

公司研究/中报点评

2017年08月31日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 10.66
合理价格区间(元): 12.75~15.30

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

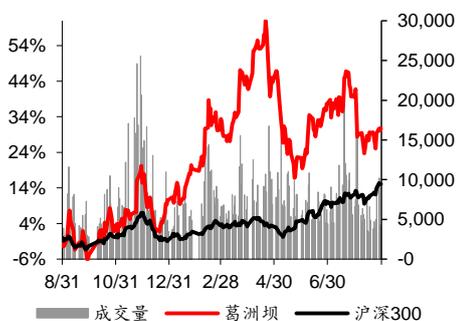
王德彬 执业证书编号: S0570516090001
研究员 010-56793964
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1 《葛洲坝(600068,买入): PPP/海外订单高增, 业绩动力强劲》2017.07
- 2 《葛洲坝(600068,买入): 海外再签大单, PPP/一带一路双龙头显本色》2017.07
- 3 《葛洲坝(600068,买入): Q1 收入大幅增长, 环保提升空间大》2017.05

股价走势图



资料来源: Wind

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)	7.81-13.37
总市值 (百万元)	49,087
总资产 (百万元)	159,674
每股净资产 (元)	8.51

资料来源: 公司公告

环保全面布局, 业绩盈利双提升

葛洲坝(600068)

业绩好于市场预期, 环保/地产利润总额翻番

公司上半年实现营业收入 501.85 亿元, 同比增长 27.77%; 实现利润总额 30 亿元, 同增 35.68%; 实现归母净利润 17.34 亿元, 同比增长 20.27% (扣非后增长 23.20%), 好于市场预期 (此前市场预计低于 20%)。其中 Q1/Q2 收入分别同比增长 37.86%、20.22%, 归母净利增长 15.59%、24.07%, 二季度效益提升显著。上半年环保业务利润总额 4.56 亿元, 增长 160.73%; 地产业务实现利润总额 3.08 亿元, 同比增长 115.03%。扣除永续债计提股息 2.88 亿元后 EPS 为 0.314 元, 同比增长 0.96%。

建筑业务结构持续优化, 施工盈利逆势提升

公司 1-6 月新签合同总额 1259.36 亿元, 同比增长 16.12%, 相比其他央企增速不高但结构改善显著。其中新签 PPP 合同额 504.57 亿元, 占国内工程订单的 73.69%, 同比上涨 37.11%; 国际工程合同额 574.66 亿元, 同比增长 40.56%。6 月末剩余合同额 2842.58 亿元, 是去年工程收入的 4.66 倍; 预收工程款 62.63 亿元, 同比增长 112.75%。受益于业务结构的优化, 公司上半年建筑业务实现营收 248.95 亿元, 同比增长 7.40%; 实现利润总额 15.68 亿元, 占全部利润总额的 52.27%, 同比增长 21.56%; “营改增”背景下工程施工毛利率仍然提升 1.61pct 至 10.80%。

环保业务成为核心重点, 全面提升空间宽广

公司上半年继续重点发展环保这一核心业务, 并且将水环境治理、水务运营、新能源和清洁能源新划入环保板块。上半年实现环保收入 138.17 亿元, 同比增长 117.17%; 实现净利润 3.83 亿元, 净利率 2.77%。公司上半年环保毛利率仅 0.92%, 去年同期为 3.21%, 我们预计主要与公司环保板块业务扩容和再生资源业务增加深加工生产线投资有关。毛利率净利率差异较大主要是公司日常活动补助导致其他收益新增 9.57 亿元。

地产环保拉低整体毛利率, 融资优势显现

公司上半年综合毛利率为 11.56%, 同比下滑 1.72pct, 主要是环保业务新增投资, 房地产毛利率因营改增下滑 6.89pct 至 24.97%。净利率为 4.50%, 相比去年同期提升 0.05pct。公司期间费用率 6.56%, 同比下降 0.91pct; 其中管理/财务费用率分别为 3.92%/1.68%, 同比下降 0.42/0.62pct, 公司费用率下降较大主要是去年完成低息永续债融资 160 亿元, 资产负债率同比下降 9.35pct 至 68.55%。经营现金净流出 23.45 亿元, 相比去年同期减少净流出 10.83 亿元, 期末在手现金 201.24 亿元, 项目落地有保障。

看好环保持续高增长和施工结构改善, 维持“买入”评级

公司环保逻辑进一步增强, 施工业务结构继续改善。我们预计公司每年扣除永续债计提股利后, 2017-19 年 EPS 0.85/1.10/1.36 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 15-18xPE, 对应价格区间 12.75-15.30 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外订单落地慢、PPP 盈利下降、环保深加工不及预期等。

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
归属母公司净利润 (百万元)	2,683	3,395	4,491	5,640	6,828
+/-%	26.02	26.55	32.26	25.60	21.05
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.69	0.85	1.10	1.36
PE (倍)	19.07	16.19	13.05	10.09	8.18

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司 2017H1 经营情况

2017年1-6月,公司新签合同额累计人民币1259.36亿元,为年计划新签合同额的52.47%,比去年同期增长16.12%。分项目看,新签国内外水电工程合同额人民币249.61亿元,约占新签合同总额的19.82%,同比增长17.54%。非水电项目合同额1009.75亿元,同比增长15.77%。

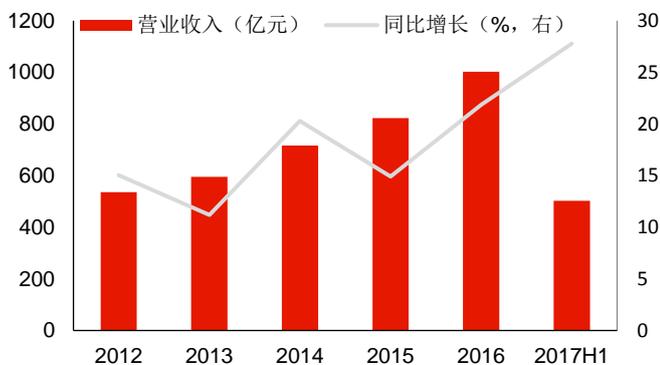
新签国内工程合同额人民币684.70亿元,约占新签合同总额的54.37%,同比增长1.33%;其中PPP项目签约504.57亿元,占国内工程合同额的73.69%,同比增长37.11%。新签国际工程合同额折合人民币574.66亿元,约占新签合同总额的45.63%,同比增长40.56%。

图表1: 2016年与2017H1新签合同分类

业务分类	2017年1-6月			2016年1-12月		
	金额(亿元)	占总额比重	Yoy(%)	金额(亿元)	占总额比重	Yoy(%)
1.新签合同	1259.36	100	16.12	2135.99	100	17.62
2.新签合同: 国内工程	684.70	54.37	1.33	1430.37	66.97	27.63
PPP项目	504.57	40.07	37.11	719.26	33.67	34.25
3.新签合同: 国际工程	574.66	45.63	40.56	705.62	33.03	1.51
4.新签合同: 水电工程	249.61	19.82	17.54	340.41	15.94	-53.50
5.年度目标: 新签合同总额		2400			2000	

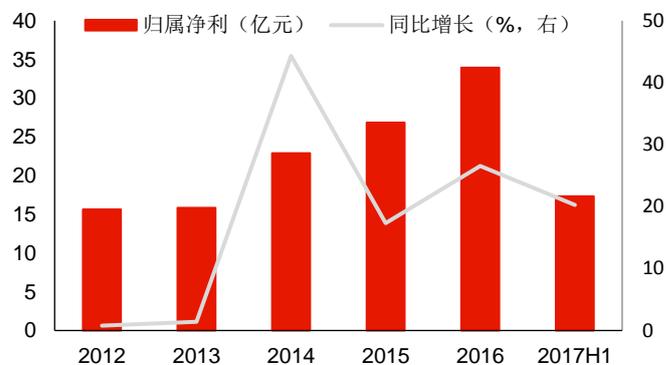
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2012-2017H1公司收入及增长



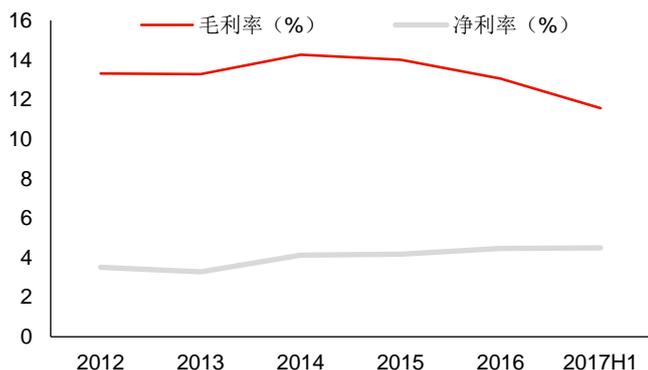
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表3: 2012-2017H1公司归母净利润及增长



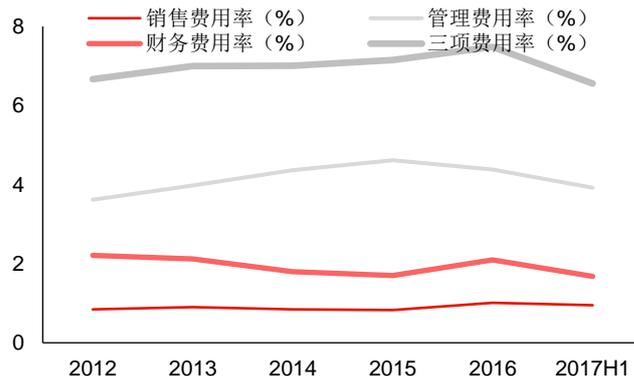
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表4: 2012-2017H1公司盈利能力趋于提升



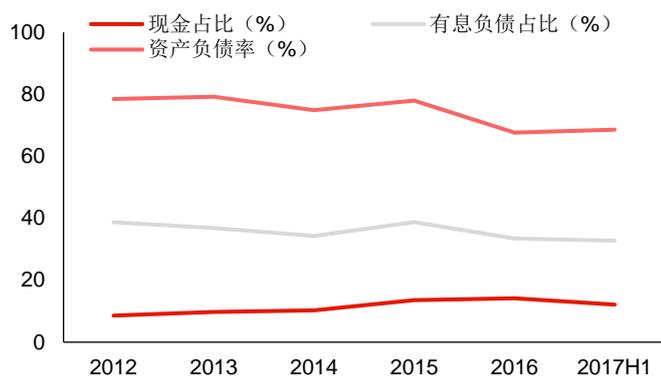
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表5: 2012-2017H1公司期间费用率趋于下降



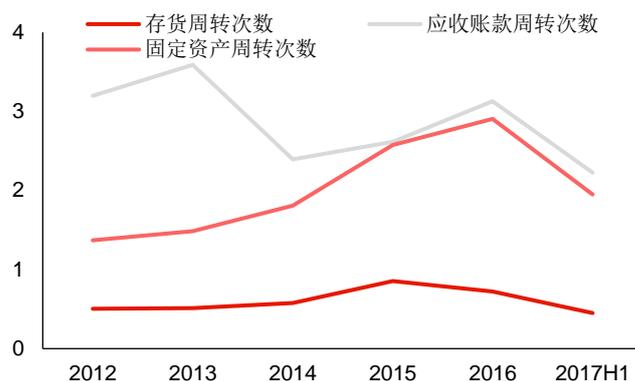
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表6: 2012-2017H1 公司负债率稳中有降



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

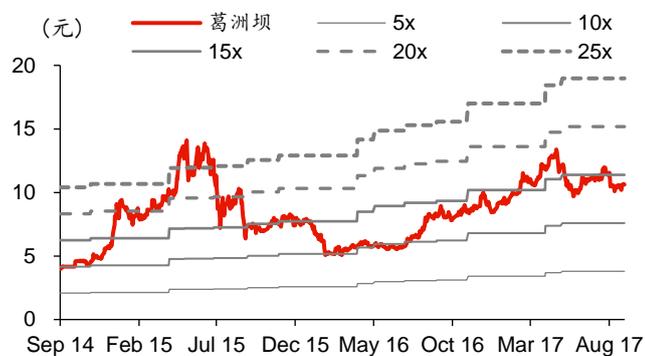
图表7: 2012-2017H1 公司营运能力整体稳健



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

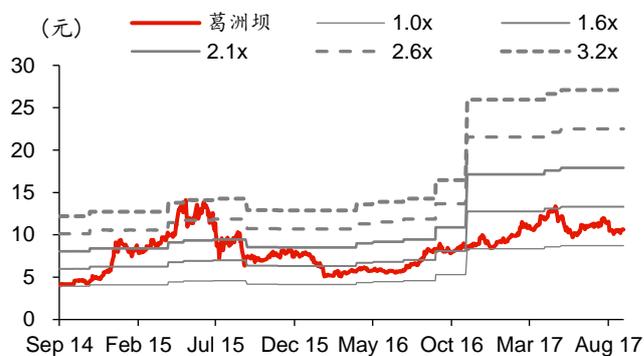
PE/PB - Bands

图表8: 葛洲坝历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表9: 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	104,786	124,628
短期借款	17,771	7,127	23,528	34,646	44,158
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	146,921	169,223
少数股东权益	7,860	10,413	11,822	13,562	15,636
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	34,339	39,646
归属母公司股	20,241	38,522	42,065	46,529	51,836
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	(2,788)	555.17
净利润	3,431	4,479	5,899	7,381	8,901
折旧摊销	1,671	1,687	1,957	2,194	2,375
财务费用	1,402	2,098	1,750	2,308	2,690
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	10,497	7,744
短期借款	9,552	(10,643)	16,400	11,118	9,512
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)	(2,621)	(3,768)
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	2,308	2,690
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	8,472	10,182
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	9,112	10,855
所得税	967.22	1,194	1,475	1,731	1,954
净利润	3,431	4,479	5,899	7,381	8,901
少数股东损益	748.23	1,084	1,409	1,741	2,074
归属母公司净利润	2,683	3,395	4,491	5,640	6,828
EBITDA	7,069	8,346	10,482	12,974	15,247
EPS (元)	0.58	0.69	0.85	1.10	1.36

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	25.05	20.19
归属母公司净利润	26.02	26.55	32.26	25.60	21.05
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	12.12	13.17
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	70.97	71.49
净负债比率 (%)	48.53	37.85	46.08	47.80	48.31
流动比率	1.14	1.69	1.46	1.46	1.48
速动比率	0.73	1.04	0.91	0.90	0.92
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	0.69	0.85	1.10	1.36
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	4.89	5.66	6.63	7.78
估值比率					
PE (倍)	19.07	16.19	13.05	10.09	8.18
PB (倍)	2.53	2.27	1.96	1.68	1.43
EV_EBITDA (倍)	11.24	9.52	7.58	6.12	5.21

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：A0K809

©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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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