

2017年10月31日

葛洲坝 (600068.SH)

Q3 业绩增速放缓，PPP、环保及海外业务前景广阔

■**事项：**公司发布2017年第三季度报告，前三季度累计实现营业收入743.08亿元，同比增长17.34%。前三季度累计实现归属于上市公司股东的净利润25.89亿元，同比增长15.45%，扣非后同比增长22.60%。前三季度实现基本每股收益0.47元。

■**Q3 业绩增速放缓，营业外收入减少、所得税及少数股东损益增加等因素影响 Q3 净利润增速：**公司2017Q1-Q3实现营业收入743.08亿元（同比+17.34%），相当于公司2016年全年营收1002.54亿元的74.12%。分季度看，公司2017Q1、Q2、Q3单季分别实现营收231.85亿元（同比+37.86%）、270.0亿元（同比+20.22%）、241.24亿元（同比+0.30%），前三季度营收同比增速逐季递减，17Q3营收增速出现了较大回落。**净利润方面**，公司2017Q1-Q3实现归属于上市公司股东的净利润25.89亿元（同比+15.45%），相当于公司2016年全年实现归母净利润33.95亿元的76.26%，创同期历史新高。分季度看，公司2017Q1、Q2、Q3分别实现归母净利润7.46亿元（同比+15.59%）、9.87亿元（同比+24.07%）、8.56亿元（同比+6.77%），17Q3归母净利润增速同样呈现了较大回落，但考察公司同期营业利润则同比大增+39.04%，我们判断Q3净利润增速大幅回落主要与报告期内营业外收入减少（-0.49亿元，同比-38.7%）、所得税增加（+1.21亿元，同比+52.1%）及少数股东损益增加（+1.88亿元，同比+137.2%）有关。

■**Q3 单季毛利率有所提高，前三季度经营及投资性现金流流出增加：**公司三季报综合毛利率达到12.06%，较去年同期（12.98%）降低了0.92个pct，但较2017年中报（11.56%）有所提高，其中Q3单季毛利率为13.09%，同时高于去年同期（12.49%）、17Q1（11.26%）及17Q2（11.83%）毛利水平。**期间费用方面**，公司三季报期间费用率为7.20%，较去年同期（7.52%）略降了0.32个pct，较2017年中报（6.56%）有所提升：其中管理费用较去年同期增加约4.48亿元（+16.03%），销售费用较去年同期增加约1.54亿元（+25.61%），财务费用较去年同期减少约0.1亿元（-0.69%）。**净利润率及 ROE 方面**，公司三季报销售净利率为4.63%，较去年同期（4.24%）提升了0.39个pct，较2017年中报（4.50%）亦有所提高；ROE（加权）为9.18%，较去年同期（10.11%）降低了0.93个pct。**资产减值方面**，公司前三季度资产减值损失较去年同期减少0.11亿元（-76.54%）。**现金流方面**，2017年前三季度公司经营活动产生的现金流量净额为-73.88亿元，较去年同期净流出增加25.58亿元，

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（2017-10-30）**10.09元**

交易数据

总市值(百万元)	46,462.20
流通市值(百万元)	26,792.27
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	8.35/13.37元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.03	-15.86	12.47
绝对收益	-2.79	-11.65	21.69

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：业绩增速符合预期，资本结构改善明显，环保业务前景广阔/张龙 2017-09-03
- 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

主要为期内公司房地产板块项目投入增加所致。投资活动产生的现金流量净额为-65.33亿元，较去年同期净流出增加34.84亿元，主要为期内公司收回投资减少及购建固定资产投资增加所致。

■**货币资金余额减少，存货较年初增加较多，资本结构持续保持良好：**货币资金方面，期末公司货币资金余额为171.06亿元，同比减少34.43亿元（-16.75%），较年初减少20.15%，我们判断主要为期内公司经营活动和投资活动产生的现金净流出较多所致。**预收款项、应付账款及应收账款方面**，三季度末公司预收款项为115.41亿元，同比减少37.72亿元（-24.63%），较年初增加31%，我们判断主要为公司预收工程款增加所致。应付账款为259.03亿元，同比增加86.2亿元（+49.88%），较年初增加15.02%。预付账款为64.79亿元，较年初减少65.52%，主要为公司前期预付的土地款项本期收到土地转入存货所致。应收账款为125.19亿元，同比减少4.75亿元（-3.65%），较年初增加18.11%。**存货（含已完工未结算）方面**，存货为630.52亿元，同比增加129.23亿元（+25.78%），较年初增加62.28%，主要为公司土地储备及施工业务已完工未结算增加所致。**资本结构方面**，报告期末剔除预收账款后公司的资产负债率为66.15%，同比降低2.94个pct，较2017年中报（66.18%）基本持平，总体负债率水平得到了良好的控制和优化。

■**Q3新签合同额保持较快增速，积极探索多种结构化PPP投融资工具：**根据公司2017年第三季度新签合同公告显示，2017年1-9月公司累计新签合同额1804.98亿元（同比+24.55%），完成年度计划新签合同总额的75.21%，其中**17Q3单季新签合同额545.62亿元，较去年同期（364.7亿元）大增49.61%，但环比低于17Q1（690.16亿元）及17Q2（569.20亿元）**。新签国内工程合同额1105.86亿元（同比+20.59%），约占新签合同总额的61.27%，其中PPP项目合同共计849.74亿元（占新签国内合同的76.84%）；新签国际工程合同额折合人民币约699.12亿元（同比+31.36%），约占新签合同总额的38.73%；新签国内外水电工程合同额270.30亿元（同比+6.84%），约占新签合同总额的14.98%。公司积极探索包括PPP产业基金、PPP专项债、资产证券化在内的多种结构化投融资手段以解决PPP项目融资问题，公司公告已获准向合格投资者公开发行总额不超过16.5亿元PPP项目收益专项公司债券、设立葛洲坝绿园绿色应收账款一期资产支持专项计划、与百合六号（深圳）投资合伙企业组成联合体中标248.55亿元陕西省延长至黄龙、宁陕至石泉高速公路PPP项目等。

■**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)	16.9	13.3	10.5	8.3	6.8
市净率(倍)	2.2	1.2	1.1	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	1.8%	2.1%	2.9%	3.6%	4.4%
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%
						运营效率					
						固定资产周转天数	51	46	39	29	21
						流动资产周转天数	58	86	101	94	90
						流动营业资本周转天数	311	323	332	330	316
						应收账款周转天数	71	59	55	49	43
						存货周转天数	121	121	119	121	120
						总资产周转天数	509	501	480	445	408
						投资资本周转天数	179	197	199	169	148
						投资回报率					
						ROE	13.3%	8.8%	10.3%	11.8%	12.9%
						ROA	2.7%	3.0%	3.2%	3.5%	3.9%
						ROIC	11.2%	11.9%	9.5%	11.2%	13.1%
						费用率					
						销售费用率	0.8%	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%
						管理费用率	4.6%	4.4%	4.5%	4.5%	4.4%
						财务费用率	1.7%	2.1%	1.4%	1.3%	1.1%
						三费/营业收入	7.1%	7.5%	6.9%	6.7%	6.6%
						偿债能力					
						资产负债率	78.0%	67.6%	69.4%	70.6%	70.2%
						负债权益比	354.2%	209.0%	226.7%	240.1%	236.0%
						流动比率	1.14	1.69	1.72	1.58	1.68
						速动比率	0.73	1.04	1.15	0.96	1.06
						利息保障倍数	3.85	3.17	4.69	5.07	5.65
						分红指标					
						DPS(元)	0.18	0.21	0.28	0.36	0.43
						分红比率	30.0%	27.9%	30.0%	30.0%	30.0%
						股息收益率	1.8%	2.1%	2.9%	3.6%	4.4%

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)	16.9	13.3	10.5	8.3	6.8
公允价值变动损失	41.6	5.4	-	-	-	PB(X)	2.2	1.2	1.1	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	4.7	-2.7	2.9	35.4	5.0
投资损失	-312.7	-191.3	-250.8	-251.6	-231.2	P/S	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
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	7.8	6.3	5.5
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	0.6	0.5	0.4	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	0.7	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

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