

葛洲坝 (600068)

证券研究报告

2018 年 04 月 01 日

PPP 与环保业务持续放量，订单饱满业绩增长可期

公司近期公布 2017 年年度报告，全年实现营业收入 1068.07 亿元，同增 6.54%；实现归母净利润 46.84 亿元，同增 37.94%。点评如下。

在手订单饱满，未来业绩增长有保障

2017 年公司新签合同额较上年同增 5.83%至 2260.48 亿元，完成年计划的 94.19%，主要是因为部分项目在年末中标未能正式签订合同。其中国内工程合同额 1454.66 亿元，占比 64.35%，同增 1.7%。海外订单同增 14.2%至 805.82 亿元，占比 35.65%。报告期内公司 PPP 业务持续发力，PPP 合同金额达 659.37 亿元，占国内市场签约额的 45.33%。公司 2018 年计划新签合同额 2200 亿元，较 2017 年计划同比减少 8.33%。公司在手订单达 2987 亿元，是 2017 年营收的近 2.8 倍，未来业绩增长保障充分。

环保板块收入大幅上涨，出表 PPP 业务关联交易快速增加

报告期内公司实现营收 1068.07 亿元，同增 6.54%。四季度营收同比下降 12%至 325 亿元，主要是因为公司部分项目受环保督查影响施工进度低于预期。全年建筑业务营收也受此影响同比下降 1.31%至 569.87 亿元，但其毛利率上升 0.96 个百分点至 12.34%，主要系毛利较高的 PPP 项目结转所致。环保业务收入同比大幅增长 60.13%至 266.82 亿元，在总营收中占比上升 11.14 个百分点至 24.98%，毛利率小幅下滑 1.53 个百分点至 0.96%，或与毛利率较低的再生资源业务规模扩大有关。其他业务中基础设施投资与水泥两项业务在收入规模、占比及毛利率上均实现了增长。剔除营改增影响后，公司整体毛利率为 11.92%，同增 0.08 个百分点。

2017 年公司与 PPP 项目出表相关合营和联营企业数量由 2016 年的 14 个增加至 23 个，关联交易收入则由 2016 年的约 45 亿元增长至约 99 亿元，同增 118.47%。据经营计划，公司 2018 年营收预期目标为 1300 亿元，较 2017 年实际营收增长 21.71%，基于较高的订单收入保障比，料公司将大概率完成营收目标。

期间费用率基本不变，剔除各项因素后归母净利润小幅增长

公司期间费用率为 8.02%，上升 0.54 个百分点。其中管理费用率同增 0.7 个百分点至 5.08%，主要是由于公司规模扩大职工薪酬支出以及研发投入增加；财务费用率同比减少 0.15 个百分点，主要是汇兑损失减少所致；销售费用率与上一年基本持平。17 年四季度归母净利润同比大幅上涨 81.77%至 20.94 亿元致全年归母净利润达 46.84 亿元，同增 37.94%，处置长江电力与交通银行股票确认的 7.11 亿元投资收益是其增速高于营收增速的主因。剔除该部分投资收益和永续债利息后，归母净利润增速约 7.6%。

收现比小幅提升，经营性现金流明显改善

2017 年公司收现比为 0.89，较去年同期上升 4.86 个百分点，主因房地产业务销售回款增加；付现比上升 3.67 个百分点至 0.94，小于收现比增幅。综合下来，公司 2017 年经营性现金流净额为-8.24 亿元，较上年净流出收窄 26.04 亿元。

投资建议

公司在手订单充足，积极探索 PPP 业务新模式，环保板块产业链日臻完善，充分享受环保产业与带路政策红利。综上，我们上调了盈利预测，2018~2019 年归母净利润预测由 48.33、55.76 亿元调整至 55.20、64.90 亿元，2020 年归母净利润预测值为 76.36 亿元；扣除永续债利息后 EPS 为 1.07、1.28、1.53 元/股，对应 PE 为 8、7、6 倍，维持“买入”评级。

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	100,254.15	106,807.10	128,428.30	148,868.79	172,118.41
增长率(%)	21.85	6.54	20.24	15.92	15.62
EBITDA(百万元)	8,212.66	9,189.22	12,117.60	14,108.77	16,248.65
净利润(百万元)	3,395.31	4,683.60	5,519.74	6,489.86	7,636.40
增长率(%)	26.55	37.94	17.85	17.58	17.67
EPS(元/股)	0.69	0.89	1.07	1.28	1.53
市盈率(P/E)	12.78	9.83	8.17	6.83	5.72
市净率(P/B)	1.05	0.98	1.35	1.11	0.92
市销率(P/S)	0.40	0.38	0.31	0.27	0.23
EV/EBITDA	8.45	8.23	6.74	7.64	5.73

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	8.77 元
目标价格	12.50 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)	4,604.78
A 股总市值(百万元)	40,383.90
流通 A 股市值(百万元)	40,383.90
每股净资产(元)	5.44
资产负债率(%)	72.67
一年内最高/最低(元)	13.47/8.04

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



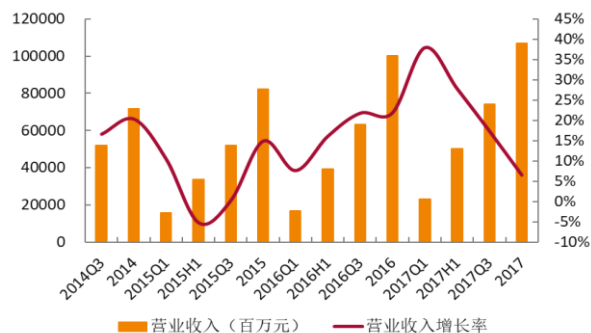
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《葛洲坝-季报点评:业绩增速有所放缓，PPP 和环保产业深入推进》 2017-11-01
- 2 《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
- 3 《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

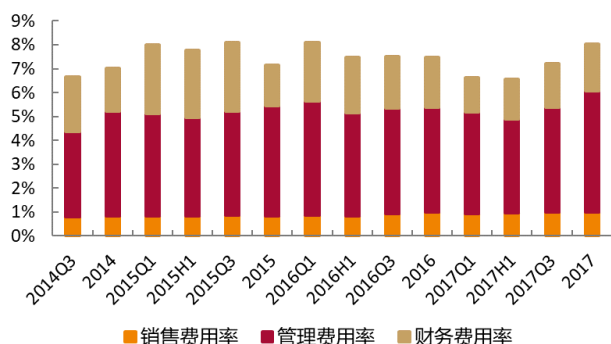


图 1：营业收入及增速



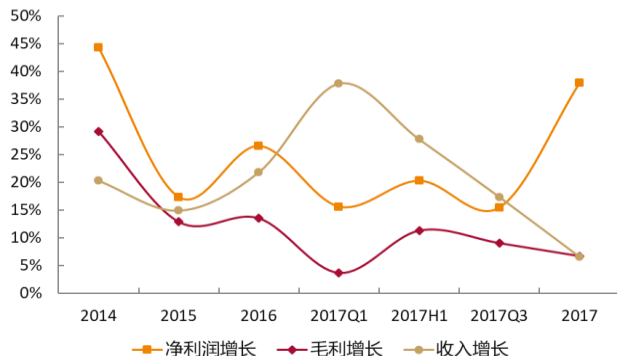
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：三项费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：净利、毛利及收入增长



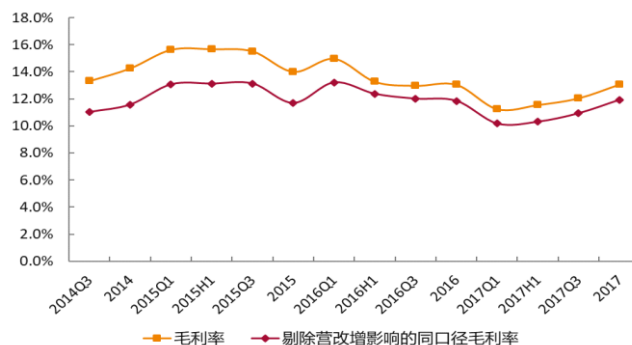
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2016~2017 年新签合同额累计值及同比



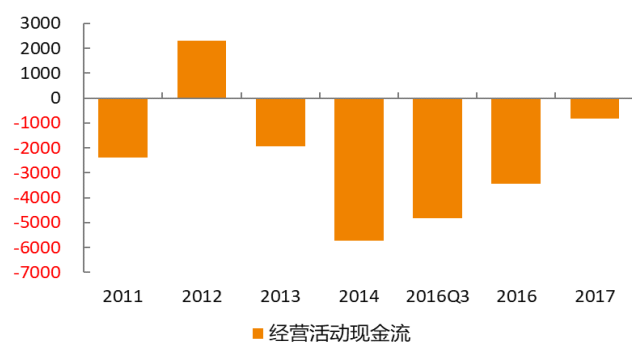
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：毛利率及剔除营改增后毛利率



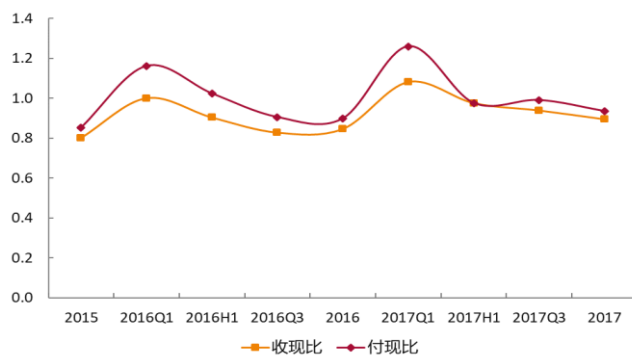
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：经营性现金流（百万元）



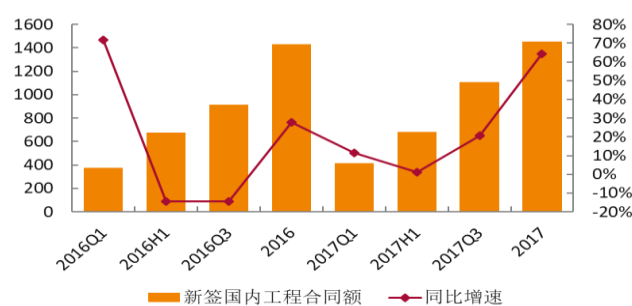
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：收现比、付现比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：2016~2017 年新签国内工程合同额累计值及同比



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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	21,424.44	18,981.03	19,264.24	22,330.32	25,817.76
应收账款	17,653.37	28,126.34	20,993.65	43,516.16	40,630.62
预付账款	18,790.79	6,986.19	27,818.42	13,865.01	31,235.40
存货	38,853.62	64,116.99	25,271.63	84,968.47	50,299.45
其他	3,814.01	4,978.30	4,671.70	5,691.25	5,924.64
流动资产合计	100,536.22	123,188.85	98,019.65	170,371.20	153,907.88
长期股权投资	5,428.31	6,959.18	9,459.18	12,459.18	15,459.18
固定资产	13,911.25	14,293.14	18,236.28	21,124.79	23,040.53
在建工程	2,688.67	9,957.10	6,574.26	4,544.55	3,326.73
无形资产	15,507.52	15,500.91	15,093.83	14,686.20	14,278.02
其他	13,156.87	17,024.49	13,525.50	9,795.75	7,325.82
非流动资产合计	50,692.61	63,734.82	62,889.04	62,610.48	63,430.29
资产总计	151,228.83	186,923.67	160,908.69	232,981.68	217,338.16
短期借款	7,127.35	14,419.75	39,216.50	58,528.05	60,063.72
应付账款	35,017.01	52,100.49	30,273.96	69,349.77	50,908.15
其他	17,444.30	24,843.59	27,171.52	25,264.23	31,698.13
流动负债合计	59,588.67	91,363.83	96,661.98	153,142.05	142,670.00
长期借款	26,152.97	27,782.21	9,630.70	14,495.22	0.00
应付债券	11,800.00	11,650.00	8,200.00	10,550.00	10,133.33
其他	4,751.63	5,032.32	4,808.37	4,864.11	4,901.60
非流动负债合计	42,704.60	44,464.53	22,639.07	29,909.33	15,034.93
负债合计	102,293.27	135,828.36	119,301.05	183,051.38	157,704.93
少数股东权益	10,413.15	10,063.59	11,617.54	13,450.35	15,516.87
股本	4,604.78	4,604.78	4,604.78	4,604.78	4,604.78
资本公积	7,585.31	7,616.49	7,616.49	7,616.49	7,616.49
留存收益	16,674.46	19,865.58	25,385.32	31,875.18	39,511.58
其他	9,657.87	8,944.87	(7,616.49)	(7,616.49)	(7,616.49)
股东权益合计	48,935.56	51,095.32	41,607.64	49,930.30	59,633.23
负债和股东权益总	151,228.83	186,923.67	160,908.69	232,981.68	217,338.16

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	4,478.94	5,847.48	5,519.74	6,489.86	7,636.40
折旧摊销	1,686.84	1,801.86	1,366.79	1,568.82	1,730.26
财务费用	2,053.47	2,047.92	2,367.68	2,463.41	2,679.28
投资损失	(191.26)	(1,353.09)	(1,759.02)	(2,022.88)	(2,326.31)
营运资金变动	(16,432.97)	(10,315.50)	8,904.13	(31,540.05)	6,864.43
其它	4,976.50	1,147.44	1,575.12	1,818.69	2,068.88
经营活动现金流	(3,428.48)	(823.89)	17,974.44	(21,222.15)	18,652.94
资本支出	7,680.27	10,622.95	1,743.95	1,964.26	1,982.51
长期投资	2,550.91	1,530.87	2,500.00	3,000.00	3,000.00
其他	(11,506.95)	(21,313.92)	(3,783.67)	(4,998.65)	(4,725.11)
投资活动现金流	(1,275.77)	(9,160.10)	460.28	(34.39)	257.40
债权融资	50,516.92	63,342.17	64,200.30	90,933.24	78,198.15
股权融资	14,082.79	(2,473.38)	(18,753.88)	(2,235.16)	(2,459.55)
其他	(55,985.63)	(53,409.79)	(63,597.94)	(64,375.47)	(91,161.49)
筹资活动现金流	8,614.09	7,459.00	(18,151.51)	24,322.61	(15,422.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,909.84	(2,524.98)	283.21	3,066.07	3,487.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	100,254.15	106,807.10	128,428.30	148,868.79	172,118.41
营业成本	87,167.16	92,843.11	110,965.19	128,020.76	147,565.00
营业税金及附加	1,210.40	1,227.25	1,412.71	1,652.44	1,979.36
营业费用	1,013.17	1,064.94	1,280.52	1,488.69	1,738.40
管理费用	4,390.16	5,426.17	5,779.27	7,145.70	8,605.92
财务费用	2,098.12	2,078.52	2,367.68	2,463.41	2,679.28
资产减值损失	(0.36)	50.95	20.00	30.00	40.00
公允价值变动收益	(5.42)	0.00	21.18	(14.12)	2.35
投资净收益	191.26	1,353.09	1,759.02	2,022.88	2,326.31
其他	(371.68)	(4,524.09)	(3,560.40)	(4,017.51)	(4,657.32)
营业利润	4,561.35	7,287.16	8,383.13	10,076.54	11,839.11
营业外收入	1,195.21	255.01	631.30	651.00	670.00
营业外支出	83.64	56.39	60.40	72.49	86.98
利润总额	5,672.92	7,485.77	8,954.03	10,655.06	12,422.13
所得税	1,193.98	1,638.29	1,880.35	2,332.39	2,719.20
净利润	4,478.94	5,847.48	7,073.69	8,322.66	9,702.92
少数股东损益	1,083.62	1,163.88	1,553.94	1,832.81	2,066.52
归属于母公司净利润	3,395.31	4,683.60	5,519.74	6,489.86	7,636.40
每股收益（元）	0.69	0.89	1.07	1.28	1.53

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	21.85%	6.54%	20.24%	15.92%	15.62%
营业利润	14.15%	59.76%	15.04%	20.20%	17.49%
归属于母公司净利润	26.55%	37.94%	17.85%	17.58%	17.67%
获利能力					
毛利率	13.05%	13.07%	13.60%	14.00%	14.27%
净利率	3.39%	4.39%	4.30%	4.36%	4.44%
ROE	8.81%	11.41%	18.41%	17.79%	17.31%
ROIC	11.89%	11.15%	10.76%	13.75%	10.91%
偿债能力					
资产负债率	67.64%	72.67%	74.14%	78.57%	72.56%
净负债率	66.86%	59.40%	128.59%	71.77%	117.03%
流动比率	1.69	1.35	1.01	1.11	1.08
速动比率	1.04	0.65	0.75	0.56	0.73
营运能力					
应收账款周转率	6.14	4.67	5.23	4.62	4.09
存货周转率	2.98	2.07	2.87	2.70	2.54
总资产周转率	0.72	0.63	0.74	0.76	0.76
每股指标（元）					
每股收益	0.69	0.89	1.07	1.28	1.53
每股经营现金流	-0.74	-0.18	3.90	-4.61	4.05
每股净资产	8.37	8.91	6.51	7.92	9.58
估值比率					
市盈率	12.78	9.83	8.17	6.83	5.72
市净率	1.05	0.98	1.35	1.11	0.92
EV/EBITDA	8.45	8.23	6.74	7.64	5.73
EV/EBIT	10.42	10.02	7.59	8.60	6.41

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 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com