

葛洲坝 (600068)

证券研究报告

2017 年 11 月 01 日

业绩增速有所放缓，PPP 和环保产业深入推进

近日公司发布了第三季度财务报表，公司前三季度营业收入为 743.08 亿元，同比增长 17.34%，归属于母公司净利润 25.89 亿元，同比增长 15.45%，点评如下：

新签订单快速增长，多元业务齐头并进

公司前三季度累计新签合同额 1804.98 亿元，完成年计划数的 75.21%，同比增长 24.55%；累计新签合同占比 61.27%，同比增长 20.59%。第三季度新签订单 545.62 亿元，同比增长 49.61%。主因国内非水电工程增长所致，前三季度非水电工程累计新签合同同比增长 28.29%，较水电工程高出 21.45 个百分点。公司的 PPP 订单落地加速，环保业务快速发展，海外订单受益于“一带一路”政策，三季度国外新签合同 699.12 亿元同增 31.49%，占新签订单比 38.73%。随着一带一路战略的推进，预计公司的海外业务将持续受益。

第三季度收入基本持平，毛利率增速放缓

公司 17 年前三季度营业收入 743.08 亿元，同比增长 17.34%；第三季度收入 241.24 亿元，同比未增长。收入增速不及预期，主因公司部分项目受环保督查影响施工进度低于预期，以及资金问题导致 PPP 项目推进速度放缓导致。我们剔除“营改增”因素后计算得出 17 年上半年毛利率为 10.94%，较去年同期下降 1.07 个百分点，主因环保板块缴纳的营业税金增加 35.99%和环保行业毛利率较低所致。

期间费用率降低，净利润增速略有下滑

公司 17 年前三季度期间费用率 7.20%，较去年下降 0.31 个百分点。其中销售费用率 1.01%，较去年下降 0.07 个百分点；管理费用率基本不变；财务费用率 1.83%，较去年下降 0.33 个百分点，主因本期融资较上期减少所致。本期少数股东损益增加较多，归母净利润 25.89 亿元，同比增长 15.45%；去年营业外收入较多使得去年基数小，扣非归母净利润 24.94 亿元，同比增长 22.6%。

收现比稳步提升，发行专债助力 PPP 项目

公司前三季度收现比 0.94，较去年同期上升 0.11；付现比 0.99，较去年同期上升 0.09，主要是环保和房地产板块销售增加带来资金回款及本期收到的工程预收款增加。综合起来，经营活动产生现金流净额-73.88 亿元，同比恶化 30.59 亿元。公司已获批准向合格投资者公开发行 16.5 亿元的 PPP 项目专项公司债券，在一定程度上缓解公司资金压力。

投资建议：虽然第三季度收入增速不及预期，但是公司新签订单增长迅速，随着未来 PPP 项目和环保产业的业绩释放，有望回到快速且正常水平，维持“买入”评级。预计 17-19 年 EPS 分别为 0.88、1.05、1.21 元，PE 分别为 11、9、8 倍。

风险提示：PPP 项目推进不及预期；海外业务政治经济风险

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	118,480.57	141,746.70	163,172.04
增长率(%)	14.90	21.85	18.18	19.64	15.12
EBITDA(百万元)	6,967.02	8,212.66	9,067.08	10,703.65	12,457.32
净利润(百万元)	2,683.05	3,395.31	4,036.89	4,833.00	5,575.87
增长率(%)	17.32	26.55	18.90	19.72	15.37
EPS(元/股)	0.58	0.74	0.88	1.05	1.21
市盈率(P/E)	16.87	13.33	11.21	9.37	8.12
市净率(P/B)	2.24	1.18	1.79	1.50	1.27
市销率(P/S)	0.55	0.45	0.38	0.32	0.28
EV/EBITDA	8.65	8.45	8.41	10.16	7.81

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	9.83 元
目标价格	12.5 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)	46,462.20
流通 A 股市值(百万元)	26,792.27
每股净资产(元)	5.25
资产负债率(%)	68.38
一年内最高/最低(元)	13.47/8.25

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

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

陈航杰 联系人
chenhangjie@tfzq.com

股价走势



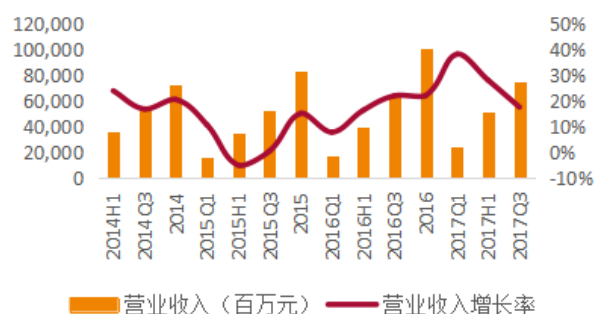
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《葛洲坝-半年报点评:回款明显改善,内生外延业绩持续增长可期》 2017-08-31
- 2 《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
- 3 《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

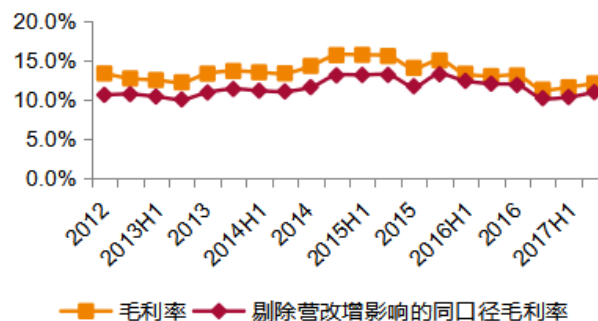


图 1：营业收入及增长率



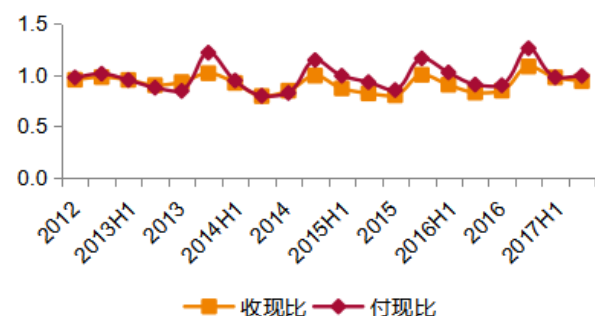
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 2：公司毛利率



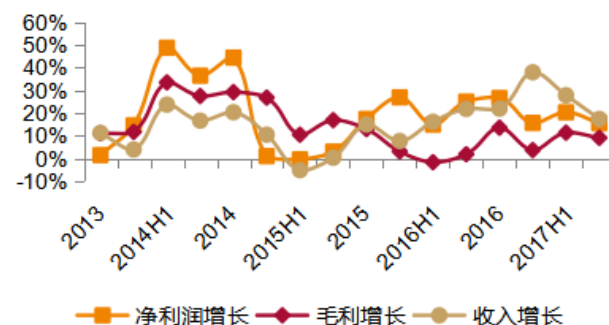
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：公司收付现比



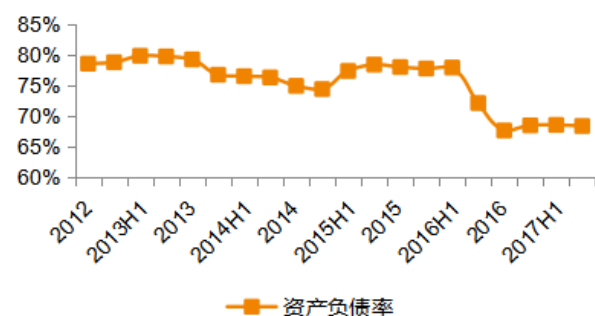
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：成长能力



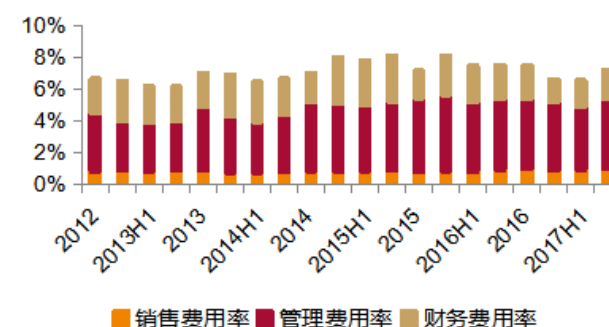
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：资产负债率



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 6：公司期间费用率



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	17,772.09	21,262.00	24,475.81
应收账款	14,987.03	17,653.37	27,342.31	34,081.25	45,691.74
预付账款	14,812.45	18,790.79	9,558.54	28,965.39	16,987.17
存货	28,543.29	38,853.62	44,094.38	61,931.92	67,851.07
其他	3,873.37	3,814.01	3,889.91	5,140.34	4,753.47
流动资产合计	79,576.90	100,536.22	102,657.22	151,380.91	159,759.27
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	155,437.13	204,977.35	213,408.07
短期借款	17,770.51	7,127.35	33,266.18	60,008.40	61,356.69
应付账款	25,855.28	35,017.01	38,415.10	53,441.20	56,119.38
其他	26,115.26	17,444.30	30,898.12	24,138.57	33,069.26
流动负债合计	69,741.05	59,588.67	102,579.40	137,588.16	150,545.34
长期借款	23,996.73	26,152.97	7,463.10	13,916.30	621.75
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	15,928.52	24,185.70	12,383.90
负债合计	99,528.95	102,293.27	118,507.92	161,773.86	162,929.24
少数股东权益	7,860.26	10,413.15	11,613.08	13,054.34	14,753.82
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	20,711.36	25,544.36	31,120.23
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	36,929.21	43,203.48	50,478.82
负债和股东权益总	127,629.77	151,228.83	155,437.13	204,977.35	213,408.07

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,431.28	4,478.94	4,036.89	4,833.00	5,575.87
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	1,980.33	2,275.66	2,755.92
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)	8,228.50	(36,500.89)	7,204.65
其它	(4,483.67)	4,976.50	1,273.74	1,413.24	1,693.56
经营活动现金流	(4,749.52)	(3,428.48)	16,360.05	(27,083.41)	18,159.94
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	51,208.38	85,724.09	75,150.15
股权融资	(250.50)	14,082.79	(19,127.52)	(2,153.75)	(2,598.69)
其他	(32,927.79)	(55,985.63)	(50,770.73)	(51,304.37)	(85,846.00)
筹资活动现金流	16,271.43	8,614.09	(18,689.87)	32,265.97	(13,294.54)
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	(3,652.35)	3,489.92	3,213.80

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	1,430.45	1,711.35	1,970.03
营业费用	680.73	1,013.17	1,197.36	1,432.49	1,649.01
管理费用	3,797.88	4,390.16	5,188.30	6,207.13	7,145.35
财务费用	1,402.04	2,098.12	1,980.33	2,275.66	2,755.92
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	6,007.09	7,233.57	8,397.91
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	6,632.84	7,946.85	9,214.78
所得税	967.22	1,193.98	1,396.02	1,672.58	1,939.44
净利润	3,431.28	4,478.94	5,236.82	6,274.27	7,275.34
少数股东损益	748.23	1,083.62	1,199.93	1,441.27	1,699.48
归属于母公司净利润	2,683.05	3,395.31	4,036.89	4,833.00	5,575.87
每股收益（元）	0.58	0.74	0.88	1.05	1.21

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	14.90%	21.85%	18.18%	19.64%	15.12%
营业利润	12.81%	14.15%	31.70%	20.42%	16.10%
归属于母公司净利润	17.32%	26.55%	18.90%	19.72%	15.37%
获利能力					
毛利率	14.01%	13.05%	13.09%	13.14%	13.23%
净利率	3.26%	3.39%	3.41%	3.41%	3.42%
ROE	13.26%	8.81%	15.95%	16.03%	15.61%
ROIC	11.18%	11.89%	9.61%	13.33%	9.40%
偿债能力					
资产负债率	77.98%	67.64%	76.24%	78.92%	76.35%
净负债率	113.42%	66.86%	82.19%	114.64%	108.54%
流动比率	1.14	1.69	1.00	1.10	1.06
速动比率	0.73	1.04	0.57	0.65	0.61
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	0.77	0.79	0.78
每股指标（元）					
每股收益	0.58	0.74	0.88	1.05	1.21
每股经营现金流	-1.03	-0.74	3.55	-5.88	3.94
每股净资产	4.40	8.37	5.50	6.55	7.76
估值比率					
市盈率	16.87	13.33	11.21	9.37	8.12
市净率	2.24	1.18	1.79	1.50	1.27
EV/EBITDA	8.65	8.45	8.41	10.16	7.81
EV/EBIT	11.16	10.42	9.55	11.44	8.72

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