

葛洲坝 (600068)

基建PPP与海外业务双轮驱动，将受益国企改革

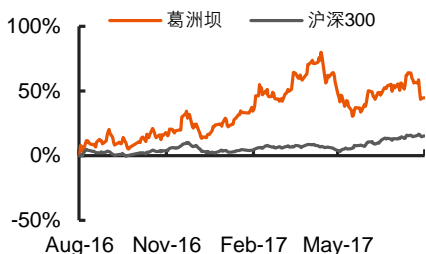
强烈推荐 (首次)

现价: 10.38 元

主要数据

行业	建筑
公司网址	www.cggc.cn
大股东/持股	葛洲坝集团/42.34%
实际控制人/持股	国资委/%
总股本(百万股)	4,605
流通 A 股(百万股)	4,605
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	478
流通 A 股市值(亿元)	478
每股净资产(元)	5.04
资产负债率(%)	68.50

行情走势图



证券分析师

严晓倩 投资咨询资格编号
S1060517070005
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.
CN

研究助理

吴佳鹏 一般从业资格编号
S0100116110054
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **基建央企业务布局多元化，国改释放成长动力：**葛洲坝是一家大型基建央企，是能建集团的控股子公司（间接持股 42.34%），实际控制人为国务院国资委。公司拥有投资、建筑、环保、房地产、水泥、民爆、装备制造、金融等八大业务板块，致力于打造基础设施投融资-建设-运营全产业链综合服务商。13 年以来，公司通过实施管理层持股与子公司混改，公司成长动力得以释放，13-16 年归母净利 CAGR 达 28.9%。16 年能建集团实施了限制性股票激励，17 年股票解锁条件为净利同比增长 19.7%，葛洲坝作为中国能建最重要的利润来源（16 年占能建集团归母净利比重达 34%），业绩增长动力充足。
- **基建 PPP 订单充足，未来业绩高增长无虞：**公司是最早开始布局基建 PPP 业务的建筑企业之一，央企背景与民营化运作模式助力公司 PPP 业务快速发展。截止 17H1，新签订单 1,259.4 亿元（YoY+16.1%），其中 PPP 订单达 504.6 亿元（YoY+37.1%），占新签订单总额比重达 40.1%。我们预计截至 17H1 公司工程施工合同存量将超过 3,500.0 亿元（为 16 年工程施工收入 609.5 亿元的 5.7 倍），订单饱满将支持未来业绩持续增长。
- **海外订单高增长，“带路”政策利好助业绩加速兑现：**公司深耕海外工程市场 20 多年，国际项目经验丰富。17 年上半年，受益我国与“带路”沿线国家合作深入推进以及金融支持加码等利好的持续催化，公司累计新签海外订单 574.7 亿元，YoY+40.6%，占 16 年海外新签订单（705.6 亿元）的 81.4%。公司海外业务稳健增长，16 年海外收入 174.0 亿元，13-16 年 CAGR 达 15.6%。随着在手海外项目的顺利推进，公司海外工程业务业绩将加速兑现。
- **内生外延齐发力，环保业务成长可期：**14 年以来，公司内生外延同时发力布局节能环保产业链（包括再生资源、污水污泥处理、新型道路材料、固废垃圾处理）。16 年环保业务收入 138.7 亿元（YoY+111.5%），其中再生资源业务收入 136.9 亿元（占环保业务收入 98.7%），利润率仅为 2.9%。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	82,275	100,254	124,855	153,787	186,109
YoY(%)	14.9	21.9	24.5	23.2	21.0
净利润(百万元)	2,683	3,395	4,311	5,307	6,375
YoY(%)	17.3	26.5	27.0	23.1	20.1
毛利率(%)	14.0	13.1	13.0	13.0	12.9
净利率(%)	3.3	3.4	3.5	3.5	3.4
ROE(%)	12.2	9.2	10.4	11.4	12.1
EPS(摊薄/元)	0.58	0.74	0.94	1.15	1.38
P/E(倍)	17.8	14.1	11.1	9.0	7.5
P/B(倍)	2.4	1.2	1.1	1.0	0.9

随着 17 年公司再生资源深加工生产线的投产，再生资源业务利润率将不断提升，未来环保板块业绩成长可期。

- **盈利预测与投资建议：**葛洲坝是一家大型基建央企，公司在大型基础设施投资建设与国际工程承包领域具有核心竞争力。公司基建 PPP 业务与海外工程业务持续发力，订单充足将支撑未来业绩持续高增长。公司积极推进国改释放成长动力，未来将持续受益。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.94 元和 1.15 元，对应当前股价 PE 分别为 11.1 倍和 9.0 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**PPP 业务推进不达预期，海外订单执行不达预期。

正文目录

一、 基建央企业务布局多元化，国改释放成长动力.....	5
二、 基建 PPP 订单充足，未来业绩高增长无虞.....	6
三、 海外订单高增长，“带路”政策利好加速业绩兑现.....	8
四、 内生外延齐发力，环保业务成长可期.....	9
五、 盈利预测与投资建议.....	10
六、 风险提示.....	10

图表目录

图表 1	葛洲坝公司股权结构	5
图表 2	中国能建集团归母净利润情况	5
图表 3	16 年葛洲坝贡献利润占能建集团利润 34%.....	5
图表 4	中国能建集团限制性股票激励计划股票解锁条件	6
图表 5	15 年以来公司营业收入增速持续提升	6
图表 6	14 年以来公司归母净利增速持续维持高位	6
图表 7	16 年工程施工收入占公司收入比重达 61%.....	7
图表 8	16 年工程施工业务毛利占比达 51%	7
图表 9	16 年公司基建工程收入占公司收入达 41%.....	7
图表 10	16 年公司基建工程毛利占公司毛利达 35%.....	7
图表 11	17 年公司累计新签订单增速维持高位	8
图表 12	PPP 占新签合同比重持续提升	8
图表 13	“一带一路”峰会取得的相关成果	8
图表 14	“一带一路”峰会公布的相关金融支持政策	8
图表 15	17 年国际新签订单增速大幅回升	9
图表 16	17 年公司海外业务收入维持高位	9
图表 17	节能环保业务细分板块业务情况	10

一、 基建央企业务布局多元化，国改释放成长动力

大型基建央企，业务布局多元化

葛洲坝是一家大型基建央企，是能建集团的控股子公司（间接持股 42.34%），实际控制人为国务院国资委。公司拥有投资、建筑、环保、房地产、水泥、民爆、装备制造、金融等八大业务板块，致力于打造基础设施投融资-建设-运营全产业链综合服务商。

图表1 葛洲坝公司股权结构

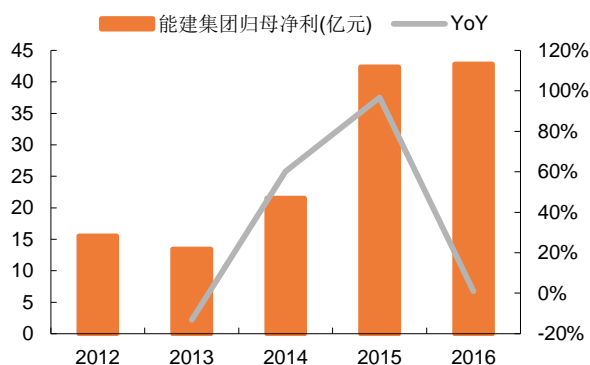


资料来源：公司公告、平安证券研究所

国改深入推进，释放公司成长动力

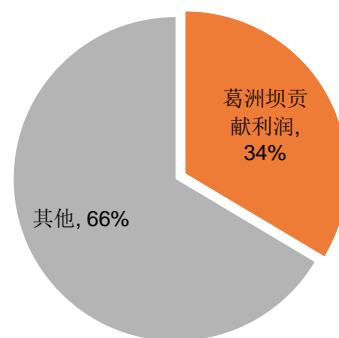
13 年以来，公司通过实施管理层持股与子公司混改，公司成长动力得以释放，13-16 年归母净利润 CAGR 达 28.9%。16 年母公司能建集团实施了限制性股票激励，第一期股票解锁条件为 17 年净利润同比增长 19.7%，葛洲坝作为中国能建最重要的利润来源（16 年占能建集团归母净利比重达 34%），业绩增长动力充足。

图表2 中国能建集团归母净利润情况



资料来源：中国能建集团公告、平安证券研究所

图表3 16年葛洲坝贡献利润占能建集团利润34%



资料来源：中国能建集团公告、公司公告、平安证券研究所

图表4 中国能建集团限制性股票激励计划股票解锁条件

解锁期	解锁比例	业绩考核目标		
		ROE	净利润	EVA
1	33%	17年加权平均ROE \geq 10.3%，且 \geq 对标企业75分位值水平	以15年净利润为基数，17年净利润复合增速 \geq 10%，且 \geq 对标企业75分位值水平	以15年EVA为基数，17年EVA复合增长率 \geq 3.5%
2	33%	17年加权平均ROE \geq 10.6%，且 \geq 对标企业75分位值水平	以15年净利润为基数，18年净利润复合增速 \geq 10%，且 \geq 对标企业75分位值水平	以15年EVA为基数，17年EVA复合增长率 \geq 3.5%
3	34%	19年加权平均ROE \geq 10.8%，且 \geq 对标企业75分位值水平	以15年净利润为基数，19年净利润复合增速 \geq 10%，且 \geq 对标企业75分位值水平	以15年EVA为基数，17年EVA复合增长率 \geq 3.5%

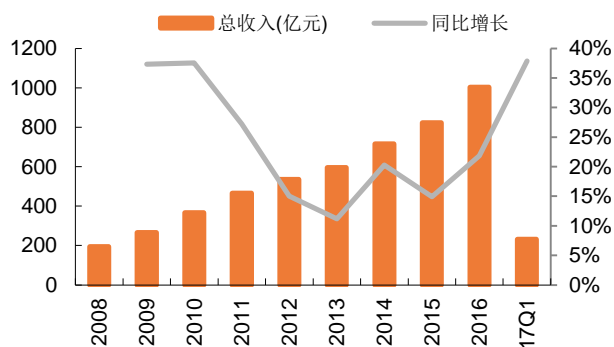
资料来源：中国能建集团公告、平安证券研究所

二、 基建 PPP 订单充足，未来业绩高增长无虞

公司业绩快速增长，工程施工为收入主要来源

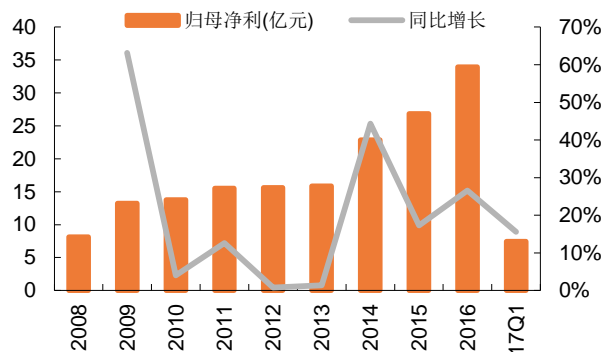
公司17年1季度，公司实现收入231.9亿元（YoY+37.9%），归母净利润7.5亿元（YoY+15.6%），业绩保持稳健增长。16年实现收入1,002.5亿元（YoY+21.9%），归母净利润34.0亿元（YoY+26.5%），其中工程施工收入占公司总收入比重达61%，毛利占比达51%，工程施工业务为公司收入主要来源。

图表5 15年以来公司营业收入增速持续提升



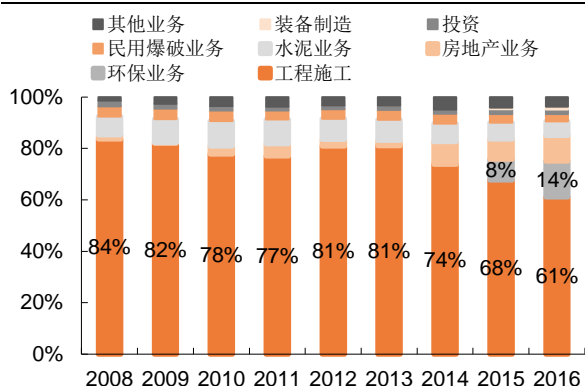
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表6 14年以来公司归母净利润增速持续维持高位



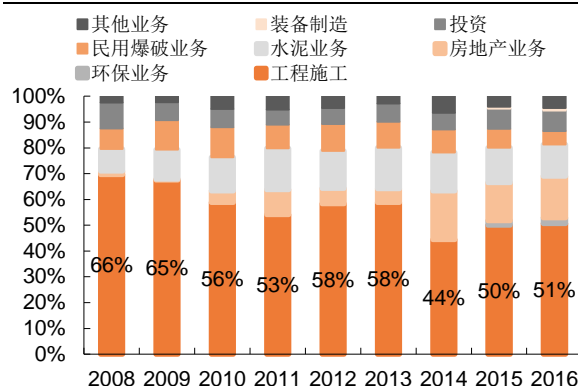
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 16年工程施工收入占公司收入比重达61%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 16年工程施工业务毛利占比达51%

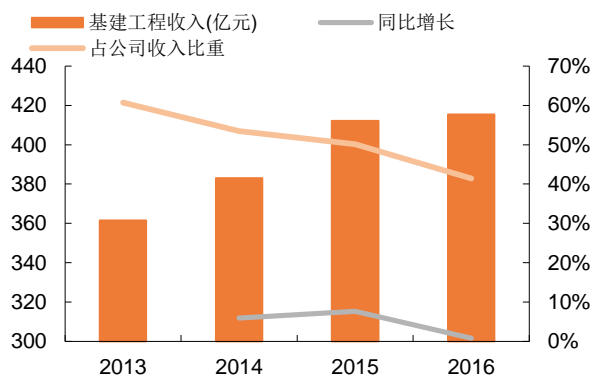


资料来源：公司公告、平安证券研究所

基建 PPP 业务持续发力，订单充足保障未来业绩高增长

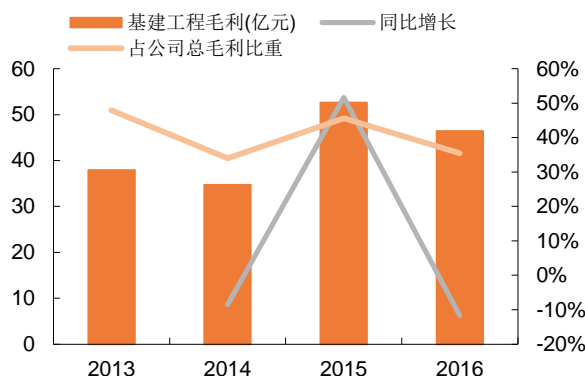
公司是最早开始布局基建 PPP 业务的建筑企业之一，央企背景与民营化运作模式助力公司基建 PPP 业务快速发展。2016 年，公司基建工程施工收入占公司总收入比重达 41.4%，基建工程毛利占公司毛利比重达 35.5%，成为公司业绩增长的关键因素。17 年上半年公司新签订单 1,259.4 亿元 (YoY+16.1%)，其中 PPP 订单达 504.6 亿元 (YoY+37.1%)，占新签订单总额比重达 40.1%。我们预计截至 17 上半年公司工程施工合同存量将超过 3,500.0 亿元 (为 16 年工程施工收入 609.5 亿元的 5.7 倍)，订单饱满将保障未来公司业绩持续增长。

图表9 16年公司基建工程收入占公司收入达41%



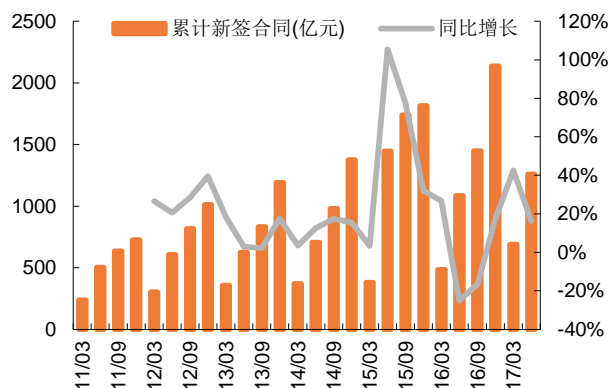
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 16年公司基建工程毛利占公司毛利达35%



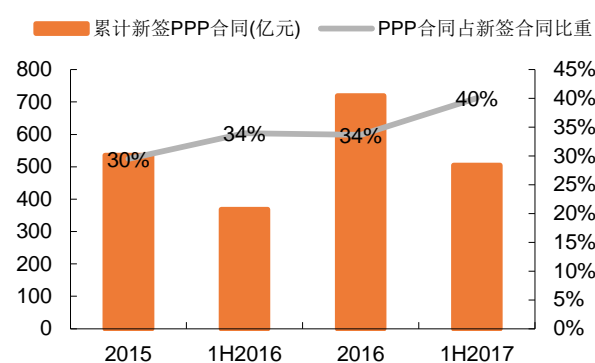
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 17年公司累计新签订单增速维持高位



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 PPP占新签合同比重持续提升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

三、海外订单高增长，“带路”政策利好加速业绩兑现

公司深耕海外工程市场 20 多年，国际项目经验丰富，位列 2016 年 ENR “250 家国际工程承包商”第 45 位。17 年上半年，受益我国与“带路”沿线国家合作深入推进以及金融支持加码等利好的持续催化，公司累计新签海外订单 574.7 亿元，YoY+40.6%，占 16 年海外新签订单（705.6 亿元）的 81.4%。公司海外业务稳健增长，16 年海外收入 174.0 亿元，13-16 年 CAGR 达 15.6%。随着在手海外项目的顺利推进，公司海外业务板块业绩将加速兑现。

图表13 “一带一路”峰会取得的相关成果

- 论坛通过了《“一带一路”国际合作高峰论坛圆桌峰会联合公报》；
- 发表“一带一路”国际合作高峰论坛成果清单 270 多项；
- 论坛期间，同中国签署“一带一路”合作协议的国家和国际组织总数达到了 68 个。
- 既涉及宏观政策、发展战略等方面的对接、规划，也包括贸易投资、基础设施互联互通、产业和金融合作、人文交流等领域的务实行动。

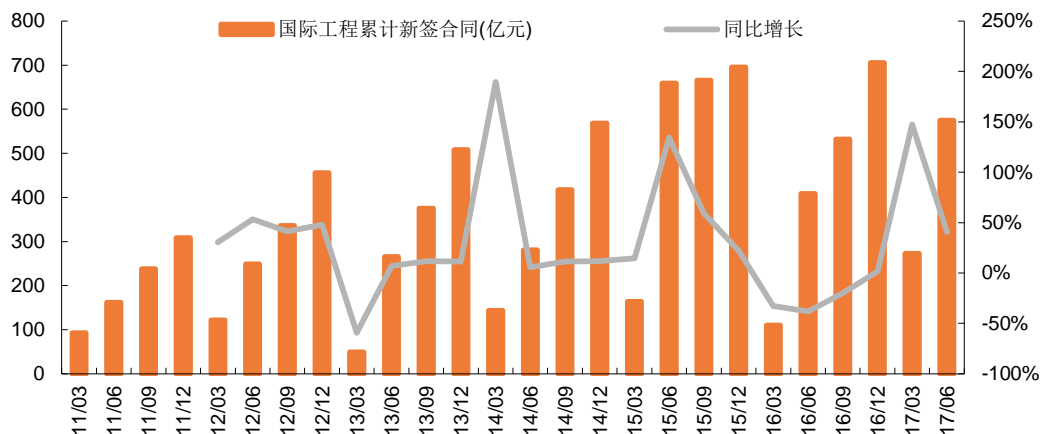
资料来源：财政部、平安证券研究所

图表14 “一带一路”峰会公布的相关金融支持政策



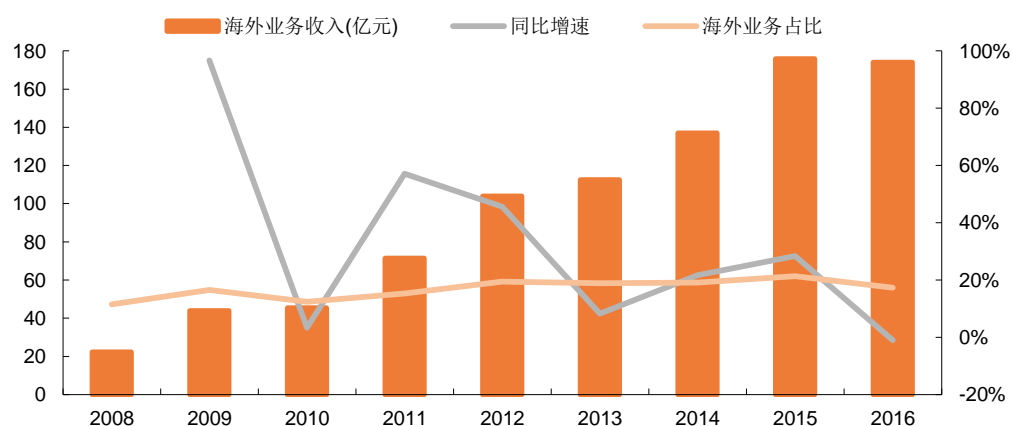
资料来源：财政部、平安证券研究所

图表15 17年国际新签订单增速大幅回升



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表16 17年公司海外业务收入维持高位



资料来源：公司公告、平安证券研究所

四、内生外延齐发力，环保业务成长可期

14年以来，公司内生外延同时发力布局节能环保产业链，拓展了再生资源、污水污泥处理、新型道路材料、固废垃圾处理等子板块业务。2016年，公司环保业务收入138.7亿元，YoY+111.5%，其中再生资源业务收入136.9亿元，占环保业务收入98.7%，利润率仅为2.9%。随着17年公司再生资源深加工生产线的投产，再生资源业务利润率将不断提升，未来环保板块业绩成长可期。

图表17 节能环保业务细分板块业务情况

环保细分板块	收入(百万元)	营业利润(百万元)	利润率
再生资源业务	13,687.00	395.71	2.89%
污水、污泥处理业务	140.00	13.09	9.35%
道路材料业务	31.26	5.25	16.78%
固废垃圾处理	14.74	-29.05	-
合计	13,873.00	385.00	2.78%

资料来源：公司公告、平安证券研究所

五、 盈利预测与投资建议

葛洲坝是一家大型基建央企，公司在大型基础设施投资建设与国际工程承包领域具有核心竞争力。公司基建 PPP 业务与海外工程业务持续发力，订单充足将支撑未来业绩持续高增长。公司积极推进国改释放成长动力，未来有望持续受益。预计公司 2017-2018 年 EPS 分别为 0.94 元和 1.15 元，对应当前股价 PE 分别为 11.1 倍和 9.0 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

六、 风险提示

PPP 业务推进不达预期，海外订单执行不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	100536	120417	149706	177292
现金	21424	24971	30757	37222
应收账款	10599	15241	16586	21930
其他应收款	7055	7756	10487	11590
预付账款	18791	23058	28488	33892
存货	38854	45158	58347	67055
其他流动资产	3814	4233	5041	5603
非流动资产	50693	55863	60164	64092
长期投资	5428	8388	10363	11843
固定资产	13911	16649	19528	22451
无形资产	15508	15295	15081	14865
其他非流动资产	15846	15531	15191	14933
资产总计	151229	176280	209870	241384
流动负债	59589	89580	125688	158516
短期借款	7127	27051	48700	70856
应付账款	22520	26062	33792	38724
其他流动负债	29942	36467	43196	48936
非流动负债	42705	33114	24523	15933
长期借款	37953	28362	19772	11181
其他非流动负债	4752	4752	4752	4752
负债合计	102293	122694	150211	174449
少数股东权益	10413	11701	13198	14892
股本	4605	4605	4605	4605
资本公积	7585	7585	7585	7585
留存收益	9089	13134	17965	23721
归属母公司股东权益	38522	41885	46461	52042
负债和股东权益	151229	176280	209870	241384

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-3428	921	2305	3084
净利润	4479	5599	6804	8070
折旧摊销	1687	1748	2119	2533
财务费用	2098	2274	2710	3210
投资损失	-191	-280	-285	-280
营运资金变动	-11370	-8420	-9044	-10449
其他经营现金流	-131	0	0	0
投资活动现金流	-1276	-6638	-6135	-6181
资本支出	3003	2210	2326	2448
长期投资	38	-2960	0	-1480
其他投资现金流	1766	-7388	-3809	-5213
筹资活动现金流	8614	-10659	-12032	-12595
短期借款	-10643	0	0	0
长期借款	12806	-9591	-8591	-8591
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	73	0	0	0
其他筹资现金流	6378	-1069	-3441	-4004
现金净增加额	3989	-16377	-15863	-15692

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	100254	124855	153787	186109
营业成本	87167	108656	133868	162188
营业税金及附加	1210	1498	1845	2233
营业费用	1013	1249	1384	1582
管理费用	4390	5306	6459	7668
财务费用	2098	2274	2710	3210
资产减值损失	0	4	3	3
公允价值变动收益	-5	0	0	0
投资净收益	191	280	285	280
营业利润	4561	6148	7802	9505
营业外收入	1195	1000	850	750
营业外支出	84	84	40	40
利润总额	5673	7088	8612	10215
所得税	1194	1488	1809	2145
净利润	4479	5599	6804	8070
少数股东损益	1084	1288	1497	1695
归属母公司净利润	3395	4311	5307	6375
EBITDA	9375	11050	13392	15908
EPS (元)	0.74	0.94	1.15	1.38

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入(%)	21.9	24.5	23.2	21.0
营业利润(%)	14.1	34.8	26.9	21.8
归属于母公司净利润(%)	26.5	27.0	23.1	20.1
获利能力				
毛利率(%)	13.1	13.0	13.0	12.9
净利率(%)	3.4	3.5	3.5	3.4
ROE(%)	9.2	10.4	11.4	12.1
ROIC(%)	6.5	6.8	7.0	7.3
偿债能力				
资产负债率(%)	67.6	69.6	71.6	72.3
净负债比率(%)	59.5	71.0	75.9	78.3
流动比率	1.7	1.3	1.2	1.1
速动比率	1.0	0.8	0.7	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	9.7	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.94	1.15	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.64	0.20	0.50	0.67
每股净资产(最新摊薄)	8.37	9.10	10.09	11.30
估值比率				
P/E	14.08	11.09	9.01	7.50
P/B	1.24	1.14	1.03	0.92
EV/EBITDA	9.7	9.2	8.2	7.5

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033