

强烈推荐-A (维持)

葛洲坝 600068.SH

目标估值: NA  
 当前股价: 10.8 元  
 2017 年 09 月 20 日

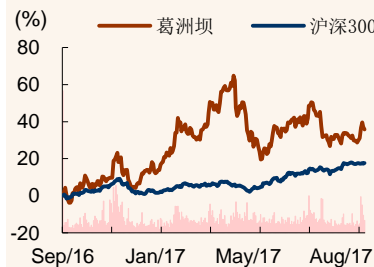
再次中标海外大单, 订单储备愈加充足

基础数据

上证综指	3366
总股本 (万股)	460478
已上市流通股 (万股)	265533
总市值 (亿元)	497
流通市值 (亿元)	287
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	3	-1	39
相对表现	0	-12	21



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《葛洲坝 (600068) —业绩增长符合预期, 环保业务发展迅猛》2017-08-31
- 2、《葛洲坝 (600068) —海外大额订单签订, 一带一路重大突破》2017-07-09
- 3、《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

王彬鹏

021-68407543  
 wangbinpeng@cmschina.com.cn  
 S1090517070004

研究助理

李富华

lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

近日, 公司牵头的“葛洲坝-中国水电-中地海外”联营体中标“尼日利亚蒙贝拉水电站项目, 总金额为 383.46 亿元, 工期为 72 个月, 其中葛洲坝占联营体 45% 股份。

评论:

1、中标海外大单, 订单愈加充足

根据联营体规定, 各方按照股份比例承担责任并获得收益, 公司将承担其中的 172.56 亿元, 占 16 年营收的 17.21%, 订单体量可观, 按照工期 72 个月, 该订单对公司的未来业绩将产生一定的影响。2017 年上半年公司新签国外订单 574.66 亿元, 增长 40.6%, 考虑到 7 月份公司签订 98.87 亿元俄罗斯阿穆尔天然气加工厂项目 P1 标段 (专利设备) 的施工总承包合同, 公司海外订单延续高增长势头。随着“一带一路”战略的推进, 以及公司加强海外业务拓展力度, 我们预计公司将不断有海外项目落地。

2、各个板块积极发力, 17 年有望继续实现较高增长

其他业务板块也积极助力公司业绩增长 环保板块 作为公司转型升级重要方向, 目前主要以可再生资源业务为主, 以绿园公司作为业务主体, 但公司也在积极进行投资并购, 拓展污水处理、污泥处理、水环境综合治理、固废处理等业务, 业务增长势头十分强劲。 投资板块, 公司围绕环保、公路、水务、能源领域投资并购, 实现规模扩张, 此前已公告拟收购巴西圣保罗圣诺伦索供水系统公司 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。 房地产板块, 公司深耕一线城市, 定位高端市场, 着力打造高水平的房地产业务, 17 年房地产业务预计实现稳定增长。 水泥板块, 公司作为当地水泥生产龙头之一, 成本管控优势明显, 产能利用率高, 目前在积极进行产能提升及国外生产线建设, 并结合重大基建项目建设, 实现协同发展。 民爆业务 积极转型升级, 适度展开并购, 并加快走出国门, 应对矿业经济持续下行压力。 装备制造板块, 作为未来新兴业务发展方向, 大力发展分布式能源及储能等高端业务, 目前拟规划建设“高端装备产业园”, 计划 3-5 年内打造成为国内先进、绿色制造示范园区。

3、大力拓展 PPP 业务, 多方举措保障项目落地

公司加速推进业务升级, PPP 业务稳步推进, 上半年新签订单 1259.36 亿元, 增长 16.12%, 其中 PPP 订单为 504.57 亿元, 占国内新签合同的 73.69%。随着基建投资的增加及环保业务 PPP 模式的不断应用, 2017 年 PPP 订单有望呈现高增长。此外, 公司积极盘活存量资产, 采用资产证券化形式回流现金, 也将为 PPP 项目的落地提供充足资金保障, 我们认为 2017 年 PPP 收入将会实现较大增长, PPP 业务业绩贡献将会显著增加。

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, 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 13.1 和 10.6 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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>127630</b>	<b>151229</b>	<b>157591</b>	<b>183186</b>	<b>217897</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	29788	42705	42705	42705	42705
长期借款	23997	26153	26153	26153	26153
其他	5791	16552	16552	16552	16552
<b>负债合计</b>	<b>99529</b>	<b>102293</b>	<b>103710</b>	<b>123352</b>	<b>151367</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>127630</b>	<b>151229</b>	<b>157591</b>	<b>183186</b>	<b>217897</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	(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
<b>投资活动现金流</b>	(4972)	(1276)	(2980)	(2980)	(2980)
资本支出	(3706)	(3003)	(3244)	(3244)	(3244)
其他投资	(1266)	1728	264	264	264
<b>筹资活动现金流</b>	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)
<b>现金净增加额</b>	<b>6550</b>	<b>3910</b>	<b>(11725)</b>	<b>2287</b>	<b>5848</b>

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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	4398	5673	6748	8048	9180
所得税	967	1194	975	1169	1339
<b>净利润</b>	3431	4479	5774	6879	7840
少数股东损益	748	1084	1397	1595	1740
<b>归属于母公司净利润</b>	2683	3395	4377	5283	6100
<b>EPS (元)</b>	0.58	0.74	0.82	1.02	1.20

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料 (元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	18.5	14.6	13.1	10.6	9.0
PB	2.5	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。