

葛洲坝 (600068)

回款明显改善，内生外延业绩持续增长可期

公司近期公布 2017 年半年度报告，上半年实现营业收入 501.84 亿元，同比增加 27.77%；实现归母净利润 17.34 亿元，同比增加 20.27%。点评如下。

海外订单增长较快，在手合同饱满业绩有保障

上半年公司新签合同 1259.36 亿元，同比增长 16.12%。其中，国内工程新签合同额 684.70 亿元，同增 1.33%。PPP 订单今年实现快速增长，公司成功签约武安基础设施、南宁新扶公路等一批 PPP 项目，PPP 合同总额达 504.57 亿元，占国内新签合同额的 73.69%。国际工程签约 574.66 亿元，同增 40.56%。公司在手合同额 2842.58 亿元，订单收入比近 2.8 倍，未来业绩有保障。

业务结构有所变化，毛利率同比下降

17 年上半年公司营收 501.84 亿元，同增 27.77%；二季度营收较一季度有所放缓，同比增速从一季度的 37.86%下降至 20.22%。工程施工业务实现营收 248.95 亿元，同增 7.40%，毛利率上升 1.35 个百分点至 10.80%。环保业务营收同比大幅增长 117.17%至 138.17 亿元，在总营收中占比达 27.53%，同比上升 11.33 个百分点，但毛利率大幅下滑 4.34 个百分点至 0.92%。公司其他业务如房地产、水泥、民用爆破等毛利率高于工程施工和环保业务，但占比较小。由于环保业务比重的大幅上升叠加毛利率的快速下滑由此导致在剔除“营改增”的影响后，公司整体毛利率同比下降 1.71 个百分点至 11.56%。

期间费用率小幅下降；所得税费用增长较快致净利率有所下降

公司 17 年上半年期间费用率为 6.56%，较 2016 年同比下降 0.91 个百分点，经营效率有所提高。其中，销售费用率为 0.95%，同增 0.12 个百分点；管理费用率下降 0.41 个百分点至 3.92%；财务费用率为 1.68%，同比下降 0.62 个百分点，系本期汇兑损失同比减少所致。公司上半年折算所得税率同比大幅上升 3.73 个百分点，缴纳所得税 7.45 亿元，同增 59.72%，从而导致归母净利润增速低于营收增速。公司报告期内净利率下降 0.22 个百分点，实现归母净利润 17.34 亿元，同增 20.27%。

回款情况良好，经营活动现金流明显改善

公司上半年收现比为 0.9761，同增 7.23 个百分点；付现比为 0.9758，同减 4.83 个百分点，回款情况改善明显；两因素叠加致公司经营活动现金流大幅好转至 -23.45 亿元。公司投资活动现金流同减 99.69%至 -27.50 亿元，下降较快，主要是收回投资减少以及固定资产投资增加所致。

投资建议：公司持续巩固基建业务，环保业务发展迅速，积极探索 PPP 新模式，在手订单充足，预计业绩持续稳定增长。预计公司 2017~2019 年 EPS 为 0.89、1.07、1.28 元/股，对应 PE 为 12、10、8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：PPP 项目进度不及预期；海外项目政策风险

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	173,112.85
增长率(%)	14.90	21.85	19.96	19.86	20.09
EBITDA(百万元)	6,967.02	8,212.66	9,199.61	10,890.50	12,849.07
净利润(百万元)	2,683.05	3,395.31	4,098.02	4,942.41	5,908.34
增长率(%)	17.32	26.55	20.70	20.60	19.54
EPS(元/股)	0.58	0.74	0.89	1.07	1.28
市盈率(P/E)	18.30	14.46	11.98	9.93	8.31
市净率(P/B)	2.43	1.27	1.93	1.62	1.35
市销率(P/S)	0.60	0.49	0.41	0.34	0.28
EV/EBITDA	8.65	8.45	8.80	10.38	8.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础建设
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	10.66 元
目标价格	14.5 元
上次目标价	14.5 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)	49,086.93
流通 A 股市值(百万元)	28,305.81
每股净资产(元)	5.07
资产负债率(%)	68.55
一年内最高/最低(元)	13.47/7.67

作者

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

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势

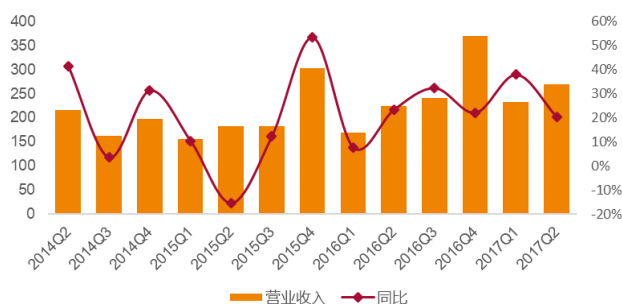


资料来源：贝格数据

相关报告

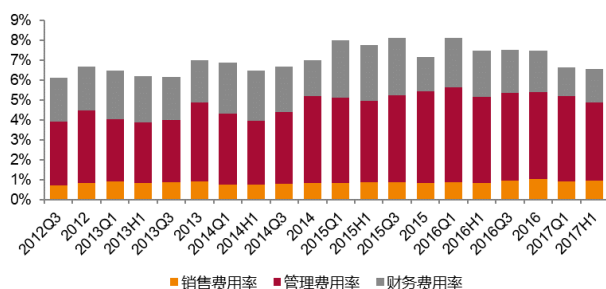
- 1 《葛洲坝-公司深度研究:业绩稳健，内外兼修，业务多元拓展下建筑龙头持续成长可期》 2017-08-15
- 2 《葛洲坝-首次覆盖报告:PPP、环保、一带一路项目助力业绩持续高增长》 2017-04-01

图 1：营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：三项费用率

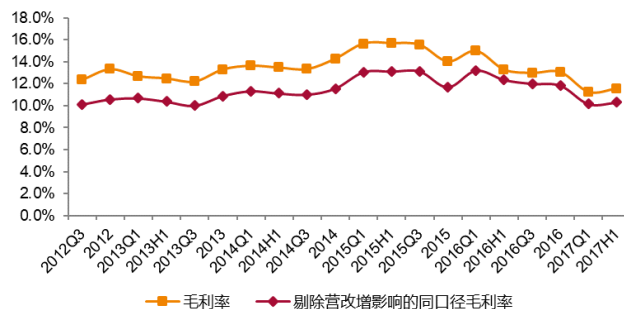


资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：公司 2017 年以来重大合同

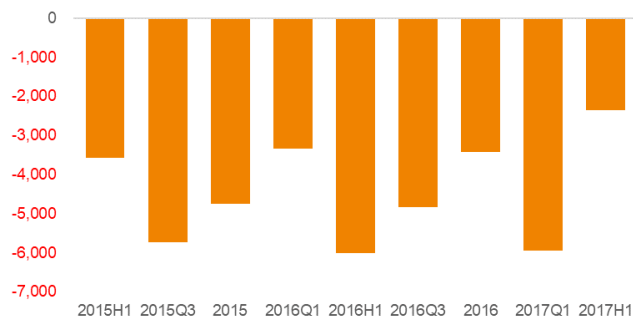
种类	公告日期	项目名称	合同金额(亿元)	项目类型
中标项目	2017/1/12	本公司拟收购山东高速集团有限公司持有的山东高速枣荷公路有限公司 100% 股权，以获取日照（岚山）至菏泽公路枣庄至菏泽段高速公路项目的投资建设权。	170.07	BOT
中标项目	2017/1/12	本公司拟收购山东高速集团有限公司持有的山东高速济泰东线公路有限公司 100% 股权，以获取济南至泰安高速公路项目的投资建设权。	118.83	BOT
中标项目	2017/1/12	四川省巴中至万源高速公路 PPP 项目	42.86	BOT
中标项目	2017/1/12	本公司拟收购山东高速集团有限公司持有的山东高速巨单公路有限公司 100% 股权，以获取国家高速德上线巨野至单县（鲁皖界）段高速公路项目的投资建设权。	91.65	BOT
签订合同	2017/2	惠州仲恺高新技术产业开发区东江大堤(江南大道仲恺段)堤路建设工程 PPP 项目合作合同	43.1	PPP
签订合同	2017/3	科威特南穆特拉城基础设施建设项目第二标段合同协议	48.85	
签订合同	2017/3	南宁市新江至崇左扶绥公路（南宁段）PPP 项目合同	20.84	PPP
签订合同	2017/3	巴基斯坦 DASU-MW-01 大坝及金结标段项目	72.56	
签订合同	2017/3	巴基斯坦 DASU-MW-02 地下厂房及金结标段项目	40.65	
框架协议	2017/4/11	《四川省人民政府 中国葛洲坝集团股份有限公司 战略合作协议》	“十三五”期间拟在四川投资 2000 亿元以上	

图 2：毛利率及剔除营改增后毛利率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：经营性现金流（百万元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

签订合同	2017/4	巴基斯坦 DASU-KKH-02 公路改道项目中标	10.7	
签订合同	2017/5	《巴基斯坦穆扎法格尔 660MW 燃煤电站项目 EPC 合同》	36.3	
签订合同	2017/5	武汉市水利、交通及市政基础设施建设项目 PPP 合 同	64.27	BOT
签订合同	2017/5	合肥高新区综合管廊一期工程 PPP 项目协议	20.9	BOT
中标项目	2017/5	马来西亚巴勒水电站土建主体工程项目	50.51	
框架协议	2017/5/27	《广西壮族自治区人民政府 中国葛洲 坝集团股份 有限公司战略合作框架协议》	合作规模预计达 到 1000 亿元人 民币	
签订合同	2017/6	加纳 350MW 天然气联合循环电站项目 EPC 合同	32.84	EPC
签订合同	2017/6	加蓬安贝哈迪斯和非岛水电站外送线路项目	16.177	
签订合同	2017/7/5	阿穆尔天然气加工厂（简称 AGPP 项目）	98.873	
框架协议	2017/7/8	《黄石市人民政府 中国葛洲坝集团股 份有限公司 战略合作框架协议》	总投资暂定金额 人民币 500 亿 元	
中标项目	2017/8/22	荆州市城北快速路（引江济汉渠～上海大道）建设 工程 PPP 项目	82.4768 亿元	

资料来源：公司公告，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	25,966.93
应收账款	14,987.03	17,653.37	28,020.33	34,443.44	50,189.51
预付账款	14,812.45	18,790.79	9,981.15	29,185.82	19,653.19
存货	28,543.29	38,853.62	45,330.92	62,465.19	75,469.97
其他	3,873.37	3,814.01	3,959.58	5,165.73	5,129.10
流动资产合计	79,576.90	100,536.22	105,331.87	152,882.25	176,408.69
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	230,057.49
短期借款	17,770.51	7,127.35	33,298.28	59,818.99	61,428.39
应付账款	25,855.28	35,017.01	39,509.78	53,879.79	62,562.70
其他	26,115.26	17,444.30	31,301.11	24,212.29	34,951.54
流动负债合计	69,741.05	59,588.67	104,109.18	137,911.07	158,942.63
长期借款	23,996.73	26,152.97	8,528.68	14,912.41	8,581.49
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	20,343.64
负债合计	99,528.95	102,293.27	121,103.27	163,092.88	179,286.27
少数股东权益	7,860.26	10,413.15	11,631.25	13,066.14	14,543.22
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	25,714.89	31,623.23
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	50,771.23
负债和股东权益总	127,629.77	151,228.83	158,111.78	206,478.69	230,057.49

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	4,942.41	5,908.34
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	3,017.03
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)	1,000.90
其它	(4,483.67)	4,976.50	1,291.91	1,406.86	1,471.17
经营活动现金流	(4,749.52)	(3,428.48)	15,562.27	(26,643.81)	12,327.36
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	83,181.58
股权融资	(250.50)	14,082.79	(19,159.62)	(2,210.10)	(2,859.79)
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	(6,330.92)
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	4,344.85

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	120,265.90	144,147.16	173,112.85
营业成本	70,744.81	87,167.16	104,504.95	125,182.57	150,474.71
营业税金及附加	1,910.82	1,210.40	1,452.01	1,740.33	2,090.05
营业费用	680.73	1,013.17	1,215.40	1,456.75	1,749.47
管理费用	3,797.88	4,390.16	5,266.48	6,312.24	7,580.66
财务费用	1,402.04	2,098.12	2,012.43	2,332.01	3,017.03
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	8,528.56
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	60.00
利润总额	4,398.50	5,672.92	6,733.27	8,077.34	9,354.20
所得税	967.22	1,193.98	1,417.15	1,700.04	1,968.78
净利润	3,431.28	4,478.94	5,316.12	6,377.30	7,385.42
少数股东损益	748.23	1,083.62	1,218.10	1,434.89	1,477.08
归属于母公司净利润	2,683.05	3,395.31	4,098.02	4,942.41	5,908.34
每股收益（元）	0.58	0.74	0.89	1.07	1.28

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%	20.09%
营业利润	12.81%	14.15%	33.90%	20.57%	15.81%
归属于母公司净利润	17.32%	26.55%	20.70%	20.60%	19.54%
获利能力					
毛利率	14.01%	13.05%	13.11%	13.16%	13.08%
净利率	3.26%	3.39%	3.41%	3.43%	3.41%
ROE	13.26%	8.81%	16.15%	16.30%	16.31%
ROIC	11.18%	11.89%	9.77%	13.38%	9.67%
偿债能力					
资产负债率	77.98%	67.64%	76.59%	78.99%	77.93%
净负债率	113.42%	66.86%	82.01%	116.99%	108.21%
流动比率	1.14	1.69	1.01	1.11	1.11
速动比率	0.73	1.04	0.58	0.66	0.64
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	2.51
总资产周转率	0.71	0.72	0.78	0.79	0.79
每股指标（元）					
每股收益	0.58	0.74	0.89	1.07	1.28
每股经营现金流	-1.03	-0.74	3.38	-5.79	2.68
每股净资产	4.40	8.37	5.51	6.58	7.87
估值比率					
市盈率	18.30	14.46	11.98	9.93	8.31
市净率	2.43	1.27	1.93	1.62	1.35
EV/EBITDA	8.65	8.45	8.80	10.38	8.36
EV/EBIT	11.16	10.42	9.97	11.66	9.31

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号 卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com