

公司研究/动态点评

2017年10月21日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 10.19  
合理价格区间(元): 12.75~15.30

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

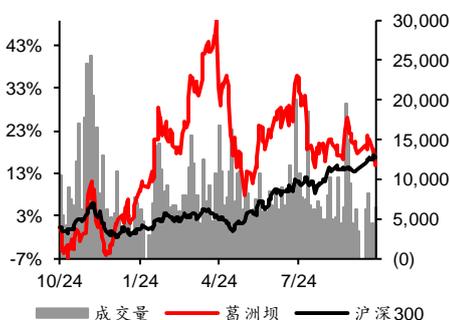
**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 021-28972059  
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《葛洲坝(600068,买入): 对标 WM, 显著低估环保龙头待腾飞》2017.09
- 2《葛洲坝(600068,买入): 环保全面布局, 业绩盈利双提升》2017.08
- 3《葛洲坝(600068,买入): PPP/海外订单高增, 业绩动力强劲》2017.07

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	4,605
流通 A 股(百万股)	4,605
52 周内股价区间(元)	8.35-13.37
总市值(百万元)	46,923
总资产(百万元)	166,403
每股净资产(元)	8.55

资料来源: 公司公告

## Q3 订单高速增长, 资产证券化领航 葛洲坝(600068)

### 国内非水电工程持续推进, Q3 新签订单同比增长 50%

2017 年 1-9 月, 公司累计新签合同额 1804.98 亿元, 完成年计划数的 75.21%, 同比增长 24.55%; 其中 Q3 单季度累计新签 545.62 亿元, 同比增长 49.61%, 订单大幅改善, Q1/Q2 同比增速分别为 42.55%、-5.19%。公司 Q3 订单好转主要是国内非水电工程增长所致, 1-9 月公司国内累计新签合同占比 61.27%, 同比增长 20.59%, 高于前两个季度累计增速; 国际工程占比 3873%, 同比增长 31.36%, 但低于前两个季度累计增速的 147.35%、40.56%。非水电工程同比增长 28.29%, 高于水电工程的 6.84%。

### PPP 订单占比近半, 资产证券化领先市场

公司 1-9 月累计新签 PPP 项目 849.74 亿元, 占全部新签合同额的 47.08%, 占国内新签合同额的 76.84%。由于公司去年同期未披露 PPP 订单情况, 我们预计公司今年 1-9 月 PPP 订单较去年的 543.63 亿元 (Q2、Q4 邻近法插值) 同比增长 56.31%。公司在 PPP 项目资产证券化领域领先市场, 16.5 亿元新崇公路 (南宁段) PPP 项目收益专项公司债已获证监会核准批复。而 10 月 19 日, 上交所、深交所及机构间报价系统三部门共同发布实施了 PPP 项目资产证券化业务指南, PPP 资产证券化市场有望加快形成。

### 环保业务成为核心重点, 业务布局基本完成

公司在 2017 年中报中完善了环保业务的分类, 并认为环保已成为公司重点发展的核心业务, 再生资源为主、水环境治理、水务投资和新能源为辅的环保业务布局基本形成, 公司环保发展进入新阶段。公司当前环保收入以固废再生资源业务为主, 由于该业务无法在采购环节取得增值税进项抵扣, 导致毛利率偏低, 但能享受 30% 增值税即征即退优惠政策, 2017H1 实现环保收入 138.17 亿元, 同比增长 117.17%; 实现净利润 3.83 亿元, 净利率 2.77%。我们预计未来随着规模扩大 (产业园区) 与效益提升 (深加工) 的落地, 公司环保业绩将更加突出。

### 高速公路全面开花, 基建资质有望快速提升

公司业务局部调整后, 高速公路独立成为重点发展板块之一。继今年年初在山东取得济泰高速等三条高速合计 156 亿元项目后, 又于 10 月中标陕西两条高速公路 249 亿元项目。公司 16.5 亿元项目收益债拟投入的新崇公路 PPP 项目是南宁首条一级收费公路, 预计税前 IRR8%, 已被列为国家第三批 PPP 示范项目。公司目前拥有 6 项水利水电领域工程施工总承包特级资质, 而市政、公路等基建领域施工总包仍是一级资质, 通过上述项目的实施, 公司未来基建领域资质有望得到快速提升, 促进总承包业务的发展。

### 持续优化业务布局, 估值仍低, 维持“买入”评级

公司各项业务经营进展顺利, 环保和 PPP 持续推进, 我们预计公司 2017-19 年 EPS 0.85/1.10/1.36 元, 当前 PE (TTM) 仅 12.7 倍, 维持公司 2017 年 15-18xPE 判断, 对应价格区间 12.75-15.30 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济波动、环保业务不及预期等。

经营预测指标与估值

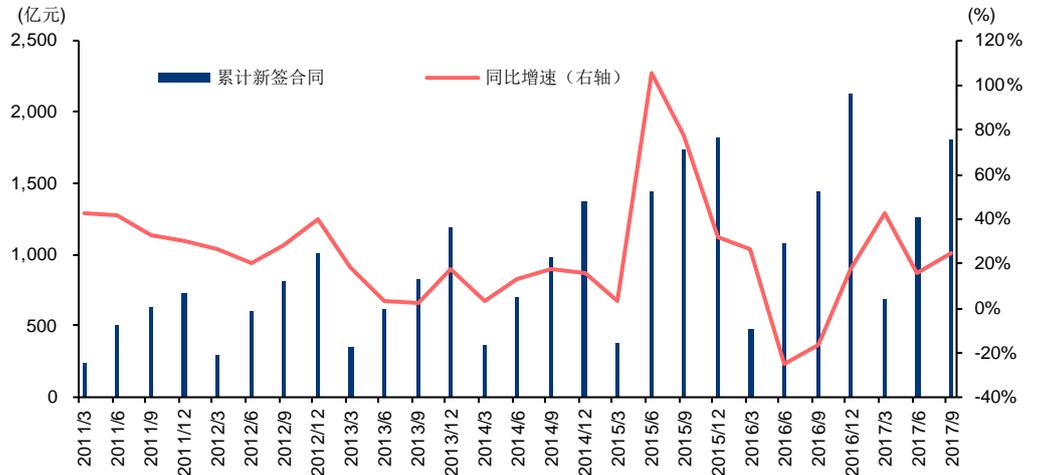
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	82,275	100,254	125,387	155,025	186,846
+/-%	14.90	21.85	25.07	23.64	20.53
归属母公司净利润(百万元)	2,683	3,395	4,491	5,640	6,828
+/-%	26.02	26.55	32.26	25.60	21.05
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.69	0.85	1.10	1.36
PE (倍)	17.73	15.05	12.14	9.38	7.60

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司经营概览

2017年1-9月，公司累计新签合同额1804.98亿元，同比增长24.55%；其中Q3单季度累计新签545.62亿元，同比增长49.61%，经营大幅改善，Q1/Q2同比增速分别为42.55%、-5.19%，验证了我们此前认为Q2增速下滑是受2015年同期基数较高影响的判断。

图表1: 2011年以来葛洲坝新签订单及同比增速



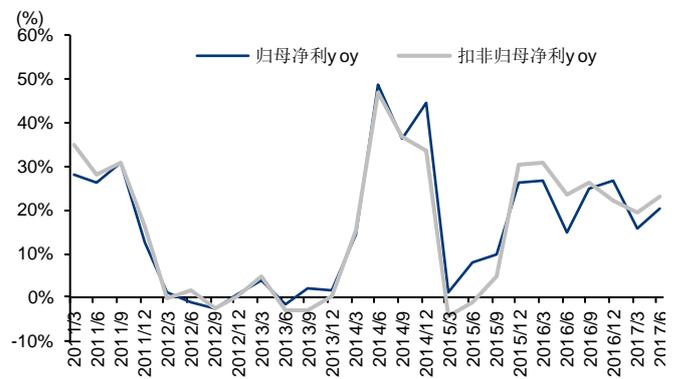
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表2: 2011年以来公司累计收入同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

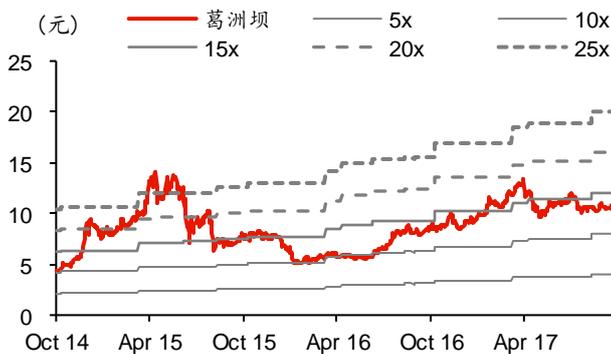
图表3: 2011年以来公司累计业绩同比增速



资料来源：Wind、华泰证券研究所

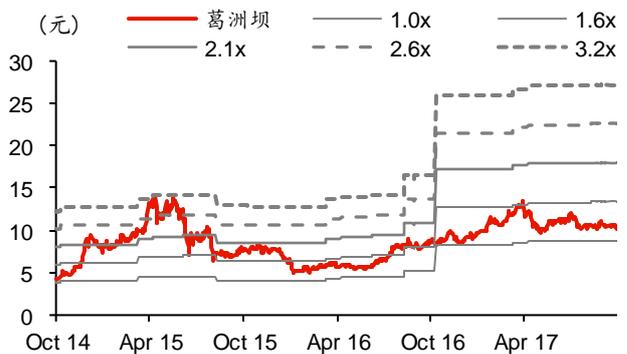
## PE/PB - Bands

图表4: 葛洲坝历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5: 葛洲坝历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	79,577	100,536	123,634	153,502	183,950
现金	17,361	21,424	26,795	33,129	39,929
应收账款	10,149	10,599	14,368	17,076	20,996
其他应收账款	4,838	7,055	8,155	10,496	12,401
预付账款	14,812	18,791	23,224	28,859	34,667
存货	28,543	38,854	46,436	58,698	69,916
其他流动资产	3,873	3,814	4,657	5,245	6,041
非流动资产	48,053	50,693	54,196	53,510	52,746
长期投资	2,877	5,428	5,428	5,428	5,428
固定资产投资	11,829	13,909	15,033	15,386	15,281
无形资产	15,549	15,352	15,193	14,821	14,555
其他非流动资产	17,798	16,003	18,542	17,875	17,482
资产总计	127,630	151,229	177,831	207,013	236,695
流动负债	69,741	59,589	84,747	104,786	124,628
短期借款	17,771	7,127	23,528	34,646	44,158
应付账款	16,454	22,520	28,238	34,836	41,999
其他流动负债	35,516	29,942	32,981	35,305	38,471
非流动负债	29,788	42,705	39,198	42,135	44,596
长期借款	23,997	26,153	28,153	30,153	32,153
其他非流动负债	5,791	16,552	11,045	11,982	12,443
负债合计	99,529	102,293	123,944	146,921	169,223
少数股东权益	7,860	10,413	11,822	13,562	15,636
股本	4,605	4,605	4,605	4,605	4,605
资本公积	7,513	7,585	7,585	7,585	7,585
留存公积	6,734	9,089	29,874	34,339	39,646
归属母公司股	20,241	38,522	42,065	46,529	51,836
负债和股东权益	127,630	151,229	177,831	207,013	236,695

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(4,750)	(3,428)	269.30	(2,788)	555.17
净利润	3,431	4,479	5,899	7,381	8,901
折旧摊销	1,671	1,687	1,957	2,194	2,375
财务费用	1,402	2,098	1,750	2,308	2,690
投资损失	(312.72)	(191.26)	(250.78)	(251.59)	(231.21)
营运资金变动	(11,145)	(11,370)	(9,257)	(14,487)	(13,305)
其他经营现金	203.25	(131.36)	170.15	67.72	125.50
投资活动现金	(4,972)	(1,276)	(5,324)	(1,376)	(1,499)
资本支出	3,706	3,003	1,498	1,500	1,500
长期投资	1,224	(37.81)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(42.30)	1,690	(3,827)	124.41	0.62
筹资活动现金	16,271	8,614	10,426	10,497	7,744
短期借款	9,552	(10,643)	16,400	11,118	9,512
长期借款	2,767	2,156	2,000	2,000	2,000
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	291.47	72.60	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	3,661	17,028	(7,974)	(2,621)	(3,768)
现金净增加额	6,674	3,989	5,371	6,334	6,800

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	82,275	100,254	125,387	155,025	186,846
营业成本	70,745	87,167	109,302	134,840	162,567
营业税金及附加	1,911	1,210	1,254	1,550	1,868
营业费用	680.73	1,013	1,066	1,318	1,588
管理费用	3,798	4,390	5,491	6,789	8,182
财务费用	1,402	2,098	1,750	2,308	2,690
资产减值损失	13.76	(0.36)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(41.63)	(5.42)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	312.72	191.26	250.78	251.59	231.21
营业利润	3,996	4,561	6,775	8,472	10,182
营业外收入	443.70	1,195	658.38	701.47	735.65
营业外支出	41.19	83.64	58.97	60.90	62.09
利润总额	4,398	5,673	7,374	9,112	10,855
所得税	967.22	1,194	1,475	1,731	1,954
净利润	3,431	4,479	5,899	7,381	8,901
少数股东损益	748.23	1,084	1,409	1,741	2,074
归属母公司净利润	2,683	3,395	4,491	5,640	6,828
EBITDA	7,069	8,346	10,482	12,974	15,247
EPS(元)	0.58	0.69	0.85	1.10	1.36

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.90	21.85	25.07	23.64	20.53
营业利润	18.03	14.15	48.52	25.05	20.19
归属母公司净利润	26.02	26.55	32.26	25.60	21.05
获利能力(%)					
毛利率	14.01	13.05	12.83	13.02	12.99
净利率	3.26	3.39	3.58	3.64	3.65
ROE	13.26	8.81	10.68	12.12	13.17
ROIC	7.91	7.55	8.28	9.09	9.73
偿债能力					
资产负债率(%)	77.98	67.64	69.70	70.97	71.49
净负债比率(%)	48.53	37.85	46.08	47.80	48.31
流动比率	1.14	1.69	1.46	1.46	1.48
速动比率	0.73	1.04	0.91	0.90	0.92
营运能力					
总资产周转率	0.71	0.72	0.76	0.81	0.84
应收账款周转率	7.33	9.50	9.88	9.70	9.65
应付账款周转率	4.45	4.47	4.31	4.28	4.23
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.69	0.85	1.10	1.36
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.03)	(0.74)	0.06	(0.61)	0.12
每股净资产(最新摊薄)	4.40	4.89	5.66	6.63	7.78
估值比率					
PE(倍)	17.73	15.05	12.14	9.38	7.60
PB(倍)	2.35	2.11	1.83	1.56	1.33
EV_EBITDA(倍)	10.73	9.09	7.24	5.85	4.98

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com