

2017年07月06日

葛洲坝 (600068.SH)

## 再签海外项目大单，PPP 优势突出，环保业务前景可期

■**事项：**公司公告，于2017年7月4日与项目总包方 NIPiGas 签署俄罗斯阿穆尔天然气加工厂项目 P1 标段(专用设备)的施工总承包合同。项目合同总金额 12.744 亿欧元(含增值税)，折合约 14.47 亿美元，人民币 98.873 亿元；总工期 81 个月，计划于 2024 年 3 月底完工。

■**再签俄罗斯天然气加工厂大单，海外业务实力进一步体现：**此次公司签署的俄罗斯阿穆尔天然气加工厂项目工程内容为 6 套天然气凝液/回注氮气装置和 3 套脱氮装置的安装、土建、部分临建、部分采厂购(土建材料、现场办公设施、设备管道保温材料、防腐材料等)、全部临建的运维、调试和性能测试服务。项目采用欧元支付，由总包方落实项目融资。此次俄罗斯阿穆尔天然气项目为 6 月 8 日公司签署 25 亿美元(约合 170 亿元人民币)尼泊尔 Budhi Gandaki 水电站项目谅解备忘录以来，一个月内公司签约的又一重大海外工程项目，体现出公司较强的海外业务能力。根据公司公告，2016 年海外项目新签合同 705.62 亿元(同比+1.51%)，占整体新签合同额比例 33.03%；2017Q1 海外新签合同 273.1 亿元(同比+147.35%)，占整体新签合同额比例 39.57%。根据我们的统计，公司 2014-2016 年海外新签合同额 CAGR 达到 11.45%，占整体新签合同额比例平均达到 37.50%；公司 2014-2016 年海外市场收入 CAGR 达到 12.74%，占整体营业收入比例平均达到 19.28%，均位于大型建筑央企前列。

■**国内 PPP 项目规模及优势突出，充裕订单带来强劲业绩增长动能：**根据公司 2017 年一季报，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 80.08%；而 2016 年全年公司新签 PPP 项目总金额达到 719.26 亿元，占国内新签合同额的 50.28%。PPP 项目已成为公司国内工程最主要的组成部分。经过 2 年的 PPP 项目实操，公司已经构建了较完整的 PPP 项目运作体系，设计了一整套 PPP 业务规则、流程和模式，形成了较强的资源整合、项目投融资、商业模式设计及风险管控能力。我们估算公司当前在手 PPP 项目在施剩余合同额约为 1200 亿元，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。

公司快报

证券研究报告

建筑施工

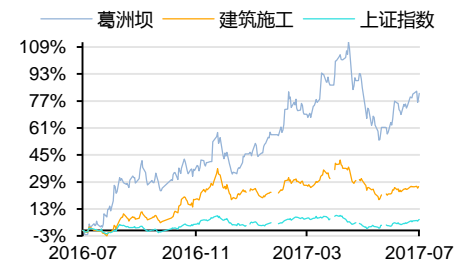
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**14.10 元**  
股价(2017-07-06) **11.24 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	51,757.70
流通市值(百万元)	29,845.90
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	6.17/13.37 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.63	-7.82	80.57
绝对收益	11.54	-9.59	87.43

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：国内外市场共同发力，为业绩增长增添强劲动力/苏多永 2017-06-09
- 葛洲坝：Q1 营收大幅增加，海外及 PPP 业务增长强劲/苏多永 2017-05-01
- 葛洲坝：业绩斐然，多业并举，PPP 及“一带一路”助推持续增长/张龙 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/夏天 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进一步提速/张龙 2016-08-31

■ **环保业务规模增长迅猛，盈利水平及发展潜力存有较大提升空间：**

公司环保及水环境业务增长强劲，公司围绕流域治理、市政污水处理、固废处理等环保产业链广泛开展投资布局。根据公司 2016 年报，水务方面，公司拥有各类水厂 45 座，投运和在建的水处理量达到 240 万吨/日，2016 年实现营业收入 2.76 亿元（同比+125.90%）；再生资源方面，葛洲坝绿园公司所属环嘉公司加快再生资源业务布局，2016 年实现营业收入 123.40 亿元（同比+89.85%），利润总额 3.22 亿元（同比+107.74%）；公司环保业务 2016 年整体实现营收 138.73 亿元（同比+111.49%），实现利润总额 3.85 亿元（同比+176.88%）。环保业务目前位列工程施工业务之后，已成为公司第二大主营业务，2016 年收入占比达到 13.84%，但毛利占比仅有 2.26%、毛利率仅为 2.14%，利润水平存在较大的提升空间。公司亦提出将“全力打造全国最高端、最具影响力的综合性环保企业”，我们看好公司在再生资源、污泥处理、水环境治理等领域的发展潜力及空间。

■ **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，环保业务推进不达预期风险，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	0.74	0.94	1.16	1.42
每股净资产(元)	4.40	8.37	8.40	8.37	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	1.2	1.1	0.9
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%	1.5%	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
营业收入	82,274.9	100,254.2	122,661.0	153,142.2	188,391.8	成长性					
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%
营业利润	3,996.0	4,561.3	6,505.1	8,096.4	10,033.5	利润率					
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%
利润总额	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%
净利润	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%
						运营效率					
						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
						投资回报率					
						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%
						费用率					
						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%
						偿债能力					
						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
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	0.21	0.14	0.17	0.21
						分红比率	30.0%	27.9%	15.0%	15.0%	15.0%
						股息收益率	1.5%	1.5%	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	0.74	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	1.2	1.1	0.9
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%
经营活动产生现金流量	-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
投资活动产生现金流量	-4,971.8	-1,275.8	307.0	305.1	176.8	ROIC/WACC	1.6	1.7	1.4	2.0	1.8
融资活动产生现金流量	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
	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
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	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