



葛洲坝 (600068)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-09-04

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161837
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161592
neilyds@163.com

业绩符合预期, 多元业务齐头并进

——2017 年半年报点评

事件: 公司发布 2017 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 501.85 亿元, 同比增长 27.77%; 实现归母净利润 17.34 亿元, 同比增长 20.27%; EPS 为 0.31 元/股, 同比增加 0.96%。

主要观点:

□ 业绩符合预期, 多元业务齐头并进

上半年公司业务继续多元发展, 营收稳增, 其中建筑/环保/地产/水泥等主业营收分别为 248.95/138.17/40.49/31.33 亿元, 同比增幅分别为 7.40%/117.17%/65.43%/14.13%, 建筑业务营收占比较 16 年末继续下降 18.15 个百分点至 49.61%, 环保业务营收占比较 16 年末大幅提升 19.5 个百分点至 27.53, 转型成效凸显, 业务结构进一步优化。上半年, 公司建筑业务毛利率受益于 PPP 项目的结转, 提升 1.61 个百分点至 10.80%; 水泥业务毛利率受益上半年行业向暖, 水泥价格持续走高, 提升 7.14 个百分点, 至 30.13; 而其他业务毛利率均有所下滑, 地产/环保业务毛利率同比分别下滑 6.89/2.29 个百分点至 24.97%/0.92%, 最终公司上半年录得综合毛利率 11.56%, 同比下滑 1.72 个百分点。16 年公司三费占营收比下降 0.91 个百分点至 6.56%, 主要是营收增加以及汇兑损失减少, 管理及财务费用占比下降。公司上半年建筑/环保/地产/水泥等主业利润总额分别为 15.68 / 4.56/ 3.08/ 5.33 亿元, 同比增幅分别为 21.56%/ 160.73%/ 115.03%/ 31.26%, 实现扣非归母净利润 16.85 亿元, 同比增长 23.20%。

□ 深耕“一带一路”, 海外订单承接回暖

公司深耕海外市场多年, 是建筑企业“一带一路”领跑者之一, 上半年海外业务订单承接向好。公司 17 年上半年新签国际工程合同额折合人民币 574.66 亿元, 同比增幅达 40.56%, 国际工程占总合同额比例达到 45.63%, 海外订单承接回暖态势初显。报告期内, 公司继续加强海外分支机构建设, 已在“一带一路”沿线国家设立 33 个分支机构, 覆盖“一带一路”沿线 90% 以上的国家地区。上半年公司成功签约巴基斯坦 DASU 等项目, 海外业务有望持续向好。

□ 央企 PPP 先行者, 带动工程毛利率持续改善

公司作为央企 PPP 业务先行者, 行业领先地位凸显, 在手订单充足, 考虑到 PPP 项目落地率改善预期及前期项目集中结转(报告期末 PPP 剩余合同 1118.51 亿), 17 年公司营收支撑稳固。公司上半年新签 PPP 项目合同额 504.57 亿元, 同比增长 37.11%, 占公司国内市场签约额的 73.69%, 占比创新高。一般 PPP 项目利润率约 7%, 高于工程业务 4%-5% 的水平, 公司在该领域的拓展有助于利润率的长期改善。公司还积极尝试 PPP 业务的海外拓展, 报告期内对巴西保罗圣诺伦索供水系统公司的股权收购稳步推进, 完成后将有助于当地 PPP 项目承接。另外, 考虑到 PPP 项目从中标至开工的滞后, 公司前期工程项目收入的结转将在今年集中兑现, 17

年公司建筑业务营收有望持续攀升。

□ 环保持续加码，业务稳步推进

公司持续加码环保业务，积极布局流域治理、污水处理、再生资源等领域，报告期内各业务均实现稳步推进。上半年公司环保业务共实现营收 138.17 亿元，同比增幅高达 117.17%；实现利润总额 4.56 亿元，同比增长 160.73%。流域治理方面，公司 7 月份联合中标安徽阜阳 5.36 亿水系治理 PPP 项目，海口、荆门、通州等项目进展顺利。再生资源业务继续完善全国回收网络及加工分拣基地的建设，业务量大幅抬升，营收、利润大幅增长。上半年，公司环保业务毛利率较低，我们认为，一方面是报告期内毛利率较低的再生资源回收业务规模进一步扩大，而再生资源的深加工生产线建设仍在推进中，产能尚未完全释放；另一方面是环保业务的收益中税收返还等政府补贴占比较大，这部分收益未计入毛利。在环保政策趋严、产业投资力度加大的背景下，公司有望通过收、并购加速业务转型，成为环保行业的领跑者，实现自身业务的多元发展。

□ 盈利预测与估值

公司多元发展战略卓有成效，“一带一路”、PPP 领域均居领军地位，国内外工程业务发展支撑稳固。公司还积极拓展环保领域，收并购动作积极，多元化、规模化进程持续推进，毛利率有望不断改善。我们预测，公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.93 元/股、1.12 元/股、1.38 元/股，对应的 PE 为 13.00 倍、10.73 倍、8.72 倍，维持“买入”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	100254	122310	152888	180407
收入同比(%)	22%	22%	25%	18%
归属母公司净利润	3395	4297	5206	6407
净利润同比(%)	27%	27%	21%	23%
毛利率(%)	13.1%	12.9%	13.0%	13.2%
ROE(%)	9.2%	15.3%	15.9%	16.6%
每股收益(元)	0.74	0.93	1.12	1.38
P/E	16.37	13.00	10.73	8.72
P/B	1.44	2.24	1.90	1.58
EV/EBITDA	8	14	13	13

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2019E	2018E	2019E	会计年度	2016	2019E	2018E	2019E
流动资产	100,536	124,081	157,249	189,822	营业收入	100,254	122,310	152,888	180,407
现金	21,424	24,462	30,578	36,081	营业成本	87,167	106,532	133,012	156,594
应收账款	17,653	24,493	28,462	33,826	营业税金及附加	1,210	2,202	2,599	2,887
其他应收款	7,055	8,358	10,065	12,300	销售费用	1,013	1,095	1,368	1,636
预付账款	18,791	25,243	36,200	46,044	管理费用	4,390	5,301	6,762	8,007
存货	38,854	45,652	56,670	67,873	财务费用	2,098	2,493	3,302	3,979
其他流动资产	(3,241)	(4,126)	(4,726)	(6,303)	资产减值损失	(0)	16	10	(8)
非流动资产	50,693	48,348	48,731	47,172	公允价值变动收	(5)	74	(28)	(6)
长期投资	5,428	3,118	3,808	4,118	投资净收益	191	203	239	236
固定资产	13,909	13,028	12,147	11,266	营业利润	4,561	4,948	6,045	7,543
无形资产	15,352	14,329	13,374	12,482	营业外收入	1,195	687	775	886
其他非流动资产	16,003	17,873	19,403	19,305	营业外支出	84	61	62	69
资产总计	151,229	172,429	205,981	236,994	利润总额	5,673	5,574	6,759	8,360
流动负债	59,589	97,638	119,819	139,053	所得税	1,194	0	0	0
短期借款	7,127	42,546	57,826	73,837	净利润	4,479	5,574	6,759	8,360
应付账款	22,520	26,304	32,714	39,212	少数股东损益	1,084	1,277	1,553	1,953
其他流动负债	29,942	28,788	29,279	26,004	归属母公司净利润	3,395	4,297	5,206	6,407
非流动负债	42,705	38,266	43,621	47,617	EBITDA	8,213	9,345	11,183	13,295
长期借款	26,153	26,153	26,153	26,153	EPS (元)	0.74	0.93	1.12	1.38
其他非流动负	16,552	12,113	17,468	21,464					
负债合计	102,293	135,905	163,440	186,670					
少数股东权益	10,413	11,690	13,243	15,196					
股本	4,605	4,629	4,629	4,629					
资本公积	7,585	7,487	7,462	7,512					
留存收益	9,089	12,717	17,206	22,987					
归属母公司股东	38,522	24,834	29,298	35,129					
负债和股东权益	151,229	172,429	205,981	236,994					

主要财务比率				
会计年度	2016	2019E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	21.85%	22.00%	25.00%	18.00%
营业利润	14.15%	8.48%	22.17%	24.78%
归属于母公司净利	26.55%	26.55%	21.16%	23.07%
获利能力				
毛利率(%)	13.05%	12.90%	13.00%	13.20%
净利率(%)	3.39%	3.51%	3.41%	3.55%
ROE(%)	9.15%	15.26%	15.89%	16.61%
ROIC(%)	14.79%	12.23%	9.98%	10.12%
偿债能力				
资产负债率(%)	67.64%	78.82%	79.35%	78.77%
净负债比率(%)	58.56%	74.78%	61.47%	62.75%
流动比率	1.69	1.27	1.31	1.37
速动比率	1.04	0.80	0.84	0.88
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.76	0.81	0.81
应收账款周转率	9.66	9.15	8.86	9.04
应付账款周转率	5.14	5.01	5.18	5.02
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.93	1.12	1.38
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.74)	(2.05)	(1.32)	(1.57)
每股净资产(最新摊薄)	8.37	5.39	6.36	7.63
估值比率				
P/E	16.4	13.0	10.7	8.7
P/B	1.4	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	8.49	14.11	13.28	12.63

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2019E	2018E	2019E
经营活动现金流	(3,428)	(9,455)	(6,074)	(7,214)
净利润	4,479	4,297	5,206	6,407
折旧摊销	1,687	1,904	1,836	1,772
财务费用	2,053	2,493	3,302	3,979
投资损失	(191)	(203)	(239)	(236)
营运资金变动	(16,652)	(19,312)	(17,713)	(21,075)
其他经营现金	5,196	1,367	1,535	1,939
投资活动现金流	(1,276)	3,055	(398)	(117)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(2,551)	2,310	(690)	(310)
其他投资现金	1,275	745	292	193
筹资活动现金流	8,614	25,427	12,557	12,826
短期借款	(10,643)	35,419	15,280	16,011
长期借款	2,156	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	73	(98)	(25)	49
其他筹资现金	17,028	(9,919)	(2,698)	(3,233)
现金净增加额	3,910	19,027	6,085	5,496

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。