

2017年09月02日

葛洲坝 (600068.SH)

业绩增速符合预期，资本结构改善明显，环保业务前景广阔

■**事项：**公司发布2017年半年报，实现营业收入501.85亿元，同比增长27.77%；实现归属于上市公司股东的净利润17.34亿元，同比增长20.27%，扣非后同比增长23.20%。实现EPS 0.31元。

■**2017H1 业绩保持高速增长，环保业务已成为公司第二大收入来源：**公司2017年上半年实现营业收入501.85亿元，同比增长27.77%，相当于公司2016年全年营收1002.54亿元的50.06%。**从主营业务结构来看**，公司各项主营业务分别实现收入：**建筑**248.95亿元（同比+7.40%，占营收49.61%）、**环保**138.17亿元（同比+117.17%，占营收27.53%）、**房地产**40.49亿元（同比+65.43%，占营收8.07%）、**水泥**31.33亿元（同比+14.13%，占营收6.24%）、**民用爆破**13.96亿元（同比+8.07%，占营收2.78%）、**装备制造**10.62亿元（同比+4.64%，占营收2.12%）、**高速公路投资运营**7.28亿元（同比+20.25%，占营收1.45%）。体量上来看，建筑业务仍然是公司营收的主要来源，但环保及地产业务取得较高增速。**环保业务期内占公司营收比重同比大幅提升了14.97个pct，2016H2、2017H1收入环比增速分别达到181.17%、154.57%，已成为公司第二大收入来源。**环保业务的高速增长主要源于公司再生资源业务持续放量所致。**从市场结构来看**，国内业务实现营收415.44亿元（同比+29.64%），占比82.78%；国际业务实现营收84.15亿元（同比+21.43%），占比16.77%。境内市场仍是公司收入的主要来源，我们认为动因来自PPP项目带动下的建筑业务及环保、地产业务的增长；境外市场的增长主要为公司境外项目新签及履约顺利、营收规模不断增长所致。**分季度看**，公司2017Q1、Q2分别实现营收231.85亿元（同比+37.86%）、270.00亿元（同比+20.22%）；Q2营收环比增速达到16.46%，营收增速稍有回落。

■**综合毛利率有所下降，期间费用控制良好，资本结构大幅优化：毛利率方面**，我们根据公司中报披露数据计算，报告期内公司综合毛利率为11.56%，同比下降1.72个pct。**从业务结构来看**，公司各项主营业务毛利率分别为：**建筑**10.80%（同比+1.61个pct）、**环保**0.92%（同比-2.29个pct）、**房地产**24.97%（同比-6.89个pct）、**水泥**30.13%（同比+7.14个pct）、**民用爆破**24.24%（同比-1.59个pct）、**装备制造**9.00%（同比-2.50个pct）、**高速公路投资运营**54.54%。我们判断建筑业务毛利率提升或主要受益于PPP项目落地产值增加、环保业务毛利率下降或由于成本增加较快且期内未收到水泥废渣及再生资源业务的增值税

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(2017-09-01) **10.54元**

交易数据

总市值(百万元)	48,534.35
流通市值(百万元)	27,987.17
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	7.81/13.37元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.92	-0.35	20.6
绝对收益	-3.66	8.17	30.52

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-35082939

王鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070004
wangxin4@essence.com.cn
010-83321052

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

- 葛洲坝：再签海外项目大单，PPP 优势突出，环保业务前景可期/苏多永 2017-07-06
- 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” 2017-03-30

返还、房地产业务毛利率下降或由于项目结算原因。从市场结构来看，境内业务毛利率 11.59%，同比下降 1.98 个 pct；境外业务毛利率 11.78%，同比增加 0.82 个 pct。境外业务毛利率水平有所提升。**期间费用方面**，报告期内公司费用率为 6.56%，同比下降 0.91 个 pct，其中管理费用率为 3.92%（同比-0.42 个 pct）、销售费用率为 0.95%（同比+0.12 个 pct）、财务费用率为 1.68%（同比-0.62 个 pct）。销售费用同比增幅较大（1.52 亿，+46.29%），主要为公司环保业务收入增长带动相应运输费用增长；财务费用同比下降主要为报告期内汇兑损失同比减少 0.59 亿元所致。**资产减值方面**，报告期内公司发生资产减值损失-0.13 亿元，较去年同期增加 0.04 亿元。**净利率及 ROE 方面**，公司报告期内销售净利率为 4.50%，同比基本持平；ROE（加权）为 6.18%，较 2016 年同期减少 0.68 个 pct。**资产负债率方面**，公司报告期末资产负债率及剔除预收账款后的资产负债率分别为 68.55%、66.18%，分别同比大幅降低了 9.35、10.19 个 pct，长期资本负债率为 49.88%，同比大幅降低，近 10 年来首次低于 50%，在收入保持快速增长的同时资本结构得到了大幅优化，我们判断主要为公司业务结构的调整及永续债等融资工具的使用共同作用下的结果。

■经营性净现金流流出同比改善，货币资金余额及预收款项同比增加：

经营性净现金流方面，报告期末公司经营活动产生的现金流量净额为 -23.45 亿元，较 2016 年同期净流出减少 36.68 亿元（同比+61.00%），主要为期内公司收入增长及预收工程款增加所致。**投资性净现金流方面**，报告期末公司投资活动产生的现金流量净额为 -27.50 亿元，较 2016 年同期净流出增加 13.73 亿元（同比-99.69%），主要为期内公司收回投资减少同时固定资产投资增加所致。**筹资性净现金流方面**，报告期末公司筹资活动产生的现金流量净额为 37.28 亿元，较 2016 年同期净流入减少 6.95 亿元（同比-15.79%），主要为期内吸收投资减少所致。**在手资金方面**，公司报告期末货币资金余额为 201.24 亿元，较 2016 年同期增加 57.14 亿元（同比+39.65%），较期初减少 13.00 亿元。**应收、预收及应付账款方面**，公司报告期末应收账款为 119.22 亿元，较去年同期增加 3.22 亿元（同比+2.78%），较期初增加 13.23 亿元；预收款项为 116.32 亿元，较去年同期增加 27.90 亿元（同比+31.55%）；应付账款为 262.84 亿元，较 2016 年同期增加 100.38 亿元（同比+61.79%）。

■海外新签合同额快速增长，PPP 项目新签占比已占国内新签 70%以上：根据公司公告显示，2017 上半年公司累计新签合同额 1259.36 亿元（同比+16.12%），完成年度计划新签合同总额的 52.47%。新签国内工程合同额 684.70 亿元（同比+1.33%），约占新签合同总额的 54.37%，其中 PPP 项目合同共计 504.57 亿元（占新签国内合同的 73.69%）；新签国际工程合同额折合人民币约 574.66 亿元（同比+40.56%），约占新签合同总额的 45.63%；新签国内外水电工程合同额 249.61 亿元（同比+17.54%），约占新签合同总额的 19.82%。根据公司中报数据，公司目

前国内在建 PPP 项目 31 个、剩余合同金额 1118.51 亿元。公司还积极响应国家“一带一路”倡议，借助“一带一路”高峰论坛持续扩大品牌影响力，同时持续加强公司海外分支机构建设，海外业务已覆盖“一带一路”沿线 90% 以上的国家地区，成功签约巴基斯坦 DASU 等项目。同时公司还大力推进重点项目生效，上半年海外项目生效数量为 13 个，为国际业务的发展进一步夯实了有效合同储备。

■环保业务已成为公司重点发展的核心业务，再生资源及水环境业务潜力可期：公司中报显示，公司持续将环保业务作为转型升级重要方向，目前环保业务已成为公司重点发展的核心业务。期内公司绿园公司所属大连环嘉公司、湖北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，业务量大幅度上升。公司加快再生资源深加工业务步伐，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，布局再生资源深加工业务；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。同时，公司水环境治理及水务处理业务推进顺利，7 月公司中标安徽阜阳市城区水系综合整治 PPP 项目第二标段，初步设计概算投资额 51.36 亿元；巴西圣保罗圣洛伦索水务公司股权收购项目完成相关审核和备案。我们看好公司环保业务的加速发展态势，后续或将成为公司业绩重要支撑点。

■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%、23.6%，净利润增速分别为 27.2%、26.6%、22.1%，对应 EPS 分别为 0.94、1.19、1.45 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	189,283.8
净利润	2,683.1	3,395.3	4,319.1	5,466.8	6,674.5
每股收益(元)	0.58	0.74	0.94	1.19	1.45
每股净资产(元)	4.40	8.37	9.14	10.09	11.24

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	18.1	14.3	11.2	8.9	7.3
市净率(倍)	2.4	1.3	1.2	1.0	0.9
净利润率	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%	3.5%
净资产收益率	13.3%	8.8%	10.3%	11.8%	12.9%
股息收益率	1.7%	2.0%	2.7%	3.4%	4.1%
ROIC	11.2%	11.9%	9.5%	11.2%	13.1%

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	189,283.8	成长性					
减:营业成本	70,744.8	87,167.2	106,715.0	133,192.5	164,651.4	营业收入增长率	14.9%	21.9%	22.4%	24.9%	23.6%
营业税费	1,910.8	1,210.4	1,471.9	1,837.7	2,276.0	营业利润增长率	12.8%	14.1%	37.5%	28.2%	25.6%
销售费用	680.7	1,013.2	1,287.9	1,474.2	1,907.5	净利润增长率	17.3%	26.5%	27.2%	26.6%	22.1%
管理费用	3,797.9	4,390.2	5,461.4	6,864.6	8,400.4	EBITDA 增长率	10.2%	17.9%	14.8%	21.7%	19.7%
财务费用	1,402.0	2,098.1	1,699.0	1,976.8	2,174.2	EBIT 增长率	11.8%	23.4%	19.7%	25.7%	22.5%
资产减值损失	13.8	-0.4	5.0	6.1	3.6	NOPLAT 增长率	15.1%	24.9%	19.0%	25.7%	22.5%
加:公允价值变动收益	-41.6	-5.4	-	-	-	投资资本增长率	17.4%	48.3%	6.7%	5.3%	11.3%
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%	9.9%	11.2%	12.3%
营业利润	3,996.0	4,561.3	6,271.5	8,041.8	10,101.8	利润率					
加:营业外净收支	402.5	1,111.6	866.1	999.2	992.3	毛利率	14.0%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
利润总额	4,398.5	5,672.9	7,137.5	9,040.9	11,094.1	营业利润率	4.9%	4.5%	5.1%	5.3%	5.3%
减:所得税	967.2	1,194.0	1,534.6	1,943.8	2,385.2	净利润率	3.3%	3.4%	3.5%	3.6%	3.5%
净利润	2,683.1	3,395.3	4,319.1	5,466.8	6,674.5	EBITDA/营业收入	8.5%	8.2%	7.7%	7.5%	7.3%
						EBIT/营业收入	6.6%	6.6%	6.5%	6.5%	6.5%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	51	46	39	29	21
货币资金	17,360.8	21,424.4	36,798.3	38,285.5	47,320.9	流动营业资本周转天数	58	86	101	94	90
交易性金融资产	63.5	-	-	-	-	流动资产周转天数	311	323	332	330	316
应收账款	14,987.0	17,653.4	19,613.3	22,147.9	23,385.7	应收帐款周转天数	71	59	55	49	43
应收票据	1,813.0	2,437.1	2,349.8	3,715.0	3,920.8	存货周转天数	121	121	119	121	120
预付帐款	14,812.4	18,790.8	23,810.8	28,448.1	36,153.9	总资产周转天数	509	501	480	445	408
存货	28,543.3	38,853.6	41,914.8	60,724.3	65,544.6	投资资本周转天数	179	197	199	169	148
其他流动资产	1,996.8	1,376.9	1,264.2	1,295.1	1,312.1	投资回报率					
可供出售金融资产	4,933.0	5,203.7	5,724.1	6,296.5	6,926.1	ROE	13.3%	8.8%	10.3%	11.8%	12.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.7%	3.0%	3.2%	3.5%	3.9%
长期股权投资	2,877.4	5,428.3	5,428.3	5,428.3	5,428.3	ROIC	11.2%	11.9%	9.5%	11.2%	13.1%
投资性房地产	56.0	39.7	39.7	39.7	39.7	费用率					
固定资产	11,847.1	13,911.2	12,840.7	11,770.2	10,699.7	销售费用率	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
在建工程	1,463.4	2,688.7	2,688.7	2,688.7	2,688.7	管理费用率	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%
无形资产	15,618.2	15,507.5	15,119.5	14,731.5	14,343.4	财务费用率	1.7%	2.1%	1.4%	1.3%	1.1%
其他非流动资产	11,257.6	7,913.4	8,042.3	7,796.1	7,796.1	三费/营业收入	7.1%	7.5%	6.9%	6.7%	6.6%
资产总额	127,629.8	151,228.8	175,634.5	203,366.9	225,560.1	偿债能力					
短期债务	17,770.5	7,127.4	16,006.8	18,790.0	22,523.5	资产负债率	78.0%	67.6%	69.4%	70.6%	70.2%
应付帐款	25,855.3	35,017.0	38,035.1	54,231.1	59,686.9	负债权益比	354.2%	209.0%	226.7%	240.1%	236.0%
应付票据	740.3	795.3	836.8	1,314.6	1,378.3	流动比率	1.14	1.69	1.72	1.58	1.68
其他流动负债	25,374.9	16,649.0	18,135.8	23,774.6	22,240.9	速动比率	0.73	1.04	1.15	0.96	1.06
长期借款	23,996.7	26,153.0	32,595.3	29,057.4	36,195.2	利息保障倍数	3.85	3.17	4.69	5.07	5.65
其他非流动负债	5,791.2	16,551.6	16,261.6	16,406.6	16,406.6	分红指标					
负债总额	99,528.9	102,293.3	121,871.4	143,574.3	158,431.3	DPS(元)	0.18	0.21	0.28	0.36	0.43
少数股东权益	7,860.3	10,413.1	11,697.0	13,327.3	15,361.6	分红比率	30.0%	27.9%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	4,604.8	4,604.8	4,604.8	4,604.8	4,604.8	股息收益率	1.7%	2.0%	2.7%	3.4%	4.1%
留存收益	14,247.1	16,674.5	20,218.2	24,617.4	29,919.2						
股东权益	28,100.8	48,935.6	53,763.1	59,792.6	67,128.7						

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	4,319.1	5,466.8	6,674.5	EPS(元)	0.58	0.74	0.94	1.19	1.45
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	9.14	10.09	11.24
资产减值准备	13.8	-0.4	-	-	-	PE(X)	18.1	14.3	11.2	8.9	7.3
公允价值变动损失	41.6	5.4	-	-	-	PB(X)	2.4	1.3	1.2	1.0	0.9
财务费用	1,504.4	2,053.5	1,699.0	1,976.8	2,174.2	P/FCF	5.1	-2.9	3.1	38.0	5.4
投资损失	-312.7	-191.3	-250.8	-251.6	-231.2	P/S	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	748.2	1,083.6	1,283.8	1,630.3	2,034.3	EV/EBITDA	8.6	8.5	8.1	6.6	5.7
营运资金的变动	-6,560.0	-16,433.0	-5,856.9	-4,907.4	-9,797.3	CAGR(%)	27.4%	24.8%	23.7%	27.4%	24.8%
经营活动产生现金流量	-4,749.5	-3,428.5	2,652.8	5,373.5	2,313.1	PEG	0.7	0.6	0.5	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-4,971.8	-1,275.8	-163.6	-348.4	-415.4	ROIC/WACC	1.7	1.8	1.5	1.7	2.0
融资活动产生现金流量	16,271.4	8,614.1	12,884.6	-3,537.9	7,137.7	REP	0.8	0.6	0.8	0.6	0.5

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

张龙、王鑫、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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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