

葛洲坝 (600068)

证券研究报告

2017 年 03 月 30 日

PPP、环保、一带一路项目助力业绩持续高增长

订单数量饱满，受益 PPP 增长持续

2016 年公司新签合同 2136 亿元，达年计划 106.8%，同比增长 17.62%。新签国内工程合同额 1430 亿元，同比增长 27.62%；新签国际工程合同额折合人民币 705 亿元，同比增长 1.51%，海外订单占比 33%，可比央企中排名靠前；其中 PPP 订单金额 719 亿元，占国内市场签约额的 50.28%，框架协议 PPP 项目直逼 3000 亿，保持行业领先地位。公司在手订单达 2698 亿元，订单收入比 5.24，未来收入增速保障充分。

公司系固废处理业内龙头，2017 布局资源再利用，“PPP+绿色环保”趋势和“一带一路”将助力公司业绩加速提升。2017 年公司合同签约计划 2400 亿元，与 16 年实际中标额相比增长 20%。公司签约项目进度的顺利开展，将助公司达到预期。

营收大幅增加，毛利率基本不变

公司 2016 年营业收入 1003 亿元，同比增长 21.85%；其中建筑业务收入仍为公司收入主要来源，2016 年该业务实现营收 609 亿元，环保和装备制造业务同比分别上升 111.49%和 148.52%，PPP 项目收入约 192.37 亿。公司在报告期内通过大力投资并购完善环保产业链，公司影响力日益提升，装备制造业务合同翻一番，政策受益下营收大幅增加。

我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，用该指标计算得出毛利率为 11.85%，基本保持不变。公司将继续增加投资业务力度，计划投资 644 亿元，同增 26.52%，高毛利率投资业务和环保业务毛利率逐步回升将使公司毛利率逐步提升。

期间费用率小幅上涨，经营活动现金净额由负转正

期间费用率 7.48%，较去年增加 0.33 个百分点，销售费用率同比增长 0.18 个百分点，主要是销售收入增长，相应的运输费用和代销费用随之增加；管理费用率同比减少 0.24 个百分点。从收付现比的角度来看，公司 2016 年实现收、付现比分别为 85%、89%，分别较上年同期上升 4.56、4.65 个百分点。

公司经营活动产生的现金流量净额为 31 亿元，同比增长 212.87%，主要是本期收入增长，相应的销售商品收到的现金增长所致。

投资建议

公司借助央企背景优势，大力发展 PPP，紧跟国家一带一路政策，资金实力雄厚布局大环保有望超预期；业务结构逐步优化将逐步提升公司盈利能力。综上，公司经营情况持续向好，我们预计 2017-2019 年 EPS 为 0.89、1.07、1.23 元/股。对应 PE 为 14、11、10 倍。首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

风险提示：PPP 项目进度不达预期；海外项目风险

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.07 元
目标价格	14.50 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,604.78
流通 A 股股本(百万股)	2,655.33
A 股总市值(百万元)	55,579.66
流通 A 股市值(百万元)	32,049.82
每股净资产(元)	8.37
资产负债率(%)	67.64
一年内最高/最低(元)	12.58/5.61

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

股价走势



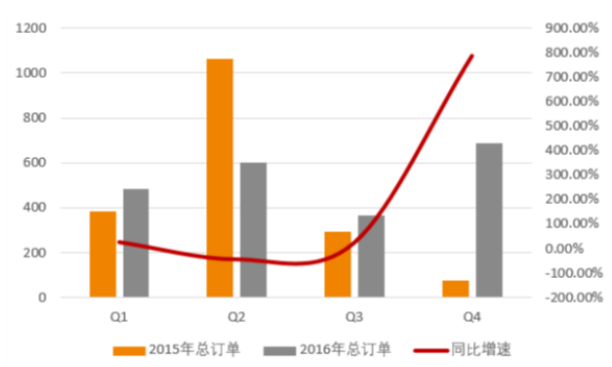
资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	82,274.93	100,254.15	120,265.90	144,147.16	166,207.98
增长率(%)	14.90	21.85	19.96	19.86	15.30
EBITDA(百万元)	6,967.02	8,212.66	9,199.61	10,890.50	12,699.25
净利润(百万元)	2,683.05	3,395.31	4,098.02	4,912.37	5,676.41
增长率(%)	17.32	26.55	20.70	19.87	15.55
EPS(元/股)	0.58	0.74	0.89	1.07	1.23
市盈率(P/E)	20.72	16.37	13.56	11.31	9.79
市净率(P/B)	2.75	1.44	2.19	1.83	1.55
市销率(P/S)	0.68	0.55	0.46	0.39	0.33
EV/EBITDA	8.65	8.45	9.50	10.98	8.58

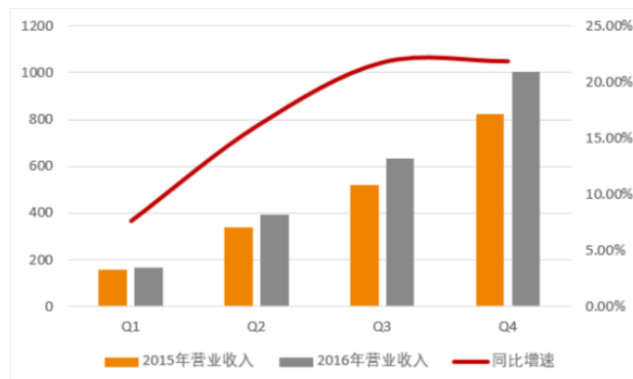
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：2016 年与 2015 年公司订单情况及增速



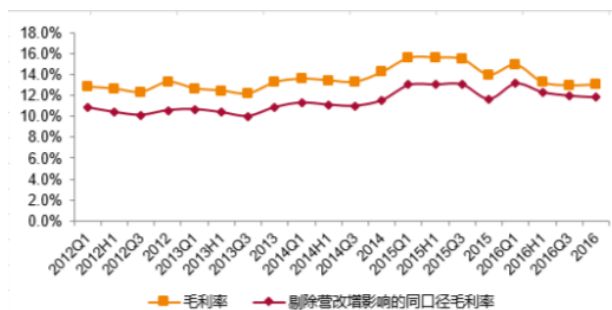
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：2016 年与 2015 年公司营业收入及增速



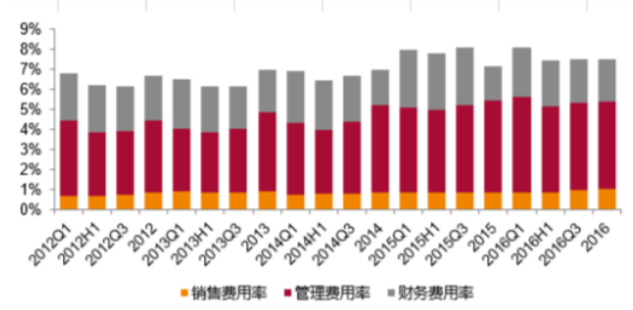
资料来源：wind、天风证券研究所

图 3：近五年公司毛利率及剔除营改增影响的同口径毛利率



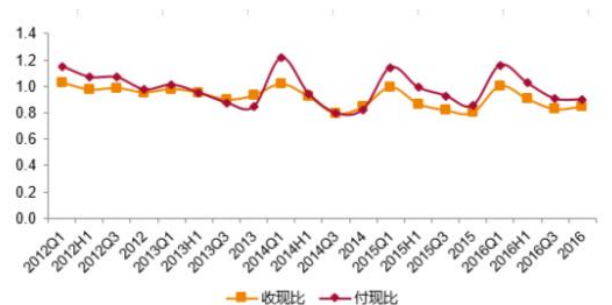
资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：近五年公司三项费用率构成



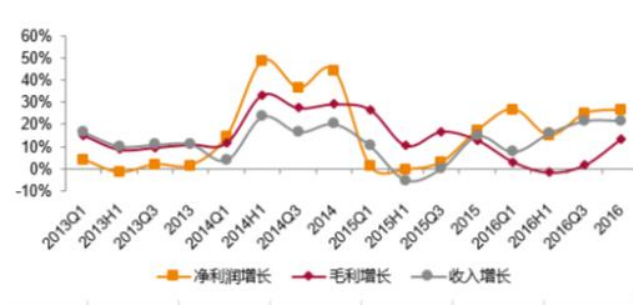
资料来源：wind、天风证券研究所

图 1：公司收现比和付现比呈下降趋势



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：公司净利润增长率和毛利增长率呈上升趋势



资料来源：wind、天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	17,360.75	21,424.44	18,039.89	21,622.07	24,931.20
应收账款	14,987.03	17,653.37	28,020.33	34,443.44	46,813.80
预付账款	14,812.45	18,790.79	9,981.15	29,185.82	17,608.57
存货	28,543.29	38,853.62	45,330.92	62,465.19	69,695.39
其他	3,873.37	3,814.01	3,959.58	5,165.73	4,850.56
流动资产合计	79,576.90	100,536.22	105,331.87	152,882.25	163,899.51
长期股权投资	2,877.40	5,428.31	7,928.31	10,928.31	13,928.31
固定资产	11,847.12	13,911.25	15,195.59	16,675.47	17,932.69
在建工程	1,463.43	2,688.67	2,213.20	1,927.92	1,756.75
无形资产	15,618.20	15,507.52	15,138.99	14,769.96	14,400.42
其他	16,246.72	13,156.87	12,303.82	9,294.78	5,630.62
非流动资产合计	48,052.87	50,692.61	52,779.91	53,596.44	53,648.80
资产总计	127,629.77	151,228.83	158,111.78	206,478.69	217,548.31
短期借款	17,770.51	7,127.35	33,298.28	59,818.99	61,243.06
应付账款	25,855.28	35,017.01	39,509.78	53,879.79	57,687.90
其他	26,115.26	17,444.30	31,301.11	24,212.29	33,590.90
流动负债合计	69,741.05	59,588.67	104,109.18	137,911.07	152,521.87
长期借款	23,996.73	26,152.97	8,528.68	14,912.41	2,471.96
应付债券	1,150.00	11,800.00	4,866.67	5,938.89	7,535.19
其他	4,641.17	4,751.63	3,598.75	4,330.52	4,226.97
非流动负债合计	29,787.90	42,704.60	16,994.10	25,181.81	14,234.11
负债合计	99,528.95	102,293.27	121,103.27	163,092.88	166,755.98
少数股东权益	7,860.26	10,413.15	11,631.25	13,096.18	14,826.30
股本	4,604.78	4,604.78	4,604.78	4,604.78	4,604.78
资本公积	7,512.70	7,585.31	7,585.31	7,585.31	7,585.31
留存收益	14,247.11	16,674.46	20,772.48	25,684.85	31,361.26
其他	(6,124.03)	9,657.87	(7,585.31)	(7,585.31)	(7,585.31)
股东权益合计	28,100.82	48,935.56	37,008.51	43,385.81	50,792.33
负债和股东权益总	127,629.77	151,228.83	158,111.78	206,478.69	217,548.31

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,431.28	4,478.94	4,098.02	4,912.37	5,676.41
折旧摊销	1,671.20	1,686.84	1,079.66	1,194.43	1,303.48
财务费用	1,504.35	2,053.47	2,012.43	2,332.01	2,831.70
投资损失	(312.72)	(191.26)	(239.07)	(298.84)	(373.55)
营运资金变动	(6,559.96)	(16,432.97)	7,319.32	(36,220.68)	6,238.92
其它	(4,483.67)	4,976.50	1,291.91	1,436.91	1,724.20
经营活动现金流	(4,749.52)	(3,428.48)	15,562.27	(26,643.81)	17,401.16
资本支出	2,015.18	7,680.27	2,672.88	1,288.23	2,123.55
长期投资	1,827.74	2,550.91	2,500.00	3,000.00	3,000.00
其他	(8,814.72)	(11,506.95)	(6,495.42)	(5,980.88)	(6,775.14)
投资活动现金流	(4,971.79)	(1,275.77)	(1,322.53)	(1,692.64)	(1,651.59)
债权融资	49,449.72	50,516.92	52,306.06	86,530.79	76,886.72
股权融资	(250.50)	14,082.79	(19,159.62)	(2,210.10)	(2,674.46)
其他	(32,927.79)	(55,985.63)	(50,770.73)	(52,402.05)	(86,652.70)
筹资活动现金流	16,271.43	8,614.09	(17,624.29)	31,918.64	(12,440.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	6,550.12	3,909.84	(3,384.55)	3,582.19	3,309.12

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	82,274.93	100,254.15	#####	#####	#####
营业成本	70,744.81	87,167.16	#####	#####	#####
营业税金及附加	1,910.82	1,210.40	1,452.01	1,740.33	2,006.68
营业费用	680.73	1,013.17	1,215.40	1,456.75	1,679.69
管理费用	3,797.88	4,390.16	5,266.48	6,312.24	7,278.29
财务费用	1,402.04	2,098.12	2,012.43	2,332.01	2,831.70
资产减值损失	13.76	(0.36)	20.00	30.00	40.00
公允价值变动收益	(41.63)	(5.42)	73.81	(28.03)	(5.92)
投资净收益	312.72	191.26	239.07	298.84	373.55
其他	(542.20)	(371.68)	(625.77)	(541.62)	(735.26)
营业利润	3,995.99	4,561.35	6,107.52	7,364.06	8,564.07
营业外收入	443.70	1,195.21	686.57	775.16	885.64
营业外支出	41.19	83.64	60.82	61.88	68.78
利润总额	4,398.50	5,672.92	6,733.27	8,077.34	9,380.94
所得税	967.22	1,193.98	1,417.15	1,700.04	1,974.41
净利润	3,431.28	4,478.94	5,316.12	6,377.30	7,406.53
少数股东损益	748.23	1,083.62	1,218.10	1,464.93	1,730.12
归属于母公司净利润	2,683.05	3,395.31	4,098.02	4,912.37	5,676.41
每股收益（元）	0.58	0.74	0.89	1.07	1.23

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.90%	21.85%	19.96%	19.86%	15.30%
营业利润	12.81%	14.15%	33.90%	20.57%	16.30%
归属于母公司净利润	17.32%	26.55%	20.70%	19.87%	15.55%
获利能力					
毛利率	14.01%	13.05%	13.11%	13.16%	13.26%
净利率	3.26%	3.39%	3.41%	3.41%	3.42%
ROE	13.26%	8.81%	16.15%	16.22%	15.78%
ROIC	11.18%	11.89%	9.77%	13.38%	9.54%
偿债能力					
资产负债率	77.98%	67.64%	76.59%	78.99%	76.65%
净负债率	113.42%	66.86%	82.01%	116.99%	108.17%
流动比率	1.14	1.69	1.01	1.11	1.07
速动比率	0.73	1.04	0.58	0.66	0.62
营运能力					
应收账款周转率	5.09	6.14	5.27	4.62	4.09
存货周转率	2.98	2.98	2.86	2.67	2.52
总资产周转率	0.71	0.72	0.78	0.79	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.58	0.74	0.89	1.07	1.23
每股经营现金流	-1.03	-0.74	3.38	-5.79	3.78
每股净资产	4.40	8.37	5.51	6.58	7.81
估值比率					
市盈率	20.72	16.37	13.56	11.31	9.79
市净率	2.75	1.44	2.19	1.83	1.55
EV/EBITDA	8.65	8.45	9.50	10.98	8.58
EV/EBIT	11.16	10.42	10.77	12.33	9.56

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 3 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com