葛洲坝（600068.SH）

17 年业绩增长超预期，业务转型潜力可期

公司评级	买入
当前价格	8.44 元
报告日期	2018-04-10

相对市场表现

分析师： 姚 遥 S0260517070002
☎ 18521722468
✉ gfyaoyao@gf.com.cn

● **17 年业绩增长超预期，经营现金流改善明显**

公司 2017 年实现营收 1068.1 亿元（计划 1200 亿元），同比增长 6.5%，增速较 16 年下降 15pct，营收未完成计划原因是部分签约项目合同落地晚于计划开工时间。公司 17 年归母净利润 46.8 亿元，同比增长 37.9%，增速超市场预期；扣非归母净利润 39.16 亿元，同比增长 31.8%。17 年毛利率/净利率分别为 13.1%/5.5%，较 16 年提升 0.02pct/5.5pct，净利率提升较大，主要是 17 年出售股权 7.1 亿元，投资收益同比大幅增加。公司 17 年期间费用率为 8%，增加 0.5%，其中销售/管理/财务费用率分别为 1%/5.1%/1.9%，同比-0.01pct/+0.7pct/-0.1pct。公司经营净现金流-8.24 亿元，较上年增加 26 亿元，现金流改善明显。公司预计 18 年营收 1300 亿元，与 2017 年实际收入相比增长 22%。

● **公司业务多元化发展，环保营收占比提升明显**

公司业务范围包括建筑、环保、水泥、房地产、民用爆破、基础设施投资与运营、装备制造等，17 年上述业务收入分别为 570/267/67/63/30/24/22 亿元，占比分别为 53%/25%/6%/6%/3%/2%/2%。非建筑板块业务收入/毛利占比分别为 47%/50%，均呈上升趋势。公司环保业务 16-17 年收入增速分别为 112%/92%，收入占比从 8%（15 年）提升到 25%（17 年），成为建筑业务之后的第二大业务。17 年环保业务净利润 6.13 亿元/+130%，其中，绿园公司净利润 2.31 亿元/+57%。预计 18 年新建项目投产将提升业务规模，环保收入有望保持高增。

● **17 年订单增速放缓，国际化业务稳步推进**

公司 17 年新签订单 2260.48 亿元（计划订单 2400 亿元），同比增长 5.8%。合同计划未能完成原因是部分项目在年末中标，报告期内未能正式签订合同。据公司年报，公司计划 18 年合同 2200 亿元，同比下降 2.7%，公司将打造环保和设备两个新业务，对建筑业务适当收缩。17 年国内/国际工程新签订单 1454.7/805.8 亿元，同增 1.7%/14.2%，占比 64.4%/35.6%。17 年公司境内和境外收入为 853.4/214.7 亿元，同增 3.7%/19.5%，占比 80%/20%，境内外毛利为 110.6/20.1 亿元，同比-1.3%/+54.3%，占比 79%/21%，境外业务毛利贡献度逐渐增加。

● **盈利预测与投资评级**

盈利预测基本假设如下：1）营业收入：截止 17 年末公司剩余合同金额 2987 亿元，受益前期订单集中转化，18 年收入增速有望提升；同时 17 年订单增速放缓，公司年报计划 18 年新签订单 2200 亿，同比下降 2.7%，19-20 年营收增速或放缓；2）毛利率：建筑收入占比逐年下降，其他高毛利率业务占比提升将提高整体毛利率水平；3）期间费用率：公司逐渐转型发展环保和装备制造业务，前期费用支出和研发支出可能增多，期间费用率或有所增长。公司积极调整发展战略，大力推进环保、装备制造等多元化业务，逐渐从量增向质增过渡，整体业务结构趋于改善，未来业绩持续增长可期。我们预计公司 18-20 年归母净利润 56.7、68.1、81.2 亿元，对应 18-20 年 EPS 分别为 1.23、1.48、1.76 元，按最新收盘价计算对应 18 年 PE 7 倍，估值水平较低，首次覆盖给予“买入”评级。

● **风险提示**

PPP 项目融资落地周期长，环保业务不及预期，装备制造业务发展不及预期，汇率波动风险，海外业务风险，利率风险等。

盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	100,254.2	106,807.1	129,491.0	150,976.1	168,354.4
增长率(%)	21.85%	6.54%	21.24%	16.59%	11.51%
EBITDA(百万元)	8,160.11	8,047.49	11,315.94	14,059.20	16,208.51
净利润(百万元)	3,395.31	4,683.60	5,674.46	6,812.75	8,117.80
增长率(%)	26.55%	37.94%	21.16%	20.06%	19.16%
EPS（元/股）	0.737	1.017	1.232	1.479	1.763
市盈率（P/E）	11.45	8.30	6.85	5.70	4.79
市净率（P/B）	1.01	0.95	0.83	0.73	0.63
EV/EBITDA	8.33	10.34	7.36	5.27	4.08

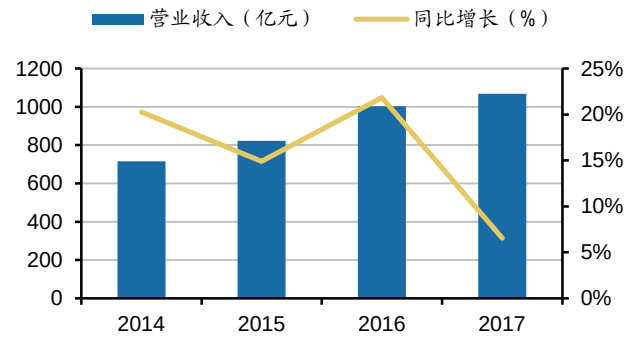
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

17 年业绩增长超预期，经营现金流改善明显

公司2017年实现营业收入1068.07亿元（计划1200亿元），同比增长6.5%，增速较16年下降15pct，营收未完成计划主要原因是部分签约项目合同落地晚于计划开工时间。公司17年实现归母净利润46.84亿元，同比增长37.9%，增速超市场预期；实现扣非归母净利润39.16亿元，同比增长31.83%。公司拟每10股派发2.68元。

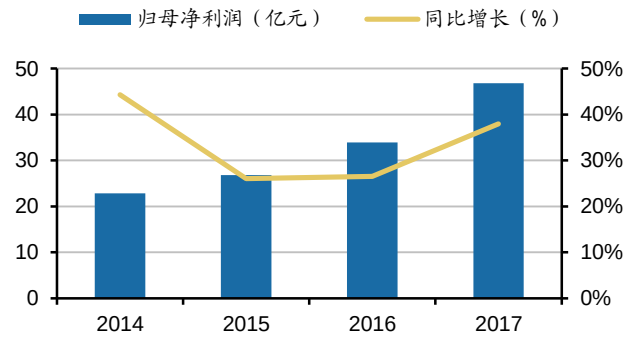
公司17年毛利率/净利率分别为13.1%/5.5%，较16年提升0.02pct/5.5pct，毛利率基本持平，而净利率提升较大，主要是17年出售股权确认了7.1亿元，投资收益同比大幅增加。公司17年期间费用率为8%，较16年增加0.5%，其中销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为1%/5.1%/1.9%，同比变化-0.01pct/+0.7pct/-0.1pct，管理费用率提高主要是职工薪酬和研发支出增加所致。公司经营净现金流-8.24亿元，较上年增加26亿元，现金流改善明显主要源于房地产业务销售回款增加以及土地投入净流出减少。公司预计2018年营业收入1300亿元，与2017年实际收入相比增长22%。

图1：公司近年来收入变化情况



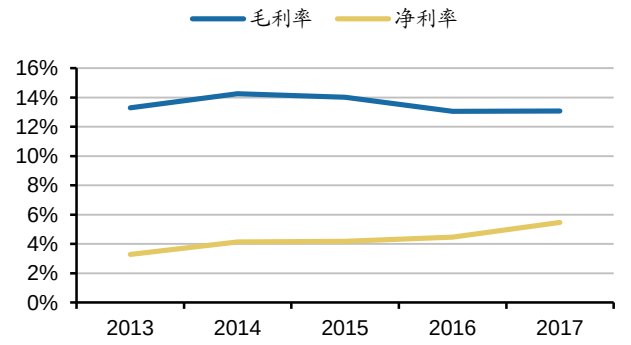
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：公司近年来归母净利润变化情况



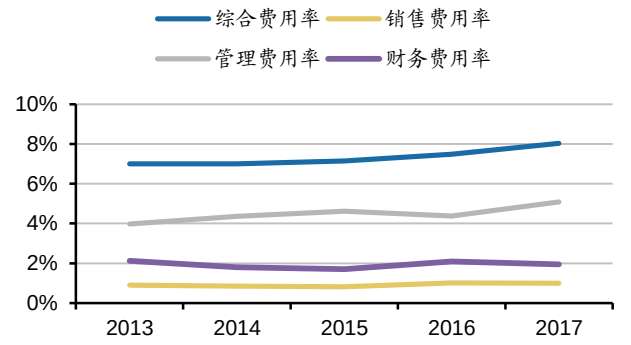
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：近年来毛利率、净利率变动情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

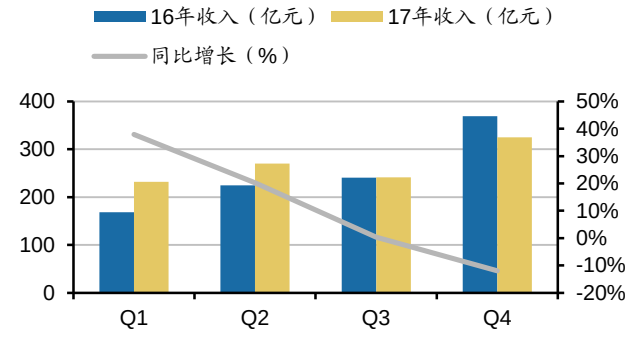
图4：近年来综合费用率变化情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

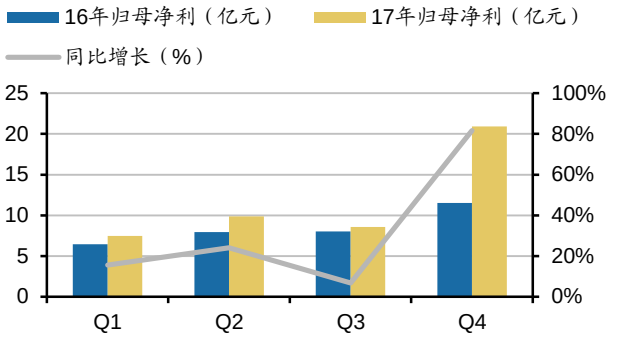
分季度来看，17年Q1-Q4收入分别为232/270/242/325亿元，同比增长28%/20%/0.3%/-12%；Q1-Q4归母净利润分别为7.46/9.87/8.56/20.94亿元，同比增长16%/24%/7%/82%。Q4收入下滑，而归母净利润增长82%，可能由于工程施工进度放缓导致收入确认较少，但由于出售股权投资收益增加导致归母净利润大幅增长。

图5：单季度收入变化情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：单季度归母净利润变化情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

公司业务多元化发展，环保营收占比提升明显

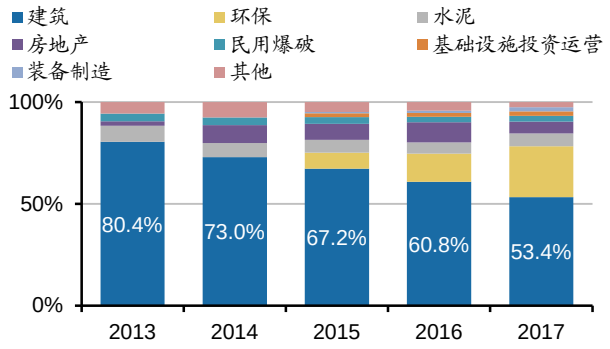
公司业务范围包括建筑、环保、水泥、房地产、民用爆破、基础设施投资与运营、装备制造等，17年上述业务收入分别为569.9/266.8/66.8/62.5/30.3/23.5/21.9亿元，占比分别为53.4%/25%/6.3%/5.8%/2.8%/2.2%/2%；各业务毛利分别为70.3/2.6/21.7/17.3/7.2/13.6/3.6亿元，占比分别为50.4%/1.8%/15.5%/12.4%/ 9.8%/ 2.6%/ 2.6%/2.4%。非建筑板块业务收入占比46.6%，毛利占比49.6%，均呈逐年上升趋势，多元化业务发展促进结构转型升级已初见成效。目前，公司在保障建筑业务稳定增长的同时，致力于打造环保和高端装备制造的全产业链和“一站式”服务能力，打造一流的产业集群，促进业务间协同发展。

在环保领域，公司通过并购重组、上下延伸、孵化拓展等方式在流域治理、污水处理、固废处理、再生资源利用等细分领域广泛开展投资布局，环境综合治理能力进一步增强，环保业务链条更加完善。公司再生资源业务综合实力位居前列，子公司绿园公司已经布局全国再生资源回收网络，年综合处理能力达920多万吨，是国内再生资源经营种类最丰富的企业。此外，公司加快加工基地和再生资源园区（精加工中心）建设，在全国共布局21家业务子分公司，逐步构建再生资源回收、加工和销售完整产业链，产能将进一步扩张。公司环保业务16-17年收入增速分别为112%/92%，收入占比从8%（15年）提升到25%（17年），成为建筑业务之后的第二大业务。17年环保业务净利润6.13亿元/+130%，其中，绿园公司净利润2.31亿元/+57%。预计2018年新建项目的投产将提升业务规模，环保业务收入有望保持高增。目前，由于再生资源回收面对客户主要是分散个人，进项税无法抵扣计入成本，毛利率仅有1%。公司预计2018年16个新产业园将实现投产，业务深加工将提高整个产业链附加价值，届时环保的

年利润率预计可以达到6%以上。

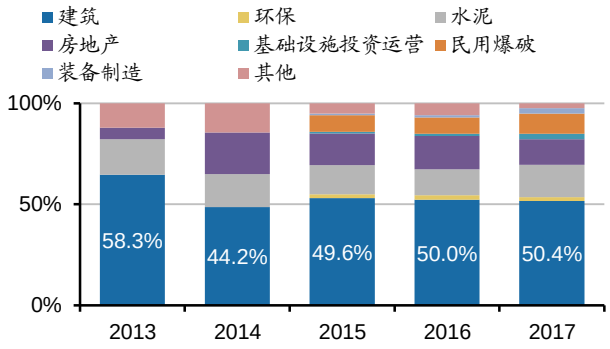
同时，公司加大对高端装备制造投入，大力发展智慧能源、高效储能、节能环保、智能制造领域的高端装备业务，力争成为领先的高端装备制造和行业应用解决方案服务商。高端制造目前有四个方向，一是智慧能源，二是高效储能，三是节能环保，四是智能制造。装备制造收入占比从2015年0.5%提升到2017年2%，毛利占比从0.7%提升到2.6%。随着公司对装备制造业务投入逐渐增加，业务比重有望逐年提升。

图7：各业务收入占比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图8：各业务毛利占比情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

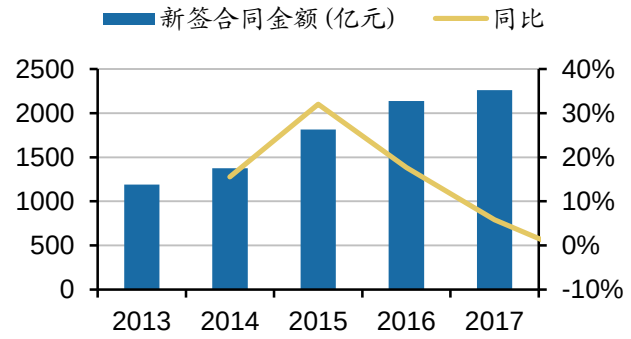
17 年订单增速放缓，国际化业务稳步推进

公司2017年新签订单2260.48亿元（计划签约额2400亿元），同比增长5.8%，较16年增速下降11.8pct。公司合同签约计划未能完成的主要原因是部分项目在年末中标，报告期内未能正式签订合同。据公司年报，2018年公司计划合同签约2200亿元，同比下降2.7%，主要是公司将进一步打造环保和装备制造两个新业务，对建筑业务适当收缩。目前公司在手订单约3000亿元，其中BOT与PPP项目约2000亿元；公司计划2018年建筑板块订单保持在2000亿元以上，总体实现平稳增长。

其中，国内/国际工程新签订单1454.66/805.82亿元，分别同比增长1.7%/14.2%，分别占比64.4%/35.6%。国际工程订单近年来占比相对稳定，未来随着公司在环保和装备制造领域市占率和竞争实力提升，有望通过“走出去”提高境外业务比重。

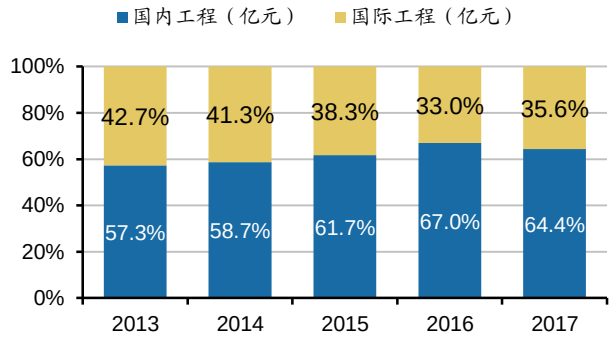
2017年公司境内和境外收入分别为853.4/214.7亿元，同比增长3.7%/19.5%，占比80%/20%，境内外毛利分别为110.6/20.1亿元，同比-1.3%/+54.3%，占比79%/21%。境外业务的毛利贡献度逐渐增加，主要得益于公司大力开拓国际市场，目前已在99个国家设立分支机构，业务覆盖142个国家和地区，建筑业务的市场渗透率和市占率逐渐提升，进而提高公司经营效率和盈利能力。

图9：近年来新签订单变动情况



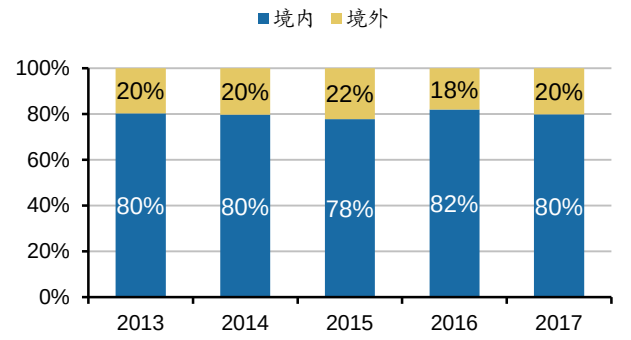
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图10：境内外订单占比情况



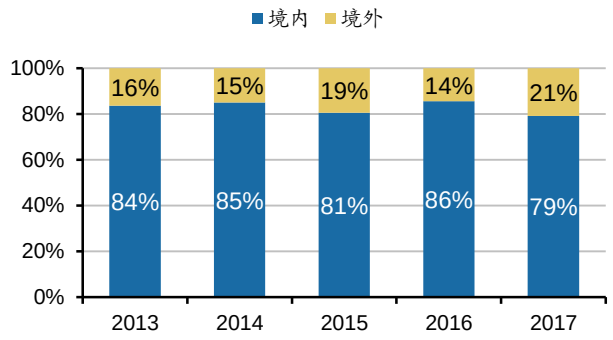
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图11：境内外业务收入占比变化情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图12：境内外业务毛利占比变化情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级：

盈利预测基本假设如下：1）营业收入：截止17年末公司剩余合同金额2987亿元，受益前期订单集中转化，18年收入增速有望提升；同时17年订单增速放缓，公司年报计划18年新签订单2200亿，同比下降2.7%，19-20年营收增速或放缓；2）毛利率：随着建筑施工收入占比逐年下降，其他高毛利率业务占比提升将提高整体毛利率水平；3）期间费用率：公司逐渐转型发展环保和装备制造业务，前期费用支出和研发支出可能增多，期间费用率或有所增长。公司积极调整发展战略，大力推进环保、装备制造等多元化业务，逐渐从量增向质增过渡，整体业务结构趋于改善，未来业绩持续增长可期。我们预计公司18-20年归母净利润56.7、68.1、81.2亿元，对应18-20年EPS分别为1.23、1.48、1.76元，按最新收盘价计算对应18年PE 7倍，估值水平较低，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

PPP项目融资落地周期长，环保业务不及预期，装备制造业务发展不及预期，汇率波动风险，海外业务风险，利率风险等。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	100536	123189	169640	199462	229298
货币资金	21424	18981	57384	76088	94405
应收及预付	38881	37821	49631	53710	57542
存货	38854	64117	62625	69664	77351
其他流动资产	1377	2270	0	0	0
非流动资产	50693	63735	59825	59385	58958
长期股权投资	5428	6959	6959	6959	6959
固定资产	13911	14293	13581	13375	13161
在建工程	2689	9957	9957	9957	9957
无形资产	17011	17342	15061	14828	14614
其他长期资产	11654	15184	14266	14266	14266
资产总计	151229	186924	229465	258848	288256
流动负债	59589	91364	131853	152730	172003
短期借款	7127	14420	62325	71913	82184
应付及预收	46762	65808	69528	80817	89819
其他流动负债	5699	11136	0	0	0
非流动负债	42705	44465	39432	39432	39432
长期借款	26153	27782	27782	27782	27782
应付债券	11800	11650	11650	11650	11650
其他非流动负债	4752	5032	0	0	0
负债合计	102293	135828	171285	192162	211435
股本	4605	4605	4605	4605	4605
资本公积	7585	7616	7616	7616	7616
留存收益	9089	12249	17924	24736	32854
归属母公司股东权	38522	41032	46706	53519	61637
少数股东权益	10413	10064	11474	13167	15184
负债和股东权益	151229	186924	229465	258848	288256

利润表 单位：百万元

至 12 月 31 日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	100254	106807	129491	150976	168354
营业成本	87167	92843	111723	130001	144380
营业税金及附加	1210	1227	1424	1510	1684
销售费用	1013	1065	764	906	993
管理费用	4390	5426	5827	6039	6616
财务费用	2098	2079	2186	2971	3206
资产减值损失	0	51	55	248	445
公允价值变动收益	-5	0	0	0	0
投资净收益	191	1353	1000	1000	1000
营业利润	4561	7287	8512	10302	12030
营业外收入	1195	255	631	670	700
营业外支出	84	56	60	67	61
利润总额	5673	7486	9083	10905	12669
所得税	1194	1638	1998	2399	2534
净利润	4479	5847	7085	8506	10135
少数股东损益	1084	1164	1410	1693	2017
归属母公司净利润	3395	4684	5674	6813	8118
EBITDA	8160	8047	11316	14059	16209
EPS（元）	0.74	1.02	1.23	1.48	1.76

现金流量表 单位：百万元

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-3428	-824	3481	12005	11242
净利润	4479	5847	7085	8506	10135
折旧摊销	1687	1802	1564	1539	1528
营运资金变动	-11370	-9102	-5773	-76	-2963
其它	1776	629	606	2036	2542
投资活动现金流	-1276	-9160	3371	503	539
资本支出	-2973	-8550	2371	-497	-461
投资变动	243	-1098	1000	1000	1000
其他	1454	487	0	0	0
筹资活动现金流	8693	7400	31551	6196	6535
银行借款	16579	28879	47905	9588	10271
债券融资	-25616	-20991	-13703	0	0
股权融资	19606	2641	0	0	0
其他	-1875	-3129	-2651	-3392	-3736
现金净增加额	3989	-2584	38403	18704	18316
期初现金余额	17361	21424	18981	57384	76088
期末现金余额	21350	18840	57384	76088	94405

主要财务比率

至12月31日	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力(%)					
营业收入增长	21.9	6.5	21.2	16.6	11.5
营业利润增长	14.1	59.8	16.8	21.0	16.8
归属母公司净利润增长	26.5	37.9	21.2	20.1	19.2
获利能力（%）					
毛利率	13.1	13.1	13.7	13.9	14.2
净利率	4.5	5.5	5.5	5.6	6.0
ROE	8.8	11.4	12.1	12.7	13.2
ROIC	8.1	6.5	9.4	12.1	14.2
偿债能力					
资产负债率(%)	67.6	72.7	74.6	74.2	73.3
净负债比率	0.6	0.9	0.8	0.5	0.4
流动比率	1.69	1.35	1.29	1.31	1.33
速动比率	0.72	0.57	0.75	0.79	0.82
营运能力					
总资产周转率	0.72	0.63	0.62	0.62	0.62
应收账款周转率	5.81	4.83	4.87	5.62	6.08
存货周转率	2.56	1.77	1.83	1.92	1.92
每股指标（元）					
每股收益	0.74	1.02	1.23	1.48	1.76
每股经营现金流	-0.74	-0.18	0.76	2.61	2.44
每股净资产	8.37	8.91	10.14	11.62	13.39
估值比率					
P/E	11.4	8.3	6.8	5.7	4.8
P/B	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	8.3	10.3	7.4	5.3	4.1

广发建筑工程行业研究小组

姚　遥：　分析师，美国普林斯顿大学土木工程博士，2015 年进入广发证券发展研究中心，2015-2017 年煤炭行业新财富、水晶球第一名(团队)，2016-2017 年社会服务行业新财富第五名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。