

**葛洲坝(600068)/基础建设**
**PPP/环保/水泥驱动业绩快速增长,符合预期**
**评级: 买入(维持)**

市场价格: 10.66

目标价格: 16.02

分析师: 夏天

执业证书编号: S0740517010001

电话: 021-20315190

Email: xiatian@r.qlzq.com.cn

分析师: 程龙戈

执业证书编号: S0740517080006

电话: 021-20315190

Email: chenglg@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	4,605
流通股本(百万股)	4,605
市价(元)	10.66
市值(百万元)	49,087
流通市值(百万元)	49,087

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 一季度订单与收入大幅增长, 全年业绩高增长信心仍强
- 2 签署 2000 亿框架协议, 充分彰显央企综合实力
- 3 PPP、环保驱动业绩加速, 未来快速增长信心仍强

**公司盈利预测及估值**

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	82,274.9	100,254.	120,519.	141,146.	160,907.
增长率 yoy%	14.9%	21.9%	20.2%	17.1%	14.0%
净利润	2,683.1	3,395.3	4,097.6	4,941.9	5,924.8
增长率 yoy%	17.3%	26.5%	20.7%	20.6%	19.9%
每股收益(元)	0.58	0.74	0.89	1.07	1.29
每股现金流量	-1.03	-0.74	2.93	-1.57	3.62
净资产收益率	13.3%	8.8%	12.0%	13.2%	14.2%
P/E	18.3	14.5	12.0	9.9	8.3
PEG	0.8	0.7	0.6	0.4	0.4
P/B	2.4	1.3	1.4	1.3	1.2

备注:

**投资要点**

- **环保驱动营收快速增长, 业绩稳健增长符合预期。**公司发布 2017 年中报, 2017 上半年营业收入 501.85 亿元, 同比增长 27.77%; 归母净利润 17.34 亿元, 同比增长 20.27%。营收大幅增长主要是环保业务、地产业务发展势头强劲。公司上半年净利润增长 29.3%, 显著高于归母净利润增速主要是房地产等非全资子公司盈利较好导致少数股东收益同比增加 71.9%。分季度看 Q1/Q2 收入分别增长 37.87%/20.22%, 归母净利润分别增长 15.59%/24.07%, 二季度业绩加速增长。
- **建筑/环保/地产/水泥板块利润总额均实现大幅增长。**公司本期实现利润总额 30 亿元, 同比大幅增长 35.68%。分板块具体来看: 1) 建筑业务收入 248.95 亿元, 同比增长 7.4%, 占收入比 49.6%; 实现利润总额 15.68 亿元, 同比增长 21.6%, 贡献占利润总额的 52.3%。净利润贡献 51.5%。施工业务毛利率为 10.8%, 较去年同期提升 1.35 个 pct, 主要因 PPP 等毛利较高业务收入占比提升。如考虑到营改增的影响, 实际盈利能力得到显著提升。2) 环保业务收入 138.17 亿元, 同比增长 117%, 占收入比 27.5%; 实现利润总额 4.56 亿元, 同比增长 160.7%, 贡献占利润总额的 15.2%, 净利润贡献 17%。毛利率为 0.92%, 同比下滑 4.34 个 pct, 主要因环保业务统计口径变化以及再生资源业务收入大幅增长。但环保业务的主要利润来源为政府的税收返还, 本期收到相关业务税收返还 9.57 亿元, 驱动环保业务利润大幅增长。3) 房地产业务收入 40.49 亿元, 同比增长 65.4%, 占收入比 8.1%; 实现利润总额 3.08 亿元, 同比增长 115.03%, 占利润总额的 10.3%, 净利润贡献占 8.9%。4) 水泥板块收入 31.33 亿元, 同比增长 14.13%, 占收入比 6.2%。实现利润总额 5.33 亿元, 同比增长 31.26%, 占利润总额比 17.7%, 净利润贡献占比 19.3%。本期毛利率为 30.13%, 较去年同期大幅提升 7.14 个 pct。5) 其他业务板块(含抵消)共实现收入 42.9 亿元, 占比 8.6%; 利润总额与净利润贡献分别为 4.5%/3.3%。
- **期间费用率明显降低, 经营性现金流显著改善。**上半年公司综合毛利率 11.26%, 较上年同期下降 1.71 个 pct, 主要因低毛利率的环保业务比重显著提升。三项费用率 6.56%, 较上年同期下降 0.91 个 pct, 其中销售/管理/财务费用率分别变动+0.12/-0.41/-0.62 个 pct。销售费用的提升主要是环保、水泥业务运输费和房地产企业销售费用增长所致; 管理费用率下降主要是因为营收规模快速扩张及研发支出减少; 财务费用率下降主要是本期汇兑损失减少所致。其他收益增加 9.57 亿元, 主要是环保等业务收到政府税收返还按会计准则从营业外收入调整至其他收益。少数股东损益占净利润比提升 5.75 个 pct, 主要是因为地产等非全资子公司盈利增长较快。净利率下降 0.22 个 pct, 为 3.45%。公司经营性现金流净额-23.45 亿元, 上年同期为-60.13 亿元, 显著改善, 主要是本期预收工程款增加所致。收现比/付现比为 97.61%/104.23%, 较上年同期变化+7.23/-6.54 个 pct。
- **上半年订单稳健增长, 海外及 PPP 表现亮眼。**上半年公司新签合同额累计人民币 1259.36 亿元, 比上年同期增长 16.12%。新签合同中: 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 1.29%, 其中 PPP 项目签约 504.57 亿元, 占国内合同的 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 40.50%; 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 17.74%。
- **内生外延有望驱动环保业务实现跨越式发展。**报告期内环嘉公司、兴业公司进一步完善了全国性回收网络、加快加工分拣基地的建设, 市场遍及东北、西北、华北、华南、华中地区, 业务量大大幅度增长; 此外通过重组设立葛洲坝展慈公

司，以稀贵金属、危废处理为突破，同时设立淮安循环经济示范园，逐步完善再生资源深加工业务体系，未来再生资源板块毛利率有望逐步提升。公告报告期内正推进巴西圣保罗圣诺伦索供水公司股权并购项目。公司半年报披露“将分析行业内优秀企业发展路径，积累行业运营数据，跟踪潜在并购机会”，预计未来公司将继续借助外延等手段，加快发展水环境治理 PPP/水处理/固废/清洁能源等板块，通过资源深加工等手段提升环保业务盈利能力，内生外延有望驱动环保业务持续高速发展。

- **投资建议:**预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 41/49/59 亿元,对应 EPS 分别为 0.89/1.07/1.29 元 (未考虑永续债等权益工具付息影响),当前股价对应 PE 分别为 12/10/8 倍,考虑到 PPP 推动业绩加速增长以及环保业务发展潜力,给予公司目标价 16.02 元 (对应 2017 年 18 倍 PE),买入评级。
- **风险提示:**PPP 落地不达预期风险,海外业务经营风险,并购整合风险,框架落地不达预期。

图表 1: 公司财务报表分析 (百万元)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	82,274.9	100,254.2	120,519.0	141,146.8	160,907.9	成长性					
减: 营业成本	70,744.8	87,167.2	105,482.0	123,723.2	140,748.7	营业收入增长率	14.9%	21.9%	20.2%	17.1%	14.0%
营业税费	1,910.8	1,210.4	964.2	282.3	160.9	营业利润增长率	12.8%	14.1%	24.8%	24.8%	23.4%
销售费用	680.7	1,013.2	1,077.9	1,285.6	1,510.3	净利润增长率	17.3%	26.5%	20.7%	20.6%	19.9%
管理费用	3,797.9	4,390.2	5,543.9	6,396.4	7,273.0	EBITDA增长率	10.2%	17.9%	10.9%	21.9%	15.7%
财务费用	1,402.0	2,098.1	1,954.6	2,535.3	2,608.5	EBIT增长率	11.8%	23.4%	14.8%	26.1%	18.0%
资产减值损失	13.8	-0.4	26.7	40.0	80.0	NOPLAT增长率	15.1%	24.9%	14.9%	26.1%	18.0%
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%	-11.9%	27.5%	-8.1%
投资和汇兑收益	312.7	191.3	150.0	250.0	250.0	净资产增长率	6.8%	74.1%	-6.7%	10.8%	11.9%
营业利润	3,996.0	4,561.3	5,693.6	7,106.1	8,770.5	利润率					
加: 营业外净收支	402.5	1,111.6	1,035.0	1,015.0	1,015.0	毛利率	14.0%	13.1%	12.5%	12.3%	12.5%
利润总额	4,398.5	5,672.9	6,728.6	8,121.1	9,785.5	营业利润率	4.9%	4.5%	4.7%	5.0%	5.5%
减: 所得税	967.2	1,194.0	1,413.0	1,705.4	2,055.0	净利率	3.3%	3.4%	3.4%	3.5%	3.7%
净利润	2,683.1	3,395.3	4,097.6	4,941.9	5,924.8	EBITDA/营业收入	8.5%	8.2%	7.6%	7.9%	8.0%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	6.6%	6.6%	6.3%	6.8%	7.1%
货币资金	17,360.8	21,424.4	9,641.5	11,291.7	13,710.7	运营效率					
交易性金融资产	63.5	-	73.8	45.8	39.9	固定资产周转天数	51	46	40	31	25
应收账款	14,987.0	17,653.4	28,116.5	23,569.7	33,903.2	流动营业资本周转天数	58	86	83	84	89
应收票据	1,813.0	2,437.1	2,266.2	3,323.5	3,167.6	流动资产周转天数	311	323	295	277	278
预付账款	14,812.4	18,790.8	10,250.2	28,460.2	17,222.1	应收账款周转天数	71	59	68	66	64
存货	28,543.3	38,853.6	45,183.5	51,801.4	58,628.8	存货周转天数	121	121	126	124	124
其他流动资产	1,996.8	1,376.9	1,629.4	1,667.7	1,558.0	总资产周转天数	509	501	447	405	386
可供出售金融资产	4,933.0	5,203.7	5,105.9	5,080.9	5,130.2	投资资本周转天数	179	197	184	168	158
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2,877.4	5,428.3	5,428.3	5,428.3	5,428.3	ROE	13.3%	8.8%	12.0%	13.2%	14.2%
投资性房地产	56.0	39.7	39.7	39.7	39.7	ROA	2.7%	3.0%	3.6%	3.8%	4.4%
固定资产	11,847.1	13,911.2	12,840.7	11,770.2	10,699.7	ROIC	11.2%	11.9%	9.2%	13.2%	12.2%
在建工程	1,463.4	2,688.7	2,688.7	2,688.7	2,688.7	费用率					
无形资产	15,618.2	15,507.5	15,119.5	14,731.5	14,343.4	销售费用率	0.8%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
其他非流动资产	11,257.6	7,913.4	9,560.4	9,551.3	8,887.2	管理费用率	4.6%	4.4%	4.6%	4.5%	4.5%
资产总额	127,629.8	151,228.8	147,944.3	169,450.7	175,447.5	财务费用率	1.7%	2.1%	1.6%	1.8%	1.6%
短期债务	17,770.5	7,127.4	273.1	2,950.9	-	三费/营业收入	7.1%	7.5%	7.1%	7.2%	7.1%
应付账款	25,855.3	35,017.0	37,191.0	48,515.5	48,864.9	偿债能力					
应付票据	740.3	795.3	818.0	1,180.5	1,121.5	资产负债率	78.0%	67.6%	69.1%	70.2%	67.7%
其他流动负债	25,374.9	16,649.0	30,551.9	22,385.1	32,094.8	负债权益比	354.2%	209.0%	224.1%	235.1%	210.0%
长期借款	23,996.7	26,153.0	25,000.0	33,577.5	25,000.0	流动比率	1.14	1.69	1.41	1.60	1.56
其他非流动负债	5,791.2	16,551.6	8,465.4	10,269.4	11,762.2	速动比率	0.73	1.04	0.76	0.91	0.85
负债总额	99,528.9	102,293.3	102,299.4	118,878.9	118,843.2	利息保障倍数	3.85	3.17	3.91	3.80	4.36
少数股东权益	7,860.3	10,413.1	11,570.2	13,019.4	14,785.1	分红指标					
股本	4,604.8	4,604.8	4,604.8	4,604.8	4,604.8	DPS(元)	0.18	0.21	0.26	0.31	0.37
留存收益	14,247.1	16,674.5	29,469.9	32,947.7	37,214.4	分红比率	30.0%	27.9%	29.4%	29.1%	28.8%
股东权益	28,100.8	48,935.6	45,644.9	50,571.8	56,604.2	股息收益率	1.6%	1.9%	2.5%	2.9%	3.5%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,431.3	4,478.9	4,097.6	4,941.9	5,924.8	EPS(元)	0.58	0.74	0.89	1.07	1.29
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	7.40	8.16	9.08
资产减值准备	13.8	-0.4	-	-	-	PE(X)	18.3	14.5	12.0	9.9	8.3
公允价值变动损失	41.6	5.4	73.8	-28.0	-5.9	PB(X)	2.4	1.3	1.4	1.3	1.2
财务费用	1,504.4	2,053.5	1,954.6	2,535.3	2,608.5	P/FCF	5.1	-2.9	-17.1	30.1	28.7
投资收益	-312.7	-191.3	-150.0	-250.0	-250.0	P/S	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	748.2	1,083.6	1,218.0	1,473.7	1,805.8	EV/EBITDA	8.6	8.5	8.0	7.7	5.8
营运资金的变动	-6,560.0	-16,433.0	4,841.7	-17,362.3	5,109.2	CAGR(%)	23.2%	20.0%	21.5%	23.2%	20.0%
经营活动产生现金	-4,749.5	-3,428.5	13,494.2	-7,230.8	16,650.9	PEG	0.8	0.7	0.6	0.4	0.4
投资活动产生现金	-4,971.8	-1,275.8	206.2	303.5	195.6	ROIC/WACC	1.5	1.6	1.2	1.7	1.6
融资活动产生现金	16,271.4	8,614.1	-25,483.3	8,577.5	-14,427.5	REP	0.9	0.7	1.0	0.7	0.7

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。