展国际产能合作，国际工程新签合同额实现了稳定的增长。2016 年新签国际合同 705.62 亿元，同比增长 1.51%，占据新签订单总额的 1/3；2017 年一季度国际订单 273.1 亿元，同比增长 147.4%。截至 2016 年底，公司已在 99 个国家设立分支机构，覆盖 142 个国家和地区，其中在“一带一路”沿线国家设立 33 个分支机构，辐射 57 个国别市场。公司在 4000 多家“走出去”企业中，国际签约和营业收入分别位列第 5 位和第 9 位。

图 8：公司业务以国内为主，国外业务占比有所上升

图 9：国外新签合同额实现稳定增长



资料来源: Wind、招商证券



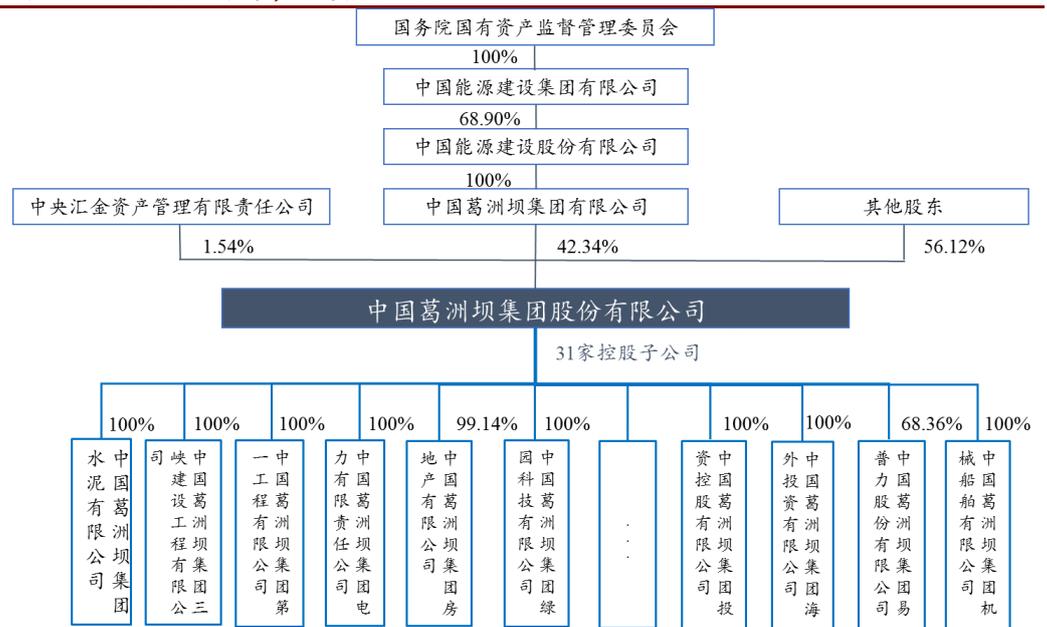
资料来源: Wind、招商证券

#### 4、公司股权集中，国资委作为实际控制人

公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，间接持有公司 42.34% 股权。公司直接控股股东为中国葛洲坝集团有限公司，直接持有公司 42.34% 股权；中央汇金资产管理有限责任公司持有公司 1.54% 股权，为公司第二大股东；中国证券金融股份有限公司持有公司 0.99% 股权，香港中央结算有限公司持有公司 0.70% 股权；剩余的股权由其他公司和个人持有，单个个体持有公司股权均未超过 2%。

截至 2016 年，公司共计拥有 31 家控股子公司，子公司业务范围涵盖水泥、水利水电、融资租赁、基础设施开发、投资等行业，其中中国葛洲坝集团绿园科技有限公司，专门从事环保业务；中国葛洲坝集团易普力股份有限公司，从事民用爆破业务；中国葛洲坝集团投资控股有限公司，专业从事投资业务。其中，2016 年对公司净利润影响达到 10% 以上的子公司为中国葛洲坝集团水泥有限公司和中国葛洲坝集团房地产有限公司，均是公司全资控股的子公司。中国葛洲坝集团水泥有限公司主营水泥的生产和销售，2016 年实现归母净利润 6.98 亿元；中国葛洲坝集团房地产有限公司主营房地产开发，2016 年实现归母净利润 2.07 亿元。

图 10: 公司股权集中，国资委为实际控制人



资料来源: wind、招商证券

## 二、PPP 业务能力强，快速发展值得期待

2014 年，公司开始初步探索 PPP、BOT、TOD 等经营模式，提升项目的投融资能力；2015 年起，PPP 模式在国内工程市场得到了迅速发展，公司紧跟 PPP 大浪潮，积极与各级地方政府签订了一系列 PPP 合作框架协议，并开始承接 PPP 业务，全年项目签约总额 535.78 亿元，占国内签约总额的比例达 64%；2016 年，公司设计了一整套 PPP 业务的规则、流程和模式，创造了“葛洲坝模式”，全年成功签约 19 个 PPP 项目，签约总额 719.26 亿元，占公司国内市场签约额的 50.28%。2017Q1 公司新签 PPP 订单 333.96 亿元，占整体订单的 48.39%，去年同期仅公告 PPP 订单 54.75 亿元，可见公司 PPP 订单增长迅猛。

从公告订单来看，大部分 PPP 项目投资额在 20 亿到 50 亿之间，约占 2016 年营收的 2%到 5%，公司订单数量充足、来源稳定，投资总额相当可观。从地域分布来看，公司公告的重大 PPP 项目几乎均位于贵州、广西等西部地区以及湖南、湖北等中部地区。从领域分布来看，目前公司中标的 PPP 项目主要涵盖市政工程、公路桥梁和片区开发三个领域，框架协议中还包括轨道交通、水务和燃气输送等领域。

表 1：2015 年至今，公司公告 PPP 项目订单

项目名称	是否录入财政部 PPP 项目库	时间	金额 (亿元)	工期	17 年预计确认收入 (亿元)
盘县保障房及市政工程选择 PPP 项目	未录入	2015/06/27	35.30	36 个月	11.77
贵阳综合保税区建设项目 PPP 合同	未录入	2015/09/09	130.00	单项工程 2 年	13.00
<b>2015 年合计</b>			<b>165.30</b>		
泸州长江六桥及连接线工程和长江滨江路小关门至柏木溪 PPP 项目	已录入	2016/3/31	54.75	36 个月	18.25
贵阳市白云区部分基础设施建设服务 PPP 项目	未录入	2016/08/10	114.27	单项建设期 2 年，共 8 个项目	11.43
四川巴中至万源高速公路 PPP 项目	已录入	2016/10/30	173.17	4 年	43.29
江北新区中心区地下空间一期建设 PPP 项目	未录入	2016/11/25	131.20	合作期 25 年	26.24
吉首市江河连通工程 PPP 项目、吉首市城乡供水一体化 PPP 项目及吉首市大兴寨水库工程建设及移民安置 PPP 项目	已录入	2016/12/31	33.19	17 年和 30 年	2.00
甘肃 S216 线平凉至华亭公路工程 PPP 合同	未录入	2016/12/31	31.71	4 年	7.93
泸州港第二作业区及其周边基础设施 PPP 项目	未录入	2016/12/31	50.00	5 年	10.00
<b>2016 年合计</b>			<b>588.29</b>		
宜昌市西陵区民生改善 PPP 项目投资建设合同	未录入	2017/1/31	11.32	单个项目周期不低于 10 年	1.00
惠州仲恺高新技术产业开发区东江大堤(江南大道仲恺段)堤路建设工程 PPP 项目	未录入	2017/2/28	43.10	一期在本合同签署之日起两年内完工	21.55
南宁市新江至崇左扶绥公路(南宁段) PPP 项目	已录入	2017/3/31	20.84	建设期为 4 年	3.91
武安市水利、交通及市政基础设施建设 PPP 项目	已录入	2017/3/31	63.27	项目合作期 15 年	4.22

资料来源：公司公告、招商证券。注：贵阳综合保税区项目和贵阳市白云区项目按照 10 年工期计算，江北新区项目按 5 年工期计算

由于公司 PPP 项目体量较大，工期也相对较长，多在 3-5 年间，部分项目更是长达 10 年。根据项目的施工周期，按照项目的正常进度进行推算，2015 年至今公司公告签订的 PPP 订单，预计 2017 年可确认收入 175 亿元左右，如果加上未公告的 PPP 订单，相信 2017 年 PPP 项目确认收入将有望达到 200-300 亿的水平，相比 2016 年 PPP 收入有大幅增长。随着 PPP 业务占比的提升，施工业务的毛利率将会有明显的改善。

经过 2 年多的 PPP 实操经验，目前公司已经构建了较完整的运作体系，设计了一整套 PPP 业务的规则、流程和模式，是行业内 PPP 业务的标杆企业和领军企业。相比于行业内的其他竞争对手，公司在融资、专业技术、资源整合、商务谈判等方面均具备相当的核心竞争优势。

**融资能力方面**，公司采用直接融资和间接融资相结合的方式，融资渠道持续拓宽。公司目前已成功发行三期公司债、一期可续期公司债，发行品种、发行方式创下多个“首单”，发行利率屡创新低，直接融资能力大幅提升，2016 年直接融资比例达到 53%，融资成本大幅降低。此外，公司还获得了资本市场 AAA 信用评级，拥有在上海自贸区设立的融资租赁公司，与金融机构设立了三家产业基金。

**专业技术方面**，公司目前取得了市政公用工程施工总承包、公路工程施工总承包等多项权威的建筑行业资质。另外，公司是国家创新型企业，拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站，在水电、机电、爆破等领域拥有多项国际领先、国际先进和国内领先水平的专业施工技术，强大的技术优势将为 PPP 项目订单的完成提供保障。

**表 2：公司获得的特级和一级资质**

资质名称	等级	所属行业
房地产开发	一级	房地产
水利水电工程施工总承包	特级	建设工程
市政公用工程施工总承包	一级	建设工程
公路工程施工总承包	一级	建设工程
港口与航道工程施工总承包	一级	建设工程
电力工程施工总承包	一级	建设工程
房屋建筑工程施工总承包	一级	房屋建设
园林绿化企业	一级	房屋建设

资料来源：公司公告、招商证券

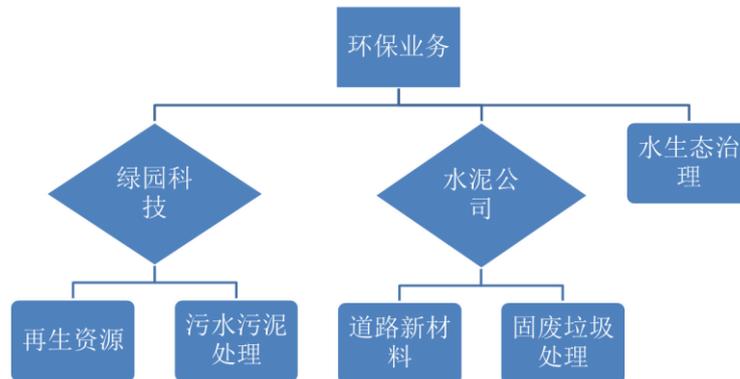
公司作为国内建筑行业的龙头企业之一，又是国务院国资委下辖的央企，具备雄厚的资金实力，具备丰富和政府及银行资源，在与银行融资及与政府商务谈判等阶段，具有一定的先天优势。随着近年来公司的资源整合能力逐步强化，预计能够在 PPP 项目中获取更多利润。

## 三、多措并举，环保业务爆发可期

### 1、再生资源回收望放量，盈利水平有望提升

2016 年，环保业务占公司主营业务的 13.84%，排名主业第二，仅次于工程施工。环保业务主要由绿园科技和葛洲坝水泥公司两大平台承接，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，分属五个控股子公司控制。公司环保业务近两年的毛利率分别为 3.06% 和 2.14%，总体处于较低水平。

图 11：公司环保业务承接平台



资料来源：公司公告、招商证券

表 3：公司环保业务统计分析

环保业务平台	控股子公司	业务板块	2016 年营收（亿元）	2016 年利润率
绿园科技	大连环嘉公司	再生资源回收利用	123.40	2.61%
	湖北兴业公司		13.47	5.47%
	中固公司	污土污泥处理	1.40	9.28%
水泥公司	洁新科技公司	固废垃圾处理	-	-
	道路材料公司	道路新材料	0.31	16.68%

资料来源：公司公告、招商证券

公司再生资源回收业务在市场上占据较大份额，2016 年，绿园科技所属环嘉公司加快资源回收再生产业务布局，设立六家分公司，实现营收 123.40 亿元，利润 3.22 亿元；兴业公司设立了三家子公司，实现营业收入 13.47 亿元，利润 7371.21 万元。目前公司再生资源盈利水平不高，环嘉公司和兴业公司的利润率分别为 2.61%和 5.47%，考虑到再生资源板块在公司环保业务中的巨大比重，其盈利低是环保整体利润率不佳的主要原因。

### 1) 再生资源回收业务放量在即

环嘉公司于 2015 年 6 月 19 日成立，注册资本为 10 亿元，由中国葛洲坝集团绿园科技有限公司与环嘉集团董事长王金平共同出资，绿园科技持股 55%。环嘉公司回收网络体系覆盖全国，年固废回收处理能力达到 730 万吨，再生资源综合实力位列全国前三。公司先后成立淮安、抚顺、包头、邯郸、襄阳、蚌埠、鹤壁、天津八家分公司，市场遍及东北、西北、华北、华南、华中地区。

环嘉公司具备几大优势，有能力将业务做大做强：

- **董事长王金平先生行业经验丰富，行业地位高，资源广泛**，其从事近三十年的再生资源回收利用工作，是全国再生资源行业的领军者。目前担任中国再生资源回收利用协会副会长、中国物资再生协会副会长、大连市物资再生协会会长等众多社会职责，并作为中国第一部废钢行业蓝皮书的重要编纂者，商务部《废金属回收企业建设与经营规范》重要起草人，参与大连市慈善总会捐款及公益事业，成立大连市环嘉环保基金。因此，环嘉集团也被授予商务部国家级“区域性再生资源回收利用基

地”、国家环保部批准验收的家电拆解企业、“废钢铁加工配送中心示范基地”等；

- **回收体系完善，分布区域广泛。**环嘉公司具有多种回收方式，回收体系健全，可采用连锁超市、电子回收（电话和网络方式）、易货交易、集散市场、基地等方式，极大地方便居民及公司进行回收。公司在城区每 2000 户居民、乡镇每 2500 户居民设置一个回收站（点），覆盖面非常广。

图 12：环嘉公司再生资源回收体系完善



资料来源：公司官网、招商证券

- **重视研发，技术先进，效率高。**公司近年来一直在增大研发投入，引进世界领先水平德国最新一代 TITECH AUTOSORT--废料自动分拣系统，用于食品级 PET 瓶处理，该系统的投入使用不仅能够节省能源、时间和人力，而且降低了成本。在分拣系统运营成本降低的同时，最终拣出产品的价值也得到大幅度提升。

公司在不断践行“立足大连、面向东北、辐射全国、走向世界”的发展理念，并提出近期和远期规划，公司在第一个五年规划中，将力争成为国内再生资源行业龙头，远期规划是打造成为再生资源利用行业国内领先、世界知名企业。凭借自身的优势和发展战略，我们相信环嘉公司业务规模将有望实现快速壮大。**2017 年公司环保业务有望实现大幅增长。**

图 13：环嘉公司全国连锁再生资源园区发展规划布局



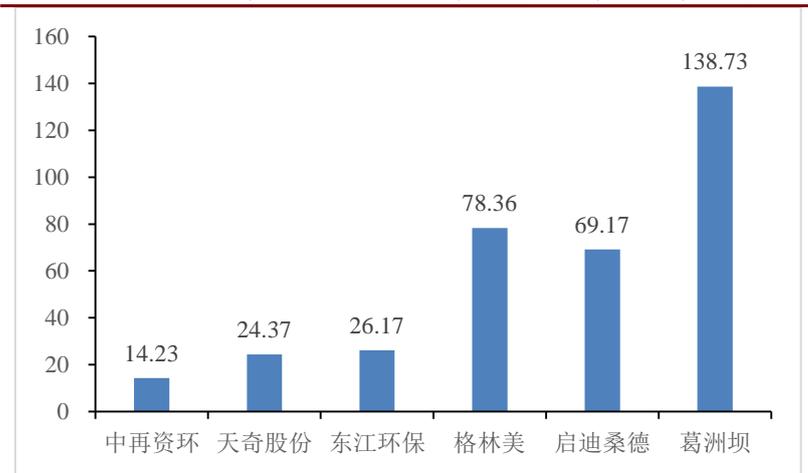
资料来源：公司官网、招商证券

## 2) 再生资源回收业务盈利能力有望提升

未来,公司将通过费用控制和内部结构调整(内部资源整合,使资源配置上效率更高),以及延伸产业链,实行精加工等方式来提高再生资源回收业务的盈利能力:

- 公司目前处于环保业务发展的初级阶段,致力于市场的开发,近两年的成果显著,2016年环保收入达138.73亿元,同比增长111.49%。相比行业再生资源回收可比上市公司,环嘉公司在市场上已占据巨大优势。市场的快速拓展导致公司再生资源目前让利较多,待业务发展进入成熟期,公司有望战略性提升盈利效率;

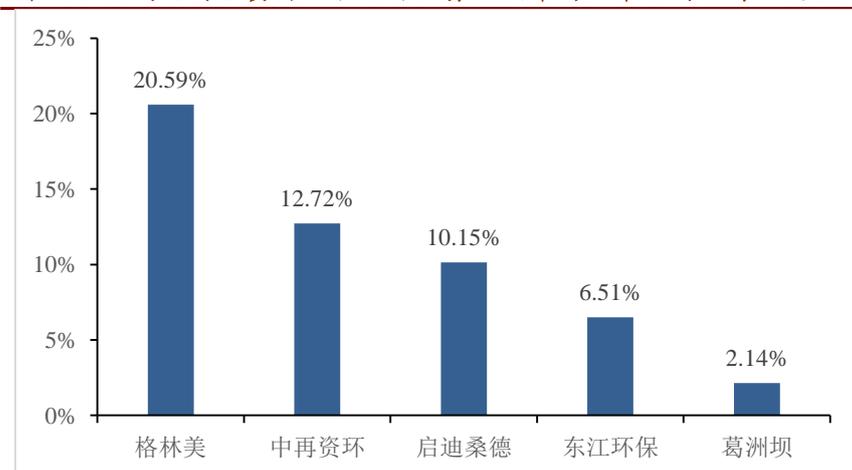
图 14: 公司可再生资源回收环保业务规模在上市公司中较大



资料来源: wind、招商证券

- 公司再生资源的业务仍局限于粗加工,主要经营范围包括废旧钢材、废旧纸张、废旧塑料、废旧家电等回收加工循环利用,废物利用率低下,尚不及行业平均水平。2017年,绿园科技联手宁波展慈迈向有色深加工,投资1.8亿元建立葛洲坝展慈(宁波)金属工业有限公司,年底投产后将具备20万吨铜合金棒和10万吨铝合金锭的年生产能力;公司17年有望投入30-50亿元加强深加工生产线,同时完善再生资源产业链,大力投资建设深加工生产线和新型环保产业园,预计今年能取得一定的进展。我们预计再生资源回收毛利率将有显著提高,缩小与可比上市公司的差距。

图 15: 公司可再生资源回收环保业务毛利率与上市公司仍有一定差距



资料来源: wind、招商证券。注: 格林美为电子废弃物循环利用毛利率,中再资环

和启迪桑德为再生资源业务毛利率，东江环保为电子废弃物拆解毛利率

## 2、水流域生态治理等业务发展空间广阔

2016 年，绿园科技下属中固公司先后签约荆门竹皮河流域水环境治理、唐山海泥固化和昆明滇池清淤等项目，实现营收 1.40 亿元，利润 1309 万元。考虑到中国公司的净利润率达 9.28%，高于公司环保整体水平，污水污泥的板块扩张将进一步推动环保业务提升整体盈利能力。同年，葛洲坝与四川省环保厅签订合作框架协议，投资 500 亿元治理省内三江流域。国家助推水生态治理，未来水务市场相当可观，公司相关业务也将有望迎来快速的发展。

## 四、跟随一带一路战略，海外业务大有可为

近年来公司新签国际合同额呈现上升趋势，2008 年至 2012 年是海外业务的高速增长期，历年增速均维持在 30% 以上。但自 2013 年“一带一路”概念提出以来，公司的国际合同额增幅反而回落，2013 年至 2016 年的年均复合增长率仅为 11.55%，这个有基数增加的影响。

随着 2017 年 5 月“一带一路”国际合作高峰论坛的举行，公司海外业务有望迎来进一步的发展。自 2017 年 4 月以来，一批“一带一路”重大工程项目集中落地，包括 47 亿美元印尼雅万高铁、745 亿人民币新马高铁、8 亿欧元纸浆厂等项目，一带一路项目落地明显提速。根据“一带一路”峰会的指示，中国将向丝路基金新增资金 1000 亿元人民币，加大对“一带一路”建设资金支持。同时，通过人民币海外基金、国开行、进出口银行等渠道提供约 6800 亿元人民币的资金支持，还签署了 32 个双边、多边合作文件以及企业合作项目，涉及 18 个国家和 8 个国际组织。

图 16：公司新签国际合同额稳中趋缓



资料来源：wind、招商证券

目前，公司的在建国际订单十分充裕，随着项目陆续完工，未来公司的海外业务有望取得突破。2016 年，公司中标了 76 亿元的巴基斯坦 DASU-MW-01 大坝及金结项目、42.95 亿元的巴基斯坦 DASU-MW-02 地下厂房及金结项目、34.7 亿元的巴基斯坦 KAPCO 660MW 燃煤电站项目，签署了 66 亿元的埃及乡村卫生项目带条件合同协议书、43 亿元的肯尼亚咖啡种植园灌溉系统建设项目等一批重点项目，国际市场签约取得突出成绩。截至 2016 年末，公司国际在建项目共 100 个，主要分布在东南亚、南亚、中东、非洲、南美、大洋洲等 40 多个国家，合同总金额达 1637.32 亿元，占 2016 年营收 163.32%。

表 4: 2016 年至今重大新签国际合同一览

时间	合同项目	投资额(亿元)
2017 年 4 月	巴基斯坦 DASU-MW-01 大坝及金结标段项目和巴基斯坦 DASU-MW-02 地下厂房及金结标段项目	113.21
2017 年 3 月	科威特南穆特拉城基础设施建设项目第二标段项目	48.85
2017 年 1 月	加纳 MPSL400MW 重油电站项目运维项目	29.88
2016 年 11 月	肯尼亚咖啡种植园灌溉系统建设项目	43.64
2016 年 9 月	巴基斯坦 KAPCO 660MW 燃煤电站项目	34.72
2016 年 5 月	乍得恩贾梅纳 100MW 原油电站 EPC 总承包及其运行维护项目	19.83
2016 年 4 月	巴基斯坦卡洛特水电站大坝及溢洪道土建、金属结构及设备安装工程施工项目	15.11
2016 年 1 月	埃及乡村卫生项目带条件项目	65.64
2016 年 1 月	赤道几内亚马拉博供水及管网项目	25.64

资料来源: wind、招商证券

在国际市场, 公司将继续紧跟国家“一带一路”和产能合作战略, 深耕区域市场, 积极跟踪轨道交通、机场、港口、工业园区等项目。目前, 公司已经搭建了全球 4 大区域、30 个核心国别、52 个市场中心的国际业务网络平台, 完成了 10 个国家互联互通、电力资源现状及规划的专题研究, 对 22 个重点国别进行了市场调研, 依托于强大的国际平台和业务经验, 公司将继续领军“走出去”和“一带一路”企业。

## 五、其他业务扎实发展, 支撑业绩增长

公司的其他主营业务包括房地产、水泥、民用爆破、投资、装备制造和金融, 目前占比虽然有限, 但也是公司过去或者未来发展不可或缺的一部分。

图 17: 公司除施工、环保外, 其他业务具有一定贡献



资料来源: 公司公告、招商证券

### 1、房地产业务稳步发展

公司房地产业务主要包括高端物业的开发与管理, 主要目标市场是一二线城市。2016

年，公司实现房地产收入 98.99 亿元，同比增长 53.19%，占据全部主营业务的 9.87%，仅次于施工工程和环保业务。随着各地房地产调控政策的兴起，房地产销售市场自然受到影响，公司房地产业务或多或少会受到一定的影响。不过由于公司房地产业务偏高端，我们预计公司房地产将平稳发展。

## 2、投资业务是重要战略组成部分

公司通过投资建设，并购重组等方式广泛寻求在水务、交通、能源、环保、基建等领域的投资机会，同时保持与公司其他业务的联动发展。2016 年，公司投资实现收入 18.05 亿元，毛利 10.21 亿元，毛利率达 56.55%，是公司战略发展中的重要组成部分。

2016 年，公司先后组建两个子公司：葛洲坝水务和高速公路公司，进一步加大在水务和交通板块的投资力度，通过 PPP 模式获取多个城市的水务项目投资建设和运营管理权，以及四川省巴中至万源高速公路项目的投资建设权，水务、能源板块分别实现营收 2.76 亿元和 2.49 亿元，同比增长 125.90%和-1.66%，交通板块三家控股子公司合计营收 12.79 亿元，同比增长 11.74%，利润暴涨 216.67%。

截至 2016 年底，公司已经投入运营的水电站有 5 座，水电装机达 25.85 万 kW，投运和在建的水处理项目合计达到 240 万吨/日；高速公路总里程达到 937 公里，其中已运营里程 452 公里，在建里程 485 公里。

表 5：2016 年，公司对外主要投资情况

细分行业	主要投资项目	详细内容
交通	新增高速公路在建里程 485km	四川省巴中至万源高速公路 PPP 项目 济南至泰安高速公路 BOT 项目 国家高速德上线巨野至单县（鲁皖界）段高速公路 BOT 项目 日照（岚山）至菏泽公路枣庄至菏泽段高速公路 BOT 项目
水务	凯丹水务 100%股权	天津、定州、淄博、宣化、达州等地的 10 座水处理厂，其中污水处理厂 9 个，污水处理能力为 42.5 万吨/日；供水厂 1 个，工业供水能力 10 万吨/日
	湖南海川达公司 100%股权	湖南安乡县、津市市、湘阴县、祁阳县、岳阳县、安化县、涟源市的 7 座污水处理厂，污水处理能力 28.5 万吨/日
	北京中凯公司 100%股权	滨州、莱芜、沁阳、灵宝、丹江、黄冈等地拥有 8 座水处理厂，其中污水处理厂 7 个，污水处理能力为 40 万吨/日，中水厂 1 个，处理能力为 2 万吨/日
	中国葛洲坝集团水务运营有限公司	组建水务运营管理专业子公司
能源	巴基斯坦苏基克纳里水电站项目	获取 SK 水电站的投资开发权

资料来源：公司公告、招商证券

投资规模的不断扩张，和其高效的盈利表现，将给公司整体盈利水平带来实质性提升，是公司战略发展的焦点之一。2017 年以来，公司依旧保持着稳定的投资步伐。据公司对外投资公告显示，截至 2017 年 5 月，公司已投资 5 个项目，合计金额约 567.45 亿元。

表 6：年初至今，公司对外投资的项目统计

公告时间	项目名称	投资额（亿元）
2017-03-30	巴西圣保罗圣诺伦索供水系统公司的相关特许经营权	总投资不超过 2 亿美元
2017-01-13	国家高速德上线巨野至单县（鲁皖界）段高速公路项目	91.65
2017-01-13	四川省巴中至万源高速公路项目	173.17

公告时间	项目名称	投资额 (亿元)
2017-01-13	济南至泰安高速公路项目	118.83
2017-01-13	日照 (岚山) 至菏泽公路枣庄至菏泽段高速公路项目	170.07

资料来源: 公司公告、招商证券

### 3、民爆业务寻求转型突破

民爆行业与矿业高度相关, 随着矿业经济进入深度调整期, 民爆行业产量价格双降。公司 2016 年实现民爆收入 27.79 亿元, 连续两年增长率不及 1.3%, 毛利 6.77 亿元, 同比下降 18.82%, 毛利率下降 6.01 个 pp 至 24.35%。市场需求疲软、项目业主压价、经营成本加重, 是导致盈利空间被挤压的主要原因。

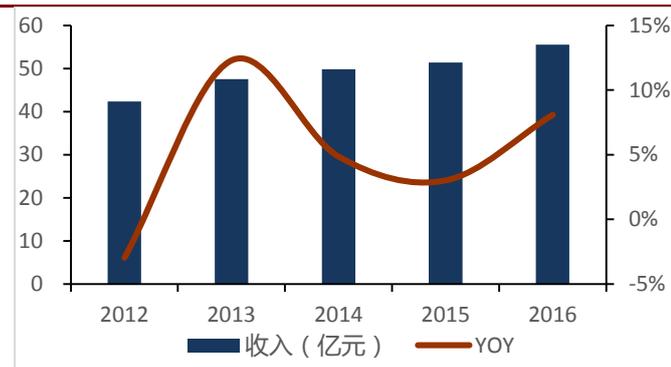
在此背景下, 公司开始聚焦产业转型升级, 适度收缩煤炭、钢铁矿业项目, 将重心转移至水电、基建和有色金属矿山市场。同时, 公司致力于优化业务结构, 逐渐转型承包矿山施工, 继续深化发展且不局限于爆破施工, 进一步巩固民爆一体化的市场领头地位。

2016 年, 公司实现年度新签项目 70 个, 签约金额约 50 亿元, 占全年营收 179.92%, 体现了改革的变化。考虑到民爆市场仍被传统的煤炭和钢材主导, 公司若能继续推动改革的同时加快走出国门, 寻求开拓海外民爆市场, 我们预计公司民爆营收将缓慢复苏, 毛利率有望触底回升。

### 4、水泥业务协同发展, 积极走出去

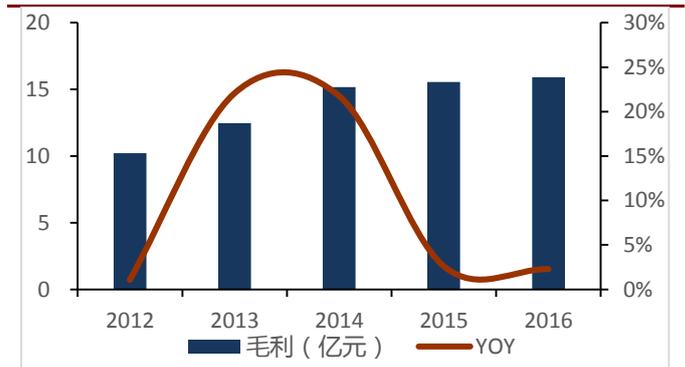
公司水泥业务主要是进行水泥、熟料、商品混凝土及相关产品的生产和销售, 2016 年营收 55.5 亿元, 同比增长 8.08%; 毛利润 15.92 亿元, 同比增长 2.29%; 利润 10.8 亿元, 同比增长 9.96%。

图 18: 水泥业务营收增速开始企稳回升



资料来源: wind、招商证券

图 19: 水泥业务毛利增速有所提升



资料来源: wind、招商证券

2016 年, 公司水泥年产能 2430 万吨, 熟料年产能 1647 万吨, 位居全国水泥行业第 13 名, 水泥业务综合实力位列 2016 年中国水泥上市公司第 4 位。公司的产能利用率保持高水平, 即使是市场行情不好的年份, 这充分反映出公司的发展战略的优越性。公司在积极巩固湖北中西部地区核心市场的地位同时, 稳步拓展周边区域市场。此外, 在国内产能新增有限的背景下, 积极通过改造生产线, 新建国外生产线等方式, 提升产能。

公司加强技术革新、深化管理提升, 成本管控成效明显, 生产成本连年持续降低, 2016 年熟料成本同比下降 3.66%, 水泥成本同比下降 5.35%, 毛利率维持高水平, 2016 年达 28.68%, 相比同地区的华新水泥高出 2.40 个 pp。

图 20：公司水泥业务毛利率在 2014 年超过华新水泥



资料来源：公司公告、招商证券

未来公司的水泥业务的发展思路：一是在深耕湖北中西部地区的同时，利用和施工业务的协同性，积极走出湖北；二是，积极走出国门，在海外新建水泥生产线，拓展海外业务。此外，公司利用和民企的合作，借助民企的成本管控经验，严控成本，提升盈利水平，未来业绩将有望进一步增长。

## 六、估值及业绩增速对比

从估值来看，纵向比较，目前公司估值（TTM）处于历史较低水平，历史最低估值为 8.18 倍，中值为 17.51 倍，目前估值为 13.40 倍，处于相对较低位置。横向比较，与其他基建央企进行对比，公司估值也处于较低水平，17 年预测业绩增速达 29%，对应 PE 为 10.70 倍，绝对估值排在中国建筑（8.25 倍）和中国铁建（10.39 倍）之后，PEG 方面，公司为 0.37，明显小于 1，绝对值仅比中钢国际（0.32）略大，可见公司估值相比而言较低，安全边际高。

图 21：目前公司估值（TTM）处于历史较低水平



资料来源：wind、招商证券

表 7：公司与其他基建央企估值、业绩增速等对比

	17 年预测业绩增速	17PE	PEG
中国建筑	10.75%	8.25	0.77
中国铁建	6.72%	10.39	1.55
葛洲坝	29.00%	10.70	0.37
中国化学	10.88%	12.43	1.14
中国交建	10.48%	13.38	1.28
中国中铁	8.84%	14.17	1.60
中钢国际	46.00%	14.50	0.32
中国电建	14.79%	15.17	1.03
中国中冶	8.20%	15.99	1.95

资料来源：wind、招商证券

## 七、风险提示

投资不及预期；地产调控超预期；政策风险；回款风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	79577	100536	106500	131713	166059
现金	17361	21424	9700	11987	17836
交易性投资	64	0	0	0	0
应收票据	1813	2437	2972	3668	4532
应收款项	10149	10599	12900	15924	19673
其它应收款	4838	7055	8603	10619	13120
存货	28543	38854	47614	58934	73016
其他	16809	20168	24711	30581	37881
<b>非流动资产</b>	48053	50693	51091	51473	51839
长期股权投资	2877	5428	5428	5428	5428
固定资产	11829	13909	15893	17698	19340
无形资产	15549	15352	13817	12435	11192
其他	17798	16003	15952	15912	15880
<b>资产总计</b>	<b>127630</b>	<b>151229</b>	<b>157591</b>	<b>183187</b>	<b>217898</b>
<b>流动负债</b>	69741	59589	61006	80795	108964
短期借款	17771	7127	6754	17212	33774
应付账款	16454	22520	27603	34165	42329
预收账款	6503	8441	10347	12806	15867
其他	29014	21500	16303	16611	16994
<b>长期负债</b>	29788	42705	42705	42705	42705
长期借款	23997	26153	26153	26153	26153
其他	5791	16552	16552	16552	16552
<b>负债合计</b>	<b>99529</b>	<b>102293</b>	<b>103710</b>	<b>123499</b>	<b>151669</b>
股本	4605	4605	4605	4605	4605
资本公积金	8876	8799	8799	8799	8799
留存收益	6760	25119	28667	32879	37683
少数股东权益	7860	10413	11810	13405	15143
归属于母公司所有者权益	20241	38522	42070	46283	51086
<b>负债及权益合计</b>	<b>127630</b>	<b>151229</b>	<b>157591</b>	<b>183187</b>	<b>217898</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(4750)	(3428)	(500)	(2185)	(3864)
净利润	2683	3395	4377	5281	6093
折旧摊销	1671	1687	2844	2859	2876
财务费用	1504	2053	1605	1938	2581
投资收益	(313)	(191)	(264)	(264)	(264)
营运资金变动	(11080)	(11397)	(10467)	(13603)	(16899)
其它	784	1024	1405	1605	1750
<b>投资活动现金流</b>	(4972)	(1276)	(2980)	(2980)	(2980)
资本支出	(3706)	(3003)	(3244)	(3244)	(3244)
其他投资	(1266)	1728	264	264	264
<b>筹资活动现金流</b>	16271	8614	(8244)	7452	12692
借款变动	16190	607	(5810)	10458	16562
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	1135	(77)	0	0	0
股利分配	(2302)	(737)	(829)	(1068)	(1289)
其他	1249	8821	(1605)	(1938)	(2581)
<b>现金净增加额</b>	<b>6550</b>	<b>3910</b>	<b>(11725)</b>	<b>2287</b>	<b>5849</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	82275	100254	122256	150909	186444
营业成本	70745	87167	106842	132244	163845
营业税金及附加	1911	1210	1354	1671	2065
营业费用	681	1013	1236	1525	1884
管理费用	3798	4390	5354	6457	7978
财务费用	1402	2098	1605	1938	2581
资产减值损失	14	(0)	7	7	4
公允价值变动收益	(42)	(5)	13	13	13
投资收益	313	191	251	252	252
<b>营业利润</b>	3996	4561	6123	7331	8351
营业外收入	444	1195	687	775	886
营业外支出	41	84	61	62	69
<b>利润总额</b>	4398	5673	6748	8044	9168
所得税	967	1194	975	1169	1338
<b>净利润</b>	3431	4479	5774	6875	7831
少数股东损益	748	1084	1397	1595	1738
<b>归属于母公司净利润</b>	2683	3395	4377	5281	6093
<b>EPS (元)</b>	0.58	0.74	0.95	1.15	1.32

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	15%	22%	22%	23%	24%
营业利润	13%	14%	34%	20%	14%
净利润	17%	27%	29%	21%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	14.0%	13.1%	12.6%	12.4%	12.1%
净利率	3.3%	3.4%	3.6%	3.5%	3.3%
ROE	13.3%	8.8%	10.4%	11.4%	11.9%
ROIC	5.4%	5.9%	7.6%	7.6%	7.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.0%	67.6%	65.8%	67.4%	69.6%
净负债比率	37.8%	25.6%	20.9%	23.7%	27.5%
流动比率	1.1	1.7	1.7	1.6	1.5
速动比率	0.7	1.0	1.0	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	2.6	2.6	2.5	2.5	2.5
应收帐款周转率	7.5	9.7	10.4	10.5	10.5
应付帐款周转率	4.5	4.5	4.3	4.3	4.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.58	0.74	0.95	1.15	1.32
每股经营现金	-1.03	-0.74	-0.11	-0.47	-0.84
每股净资产	4.40	8.37	9.14	10.05	11.09
每股股利	0.16	0.18	0.23	0.28	0.32
<b>估值比率</b>					
PE	17.6	13.9	10.8	9.0	7.8
PB	2.3	1.2	1.1	1.0	.9
EV/EBITDA	2.3	1.9	1.4	1.3	1.1

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**卢平**：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

**王彬鹏**，上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

**李富华**，上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。