

葛洲坝

600068

审慎增持 (维持)

其他营业收入大增带动公司业绩增长超预期

2018 年 03 月 30 日

市场数据

市场数据日期	2018-03-29
收盘价(元)	8.66
总股本(百万股)	4,604.78
流通股本(百万股)	4,604.78
总市值(百万元)	39,877.37
流通市值(百万元)	39,877.37
净资产(百万元)	41,031.72
总资产(百万元)	186,923.67
每股净资产	5.44

相关报告

《葛洲坝：单季收入增速放缓，非经常损益减少拖累业绩增速》
2018-10-30

《业绩增长符合预期，PPP 和海外市场带动——葛洲坝 2017 中报点评》
2017-09-01

《葛洲坝：转型升级的典范：PPP+ 一带一路 + 环保》
2017-07-11

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

研究助理：

高远

gaoyuanyjs@xyzq.com.cn

团队成员：

黄杨

huangyang@xyzq.com.cn

许盈盈

xuyingying@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	106807	115887	126990	138153
同比增长(%)	6.5%	8.5%	9.6%	8.8%
净利润(百万元)	4684	5197	5797	6505
同比增长(%)	37.9%	11.0%	11.5%	12.2%
毛利率(%)	13.1%	13.2%	13.5%	13.8%
净利润率(%)	4.4%	4.5%	4.6%	4.7%
净资产收益率(%)	11.4%	11.2%	10.9%	10.6%
每股收益(元)	0.97	1.00	1.10	1.21
每股经营现金流(元)	-0.18	-0.18	-0.17	-0.18

投资要点

- 2017 年度公司累计新签合同 2260.48 亿元，同比增长 5.83%。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 新签合同额分别为 690.16 亿元、569.20 亿元、545.62 亿元、455.5 亿元，分别同比增长 42.55%、-5.19%、49.61%、-33.67%，Q4 新签订单增速下滑一定程度上受国资委 192 号文的影响。
- 2017 年公司实现营收 1068.07 亿元，同比增长 6.54%，完成全年计划营业收入 89.01%，Q4 增速负增长导致全年营业收入目标未能完成；实现归母净利润为 46.84 亿元，同比增长 37.94%。公司 Q1、Q2、Q3、Q4 营收分别同比增长 37.86%、20.22%、0.31%、-11.99%，环保、建筑两大主业分别增长 60%和-1.3%。
- 公司 2017 年实现综合毛利率 13.07%，较去年同期提升 0.02%，实现净利率 5.47%，较去年同期提升 1%，主要源于其他营业收入提升。公司环保、建筑业务毛利率分别提升-1.53%、0.96%，其中 PPP 带动工程业务毛利率提升，而考虑政府补助、退税等影响，环保业务净利率约 2.3%，较去年实现提升。公司 2017 年期间费用占比为 8.02%，较去年同期提升 0.52%；资产减值损失占比为-0.05%，较去年同期提升 0.05%。
- 2017 年公司处置可供出售金融资产取得的投资收益增长约 7.1 亿元，若去除这笔投资收益的影响，公司净利润增速为 16.88%。公司 2017 年非经常损益达 7.67 亿元，较去年同期增长 3.42 亿元。另外，公司调整会计科目，政府补助由营业外收入改计为其他收益，导致营业利润的大幅增长。
- 公司 2017 年每股经营性现金流净额为-0.18 元，较去年同期增加 0.57 元，主要是房地产业务销售回款增加、土地投入净流出减少所致。公司 2017 年的收现比、付现比分别为 89.46%、93.51%，分别较上年同期上升 4.86%、3.67%，收现比提升是现金流好转的主要原因。
- 盈利预测和评级：去除永续债的利息，我们调整公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.10 元、1.21 元，3 月 29 日股价对应的 PE 为 8.7 倍、7.9 倍、7.2 倍，维持公司“审慎增持”评级。

风险提示：PPP 业务推进不顺、房地产销售下滑、环保业务收购不达预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

- **葛洲坝发布 2017 年年报:** 2017 年公司实现营业收入 1068.07 亿元, 同比增长 6.54%; 实现营业利润 72.87 亿元, 同比增长 58.65%; 实现归母净利润为 46.84 亿元, 同比增长 37.94%。其中第四季度实现收入 324.99 亿元、同比降低 11.99%, 实现归母净利润 20.94 亿元、同比增长 81.72%。
- 公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.68 元 (含税)。

点评

- 2017 年度公司累计新签合同 2260.48 亿元, 完成全年计划新签合同的 94.17%, 同比增长 5.83%。分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 新签合同额分别为 690.16 亿元、569.20 亿元、545.62 亿元、455.5 亿元, 分别同比增长 42.55%、-5.19%、49.61%、-33.67%, Q4 新签订单拖累全年新签订单额, 其中境内外新签合同额 Q4 单季度都下滑 30%以上。

分业务来看, 公司水利、非水利业务分别新签合同额 378.68 亿元、1881.8 亿元, 分别同比增长 11.24%、4.80%, 其中非水利业务增速在去年同期 65.67% 的基础上大幅下降;截至 2018 年 2 月底, 公司累计已中标及签约的 PPP 项目合同金额为 1220 亿元, 不存在已入库项目因 92 号文被清理出库的情况。

分区域来看, 2017 年公司新签国内、国际工程合同 1454.66 亿元、805.82 亿元, 占比为 64.35%、35.65%, 分别同比增长 1.7%、14.2%, 境内业务订单增速有所回落、境外业务维持增长趋势 (去年国内外业务增速为 27.62%、1.51%), 我们认为境内订单增速下滑一定程度上受国资委 192 号文的影响 (尤其 Q4 增速下滑显著)。

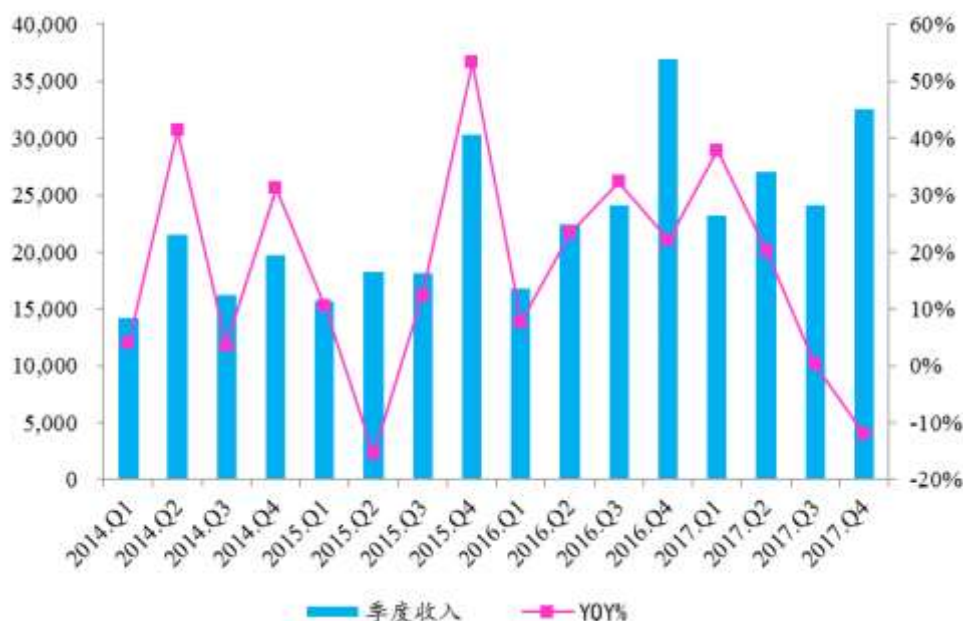
- 2017 年公司实现营业收入 1068.07 亿元, 同比增长 6.54%, 完成全年计划营业收入的 89.01%, **Q4 增速负增长导致全年营业收入目标未能完成。**1) 分季度来看, 公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 231.85 亿元、270.00 亿元、241.24 亿元、324.99 亿元, 分别较去年同期增长 37.86%、20.22%、0.31%、-11.99%, 季度增速呈现逐季下滑的趋势。2) 分公司来看, 2017 年母公司、子公司分别实现收入 170.5 亿元、897.57 亿元, 同比增长-6.87%、9.53%。3) 分行业来看, 环保、建筑、高端装备制造、基础设施投资与运营、房地产开发、水泥、民用爆破、其他业务分别实现营业收入为 266.81 亿元、569.87 亿元、21.89 亿元、23.49 亿元、62.46 亿元、66.80 亿元、30.32 亿元、17.8 亿元, 分别同比变化 60.13%、-1.31%、-6.49%、29.91%、-36.90%、20.36%、9.11%、-38.72%、6.28%。公司以外延并购切入环保领域、全产业链上下延伸, 环保业务营业收入实现较快增长, 报告期内, 公司还并购了位于保定市的尧

润科技环保公司；PPP 项目的推进，带动公司基础设施投资与运营业务快速增长；在 2017 年环保限产的政策高压下，小水泥窑被关闭，公司水泥营业实现较快增长。4) 公司 2017 年境内、境外收入分别为 853.4 亿元、206.04 亿元，分别同比增长 3.71%和 18.4%，在“一带一路”方针倡导下，海外业务实现较快增长。

- 2017 年公司处置可供出售金融资产取得的投资收益约 7.16 亿元，若去除这笔投资收益的影响，公司净利润增速为 16.88%。2017 年公司扣非归母净利润 39.16 亿元，同比增长 31.83%，非经常损益达 7.67 亿元，较去年同期增长 3.42 亿元。另外，公司调整会计科目，政府补助由营业外收入改计为其他收益，导致营业利润大幅增长。
- 公司 2017 年实现综合毛利率 13.07%，较去年同期提升 0.02%，实现净利率 5.47%，较去年同期提升 1%，其他经营收益占比提升 2.81%，是净利率提升幅度大于毛利率的主要原因。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现毛利率 11.26%、11.83%、13.10%、15.39%，较去年同期提升-3.71%、-0.18%、0.60%、2.21%，季度毛利率成上升趋势。2) 分公司来看，2017 年母公司、子公司毛利率为 9.21%、13.81%，分别同比提升 2.99%、-0.77%，环保业务毛利率的下滑导致子公司毛利率有所下滑。3) 分行业来看，环保、建筑、高端装备制造、基础设施投资与运营、房地产开发、水泥、民用爆破、其他业务的毛利率分别为 0.96%、12.34%、16.29%、58.08%、27.72%、32.45%、23.64%、9.18%，分别同比变化-1.53%、0.96%、3.44%、1.50%、6.74%、3.76%、-0.7%、-0.2%、0.05%，环保业务毛利率下滑较大，PPP 带动建筑业务毛利率有所提升，在去年三四线城市房地产回暖的需求催化下，房地产开发业务毛利率快速提升。值得注意的是，虽然公司环保业务毛利率较低，但根据年报披露数据，分项净利率达 2.3%，较去年提升 0.3%，主要是环保业务有政府补助、退税等优惠。4) 分地区来看，境内、境外分别实现毛利率 12.96%、13.24%，同比变化-0.66%、3.37%，境外地区毛利率有所提升。
- 公司 2017 年期间费用占比为 8.02%，较去年同期提升 0.52%，主要由于管理费率提升。分项来看：管理费率为 5.08%，同比提升 0.7%，主要系公司规模扩大职工薪酬增加以及加大研发支出投入所致；财务费率为 1.95%，同比减少 0.15%；销售费率为 1%，同比减少 0.01%。
- 公司 2017 年资产减值损失占比为-0.05%，较去年同期提升 0.05%，总体保持稳定。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 的资产减值损失占比分别为-0.02%、-0.03%、-0.05%、0.24%，分别同比上升 0.00%、0.03%、-0.06%、0.2%。

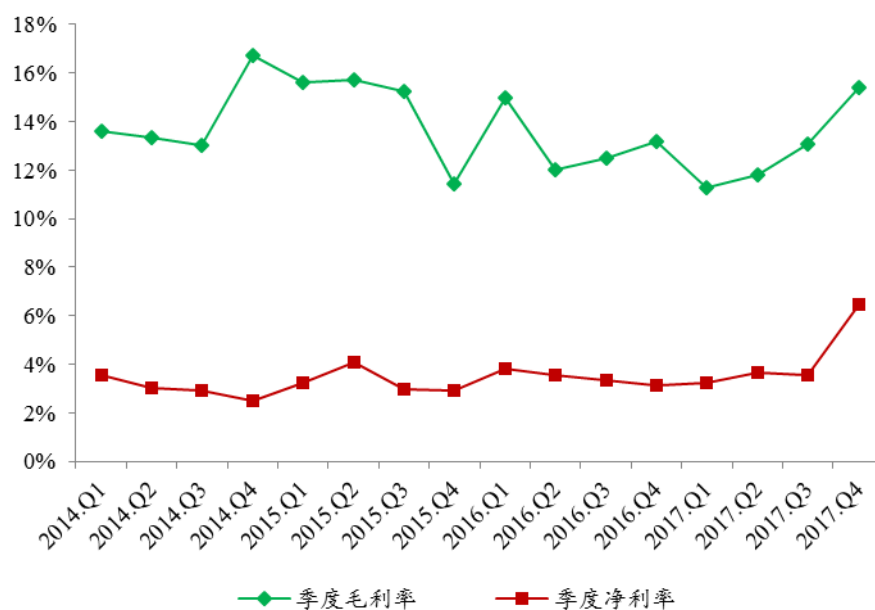
- 公司 2017 年每股经营性现金流净额为-0.18 元，较去年同期增加 0.57 元，主要是房地产业务销售回款增加、土地投入净流出减少所致。分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现经营性现金流净额-1.29 元、0.78 元、-1.10 元、1.43 元，分别同比增加-0.56 元、1.36 元、-1.35 元、1.12 元，四季度经营现金流情况大幅好转，主要由于房地产业务销售回款增加、土地投入净流出减少所致；2) 从收、付现比的角度来看，公司 2017 年的收现比、付现比分别为 89.46%、93.51%，分别较上年同期上升 4.86%、3.67%，收现比提升是现金流好转的主要原因。
- 截至报告期末，公司发行永续债、可续债等权益类工具公 160 亿元，2017 年度永续债利息为 5.75 亿元。按照企业会计准则规定，计算每股收益时，归属于上市公司股东的净利润要扣除其他权益工具永续债的利息。
- **盈利预测和评级：**去除永续债的利息，我们调整公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 1.00 元、1.10 元、1.21 元，3 月 29 日股价对应的 PE 为 8.7 倍、7.9 倍、7.2 倍，维持公司“审慎增持”评级。
- **风险提示：**PPP 业务推进不顺、房地产销售下滑、环保业务收购不达预期

图 1、公司季度收入增速情况（百万）



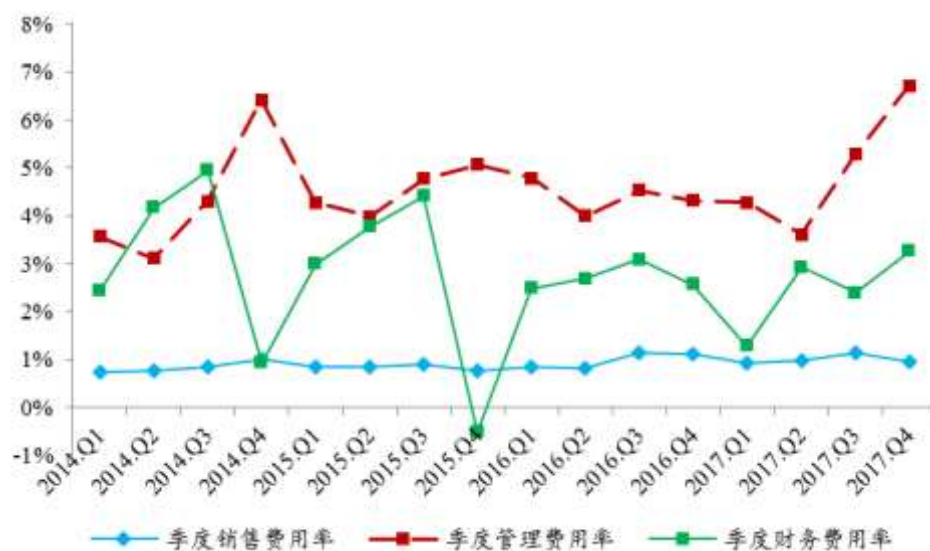
数据来源：天软，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司的盈利能力情况



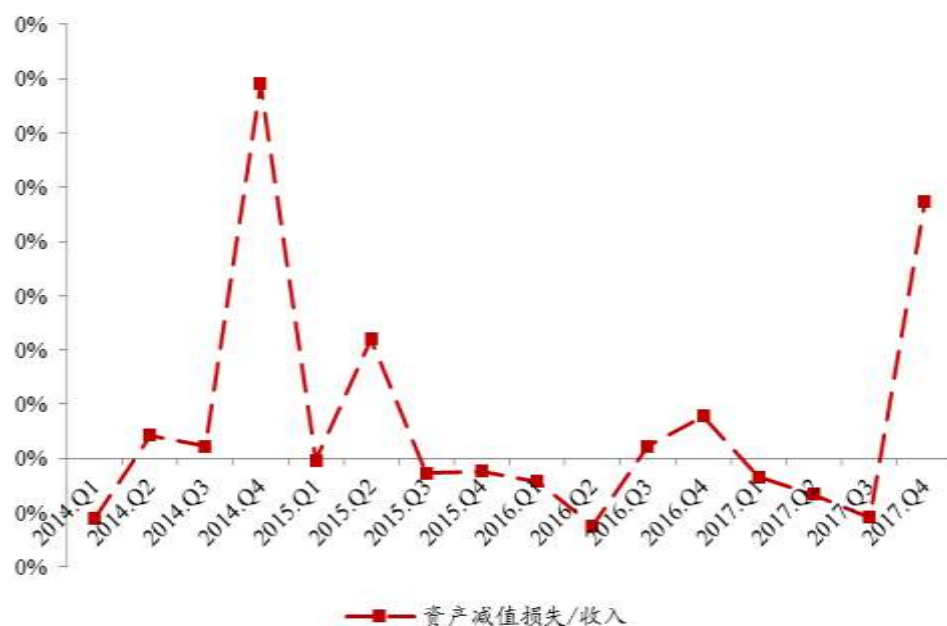
数据来源：天软，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司的季度期间费用情况



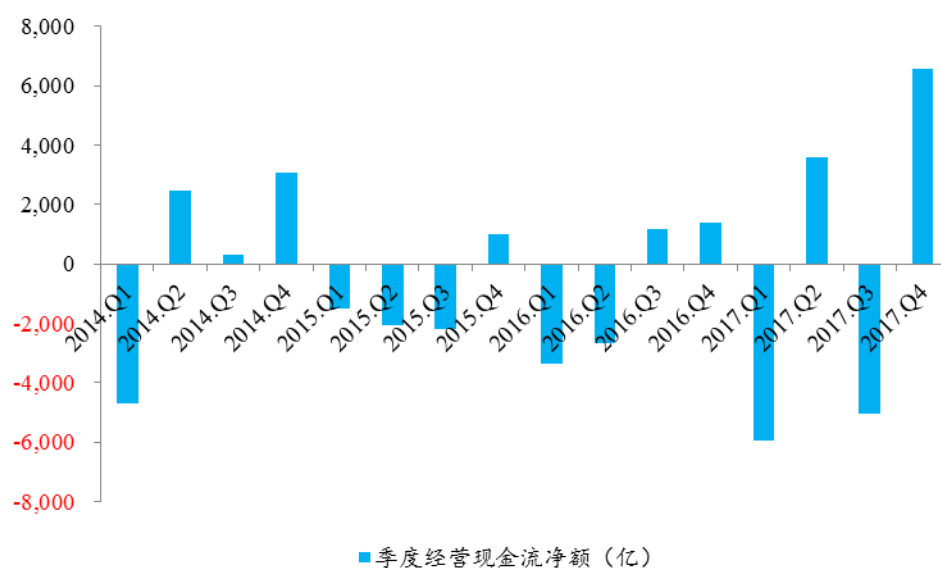
数据来源：天软，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司的季度资产减值损失占比情况



数据来源：天软，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司的经营性现金流净额（百万）



数据来源：天软，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、公司各季度收现比与付现比情况

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015.Q4	2016.Q1	2016.Q2	2016.Q3	2016.Q4	2017.Q1	2017.Q2	2017.Q3	2017.Q4
收现比	99.26%	86.82%	81.96%	80.04%	100.07%	90.38%	82.76%	84.59%	108.22%	97.61%	93.88%	89.46%
付现比	114.43%	99.20%	92.89%	85.18%	116.14%	102.41%	90.54%	89.84%	125.99%	97.58%	99.08%	93.51%

数据来源：天软，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	123189	129877	156258	178529
货币资金	18981	17383	21570	22733
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	16486	22783	28711	36667
其他应收款	11640	13559	17334	20205
存货	64117	56331	68137	77383
非流动资产	63735	60612	58809	56851
可供出售金融资产	5615	5600	6000	6300
长期股权投资	6959	6959	6959	6959
投资性房地产	38	46	57	62
固定资产	14290	17686	18242	17376
在建工程	9957	4979	2489	1245
油气资产	0	0	0	0
无形资产	15316	14936	14556	14176
资产总计	186924	190488	215067	235381
流动负债	91364	88705	103528	115240
短期借款	14420	18054	25479	29775
应付票据	380	687	693	728
应付账款	35519	31803	36120	39701
其他	41045	38160	41237	45037
非流动负债	44465	44252	46998	47941
长期借款	27782	29782	30782	31782
其他	16682	14470	16216	16159
负债合计	135828	132957	150526	163181
股本	4605	4605	4605	4605
资本公积	7616	7616	7616	7616
未分配利润	10760	32157	37415	43171
少数股东权益	10064	11338	12718	14225
股东权益合计	51095	57531	64541	72199
负债及权益合计	186924	190488	215067	235381

现金流量表

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4684	5161	5630	6151
折旧和摊销	1802	2082	2434	2610
资产减值准备	-352	742	199	211
无形资产摊销	587	500	500	500
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2079	2632	2902	2975
投资损失	-1353	-700	-550	-45
少数股东损益	1164	1275	1379	1507
营运资金的变动	6949	10020	14155	13799
经营活动产生现金流量	958	-847	-785	-819
投资活动产生现金流量	-9276	433	-391	-690
融资活动产生现金流量	9860	-1184	5363	2671
现金净变动	1542	-1598	4187	1163
现金的期初余额	21424	18981	17383	21570
现金的期末余额	22966	17383	21570	22733

利润表

单位:百万元

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	106807	115887	126990	138153
营业成本	92843	100591	109899	119051
营业税金及附加	1227	869	952	1036
销售费用	1065	1155	1266	1377
管理费用	5426	5215	5334	5664
财务费用	2079	2632	2902	2975
资产减值损失	51	45	65	50
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1353	700	550	45
营业利润	7287	7979	8622	9444
营业外收入	255	300	350	350
营业外支出	56	80	100	100
利润总额	7486	8199	8872	9694
所得税	1638	1763	1863	2036
净利润	5847	6436	7009	7659
少数股东损益	1164	1275	1379	1507
归属母公司净利润	4684	5161	5630	6151
EPS(元)	0.97	1.00	1.10	1.21

主要财务比率

会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	6.5%	8.5%	9.6%	8.8%
营业利润增长率	58.7%	9.5%	8.1%	9.5%
净利润增长率	37.9%	10.2%	9.1%	9.3%
盈利能力(%)				
毛利率	13.1%	13.2%	13.5%	13.8%
净利率	4.4%	4.5%	4.4%	4.5%
ROE	11.4%	11.2%	10.9%	10.6%

偿债能力(%)

资产负债率	72.7%	69.8%	70.0%	69.3%
流动比率	1.35	1.46	1.51	1.55
速动比率	0.65	0.83	0.85	0.88

营运能力(次)

资产周转率	63.2%	61.4%	62.6%	61.3%
应收帐款周转率	783.5%	584.4%	484.8%	415.4%

每股资料(元)

每股收益	0.97	1.00	1.10	1.21
每股经营现金	-0.18	-0.18	-0.17	-0.18
每股净资产	8.91	10.03	11.25	12.59

估值比率(倍)

PE	9.0	8.7	7.9	7.2
PB	1.0	0.9	0.8	0.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn