

强烈推荐-A (维持)

葛洲坝 600068.SH

业绩增长符合预期，环保业务发展迅猛

目标估值: NA

当前股价: 10.66 元

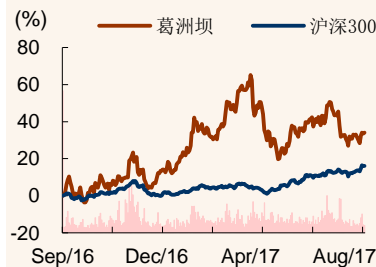
2017年08月31日

基础数据

上证综指	3364
总股本(万股)	460478
已上市流通股(万股)	265533
总市值(亿元)	491
流通市值(亿元)	283
每股净资产(MRQ)	8.5
ROE(TTM)	9.4
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	0	30
相对表现	-9	-11	14



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《葛洲坝(600068)——海外大额订单签订，一带一路重大突破》2017-07-09
- 2、《葛洲坝(600068)——多元业务支撑转型发展，PPP+环保业务放量可期》2017-06-07
- 3、《葛洲坝(600068)——一季度订单高速增长，吹响业绩增长号角》2017-04-12

王彬鹏

021-68407543
wangbinpeng@cmschina.com.cn
S1090517070004

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

公司2017年上半年实现营收501.85亿元,同比增长27.77%;归母净利润为17.34亿元,同比增长20.27%,EPS为0.31元/股。

评论:

1、业绩增长符合预期, PPP、环保贡献增加

17H1 营收实现较大幅增长,分业务看,建筑业务实现营收248.95亿元,增长7.40%,其中PPP业务预计具有相当贡献;环保业务实现营收138.17亿元,增长117.17%,几乎与去年全年量持平;高速公路运营实现营收7.28亿元,增长20.25%;房地产业务实现营收40.49亿元,增长65.43%;水泥业务实现营收31.33亿元,增长14.13%;民用爆破实现营收13.96亿元,增长8.07%;装备制造实现营收10.62亿元,增长4.64%;分区域来看,国内贡献营收415.44亿元,增长29.63%;国外业务贡献营收84.15亿元,增长21.43%,不过国外订单增长较快,随着国外订单的逐渐落地,海外业务贡献将提升;分季度来看,17Q1/Q2 营收增速分别为37.86%、20.22%,增速逐季下降;17Q1/Q2 净利润增速分别为33.16%、26.40%,增速逐季下降,但仍保持较高水平。

2、毛利率下降1.71个pp,净利率提升0.05个pp,负债率有所下降,现金流好转

公司毛利率较去年同期下降1.71个pp至11.56%,主要因为环保业务占比提升(由12.56%提升至27.53%)及毛利率下降(下降2.29个pp至0.92%),另外房地产毛利率也下降6.89个pp至24.97%;不过由于PPP业务贡献增加,工程施工业务毛利率提升1.61个pp至10.80%,水泥业务由于价格上涨,毛利率提升7.17个pp至30.13%。公司净利率提升0.05个pp至4.50%,期间费用率下降0.91个pp至6.56%,其中由于环保业务增加,运输费用增长,导致销售费用率提升0.12个pp,管理费用率、财务费用率分别下降0.41、2.03、0.62个pp。

公司经营性现金流净额为-23.45亿元,增加36.68亿元,主要因为预收工程款增加,项目回款好转,收现比提升7.23个pp至97.61%,同时付现比下降2.52个pp至86.30%。公司负债率下降9.36个pp至68.55%,我们认为主要由于公司拓宽融资渠道,比如资产证券化的实施等,银行借款下降,负债率的下降也有利于提升融资能力。

3、业务转型升级卓有成效,投资兴业效果显著

公司加速推进业务升级,PPP业务稳步推进,环保业务增长迅速,“一带一路”沿线市场开发也卓有成效,业务结构进一步优化。上半年新签订单1259.36亿元,增长16.12%,其中国内订单684.70亿元(其中PPP订单504.57亿元),增长1.3%,国外订单574.66亿元,增长40.6%,在建工程项目2842.58亿元。此外,继续加大投资力度,加快对高端和新兴业务的战略布局,以PPP项目、投资并购、产业园建设为重点,投资6.2亿雷亚尔收购巴西圣保罗市自来水供应公司100%股权,投资1.8亿元成立宁波展慈金属公司,占股60%等,投资兴业成效显著。

4、订单充足, PPP订单落地加速,环保业务快发展,维持“强烈推荐-A”评级

公司订单充足,PPP订单落地加速,环保业务快速发展,投资业务稳健推进。此外,国企改革有望打开想象空间,我们预计17、18年公司EPS(扣除永续债利息)分别为0.82和1.02元/股,对应PE分别为13.0和10.5倍,维持“强烈推荐-A”评级。

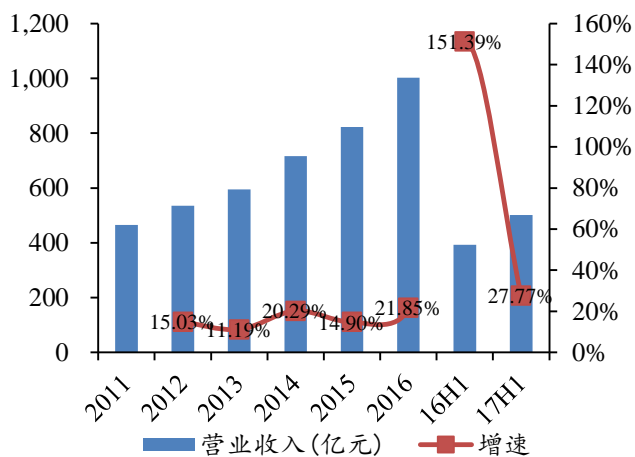
5、风险提示: 投资不及预期,项目推进不及预期,回款风险

表 1: 各分布业务收入及利润情况

	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利率	子公司情况
工程施工	248.95	11.63	4.67%	下属各大工程公司
环保	138.17	3.83	2.77%	其中绿园科技贡献净利润 0.79 亿元
高速公路投资运营	7.28	1.04	14.29%	其中四川内遂高速公路公司, 湖北大广北高速公路公司、葛洲坝集团公路运营有限公司分别贡献净利润-0.65、-0.03、0.09 亿元
房地产	40.49	2.01	4.96%	其中葛洲坝集团房地产有限公司、葛洲坝集团置业有限公司分别贡献净利润 0.22、-0.32 亿元
水泥	31.33	4.36	13.92%	主要为葛洲坝集团水泥有限公司, 贡献利润 3.13 亿元
民用爆破	13.96	1.31	9.38%	主要为易普力股份有限公司, 贡献净利润为 1.18 亿元
装备制造	10.62	0.35	3.30%	其中装备工业有限公司、机械船舶有限公司分别贡献净利润-0.03、0.16 亿元
其他	11.05	0.19	1.72%	

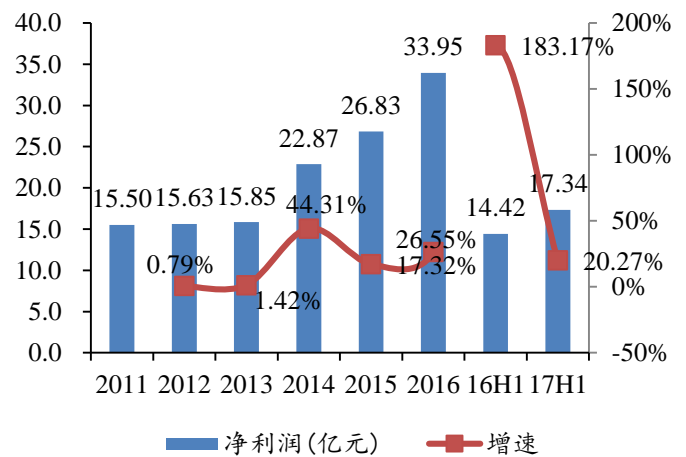
资料来源: wind、招商证券

图 1: 17H1 公司营收增长 27.77%



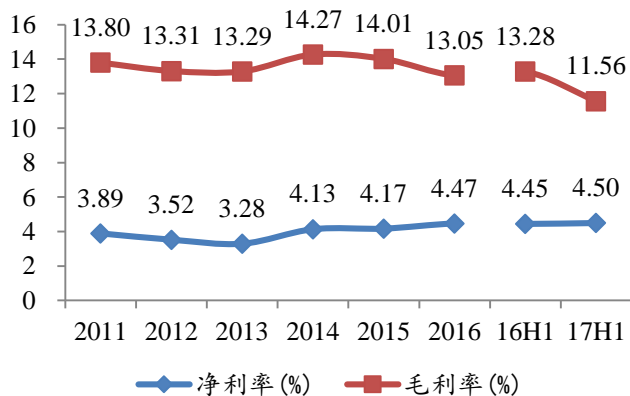
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 17H1 公司净利润增长 20.27%



资料来源: Wind、招商证券

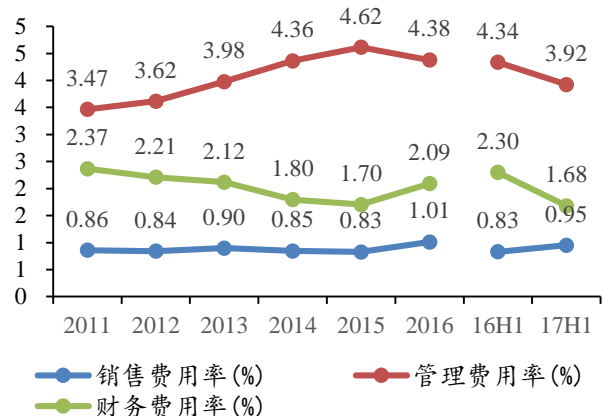
图 3: 17H1 毛利率降 1.71 个 pp, 净利率升 0.05 个 pp



资料来源: Wind、招商证券

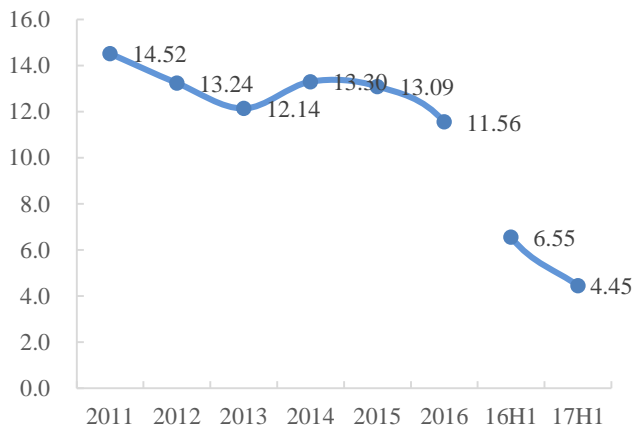
敬请阅读末页的重要说明

图 4: 17H1 期间费用率降低 0.91 个 pp



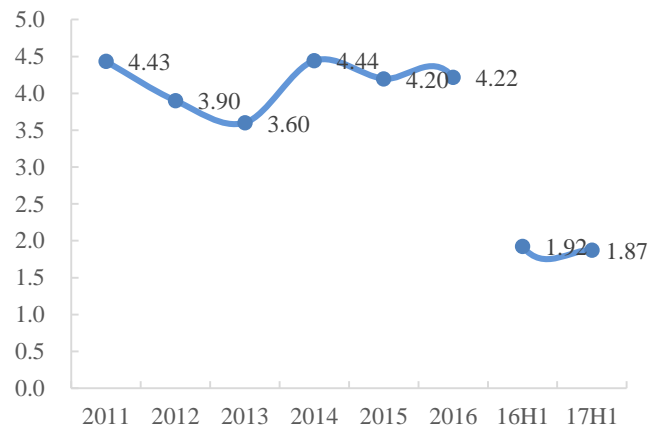
资料来源: Wind、招商证券

图 5：公司 ROE 较上年同期有所降低



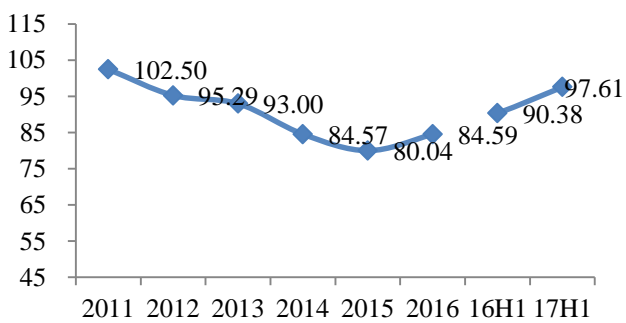
资料来源：Wind、招商证券

图 6：公司 ROIC 较上年同期略有下滑



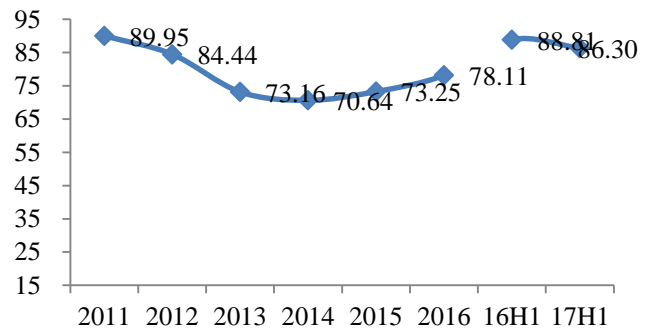
资料来源：Wind、招商证券

图 7：公司收现比较上年同期有所上升



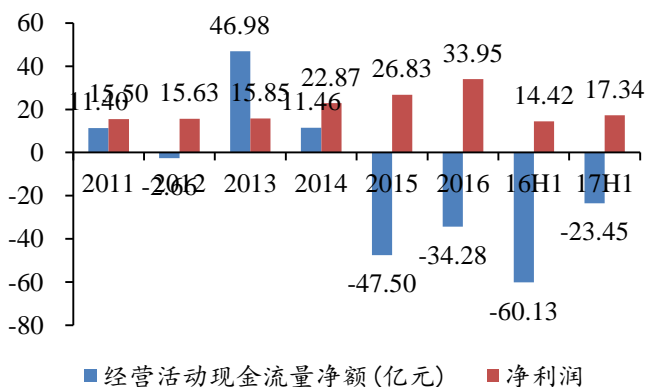
资料来源：Wind、招商证券

图 8：公司付现比较上年同期略有降低



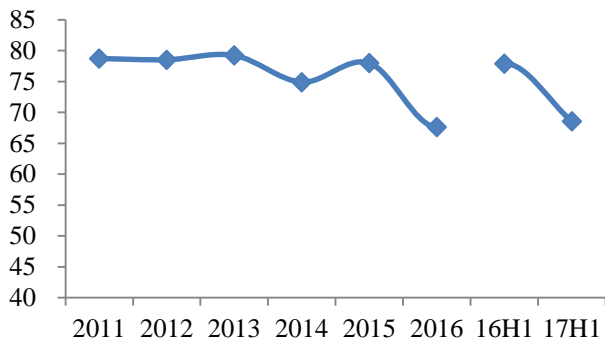
资料来源：Wind、招商证券

图 9：公司经营活动现金流净额大幅改善



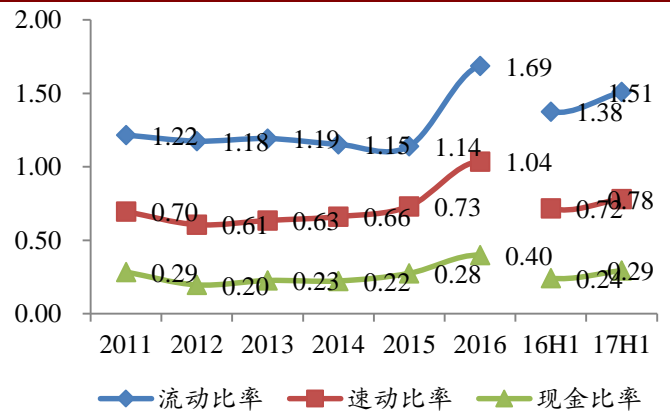
资料来源：Wind、招商证券

图 10: 公司资产负债率较上年同期有所下降



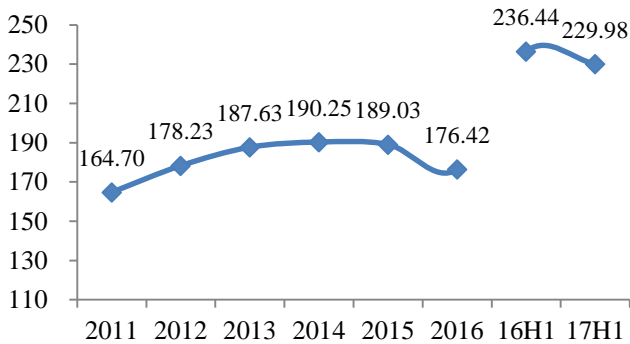
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 短期偿债能力较上年同期有所提高



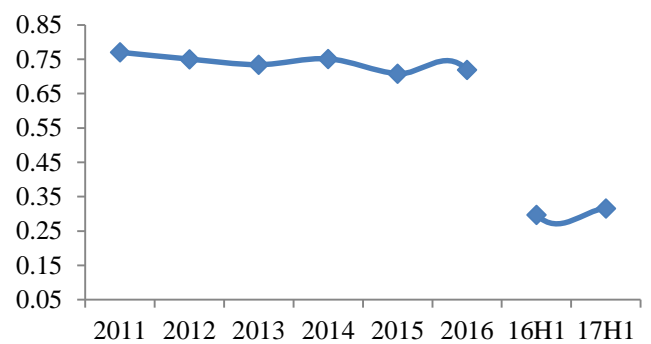
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 营业周期较上年同期有所减少



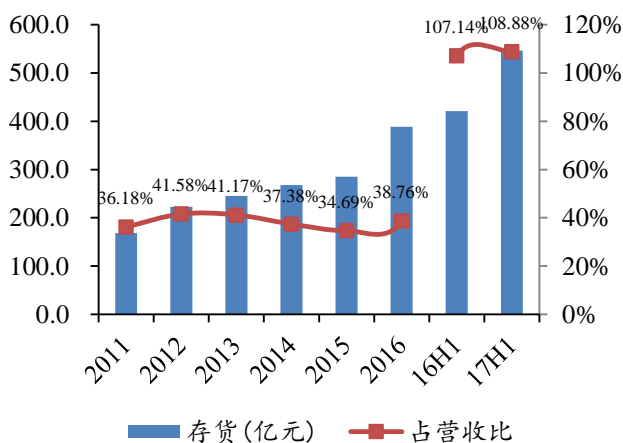
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 总资产周转率较上年同期有所提高



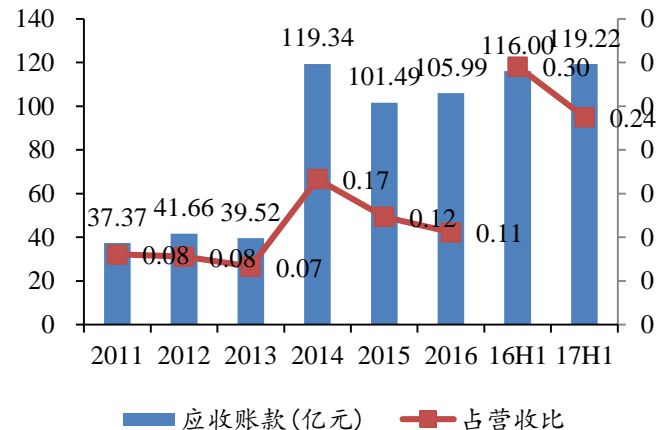
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 存货占营收比重略微提高



资料来源: Wind、招商证券

图 15: 应收账款占营收比重较上年同期略有下降



资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	79577	100536	106500	131713	166058
现金	17361	21424	9700	11987	17835
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
非流动资产	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
资产总计	127630	151229	157591	183186	217897
流动负债	69741	59589	61006	80647	108663
短期借款	17771	7127	6754	17064	33473
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
长期负债	29788	42705	42705	42705	42705
长期借款	23997	26153	26153	26153	26153
其他	5791	16552	16552	16552	16552
负债合计	99529	102293	103710	123352	151367
股本	4605	4605	4605	4605	4605
资本公积金	8876	8799	8799	8799	8799
留存收益	6760	25119	28667	33026	37981
少数股东权益	7860	10413	11810	13405	15146
归属于母公司所有者权益	20241	38522	42070	46429	51384
负债及权益合计	127630	151229	157591	183186	217897

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	(4750)	(3428)	(500)	(2185)	(3865)
净利润	2683	3395	4377	5283	6100
折旧摊销	1671	1687	2844	2859	2876
财务费用	1504	2053	1605	1934	2570
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	1606	1752
投资活动现金流	(4972)	(1276)	(2980)	(2980)	(2980)
资本支出	(3706)	(3003)	(3244)	(3244)	(3244)
其他投资	(1266)	1728	264	264	264
筹资活动现金流	16271	8614	(8244)	7452	12693
借款变动	16190	607	(5810)	10310	16408
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)	(924)	(1146)
其他	1249	8821	(1605)	(1934)	(2570)
现金净增加额	6550	3910	(11725)	2287	5848

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	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	1934	2570
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
营业利润	3996	4561	6123	7335	8363
营业外收入	444	1195	687	775	886
营业外支出	41	84	61	62	69
利润总额	4398	5673	6748	8048	9180
所得税	967	1194	975	1169	1339
净利润	3431	4479	5774	6879	7840
少数股东损益	748	1084	1397	1595	1740
归属于母公司净利润	2683	3395	4377	5283	6100
EPS (元)	0.58	0.74	0.82	1.02	1.20

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
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%
获利能力					
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%	9.0%	10.1%	10.7%
ROIC	5.4%	5.9%	7.6%	7.6%	7.4%
偿债能力					
资产负债率	78.0%	67.6%	65.8%	67.3%	69.5%
净负债比率	37.8%	25.6%	20.9%	23.6%	27.4%
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
营运能力					
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
每股资料 (元)					
每股收益	0.58	0.74	0.82	1.02	1.20
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	10.08	11.16
每股股利	0.16	0.18	0.20	0.25	0.29
估值比率					
PE	18.3	14.5	13.0	10.5	8.9
PB	2.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	2.3	1.9	1.4	1.2	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。

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。